

2010-11-25

建筑、农业机械与重型卡车

工程机械处于景气期，正形成国际竞争优势

分析师：恽敏 (执业证书编号：S0930206110104)

联系人：邹润芳 021-22169041

◇ 事件：2010年上海宝马展于11月23日在上海新国际博览中心隆重揭幕，参展代表1608位，是亚洲最高规格、最大规模的工程机械展会。国内主要厂家三一、徐工、柳工等派出重磅阵容参展并组织了高管和机构投资者的交流。

◆ 过去十年国内工程机械发展迅速，国产设备渐成展会主角

随着我国城镇化率的不断提升，整体社会对基础设施的要求也越来越高，基础设施建设全面展开以及加速推进城市化进程促使工程机械行业发展驶入了快车道，尤其是经过近20年的快速发展，我国部分工程机械产品已经走向成熟并具备一定的国际竞争力，2010年我国有9家企业进入全球工程机械50强。

此次宝马展在中国举办，原因主要是中国已成为世界上最大的工程机械市场，各大世界级品牌都对中国市场报以很高的期望；二是中国本土企业已形成巨大实力，国产设备已成为参展主角。

◆ 挖掘机和大吨位起重机等是展会明星产品，“一大一小”展示行业趋势

此次展会上，挖掘机和大吨位的起重机是明星产品，下面是这些企业的一些展品：

徐工展出了国内最大吨位的二千吨级履带起重机和千吨级全路面起重机，亚洲第一高88米登高平台消防车，山地挖掘机，国内最大吨位160吨汽车起重机；三一展出了1600吨履带起重机、千吨级全路面起重机SAC303将在宝马展亮相；中联重科展示了全球最大上回转塔机D5200-240以及他的泵车。

图表1：徐工展示的山地挖掘机“钢铁蜘蛛侠”



资料来源：光大证券研究所

我们也发现了除了大吨位的机器外，很多小型工程机械也获得越来越多人的关注，比如电动小挖则是三一重工新能源技术的力作，该机采用全电力驱动，完全实现低噪音、零排放，符合低碳环保的要求，未来随着别墅的增多，电动小挖市场非常广阔。

◆ 主要企业对明年增长均有强烈信心，明年行业增速有望超 20%

国内几大厂家均对明年增长有强烈信心，混凝土机械方面，三一提出增长 50%，中联也提出增长至少 20%，而柳工等也在切入混凝土机械，目前柳工月产销量达到 120 台，预计 2010 年销售 1000 台，2012 年销售 20 亿元；

而挖掘机更是各大厂家争相扩产的产品，三一提出明年挖掘机达到 2.5 万台（今年 1.2 万台），徐工提出明年翻 3 倍，达到 1 万台的销售规模，柳工也提出了到 2015 年达 3 万台的目标；

装载机方面徐工希望明年能增长 100%，柳工也提出了扩产计划。

从上可以看到，主要龙头企业的增速将从 20%-50% 不等，这给我们带来了一个思考，在今年如此高基数的情况下，难道明年工程机械行业增速将达到 35% 以上？

从整个工程机械行业来看，和固定资产投资增速关系紧密，在 GDP 增速不会大幅下降的情况下，工程机械行业仍然能够保持较好的成长速度。但是要达到 35% 的行业增速还是有些困难，明年是本届政府施政的最后一年，经济平稳温和增长会是一个好的选择。根据我们的测算，20% 会是一个合理的数字。

◆ 龙头增速超行业，工程机械行业正蕴量变革

过往经历告诉我们，工程机械几大龙头的增速超行业似乎越来越明显，整个工程机械行业正蕴量变革。

未来国内企业一是要从外国人手里抢占份额，国内工程机械走到今天，从开始的装配工厂到现在可以和外资巨头正面交锋的状态，可以说未来抢占外资品牌的市场在所难免，其中国内混凝土机械已经走过了这段路程，而现在挖掘机是个典型的例子，从开始的 5% 的分厂份额到今年的 25%，随着主要厂家纷纷扩产挖掘机，未来市场份额还会不断扩大。

二是国内工程机械行业整合在所难免，龙头增速超行业，小企业的命运似乎不难推断。从国际巨头的经验来看，在国内产能大量投放后，低端产品相对过剩，产业升级在所难免，而小企业受制于研发能力，销售网络力度不够等发展将难以和大企业竞争。柳工集团收购鸿得利就是个很好的例子。

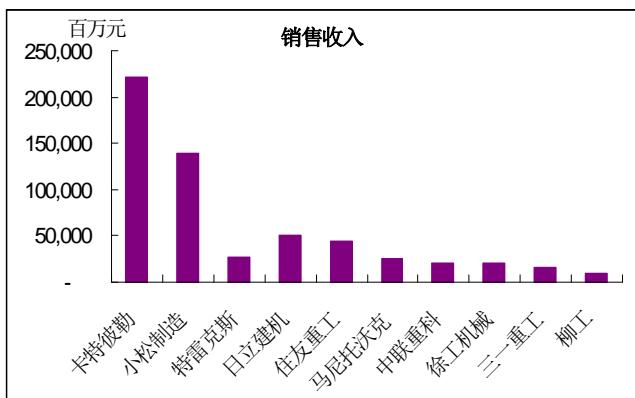
三是具备真正研发和设计能力的企业在其中将保持竞争力，中国的工程机械在之前属于山寨的装配工业，核心零部件外购，未来哪些企业在核心零部件上走得最快最好，哪些企业能根据客户需要设计出最优质的产品，哪些企业就能在这场竞争中拔得头筹。

◆ 核心零部件正处于突破前期，行业整合和国际化是中国成为工程机械强国的必经之路

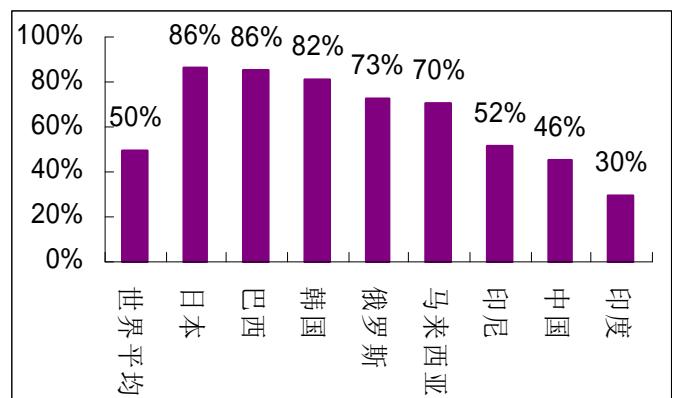
未来中国工程机械内部整合和走出去都是不可避免的趋势，目前工程机械也正在形成国际竞争优势。国内企业在核心零部件还未完全取得突破，以挖掘机液压件为例，国内在中低压（即 250 公斤及以下）液压件这块已能国产化，但在高压（300 公斤以上）上还依赖于进口，如果核心零部件等能实现自制，毛利率将提升 5-10%，而且我们核心零部件不再受制于人，对工程机械发展将大有裨益。

我们现在仍处于工业化的中期阶段，按照国际城镇化标准，中国已步入工业化中后期，这一时期相当于日本的 20 世纪 60-70 年代。此时我们面临着成本上升、本币升值等同样问题，而且中国工程机械还面临着低端产品产能过剩，高端产品依靠进口等矛盾。对比日本同期状况，我们认为中国工程机械已经具备全球崛起的条件，而产业升级→出口拓展→全球化将会是中国工程机械全球崛起的路径。

未来全球化布局国内企业均瞄准了巴西、印度、东欧等新兴市场，并都有所动作，三一在巴西建厂，中联 2008 年国外并购，柳工收购波 HSW 公司，都在向我们展示国内企业全球化的信念。

图表 2：际主要工程机械企业 2009 年销售额

资料来源：光大证券研究所

图表 3：世界各主要国家城市化率

资料来源：光大证券研究所

◆ 推荐创新能力和管理能力优秀，产品有成长空间的企业

在明年短期可能略有收紧的情况下，明年创新能力突出，销售政策灵活，产品代表未来方向的企业将会继续成长。推荐标的：三一重工、徐工机械、柳工、中联重科、星马汽车、安徽合力等

创新和管理能力突出：三一重工、中联重科、徐工、星马汽车

销售政策灵活：三一重工、中联重科、安徽合力

产品有成长空间：三一重工、徐工、柳工

估值角度：山推股份、星马汽车、柳工

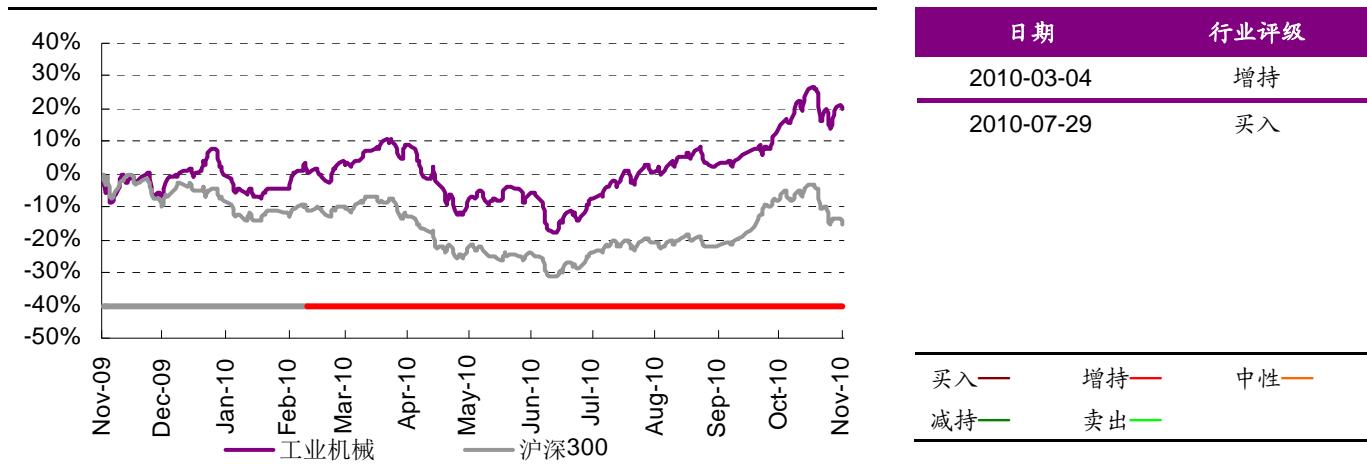
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

建筑、农业机械与重型卡车

分析师：恽敏



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。