

行大道，成就工程机械龙头基业

徐工机械深度分析报告

报告关键点：

- 产业转移、城市化与城市群、区域规划、西部大开发、以保障性住房为基础的房地产新开工面积拉动等因素推动工程机械增长。
- 徐工机械的核心竞争力由技术、管理、规模、效益、文化等多因素构成。
- 公司竞争实力将因募投项目强化研发、龙头产品、关键零部件和精细化管理而全面提升。
- 合理股价为46.4元，投资评级“买入-A”。

报告摘要：

- 由于房地产新开工面积仍保持较高增速，中小城市建设方兴未艾，普通制造业向中西部转移，区域经济规划带来建设高潮，国内工程机械行业增长仍然有其内在驱动因素。新兴国家增长迅速，其需求特点与我国产品性价比相匹配，预计2011-2012年工程机械行业的出口有望明显改善。根据固定资产投资与工程机械需求模型测算，我们预计2010-2012年工程机械年复合增长率为14.82%。
- 公司业务发展战略可以概括为：保持龙头、强化基础、提升新品。起重机械业务可谓树大根深，由技术、管理、品牌构筑的核心竞争力短期内难以被超越。压实机械行业集中度较高，公司位居第一相对稳固。铲运机械将市场占有率有一定提升空间，公司也具有相关实力。公司路面机械技术水平国际领先、国内排名第一。混凝土机械属于新品，目前增速远高于行业平均水平，独立运营后，市场份额有望达到15-20%。未来基础件是巩固和提升竞争力的关键，子公司将成为质量上乘、技术领先的液压系统集成商。
- 核心竞争力分析：公司具有“担大任，行大道，成大器”的文化氛围，这是成就百年老店的根基所在。公司技术研发系统以保持技术领先优势，实现自主创新为目标。公司收入规模全球排名第九，名符其实。公司盈利能力较为突出。完整的产品系列有助于整体的均衡发展，经营稳健，应收帐款占比最低。
- 募投项目全面提升公司整体实力：研发类项目旨在全方位追赶国际先进水平。主机类项目：打造和强化龙头产品系列——全地面起重机、大型履带式起重机、混凝土机械。关键零部件类项目将全面提升基础件水平。信息化类项目大幅提升公司软实力。
- 集团后续资产注入值得期待，引进集团战略投资者在体制、激励、市场方面一举三得。
- 预计公司2010-2012年EPS分别为2.44、3.07、3.87元，三年净利润的复合增长率为24.5%。10月11日公司收盘价为40.49元，我们按照2011年15倍PE对其估值，合理股价为46.05元。按照DCF估值模型得出每股价值为46.76元。相对和绝对估值的均值为46.4元，给与“买入-A”的投资评级。

评级：
买入-A

上次评级：

目标价格：
46.4 元

期限： 6 个月 上次预测：

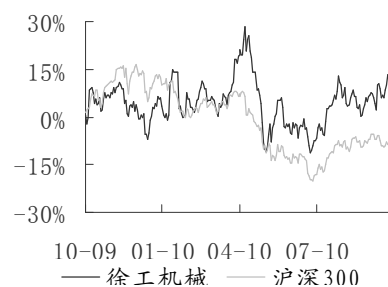
现价： 40.49 元

报告日期：
2010-10-12

市场数据

总市值(百万元)	35,122.83
流通市值(百万元)	14,280.98
总股本(百万股)	867.44
流通股本(百万股)	352.70
12个月最高/最低	29.00/43.95 元
十大流通股东(%)	18.18%
股东户数	30,659

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.71	5.60	20.64
绝对收益	17.54	22.66	20.05

研究员

张仲杰
高级行业分析师

021-68767839

zhangzj@essence.com.cn

证书编号

S1450209100287

前期研究成果

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,354.2	20,699.1	27,305.8	31,940.4	39,562.3
Growth(%)	2.7%	517.1%	31.9%	17.0%	23.9%
净利润	110.4	1,741.3	2,516.8	3,169.5	3,994.2
Growth(%)	346.7%	1476.6%	44.5%	25.9%	26.0%
毛利率(%)	7.9%	19.4%	19.8%	19.9%	20.2%
净利率(%)	3.3%	8.4%	9.2%	9.9%	10.1%
每股收益(元)	0.13	2.01	2.44	3.07	3.87
每股净资产(元)	1.52	5.08	11.07	13.53	16.63
市盈率	318.0	20.2	16.6	13.2	10.5
市净率	26.7	8.0	3.7	3.0	2.4
净资产收益率(%)	7.7%	38.8%	22.0%	22.7%	23.3%
ROIC(%)	8.5%	122.6%	277.0%	53.5%	46.1%
EV/EBITDA	113.9	14.2	11.4	9.0	6.9

目录

1.	工程机械行业持续发展.....	5
1.1.	中国人口红利正在迅速消失.....	5
1.2.	熟练农民工结构性短缺将成常态.....	5
1.3.	机械化施工设备替代人工趋势更加明显.....	5
1.4.	国内总需求将保持平稳增长.....	6
1.4.1.	房屋新开工面积仍将保持较高增速.....	6
1.4.2.	城市化建设方兴未艾.....	7
1.4.3.	普通制造业向中西部转移.....	7
1.4.4.	区域经济规划带来建设热潮.....	8
1.4.5.	国内工程机械行业的销售总额预测.....	8
1.5.	国外需求增长带动出口复苏.....	9
1.5.1.	欧洲和北美市场均在复苏之中.....	9
1.5.2.	新兴国家增长相对较快,需求与我国产品匹配.....	11
1.5.3.	印度市场仍然在高速成长.....	12
1.5.4.	巴西在拉美工程机械市场举足轻重.....	13
1.5.5.	俄罗斯市场仍具有吸引力.....	15
1.5.6.	非洲工程机械市场具有较大机遇.....	16
1.5.7.	中东市场将逐步恢复.....	16
1.5.8.	我国工程机械产品出口增长预测.....	17
1.6.	预计 2010-2012 年工程机械市场规模年复合增速为 14.82%.....	18
2.	业务发展:保持龙头、强化基础、提升新品.....	20
2.1.	起重机械:树大根深,成功典范.....	20
2.1.1.	中国起重机械还有 5-10 年的快速发展期.....	20
2.1.2.	公司产品整体技术水平有 3-5 年的领先优势.....	21
2.1.3.	公司在起重机市场占有率多年稳居第一.....	21
2.1.4.	公司履带起重机常年位居三甲.....	22
2.1.5.	起重机出口尚有较大空间.....	22
2.1.6.	技术、管理、品牌构筑的核心竞争力和龙头地位难以被超越.....	23
2.2.	压实机械:行业集中度较高,公司位居第一.....	23
2.2.1.	结构优化成行业趋势.....	23
2.2.2.	行业集中度高,公司地位稳固.....	23
2.2.3.	替代进口大有可为.....	23
2.3.	铲运机械:市场占有率有一定提升空间.....	24
2.3.1.	装载机行业仍然有结构性机会.....	24
2.3.2.	公司具有提升市场份额的综合实力.....	24
2.4.	路面机械:技术国际领先、国内排名第一.....	25
2.5.	混凝土机械:增速高于行业平均水平.....	26
2.5.1.	预拌混凝土还有 50%的发展空间.....	26
2.5.2.	公司混凝土机械市场份额有望达到 15-20%.....	27
2.6.	基础件:配套能力强是巩固和提升竞争力的关键.....	27
2.6.1.	徐工集团拥有国内最强的配套系统.....	28
2.6.2.	质量上乘、技术领先的液压系统集成商.....	28
3.	徐工:争取做成功的百年老店.....	28
3.1.	“担大任,行大道,成大器”的文化氛围.....	28
3.2.	技术研发:保持技术领先优势,实现自主创新目标.....	29
3.3.	徐工集团收入规模全球排名第九,名符其实.....	29
3.4.	公司盈利能力较为突出.....	29
3.5.	完整的产品系列有助于整体的均衡发展.....	31
3.6.	经营相对稳健,应收帐款占比最低.....	32
4.	募投项目全面提升公司整体实力.....	32
4.1.	研发类项目:全方位追赶国际先进水平.....	33
4.2.	主机类项目:打造和强化龙头产品系列.....	33

4.2.1.	全地面起重机立足三个细分市场.....	33
4.2.2.	大型履带式起重机项目与重大建设项目密切相关.....	34
4.2.3.	起重机出口项目面临市场格局带来的历史机遇.....	34
4.2.4.	混凝土建设机械产业化基地技改项目.....	34
4.3.	关键零部件类项目：全面提升基础件水平.....	35
4.3.1.	液压件项目.....	35
4.3.2.	传动件项目.....	35
4.3.3.	驾驶室等薄板件项目.....	35
4.4.	信息化类项目：大幅提升公司软实力.....	36
5.	集团后续资产注入以及战略投资者的引进.....	36
5.1.	集团存在后续资产注入的可能.....	36
5.2.	引进集团战略投资者一举三得：体制、激励、市场.....	38
5.2.1.	机制转换进程有望加快.....	38
5.2.2.	股权激励是未来发展的重要驱动力.....	39
5.2.3.	未来军用工程机械的发展趋势.....	39
5.2.4.	中国兵器集团简况.....	40
6.	盈利预测与估值.....	41
6.1.	盈利预测：2010-2012 年净利润复合增长率 24.5%.....	41
6.2.	估值.....	42
6.2.1.	相对估值：2011 年 15 倍 PE 对应股价 46.05 元.....	42
6.2.2.	绝对估值：自由现金流折现法估值为 46.76 元.....	43
7.	风险提示.....	44

图表目录

图 1	四大主要行业固定资产投资实际完成额累计同比增速.....	6
图 2	商品房月度新开工面积同比大幅上升.....	7
图 3	我国城市化率仍有提升空间.....	7
图 4	我国中西部固定资产投资增速长期高于东部.....	8
图 5	海外主要工业国家的经济正在复苏.....	10
图 6	日本各类工程机械销量显示国际需求复苏较缓.....	10
图 7	2003-2008 年新兴国家 GDP 与基础设施投资增速同步上升.....	11
图 8	2009 年中国工程机械出口主要国家和地区（单位：亿美元）.....	12
图 9	印度挖掘装载机的需求仍然旺盛.....	13
图 10	印度挖掘机的需求预计保持 20%以上增长.....	13
图 11	印度工业生产指数总体呈攀升之势.....	13
图 12	巴西工业生产指数底部回升.....	14
图 13	2008-2013 年巴西工程机械市场销量及预测.....	15
图 14	俄罗斯工业生产指数恢复较快.....	16
图 15	工程机械行业出口重现正增长.....	17
图 16	我国四大类工程机械产品出口数量（单位：台）.....	18
图 17	公司主营业务结构及其变化（剔除资产注入因素）.....	20
图 18	履带起重机销量波动较大（单位：台）.....	21
图 19	履带起重机在移动起重机中占比较小.....	21
图 20	今年以来汽车起重机销量增长较快.....	22
图 21	公司汽车起重机市场占有率超过 50%.....	22
图 22	公司履带起重机市场份额较为稳定.....	22
图 23	去年以来压路机销量增长迅速.....	24
图 24	公司压路机市场占有率国内第一.....	24
图 25	今年以来装载机销量增长迅速.....	25
图 26	公司装载机市场占有率尚有空间.....	25
图 27	受益于 4 万亿投资拉动，公路固定资产投资 09 年以来增长强劲.....	25
图 28	2009 国内摊铺机市场占有率情况.....	26

图 29 中国水泥散装化率仍然较低.....	27
图 30 中国商品混凝土比率偏低.....	27
图 31 2009 年公司营业收入在业内处于领先水平（单位：亿元）.....	30
图 32 2009 年公司人均净利润在同类公司中高居榜首（单位：万元）.....	30
图 33 2009 年盈利指标位居前列.....	30
图 34 2009 年工程机械类上市公司经营现金流金额与营业收入的比率.....	31
图 35 2009 年公司应收帐款占营业收入比重相对较低.....	32
图 36 徐工集团组织架构.....	37
图 37 公司综合毛利率预测.....	41
表 1 2009 年国务院已批准的区域经济规模时间及主要内容.....	9
表 2 印度基础设施建设正处于高速增长期.....	12
表 3 历年工程机械行业需求总额与固定资产投资额比例与预测.....	19
表 4 历年工程机械行业需求与进出口总额与预测.....	19
表 5 中国与欧美起重机产品变化阶段表.....	20
表 6 2010 年全球工程机械销售额排名前 10 位的公司.....	29
表 7 国内主要工程机械企业产品分布一览表.....	31
表 8 2009 年公司主要产品的市场占有率大多靠前.....	32
表 9 募集资金项目及所需资金明细（单位：亿元）.....	33
表 10 募集资金项目达产后的新增产能及净利润（单位：亿元）.....	36
表 11 集团其它工程机械相关产品.....	37
表 12 合资公司历年分红收入（单位：万元）.....	38
表 13 兵器集团下属事业部主要业务表.....	40
表 14 分项业务预测表.....	42
表 15 国内 A 股工程机械类上市公司相对估值表(2010-8-17).....	42
表 16 公司 OPFCF 估值.....	43
表 17 权益 FCFE 估值.....	44

1. 工程机械行业持续发展

- 中国经济正在经历前所未有的调整,对工程机械行业的影响因素包括中国人口红利正在迅速消失、熟练农民工结构性短缺将成常态、施工机械替代人力的趋势更加明显。
- 在工程机械行业经历了有目共睹的高速增长之后,一般意义上会进入平稳增长阶段,在增长模式出现明显的转换之际,我们需要对趋势做一个基本的判断。就国内而言,关键因素还是固定资产投资增速、房地产新开工面积,基建项目开工。就国外而言,我们主要关注主要出口国家的经济走势。
- 我们的观点是在房地产等投资拉动以及城市化进程的影响下,工程机械行业下半年虽增速回落,但仍在 25%-30%之间;明年开始国内需求增速虽有可能回落,但出口复苏,整体仍将保持增长,我们预计未来两年的增速将保持在 20-25%之间。

1.1. 中国人口红利正在迅速消失

- 按照现有的人口发展变化曲线看,中国人口总量和人口结构变化趋势如下:人口总量 2030 年到达最高点,为 14.06 亿;劳动人口在 2020 年左右达到顶点,为 9.23 亿;而劳动年龄人口增长率,现在已经开始以极快速度下降,并将一直下降到 2013 年。同时,研究还发现,中国的劳动人口平均增长率并不像人们一贯认为的那样很高,今后一段时间内,甚至不如发展国家的 1.1% 的平均增长率,仅仅是 0.4%。
- 研究的结果显示支持中国令人吃惊的经济崛起的“人口红利”时代行将结束,到 2015 年左右中国适龄工作人口将在达到巅峰之后回落,取而代之的将是人口老龄化浪潮的提前到来,从各种研究报告数据综合来看,中国人口老龄化确实已经显现。
- 分析全国教育事业发展统计公报和国家统计局人口普查数据,有学者得出结论认为:中国人口红利优势最迟将在 2015 年后逐渐消失。理由有以下三点:生育高峰期带来的劳动力人口将逐渐减少,教育普及率提高带来农民工阶层人数日益减少。“90”后人口下降。一边是青年劳动力人口的减少,一边是退休人口的增加,两者相互作用下,我们可以得出结论中国自 2010 年后将进入人口红利消失期。

1.2. 熟练农民工结构性短缺将成常态

- 全国性招工难一个重要原因是农民工的就业技能缺乏,但是更重要的原因是农民工的工资偏低。2009 年农民工平均月工资为 1417 元,比上年增长 5.7%,民工短缺背后凸显中国农村劳动力供求的结构性矛盾,熟练工人全面短缺,30 岁以下的农村青壮年劳动力 80% 都已转入非农业部门就业,而新一代农民工对工资待遇的要求比老一代农民工高很多。目前中国农村的剩余劳动力主要是 40 岁以上的中年人。
- 新生代农民工处在当前劳动力“有限过剩”、薪酬理应适时提高的年代,他们有了相对大的选择空间。就行为特征而言,有别于父辈的“生存型、节约型、单身型”,新生代农民工更倾向于“发展型、消费性和家庭型”务工方式,他们的受教育程度和职业期望值更高、融入城市并转换身份的意愿更强、消费观念更为开放、对自身权益的维护更加注重。但由于不具备老一代农民工的耐力,加上自身还是相对缺乏专业技能,常常处在现实与期望之间的矛盾中,难以期望他们将大批转化为熟练技工,因此中国出现的招工难将会常态化。

1.3. 机械化施工设备替代人工趋势更加明显

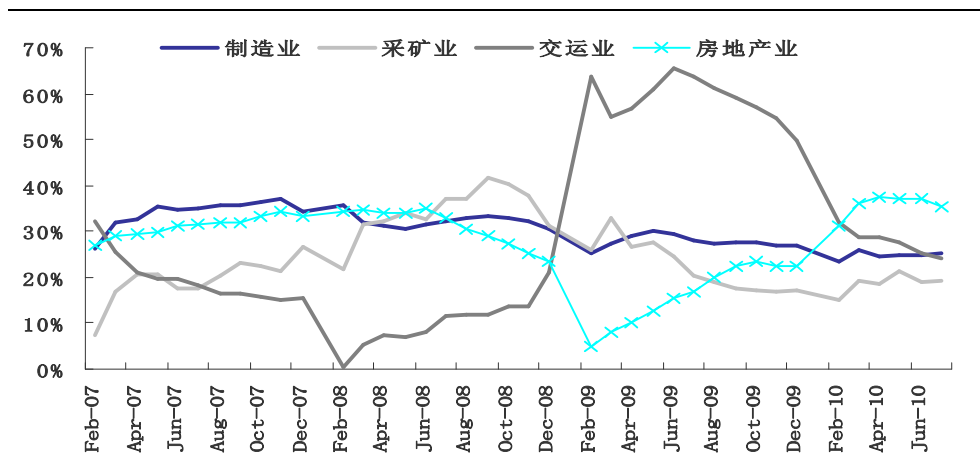
- 从上述情况,我们可以得出初步结论:由于劳动力结构性短缺不是短时间可以解

决的，对工程机械的需求而言就是机械代替人工的趋势，更深层次上，这种趋势将会影响到企业产品战略的制定，例如工程机械产品可靠性提升、人机环境的进一步优化、售后服务的有效快捷等。总体上我们认为中国人口红利的消失和劳动力结构性短缺将有利于工程机械行业的进一步发展。

1.4. 国内总需求将保持平稳增长

- **国内需求来自房地产和基建。**我们选择工程机械的四大主要下游应用领域的固定资产投资增幅进行分析，认为正是交运业的固定资产投资增速对工程机械的后续拉动以及房地产行业的回暖成为工程机械今年以来增长较快的主要驱动因素。就这点来看，下半年国内需求将放缓。
- **基建的拉动今年仍有体现，后续将减弱。**去年由于4万亿投资大量投入基础设施建设，导致交运行业的增速整体较高，个别月份接近70%，今年以来回落至正常水平，目前增幅在24%左右，这反映出4万亿投资对基建的拉动正逐渐退出。
- **采矿业、制造业投资相对平稳。**采矿业投资增速自从去年底低点以来虽有所回升，但幅度不大，这和市场对资源需求的谨慎预期有关；制造业的投资增速今年以来也一直稳定在25%-30%之间，显示企业并不急于扩充产能。

图 1 四大主要行业固定资产投资实际完成额累计同比增速

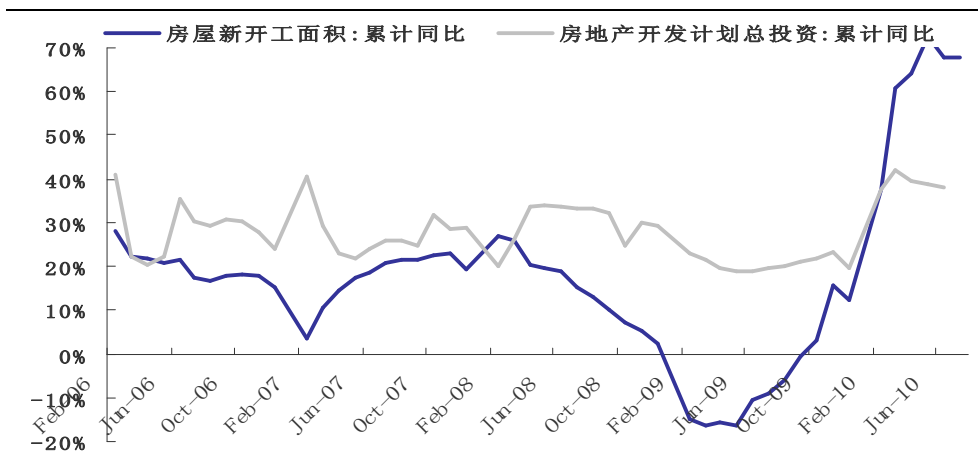


数据来源：WIND，安信证券研究中心

1.4.1. 房屋新开工面积仍将保持较高增速

- **房地产市场后市将稳健发展。**2009年我国房地产新开工面积增长18%，今年1-7月房屋新开工面积累计达9.2亿平方米，同比增幅大幅上升至70%左右，增速明显加大。目前较大增速反映出我国房地产市场需求较大，而政府调控的主要目的是过快上涨的房价，而不是供应量。从今年以来房地产计划投资总额的增幅来看（也明显上升至40%的历史高位），未来新开工面积的持续增长是可期的。此外，2010年5月19日，住建部与各省、自治区、直辖市人民政府主管部门签订保障房建设“责任书”，确保完成580万套保障性住房，其中300万套保障性住房，280万套棚户改造住房。预计其占房地产开发投资的比例将高于历史不足5%的水平，这将有利于稳定未来两年房地产行业对工程机械的拉动。

图 2 商品房月度新开工面积同比大幅上升

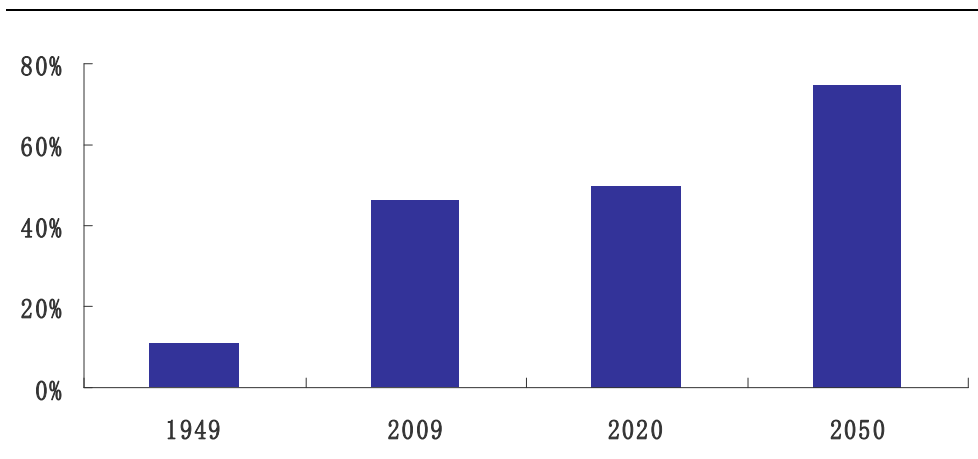


数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

1.4.2. 城市化建设方兴未艾

- **城市化率提升仍有空间。** 过去二十年, 我国处于一个快速城镇化的过程, 城镇人口比重从 1989 年的 26.21%, 快速上升到 2009 年的 46.60%, 但与全球平均超过 50%、发达国家超过 70% 的平均水平相比, 我国的城镇人口比例仍然处于一个较低的水平, 仍有提升空间, 而这是基础设施增量的重要来源。我国已进入城镇化加速时期, 预计到 2015 年, 将有 52% 的人口居住在城市, 相当于未来 5 年新增城市人口约 7600 万人, 2030 年城镇化率达到 65%, 2050 年则有 75% 的人口居住在城市。

图 3 我国城市化率仍有提升空间

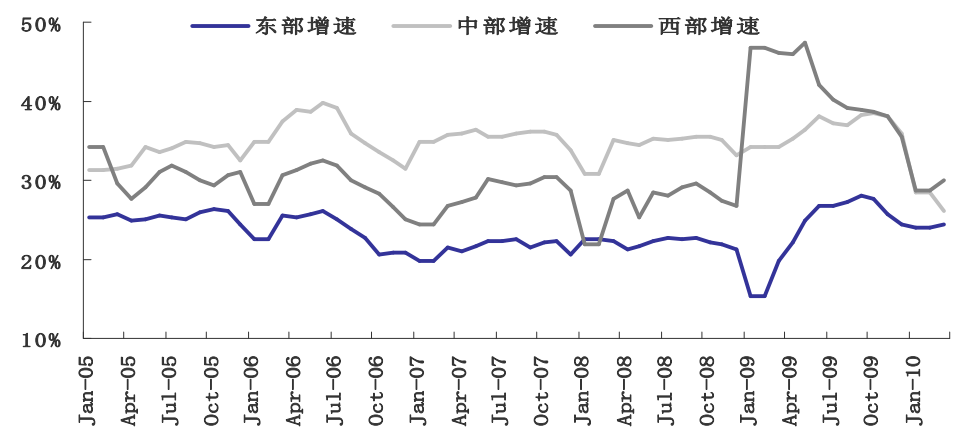


数据来源: 《中国城市发展报告》, 安信证券研究中心

1.4.3. 普通制造业向中西部转移

- **产业向中西部转移仍将继续。** 自我国实施西部大开发政策以来, 中西部地区的固定资产投资增速始终快于东部地区。虽然从金额上看, 中西部地区合计的固定资产投资已比较接近东部地区 (2004 年初仅为东部投资的一半左右), 但由于这是一项系统工程, 从基础设施项目的情况来看, 这一进程仍未完成。而且随着劳动力成本的上升, 产业再次出现自东部向中西部转移的趋势。

图 4 我国中西部固定资产投资增速长期高于东部



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

1.4.4. 区域经济规划带来建设热潮

- **区域经济规划的兴起将带来新的增长点。**去年以来,为培育新的经济增长点,保证经济的稳定增长和区域平衡,国家集中出台了十多个区域规划,而经济区的建立又离不开基础设施的配套建设。
- 最近国务院《关于扩大珠海经济特区范围的批复》,经国务院批准,珠海经济特区范围再次扩大到全市,珠海市仅陆地面积达 1700 平方公里,含海洋面积达 7653 平方公里。珠海经济特区原面积为 227.46 平方公里。特区扩容将有利于珠海中山江门三地交通、产业、资源等加快融合,全面提升珠江口西岸地区的整体实力。
- 经国务院批准,2010 年 7 月 1 日起,深圳经济特区的范围将扩大到深圳全市。去年,深圳全市生产总值达 8201.23 亿元,关内(南山、福田、罗湖和盐田)与关外(宝安和龙岗)生产总值比为“1.2:1”,这意味着,关外每平方公里产值仅相当于关内的五分之一左右。此举从经济上将促进特区内外产业结构科学布局。其次从城市建设方面也有利于把特区内外作为一个整体进行规划和管理。
- 为全面贯彻实施《促进中部地区崛起规划》,国家发改委颁布了《促进中部地区崛起规划实施意见》。提出山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南省五年大发展。2015 年实现《规划》确定的主要目标,即人均地区生产总值达到 36000 元,城镇化率达到 48%。《规划》提出了促进中部地区崛起的八大任务:粮食生产基地建设、能源原材料基地建设、现代装备制造及高技术产业基地建设、综合交通运输枢纽建设、六大城市群的重点地区发展、资源节约和环境保护、社会事业发展、体制改革和对外开放。我们认为对工程机械行业有直接推动效果。

1.4.5. 国内工程机械行业的销售总额预测

- 工程机械是中国式增长的直接受益者,在投资拉动模式没有出现明显改变之时,工程机械的增长仍然有其合理的逻辑,依然还是重要的选择标的。
- 我们认为未来驱动国内工程机械行业增长的主要因素包括:中小城镇建设,产业转移、区域经济开发、房地产新开工面积等。
- 今年上半年,工程机械行业工业总产值达 2150 亿元左右,同比增长 60%左右,全年在 4000 亿元左右。假定 2010-2012 年固定资产投资平均增速保持在 25%。工程机械在其中的需求占比平均为 1.5%,根据国内固定资产投资与工程机械需求之间的对应关系测算,2010-2012 年工程机械的需求额分别 4493、5265、6143 亿元。

表 1 2009 年国务院已批准的区域经济规模时间及主要内容

区域名称	批准时间	主要内容
黄河三角洲高效生态经济区	2009 年 12 月	将依托东营、滨州、潍坊、莱州四个港口,重点规划建设四大临港产业区。同时,将在区域内加快港口、公路等基础设施建设;重点发展循环经济,发展适宜盐城地区的养殖业、原盐业、滩海油田、风能和海水淡化。
中国图们江区域	2009 年 11 月	提出四大战略定位,即图们江区域成为中国沿边开放开发的重要区域,面向东北亚开放的重要门户,东北亚经济技术合作的重要平台,东北地区新的重要增长极。
调整天津市部分行政区划	2009 年 11 月	调整部分行政区划,撤销天津市塘沽区、汉沽区、大港区,设立天津市滨海新区,标志着滨海新区行政管理体制改革全面启动
西部地区	2009 年 9 月	扩大铁路网规模,加快干线公路网和水运、枢纽机场和支线机场建设;大力推进实施重点水利工程和能源基础设施建设,加快发展特色农业,推进工业优化升级,引导产业有序转移。力争用 2-3 年时间,基本解决西部地区农村人口饮水安全问题;继续增加扶贫资金投入。
进一步实施东北老工业基地	2009 年 9 月	优化经济结构,巩固农业基础地位,加快推进企业兼并重组,大力发展非公有制经济和中小企业,建立现代产业体系;加快企业技术进步,全面提升自主创新能力,积极推进资源型城市转型,大力发展绿色经济,着力解决民生问题等。
关中-天水经济区	2009 年 6 月	关中-天水经济区与成渝经济区、广西北部湾经济区并列成为中国西部大开发的三大重点区域,成为西部经济新增长极。
横琴	2009 年 6 月	将横琴岛纳入珠海经济特区范围,对口岸设置和通关制度实行分线管理,要通过重点发展商务服务、休闲旅游、科教研发和高新技术产业,加强生态环境保护,鼓励金融创新,实行更加开放的产业和信息化政策等。
海峡西岸经济区	2009 年 5 月	要求福建省发挥其独特的对台优势,加强两岸产业合作和文化交流,努力构筑两岸交流合作的前沿平台。发挥独特的对台优势,加强两岸产业合作和文化交流,努力构筑两岸交流合作的前沿平台;加快现代化基础设施建设,适应两岸直接"三通"的需要,提高发展保障能力等。
上海国际金融中心和国际航运中心	2009 年 4 月	到 2020 年,基本建成与中国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心;基本形成国内外投资者共同参与、国际化程度较高,交易、定价和信息功能兼备的多层次金融市场体系;基本建成航运资源高度集聚、航运服务功能健全、现代物流服务高效,具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。
珠江三角洲地区	2009 年 1 月	赋予珠三角发展更大的自主权,支持率先探索经济发展方式转变,城乡区域协调发展;继续承担全国改革"试验田"的历史使命,大胆探索,先行先试。
海南国际旅游岛	待定	从生态、文化、餐饮、住宿、交通、旅游、购物和文娱八个方面对海南进行国际化改造。中央政府将在投资项目资金安排、财政和相关政策方面,对海南国际旅游岛建设给予支持,以加快这一改革开放和体制机制等方面重大创新试验的进程。
新疆区域	待定	加大新疆基础设施建设力度,扶持地方企业发展,发展联系中亚地区的贸易和物流业发展等;或在目前对新疆企业部分免税的基础上扩大免税范围;增加对新疆的投资,具体投资额约为 2,500 亿-3,000 亿元人民币

数据来源:发改委及政府网站,安信证券研究中心

1.5. 国外需求增长带动出口复苏

- 工程机械的出口与海外经济的复苏关系密切,虽然欧美经济复苏缓慢,但新兴国家增长迅速,工程机械的出口开始正增长。综合来看,明年开始工程机械行业的出口复苏力度将进一步加大。2011-2012 年有望明显改善。

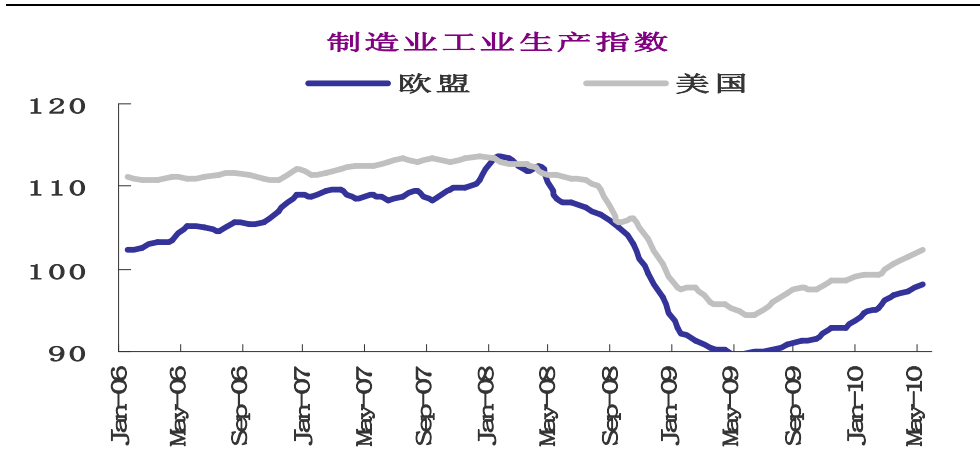
1.5.1. 欧洲和北美市场均在复苏之中

- IMF 认为得益于前所未有的宏观和金融政策支持,世界经济正趋于稳定,其预计今年世界经济将增长 4.6%在发达国家中,加拿大和美国经济增长最高,而德国经

济将温和增长 1.5%左右，欧盟今年的增长预计仅在 1%左右。从制造业工业生产指数的复苏程度来看，欧盟与美国虽然均已走出底部，但离危机前还有较大距离，从力度来看，预计明年虽然增长会加快，但幅度不会变化太大。

- 北美的传统市场恢复虽然有些缓慢，但也值得期待。美国制造商协会公布了对美国、加拿大以及世界其他地区工程机械市场的统计和预测，指出 2010-2012 年，包括美国、加拿大在内的全球工程机械市场开始走上全面回升之路。全球工业巨头卡特比勒再原有规划基础上，将 2010 年销售额预期调升至 380-420 亿元，对产业中长期发展冀望良好。

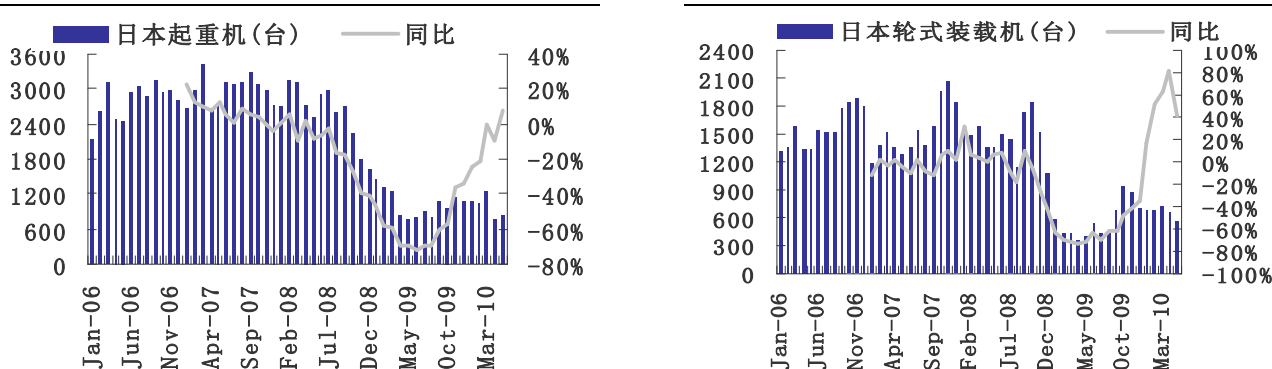
图 5 海外主要工业国家的经济正在复苏

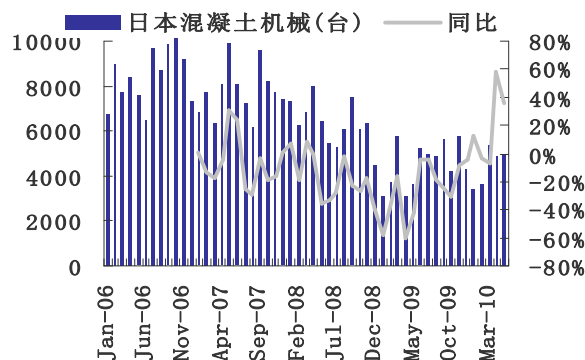
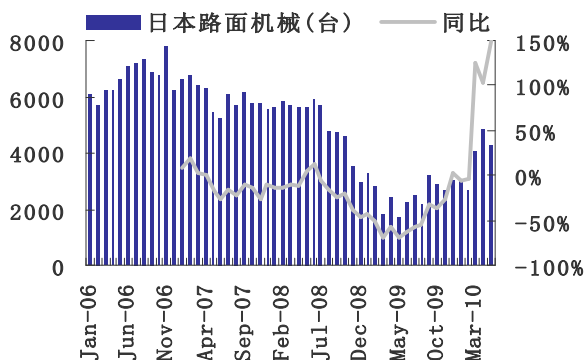


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

- 从全球工程机械产业重要的一极日本的销量数据来看，2010 年一季度日本工程机械行业销售额达到 3730.9 亿元，同步增长 36.5%。其中出口增长 65.4%，达到 2682.48 亿元，这主要是向以中国为代表的亚洲国家的强劲出口所致。但国内需求依然下滑 5.8%。全球排名第二的小松放出 2010 年 16000 亿日元的规划，显示了较强的信心。

图 6 日本各类工程机械销量显示国际需求复苏较缓



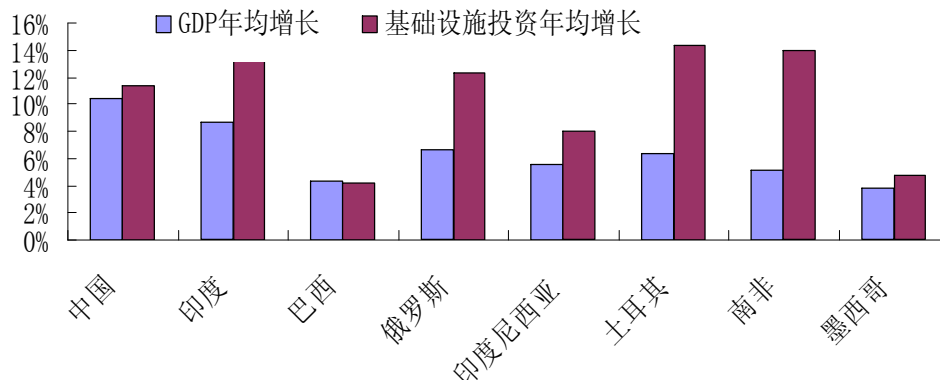


数据来源：日本工程机械协会，安信证券研究中心

1.5.2. 新兴国家增长相对较快，需求与我国产品匹配

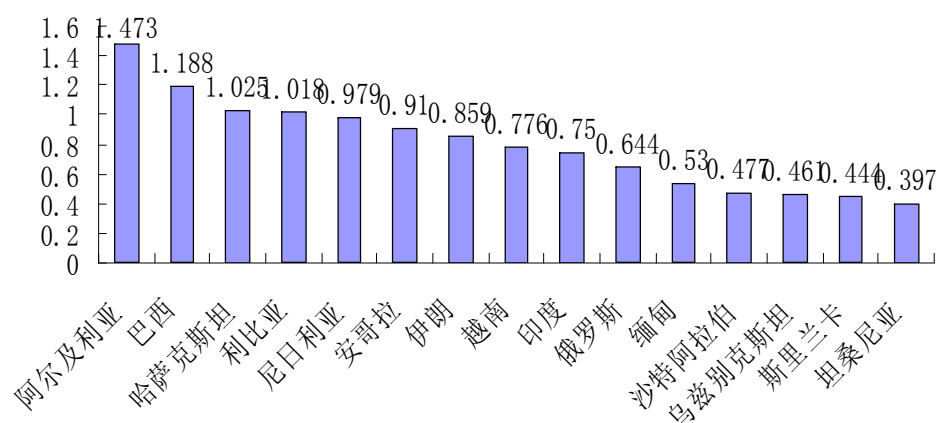
- **新兴国家受危机影响相对较小。**IMF 认为得益于前所未有的宏观和金融政策支持，世界经济正趋于稳定，其预计今年世界经济将增长 4.6%，但这一增长的动力主要来自中、印等新兴经济体(中印两国今年的经济增长率将分别达 10.5%和 8.4%)。就工业生产指数指标来看，中印基本没有影响，与欧美相比，其它新兴国家(如韩国、巴西、俄罗斯等)复苏相对较快，而这些国家将是未来两年我国工程机械出口复苏的主要源泉。
- **新兴国家的需求相对低端，我国产品竞争力强。**新兴国家的工程机械设备市场以低端产品为主(约占 70%)，对高端产品需求正处于逐渐增加阶段，起重机、电梯、物料输送设备、重载运输工具的需求增长迅速，而其自身的机械设备的规模和技术相对落后，相当于我国八十年代末、九十年代初的水平。
- 我们认为，我国工程机械经过过去 10 年的高速发展，完全能满足新兴国家相对低端的需求，随着技术与发达国家的差距缩小，也能在未来 10 年满足其逐步升级的需求结构，在这一市场中，我国产品的竞争力较强。
- 从 2009 年数据来看，除了巴西排在第二位，有潜力的国家印度和俄罗斯排在 9、10 位，因此我们认为中国工程机械出口还是有较大的潜在空间。

图 7 2003-2008 年新兴国家 GDP 与基础设施投资增速同步上升



数据来源：中国工程机械，安信证券研究中心

图 8 2009 年中国工程机械出口主要国家和地区（单位：亿美元）



数据来源：中国工程机械，安信证券研究中心

1.5.3. 印度市场仍然在高速成长

- 新兴国家正处于经济成长期，其基础设施的投入增长较快，比如印度十一五计划中基建的投资金额就比十五计划增长 1.3 倍以上。

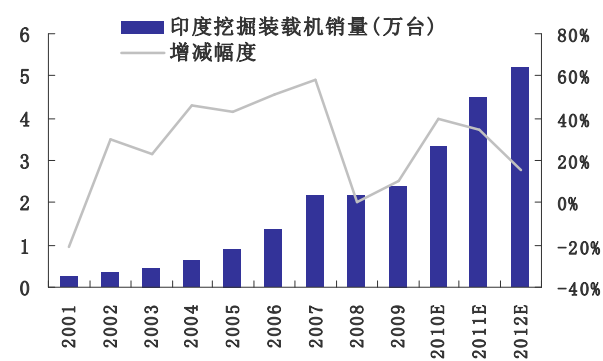
表 2 印度基础建设正处于高速增长期

产品	第十个五年计划（2002-2006）		第十一个五年计划（2007-2011）	
单位：十亿美元	投资额	比重%	投资额	比重%
电力	71.18	33.1	150.37	30.4
路桥	35.34	16.5	76.05	15.4
电信	30.1	14	65.12	13.2
铁路	29.18	13.6	62.93	12.7
水利	27.2	12.7	54.42	11
供水	15.18	7.4	48.57	9.8
港口	1	0.5	18.03	3.6
机场	1.65	0.8	8.48	1.7
仓储	1.18	0.6	5.46	1.1
燃气	2.13	1	5	1
总计	214.14	100	494.43	100

数据来源：印度政府及相关部门，安信证券研究中心

- 这导致印度工程机械的销售量自 2007 年以来出现明显增长，销售额基本维持在 15 亿~20 亿美元的水平，除 2009 年受经济危机影响增长率短期下降外，其余年份的增长率均在 20% 以上。印度将投资 300 亿美元建造 12 条高速公路，32 亿美元改造铁路，20 亿美元修建港口，投入 130 亿美元用于能源开采设备采购，今后 5 年印度基础设施建设所需资金在 2000 亿美元以上，遍及电力、通讯、港口、公路、铁路、石油等基础设施领域，市场潜力巨大。

图 9 印度挖掘装载机的需求仍然旺盛



数据来源：Off-highway Research，安信证券研究中心

图 10 印度挖掘机的需求预计保持 20% 以上增长

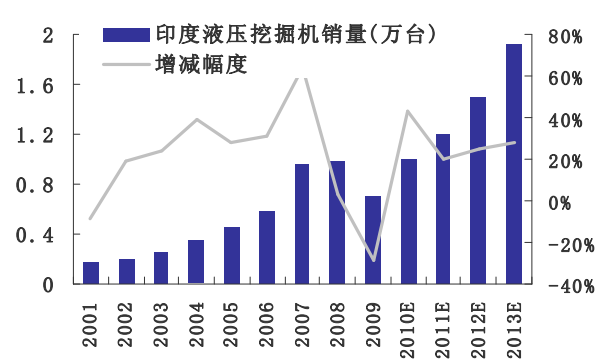
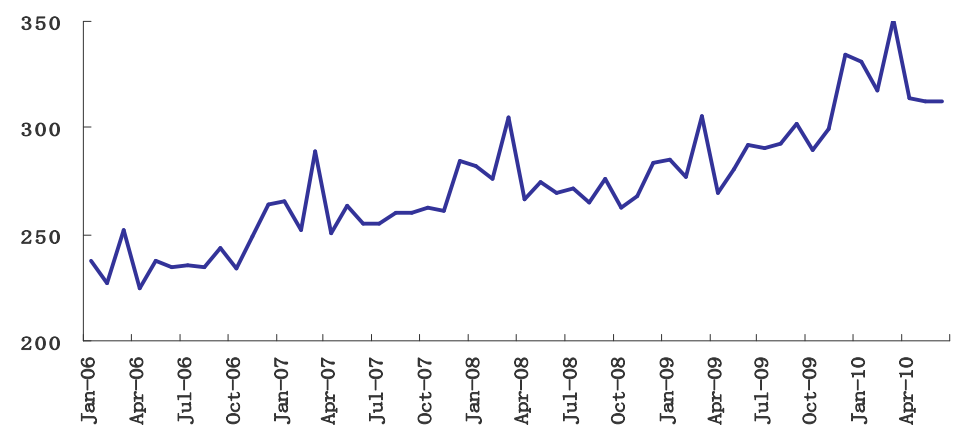


图 11 印度工业生产指数总体呈攀升之势



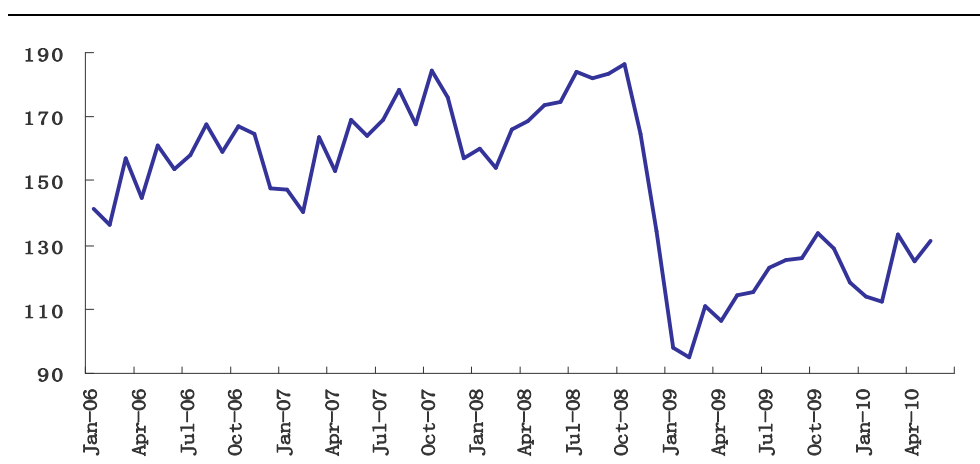
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

1.5.4. 巴西在拉美工程机械市场举足轻重

- 巴西 GDP 总数超过 2 万亿美元，成为了世界第 8 大经济体，巴西正享受着独特的经济增长扩张期。巴西是世界上最大的基础设施投资中心。从 2010 年至 2015 年，巴西基础设施投资项目将超过 8000 亿美元，需要施工机械和设备建设铁路，公路，水利，港口，机场，发电厂，住房和石油勘探以及 2014 年国际足联世界杯足球赛和 2016 年里约热内卢奥运会的场馆设施建设等。巴西机械设备行业需要欧洲，美洲和亚洲提供多样化的建筑工程机械和矿山机械行业的设备和技术。巴西目前有超过 8 万的企业需要引进和更新建筑工程机械以及矿山机械设备，这无疑给全球建筑及矿山设备及服务的供应商提供了一个良好的商业机会。
- 2007 - 2010 间的 PAC 的预算将增加 28.2%，从 5039 亿雷亚尔增加到 6460 亿雷亚尔（约合 2800 多亿美元），其中 371 亿将投入到交通运输领域，202 亿用于能源，842 亿用于社会和市政基础设施。而 2010 年后将追加 165.4%，从 1892 亿增加到 5022 亿巴币。
- 过去五年，巴西建筑机械销量每年增长 23% 以上，特别是 2007 年，增长了 59%。尽管 2008 年增幅回落至 52%，但总销量达到了 22,329 台的历史最高水平。据巴西工程机械行业协会的年度报告称，巴西工程机械市场经历了几年的连续高速增长后在 2008 年中期受全球金融危机影响开始下降，到 2009 年工程机械市场销售跌幅达 28%。在世界杯足球赛、奥运会等大型活动的刺激效应下，从 2009 年中期，巴西市场开始企稳并逐渐走向缓慢的复苏，预计 2010 年工程机械市场将有 18% 的增长。

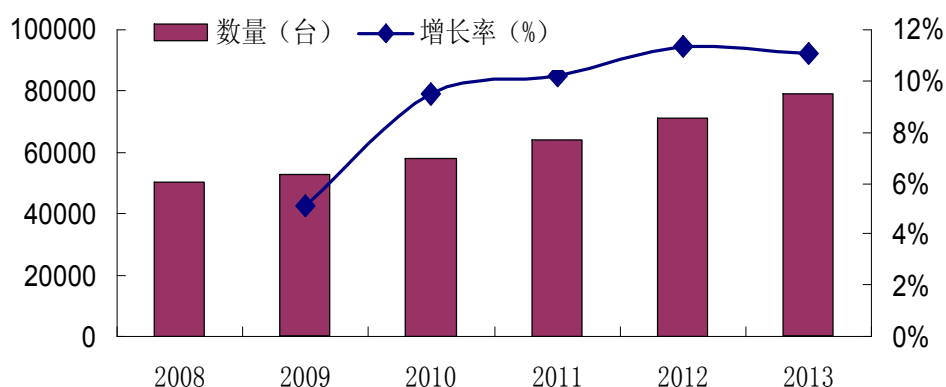
- 巴西 2007 年建筑工程市场发展强劲, 重型建筑施工设备的销量增加了 15%, 进口量增加了 53%, 需求主要集中在重型卡车、推土设备、挖掘机、轮式装载机等机型上。巴西目前的宏观经济基础显示其市场将继续扩大; 从 2007 年到 2010 年, 巴西政府对工程机械的公共投入将增加 34%; 未来 10 年, 巴西工程机械市场预期将至少有 4.5% 的 GDP 增长值; 到 2008 年, 巴西对能源生产的投资将比现在增加 58%。
- 在巴西建筑设备混凝土及工程机械每年将增加 7.5%, 预计到 2012 年, 巴西需求将达到 278.4 亿美金。这使得巴西成为工程机械、混凝土建材设备尽相争夺的新兴市场之一。同时, 丰富的矿产资源使得巴西市场的重型建筑和采矿设备增长强劲, 估计在未来五年内。该行业在巴西将有一个历史性 46% 的增长率。巴西已经取得 2014 年世界杯和 2016 年奥运会举办资格, 整个国家将掀起新一轮的建设, 全球厂商队认为巴西市场商机很大。
- 过去 4 年, 巴西经济稳健发展, 大多数关注国际建筑业的人首次一致表示现在是“巴西的最佳时机”。投资商和建筑工程公司都积极地开发新项目, 如: 基础设施、住房建设和商业房地产等, 这就对新型混凝土工业技术有了巨大需求。据估计, 巴西混凝土需求总量达 2100 万立方米, 并且每年以 10% 的速度增长。
- 过去几年来, 巴西工程机械市场表现强劲, 特别是 2007~2008 年。在此期间, 进口自中国、韩国的产品已在装载机、挖掘机和许多其他领域获得了重要的市场位置。但 2008 年底以来金融危机的影响使得 2009 年市场出现下滑, 这一影响预计可能会持续到 2010 年, 特别是对于进口产品影响更大。原因是巴西历来为了保护本国工业实行较高的进口税及附加费政策, 对于进口产品来讲负担很重, 因此很多厂商都选择在当地完成组装, 并立足巴西出口附近其他拉美国家。
- 2008 年巴西国内工程机械产品销售量约 5 万台, 预计到 2013 年销量将达到近 8 万台, 年复合增长率为 9.8%。

图 12 巴西工业生产指数底部回升



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 13 2008-2013 年巴西工程机械市场销量及预测

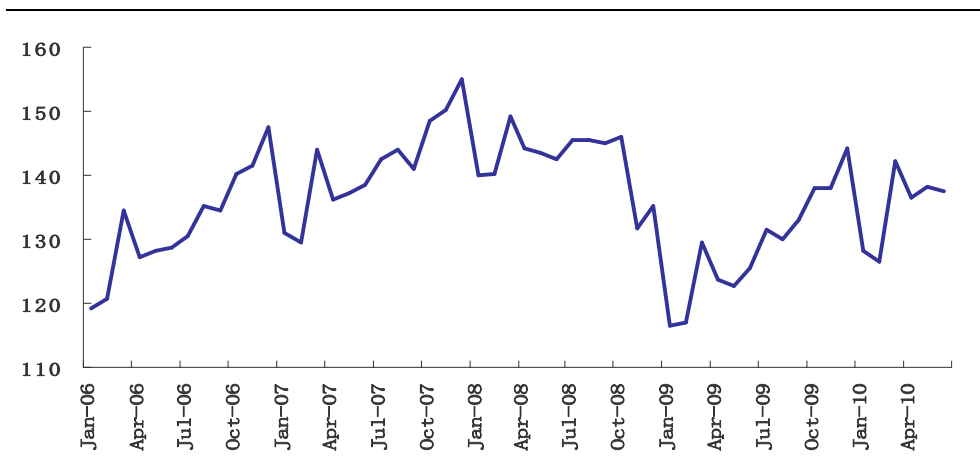


数据来源：中国工程机械，安信证券研究中心

1.5.5. 俄罗斯市场仍具有吸引力

- 从 2000 年起，俄罗斯成为世界上建筑领域发展最快的国家。该国建筑市场每年增长 10%-15%。预计这种爆发式的成长将维持多年。俄罗斯的建筑市场主要构成：住宅建设、工商业建设、基础设施建设，占据整个建筑市场的 80%-90%。莫斯科的商用和民用房产价格已经达到西欧国家同等水平。在俄罗斯地产价格攀升影响下，投资不断涌入刺激着建筑业的蓬勃发展。
- 从经济层面来看，俄罗斯近几年经济恢复速度加快，出口是推动其经济逐步恢复的一大主因。而在出口市场中，其主要出口商品是石油和天然气等矿产品，作为资源出口大国，俄罗斯采掘业得以迅速发展，采掘业的繁荣，对下游的工程机械设备需求强劲。
- 从俄罗斯现有的工业体系来看，工业结构不合理，工程机械工业落后的问题短期之内难以改观，以致其本土的工程机械企业的产品远远不能满足国内市场的需求。而国内对工程机械设备的需求量又在与日剧增，同时不少设备急需升级换代，留下了巨大的市场缺口。
- 此外，2014 年，俄罗斯历史上首次举办的冬季奥运会从而拉动其国内的大规模基础设施建设项目得以迅速增加，此举极大的带动了对工程机械设备的需求量，这对于我国工程机械企业来说，将是难得的发展契机。据俄新社报道，俄罗斯索契市为了做好冬奥会的准备工作，其在 2006-2014 年的联邦专项发展计划中建设项目多达 3000 余个。
- 俄罗斯金融危机之后，购买力比 2008 年低很多，但是今年已经慢慢有复苏的迹象，等恢复之后，俄罗斯的工程机械将会是很大的市场。因为中国产品的主要竞争优势是在性价比方面。中国的机械产品种类非常丰富，而且价格合适。比较符合俄罗斯的市场需要的工程机械主要是推土机、挖掘机和起重机。

图 14 俄罗斯工业生产指数恢复较快



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

1.5.6. 非洲工程机械市场具有较大机遇

- 非洲可谓中国工程机械海外战略的新市场。一直以来, 非洲地区在基础设施不足以及非洲各国对于改善基础设施的高度重视和迫切愿望, 反映了非洲基础建设市场的巨大潜力。非洲地区正酝酿着新一轮的基础设施建设高潮, 这对于中国工程机械设备的出口将会形成很大的带动作用, 非洲市场正孕育着工程机械的出口商机。
- 而目前我国出口至非洲地区的工程机械设备主要涉及装载机、压路机、挖掘机、混凝土机械、推土机、起重机以及卡车、叉车等全方位的工程机械产品, 徐工等一批知名企业纷纷在非洲地区建立了营销网络。由于非洲地区的工程建设市场特点和经济发展状况决定了非洲地区对质优价廉的工程机械设备更青睐一些。
- 与欧美等发达国家相比, 我国工程机械设备具有较强的价格竞争力, 而且质量过硬, 售后服务比较健全, 适销对路。因此, 我国质优价廉的工程机械设备在非洲市场具有很强的竞争力和发展潜力。其次, 在当前金融危机的影响下, 欧美等发达国家由于受金融危机的打击, 在非洲的投资正在缩减, 这也在客观上为中国工程机械设备扩大在非洲市场份额提供了机遇。
- 对非洲大规模基础设施建设的投资, 无疑给中国工程机械拓展非洲市场带来了无限商机, 参与建设的中国工程承包商将大部分使用国内物美价廉的设备, 随工程承包"出海"也将成为中国工程机械出口非洲的主要方式之一。

1.5.7. 中东市场将逐步恢复

- 近年来, 中东是国际工程机械行业的竞争焦点, 也是我国工程机械企业海外战略的重心。中东地区共有 2100 多个在建及拟建工程项目, 总价值高达 1.2 万亿美元。未来 5 年中这一地区对工程建筑机械的需求增长将超过 20%。卡特彼勒、大象、利勃海尔、小松等顶级企业纷纷淘金迪拜, 展示实力。中国工程机械企业由于实力不断壮大, 其生产的产品在迪拜也随处可见。有些产品是跟随中国公司承接的工程进入迪拜参与建设, 有的则是单独出口到迪拜市场。
- 沙特人口的持续增长更为沙特建筑行业的兴旺提供了有力的保证。据利雅得发展局估计, 今后的五年中人口将从目前的 500 万增长到 600 万以上, 需要额外增加 570, 000 套住房来满足需要。为迎合家园重建的增长, 沙特政府提出价值 350 亿美金的基础设施、公用设施建设计划。伊拉克面临战后重建, 需向沙特等邻国就近采购大批建材, 中国产品价廉物美, 相比欧美商品更具竞争力。
- 目前迪拜酋长国有总值达 3, 000 亿美元的在建项目, 仅阿联酋区域就集中了大约 3 万台建筑起重机, 占世界总量 (约 12.5 万台) 的 24%; 也就是世界近四分之一

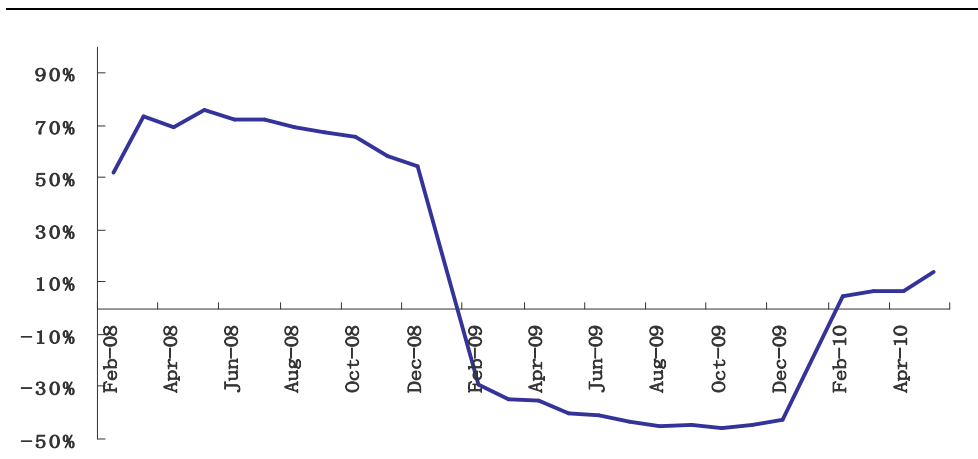
一的起重机都在为阿联酋的土地扩张服务中。未来 5 年之内，中东地区经济将以空前的速度迅猛发展，对建筑车辆、重型机械及工厂设备的需求将增长 20%，仅海湾国家就有超过 2,100 个在建及已批准的大型建筑项目，其总价值更是达到 1.2 兆亿美元，已成为世界上最大的工厂设备、建筑车辆及机械市场。

- 由于中东国家承包商们大力采购机械车辆设备，用于建设机场、港口、道路、度假中心、主题公园、居民区、商业中心、以及人造海岛等等，该地区建筑机械设备市场在未来 5 年内，将进一步大幅增长。同时，对二手机械的年需求量也将超过 15 亿美元。

1.5.8. 我国工程机械产品出口增长预测

- 我国工程机械出口地区分布亚洲、北美、欧洲、中东等地区，主要国家包括美国、俄罗斯、印度、沙特以及其他发展中国家。2008 年我国工程机械全年工业总产值为 2360 亿元，其中出口 134 亿美元，在销售总额的占比约 33%，但 2009 年受危机影响，虽然工程机械工业总产值上升至 2890 亿元，但出口额却大幅回落至 77 亿美元，同比下降 42.6%。今年以来欧美市场的缓慢复苏以及新兴国家的较快增长使得出口市场有明显企稳迹象，重现正增长，出口累计金额的增幅逐月上升。

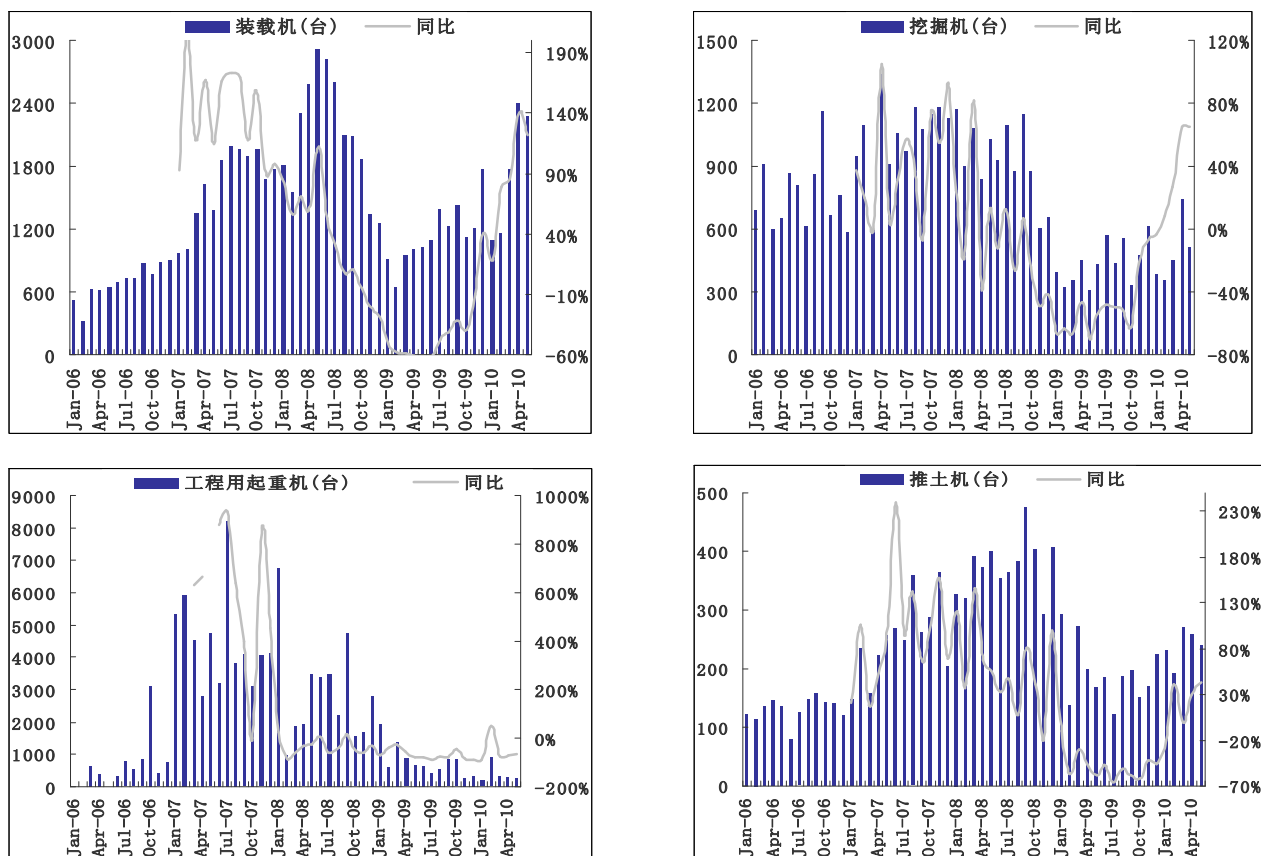
图 15 工程机械行业出口重现正增长



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

- 从具体主要出口产品来看，虽然仍未恢复到 2008 年高峰期的水平，但今年以来同比增长已十分明显。我们认为随着新兴国家的持续增长以及发达国家复苏力度的加大，出口将成为行业增长的主要动力源泉。
- 从具体产品分析，推土机、挖掘机、起重机较历史高位还有较大的距离。2010 年同比 2009 年，挖掘机出口 3013 台增长 33%，起重机出口 2455 台下降 60%，装载机出口 10558 台增长 88%，推土机出口 1449 台增长 15%。而 2008 年同期分别为 5951、18344、14013、2467 台。
- 2007、2008 年工程机械出口额在销售占比分别为 29.75%、33.62%，预计 2009 年为 18%。工程机械类上市公司 2008 年出口在销售总额占比均值为 26%，处于机械行业平均水平。
- 我们认为工程机械技术相对成熟，已经稳定批量生产，因此出口应有一定提升空间，2010 年恢复性增长的趋势较为明朗。

图 16 我国四大类工程机械产品出口数量（单位：台）



数据来源：中国工程机械协会，安信证券研究中心

1.6. 预计 2010-2012 年工程机械市场规模年复合增速为 14.82%

- 今年上半年，工程机械行业工业总产值达 2150 亿元左右，同比增长 60% 左右。下半年增速虽然有所放缓，但预计今年国内工程机械行业产值在 4000 亿元左右，随后两年国内需求虽有可能放缓，但由于固定资产投资仍然会维持在一定水准，出口复苏力度加大，预计全行业仍然能够平稳增长。
- 从历史上看，工程机械行业需求总额与固定资产投资总额有一定的比例关系，从 2000-2009 年这一比例的均值为 1.65%。考虑到十二五规划等因素，我们估计 2010-2012 年固定资产投资平均增速有望达到 25%，工程机械市场需求与固定资产投资总额的比例平均值为 1.5%。对应工程机械行业需求总额为 4493、5265、6143 亿元。
- 2010 年 1-6 月份全国工程机械进口 37.39 亿美元，下半年估计低一些，全年大约为 60 亿美元。我们认为随着国内工程机械行业的发展，进口将逐步减少，预计 2011、2012 年分别为 50、40 亿美元。2010 年 1-6 月份工程机械出口为 41.91 亿元，估计全年约 80 亿美元，增速 15% 左右。随着中国工程机械行业竞争实力的不断提升，我们预计 2011、2012 年出口增速分别为 20%、25%，相应出口金额分别为 98、123 亿美元。
- 2010-2012 年国内需求总额减去出口总额为国内实际需求总额，分别为 3937、4598、5308 亿元，增速分别为 12%、17%、15%，相对于 2009 年的年复合增长率为 14.82%。

表 3 历年工程机械行业需求总额与固定资产投资额比例与预测

年份	需求额 (亿元)	工程机械需求增速 (%)	固定资产投资总额	固定资产投资增速 (%)	需求比例
1991	198.11		5594.50	23.85%	3.54%
1992	289.09	45.92%	8080.10	44.43%	3.58%
1993	476.80	64.93%	13072.30	61.78%	3.65%
1994	428.60	-10.11%	17042.10	30.37%	2.51%
1995	487.55	13.75%	20019.30	17.47%	2.44%
1996	432.81	-11.23%	22913.50	14.46%	1.89%
1997	421.49	-2.62%	24941.10	8.85%	1.69%
1998	413.17	-1.97%	28406.20	13.89%	1.45%
1999	507.58	22.85%	29854.70	5.10%	1.70%
2000	545.90	7.55%	32917.70	10.26%	1.66%
2001	627.26	14.91%	37213.50	13.05%	1.69%
2002	882.26	40.65%	43499.90	16.89%	2.03%
2003	1245.49	41.17%	55566.60	27.74%	2.24%
2004	1305.24	4.80%	70477.40	26.83%	1.85%
2005	1272.16	-2.53%	88773.60	25.96%	1.43%
2006	1533.82	20.57%	109998.20	23.91%	1.39%
2007	1937.39	26.31%	137323.90	24.84%	1.41%
2008	2258.65	16.58%	172828.40	25.85%	1.31%
2009	3344.59	25.24%	224676.92	30.10%	1.49%
2010E	4493.54	34.35%	280846.15	25.00%	1.60%
2011E	5265.87	17.19%	351057.69	25.00%	1.50%
2012E	6143.51	16.67%	438822.11	25.00%	1.40%

数据来源：中国工程机械协会，安信证券研究中心

表 4 历年工程机械需求与进出口总额与预测

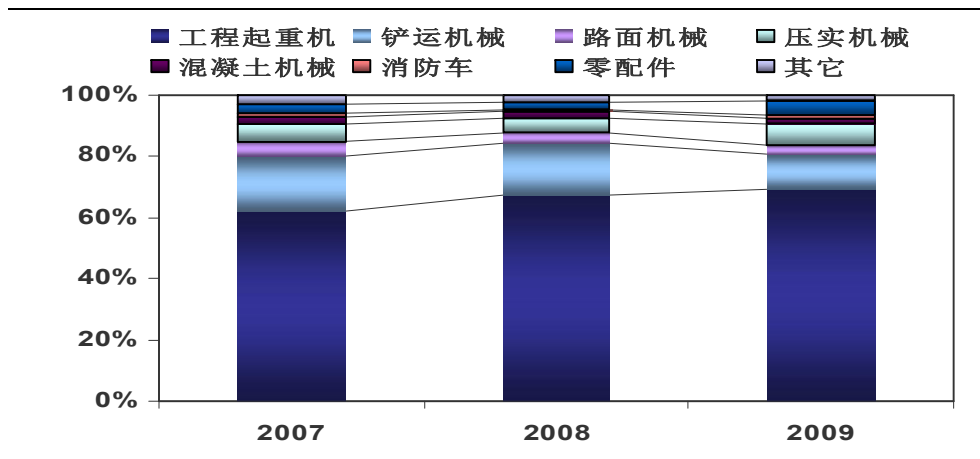
年份	销售额 (亿元)	增长率 (%)	进口	出口	合计	需求额 (亿元)	增长率 (%)	出口占比
1991	188		3.55	1.65	5.2	198.11		4.67%
1992	263	39.89%	6.68	1.95	8.63	289.09	45.92%	4.09%
1993	411	56.27%	13	1.58	14.58	476.80	64.93%	2.22%
1994	350	-14.84%	10.08	0.96	11.04	428.60	-10.11%	2.36%
1995	343	-2.00%	19.01	1.7	20.71	487.55	13.75%	4.14%
1996	316	-7.87%	16.23	2.18	18.41	432.81	-11.23%	5.74%
1997	340	7.59%	13.15	3.32	16.47	421.49	-2.62%	8.09%
1998	350	2.94%	9.87	2.24	12.11	413.17	-1.97%	5.30%
1999	420	20.00%	14.63	4.05	18.68	507.58	22.85%	7.98%
2000	480	14.29%	13.06	5.1	18.16	545.90	7.55%	8.80%
2001	556	15.83%	15.51	6.9	22.41	627.26	14.91%	10.27%
2002	773	39.03%	20.63	7.43	28.06	882.26	40.65%	7.96%
2003	1036	34.02%	35.62	10.31	45.93	1245.49	41.17%	8.24%
2004	1157	11.68%	36.43	18.52	54.95	1305.24	4.80%	13.25%
2005	1262	9.08%	30.64	29.4	60.04	1272.16	-2.53%	19.08%
2006	1620	28.37%	39.31	50.12	89.43	1533.82	20.57%	24.66%
2007	2223	37.22%	49.41	86.97	136.38	1937.39	26.31%	29.75%
2008	2773	24.74%	60.16	134.22	194.38	2258.65	16.58%	33.62%
2009	3505	26.40%	47.73	71.21	118.94	3344.59	48.08%	13.88%
2010E	3937	12.32%	60.00	81.89	141.89	4493.54	34.35%	14.15%
2011E	4598	16.79%	50.00	98.27	148.27	5265.87	17.19%	14.53%
2012E	5308	15.46%	40.00	122.84	162.84	6143.51	16.67%	15.74%

数据来源：中国工程机械协会，安信证券研究中心

2. 业务发展：保持龙头、强化基础、提升新品

- 公司以工程机械为主，其中又以工程起重机为主，从目前资产的历史经营情况来看，工程起重机在公司收入的占比始终超过 60%，近两年还略有上升。2009 年公司工程起重机的收入达 126 亿元，占总收入的比重接近 70%，其它产品中只有铲运机械占比超过 10%，其余均相对较低。但从 2010 年上半年来看，混凝土机械、履带起重机全面发力，市场占有率大幅提升。

图 17 公司主营业务结构及其变化(剔除资产注入因素)



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

2.1. 起重机械：树大根深，成功典范

2.1.1. 中国起重机械还有 5-10 年的快速发展期

- 为实现可持续发展与区域均衡发展，中国的风电、核电、新能源、大型石油化工、新型煤化工、大型钢铁基地以及城际高铁与城区地铁等大型工程进入批量建设阶段，再加上沿海区域产业向内地转移，中国起重机市场将呈现持续稳步增长的状态。另外，随着吊装设备向大型化，超重化方向发展，中国市场起重机产品吨位也向中大吨位转变。从与欧美国家的历史发展来看，随着产业升级的推进，预计全地面起重机、履带起重机以及大型汽车起重机的市场增长会相对较快。

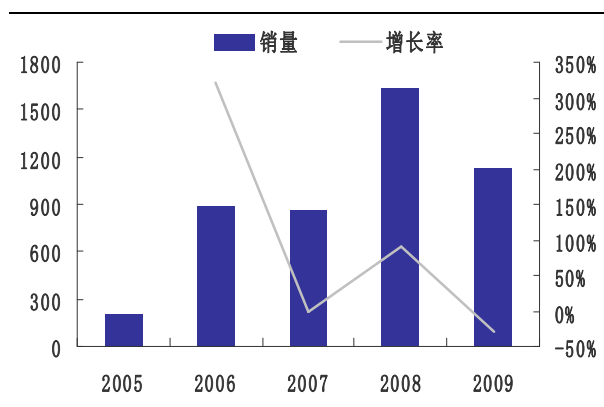
表 5 中国与欧美起重机械产品变化阶段表

地区	第一阶段 1957~1966	第二阶段 1967~1976	第三阶段 1977~1986	第四阶段 1987~2000 年	第五阶段 2001 年至今
中国	以生产 5 t 机械式汽车起重机为主，主要引进和消化前苏联的汽车起重机技术	引进前苏联汽车起重机技术，生产 12 t 以下小型液压汽车起重机	80 年代初引进日本技术，16 t 以上的大型液压起重机产品，产量上升较快	采用进口底盘和自行设计关键液压件而生产出 16 t、20 t 液压汽车起重机；90 年代初引进德国技术，25 t 以上中大型液压件技术走向成熟	自主研发，基本掌握大吨位汽车起重机和全地面起重机技术，实现了从经济总量到内在运营品质的高速发展，成为了一个发展稳定、市场化程度高的成熟产业
欧美	液压式汽车起重机技术基本成熟	液压汽车起重机销量上升，全地面和履带起重机起步	汽车起重机成为起重机行业的主导产品	市场出现全地面、履带式、越野轮胎起重机与汽车起重机各占一半市场的局面	全地面起重机的需求量日益增大，并取代了汽车起重机，拥有全球 80% 以上的市场份额

数据来源：安信证券研究中心

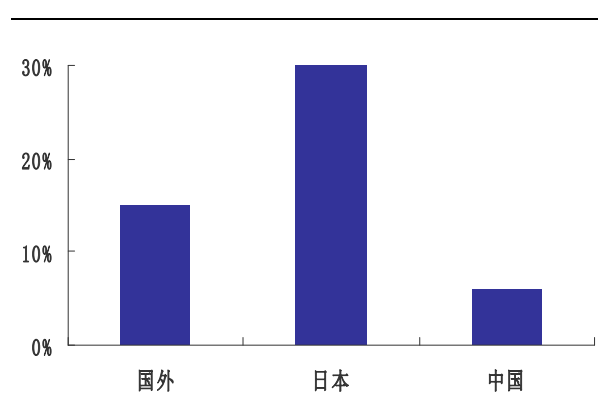
- 我国目前以汽车起重机为主，这一结构短期内不会改变。2009 年我国汽车起重机销量为 27360 台，同比增长 27.74%；履带式起重机销量为 1185 台，同比下滑 30%；随车起重机销量为 4735 台，同比增长 3%；2010 年前 5 月，汽车起重机的销量增长 46%。
- 履带起重机未来空间较大。2004 年之前，中国履带起重机发展几乎停滞，150 吨以上的基本为进口产品。目前我国履带起重机实现了跨越式发展，已夺回被日本企业占领的中小吨位市场，但是与成熟市场相比，仍处于发展初期，在移动起重机中所占比重偏低(如下图所示)。根据风电吊装的特点，履带式起重机是风电吊装作业的首选设备，而核电站建设为超大吨位履带起重机市场提供了动力。加上融资租赁的推广，我们认为履带起重机未来的增长会相对较快。我们预计公司今年能实现销售 500 台，随着公司 1000 吨履带吊的成功销售，其品牌认可度将进一步提升，带动公司产品的收入增长，预计未来增长可能接近 50%。

图 18 履带起重机销量波动较大(单位：台)



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

图 19 履带起重机在移动起重机中占比较小



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

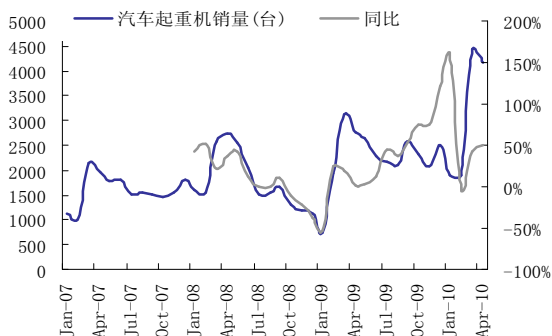
2.1.2. 公司产品整体技术水平有 3-5 年的领先优势

- 从 2007 年开始，公司对履带起重机的发展进行提速，不断加快研制步伐，提升产品技术。以 100 吨形成最强市场发力点，在 260 吨、300 吨、450 吨、500 吨等产品的基础上，完成了对 650 吨履带起重机的开发设计，并正在进行 1000 吨及 1600 吨超大型履带起重机研发，完善产品系谱。今年又推出第五代边界极限全地面起重机，填补了 38 项国家技术空白，安全性提高 30%，维护成本降低 20%，性能全面领先。作为行业技术领先的旗舰，公司整体技术大约有五年左右的领跑距离。

2.1.3. 公司在起重机市场占有率多年稳居第一

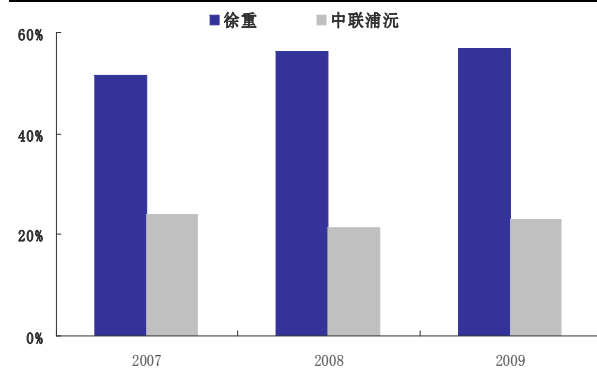
- 公司汽车起重机市场占有率较高，过去几年其在汽车起重机的市场中始终占有 50% 以上的市场份额，与第二名之间的差距明显，并且这几年市场占有率还略有上升。徐工重型、中联浦沅集中在 16t、20t 和 25t 的竞争区间；其它一些产商主要集中在 8t 产品的竞争。在大吨位、高质量的发展趋势下，我们认为公司的竞争优势明显。
- 今年上半年公司市场占有率有所下降，这主要是因为公司产能受限，目前生产现场空间已经利用到极值，在 3-5 月份的需求高峰期时无法承接更多订单，目前市场需求回落，公司回落相对较小，其单月市占率已经回升至历史的正常水平的 60%。我们预计今年产量在 2 万台左右，收入增长 25% 以上；未来两年随着募集项目的投入，产能释放将解决目前的瓶颈问题，年均增长 20% 左右。

图 20 今年以来汽车起重机销量增长较快



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

图 21 公司汽车起重机市场占有率超过 50%

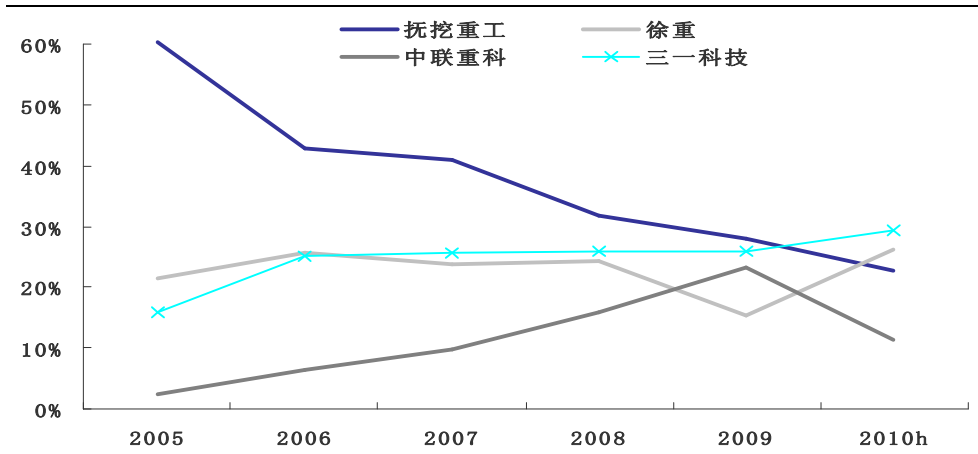


数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

2.1.4. 公司履带起重机常年位居三甲

- 公司和抚挖、三一、中联，一直占据中国履带起重机 90%以上的市场份额。从过去几年来看，公司的市场占有率相对稳定，大部分位于前三名，目前原来排名第一的抚挖市占率逐年下降，目前已跌至第三，而公司将其作为专业产品经营后增长较快，目前市占率排名第二。2008 年柳工收购安徽蚌埠振冲安利工程机械有限公司进军起重机，目前主要生产大吨位产品且产量较低，属行业新出现的竞争者。

图 22 公司履带起重机市场份额较为稳定



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2.1.5. 起重机出口尚有较大空间

- 2009 年我国汽车起重机出口仅略超 1000 台，同比下降超过 70%，在总销量的占比不足 4%；2009 年我国汽车起重机的出口，还主要依靠价格优势、交货期优势，并且集中在欠发达市场和新兴市场，进入欧美市场的较少。而且，据海关统计，约 70%出口是依靠对外承包项目和外贸公司买卖交易拉动。2010 年前 5 月，汽车起重机的销量增长 46%，但工程用起重机的出口数量进一步下滑 64%。出口占比低一方面是因为技术还存在一定差距，另一方面也与国外需求结构差异有关(国外汽车起重机占比比较小)随着履带起重机的技术水平提升及销量增长，预计我国起重机产品的全球竞争力将上升，公司作为起重机业务的龙头将受益于这一进程，我们认为这一趋势在 2012 年将更加明显。

2.1.6. 技术、管理、品牌构筑的核心竞争力和龙头地位难以被超越

- 公司产品有数十年的技术沉淀，中小吨位起重机不断进行升级换代，大吨位起重机已经开发成功 800-1000 吨，国际上目前最大的也就是 1200 吨，公司在十二五将开发 1600 吨级的产品，赶超利勃海尔，公司的产品技术一直在发展，对手始终处于模仿阶段。另一方面，公司也在不断降本增效，加强外协件管理，维持一定的技改投入，利用信息化和六西格玛管理工具，流程优化，因此产能提高的同时产品的可靠性也在不断改善，最终技术、管理相对较好的激励机制，形成了公司相对于竞争对手的综合差异，这是公司龙头地位难以被企及的根本原因。

2.2. 压实机械：行业集中度较高，公司位居第一

- 国家 4 万亿拉动内需政策对压路机影响尤其显著，2009 年全年较 2008 年实现 56% 以上的大幅度增长，创下历史新高，达 16715 台（不含轻型和特种压路机为 15316 台，历史最高记录的 2003 年同口径为 12372 台）。

2.2.1. 结构优化成行业趋势

- 产品向超重型和轻型两端延伸，重型机型仍唱主角，中型机逐步回升；光轮静碾压路机市场迅速下降；轮胎压路机市场需求旺盛；振动压路机的比例进一步提升，达到 80% 以上；机械驱动单钢轮呈萎缩趋势，黄金时期已经过去，正走在“下坡路”上；全液压单钢轮止住颓势，增长迅速，其中：中端的液压单驱动机型正在异军突起，大面积推广应用将指日可待；高端的液压双驱动机型正在收复失地；全液压双钢轮比重大幅提升。
- 按高、中、低档次可以将单钢轮振动压路机分为全液压双驱动、全液压单驱动、机械单驱动，这三种产品目前市场比例大约为 1：0.1：2.5，结合国外情况及我国现实来看，更合适的比例应该是 1.5：1：2；将双钢轮振动压路机按进口、国产新机型、国产老机型区别为高、中、低档次，目前市场比例为 1.5：3：1，比例达到 1：5：1 将更适合各方面的要求。

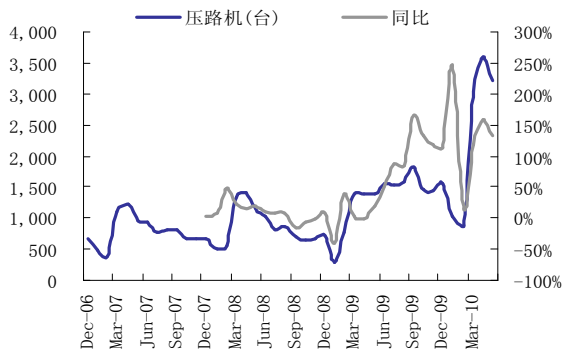
2.2.2. 行业集中度高，公司地位稳固

- 国内国外品牌之间的差距越来越大：国产品牌稳步提高，进口品牌持续下降。2009 年进口品牌只占到 4% 多一点，无论是整体、还是个体，似乎看不出有“翻盘”的迹象。自 2007 年以来，国内产品市场份额的上升主要表现在二三线厂商上，徐工、一拖虽稳居前二，但二者的市场份额之和并无明显变化。
- 我国已经成为世界上名副其实的压实机械生产大国，2008 年全系列产品占世界总产量的比重为 13.0%，其中 5t 吨以上压路机占 33.2%，三分天下有其一，而且出口比率超过 30%。

2.2.3. 替代进口大有可为

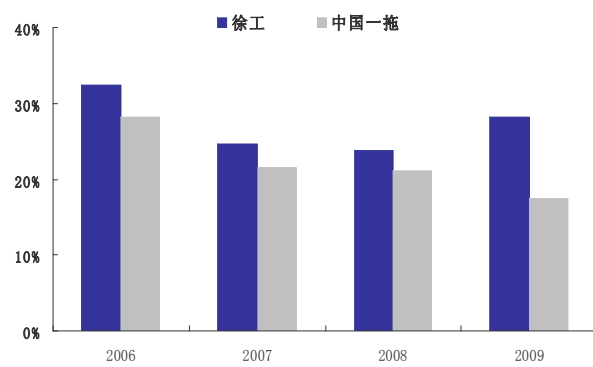
- 公司仍然在加强包括网络和经销商的市场建设，策略上是抓大客户和大项目，通过服务为客户创造价值，公司成套筑路机械独有特色，品种最全，系列化完整，现在客户成套选择性更加明确，公司双缸压路机已经接近宝马水平，第四代筑路机械将替代进口，公司在这方面将大有可为。
- 2009 年徐工作为龙头企业领涨全盘，较 2008 年增长 78%，虽然增速低于龙工、山推，但远高于排名第二的中国一拖，导致 2009 年市场前两名占有率差距扩大。今年 4 月份公司单月销量突破 1000 台大关，刷新了建厂以来的单月销售最高纪录，并且大吨位压路机单月销量更是全球第一。我们预计其全年增长在 60% 左右，未来两年的增长在 15% 左右。

图 23 去年以来压路机销量增长迅速



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

图 24 公司压路机市场占有率国内第一



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

2.3. 铲运机械：市场占有率有一定提升空间

- 装载机广泛用于公路、铁路、建筑、水电、港口、矿山等建设工程，受益于我国加快基础建设投资的政策以及这一刺激政策下的经济逐步复苏，我们认为装载机的需求将走出低谷，其未来三年总体上相对稳定。

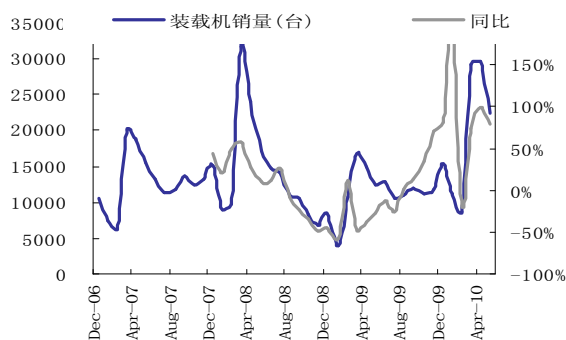
2.3.1. 装载机行业仍然有结构性机会

- 今年以来装载机增长较快，上半年的产量达 11.83 万台，同比增长 65%；出口 1000 台左右，同比增长 80%以上。2010 年全行业可能达到 19-20 万台。
- “十一五”以后，我国还要建设多个亿吨以上和 5 千万吨以上的大型煤炭企业，加上城市化进程的推进、世界经济的稳步复苏等因素，我们认为，2012 年前后有可能会出现一个小高峰，预计届时我国装载机的销量在 25 万台左右。
- 目前公司市场占有率较低，过往几年平均在 7-8%之间，而行业三大龙头的市场占有率合计在 60%左右。不过前面 4 家没有一家是超过 20%的市场份额，没有真正意义上的绝对优势。

2.3.2. 公司具有提升市场份额的综合实力

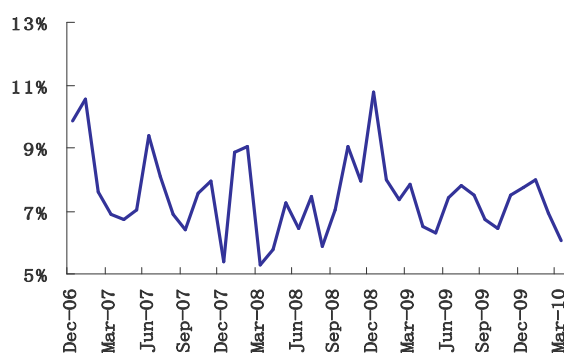
- 公司有较大提升空间，并且提升可能性较大。我们认为装载机产品雷同以及公司原来对这一市场的销售力度明显不如竞争对手是其市场占有率较低的主要原因。目前工程机械行业节能环保的重视度正在提升，公司凭借自己的技术优势，正努力在这方面以及大吨位产品上有所突破，目前结合增发项目在积极推进。另一方面公司准备适当增加网点、加大销售力度，缩小这方面的不足，我们认为在这一行业发展大背景下，公司两个努力方向有可能获得提升产品竞争力以及占有率的契机。
- 装载机毛利率水平靠的是规模效益和技术升级，公司目前通过和斗山合作发动机，传动系统、液压系统改造，变速箱、驱动桥自主设计制造，可以消化成本，避免技术雷同，形成自主创新能力，因此毛利率有提升空间，有望从 17-18%提高到 20%左右。
- 公司 09 年累计销售装载机 9131 台，同比下降 20.9%，略低于行业-13.3%的增速。今年以来公司装载机销量的增幅也低于行业平均水平。我们预计全年增幅在 40-50%之间，随着新产品的投放市场，其未来两年增速预计在 20%以上，市场占有率提升。

图 25 今年以来装载机销量增长迅速



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

图 26 公司装载机市场占有率尚有空间

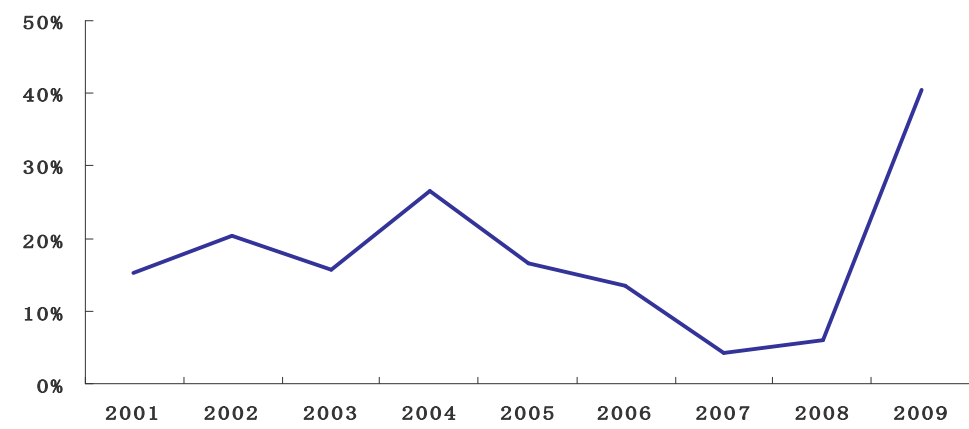


数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

2.4. 路面机械：技术国际领先、国内排名第一

- 2009年全年我国公路建设投资规模达到9,669亿元以上,2010年预计突破11,000亿元。交通部将于2010年下半年组织每五年一次的全国干线公路养护管理检查,全国各地掀起干线公路整修热潮,2010年夏季自然灾害频发,灾后坝体、道路重建任务繁重。2010年公路固定资产投资增速大幅增长,我们认为公路建设特别是高速公路建设必将迎来新一轮高潮。
- 目前高速公路里程达6.5万公里左右,而目标是8.5万公里左右,加上03年市场高峰期采购的设备开始逐步淘汰换代。所以仍有一定空间。这将给我国路面机械工业提供新的发展机遇。

图 27 受益于4万亿投资拉动,公路固定资产投资09年以来增长强劲



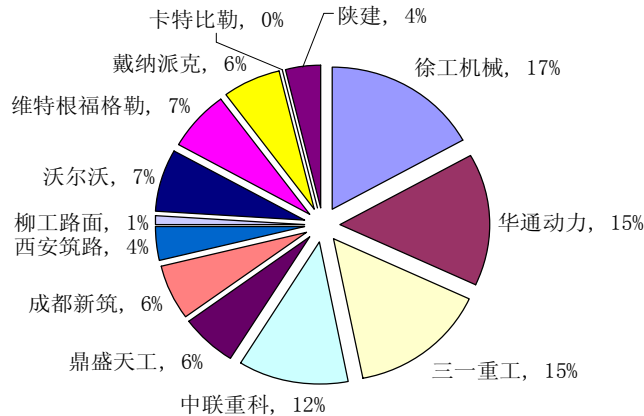
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

- 路面机械的特点是品种多、批量小；没有太多高、精、尖的技术，因此我国的路面机械产品在技术性能上一般都能赶上世界先进水平，也有个别处于世界领先水平的技术。但总的来看我国的路面机械产品在稳定性和可靠性方面存在差距。
- 与压路机市场不同的是，07年五家摊铺机外资品牌市场占有率为17.4%，08年有所上升，09年外资品牌市场份额明显扩大，占到24%（包含陕建）。目前公司在摊铺机的市场占有率为17%左右，位居第一，三一重工、华通动力均占15%左右。
- 1999年，徐工在全球首创了稳定土摊铺机技术，成功开发出全球第一台多功能稳定土摊铺机，走在了市场的前列。2010年又推出大型系列智能化摊铺机、XAP系

列沥青混凝土拌和站等第四代产品，技术已经达到国际领先水平。

- 09 全年摊铺机全国销量增长在 33 %左右。今年以来增速还有所加快，公司一季度同比增长超过 2 倍，预计全年增速将超过 50%，未来两年行业增速虽会明显放缓，但新产品的推出有利于市场份额的提升，公司路面机械仍将有望保持 5-10% 的增长。

图 28 2009 国内摊铺机市场占有率情况



数据来源：中国工程机械，安信证券研究中心

2.5. 混凝土机械：增速高于行业平均水平

- 混凝土机械的增长和我国商品混凝土用量高度相关，而商品混凝土的使用又和水泥散装化及预拌混凝土的使用率相关，源头是基础设施建设和房地产业的发展，这两项是中国经济增长的重要驱动因素，短期内不会发生逆转。

2.5.1. 预拌混凝土还有 50%的发展空间

- 散装率是衡量一个国家散装水泥发展水平的标志。多数发达国家在重化工业发展阶段中，基本上花费了 20 年时间实现了水泥散装化。大体每 10 年为一个台阶，先用 10 年左右迈上了 50%水泥散装率的第一台阶，再经过 10 年水泥散装率达到 70%-80%以上的第二阶段。
- 2009 年全国水泥散装率为 46%，同比增长 0.45 个百分点；散装水泥供应量达到 7.53 亿吨，同比增长 18.4%。全国发展不均衡，京津沪三地 95%左右，西南西北的多数省份低于 30%，但中西部与东部的差距在缩小。我国“十一五”规划水泥散装率达到 55%，目前来看实现难度很大，但由于散装率的提升有利于节能减排，因此相信我国会继续加大推广，据工信部统计 2009 年散装水泥产业的发展共节约标准煤 1730.1 万吨，减少粉尘排放 756.7 万吨，减少二氧化碳排放量 4498.8 万吨，减少二氧化硫排放 14.6 万吨，产生综合经济效益 338.9 亿元。按照 2010 年为 50%基数计算，如果 2020 年达到 80%，则年度复合增长率为 4.81%。
- 目前，在中国，商品混凝土推广到一线、二线城市，发达地区的三线城市也已经开始推广。预拌混凝土还可节约水泥 10-15%，节约砂石 12%，节约工程成本 5%，预拌混凝土在水泥中的使用量。按照每立方米 300-500 公斤推算，2009 年 8.29 亿立方米的预拌混凝土使用水泥约 2.48—4.15 亿吨，2009 年全国水泥产量 16.28 亿吨，预拌混凝土占比仅为 15—25%。而在经济发达国家，预拌混凝土的产量几乎占全部混凝土产量的 70%以上，德国、美国、瑞典、日本等国均在 80%以上，而中国商品混凝土仅占 30%，这意味着中国还有占总量 50%的发展空间。美国每百万吨商品混凝土使用机械 76 台，而目前中国仅为 21 台，机械化率仍有很大提

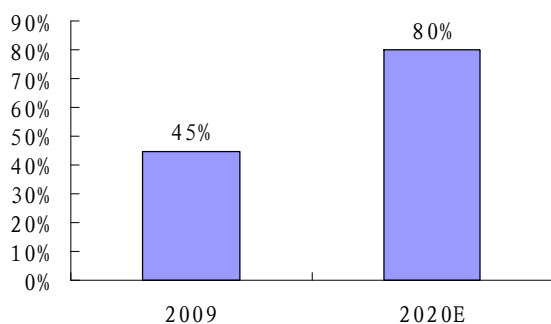
升空间。

- 2000~2004 全国商品混凝土年复合增长率为 38.38%，2004~2008 复合增长率约为 19.28%，基于政府的政策导向以及基建与房地产行业的拉动，我们认为 2009-2011 年仍然可望保持 15%左右的平稳增速。
- 2009 年末全国拥有混凝土搅拌车 71370 辆，比上年末增加 10762 辆，增长 17.76%，搅拌容量 59.92 万立方米，比上年增加 9.4 万立方米，增长 18.61%；全国拥有混凝土泵车 13030 辆，比上年增加 2240 辆，增长 20.36%，泵送能力 91.41 万立方米，同比增加 16.61 万立方米，增长 22.21%。

2.5.2. 公司混凝土机械市场份额有望达到 15-20%

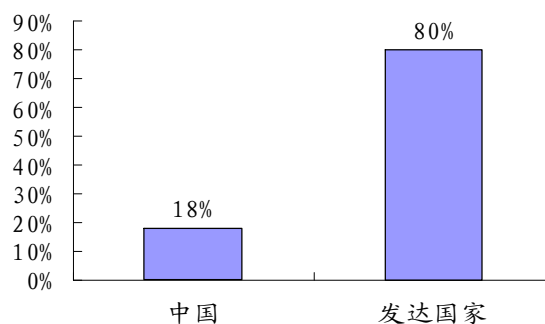
- 公司的混凝土机械在国内进入比较早，但由于原来与起重机放在一个公司经营，而两种产品的技术及用户差异相对较大，该产品的重视度不够，投入有限，成长较慢，2009 年销售总额约 4 亿元，与三一重工、中联重科等差距明显（这两家的市场占有率大致在 80%左右）。
- 公司目前将其分立为建设机械公司，由于更加专业、专心、专注，加之原来就有技术积累，泵车质量和竞争对手已无差异，徐工的老客户也趋于认同，公司产品也给现有的客户提供了新的选择，销售形势较好，今年以来增长较快，1-7 月份销售 300 台，去年同期仅 100 台，增长 3 倍。今年以来行业增速在 1 倍左右，而公司增长预计将在 2 倍左右，销售收入估计可突破 10 亿。去年市场占有率仅为 3%左右，今年以来已大幅上升至 10%。
- 公司目前产品以泵车为主，搅拌站正在试制，未来成套化趋势明显，综合考虑散装水泥 4.81%和商品混凝土 15%的增速，预计未来 2 年行业增长仍在 10%以上，而公司基数较低，是募投项目的重点之一，预计明后两年增速仍将保持在 50%以上，未来市场份额将有望达到 15-20%。

图 29 中国水泥散装化率仍然较低



数据来源：相关资料，安信证券研究中心

图 30 中国商品混凝土比率偏低



数据来源：相关资料，安信证券研究中心

2.6. 基础件：配套能力强是巩固和提升竞争力的关键

- 在工程机械主机快速发展的带动下，液压件产品市场有广阔的发展空间，液压件行业仍将保持较高的发展速度，根据行业统计液压件行业长期平均增长率在 15%以上。
- 作为工程机械的基础部件，作为工程机械产业链的重要环节，国内高档泵、阀、马达等液压元件基本由国外公司垄断，国内汽车起重机、挖掘机、装载机、摊铺机等主机配套件几乎全部从国外进口。目前我国工程机械零部件生产企业以中小企业为主，企业本身的科研开发力量薄弱，关键零部件自己难以生产。目前的美国卡特彼勒、日本小松等世界级工程机械企业都是自己生产发动机、液压元器件、

控制元器件等基础零部件，是其核心竞争力的重要标志。

- 过去中国主机厂多重视产能和规模，忽视对关键零部件的投入，但现在关键零部件对主机厂形成了制约，近年来关键零部件在行业内越来越受到重视。新一轮工程机械发展如果没有优质的液压件和先进的液压系统集成技术的支撑将无法从根本上掌握和突破关键技术壁垒，从供货周期到新品开发都将受制于国外厂商，国内企业将难以摆脱生产简单装配型企业的尴尬，难以核心竞争力参与世界竞争。

2.6.1. 徐工集团拥有国内最强的配套系统

- 徐工集团拥有国内工程机械行业最完善的关键零部件配套体系，建立了液压件、驱动桥、回转支承、齿轮箱、液压阀锁、专用底盘等基础零部件企业，提升了主机产品可靠性。其中生产的液压油缸、回转支承、驱动桥、工程机械底盘等关键零部件市场占有率均居行业前列。因此，公司具有国内最强的关键基础件配套体系。
- 工程机械未来的竞争主要还是在于技术和成本，关键零部件自己生产是保持技术领先和差异化的关键，也是降低成本的必由之路。这两点都能通过提高配套产品技术水平以及配套能力来实现。因此配套能力是竞争力提升的有力保障。徐工机械下属的液压件公司近年来得到公司大力支持，目前的设备可以说是世界一流，仅一台加工液压缸缸体内径的刮削滚光机价格就 2000 万元，非常专业。

2.6.2. 质量上乘、技术领先的液压系统集成商

- 部分产品除满足自身需求外还外销给同行。比如液压件公司已逐渐成为国内臂架类工程机械油缸生产基地。公司给 1000 吨起重机配套的 18 米长油缸，在业内属于标志性产品。从技术相关性和生产组织的相似性，今后泵、阀也将落户到公司生产，未来公司将是国内一流的液压件专业供应商。徐工液压件将从单一元件供应商向液压系统集成供应商转变，发展前景光明。
- 公司今年这块业务收入估计约 11 亿元，“十二五”公司规划要在 2015 年实现年产值 20 亿元的液压缸、泵、阀、马达等液压元件生产目标，以适应集团内各种工程机械产品系列（主要为起重机、挖掘机、自卸车、泵车、履带吊配套）的扩展以及生产规模的扩大，满足集团内部配套及批量出口的需要；同时使该企业在工程机械液压油缸制造行业中，在生产规模、产品系列、制造手段、产品质量等方面均进入世界同行业先进水平行列。我们预计明后两年业务收入增速在 20-25%。

3. 徐工：争取做成功的百年老店

3.1. “担大任，行大道，成大器”的文化氛围

- 在空前激烈的工程机械行业，徐工机械能够做大作强，我们认为更多在于深厚的文化积淀、身为行业龙头的责任以及身体力行“严格、踏实、创新、上进”的企业精神，在资源有限的情况下，徐工取得的成绩、走过的道路值得骄傲。公司高层善于在大的战略决策方面进行前瞻性的思考，并不断的推进。就具体事物而言却是埋头苦干，风格低调谨慎。
- 如果说一般理解更多对徐工是规模意义上的，而徐工重型则是良好的激励机制，激活国企体制的成功试验田。徐工重型的成功，意味着其他主要分公司和子公司同样有潜力，这三年来整个公司展开“向徐重学习”的活动，以徐工重型管理经验普及整个徐工，推动徐工内部机制创新。这又可能逐步形成更多个重型，更多像徐工重型这样的领导班子和徐工重型这样的员工队伍。

3.2. 技术研发：保持技术领先优势，实现自主创新目标

- 徐工研究院主要开展全新产品开发、前瞻性技术研究、应用技术和共性开发技术研究。下属的实验研究中心从事整机试验、系统和零部件试验、重点研究开发公司产品所需的结构、液压、智能控制、传动等系统技术和零部件，为分子公司的产品开发和提供技术支持。
- 各分子公司技术开发部门按照公司发展规划中的产品分工，围绕各自产品开发和制造技术，面向市场和制造过程，开发新产品，改进现有产品、从事工艺制造技术的开发研究。
- 公司技术创新发展总体思路：以提升公司核心竞争能力和打造世界知名品牌为目标，加快高新技术和适用性技术的开发创新，加大对工程机械应用理论的研究与投入，用智能化技术开发和改进产品，健全研发机制、培育研发队伍，力争在技术上占据制高点，使徐工成为工程机械行业的领跑者，国际工程机械市场强有力的竞争者。
- 公司技术研发创新体系架构合理，目标战略清晰，能够在工程起重机械、道路施工机械、产运机械、混凝土机械和消防装备这五大类产品上形成强大的技术支撑能力，同时可以向与上述产品相关的上下游产品和专用及军用工程装备拓展，估计用 5 年左右的时间，可望实现公司的技术来源从引进消化吸收、模仿和联合开发转变为以自主研发为主，掌握核心技术，完成向自主创新的飞跃。

3.3. 徐工集团收入规模全球排名第九，名符其实

- 2009 年全球工程机械前 10 强合计收入占比 59.75%，榜单中首次出现了中国企业：徐工集团。徐工集团排名为第 9 名。
- 按照营业利润的排名，徐工集团处于第 5 名，营业利润率排名为第 6，平均资产回报率为第 2，人均营业利润排名第 7，因此徐工集团问鼎前 10 强的符合公司的真实实力。

表 6 2010 年全球工程机械销售额排名前 10 位的公司

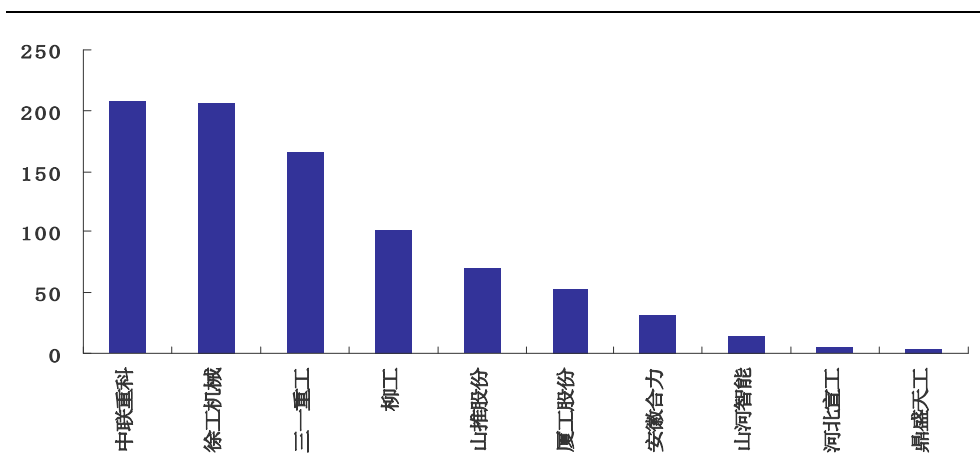
排名	公司	销售额（亿美元）	销售额份额（%）	2009 年份额（%）	变化（百分点）
1	卡特比勒	181.48	16.04	19.62	-3.58
2	小松制作所	137.43	12.15	11.86	0.29
3	日立建机	59.82	5.29	5.05	0.24
4	利勃海尔	59.15	5.23	4.82	0.41
5	沃尔沃建筑设备	50.11	4.43	4.39	0.04
6	山特维克	45.84	4.05	3.03	1.02
7	特雷克斯	40.43	3.57	6.1	-2.53
8	阿特拉斯·科普柯	36.81	3.22	2.48	0.74
9	徐工集团	34.85	3.08	1.99	1.09
10	中联重科	30.41	2.69	1.23	1.46

数据来源：中国工程机械，安信证券研究中心

3.4. 公司盈利能力较为突出

- 公司的经营规模也处于领先地位，2009 年达到 207 亿元的销售总额，与中联重科在伯仲之间。

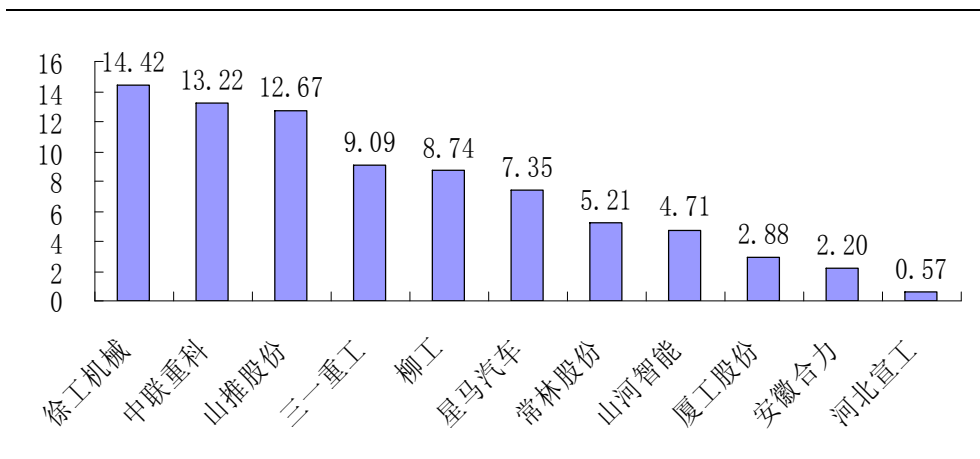
图 31 2009 年公司营业收入在业内处于领先水平 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 人均净利润位居上市公司榜首。2009 年公司人均净利润为 14.42 万元, 11 家上市公司平均值为 7.37 万元, 中联重科、山推、三一、柳工分别为 13.22、12.67、9.09、8.74 万元。

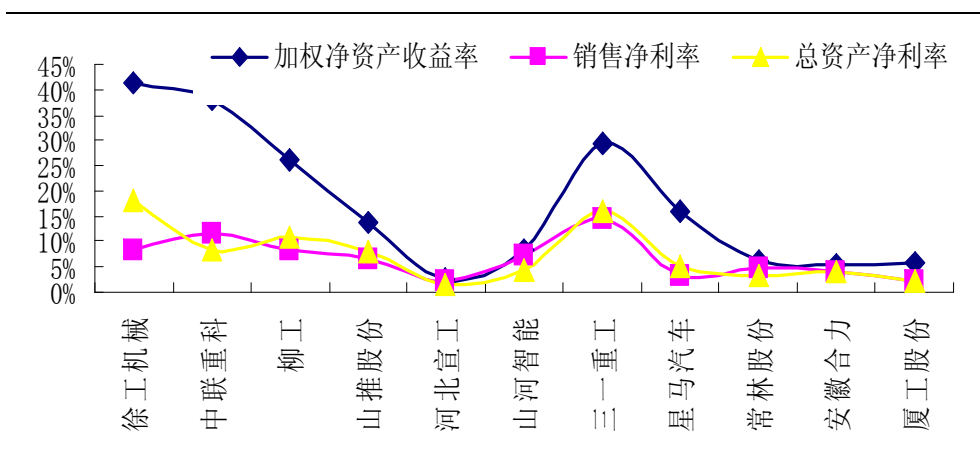
图 32 2009 年公司人均净利润在同类公司中高居榜首 (单位: 万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 公司盈利能力在上市公司中也居前列, 2009 年加权净资产收益率高达 42%, 上市公司均值为 18%。销售净利率和总资产净利率分别为 8%、18%, 行业平均值为 7%、

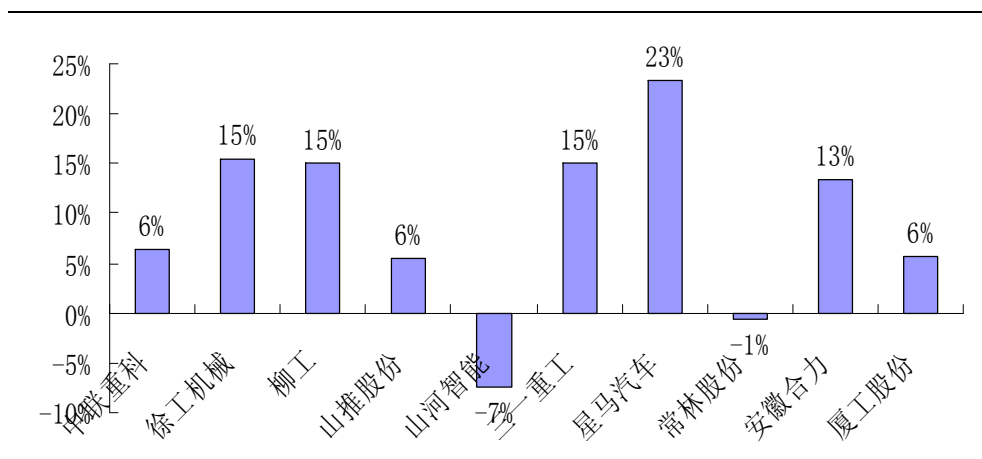
图 33 2009 年盈利指标位居前列



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- 公司现金流量和收益质量较好。从 2009 年经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入这一指标来看，徐工机械 15%，在上市公司中处于较高水平。

图 34 2009 年工程机械类上市公司经营现金流金额与营业收入的比率



数据来源：WIND，安信证券研究中心

3.5. 完整的产品系列有助于整体的均衡发展

- 集团公司是中国工程机械产品品种和系列最齐全的，主要产品有：工程起重机械、筑路机械、路面及养护机械、压实机械、铲土运输机械、挖掘机械、混凝土泵送机械、铁路施工机械、高空消防设备、特种专用车辆、专用底盘、载重汽车等主机和工程机械基础零部件产品。挖掘机等业务今后可能注入上市公司。我们认为完整的产品系列有利于公司均衡的发展。

表 7 国内主要工程机械企业产品分布一览表

	装载机	挖掘机	挖掘装载机	推土机	叉车	混凝土机械	起重机械	路面机械	桩工机械
徐工集团	•	•	•			•	•	•	•
中联重科	•	•		•		•	•	•	•
三一集团		•				•	•	•	•
常林集团	•		•			•	•	•	
柳工集团	•	•	•	•	•	•		•	
中国龙工	•	•			•			•	
厦工股份	•	•	•		•			•	
山推股份	•	•		•	•	•		•	
浙江杭叉					•				
方圆集团						•	•		•
星马汽车						•			
福田雷沃重工	•	•	•				•	•	•
山河智能		•	•		•				•
玉柴工程机械		•							
北方重型汽车		•							•
宇通重工									
抚顺挖掘机							•		
抚顺永茂建筑机械							•		
福建南方路面机械						•		•	
山东临工	•	•	•					•	
河北宣工				•					•
鼎盛天工	•	•		•		•		•	

数据来源：各公司网站，安信证券研究中心

- 公司目前产品线丰富，并且主要产品的市场占有率大多靠前，这也反映出公司的综合实力较强。

表 8 2009 年公司主要产品的市场占有率大多靠前

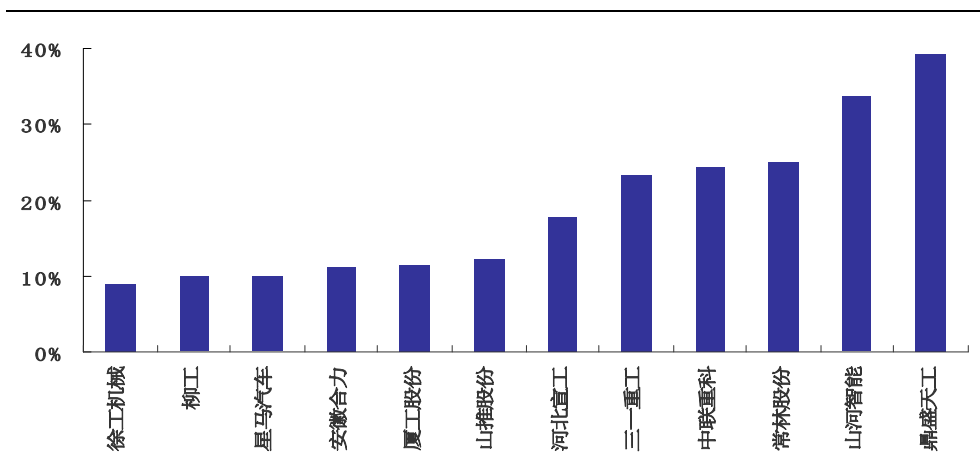
产品	市场占有率	行业排名
起重机械	55.18 %	1
压实机械	27.88 %	1
路面机械	15.95 %	1
混凝土机械	4.30 %	4
铲运机械	7.29 %	5

数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

3.6. 经营相对稳健，应收帐款占比最低

- 公司作为国有企业，经营相对稳健，虽然这使得行业景气时增长相对较慢，但在目前行业增速放缓时也会降低面临的风险。比如，相较竞争对手，公司的销售方式相当稳健，去年应收帐款占营业收入的比重是上市公司中最低的，这反映出公司在一些促销手段的应用上相对谨慎，未来出现较多坏帐的可能性也较低。

图 35 2009 年公司应收帐款占营业收入比重相对较低



数据来源：WIND，安信证券研究中心

4. 募投项目全面提升公司整体实力

- 10 月 12 日公司顺利完成定向增发，非公开发行股票 1.64 亿股，发行价格 30.5 元，募集资金总额近 50 亿元。
- 募集项目投产后带来的相关产品产能增长，使公司获得新的利润增长点，并扩大在工程起重机行业的领先地位，适应国内、国际持续快速增长的大型起重机等市场的发展需要。而液压件、传动箱等关键零部件技术水平提升将提高公司主机产品的差异化优势和整体核心竞争力，扩大国内外市场占有率。

表 9 募集资金项目及所需资金明细（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	募集资金投入	年新增净利润
研发类	徐工机械研发平台提升扩建项目	4.33	4.33	0.00
	大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地技改项目	20.79	13.24	6.51
主机类	发展大型履带式起重机技改项目	7.89	3.00	2.25
	扩大起重机出口能力技改项目	5.93	2.00	4.55
	混凝土建设机械产业化基地技改项目	14.36	11.03	4.82
	工程机械关键液压元件核心技术提升及产业化投资项目	6.80	5.20	1.99
零部件类	工程机械新型传动箱关键零部件技改项目	7.10	5.70	1.51
	工程机械新工艺驾驶室等薄板件技改项目	3.80	3.03	0.94
信息化类	信息化整体提升工程项目	2.48	2.48	0.00
合计		73.48	50.00	22.57

数据来源：公司增发报告，安信证券研究中心

4.1. 研发类项目：全方位追赶国际先进水平

- 近几年，国内工程机械技术水平和质量虽有很大提升，但与进口产品和合资企业的产品相比尚有实质性的差距，主要表现在作业效率低、工作平顺性差、操作控制舒适性差、智能化程度低、能耗高、污染排放高以及可靠性差等方面。
- 要提高工程机械产品水平，必须加大研发投入，重视基础理论研究和试验研究、提高企业的研发能力和技术创新能力。徐工机械作为中国工程机械行业的龙头企业，肩负着引领行业技术进步的重任，对于提高行业的国际竞争力、掌握和研发具有自主知识产权的工程机械核心技术承担着义不容辞的责任。
- 徐工机械通过徐工机械研发平台提升扩建项目，提高自主创新能力，掌握核心技术，提升主机产品的可靠性和技术水平，从而增强主机产品的竞争力，扩大产业规模，增强徐工机械国际竞争实力。
- 计划用三到五年的时间实现以下目标：把主机产品的平均无故障工作时间提升到国际先进水平；研发拥有自主知识产权的智能控制系统，在智能化、微动性、平顺性、远程故障诊断、施工技术、专家系统等方面实现突破；在液压元件、变速箱、减速机等基础零部件方面形成专有技术，培育零部件和智能控制技术产业。

4.2. 主机类项目：打造和强化龙头产品系列

- 一方面用于生产大吨位履带吊、全地面起重机，扩大起重机出口；另一方面增加混凝土机械的产能，改善产品结构。公司在技术储备以及品牌上具有一定优势，这些项目很有可能成为公司的新增长点。

4.2.1. 全地面起重机立足三个细分市场

- 首先从西部大开发的角度看，未来几年西部高原、山地和半沙漠化地区的用户对移动式起重机的质量性能要求必然越来越高，只有全地面起重机才能真正适应这

些特殊地域用户的要求。

- 其次特定客户对工作能力高、越野性能强的国产移动式起重机的需求日益迫切。有着全地面产品广阔的发展空间。
- 三是国际市场。目前国外全地面起重机需求逐年攀升，市场潜力巨大。公司全地面起重机技术实力雄厚，目前 500 吨全地面起重机已投入使用。预计不久的将来，更大吨级的全地面产品将会露面。全地面起重机将作为其竞争国际市场的主力机型。

4.2.2. 大型履带式起重机项目与重大建设项目密切相关

- 大型履带式起重机广泛应用于电力、市政、桥梁、风力发电、核电、石油化工建设等各行各业，近年来，由于各种工程建设的大型化，需要吊运物件的质量、外形尺寸和起升高度都越来越大，履带式起重机愈来愈显示其优越性。
- 从 2001 年开始，国内履带式起重机市场逐年攀高，至 09 年增幅趋缓，09 年比 08 年销量预计增幅为 12% 左右。随着国家投资计划的拉动及各省市区地方刺激规划情况，以后每年履带式起重机市场需求量应逐年增加，预计到 2010 年，履带式起重机的市场容量将达到 2000 台。
- 近年来，国内履带起重机生产厂家已不断打破大型履带式起重机制造业为国外企业所垄断的历史，并已取得实质性进展，1000 吨及更大吨位的履带式起重机正在加紧研制中。该项目实施将提升产品的研发能力，加强工艺制造水平，尽快形成产品系列化、规模化生产，积极向高端产品迈进，缩小与国外企业的差距，提升企业核心竞争力，形成新的经济增长点。

4.2.3. 起重机出口项目面临市场格局带来的历史机遇

- 由于自 20 世纪 80 年代初全路面起重机(ATC)问世后，曼尼托、利勃海尔、特雷克斯等纷纷将研发及生产投资重心转向了 ATC 及作为其简化版本的越野轮胎起重机 RTC 产品，并在 90 年代大获成功，并从此显著地改变了原有产品结构。至 20 世纪末，汽车起重机销售收入平均占比已下降至 20% 以下。移动式起重机市场中西欧及日本等发达市场汽车起重机占工程起重机销量占比远低于全球平均水平。
- 近年来中东、东南亚及其他发展中国家及新兴市场伴随城市化进程，固定资产投资巨大，吊装等作业总量呈现迅速提高的趋势；而对路面及作业环境要求不高，使汽车起重机相对于全路面起重机表现出了良好的性价比优势。可是即使面对汽车起重机市场的持续景气，全球主要工程起重机企业依然未改变其专注于 ATC、RTC 的业务发展策略。
- 正是因为国际巨头厂商产品结构的变化，以及没有及时地根据形势进行调整，中国作为全球工程起重机制造第二阵营中领先者，获得了出口业务成长的巨大行业性机遇。这种坚实的行业性基础，将推动汽车起重机出口市场空间的大幅增长。公司将面临市场格局演变带来的历史机遇。

4.2.4. 混凝土建设机械产业化基地技改项目

- 徐工集团工程机械股份有限公司建设机械分公司是新成立的公司，原为徐州重型机械有限公司下属分厂，2009 年徐工集团根据集团长远发展规划，做大做强混凝土建设机械产业而成立。2010 年徐工混凝土机械得到市场认可，销量以两倍的增速超过 PM 跃居国内第 3 位。
- 公司先后引进德国、意大利等国际先进混凝土机械制造企业的高端产品技术，博采众家之长，集成创新，在消化吸收的基础上，通过与国内有关院校、科研院所的技术合作，形成自己的技术特点。到目前为止，公司已具有的混凝土泵车型谱包括 37、40、41、44、45、46、48、52、56m，实现了产品型谱的系列化和高端

化发展，以高可靠性、高性价比、多配置、外观新颖的混凝土机械产品成功在混凝土机械行业占有了一席之地。

- 混凝土机械列为徐工集团未来重点发展的战略支柱产业之一。近年来混凝土泵车、拖泵等混凝土机械虽取得一定的发展。按规划本项目建成后混凝土机械产品销售国内市场占有率应达到 30%以上，稳居国内三强，争取在五年内达到国际国内领先，总体技术定位于国际一流水平。

4.3. 关键零部件类项目：全面提升基础件水平

4.3.1. 液压件项目

- 公司生产的液压缸广泛适用于各种吨位的汽车起重机、全地面起重机、履带起重机、随车起重机、装载机、钻机、挖掘机、叉车等工程机械及其他建筑机械、水利机械、冶金机械、矿山机械、市政工程、船舶、油田机械等行业，在随徐工主机出口至欧美、中东、非洲等几十个国家的同时，还单独出口日本、俄罗斯、澳大利亚、韩国等。还多年生产塔机、架桥机、环卫机械、船用机械、辊压机等液压系统。
- 该项目新征土地约 150 亩，建立泵、阀、马达等核心液压元件生产、研发基地；以及在液压件公司现有厂区内提升现有产品及挖掘机液压油缸质量和能力。如前所述，该项目对尽快打破国外企业在核心液压件上的垄断，形成企业自己的竞争优势极具意义。

4.3.2. 传动件项目

- 传动部件是工程机械的核心零部件。我国工程机械传动部件目前存在可靠性差、技术性能落后和高度同质化，与国际先进水平相比存在较大差距，制约整机产品技术水平的提升，严重制约产品的出口。高性能及大吨位工程机械产品所用的新一代变速箱只能依靠进口，国际上此类先进变速箱被极个别跨国公司垄断，交付周期太长、数量不能保证、性价比较低，导致整机产品技术发展和国际市场增长受到传动零部件的制约。
- 通过本项目的实施，徐工机械传动箱产品达到国际先进技术水平，具有自主技术和知识产权，形成徐工机械特色的部件，具有批量生产能力，并进入世界工程机械第一行列；建立具有自主知识产权的核心技术和关键部件的技术平台，完善工程机械产品传动部件的系列化开发和配套，实现传动箱制造产业化；建立传动箱产品平台，实现徐工工程机械的全面配套。根据徐工机械产品量大面广的特点和发展趋势，本项目具有良好的可持续的发展前景。

4.3.3. 驾驶室等薄板件项目

- 目前工程机械驾驶室存在噪音大、振动强、视野窄的缺点，工程机械薄板件缺少隔音防尘效果；驾驶室等薄板件缺少新的设计理念，造成国产整机整体性能、视角效果差，达不到欧美发达国家 CE 噪声、人机工程等技术要求，影响了产品国际竞争力，因此国内外工程机械驾驶室等薄板件一直是制约整机产品在环保、健康、节能等技术上升级的关键零部件。
- 公司按照创建国际知名品牌的战略规划，结合产品特点、以市场为导向，在国内率先引进汽车驾驶室、车身的设计理念，对公司工程机械驾驶室等薄板件进行全新设计，主要从环保、节能及人机工程等方面着手，形成了具有自主知识产权的驾驶室等薄板件设计、制造技术，同时引进汽车内饰的设计理念，采用轿车豪华内饰和操纵系统人机工程的有力结合，营造健康、舒适、环保、节能的驾驶、操作环境。工程机械驾驶室等薄板件具有广阔的内外市场需求。项目产品整体性能指标符合国际先进检测要求，根据徐工机械产品量大面广的特点和发展趋

势，本项目具有良好市场前景和可持续的发展前景。

4.4. 信息化类项目：大幅提升公司软实力

- “信息化整体提升工程”是围绕转变战略经营型管控模式、做大做强工程机械产业的中心任务，建立一种循环有效的管理工程体系，通过积极推广和应用信息技术，整体规划，整体推进信息技术与管理方式、制造技术、研发模式的结合，建立中国一流精益管理平台，实现研发数字化、制造生产柔性化、管理流程可视化、管理方式网络化、运营管理精益化，增强企业核心竞争力，为实现徐工机械的战略目标服务。
- 通过“信息化整体提升工程”的建设，将搭建统一的信息平台，实现跨地域的研、产、供、销、服等企业核心业务的统一管理，加强徐工机械对各企业的纵向管控和各个企业的横向集成，更好地满足客户需求，提升企业竞争力，为实现徐工机械从战略控股型向战略经营型转变、支持徐工机械快速发展提供有效的信息化平台。

表 10 募集资金项目达产后的新增产能及净利润（单位：亿元）

项目名称	达产后产能扩张	年增净利润
徐工机械研发平台提升扩建项目	-	-
大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地技改项目	新增大吨位、全地面起重机 2,400 台、正面吊 240 台、轮胎吊 361 台	6.51
发展大型履带式起重机技改项目	新增大型履带式起重机生产能力 480 台	2.25
扩大起重机出口能力技改项目	新增汽车起重机 3,000 台能力	4.55
混凝土建设机械产业化基地技改项目	新增泵车 1,200 台、拖泵 600 台、车载泵 600 台生产能力。	4.82
工程机械关键液压元件核心技术提升及产业化投资项目	新增液压缸 25 万米、液压泵（含马达）6 万件、液压阀 20 万件	1.99
工程机械新型传动箱关键零部件技改项目	新增 5 万台各类变速箱、传动箱	1.51
工程机械新工艺驾驶室等薄板件技改项目	新增驾驶室等薄板件 3.5 万台套	0.94
信息化整体提升工程项目	-	-

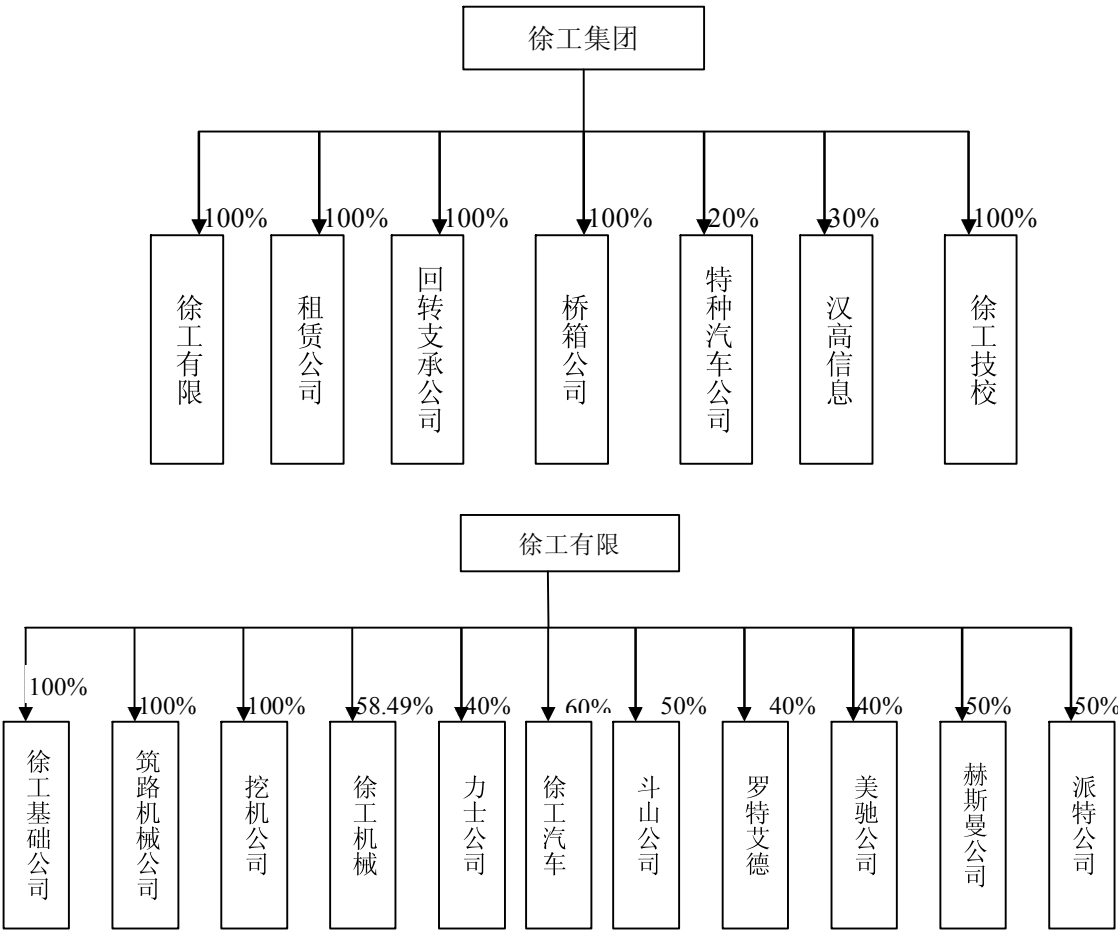
数据来源：公司增发报告，安信证券研究中心

5. 集团后续资产注入以及战略投资者的引进

5.1. 集团存在后续资产注入的可能

- 集团 2009 年收入在 500 亿元左右，是公司规模的 2 倍以上，其中还有部分与工程机械相关的业务。根据集团的承诺，未来在合资方同意、合资公司盈利能力较强的前提下，将对合资公司的出资在适当时机将注入到上市公司，具体在 2014 年 8 月前，筑路机械公司、徐工挖机、租赁公司经过培育后，在其主要产品市场占有率位居同行业前列、资产质量得到明显提高、盈利能力较强时，均将注入到上市公司。

图 36 徐工集团组织架构



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

表 11 集团其它工程机械相关产品

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务、主营产品
徐州徐工筑路机械公司	15000 万元	100%	平地机、铣刨机、水平定向钻；液压软管及总成的制造销售
徐州徐工挖掘机械公司	25000 万元	100%	挖掘机、工程机械、工程机械配件的开发、研制、加工、销售
徐州赫思曼电子公司	240 万欧元	50%	生产工程机械自动化控制产品、电子产品、汽车电子、仪器仪表、传感器及相关控制软件；销售自产产品
徐州派特控制技术公司	1000 万人民币	50%	生产销售交通监控系统、机电一体化产品并提供售后服务
徐州美驰车桥公司	1680.30 万美元	40%	制造、销售工程机械驱动桥等
徐州罗特艾德回转支承公司	2730 万美元	40%	制造、销售回转支承等
力士（徐州）回转支承公司	3950 万美元	40%	制造、销售回转支承等
徐工工程机械租赁公司	40000 万元	100%	工程机械的租赁和维修

数据来源：公司增发公告，安信证券研究中心

- 筑路机械公司：主营产品平地机、铣刨机、水平定向钻，液压软管及总成。是中国液压气动协会密封件行业液压软管总成专业组成员，是国内生产各种高、中、低压软管、过渡接头、金属管总成的龙头企业之一，其 DIN 标准系列软管接头产品，在行业中具有领先地位。2008 年净利润 1610 万元。
- 铁路设备公司：公司历来以工程机械主业为主，这次跨越界限，进入的是铁路设备施工机械，2009 年公司成立，2010 年开始生产成套设备，目前已经完工了 1 套多提梁机、架桥机、运梁机。产值约 5000 万元。今后公司将致力于中小型盾构机、凿岩台车、扒装机、喷浆机等有较大市场需求、替代进口的新兴产品。
- 徐工挖机公司成立较晚(2008 年 6 月)，主营产品为小型全液压挖掘机、中型全液压挖掘机。根据行业发展规划，“十二五”期间挖掘机产品市场需求将以每年 20%至 30%的速度递增，到 2015 年市场需求将达到 15 至 20 万台，有广阔的市场发展前景，是目前我国工程机械产品中为数不多的还有较大国际品牌替代空间的产品。徐挖公司上半年单月产量基本接近 200 台，预计今年能实现近 3000 台的销量，对应的收入约 15 亿元左右。
- 由于刚起步，徐挖产品盈利能力略低于行业平均水平，但今年能实现扭亏并覆盖去年的亏损，未来油缸等零部件的自给以及规模效应将提升产品的盈利能力。根据挖机行业的发展情况，公司计划未来两年加大投入，预计明年产能翻倍，十二五末则达 2 万台以上，届时市场份额在 10%左右。从盈利能力及产能投放情况来看，我们预计挖机公司 2 年左右的时间就将基本具备注入上市公司的条件。
- 集团投资的四家合资公司已成国内关键零部件行业细分市场的龙头之一：美驰公司是国内最大的专业化生产、销售各类工程机械及特种车辆用车桥的公司，在起重机车桥和装载机车桥市场上有相当高的市场占有率。
- 赫思曼公司主要向工程机械动态监控领域系统提供解决方案，生产的起重能力限位器及载荷仪，产销量居全国同行业前列。
- 罗特艾德公司是国内最大的专门生产应用于工程、制造、服务、技术支持等领域的大直径回转支承制造厂家，是国内十大工业钢球厂之一。
- 力士公司是一家专门生产应用于工程、制造、服务、技术支持等领域的中小直径回转支承的制造厂家，其回转支承产品主要应用于塔式起重机、移动式起重机和其他相关应用市场。自 2006 年以来这几家合资公司盈利能力和现金分红逐步提高，到 2008 年分红已经超过 1 亿元，而 2009 年对集团的利润贡献已接近 1.8 亿元，增长迅速。

表 12 合资公司历年分红收入(单位：万元)

合资公司	2008 年	2007 年	2006 年
赫思曼公司	2,102.51	-	-
派特公司	-	1,875.09	899.74
美驰公司	4,799.01	7,845.17	1,483.64
罗特艾德公司	4,732.38	-	2,600.00
合计	11,633.90	9,720.26	4,983.38

数据来源：公司增发公告，安信证券研究中心

5.2. 引进集团战略投资者一举三得：体制、激励、市场

5.2.1. 机制转换进程有望加快

- 单一的国有体制，僵化的激励机制，已日益掣肘公司和集团发展，改制重组、引

进战略投资者是大势所趋，公司自 2002 年起就一直在尝试改变这一局面。

- 未来公司的发展一定要在制度上有所突破。徐工做到现在的程度，已把国企体制的优势发挥到极致。目前体制就是很关键的因素。这个体制决定了企业能做多大，包括体制建立好以后，对人才的吸引、积极性的发挥、和国际市场的接轨，都有很大的益处。我们认为随着兵器集团的入主，体制方面转换的进程有望加快。
- 根据江苏省政府与兵器集团在南京签署的战略合作框架协议，兵器集团将与徐工集团实施战略重组，以做强做大徐工集团为目标，兵器集团将在江苏新增投资 150 亿元，建设重型车辆与工程机械研发生产基地、高科技光电信息研发生产基地和精细化工研发生产基地。

5.2.2. 股权激励是未来发展的重要驱动力

- 通过重组，改善股东结构，优化激励机制，这是公司未来发展的必由之路。股权激励方案有可能是引进战略投资者谈判推进的必要条件之一。
- 徐工的管理层基本没有徐工的股份，这使得徐工缺乏足够的创新动力。徐工集团由徐州市国资委 100% 控股，而徐工集团管理层对徐工机械的持股比例仅为 0.008%。目前徐工管理层持股极低，远不如三一和中联。三一重工管理层和相关自然人持股比例为 63.638%；中联重科相关管理层合计持股比例为 10.704%。
- 在 2009 年举行的徐工集团发展战略汇报会上，董事长王民表示徐工集团目标是到 2015 年实现营业收入超 1000 亿元，利税 80 亿元，进入世界工程机械行业前五名。徐工集团要实现这些未来发展战略，引入战略投资者是势在必行。

5.2.3. 未来军用工程机械的发展趋势

- 根据部队装备建设的实际和未来军事任务遂行工程保障任务的需求，参考外军发展军用工程机械的成功经验，依托国家经济建设巨大成就和军用工程机械支撑技术的发展，结合我国军用工程机械的发展现状，在 21 世纪的前叶，我国军用工程机械必将迎来较快的发展，未来将呈现出以下趋势。
- 向高机动、轻量化、可远程战略部署的方向发展。未来战争具有部队机动频繁、战场广阔、战线模糊、武器打击精确、作战节奏快等特点，为适应这些特点，军用工程机械的发展需更加突出自身机动灵活和轻量化、易于远程战略部署的特点，其符合“确保机动”的工程保障理念，对于提高联合作战部队机动速度、应急反应能力和快速远程部署能力将具有十分重要的意义。随着传动液压技术、新材料应用技术以及我国空中运输力量的发展，也为我国研制这一类装备提供了技术基础。
- 向高效适用、作业功能多样化的方向发展。我军现装备的多种军选民品工程机械存在着功能单一的情况，工程作业的适应性受到很大局限，从外军军用工程机械现状看，其不但能够完成推土、挖掘、装运、起吊、钻孔等传统土工作业任务，进而在综合土方作业功能的基础上，更加重视扫雷、布雷、破障等作业功能的集成，使得军用工程机械具有构工、破障、扫雷、布雷、通路标示、施放烟幕等多种作业功能。未来战争中，工程保障任务的日益复杂化以及复合障碍体系的出现，使遂行工程保障任务时间紧、范围广、任务重，工程装备必须具有高效率、功能综合、通用性强的特征。为了适应现代战争的伴随机动保障特点，重视发展高效多功能以及适用性强的新型军用工程机械将成为未来趋势。
- 向大型化、强防护的方向发展。从海湾战争、伊拉克战争和中东巴以战争的实践来看，美、以等军队列装的 D9 装甲推土机不仅作业率高，而且装甲防护性能强，能够承受轻武器以及肩射火箭弹（RPG）的直接打击，遭两次地雷攻击后也只受到很小的损害，特别是在执行城市戒严、反恐作战的清除障碍、道路封锁、平暴以及封控任务中发挥了重要作用，其作战效能显著。我军目前缺乏此类装备，难以满足未来多样化军事任务工程保障的需要。面对“藏独”、“疆独”等民族极端、分裂势力的挑衅，我军反恐任务明显加重，为适应城市作战、反恐维稳、平息暴

乱等多样化军事任务的工程保障需要，发展大型化、强防护的军用工程机械将成为未来趋势。

- 向遥控化、智能化的方向发展。在信息化战争中，要完全避免工程作业人员的伤亡，就必须依靠无人化装备。无人化军用工程机械主要通过有线或无线遥控手段或预先设定工作程序实现操纵，作业手一般都隐蔽在其他安全地域进行操作和监视，因此可以最大程度降低作业人员的伤亡。无人化军用工程机械具有一个非常突出的优点，那就是可以在一些特殊环境中作业。另外，“精确保障”的工程保障理念也从工程作业效率和质量上要求军用工程机械向自动化程度高的方向发展。面对未来战场的复杂环境和科技力量发展的冲击，研制遥控化、智能化军用工程机械将成为未来趋势。
- 向数字化、信息化的方向发展。军用工程机械作为重要的工程保障装备，其数字化、信息化发展同样受到高度重视。军用工程机械信息化就是利用计算机网络技术对装备的运行状态、工作位置进行本车和远程监控，其主要由车载计算机、工作状态监视和检测系统、卫星定位模块、无线数字通讯系统、接口、终端显示及故障诊断专家系统等组成。信息化军用工程机械具有可精确控制和便于机群管理的明显优势。

5.2.4. 中国兵器集团简况

- 中国兵器工业集团公司将是继中航工业之后进行大规模重组的军工企业。2009年初集团提出按照“专业化、地域化、产研结合”的方针进行重组，用3年多时间，把四个事业部下110多家成员单位重组为30多个专业化的子集团。

表 13 兵器集团下属事业部主要业务表

事业部	下属公司	主营业务
第一事业部	内蒙古第一机械制造公司	重型车辆
	内蒙古北方重工业公司	矿用车及工程机械
	河北凌云工业	汽车零部件
第二事业部	晋西机器工业集团	铁路产品
	江南机器集团	汽车零部件
第三事业部	泸州北方化学工业	化工
	辽宁华锦化工	化工
第四事业部	中兵导航控制技术	远程压制、制导等军品
	西安北方光电	光学玻璃和太阳能电池
	吉林东光	汽车零部件
北方工业公司	中国万宝工程公司	工程承包

据来源：兵器集团网站，安信证券研究中心

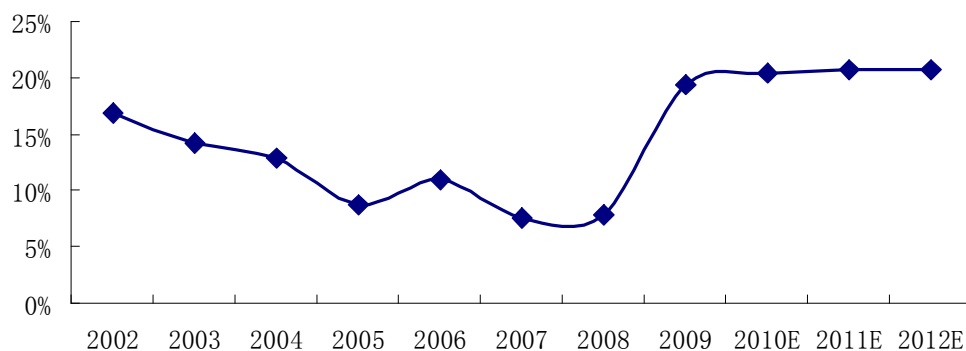
- 2009年中国兵器集团实现主营业务收入1618亿元，同比增长11.6%，利润同比增长15.1%。集团于2009年年初提出未来五年集团公司要实现经营规模翻番，主营业务收入要突破3000亿元的目标，也就是说未来五年年均增速超过20%。如果其成为公司战略投资者，其自身的发展也将给公司的发展带来机遇。
- 目前，兵器集团的下属工程机械资产主要集中于内蒙古北方重工业集团有限公司，该公司资产总额为70.9亿元。2009年，内蒙古北方重工实现总体经营收入90.2亿元，同比增长23.9%；其中，军品、特殊钢及延伸产品、矿用车及工程机械三大核心业务共实现销售收入58亿元，占公司主营业务收入的72%。

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测：2010-2012 年净利润复合增长率 24.5%

- 主要业务收入预测：起重机全年销售收入的增长将在 29% 左右，虽然未来 2 年竞争将加大，但公司仍然有望保持增长，平均幅度在 5% 之间；铲运机械预计全年增幅在 40% 左右，低于行业平均水平，未来两年则在 20% 左右；路面机械今年以来增速有所加快，预计全年增速将超过 50%，未来两年行业增速虽会明显放缓，但新产品的推出有利于市场份额的提升，公司路面机械仍将保持 5-10% 的增长；压路机今年增长在 60% 左右，未来两年的增长在 15% 左右；公司混凝土机械基数较低，又是募投项目的重点之一，预计公司的混凝土机械仍将保持 50% 以上的增速，快于行业水平；工程机械零部件业务受益行业整机销量增长以及产品品种的增加，未来 3 年保持 25-30% 的较高增长。
- 我们预计钢材价格在未来 3 年相对平稳，尽管市场竞争可能加剧，但随着公司的配套能力进一步提升、新产品带来的结构优化以及整合效应的出现，我们预计未来几年公司的毛利率总体可望维持在 20% 左右。

图 37 公司 2002-2012 年综合毛利率水平及预测



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

- 近年来公司的期间费用虽然有所上升，我们预计规模效应使得期间费用率略有下降，预计未来三年稳定在 8% 左右。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS (全面摊薄) 分别为 2.44、3.07、3.87 元，2010-2012 年期间净利润的年复合增长率为 24.5%。

表 14：分项业务预测（单位：百万元）

	历史年份				预测年份			
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产品总收入	7,473.2	11,644.2	14,065.8	18,288.1	24,902.9	29,537.5	37,159.4	46,234.6
产品总成本	6,199.5	9,603.9	11,288.8	14,598.9	19,814.5	23,500.3	29,483.4	36,663.7
综合毛利率	17.0%	17.5%	19.7%	20.2%				
工程起重机	4,355.9	7,255.7	9,510.1	12,642.9	16,289.4	18,928.1	23,863.7	30,028.3
收入增速		66.6%	31.1%	32.9%	28.8%	16.2%	26.1%	25.8%
收入占比	58.3%	62.3%	67.6%	69.1%	65.4%	64.1%	64.2%	64.9%
成本	3,355.5	5,684.2	7,294.2	9,805.0	12,602.5	14,648.1	18,423.9	23,195.9
成本增速		69.4%	28.3%	34.4%	28.5%	16.2%	25.8%	25.9%
成本占比	54.1%	59.2%	64.6%	67.2%	63.6%	62.3%	62.5%	63.3%
产品毛利率	23.0%	21.7%	23.3%	22.4%	22.6%	22.6%	22.8%	22.8%
铲运机械	1,455.4	2,117.0	2,346.0	2,129.0	2,980.6	3,576.7	4,470.9	5,454.5
收入增速		45.5%	10.8%	-9.2%	40.0%	20.0%	25.0%	22.0%
收入占比	19.5%	18.2%	16.7%	11.6%	12.0%	12.1%	12.0%	11.8%
成本	1,408.0	1,979.8	2,162.1	1,868.4	2,618.3	3,141.9	3,927.4	4,791.4
成本增速		40.6%	9.2%	-13.6%	40.1%	20.0%	25.0%	22.0%
成本占比	22.7%	20.6%	19.2%	12.8%	13.2%	13.4%	13.3%	13.1%
产品毛利率	3.3%	6.5%	7.8%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
路面机械	189.5	505.0	472.0	512.0	783.4	822.5	904.8	995.3
收入增速		166.5%	-6.5%	8.5%	53.0%	5.0%	10.0%	10.0%
收入占比	2.5%	4.3%	3.4%	2.8%	3.1%	2.8%	2.4%	2.2%
成本	172.3	443.5	416.9	447.3	650.6	683.1	751.4	826.5
成本增速		157.5%	-6.0%	7.3%	45.4%	5.0%	10.0%	10.0%
成本占比	2.8%	4.6%	3.7%	3.1%	3.3%	2.9%	2.5%	2.3%
产品毛利率	9.1%	12.2%	11.7%	12.6%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
压实机械	661.9	687.1	651.9	1,259.8	2,035.9	2,341.2	2,692.4	3,096.3
收入增速		3.8%	-5.1%	93.3%	61.6%	15.0%	15.0%	15.0%
收入占比	8.9%	5.9%	4.6%	6.9%	8.2%	7.9%	7.2%	6.7%
成本	590.3	611.5	572.2	1,095.5	1,741.8	2,003.1	2,303.5	2,649.1
成本增速		3.6%	-6.4%	91.4%	59.0%	15.0%	15.0%	15.0%
成本占比	9.5%	6.4%	5.1%	7.5%	8.8%	8.5%	7.8%	7.2%
产品毛利率	10.8%	11.0%	12.2%	13.0%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
混凝土机械	127.3	280.0	310.8	393.8	1,181.4	1,988.3	2,982.4	3,877.2
收入增速		120.0%	11.0%	26.7%	200.0%	68.3%	50.0%	30.0%
收入占比	1.7%	2.4%	2.2%	2.2%	4.7%	6.7%	8.0%	8.4%
成本	100.5	215.4	245.3	300.7	885.7	1,505.7	2,258.6	2,936.2
成本增速		114.4%	13.9%	22.6%	194.5%	70.0%	50.0%	30.0%
成本占比	1.6%	2.2%	2.2%	2.1%	4.5%	6.4%	7.7%	8.0%
产品毛利率	21.1%	23.1%	21.1%	23.6%	25.0%	24.3%	24.3%	24.3%
消防车	83.2	104.4	150.0	182.6	200.9	220.9	243.0	267.3
收入增速		25.5%	43.7%	21.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	1.1%	0.9%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
成本	48.0	57.7	85.5	88.2	97.0	106.7	117.4	129.2
成本增速		20.1%	48.3%	3.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
成本占比	0.8%	0.6%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
产品毛利率	42.3%	44.8%	43.0%	51.7%	51.7%	51.7%	51.7%	51.7%
零配件	300.0	333.0	258.0	878.0	1,141.4	1,369.7	1,712.1	2,225.7
收入增速		11.0%	-22.5%	240.3%	30.0%	20.0%	25.0%	30.0%
收入占比	4.0%	2.9%	1.8%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%	4.8%
成本	255.0	283.1	219.3	742.3	965.1	1,158.1	1,447.6	1,881.9
成本增速		11.0%	-22.5%	238.5%	30.0%	20.0%	25.0%	30.0%
成本占比	4.1%	2.9%	1.9%	5.1%	4.9%	4.9%	4.9%	5.1%
产品毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
其它	300.0	362.0	367.0	290.0	290.0	290.0	290.0	290.0
收入增速		20.7%	1.4%	-21.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	4.0%	3.1%	2.6%	1.6%	1.2%	1.0%	0.8%	0.6%
成本	270.0	328.7	293.2	251.4	253.6	253.6	253.6	253.6
成本增速		21.7%	-10.8%	-14.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
成本占比	4.4%	3.4%	2.6%	1.7%	1.3%	1.1%	0.9%	0.7%
产品毛利率	10.0%	9.2%	20.1%	13.3%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%

6.2. 估值

- 通过相对估值得出合理股价 46.05 元，DCF 绝对估值得出合理股价 46.76 元，取二者均值，我们认为公司的合理股价为 46.4 元，给予“买入-A”的投资评级。

6.2.1. 相对估值：2011 年 15 倍 PE 对应股价 46.05 元

- 除公司外，国内其余 9 家主要工程机械类上市公司如下表所示，按照 2010 年 10 月 11 日收盘价计算，其 2010、2011 的动态市盈率均值为 17.13、14.49 倍。而公司对应的市盈率分别为 16.59、13.19 倍，低于行业平均水平。

- 根据我们的预测，公司 2010 年-2012 年可望保持 24.5% 的年均复合增长率，公司作为一家优质的龙头企业，考虑一定的安全边际，我们按照 2011 年行业平均合理动态市盈率 15 倍估值，对应合理股价为 46.05 元。

表 15 国内 A 股工程机械类上市公司相对估值表 (2010-9-10)

证券简称	收盘价	2009PE	2010PE	2011PE	2009PB	2010PB	2011PB
徐工机械	40.49	20.14	16.59	13.19	8.03	3.66	2.99
柳工	24.68	17.50	12.27	10.86	4.31	2.97	2.60
山推股份	13.98	24.96	12.98	10.78	3.28	2.70	2.22
山河智能	16.07	41.74	30.64	22.72	3.38	4.27	3.52
三一重工	30.24	22.91	16.15	13.42	5.68	5.50	3.95
星马汽车	19.46	44.23	15.87	15.39	6.73	4.70	3.78
常林股份	10.95	78.21	17.96	15.43	4.54	3.57	3.01
安徽合力	16.97	54.74	20.13	16.83	2.85	2.53	2.31
厦工股份	11.11	74.07	11.62	11.77	4.16	3.44	2.91
中联重科	11.52	8.12	15.18	12.48	2.59	1.45	1.20
均值		42.06	17.13	14.49	4.78	3.70	3.03

数据来源：WIND，安信证券研究中心

6.2.2. 绝对估值：自由现金流折现法估值为 46.76 元

- 我们采用公司自由现金流和权益自由现金流 2 种折现法，主要前提假设：无风险利率为 3.5%，风险溢价为 7%，Beta 为 1.1，永续增长率为 0.5%。这两种估值模型得出的每股价值分别为 49.18 元和 44.34 元，均值为 46.76 元。

表 16 公司 OPFCF 估值

公司 OPFCF 估值				主要假设		
显性预测	2,038.3	5.5%		无风险利率	3.50%	
半显性预测	18,227.4	49.2%		风险溢价	7.00%	
永续价值	16,776.0	45.3%		β 系数	1.10	
经营价值	37,041.7	100.0%		Rm	10.50%	
加：非营业资产	6,272.4			Ke	11.20%	
企业价值	43,314.1			Kd	6.00%	
减：付息债务	620.0			D/DE	1.73%	
减：少数股东权益	32.8			E/DE	98.27%	
权益价值	42,661.3			WACC	11.08%	
总股本	867.4			半显性期增长	1.50%	
每股权益价值	49.18			永续增长率	0.50%	
股价	40.49					
WACC		永续增长率				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
12.00%		44.18	45.33	46.71	48.40	50.51
11.00%		48.88	50.44	52.35	54.73	57.80
10.00%		54.57	56.73	59.43	62.90	67.53
9.00%		61.60	64.66	68.58	73.81	81.14
8.00%		70.47	74.91	80.83	89.11	101.54
7.00%		81.98	88.67	98.04	112.10	135.52
6.00%		97.45	108.05	123.95	150.44	203.44

数据来源：安信证券研究中心

表 17 权益 FCFE 估值

权益FCFE估值			主要假设	
显性预测	1,706.0	4.4%	无风险利率	3.50%
半显性预测	19,181.2	49.9%	风险溢价	7.00%
永续价值	17,572.0	45.7%	β 系数	1.10
权益价值	38,459.2	100.0%	Rm	10.50%
总股本	867.4		Ke	11.20%
每股权益价值	44.34		半显性期增长	1.50%
股价	40.49		永续增长率	0.50%

Ke	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	39.43	41.11	43.14	45.62	48.71	52.69
11.00%	44.41	46.63	49.34	52.74	57.10	62.91
10.00%	50.45	53.42	57.14	61.93	68.31	77.24
9.00%	57.90	61.98	67.23	74.24	84.04	98.75
8.00%	67.30	73.07	80.76	91.54	107.70	134.63
7.00%	79.49	87.95	99.80	117.57	147.19	206.43
6.00%	95.88	108.92	128.48	161.09	226.29	421.92

数据来源：安信证券研究中心

7. 风险提示

- **房地产与基建行业景气下滑抑制需求。**如前所述，房地产和基础设施建设占工程机械总需求的一定比例，作为国内经济的主要驱动因素，我们认为二者在未来2-3年保持稳步发展，但国内房地产业已经持续高速增长多年，而基础设施建设也日益趋于完善，如果这两个行业明显景气下滑，工程机械用户购买产品的预期也会下降。
- **通胀导致钢材及零部件价格上涨。**作为中游产业，工程机械厂商与上游原材料企业的议价能力相对有限，以钢材为代表的原材料价格上涨，一般下游用户可以承担大部分，小部分尚需要公司自我消化。4万亿投资导致国内资金投放大增，存在未来通胀的隐忧，有可能推动工程机械成本上行。
- **信贷规模紧缩导致购机资金面供给不足。**信贷资金规模不仅从源头上影响房地产的发展，其对工程机械行业也有直接影响，工程机械代理商信用销售的主要模式有三种，分期付款、银行按揭和融资租赁。大约各占三分之一左右。分期付款和银行按揭与银行信贷政策直接相关，融资租赁也需要银行的支持，因此信贷规模紧缩将导致工程机械购买力下降。
- **集团资产注入和战略投资者的引进的时间、进度均存在不确定性。**
- **主打产品汽车起重机面临中联重科、三一重工、柳工等企业的竞争。**未来竞争加剧会使公司面临一定市场压力。
- **工程机械行业产能过剩的压力。**由于目前各主要工程机械产商均有扩产计划，如果未来需求下降，行业将面临产能过剩的压力。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-10-11		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,354.2	20,699.1	27,305.8	31,940.4	39,562.3	成长性					
减: 营业成本	3,090.3	16,692.3	21,905.1	25,590.8	31,574.0	营业收入增长率	2.7%	517.1%	31.9%	17.0%	23.9%
营业税费	2.1	81.1	95.6	111.8	138.5	营业利润增长率	210.2%	1472.6%	44.7%	26.5%	26.4%
销售费用	59.3	630.4	682.6	798.5	989.1	净利润增长率	346.7%	1476.6%	44.5%	25.9%	26.0%
管理费用	183.8	1,184.3	1,556.4	1,820.6	2,255.0	EBITDA 增长率	77.1%	1039.1%	42.6%	26.6%	28.7%
财务费用	12.8	31.2	20.0	-94.5	-100.1	EBIT 增长率	117.7%	1351.1%	43.5%	22.4%	27.0%
资产减值损失	64.3	82.8	145.2	44.4	66.8	NOPLAT 增长率	139.1%	1420.4%	45.3%	21.9%	26.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	-35.7%	530.8%	47.0%	32.7%
投资和汇兑收益	186.0	8.1	-	-	-	净资产增长率	10.9%	234.6%	159.1%	22.2%	22.9%
营业利润	127.5	2,005.0	2,900.9	3,668.8	4,639.0	利润率					
加: 营业外净收支	7.8	70.0	60.0	60.0	60.0	毛利率	7.9%	19.4%	19.8%	19.9%	20.2%
利润总额	135.3	2,074.9	2,960.9	3,728.8	4,699.0	营业利润率	3.8%	9.7%	10.6%	11.5%	11.7%
减: 所得税	33.5	362.7	444.1	559.3	704.9	净利率	3.3%	8.4%	9.2%	9.9%	10.1%
净利润	110.4	1,711.3	2,516.8	3,169.5	3,994.2	EBITDA/营业收入	5.8%	10.7%	11.6%	12.6%	13.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	4.2%	9.8%	10.7%	11.2%	11.5%
货币资金	458.1	5,032.9	8,456.8	8,720.4	9,844.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	84	28	37	52	65
应收帐款	708.9	2,066.4	3,703.1	4,331.6	5,365.3	流动营业资本周转天数	39	-23	-12	14	14
应收票据	66.4	136.4	224.4	262.5	325.2	流动资产周转天数	246	119	197	221	205
预付帐款	89.8	461.0	461.0	461.0	461.0	应收帐款周转天数	49	20	32	37	36
存货	1,144.6	3,499.2	5,821.3	6,800.9	8,390.9	存货周转天数	116	41	63	73	71
其他流动资产	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	总资产周转天数	357	163	253	287	280
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	149	20	44	80	90
持有至到期投资	2.0	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.4	7.6	-	-	-	ROE	7.7%	38.8%	22.0%	22.7%	23.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	11.4%	10.8%	11.4%	11.8%
固定资产	941.2	2,333.2	3,268.9	5,956.3	8,422.6	ROIC	8.5%	122.6%	277.0%	53.5%	46.1%
在建工程	37.1	302.5	180.6	107.8	64.4	费用率					
无形资产	83.6	1,037.5	968.4	904.0	843.8	销售费用率	1.8%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	102.3	194.4	188.0	188.0	188.0	管理费用率	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
资产总额	3,638.2	15,072.2	23,273.6	27,733.5	33,906.1	财务费用率	0.4%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.3%
短期债务	495.0	1,334.3	500.0	500.0	500.0	三费/营业收入	7.6%	8.9%	8.3%	7.9%	7.9%
应付帐款	942.7	3,292.0	4,321.0	5,048.1	6,228.3	偿债能力					
应付票据	723.2	3,647.7	4,801.1	5,609.0	6,920.3	资产负债率	63.8%	70.8%	50.9%	49.7%	49.4%
其他流动负债	77.5	781.2	913.6	1,233.0	1,628.6	负债权益比	176.1%	241.9%	103.8%	98.7%	97.7%
长期借款	-	70.0	120.0	190.0	280.0	流动比率	1.07	1.06	1.59	1.52	1.48
其他非流动负债	9.1	26.1	18.7	18.7	18.7	速动比率	0.55	0.72	1.08	1.00	0.96
负债总额	2,320.6	10,663.9	11,852.0	13,776.3	16,753.6	利息保障倍数	10.94	65.27	146.05	-37.81	-45.33
少数股东权益	62.2	32.8	32.8	32.8	32.8	分红指标					
股本	545.1	867.4	1,031.4	1,031.4	1,031.4	DPS(元)	0.04	-	0.49	0.61	0.77
留存收益	710.4	3,508.1	10,357.4	12,893.0	16,088.4	分红比率	29.6%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,317.7	4,408.3	11,421.6	13,957.2	17,152.5	股息收益率	0.1%	0.0%	1.2%	1.5%	1.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	101.8	1,712.3	2,516.8	3,169.5	3,994.2	EPS(元)	0.13	2.01	2.44	3.07	3.87
加: 折旧和摊销	58.7	212.5	251.3	441.3	629.7	BVPS(元)	1.52	5.08	11.07	13.53	16.63
资产减值准备	64.3	82.8	145.2	44.4	66.8	PE(X)	318.0	20.2	16.6	13.2	10.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	26.7	8.0	3.7	3.0	2.4
财务费用	29.4	24.5	86.2	20.0	-94.5	P/FCF	666.0	10.9	-12.8	79.3	31.8
投资收益	-186.0	-8.1	-	-	-	P/S	10.5	1.7	1.5	1.3	1.1
少数股东损益	-8.6	-29.0	-	-	-	EV/EBITDA	113.9	14.2	11.4	9.0	6.9
营运资金的变动	92.3	2,486.1	-1,867.7	171.5	141.3	CAGR(%)	214.5%	32.6%	25.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	155.3	3,180.1	1,065.5	3,732.2	4,731.9	PEG	1.5	0.6	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-25.8	-217.0	-999.8	-3,000.1	-3,000.1	ROIC/WACC	0.8	11.1	25.0	4.8	4.2
融资活动产生现金流量	-57.9	-949.6	3,557.2	-469.4	-608.7	REP	20.5	3.1	0.3	0.9	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰, 机械行业高级分析师, 工程师, 经济学硕士, 曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名, 9 年机械行业工作经验, 10 年证券从业经历, 2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

潘艳

021-68766516

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

panyan@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034