

日期: 2008年12月4日  
行业: 工程机械

# 整体增速可能短暂回落, 子行业各有千秋

## ——2009年工程机械行业投资策略



平敬伟  
021-53519888-1904  
pingjingwei@hotmail.com

### 主要观点:

#### 09年行业整体增速预计将短暂回落。

08、09年我国全社会固定资产投资额分别为17万亿元和20万亿元左右(07年为13.7万亿), 增速分别为23.8%和17.7%。工程机械协会预计08、09年的行业的出口额增速分别为50%和30%。经计算, 08、09年工程机械行业的收入增速分别在32%和20%左右。预计2010年国内工程机械行业的增速仍将恢复到30%以上的高增长轨道。因此, 09年工程机械行业的增速可能出现短暂回落, 可能是波动式增长中的又一个谷底, 不过这个谷底的增速绝对值仍然不低。

#### 子行业各有千秋。

09年整体增速的回落并不表明行业没有投资机会。在基建投资的刺激下, 09年旋挖钻机、推土机等子行业预计将会有较高的增幅; 挖掘机行业、装载机行业可能增长平稳; 混凝土机械行业的增速可能在10%以内; 而叉车可能零增长或负增长。我们重点推荐三一重工和山推股份。

#### 09年行业面临着相对有利的低成本环境。

今年上半年国内钢材价格涨幅极大, 年中中厚板的价格水平比07年年初提高了72%, 不过目前的价格已跌回至07年初的水平, 预计09年不大可能再出现今年上半年的快涨情况。

#### 行业评级

虽然09年行业整体增速预计将回落, 但仍将存在着较多的局部高增长。且2010年可能恢复高增长。另外从长期看, 国内工程机械行业高增长可能还将持续10-15年。因此, 09年, 工程机械行业仍然值得看好, 我们维持其目前“有吸引力”的投资评级。

#### 工程机械行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
山推股份	000680	9.15	0.59	0.86	1.10	15.58	10.64	8.32	2.51	超强大市
三一重工	600031	16.64	1.08	1.01	1.46	15.42	16.48	11.40	3.03	超强大市
中联重科	000157	14.08	0.88	1.12	1.40	16.06	12.57	10.06	4.81	跑赢大市
柳工	000528	11.07	1.20	1.02	1.24	9.25	10.85	8.93	1.96	跑赢大市
山河智能	002097	12.63	0.54	0.78	1.19	23.51	16.19	10.61	2.82	跑赢大市
厦工股份	600815	5.47	0.30	0.37	0.41	17.95	14.78	13.34	1.85	跑赢大市
常林股份	600710	4.02	0.19	0.30	0.40	20.79	13.40	10.05	1.70	大市同步
安徽合力	600761	7.53	0.90	0.67	0.60	8.37	11.24	12.55	1.32	大市同步

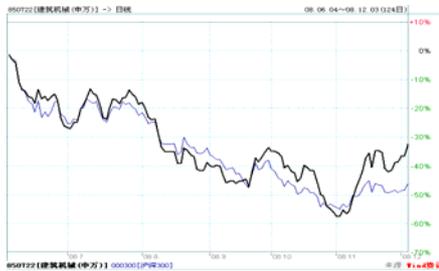
#### 行业收入利润增长 (08年1-5月)

销售收入 (亿元)	828.6
增长率	55.6%
利润总额 (亿元)	76.1
增长率	22.6%

#### 行业收入利润增长 (08年1-8月)

利润总额 (亿元)	102.89
增长率	2.9%

#### 最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号: IR04

#### 相关报告:

《工程机械行业2008年投资策略: 高速增长长期无忧, 不利因素有惊无险》2007.12

《2008年二季度工程机械行业投资策略: 工程机械是否已成昨日黄花?》2008.3.20

《工程机械行业2008年下半年投资策略: 板块已到建仓时》2008.6.18

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

## 目 录

一、08年：近期销售回落难改全年销售的高增长	4
二、09年行业整体增速预计将短暂回落	8
三、基建投资大幅增加，为何行业增速仍可能回落	10
四、子行业各有千秋	12
1、旋挖转机：铁路成倍加快建设将带来需求高增长	12
2、挖掘机：总体平稳增长，内资品牌的份额将提高	13
3、推土机：将从基建投资快速增长中大大受益	15
4、混凝土机械：09年可能增长有限	16
5、装载机：09年可能平稳增长	17
6、叉车：09年可能零增长或负增长	18
7、总结	19
五、估值分析与个股推荐	20
1、09年行业的合理市盈率应在20倍左右	20
2、重点推荐三一重工（600031）和山推股份（000680）	20

## 图

图 1：08年上半年国内工程机械行业部分重要产品的销量同比增幅（%）	4
图 2：07年10月—08年10月国内房地产业月度开发投资额增速	4
图 3：近一年国内铁路、公路、城市交通以及水利等行业月度固定资产投资增速	5
图 4：近一年房地产业与部分基础设施行业合计的月度固定资产投资的增速	5
图 5：近一年部分重要工程机械产品的月度国内市场销量（台）增速	5
图 6：近一年部分重要工程机械产品的月度出口量（台）增速	6
图 7：近一年部分重要工程机械产品的月度总销量（台）增速	6
图 8：2007.1—2008.11国内钢材市场中厚板价格指数	7
图 9：近年来国内工程机械市场容量（亿元）占全社会固定资产投资额的比例	8
图 10：2002—2009年工程机械行业销售收入及增速的实际与预测	9
图 11：2002—2012年工程机械行业销售收入及增速的实际与预测	9
图 12：2003—2010年国内铁路建设投资额及增速的实际与预测	10
图 13：2003—2009年交通建设投资额及增速的实际与预测	10
图 14：2007年国内城镇固定资产投资的行业结构	11
图 15：1999—2009年国内房地产开发投资额及增速的实际与预测	11
图 16：99—09全社会固定资产投资额及名义增速的实际与预测	12
图 17：99—09全社会固定资产投资额及实际增速的实际与预测	12
图 18：2000—2010年国内旋挖钻机的销量及其增速的实际与预测	13
图 19：挖掘机的使用领域大致分布	13
图 20：2001—2008年前十月国内挖掘机的市场容量及其增速	14
图 21：近年来内资品牌挖掘机在国内市场的占有率变化	14
图 22：推土机的使用领域大致分布	15
图 23：近年来国内推土机的销量及其增速	15
图 24：混凝土机械工作流程	16
图 25：混凝土机械的使用领域大致分布	17
图 26：1997—2006中国泵车、搅拌运输车、拖泵的销量（台）变化	17

图 27: 装载机的使用领域大致分布 .....	18
图 28: 2001—2008 年前 10 月装载机的总销量及其增速 .....	18
图 29: 2001—2007 年中国物流费用 (亿人民币) 与叉车需求量 (辆) 的关系 .....	19

### 表

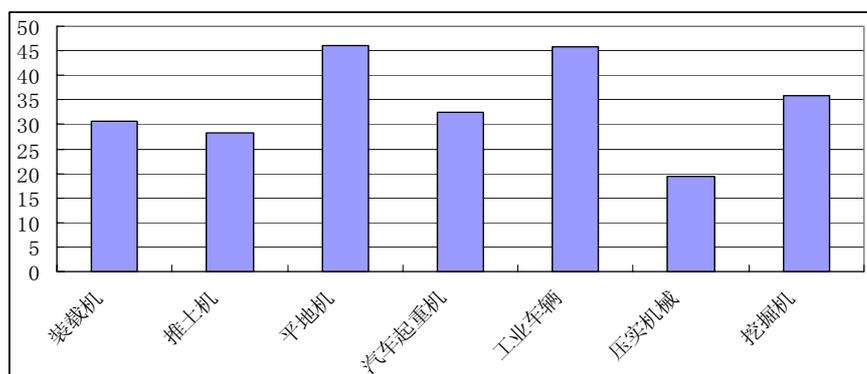
表 1: 07 年全年、08 年前几月部分重要工程机械产品的销售情况 .....	7
表 2: 基础设施分类 .....	10
表 3: 主要子行业的预计增速及主要上市公司相应产品的收入占比 .....	19
表 4: 目前欧、美、日市场相关股票的估值状况 .....	20
表 5: 公司未来两三年盈利状况预测 .....	21
表 6: 公司未来两三年盈利状况预测 .....	21

## 一、08年：近期销售回落难改全年销售的高增长

工程机械主要用于房地产开发和基础设施建设等两个主要领域，工程机械的销售增长也主要依赖于这两个领域的投资增长。

今年上半年，在国内房地产业开发投资和基建投资继续快速增长的带动下，工程机械行业的销售继续快速增长，大部分重要产品的增速在30%以上（图1），

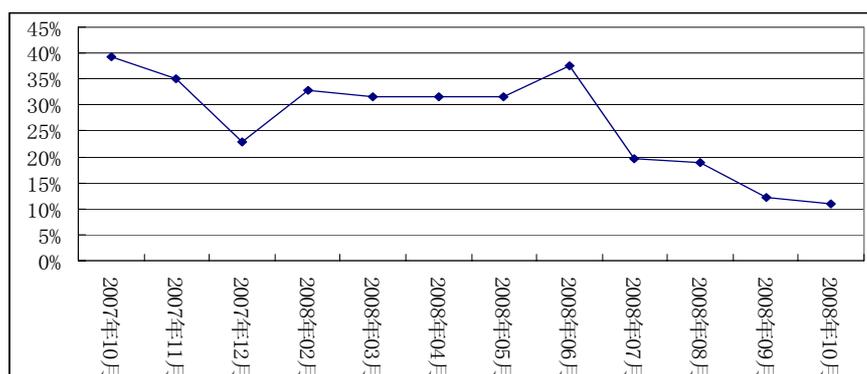
图 1：08年上半年国内工程机械行业部分重要产品的销量同比增幅（%）



数据来源：工程机械协会、上海证券研究所

然而，从7月份开始，由于国内的房地产市场低迷状态持续，房地产业的投资增速开始急剧下滑（图2）。

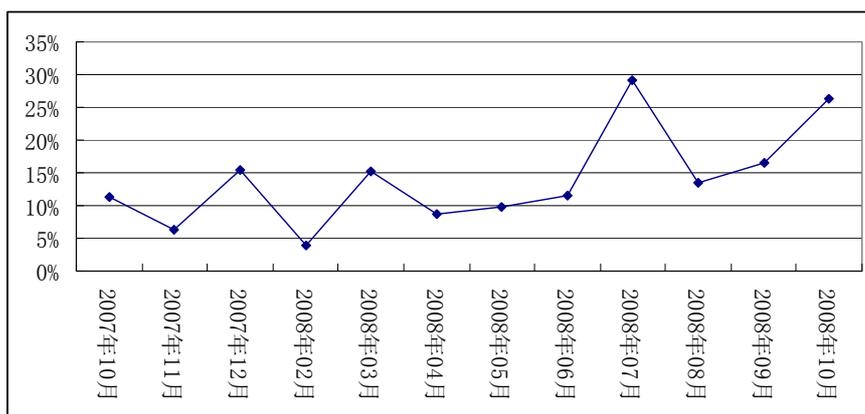
图 2：07年10月-08年10月国内房地产业月度开发投资额增速



数据来源：国家统计局、上海证券研究所

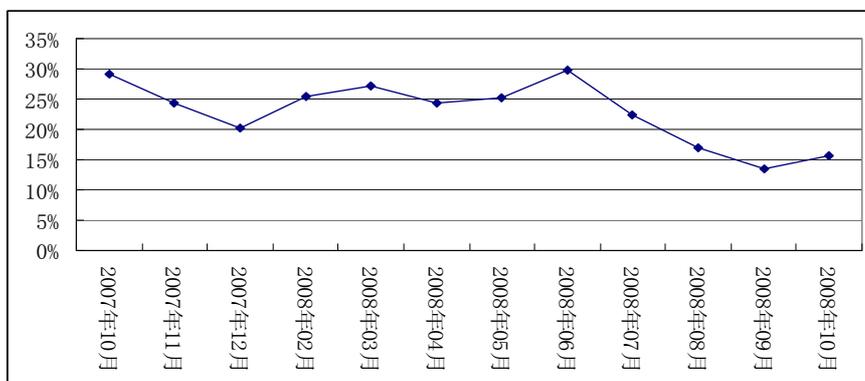
虽然基础设施领域中使用工程机械量较大的行业（如铁路、公路、城市交通、水利等）的建设投资增速并未下滑（图3）。但房地产业开发投资额较大，房地产业与这几个行业合计的固定资产投资额的增速出现下滑（图4）。

图 3: 近一年国内铁路、公路、城市交通以及水利等行业月度固定资产投资增速



数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

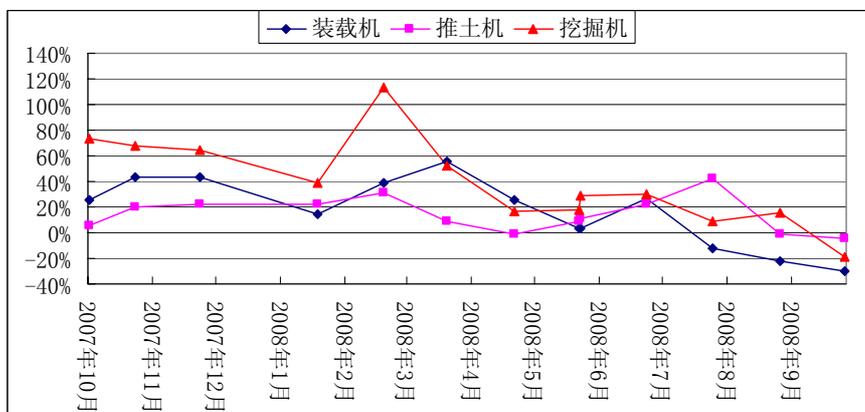
图 4: 近一年房地产业与部分基础设施行业合计的月度固定资产投资的增速



数据来源: 国家统计局、上海证券研究所

这就使大部分工程机械产品的月度国内市场销售量(总销量-出口量)跟着开始下滑(图5)。

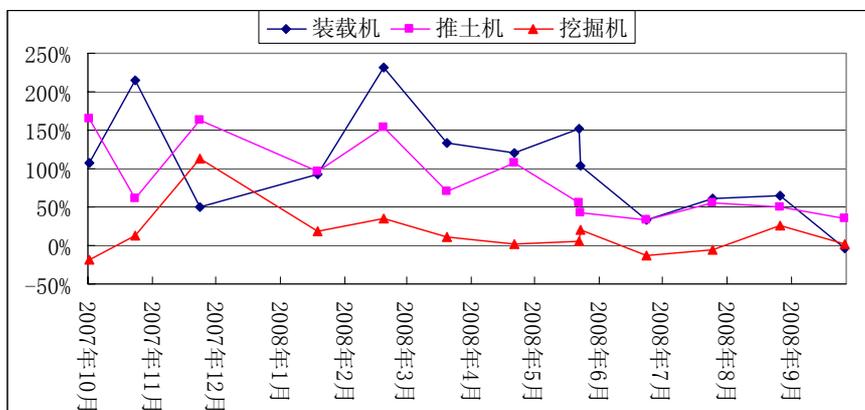
图 5: 近一年部分重要工程机械产品的月度国内市场销量(台)增速



数据来源: 工程机械商贸网、上海证券研究所

另外，随着国外金融危机影响的深入，少数产品的出口增速也开始下降（图 6）。

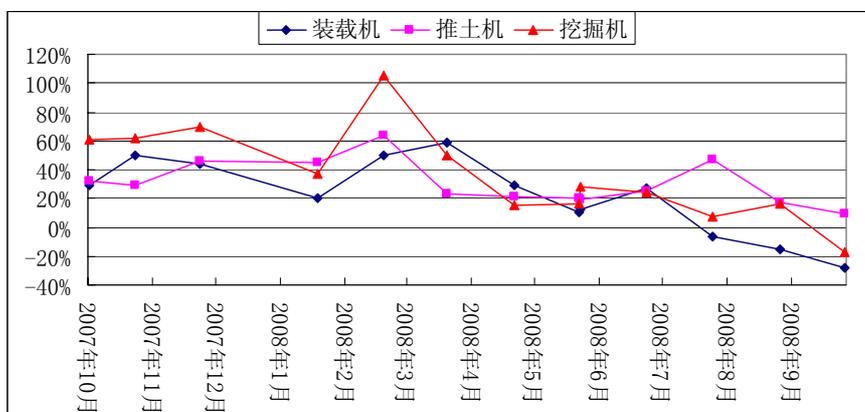
图 6：近一年部分重要工程机械产品的月度出口量（台）增速



数据来源：工程机械商贸网、上海证券研究所

内销和出口的增速在这两三个月内的下滑最终导致总的销售量增速开始下滑（图 7）。

图 7：近一年部分重要工程机械产品的月度总销量（台）增速



数据来源：工程机械商贸网、上海证券研究所

尽管如此，由于上半年行业的销售增速较高，今年 1-10 月份累计（或 1-8 累计、1-9 月份累计）行业部分重要产品的销量已接近或超过去年全年的水平（表 1），行业前 8 月累计销售收入的同比增幅也达到了 49.5%，因此我们预计，今年行业销售收入增速仍将较高，预计在 30% 以上。

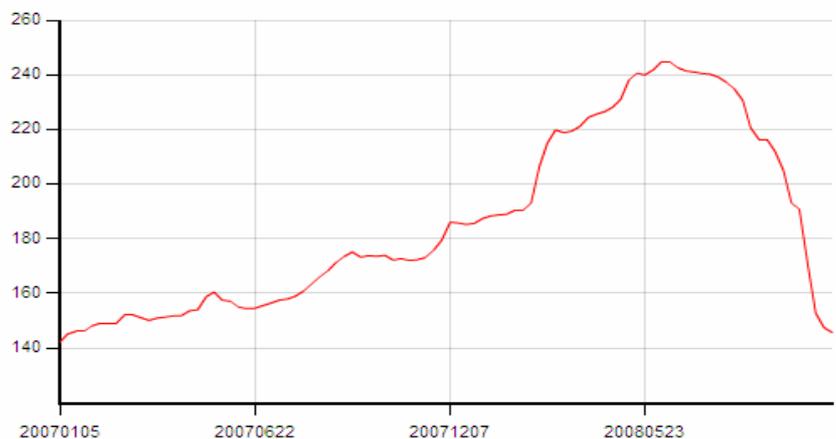
表 1: 07 年全年、08 年前几月部分重要工程机械产品的销售情况

产品	2007 全年	2008 年 1-10 月	增长情况
装载机	15.6 万台	15 万台	接近
推土机	7351 台	7653 台	超出 4%
挖掘机	6.7 万台	6.9 万台	超出 3%
压路机	8520 台	8371 台	达到去年的 98.3%
平地机	3817 台	2868 台 (1-8 月)	达到去年的 74%
汽车起重机	1.83 万台	1.65 万台 (1-8 月)	达到去年的 90.2%
工业车辆	15.2 万辆	13.8 万辆 (1-9 月)	达到去年的 91%

数据来源: 工程机械商贸网、上海证券研究所

今年的销售能够保持高增长, 但今年钢材价格涨幅极大, 今年年中国内市场中厚板的钢价水平比 07 年年初提高了 72% (图 8), 这对工程机械行业的盈利水平有一定影响。虽然从年中开始国内钢价持续下滑, 但钢价下降对行业盈利水平的正面影响要滞后一个季度, 因此今年工程机械行业的盈利水平将受到一定程度的侵蚀, 预计全年行业的平均毛利率水平可能下滑 2 个百分点左右, 使行业的净利润增速在一定程度上低于收入的增速。

图 8: 2007.1 - 2008.11 国内钢材市场中厚板价格指数



数据来源: mysteel

总的说来, 今年行业销售增速仍将相当快, 成本大幅上升侵蚀了一定的利润, 行业总体上仍值得看好。

展望 09 年, 虽然我们预计钢价将处于低位, 但若国内房地产、铁路、公路等等使用工程机械量较大的行业的总的投资额增速继续大幅下滑, 则 09 年工程机械行业的内销增长情况将相当不乐观。另外, 国内工程机械行业的出口量占总销量的比例不大 (10% 左右), 且国外经济预计 09 年难以从金融危机中走出, 因此若国内的相关行业的

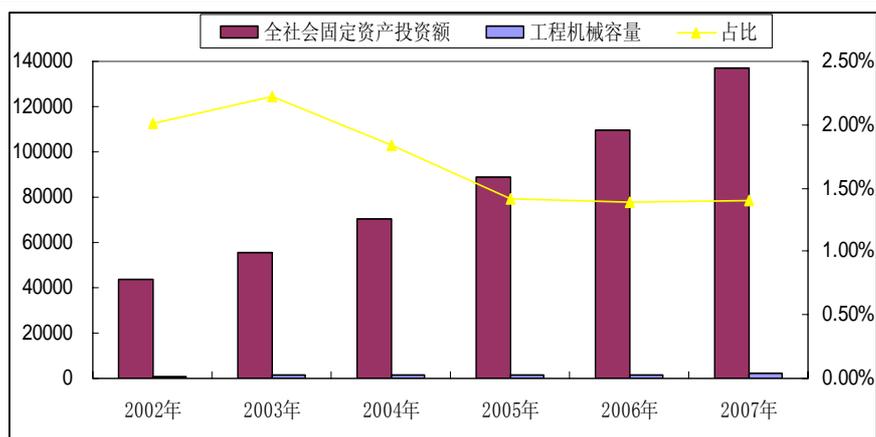
投资 09 年继续大幅下滑，则 09 年国内工程机械的总的销售将相当悲观，09 年行业的发展前景将相当暗淡。

## 二、09 年行业整体增速预计将短暂回落

近日，国务院公布了基建投资刺激计划，国家发改委公布了 08、09 年我国的包括这些刺激计划在内的全社会固定资产投资的规模分别为 17 万亿元和 20 万亿元左右（07 年为 13.7 万亿）。由此，08、09 年的全社会固定资产投资增速预计分别为 23.8% 和 17.7%。

国内工程机械的市场容量（即：行业总销售额 - 出口额 + 进口额）近两三年来一直占国内全社会固定资产投资额的一个基本稳定的比例：1.4% 左右（图 9）。

图 9：近年来国内工程机械市场容量（亿元）占全社会固定资产投资额的比例



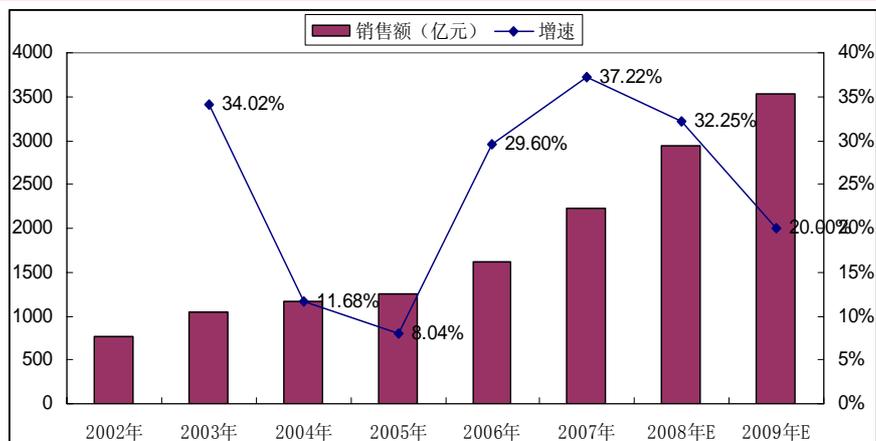
数据来源：工程机械协会、国家统计局、上海证券研究所

工程机械的国内市场容量就是国内对工程机械的消费量（包括消费进口的工程机械）。工程机械市场容量占全社会固定资产投资额的 1.4% 就是指当年的全社会固定资产投资额中有 1.4% 的资金用于采购工程机械设备（购买工程机械设备也是固定资产投资）。

我们预计 08、09 年工程机械市场容量占全社会固定资产投资额的比例仍可能在 1.4% 左右。由此可以算出 08、09 年国内工程机械的市场容量分别为 2380 亿元和 2800 亿元。国内工程机械行业的总销售额 = 国内工程机械的市场容量 + 出口额 - 进口额（或 = 市场容量 + 顺差额）。工程机械协会近日预计：08 年国内工程机械出口额为 140 亿美元（增速超过 50%），进口额为 60 亿美元（顺差 80 亿美元）；09 年出口增速 30% 左右。我们预计 09 年的顺差将增长 30% 左右。由此可以算出 08、09 年行业的总销售额分别为 2940 亿元和 3528 亿元，

08、09 年的增速分别在 32% 和 20% 左右 (图 10)。

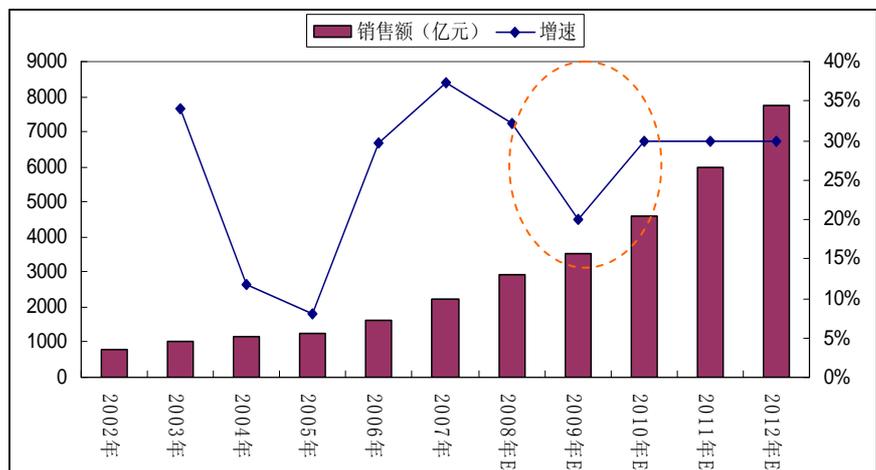
图 10: 2002 - 2009 年工程机械行业销售收入及增速的实际与预测



数据来源: 工程机械协会、国家发改委、上海证券研究所

2010 年, 全球发达经济体预计将复苏, 国内的经济增长也将重新步入快速增长的轨道, 国内工程机械行业预计仍将恢复到 30% 以上的高增长轨道。因此, 09 年工程机械行业的增速可能出现短暂回落, 可能是波动式增长中的又一个谷底, 不过这个谷底的增速绝对值仍然不低 (图 11)。

图 11: 2002 - 2012 年工程机械行业销售收入及增速的实际与预测



数据来源: 工程机械协会、上海证券研究所

从图 9 中也可以看出, 09 年行业的情况将要好于 04 年的, 因为 04 年行业增速为 11.7%, 增速只有前一年的 1/3, 而 09 年的增速预计是前一年的 2/3, 增速下滑幅度小的多。

虽然 09 年行业整体的增速预计将回落, 但并非所有子行业都将回落, 在总体回落的背景下, 仍将存在着较多的局部高增长。且从长

期看，国内的工业化和城镇化远未完成。参照日本在 20 世纪 50 - 70 年代经济快速增长时期工程机械行业的高速发展经历，我们预计国内工程机械行业高增长可能还将持续 10 - 15 年，可能持续到 2020 年左右。因此，09 年，工程机械行业仍然值得看好，我们不调低其目前“有吸引力”的投资评级。

从月度看，今年行业的销售呈现前几个月增速高，后几个月增速低的状态（前高后低）。当前政府出台的基建刺激政策预计可能要到明年二季度或下半年开始对工程机械的销售产生影响，因此预计明年行业的销售可能呈现前低后高的走势。

### 三、基建投资大幅增加，为何行业增速仍可能回落

基础设施的范围较广（表 2）。

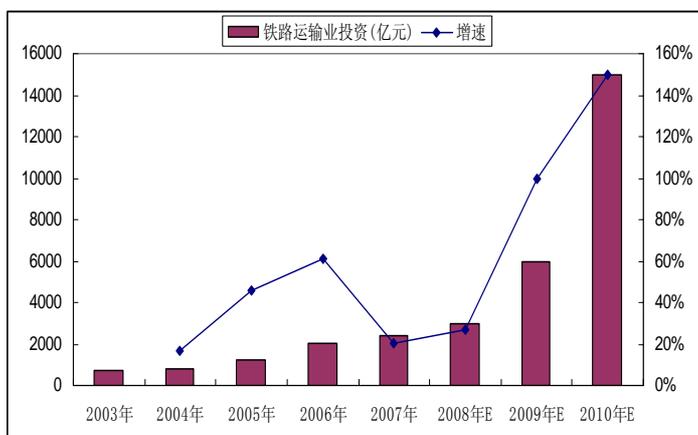
表 2: 基础设施分类

	主要分类	细分
基础设施	公共工程	公路、大坝、灌溉及排水用渠道工程等。
	公共设施	电力、电信、能源、自来水、卫生设施及排污、固体废弃物收集及处理、管道煤气等。
	其它交通部门	城际铁路、城市交通、港口、水路、机场等。

资料来源：上海证券研究所

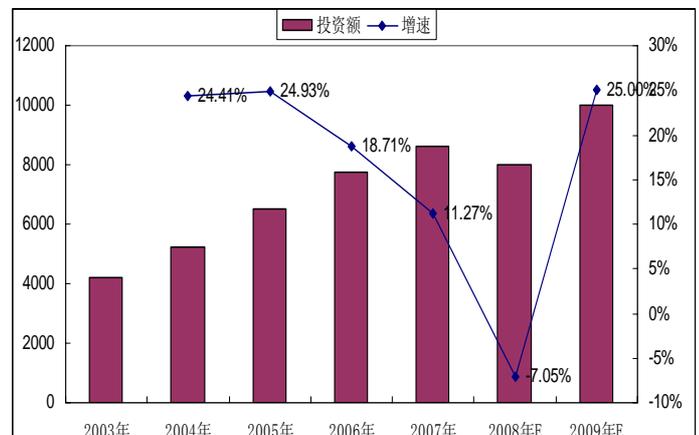
在本次刺激计划下，09 年基础设施的建设投资额将大幅增加，且几乎涵盖了基础设施的所有领域。以铁路和交通（公路、机场、水路）为例，这两个行业 09 年的建设投资额将大幅上升（图 12、图 13）。

图 12: 2003-2010 年国内铁路建设投资额及增速的实际与预测



数据来源：国家统计局、铁道部、上海证券研究所

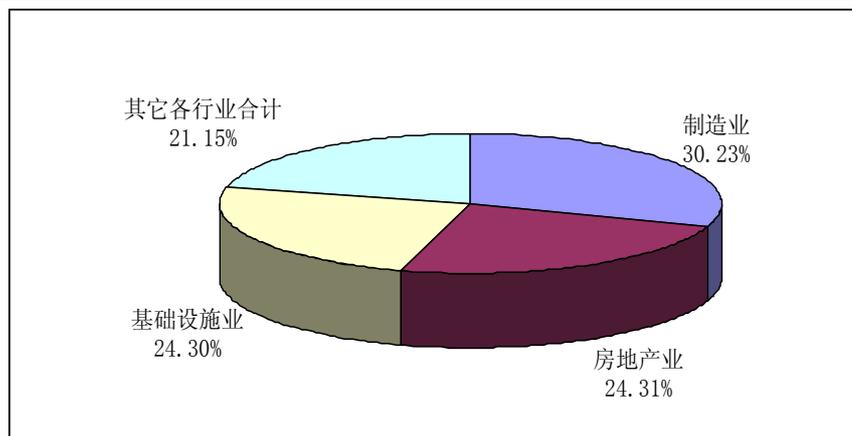
图 13: 2003-2009 年交通建设投资额及增速的实际与预测



数据来源：国家统计局、交通部、上海证券研究所

然而，工程机械行业的增长与整个国名经济的固定资产投资有关，尤其与其中的基础设施建设投资和房地产开发投资关联度较大。基础设施建设投资额和房地产开发投资额在整个国名经济的固定资产投资额中的比重相当（图 14）。

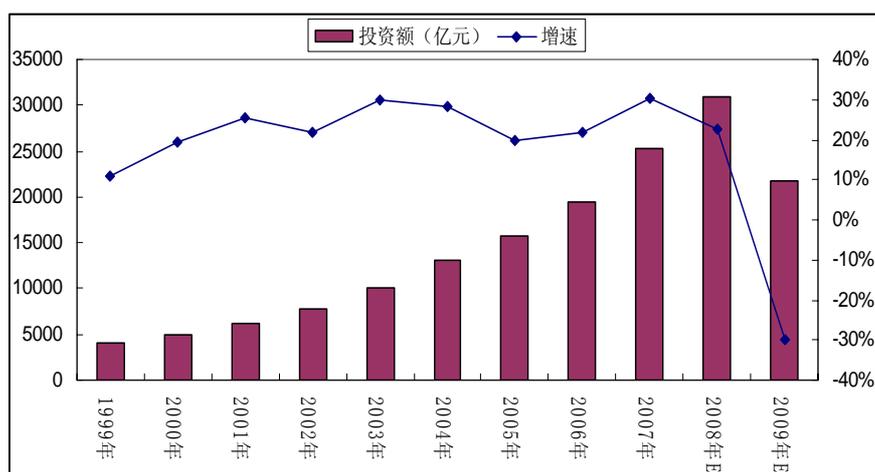
图 14: 2007 年国内城镇固定资产投资的行业结构



数据来源：国家统计局、上海证券研究所

由于房地产业持续低迷，我们预计明年房地产开发投资将大幅下降，下降额度可能在 1 万亿元左右，对应的增速是 -30% 左右（图 15）。

图 15: 1999-2009 年国内房地产开发投资额及增速的实际与预测



数据来源：国家统计局、上海证券研究所

基建的各领域中，铁路投资 09 年增加 3000 亿元，交通投资增加 2000 亿元，两项合计 5000 亿元，还不够弥补房地产开发投资的下降额。由于房地产开发投资额下降，整个基建领域与房地产业合计的投

资的增速就不会有单独基建投资的那么高。

另外，在国民经济的其他领域，如制造业、煤炭、铁矿等采掘业，09年的固定资产投资可能也会下滑。因此，虽然有基建投资刺激，明年固定资产投资的增速不会大幅很高。国家发改委公布了09年20亿的计划投资额，其名义增速和实际增速均未大幅提高（图16、图17，假设09年PPI为0）。

图 16: 99-09 全社会固定资产投资额及名义增速的实际与预测

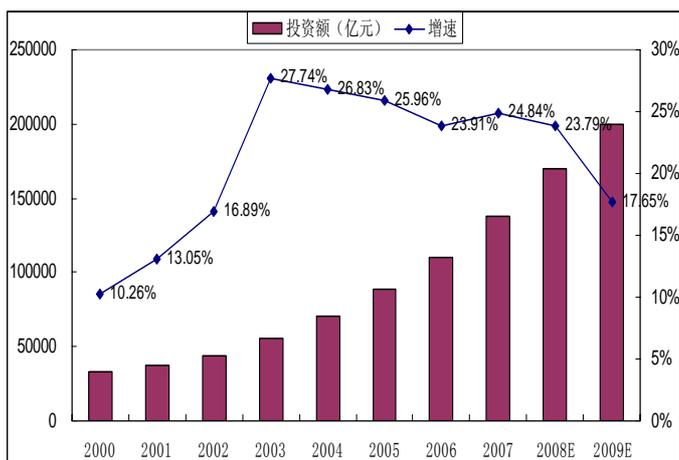
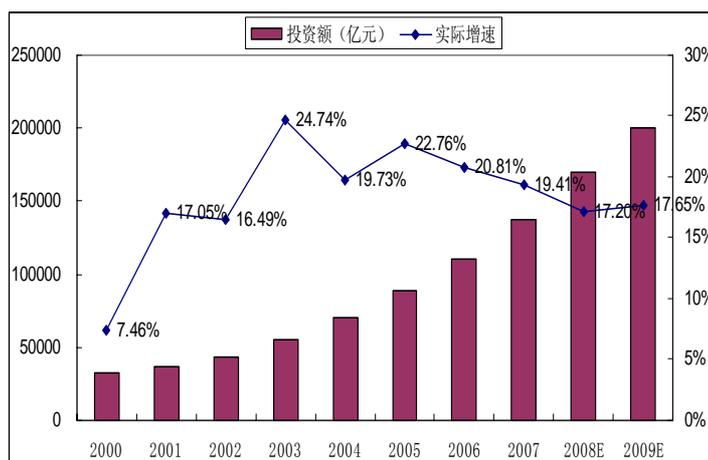


图 17: 99-09 全社会固定资产投资额及实际增速的实际与预测



数据来源：国家统计局、国家发改委、上海证券研究所

数据来源：国家统计局、国家发改委、上海证券研究所

因此，虽然基建投资刺激力度较大，但09年工程机械行业的增速仍然可能会回落。

## 四. 子行业各有千秋

工程机械行业产品面广，子行业众多。这里选择A股上市公司在做的、总产值较大（或前景较好）的重要产品（或子行业）作分析。我们认为：09年旋挖钻机、推土机等子行业将继续快速增长；挖掘机行业、装载机行业可能平稳增长；混凝土机械行业的增速可能在10%以内；叉车可能零增长或负增长。

### 1、旋挖转机：铁路成倍加快建设将带来需求高增长

旋挖转机主要用于建筑工程的桩基础施工。一般的小型建筑工程的基础桩直径不大（一般小于0.5米），可先在地面上预制，再由打桩机或压桩机打入或压入。而对于大型建筑工程（如铁路桥梁等）来说，其基础桩直径较大，打桩机或压桩机一半难以完成作业，于是人们直接在需打桩的位置钻深孔，孔的尺寸与桩的尺寸基本一致，然后放入钢筋骨架，再灌入混凝土最后成桩。旋挖钻机就是用来钻孔的。

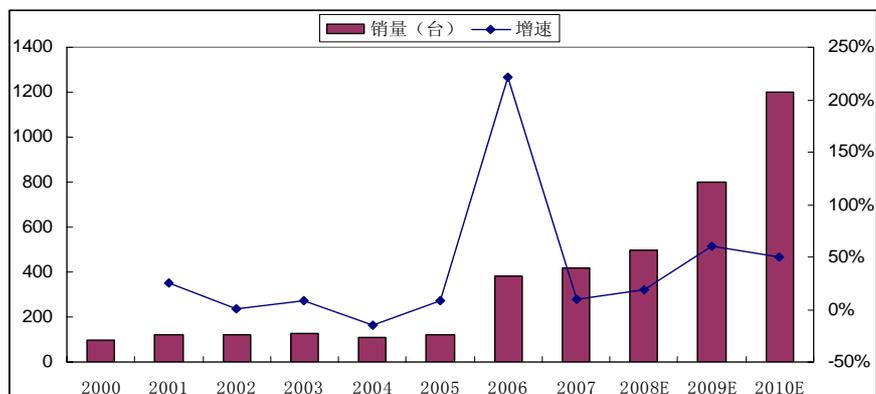
在我国，旋挖钻机的需求增长主要与铁路、公路等大型工程（特



旋挖钻机

别是高铁)的建设投资增速有关。未来两年铁路建设的投资将成倍增长,预计旋挖钻机的销量增速将保持在50%以上(图18)。

图 18: 2000-2010 年国内旋挖钻机的销量及其增速的实际与预测



数据来源: 工程机械商贸网、上海证券研究所

旋挖钻机虽然产生于二战时期,但国内大量使用却始于前几年的青藏铁路建设,内资企业小批量生产则时间更短。在国内,旋挖钻机制造业可以说是一个新兴行业。目前 A 股上市公司中,三一重工、山河智能等企业有旋挖钻机制造业务。其中,三一重工在产品品质 and 市场份额上处于领先地位。

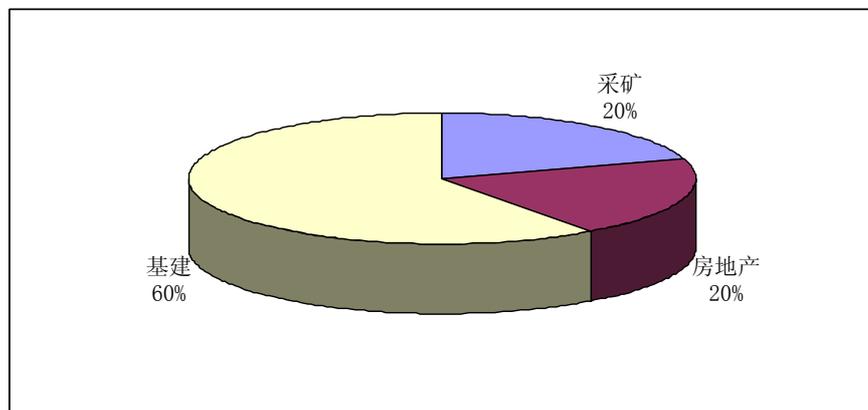
目前国内旋挖钻机制造业存在的主要问题是产品同质化严重,竞争激烈。不过由于市场容量急剧扩大,在几年内这种竞争还不会对产品的盈利水平造成较大的损害。

## 2、挖掘机: 总体平稳增长, 内资品牌的份额将提高

挖掘机是主要的土石方机械,其主要用在基建、房地产以及采矿等领域,其中,基建是其最大使用领域(图19)。



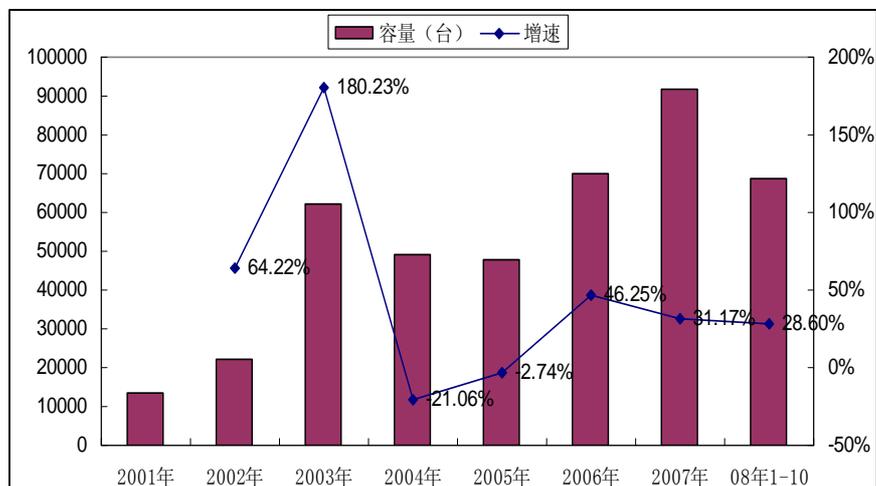
图 19: 挖掘机的使用领域大致分布



数据来源: 上海证券研究所

近年来,国内的房地产业、基建以及采矿业的投资持续快速增长,因此国内的挖掘机市场容量快速扩大(图20)。

图 20: 2001 - 2008 年前十月国内挖掘机的市场容量及其增速

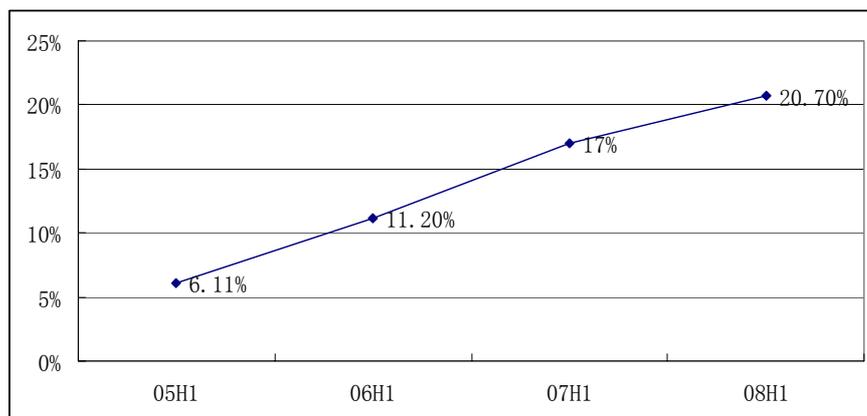


数据来源: 工程机械协会、上海证券研究所

09年,基建投资将快速增长,但房地产业开发投资和采矿业投资将下滑,因此预计09年挖掘机的销量增速可能比08年的略有下降,大概在20%左右。

十多年来,主要由于研发能力方面的原因,国内挖掘机市场一直被外资品牌垄断。不过值得注意的是,近年来内资挖掘机制造企业正在逐步崛起,市场份额正在逐步扩大(图21)。

图 21: 近年来内资品牌挖掘机在国内市场的占有率变化



数据来源: 工程机械协会、上海证券研究所

目前A股上市公司中,山河智能、三一重工(即将注入)、柳工、厦工以及徐工等有挖掘机制造业务,其中,三一重工的挖掘机业务发

展较快。

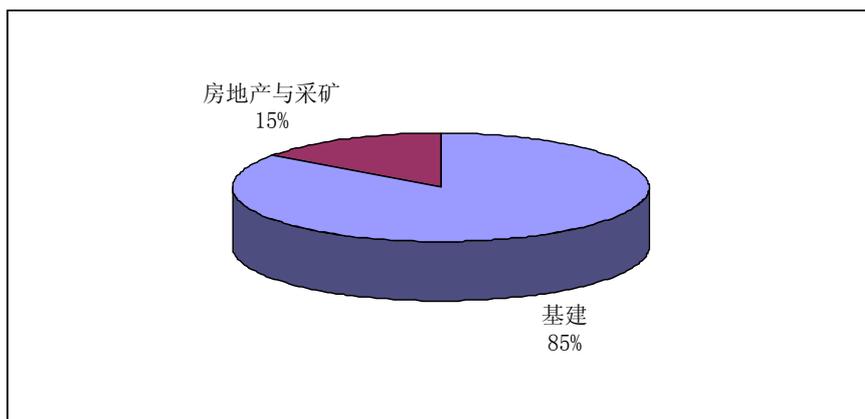
### 3、推土机：将从基建投资快速增长中大大受益

推土机主要用在基建领域，而在房地产和采矿业使用量较少（图 22）。



推土机

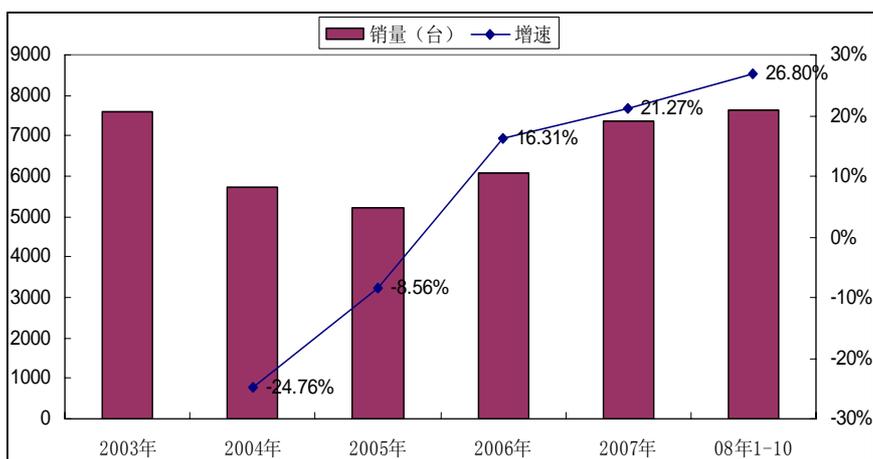
图 22：推土机的使用领域大致分布



数据来源：上海证券研究所

近年来，随着基建投资的快速增长，国内推土机的销量也快速增长（图 23）。

图 23：近年来国内推土机的销量及其增速



数据来源：工程机械协会、上海证券研究所

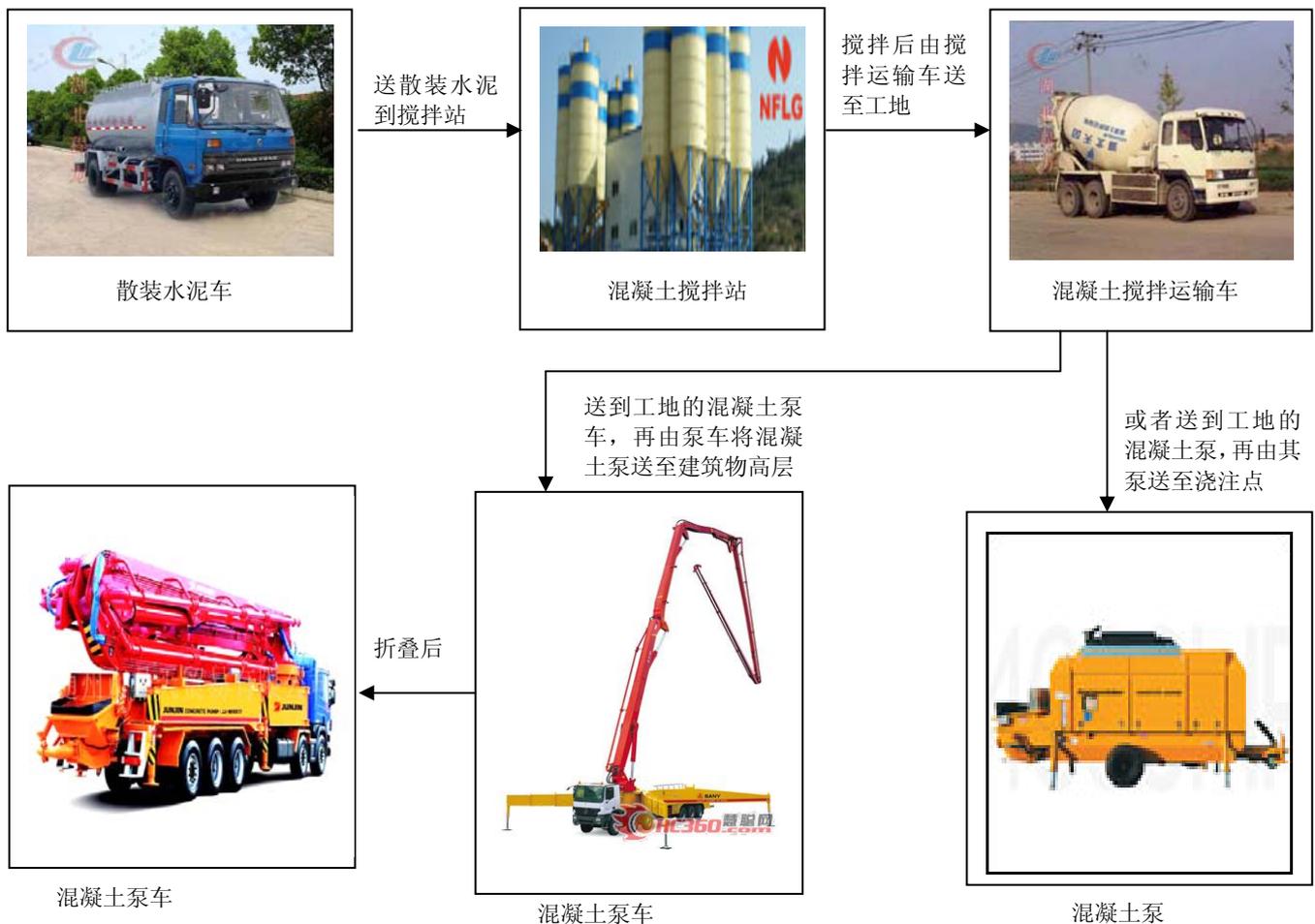
09 年基建投资将大幅增长，推土机行业将大受其益，而房地产业和采矿业的投资下滑对其影响较小。预计 09 年推土机的销量增速能维持在 25% 以上。目前 A 股上市公司中，山推股份和徐工均有推土机制造业务，其中，山推是国内推土机行业的龙头，目前的国内市

场占有率在 50% 左右。

#### 4、混凝土机械：09 年可能增长有限

混凝土机械主要是指以散装水泥运输车、混凝土搅拌站、混凝土搅拌运输车、混凝土泵、混凝土泵车等为主的一条龙式的成套混凝土机械设备（俗称“一站三车”。一个建筑工程项目施工时，各设备缺一不可）。图 24 是这一成套设备的基本作业流程。

图 24：混凝土机械工作流程

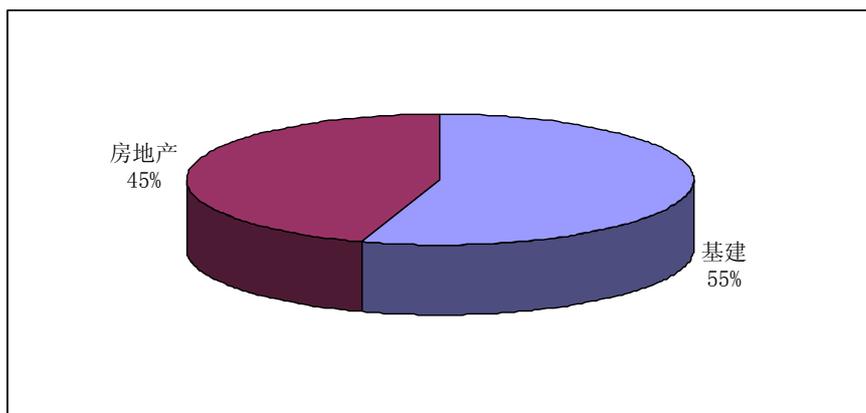


图表来源：上海证券研究所整理

上述成套设备中，泵车的技术含量最高，进入壁垒也最高，毛利率一直保持在 35% 以上的较高水平。

混凝土机械主要用在基建和房地产领域，其中基建领域的使用量大概占 55% 左右（图 25）。

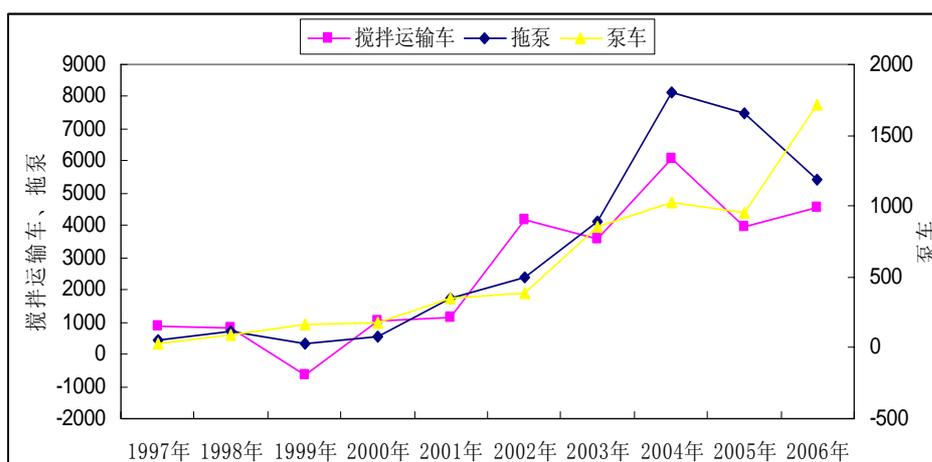
图 25: 混凝土机械的使用领域大致分布



数据来源: 上海证券研究所

近年来, 由于国内房地产开发领域和基建领域的投资持续快速增长, 混凝土机械的销售也持续上扬 (图 26)。

图 26: 1997 - 2006 中国泵车、搅拌运输车、拖泵销量 (台) 变化



数据来源: 工程机械商贸网、上海证券研究所

09 年, 基建领域的投资将快速增长, 但预计房地产领域的投资将大幅下滑, 因此预计 09 年混凝土机械的销售增长可能相当有限, 增速有可能在 10% 以内。

目前 A 股上市公司中, 三一重工和中联重科在混凝土泵车领域合计占了 80% 左右的份额, 三一重工的份额要大于中联重科的。

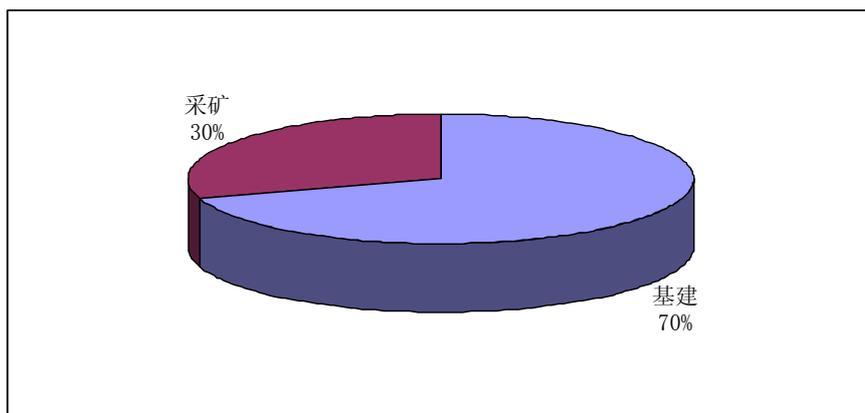
### 5、装载机: 09 年可能平稳增长

装载机主要用在基建和采矿两大领域, 基建领域的份额在 70% 左右 (图 27)。

图 27: 装载机的使用领域大致分布



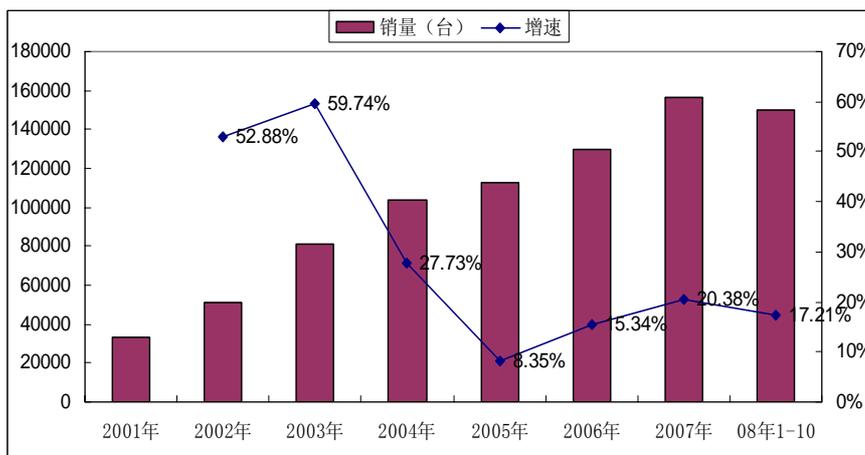
装载机



数据来源: 上海证券研究所

近两年来, 国内基建和采矿领域的投资持续快速增长, 装载机的销售也保持着 15% 以上的增速 (图 28)。

图 28: 2001 - 2008 年前 10 月装载机的总销量及其增速



数据来源: 工程机械协会、上海证券研究所



叉车

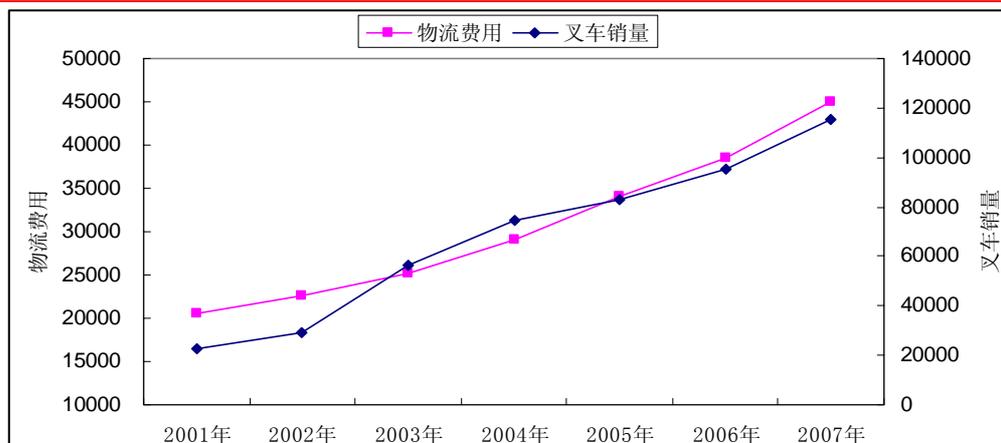
09 年, 基建的投资增速将较高, 而采矿业的投资增速我们预计将下滑, 因此 09 年装载机的销售增速可能比较平稳, 预计在 15% 左右。

目前 A 股上市公司中, 柳工和厦工是装载机行业的两大龙头。

## 6、叉车: 09 年可能零增长或负增长

叉车是物流设备, 其需求量与物流业规模有关, 一般随着物流业规模的增长而增长。近年来, 国内物流业规模持续扩大, 国内叉车的销也持续上升 (图 29)。

图 29: 2001 - 2007 年中国物流费用 (亿人民币) 与叉车需求量 (辆) 的关系



数据来源: 国家统计局、物流与采购联合会、工程机械行业协会、上海证券研究所

09 年, 国内的 GDP 增速预计在 8% 左右, 物流业的规模增速也将跟着下滑。因此预计国内市场对叉车的需求增速将大幅下滑 (叉车下滑的幅度比物流业规模增速下滑的幅度要大)。从出口方面看, 明年除中国外的全球经济的增速将下滑, 国内叉车的出口增速也将下滑。综合看, 09 年国内叉车业相当不乐观, 行业总销量的增速可能是零, 也可能是负数。

安徽合力是 A 股市场专业的叉车制造企业, 也是行业龙头。

## 7、总结

上述子行业的增长情况以及主要上市公司的相应产品收入占比情况总结如下:

表 3: 主要子行业的预计增速及主要上市公司相应产品的收入占比

子行业	预计增速	08 年预计该产品占上市公司收入比例
旋挖钻机	50%以上	三一重工 (6.3%), 山河智能 (24%)
挖掘机	20%左右	山河智能 (67.5%), 三一重工 (09 年 EPS 增厚至少 0.23 元), 柳工 (18%)
推土机	25%以上	山推股份 (加上配件共 70%)
混凝土机械	10%以下	三一重工 (57%), 中联重科 (35%)
装载机	15%左右	柳工 (62%), 厦工 (80%)
叉车	0%或以下	安徽合力 (75%)

资料来源: 上海证券研究所

## 五、估值分析与个股推荐

### 1、09 年行业的合理市盈率应在 20 倍左右

目前，成熟市场工程机械行业 09 的动态市盈率不超过 8 倍（表 4）。而根据国内工程机械行业 09 年的增长状况，我们认为 09 年的合理市盈率应在 20 倍左右。

表 4：目前欧、美、日市场相关股票的估值状况

公司名称	货币	收盘价	EPS			PE			PB
			08.12.3	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	
CATERPILLAR INC	USD	39.65	5.55	5.96	4.91	7.14	6.65	8.08	2.48
DEERE & CO	USD	33.75	4.05	4.69	4.56	8.33	7.2	7.4	2.19
PACCAR INC	USD	27.4	3.31	3	2.33	8.28	9.13	11.76	1.86
CNH GLOBAL N.V.	USD	14.83	2.36	3.77	3.53	6.28	3.93	4.2	0.52
平均						<b>7.51</b>	<b>6.73</b>	<b>7.86</b>	<b>1.76</b>
KOMATSU LTD	JPY	943	209	188.65	169.35	4.51	5	5.57	0.98
HITACHI MACHINE	JPY	871	271	222.93	182.66	3.21	3.91	4.77	0.57
TADANO LTD	JPY	428	91.32	78.33	82.72	4.69	5.46	5.17	0.59
KUBOTA CORP	JPY	495	50.2	48.12	50.17	9.86	10.29	9.87	0.96
平均						<b>5.57</b>	<b>6.16</b>	<b>6.34</b>	<b>0.78</b>
PALFINGER AG	EUR	11	2.09	1.76	0.94	5.26	6.25	11.7	1.24
JUNGHEINRICH-PRFD	EUR	9.1	2.4	2.39	1.98	3.79	3.81	4.6	0.51
DEMAG CRANES AG	EUR	15.92	1.53	3.99	3.55	10.41	3.99	4.48	1.38
平均						<b>6.49</b>	<b>4.68</b>	<b>6.93</b>	<b>1.04</b>

数据来源：Bloomberg、上海证券研究所

### 2、重点推荐三一重工（600031）和山推股份（000680）

#### （1）三一重工：挖掘机是最大亮点

预计明年一季度，集团的挖掘机资产注入上市公司。今年 1-10 月，三一重机共销售挖掘机 2651 台，增长 83%；其中出口 371 台，增长 105%；国内市场占有率为 3.3%。根据公司的销售计划，明年将销售 6400 台左右，增幅达到 90% 左右。明年挖掘机产品能够给公司带来 44 亿元左右的收入和接近 4 亿元的净利润，EPS 能够至少增厚 0.23 元。

我们预测公司未来两三年盈利状况如下：

**表 5: 公司未来两三年盈利状况预测**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	9144.95	14065.94	23173.04	30639.25
年增长率 (%)	75.52%	53.81%	64.75%	32.22%
归属于母公司的净利润	1606.16	1425.67	2331.06	3162.76
年增长率 (%)	171.31%	-11.24%	63.51%	35.68%
每股收益 (元)	1.62	0.96	1.57	2.13

数据来源: 公司报表、上海证券研究所

目前对应的 08、09、10 年的动态市盈率分别为 16 倍、10 倍和 7 倍, 给予其“超强大市”评级。

## (2) 山推股份: 产能扩大, 产品结构改善

今年 1-10 月, 公司共销售推土机 3910 台, 增长 30.8%, 其中出口 1851 台, 增长 67.2%, 内销增长 9.4%。1-10 月份, 公司推土机出口量占比 47%, 国内市场占有率 42.5%。

公司前期实施的配股募投项目: 推土机整机扩产项目和零部件(履带底盘)扩产项目预计将在 09 年一季度投产。届时, 公司的推土机产能将由目前的 3500 台左右扩大至 6000 台, 且总产能中大功率推土机(高毛利率)的比例将由目前的 34% 提高到 53%。

09 年, 预计公司内销的增速将提高, 而出口的增速将有所下降, 总的销量增速可能仍能达到 25% 以上。另外, 随着产品结构的调整, 平均毛利率水平可能会有所提升。

我们预测公司未来两三年盈利状况如下:

**表 6: 公司未来两三年盈利状况预测**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	4818.10	6525.71	8499.32	11240.34
年增长率 (%)	35.44%	35.44%	30.24%	32.25%
归属于母公司的净利润	445.99	656.14	833.97	1070.39
年增长率 (%)	47.12%	47.12%	27.10%	28.35%
每股收益 (元)	0.64	0.86	1.10	1.41

数据来源: 公司报表、上海证券研究所

目前对应的 08、09、10 年的动态市盈率分别为 14 倍、11 倍和 9 倍, 给予其“超强大市”评级。



## 分析师承诺

分析师 平敬伟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。