

寻找投资转型下的高景气行业

工程机械行业2012年投资策略

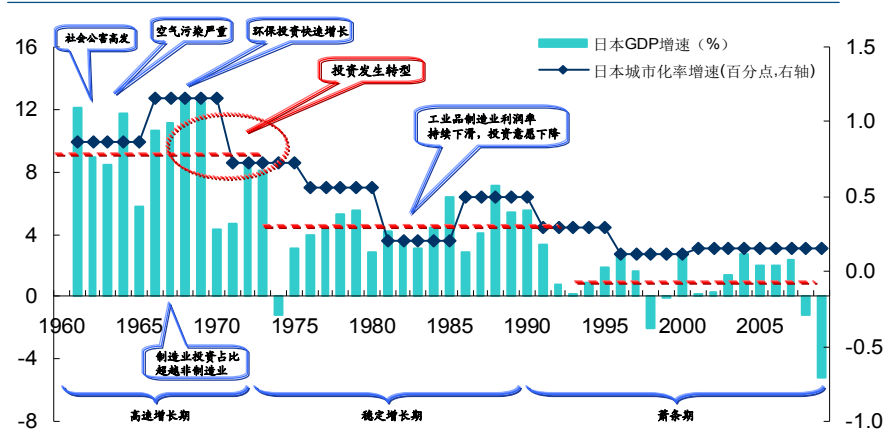
目 录

- 一、投资逻辑：日本历史的启示
- 二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化
- 三、投资思路及推荐公司

一、投资逻辑：日本历史的启示

➤ 以史为鉴：1965-1975年日本投资逐渐转型

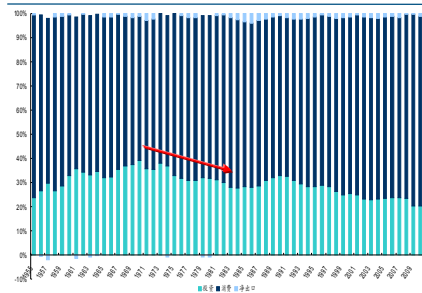
图：日本历年GDP及城市化率增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

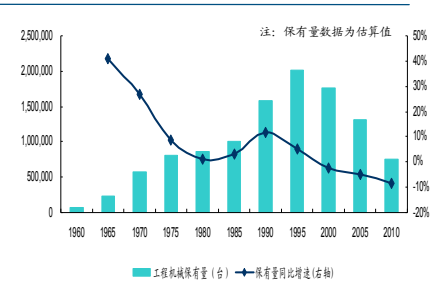
一、投资逻辑：日本历史的启示

图：1970年日本固投占GDP比重开始下滑



资料来源：日本统计局，长江证券研究部

图：1965年之后日本工程机械国内需求逐步降低



资料来源：长江证券研究部

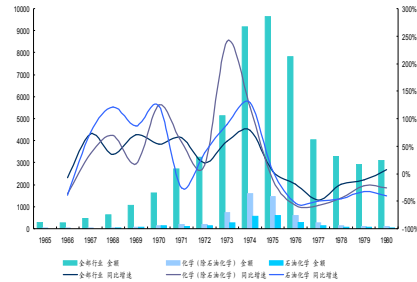
- 日本高速城镇化的中后期（1965-1975年），固定资产投资对GDP的拉动作用逐渐下降；
- 受制于房地产、基建等投资速度的放慢，工程机械需求减少。

一、投资逻辑：日本历史的启示

图：61-65年日本企业非制造业设备投资持续上升



图：67-75年日本环保设备投资复合增速达53%



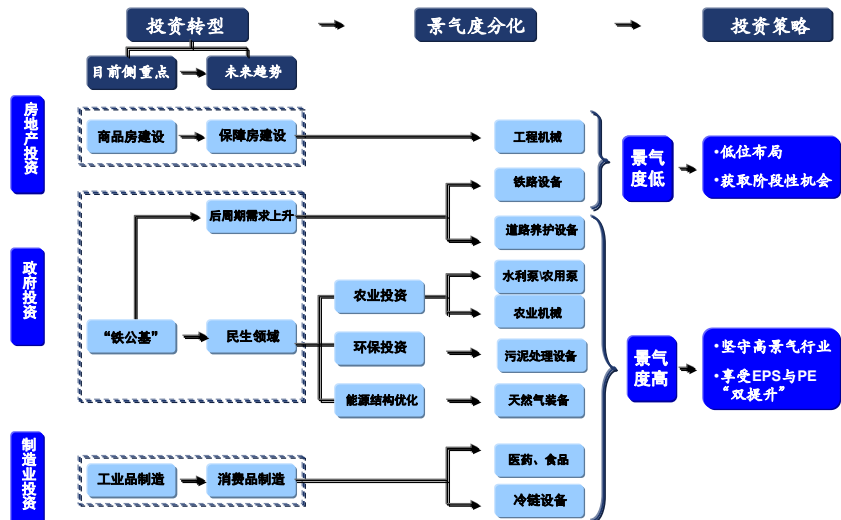
资料来源：日本财务省，长江证券研究部

资料来源：日本通产省，长江证券研究部

● 1965-1975年期间，日本国内投资发生转型：

- (1) 消费对经济的拉动作用上升，非制造业投资以及消费品制造业投资持续上升；
- (2) 环境保护被日益重视，环保设备投资额的复合增速高达50%。

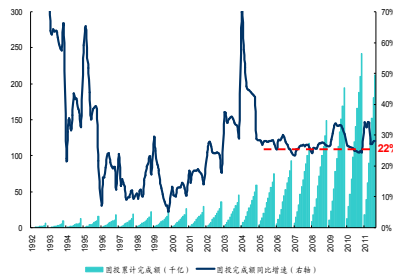
投资逻辑（透过日本历史，看中国未来）



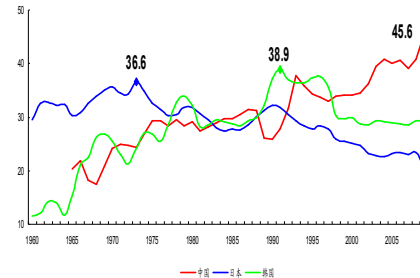
二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

➤ “四万亿”影响渐退，固投增速回归历史均值，机械行业整体景气度处于低位

图：预计2012年固投增速回落至22%



图：中国固定资本形成率进一步上升的空间不大

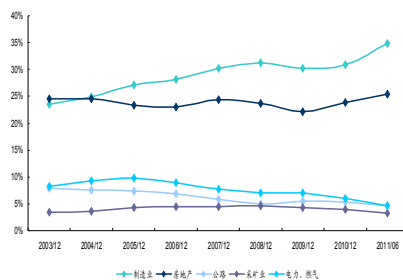


- 后“四万亿”时代，固定资产投资增速或回归历史均值（约20%）；
- 中国目前固投占GDP比重超45%，高于日本、韩国的历史峰值（约36.6%、38.9%）；
- 受制于投资增速的下滑，预计2012年机械行业整体景气度将处于低位。

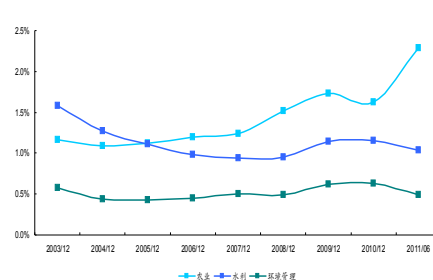
二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

➤ 投资结构“转型”：房地产等投资占比降，民生改善、消费类投资占比升

图：制造业固投占比将持续上升



图：农业、水利、环保投资占比存在较大上升空间

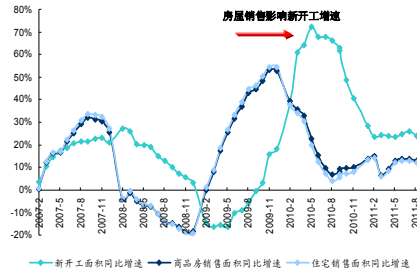


- 2012年投资结构转变的方向：房地产、铁路公路等基建投资占比下降；消费品制造业、农业、水利、环保投资占比上升；
- 消费品制造、农业、水利、环保投资等相关细分行业将维持较高景气度。

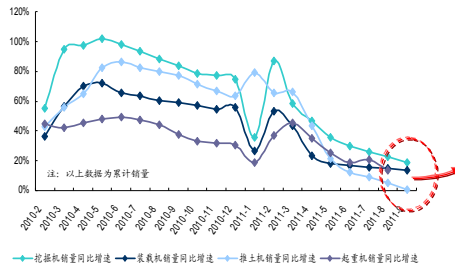
二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

➤ 1. 基建、房地产投资放缓：强相关行业需求疲弱、工程机械景气度低位筑底

图：房屋销售持续走低，预计12年新开工疲弱



图：工程机械景气度预测：继续走低—筑底



资料来源: Wind, 长江证券研究部

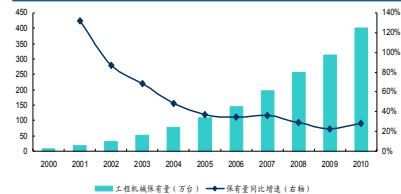
资料来源: Wind, 长江证券研究部

- 2011年下半年房屋销售不畅、房产调控政策不减，预计2012年房地产新开工面积同比增速约7%；
- 新开工增速处于低位，预示2012年工程机械需求疲弱；
- 房地产新开工增速与工程机械销量增速高度相关（相关系数=80%），我们预计工程机械景气度明年将继续维持低位，呈“震荡筑底”态势。

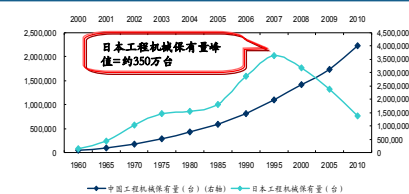
二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

➤ 假设12年基建若放松，工程机械将只解“存量”之渴，难获“增量”之机

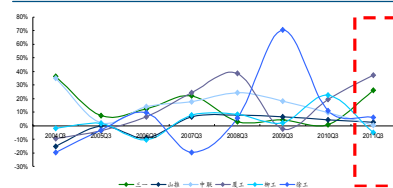
图：10年末国内工程机械保有量增至400万台



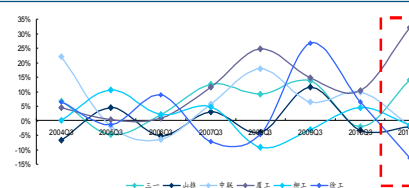
图：长期来看，我国工程机械保有量仍有上升空间



图：主机厂+经销商库存处于历史高位



图：多数主机厂应收账款情况不乐观



二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

➤ 2012年工程机械需求匡算

表：工程机械需求预测（亿元）

工程机械占比	房地产	采矿	建筑	公路建设	铁路建设	水利及公共设施	匡算		
时间	房地产工程机械	采矿工程机械	建筑工程机械	公路建设工程机械	铁路建设工程机械	水利及公共设施工程机械	测算需求(亿元)	测算误差	表现消费量(亿元)
2005	271.68	245.08	219.99	74.41	76.84	284.22	1172.21	9%	1291.00
2006	332.41	318.85	264.27	86.00	127.06	354.03	1482.63	5%	1557.00
2007	442.42	403.22	313.22	94.55	147.32	435.93	1836.67	7%	1976.00
2008	545.84	528.82	343.01	100.49	250.41	582.44	2351.00	-2%	2299.00
2009	667.50	619.12	499.28	142.24	425.08	846.16	3199.38	-4%	3070.00
2010	892.13	738.46	617.95	174.83	466.94	1057.39	3947.71	10%	4377.96
2011E	1025.95	797.43	948.08	175.94	311.50	1142.07	4400.97		
2012E	1128.55	877.18	1042.88	175.94	280.35	1256.27	4761.18		

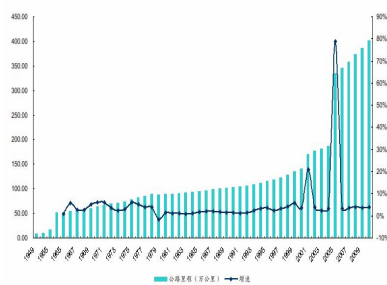
资料来源：长江证券研究部

- 据测算，2012年工程机械行业销售收入约4761亿元，较2011年增长约8%；
- 但由于工程机械保有量大增、固投对工程机械需求拉动的边际效应下降，预计2012年行业实际收入将低于模型测算值，较2011年的同比增速或接近于零。

二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

➤ 2. 公路新建减速，但养护重要性凸显：道路养护设备需求日盛

图：中国路网建设已完成总体规划90%



资料来源：Wind，长江证券研究部

表：十二五道路养护大中修比例上升到17%

	“十一五”	“十二五”
国省级干线大中修里程占国省干线总里程比例	13%	17%
废旧沥青路面材料循环利用率	未明确提出	未明确提出
全国公路总里程		40%
国省干线总里程		70%
高速公路总里程		90%

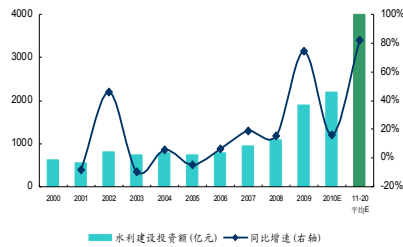
资料来源：长江证券研究部

- 目前我国高速公路保有里程突破10万公里，基数庞大。未来5年国省道大中修比例将大幅提升，养护需求将大幅增长；
- 道路养护设备具备节省成本、施工效率高等优势，符合未来道路养护的发展方向，需求处于爆发前夜。

二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

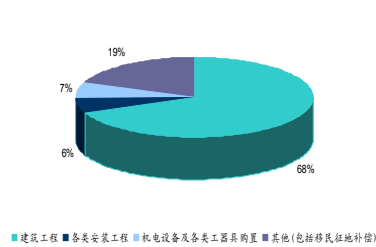
➤ 3. 农业领域将成投资新重点：农田水利设备迎历史性增长机遇

图：未来10年水利建设投资或达4万亿



资料来源：长江证券研究部

图：预计设备投资约占水利投资总额的10%



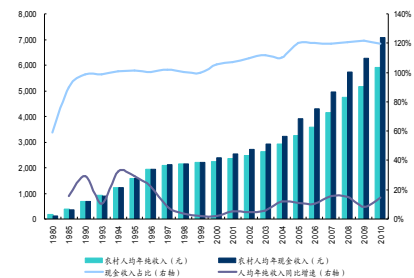
资料来源：长江证券研究部

- “十二五”水利将设投资将较“十一五”翻番，预计总投资额的10%将投向水利设备；
- 主要受益的是农田灌溉水泵、水电站泵。

二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

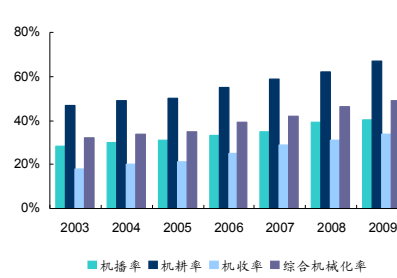
➤ 3. 农业领域将成投资新重点：农业机械化进程提速

图：农民收入不断上升，劳动力成本增加



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图：机械化率逐年提高



资料来源：长江证券研究部

- 农业机械化率提升的主要原因有两点：
 1. 农民纯收入不断增加，实际从事耕作的农业劳动力减少，劳动成本上升；
 2. 规模化作业是大势所趋，机械化程度的提高将有利于提升农业的利润率。

二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

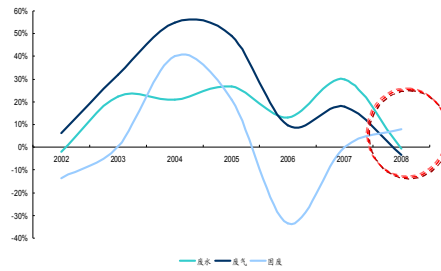
4. 政策助力，环保投资提速：污泥处理设备维持高景气

图：近期主要环保政策

公布时间	政策、法规、规划	主要内容
2010年10月	《国务院关于加快培育和发展的战略性新兴产业的决定》	● 到2020年，节能环保产业成为国民经济的支柱产业；
2011年4月	《关于实行最严格水资源管理制度的意见》	● 建立用水总量控制、用水效率控制和水功能区限制纳污“三项制度”
2011年4月	《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》	● 到2015年城市生活垃圾无害化处理率要达到80%以上； ● 到2030年，全国城市生活垃圾基本实现无害化处理。
2011年6月	《国家环境保护“十二五”科技发展规划》	● 确定了环保规划的重点领域与主要任务
2011年10月	《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》	● 提出16条意见，指出要大力发展环保产业，加大政策支持力度，扩大环保产业市场需求。
2011年10月	《全国地下水污染防治规划（2011-2020年）》	● 到2015年，基本掌握地下水污染状况，初步控制地下水污染源，初步遏制地下水水质恶化趋势。

资料来源：Wind，长江证券研究部

图：固废处理投资增速高于废水、废气投资



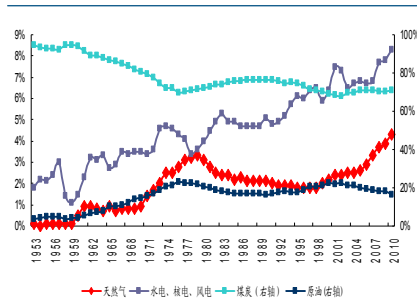
资料来源：长江证券研究部

- 预计“十二五”期间环保投资占比将持续提升，固废处理（如污泥处理）设施是投资重点；
- 污泥处理市场规模测算：目前全国污水处理厂约3000座，污水实际处理能力约为1.1亿吨/天，每年产生含水80%污泥2750万吨。按照1500元/吨的建设成本计算，总投资规模约400亿元。

二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

5. 能源投资增速平稳，结构优化刻不容缓：天然气装备持续高增长

图：2015年天然气占能源消耗比重将升至8%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图：天然气消费区域不断扩张



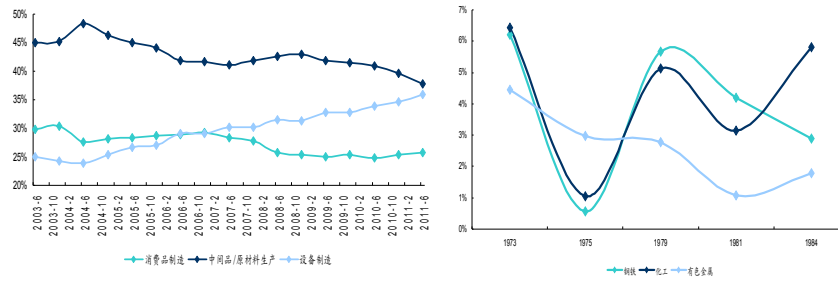
资料来源：长江证券研究部

- “十二五”期间，天然气需求将迅速扩张，消耗量占全部能源的比重将从目前的4%提升至8%；
- 我国天然气发电占全部电力的比重（约4%）远低于发达国家平均水平（约24%），未来5年有望迎来天然气发电站的建设高峰。

二、2012年展望：投资结构“转型”，行业景气度分化

➢ 6. 制造业投资结构调整：消费品生产设备扩张、工业品生产设备收缩

图：消费品制造投资占比稳步上升，工业品占比下降 图：随工业化推进，日本钢铁业等盈利能力下降



资料来源：Wind，长江证券研究部

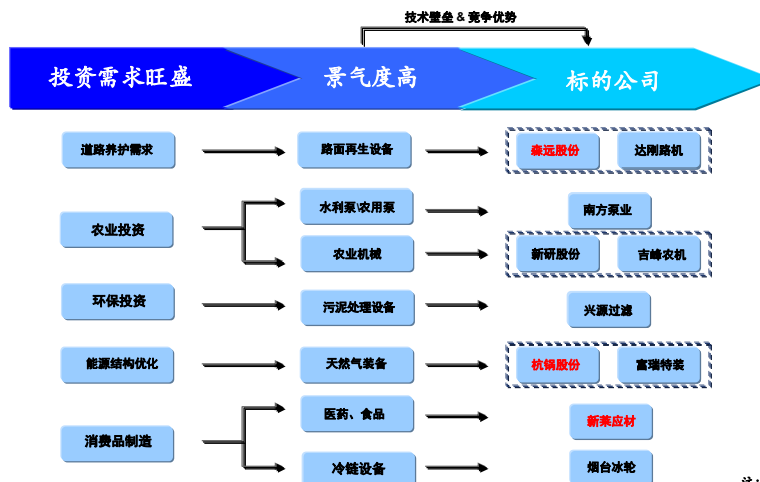
资料来源：长江证券研究部

● 2009年起，国内消费类制造业投资稳步上升，工业原材料及中间品制造业的投资下降。该趋势将随着未来经济结构的转型而持续；

● 他山之石：日本工业化发展中后期，钢铁、化工、有色等行业利润率逐渐下降，投资需求疲弱。

三、投资思路及推荐公司

➢ 投资思路一：坚守高景气行业，享受EPS与PE“双提升”

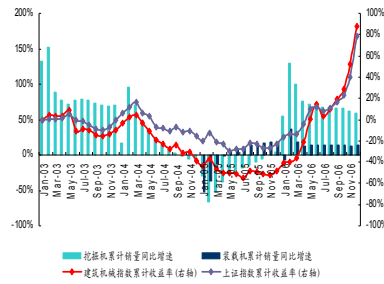


注：红色标志为重点推荐公司

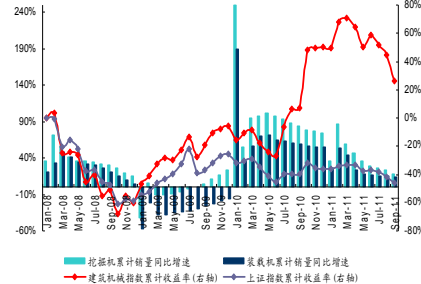
三、投资思路及推荐公司

➤ 投资思路二：布局周期性行业，获取阶段性机会

图：03-06年股价滞后销量增速3个月见底



图：08-10年股价提前销量增速3个月见底



资料来源：长江证券研究部

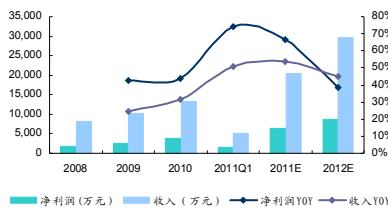
资料来源：长江证券研究部

- 工程机械股价与销量增速高度相关，基本面反弹是股价反弹的重要触发因素；
- 预计工程机械销量同比增速可能于2012年5-6月份见底，相关公司股价或提前1-2个月出现阶段性上涨。

重点上市公司推荐

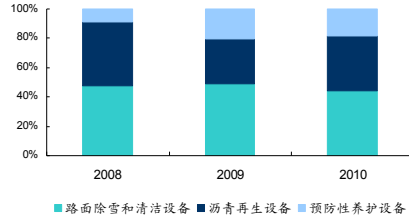
➤ 森远股份：路面再生设备行业的领军者

图：预计公司2012年业绩将保持高速增长



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图：2012年再生设备有望成为主要增长极



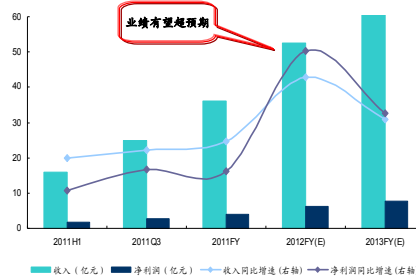
资料来源：Wind, 长江证券研究部

- 公司是大型就地热再生机组国内唯一供应商，高端就地冷再生设备进口替代；除雪设备全国市场占有率达26%；
- 预计公司未来3年复合增长率达40-50%，2011、2012年每股收益分别为0.9元、1.4元，维持“推荐”评级。

重点上市公司推荐

杭锅股份：2012年天然气燃机余热锅炉有望超预期

图：预计12年盈收将快速增长



资料来源：长江证券研究部

图：天然气燃机余热锅炉具备较高技术壁垒



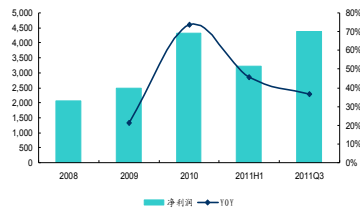
资料来源：长江证券研究部

- 天然气燃机余热锅炉：占据行业50%左右份额，将充分受益天然气电站的建设需求。预计未来3年订单总额约50亿元。
- 公司竞争优势：（1）余热锅炉技术具备优势；（2）品牌和客户基础优秀。
- 预计公司2011、2012年的营业收入分别为36.1亿、52.6亿，每股收益分别为0.76元、1.22元，维持“推荐”评级。

重点上市公司推荐

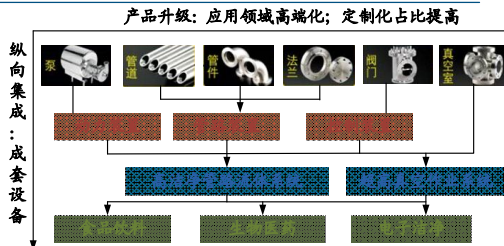
新莱应材：高洁净应用材料进口替代先锋

图：公司业绩保持高速增长



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图：公司未来成长路径



资料来源：长江证券研究部

- 国内高洁净应用材料领先企业，技术国际领先，依托成本优势（同类产品价格便宜30%）和服务优势（主要是交货期、订单弹性）致力实现进口替代；
- 公司是生物医药和电子洁净领域高洁净应用材料的国内唯一供货商，市场占有率5%，2010年此两领域合计市场空间45-60亿，公司国内销售收入仅1亿出头，市场空间大；
- 预计公司2011、2012每股收益分别为0.96元、1.32元，维持“推荐”评级。

三、投资思路及推荐公司

► 重点上市公司业绩预测

细分行业	公司	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE			评级
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	
工程机械	三一重工	14.12	0.74	1.23	1.59	19.09	11.50	8.87	推荐
	柳工	15.39	1.37	1.40	1.62	11.22	11.02	9.49	推荐
养路设备	森远股份	31.15	0.51	0.90	1.38	61.23	34.67	22.62	推荐
	达刚路机	18.43	0.44	0.60	1.00	41.43	30.72	18.43	谨慎推荐
环保设备	兴源过滤	37.79	0.70	0.90	1.17	54.14	41.83	32.35	谨慎推荐
天然气装备	富瑞特装	46.00	0.68	1.08	1.52	68.04	42.65	30.20	谨慎推荐
	杭钢股份	24.70	0.84	0.76	1.22	29.58	32.45	20.25	推荐
消费品制造	新莱应材	35.48	0.64	0.97	1.32	55.75	37.12	27.54	推荐
水泵制造	南方泵业	18.81	0.47	0.66	0.91	40.21	28.69	20.69	推荐
	杭氧股份	24.55	0.59	0.80	1.04	41.62	30.80	23.60	谨慎推荐
其他	开山股份	69.70	1.42	2.14	2.90	48.96	32.63	24.02	谨慎推荐
	春兴精工	19.44	0.47	0.62	0.98	41.68	31.37	19.91	推荐

分析师介绍

刘 军，资深行业工作经验；

蹇金虎，上海交通大学机械工程学士，管理学硕士，从事机械行业研究1年；

章 诚，墨尔本大学金融硕士，从事机械行业研究1年；

李 佳，上海交通大学数学学士，伯明翰大学货币金融硕士。

重要申明

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。本报告的信息均来自于公开资料，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。



刘元瑞、刘军、窦金虎、章诚、李佳

Tel:021-68751765 / 68751829

Email: liujun12@cjsc.com.cn / doujinhu@cjsc.com.cn /
zhangcheng1@cjsc.com.cn / lijia2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022