

分析师： 邓二勇 (8621) 68751787 dengey@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120003
联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

方向是一致的---由草根调研看机械与汽车数据的一致性

报告要点

■ 机械及汽车未来估值方向的一致性

最近困扰投资很重要的一个问题是实体经济中机械与汽车数据的差异性，直接导致了不同投资者对于这两个板块所反应出来的经济状况判断的差异。我们认为对于机械及汽车哪个数据更能够反映经济的变化或者其先后关系这可能并非核心，并且也很难形成共识。两个行业增速方向上的一致性则很能够说明问题：这导致我们对于经济的判断和对于市场估值的判断其实是没有差异的。

■ 安徽水利投资及陕西重卡调研

- **安徽机械草根调研结论：增速低于市场预期。**从龙工、小松及山推等代理商了解情况，目前机械销售依然维持增长，这和投资依然维持正的增长有必然联系。但是就我们调研的各个对象而言，机械全年的增速低于市场预期是大概率事件；以装载机为例，全年的增速可能远低于市场预期，其它品种如挖掘机增速也低于市场预期 10% 左右。
- **安徽水利及农田改造的作用：推土机增长明显。**安徽水利投资及农田改造工程对于推土机的带动作用是非常明显的。我们测算下来，相对高速公路建设而言，农田改造对推土机的拉动预计超过 10 倍（针对同一投资额而言），就代理商目前的情况而言，推土机的供不应求表现的最明显。
- **陕西重卡调研：继续确认增速为负，利润下降概率高。**陕西重卡调研进一步确认我们之前关于重卡今年增速下降的判断，全年-5%的销量增长可能是个大概率的事情。更为重要的是目前厂商已经开始实行代理商的返点机制，实际是在做降价销售---这意味着即使今年销售量维持平衡的位置，行业利润下降将成为一个必然的事实。这是超出市场预期的一个事实。同时代理商层面开始降价促销，并且亏损销售也从侧面验证了这一点。
- **经济下行初现端倪，基数原因可能是主因。**有两个数据对于经济下行的判断会有验证：1 是高速第五类车（以牵引车做物流为主）快速下降，这是否表明经济活力的下降值得关注；2 是目前货运司机等待运输基本上需要 1 天

的时间，这和去年可以立即运输的情况形成较大的反差。这是实体经济活力可能出现下行的信号。不过就我们机械和重卡调研的情况而言，这两个行业的增速下降，更多的还是去年高基数的影响及行业内部的原因，所以目前我们认为基数原因导致的下行可能还是主因，虽然后续可能恶化。

■ 机械与汽车数据差异的解读

针对目前机械数据较好，汽车数据较差的这样一个判断，我们认为是下述四个核心原因导致：

- **产品结构的差异。**市场目前解读的两个最重要的数据差异是重卡调研数据较差以及机械数据依旧良好。但机械高速增长最明显的是集中在推土机领域，实际上和重卡需求高度相关的装载机市场今年增速也是很乐观。就龙工及安徽其它代理商反馈的数据，今年装载机的增速最乐观估计在 10%，增速明显下降。所以从这个角度讲，机械大多数产品结构实际上和重卡数据并不冲突。
- **新增长因素的差异。**除了投资之外，目前引导市场高增长预期的主要来自两个新增需求，一是水利及农田改造带来的新增需求；二是保障房带来的新增需求；就我们在安徽市场调研的情况而言，水利及农田改造对于机械的部分品种尤其是推土机和挖掘机有明显的拉动；这可能也是市场预期推土机品种 50%以上增长的重要理由，但是由于作业半径太短，其对重卡需求几乎没有拉动。说明了新增需求是导致二者绝对数据差异的重要原因之一。
- **行业高基数及保有量差异。**重卡当期的增速放缓甚至是同比下降，更多的是行业内部原因（除开牵引车的信号之外），行业巨大的保有量是导致重卡数据低于预期的核心；而这个因素在机械行业上相对要好很多。
- **行业的发展路径差异。**不同于商用车市场国内的主导局面，机械目前还处于“进口替代”的过程之中，以我们调研的小松为例，其在安徽的市场份额明显今年开始被三一赶超，这种进口替代实际是行业需求的扩展，这也是两个行业数据差异的重要原因之一。

■ 方向是一致的

我们核心强调的一点，虽然目前机械行业依然保持正的增长，但是这种增长显然已经低于市场预期，并且下降可能会进一步持续。

作为和重卡高度挂钩的装载机的市场状况能够清晰的反应出这个过程，其说明了汽车尤其是重卡对于经济的灵敏度依然是非常高的。虽然行业高基数是目前数据较差的重要原因，但是一些不良的信号可能正在蔓延，尤其是行业量能平稳状况下利润下降的可能性在大幅度增加。

最后我们强调的是，机械及汽车虽然在绝对增速上可能存在较大的差异，但是两者增速向下的趋势却是一致的，从这个角度而言，其对于估值判断结果是类似的，并无太大差异。

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。