

正在成为世界的“三一”

研究结论

中国经济的持续高增长拉动行业持续高景气。在一个较长的时间段内，中国经济仍将延续投资拉动型的高增长模式，“十二五”期间的经济结构调整，尤其是区域经济结构调整，将支撑我国固定资产投资在未来5年继续保持20%左右的高增长水平。工程机械与固定资产投资高度正相关，而我国又处于建筑装备的全面升级阶段，因此，我们判断我国工程机械行业在“十二五”期间将延续两位数增长的高景气周期。

龙头企业实现高于行业平均水平的高增长。公司是国内龙头企业，三一品牌与三一的售后服务，已经成为行业内的一种优势。行业高景气的持续拉动，以及产品链的拓展和国际化布局是公司持续高增长的主要驱动因素，我们预计公司未来三年净利润复合增长率为22.83%。

- **产品链的拓展造就了中国的“三一”。**公司起步于混凝土机械，依托集团做为孵化器，逐步拓展了路面机械、履带式起重机、桩工机械、挖掘机、汽车起重机。其中混凝土机械、桩工机械、履带起重机为国内第一品牌；混凝土泵车全面取代进口，国内市场占有率达57%，为国内首位，且连续多年产销量居全球第一；挖掘机和汽车起重机正在迅速做大做强，已经成为公司高增长的重要引擎。2010年，预计公司销售规模将突破300亿，更加强化了公司当之无愧的中国工程机械龙头企业的地位。
- **国际化布局正在造就世界的“三一”。**“中国制造”已经开始形成“中国优势”，凭借着这种优势，我国工程机械产品正在大踏步的走向世界。公司是国内率先走出去的业内企业，三一集团是全球工程机械制造商50强，在全球有30个海外子公司，业务覆盖达150个国家，产品出口4到110多个国家和地区，已在印度、美国、德国、巴西相继投资建设工程机械研发制造基地。依托集团实现国际化布局，大力拓展国际市场，中国的三一，正在成为世界的三一。

风险因素：国内国际宏观经济波动影响的不确定性，以及钢材等原材料价格波动影响的不确定性，是公司面临的主要风险因素。

催化剂：在集团框架内产业链的进一步整合，以及“十二五”规划之区域经济结构调整相关政策措施的落实，是公司股价的重大催化剂。

估值与投资评级：我们上调公司2010—2012年盈利预测幅度分别为79%、73%和73%，上调公司标价，给予公司股价0.8倍PEG和18.26倍PE的估值水平，对应2011年预测EPS的合理股价为27.62元，目前股价低估，维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武

机械行业首席分析师
8621-50366888 × 6100
zhoufw@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010048

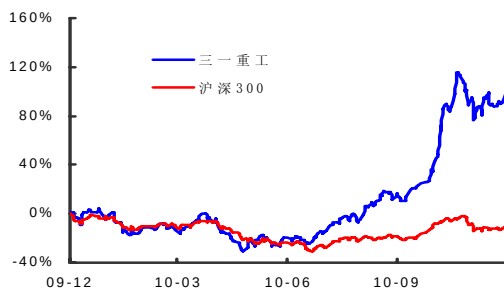
胡耀文

机械行业研究助理
8621-63325888-6103
huyaowen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110060048

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010年12月13日)	22.31元
目标价格	27.62元
总股本/A股(万股)	5062/4687
A股市值(亿元)	1129
国家/地区	中国
行业	机械制造业
报告日期	2010年12月14日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现	30.40	75.94	74.99
相对表现	23.71	77.50	73.76

资料来源：WIND 资讯、东方证券研究所

三一重工财务分析预测				
(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	16495.88	33005.34	44099.77	54325.32
税前利润	258.94	859.03	1257.14	1660.31
净利润	1962.58	5732.62	7655.96	9281.15
EBITDA	3121.15	7941.28	10362.04	12515.42
每股收益(元)	1.32	1.13	1.51	1.83
净资产收益率	28.61%	38.61%	35.24%	31.20%
每股经营现金(元)	1.66	0.59	1.26	1.57
市盈率(X)	27.91	19.70	14.75	12.17
EV/EBITDA	17.44	13.74	10.04	7.79

资料来源：公司公告、东方证券研究所

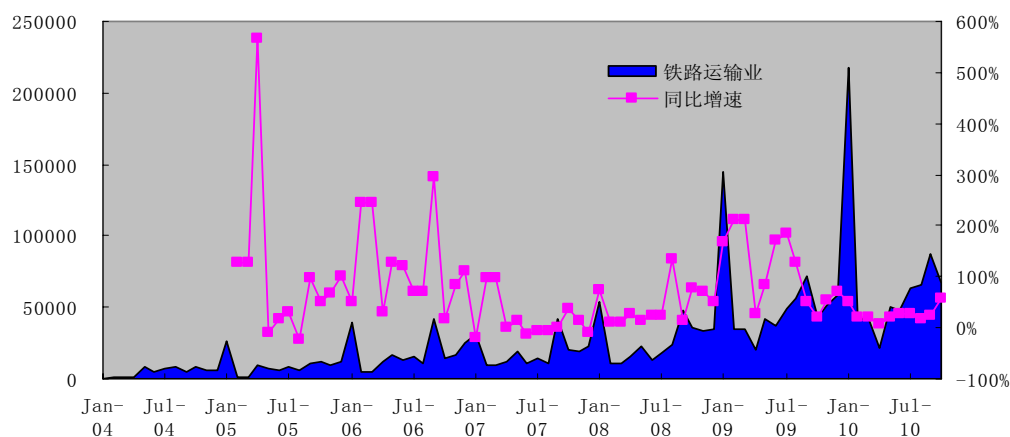
一、中国经济的持续高增长拉动行业持续高景气

受益于国家“十二五”期间的经济结构调整，尤其是区域经济结构调整，城镇化进程的快速推进将保障全社会固定资产投资的稳定增长，我们可以大胆做出预测未来五年内全社会固定资产投资增速为 20%左右。固定资产投资仍是行业发展的重要驱动因素，工程机械与固定资产投资高度正相关，而我国又处于建筑装备的全面升级阶段。在过去过去 11 年，工程机械行业年均增速超过 21%：工程机械行业 2000 年收入规模为 480 亿元，2009 年达到 3105 亿元，预计 2010 年超过 4000 亿元没有悬念，因此，我们判断我国工程机械行业在“十二五”期间将延续两位数增长的高景气周期。

1. 城市化和新农村建设拉动基础设施投资

根据“十二五”规划的要点，城市化和新农村建设将成为未来发展的重点。基础设施的建设，特别是公路铁路的建设将继续保持高速增长的趋势。规划到 2020 年建成 8.5 万公里国家高速公路网，总投资 2 万亿。目前还剩约 3 万公里高速公路没有建设，预计大部分未建设高速公路将提前到 2009~2013 年建设，粗略估算大约有 3 万亿元将用来投资高速公路建设，将有效拉动路面设备、混凝土机械产品的市场需求。铁道方面，铁道部表示未来 5 年年均投资额在 7000 亿元以上。今年 1-10 月，铁路运输业固定资产投资额完成了 2.23 万亿元，同比增长 23.3%，东部地区未来有望实现工作在大城市，居住在周边中小城镇的新发展思路，而中西部地区正在加快城镇化建设，今年施工项目计划总投资 43.59 万亿元，同比增长 27.3%，其中中西部地区投资占比超过半数以上，成为未来 5 年内国家发展投资的重点区域。轨道交通方面，我国已有 10 个城市开通了 31 条城市轨道交通线，运营里程达到 835.5 公里，加上正在建设的沈阳、成都、杭州、西安、苏州共十五个城市在建线路总长达到 1100 公里。预计到 2016 年，我国将新建轨道交通线路 89 条，总建设里程为 2500 公里，投资规模达 9937.3 亿元。这将充分拉动工程机械的需求。

图一：铁路运输业投资额（亿元）



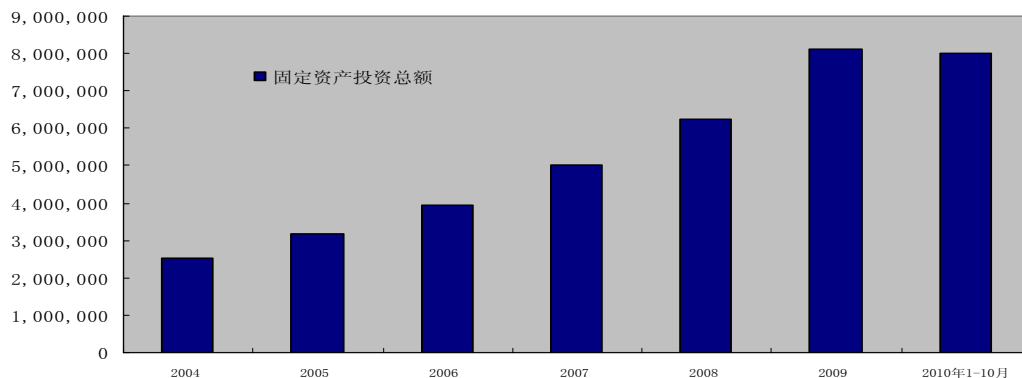
资料来源：Wind 资讯； 东方证券研究所

2. 区域振兴计划刺激工程机械需求

为应对金融危机的冲击，去年我国陆续批复了十多项区域振兴计划，今年我国区域振兴规划政策密集出台，而前三季度已经有多项规划实施。区域振兴对经济增长的刺激作用事实上在去年底已经显现，今年以来更为突出。从传统的地区划分来看，中西部地区增速高于东部地区，受惠于区域振兴规划的地区，其经济增长已成为中国经济增长领头羊，一系列与区域振兴相关的规划方案密集出台，

表明了政府在推动区域经济协调发展上的巨大决心，近年来地方政府对固定资产的投资额也在逐步加大，各地区振兴政策一旦得以实施，可以起到以一带百的辐射效果，而这正是国家经济转型中最需要的。工程机械行业将受益于这一波区域振兴计划的刺激，在可预见的未来需求将大幅上涨。

图二：固定资产投资额



资料来源：Wind 资讯； 东方证券研究所

表一：国务院通过的区域振兴计划

1. 《关于进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》
2. 《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》
3. 《国务院关于进一步促进宁夏经济社会发展的若干意见》
4. 《推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》
5. 《支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》
6. 《横琴发展总体规划》
7. 《江苏沿海地区发展规划》
8. 《辽宁沿海经济带的发展规划》
9. 《黄河三角洲高效生态经济区规划》
10. 《图们江区域合作规划纲要》
11. 《江西鄱阳湖生态经济区规划》
12. 《国务院关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》
13. 《大小兴安岭林区生态保护和经济转型规划》
14. 《广西北部湾发展计划》
15. 《海南国际旅游岛》

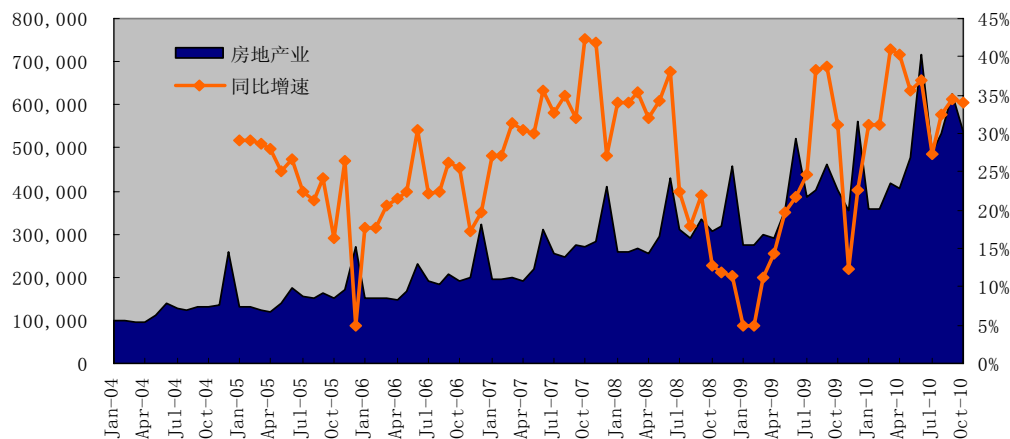
资料来源：东方证券研究所

3. 房地产投资增长将带动公司混凝土机械业务持续增长

目前房地产投资在全社会固定资产投资比重仍然较高，约为 30%，前三季度我国房地产开发投资 33511 亿元，同比激增 36.4%。虽然今年以来，国家出台了诸多抑制房价的政策，影响了房地产开发的增速，但是国家对保障性住房的投资建设力度不断加大，城镇人口数量的快速上升，特别是二三线城市房地产投资的热度不减，都将缓解房地产调控对整个地产业投资的影响。值得注意的是，

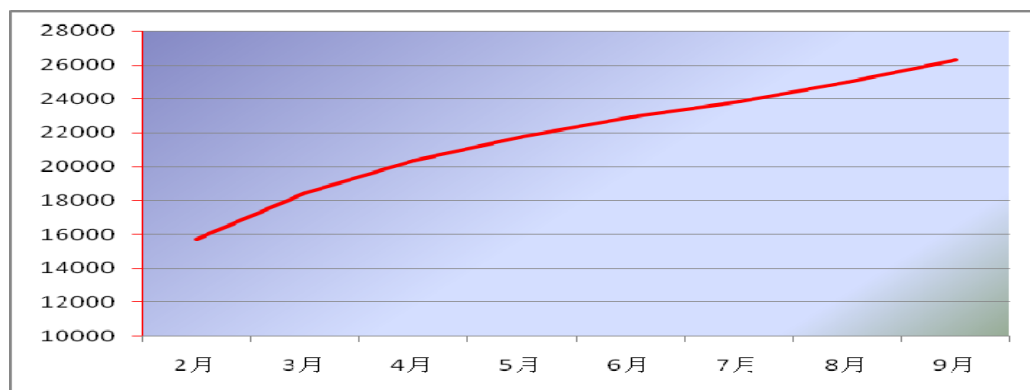
国土局出台了相关政策避免房地产商的囤地行为，规定土地闲置两年以上将被无偿收回。因此各大房地产商将无法像以前那样囤地、圈地数年，等待有利时机才开发。据此可以预计混凝土工程机械设备的需求量今年末和明年将保持前三季度 55% 左右的增速。

图三：房地产累计投资完成额



资料来源：Wind 资讯；东方证券研究所

图四：2010 年房地产商手中待开发土地面积（万平方米）



资料来源：Wind 资讯；东方证券研究所

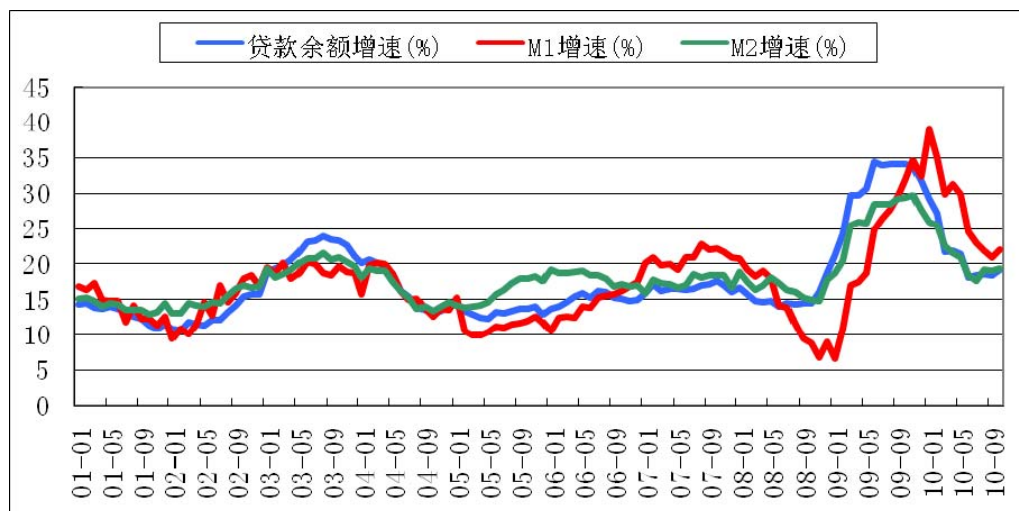
4. M1 增幅见底，货币流动性增加，股市未来行情可期。

在货币供应的各个层次中，M1 是流通中的现金加上各单位在银行的活期存款；M2 是指 M1 加上各单位在银行的定期存款、居民在银行的储蓄存款、证券客户保证金。M1 最能表征市场的流动性，而流动性就是股市强有力的推动力。三一重工作为今年业绩大幅增长的明星企业，必将吸引众多投资者的目光。

业内把 M1 显著超越 M2 形成剪刀差的现象称作为“黄金交叉”，由下图可知，M1 与 M2 增速差低于 5%，说明股市行情依然向好，有牛市启动的趋势。信贷余额增速拐点也现低点，预计 2010 年全年

新增信贷额可能达到 8 万亿元。由相关性计算得知工程机械行业产品销量与 M1 增速的相关性值约为 0.51，具有很大的相关性，三一重工的经营能力将从中获益。

图五：M1/M2/贷款余额增速比较

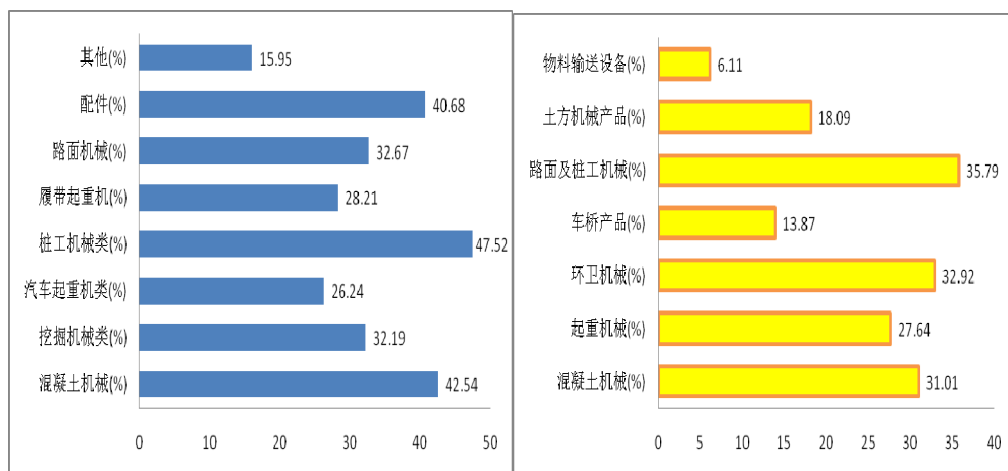


资料来源：Wind 资讯；东方证券研究所

二、龙头企业实现高于行业平均水平的高增长

公司是国内龙头企业，三一品牌与三一的售后服务，已经成为行业内的一种优势。公司主营业务涵盖混凝土机械、挖掘机、路面机械、起重机械、桩机、港口机械等。其中混凝土机械销量全球第一，18 吨全液压振动压路机、履带起重机国内市场占有率第一。行业高景气的持续拉动，以及产品链的拓展和国际化布局是公司持续高增长的主要驱动因素，就整个工程机械行业来看，行业平均毛利率在 20%左右，三一重工各类产品的毛利率均高于行业平均值，我们预计公司未来三年净利润复合增长率为 22.83%。

图六：三一重工（左）和中联重科（右）毛利率比较



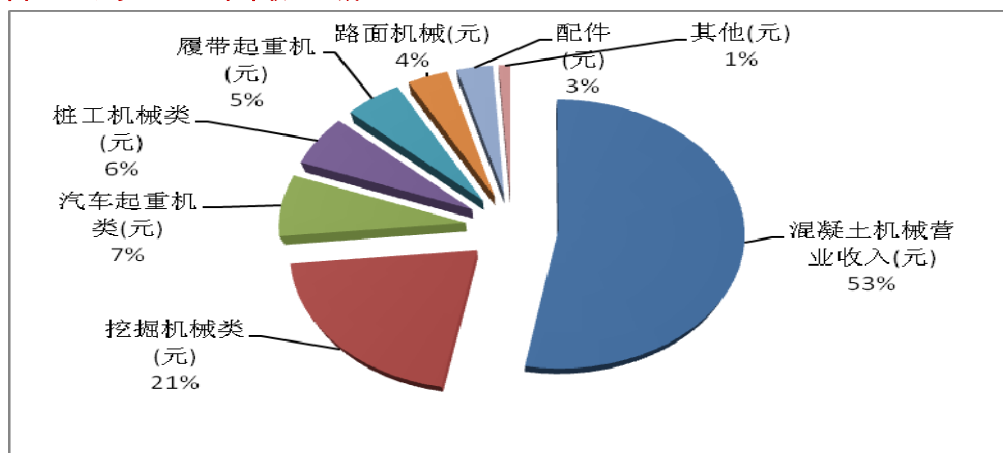
资料来源：Wind 资讯；东方证券研究所

● 产品链的拓展造就了中国的“三一”。

公司起步于混凝土机械，依托集团做为孵化器，逐步拓展了路面机械、履带式起重机、桩工机械、挖掘机、汽车起重机。其中混凝土机械、桩工机械、履带起重机为国内第一品牌；混凝土泵车全面取代进口，国内市场占有率达 57%，为国内首位，且连续多年产销量居全球第一；新注入的挖掘机和汽车起重机正在迅速做大做强，已经成为公司高增长的重要引擎。2010 年，公司销售规模将突破 300 亿，公司有信心在“十二五”计划的五年结束时，将销售规模提升到 3000 亿，从而强化了公司中国工程机械龙头企业的地位。

公司 2010 年上半年收入 169 亿，其中混凝土机械在总收入中占到 53% 的比例，同时也是利润主要来源，占总营业利润的 59%，主要包括拖式混凝土输送泵、混凝土泵车等混凝土施工机械。挖掘机是公司第二大产品，占总收入的 20%，营业利润的 17%，起重机时第三大产品，占销售收入的 13%，营业利润的 9%。路面机械包括全液压振动压路机、沥青摊铺机等高等级路面施工机械，占销售收入的 3.6%，营业利润的 3%；桩工机械主要包括旋挖钻机等，占收入及营业利润比率分别为 6% 及 8%。

图八：公司 2010 上半年收入组成

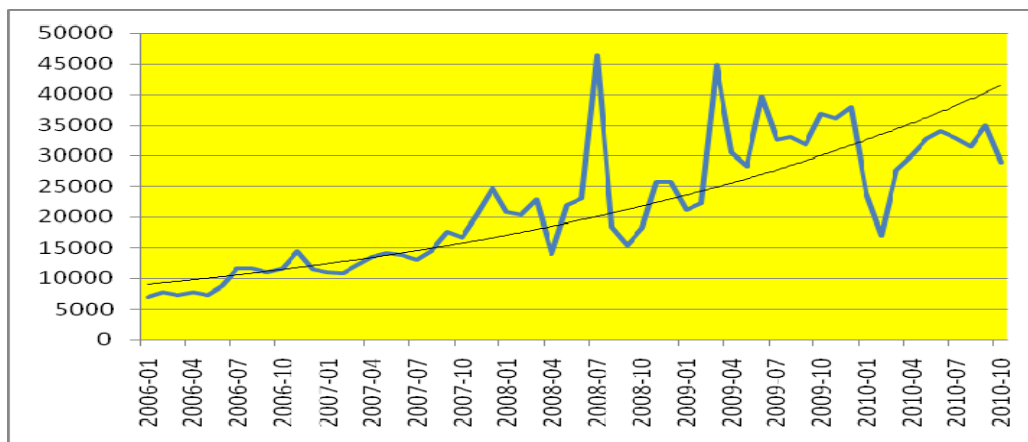


资料来源：Wind 资讯；东方证券研究所

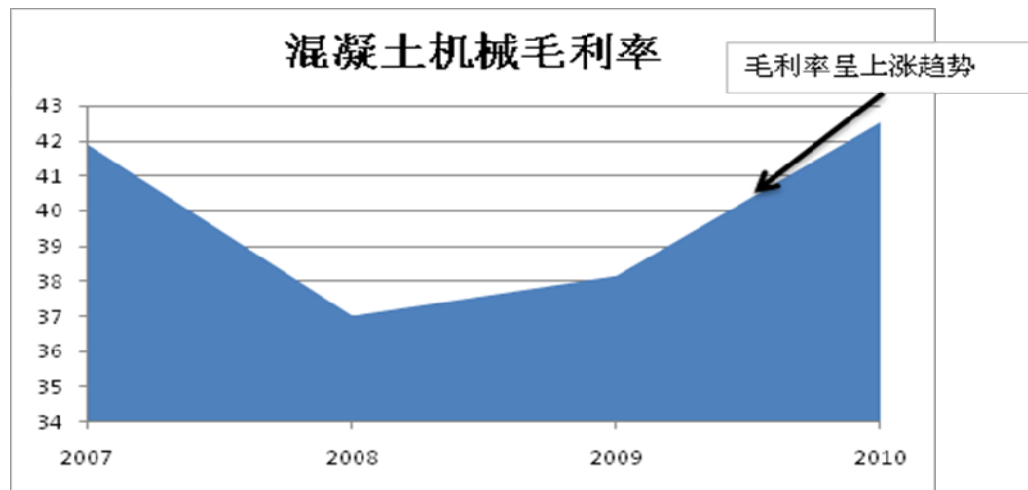
◆ 公司混凝土机械占据半壁江上

混凝土泵车，搅拌车等混凝土机械是公司的主导产品，与中联重科瓜分市场，成为寡头统治。公司自主研发的 72 米臂架泵车刷新了世界纪录，成为建设摩天大楼的首选混凝土机械。公司生产制造的混凝土机械产品目前为国内第一品牌，主导产品混凝土泵车已全面取代进口品牌，国内市场占有率达 56%，居国内首位，且连续三年产销量居全球第一。09 年我国的商品混凝土产量达到 4.17 亿立方米，人均指标 0.2-0.3 立方米，与发达国家相比仍有巨大的差距。未来商品混凝土的发展会直接增加对混凝土机械的需求。

07 年以来混凝土机械的销量持续保持高位运行，同时该行业的毛利率处于较高的水平。三一重工出色的液压件国产化率，以及规模化效应，较强的管理能力和高效的管理制度保证了较高的产品利润率。2010 年上半年公司混凝土机械毛利率创下历史新高的 42.54%，高出主要竞争对手中联 10 个百分点，显著高于其他工程机械产品 20% 左右的毛利率，混凝土机械营业收入 87.7 亿，同比激增 117%，可见公司核心产品高销量、高利润率保证了公司未来的营业收入和业绩增长。

图九：混凝土机械产量


资料来源：Wind 资讯；东方证券研究所

图十：三一重工混凝土机械毛利率


资料来源：Wind 资讯；东方证券研究所

◆ 三一泵送优质资产注入

11月9日公司四届五次董事会决议以低于标的股权的价格收购三一泵送剩余的4.65%的股权，收购完成后，三一泵送将成为公司的全资子公司，公司将合并报表。三一泵送以混凝土机械产品和配件开发、生产、销售为主业的专业企业，是三一集团旗下的核心企业。本次收购虽然不会对公司的经营产生实质性的影响，但是有利于优化资源配置，降低管理成本，提高管理效率。

◆ 挖机、起重机注入新动力

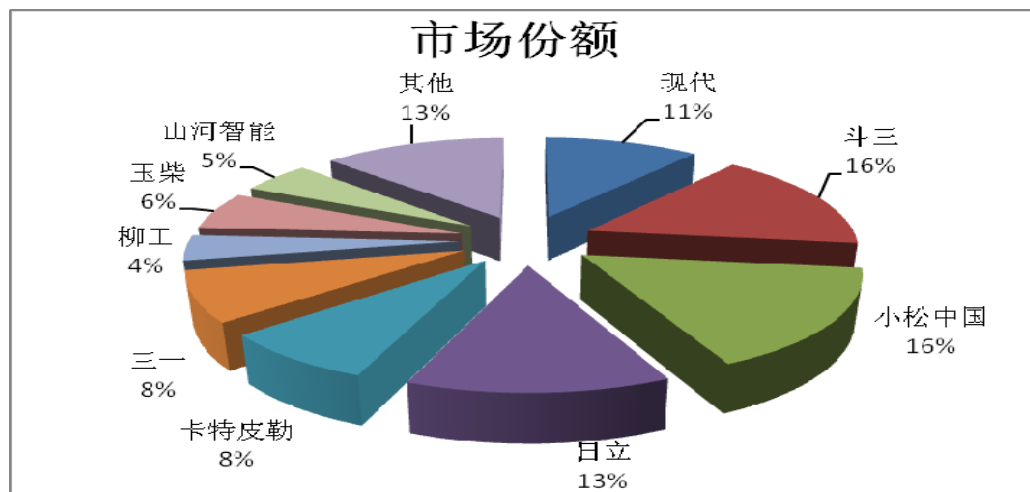
公司在09年完成三一重机的挖掘机注入后，在国内市场处于领先地位，三一重机08年09年业务利润率呈翻倍增长，今年公司承诺净利润不低于4.5亿元。在完成对三一汽车和湖南汽车的收购后，公司主营业务新增了汽车起重机和挖掘机两块，产品结构进一步优化，公司的竞争力大幅提升。

1) 挖掘机作为土方机械，主要应用于公路、水利、铁路、矿山建设，这四个行业的需求约占全部需求的70%。挖掘机相对装载机效率更高、更节能，并且能够实现装载机的全部功能，并具备装载机

所没有的功能。我国已经成为世界最大的大中挖掘机主流市场之一。我国挖掘机主要以基础建设为主。我国目前的公路铁路建设给挖掘机带来了旺盛需求。

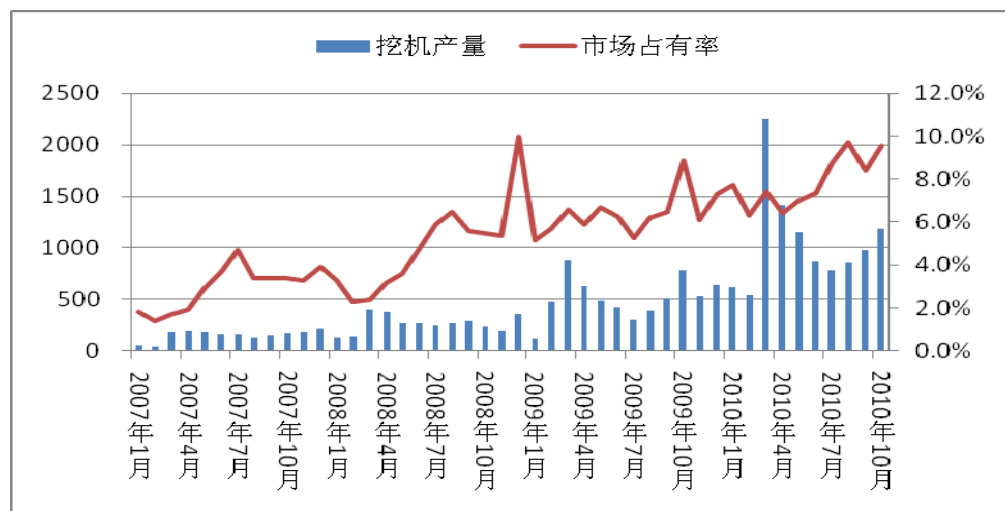
国内目前的挖机市场主要由外资品牌占据主导地位。国产品牌包括三一重工、玉柴重工、山河智能、徐挖、柳工、厦工、福田雷沃等企业，共计占 24.11% 的市场份额，三一、柳工等各占市场份额 8%、4% 左右，进口替代空间较大。数据显示，国内挖掘机市场已基本摆脱对进口机械的依赖，国内生产产品占据了主导地位，并且增长速度较快。

图十一：挖掘机 2010 年平均市场份额



资料来源：Wind 资讯：东方证券

图十二：挖掘机产量和市场占有率



资料来源：Wind 资讯：东方证券

2) 公司收购了三一汽车，整合加入了汽车起重机产品，丰富了公司起重机产品线。公司预计 2010-2014 年三一汽车的营业收入年复合增长率超过 25%，净利润年复合增长率超过 30%。

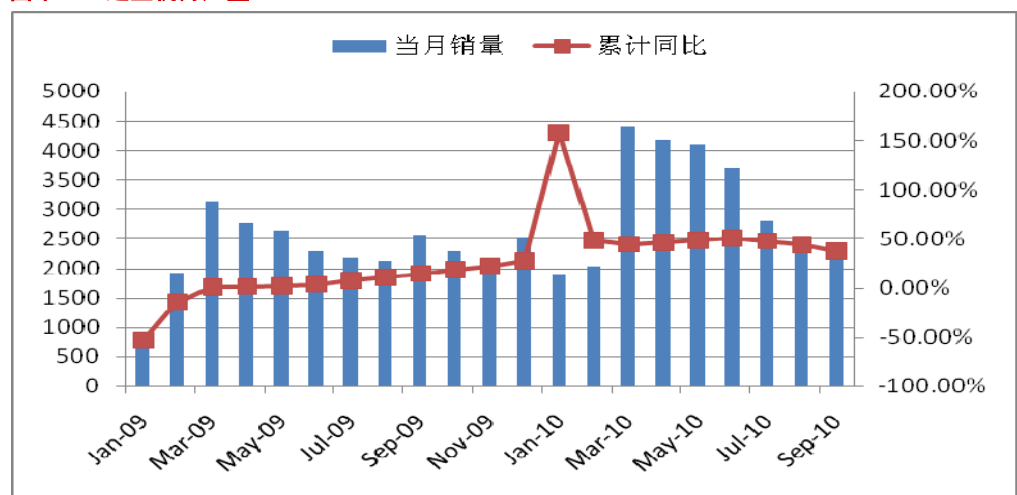
汽车起重机是装在普通汽车底盘或特制汽车底盘上的一种起重机。这种起重机的优点是机动性好，转移迅速。汽车起重机的底盘性能等同于同样整车总重的载重汽车，符合公路车辆的技术要求，因

而可在各类公路上通行无阻。此种起重机一般备有上、下车两个操纵室，作业时必需伸出支腿保持稳定。起重量的范围很大，可从8吨~1000吨，底盘的车轴数，可从2~10根。是产量最大，使用最广泛的起重机类型。

公司的产品以履带式起重机为主，主要由全资子公司上海三一科技有公司生产，是国内最大的履带起重机制造基地。国内能生产全路面起重机的厂家只有几家龙头工程机械公司，产品吨位集中在200吨左右，且年生产能力不超过100台。大吨位履带起重机产能严重不足，300吨及以上的履带起重机国内厂家的生产能力不足50台，而1000吨及以上超大吨位的产品仍然依靠进口，大吨位产品是未来发展的重要方向，公司在这方面已经占据先机，同时智利矿工的营救过程使用的起重机之一就是三一重工的履带起重机，从而赢得了公司高品质产品的美誉。

公司2010年出资20.59亿元，收购三一汽车100%股权。三一汽车系由三一集团和易小刚于2003年投资设立，注册资本32880万元，三一集团持有三一汽车98.24%股权，易小刚持有三一汽车1.76%股权，总资产为28.69亿元，总负债为23.94亿元，净资产为4.75亿元。三一汽车起重机的定位是面向以欧美市场为主的国际市场、面向以大吨位为主的高端产品企业。本次收购后公司的产品线将更加齐全，通过充分发挥各种产品间的协同效应，三一重工的市场竞争力和市场占有率将得到进一步提升。

图十三：起重机月产量



资料来源：Wind 资讯：东方证券

◆ 百亿资金大手笔建研发中心，提升核心竞争力

珠海市政府与三一集团于11月14日举行了“港口机械、海洋工程装备及工程船舶制造产业园项目”协议签字仪式，将在珠海投资100亿元人民币，建设全球研发制造中心。该项目选址珠海高栏港经济区，分为港口机械、海洋工程装备及工程船舶制造3大业务板块，建成投产后年产值将达到300亿元以上。

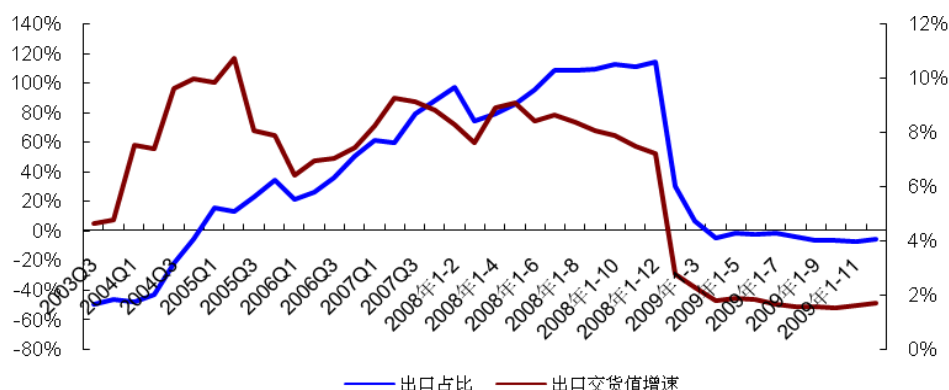
世界的“三一”依靠的是强大的技术研发团队支撑现有技术和产品的改进与升级，使三一的产品成为世界级的产品，保障了三一在国内乃至世界市场上的领先地位。

图十四：强大的研发能力是提供高品质产品的根本保障

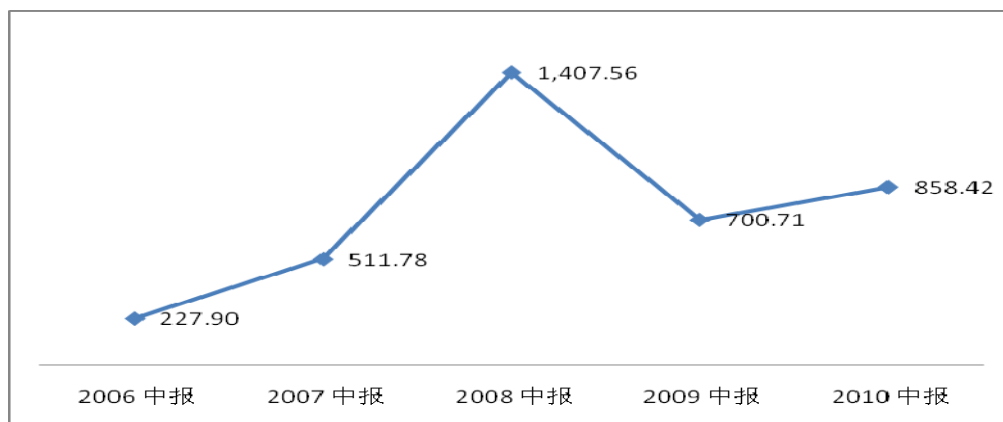

资料来源：三一重工集团网站

2、国际化布局正在造就世界的“三一”

“中国制造”已经开始形成“中国优势”，凭借着这种优势，我国工程机械产品正在大踏步的走向世界。公司是国内率先走出去的业内企业，三一集团是全球工程机械制造商 50 强，在全球有 30 个海外子公司，业务覆盖达 150 个国家，产品出口到 110 多个国家和地区，已在印度、美国、德国、巴西相继投资建设工程机械研发制造基地。依托集团实现国际化布局，大力拓展国际市场，中国的三一，正在成为世界的三一。公司产品的国外销量，逐年稳步提升，除了 08 年金融危机背景下的不正常飙升外，在 09 年整个工程机械行业销量略微走低的背景下，10 年恢复了增加，在国际工程机械行业已经成为了一个重要的力量。

图十五：工程机械出口占比与出口交货值增速


资料来源：Wind 资讯：东方证券

图十六：公司产品国外销量（百万）


资料来源：Wind 资讯；东方证券

◆ 三一不同的国际化道路

中国的公司在选择对外扩张时，很多都会选择并购的路子，以达到“借船出海”的目的。中联重科、徐工走的都是这条路，而三一是一个不走寻常路的企业，有着过人的胆识和远见，以及强大的资金实力。三一重工选择直接对外投资，逐步实现产品和品牌的本土化。

三一的国际化道路有三个方面的好处。一是进入门槛低，当今各国都很欢迎，并且出台优惠政策外国企业在本国新建企业（除对东道国产生不利影响较大的企业），因为此种对外直接投资对于被投资国而言能更好促进就业，增加税收。金融危机以来，各国对进口产品设置的门槛越来越高，本地化生产却可以绕开这些贸易壁垒。二是管理难度小，相对于跨国并购，公司需要数年的时间来整合资源，消化吸收原公司，对外直接投资是国内企业的资源注入，一般来说维持正常生产、经营的难度不大。三是可以有效降低采购和运输成本，三一采购的汽车底盘、油泵、发动机等四大关键零部件中，大多采自美国、德国，在这些国家的项目建成后，零部件采购环节可以免去一部分关税，产品实现本地化生产后，还可以大大节省销售环节的运输成本。

表二：公司历年来对外重要投资项目

印度基地	2006 年 11 月 23 日，三一与印度马哈拉施特拉邦政府签订协议，由三一在孟买附近的普纳投资 6000 万美元建设工程机械制造基地。这是截至当前中资企业在印度最大的一笔直接投资。该基地已于 2009 年 10 月 5 日竣工投产
美国总部	2007 年 9 月 12 日，三一与美国乔治亚州政府在亚特兰大市签署投资 6000 万美元的协议。三一重工在亚特兰大市附近的桃树城购买 200 英亩土地，建设三一美国总部和研发、制造中心，研制、生产大型工程机械设备，计划在 5 年内达到 5 亿美元的产能。
德国欧洲总部	2009 年 1 月 29 日，三一在德国投资 1 亿欧元建设欧洲总部和研发生产中心的协议在德国总理府签署，这也是迄今为止中国企业在欧洲最大规模的投资，基地建成后将形成年产工程机械产品 3000 台能力，年销售收入达 3.5 亿欧元。
巴西科研基地	2010 年 2 月 26 日，公司与巴西圣保罗州政府达成投资 2 亿美元在该州建设工程机械生产基地的计划。该基地明年上半年投产。建成后主要生产挖掘机、履带吊、汽车起重机，预期 5 年内年销售收入达到 5 亿美元，10 年内达到 20 亿美元。这是三一重工投资海外的第四个大型科研生产基地。
期待中的非洲	未来，三一下一步将建设一个非洲基地，到那时，三一的全球化布局将基本完成

资料来源：三一集团官方网站

在完成以上投资项目建设后，公司就将完成了在印度、美国、德国、巴西和非洲各拥有一个基地的全球化布局，公司各大基地都具有负责一个较大区域内的研发和生产功能，但美国和德国的基地将更加专注于研发，而印度、巴西和非洲基地将更多偏重于生产。公司预计到 2012 年主营收入要超过 1000 亿元，到时出口收入要占总收入 50% 以上的比重。

三、 财务分析

1. 盈利预测：

- a) 公司的成长性来源于挖掘机市场和汽车起重机市场的不断开拓和公司海外生产基地的陆续投产带来销售规模的迅速扩充。按照过去五年公司相对于行业的表现和公司披露的发展目标、设计产能，我们预测未来三年产品的销售情况。
- b) 工程机械行业受益于基建持续建设的拉动和产业区域化振兴的提振，行业增速维持在 17%-25% 左右。基础建设投资的增速在 20%-25%，中小企业贷款适当稳定，全年信贷投放量并不发生冲击性的改变。

表三：公司的盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1374525.61	1649587.93	3300533.72	4409977.13	5432531.73	6379381.68
增长	50.30%	20.01%	100.08%	33.61%	23.19%	17.43%
混凝土机械类	679077.84	947489.77	1563358.13	2032365.56	2438838.68	2804664.48
		39.53%	65.00%	30.00%	20.00%	15.00%
挖掘机		403200	645120	967680	1257984	1509580.8
			60.000%	50.000%	30.000%	20.000%
汽车起重机		145000	333500	500250	650325	780390
			130.00%	50.00%	30.00%	20.00%
路面机械类	76473.39	69050.07	113932.62	148112.41	177734.89	204395.12
		-9.71%	65.00%	30.00%	20.00%	15.00%
起重机类	240200.10	273777.50	191644.25	220390.88	264469.06	304139.42
		13.98%	-30.00%	15.00%	20.00%	15.00%
旋挖钻	92693.64	111709.99	184321.48	239617.92	287541.50	330672.73
配件类	48205.12	57812.72	92500.35	120250.46	144300.55	173160.66
其他机械类	50989.67	46576.08	58220.11	72775.13	90968.92	109162.70
材料让销售	173343.89	126080.68	88256.48	61779.53	43245.67	30271.97
租赁	5164.76	5836.30	11672.61	23345.22	46690.44	93380.88
其他	8377.19	11254.82	18007.71	23410.02	30433.02	39562.93
其他业务	186885.85	143171.80	117936.79	108534.77	120369.14	163215.78

资料来源：东方证券研究所

2. 风险提示:

宏观经济的不确定性

公司生产的混凝土机械、挖掘机、起重机、路面机械等核心产品广泛用于国防建设工程、交通运输建设，能源工业建设和生产、矿山等原材料工业建设和生产、农林水利建设、工业与民用建筑、城市建设、环境保护等领域，与国家基建项目的投资力度和房地产行业的景气程度息息相关。国家的相关经济刺激计划，以及对房地产行业的调控政策将对公司产品销量产生很大的影响。同时，如果全球经济进一步下滑，人民币继续升值，将影响公司产品的出口竞争力。

原材料产品的价格影响

钢铁等原材料的价格波动也会影响公司的毛利率，从而影响公司的盈利能力。最近一段时间，铁矿石进口价格不断攀升，导致钢铁企业呼吁联合涨价，预计将影响到三一产品的毛利率。

五、估值与投资评级

相对于中小板和创业板，公司估值水平偏低，具有较大的价值回归潜力。

表八：估值比照分析

（倍）	2009PE	E2010PE
全部 A 股(非 ST)	22.14	16.73
沪深 300	17.90	14.11
中小企业板	53.76	37.61
创业板	71.00	49.89
三一重工	51.98	20.33

资料来源：Wind 资讯、东方证券研究所

公司产品定位高端的行业龙头地位，产品链的拓展，国际化的布局铸就了其巨大的潜力，我们预计公司未来三年净利润的复合增长率为 22.83%。

我们上调公司盈利预测和目标价，给予公司股价 0.8 倍 PEG 和 18.26 倍 PE 的估值水平，对应 2011 年预测 EPS 的合理股价为 27.62 元，目前股价低估，维持公司买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）							现金流量表（人民币百万元）					
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	16495.	33005.	44099.	54325.	63793.		税后利润	1962.58	5732.62	7655.96	9281.15	10622.5
营业成本	11161.	20835.	28021.	34843.	41303.		经常性现金支出	453.48	851.16	804.08	841.11	853.20
主营业务税金及	49.10	67.52	98.37	124.58	142.33		非经常性现金支	20.37	(7.39)	22.59	22.76	24.73
销售费用	1680.7	2970.4	3880.7	4671.9	5422.4		营运资金变动	(372.69)	(4161.7)	(2841.9)	(3130.7)	(3265.6)
管理费用	770.65	1691.8	2229.7	2724.5	3219.8		少数股东损益	407.38	566.96	757.18	917.92	1050.58
财务费用	88.69	115.98	51.59	(34.03)	(141.63)		经营活动现金净	2471.13	2981.59	6397.84	7932.17	9285.42
营业利润	2745.6	7323.5	9817.3	11994.	13847.		资本开支	1005.42	1962.27	933.28	432.81	224.37
非经常性损益	(116.70)	(164.93)	(147.11)	(134.91)	(114.19)		其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	2628.9	7158.6	9670.2	11859.	13733.		投资活动现金净	(1103.9)	(1947.2)	(913.78)	(407.46)	(191.41)
所得税	258.94	859.03	1257.1	1660.3	2059.9		贷款增加	(811.93)	(66.78)	(63.44)	(60.27)	(57.26)
净利润	2369.9	6299.5	8413.1	10199.	11673.		支付股利利息	(399.43)	469.29	(437.19)	(828.50)	(1834.9)
少数股东损益	407.38	566.96	757.18	917.92	1050.5		其他融资	(831.38)	18.45	(25.30)	(60.74)	(63.50)
归属母公司净利	1962.5	5732.6	7655.9	9281.1	10622.		筹资活动现金净	(1227.8)	2157.86	(977.05)	(949.52)	(1955.7)
EPS（元/股）	1.32	1.13	1.51	1.83	2.10		现金净流量	139.37	3192.18	4507.02	6575.20	7138.27
							现金期初余额	2937.56	3076.93	6269.10	10776.1	17351.3
资产负债表（人民币百万元）							现金期末余额	3076.93	6269.10	10776.1	17351.3	24489.5
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E							
货币资金	3076.9	6269.1	10776.	17351.	24489.		比率分析					
应收账款票据	4201.6	8559.3	11348.	14006.	16452.			2009	2010E	2011E	2012E	2013E
存货	2939.5	5494.2	7914.4	10528.	13286.		增长能力					
交易性金融资产	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58		营收增长率(%)	20.01%	100.08	33.61%	23.19%	17.43%
流动资产合计	10732.	21571.	31623.	43824.	56560.		EBITDA 增长率	41.82%	154.43	30.48%	20.78%	14.18%
长期投资	206.67	206.67	206.67	206.67	206.67		EBIT 增长率(%)	41.95%	162.48	32.66%	21.19%	14.59%
固定资产	2949.3	5378.3	4962.2	5279.7	5187.3		净利润增长率	60.74%	165.81	33.55%	21.23%	14.45%
在建工程	1063.2	126.32	1012.6	601.26	360.13		盈利能力					
可供出售金融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		毛利率(%)	32.34%	36.87%	36.46%	35.86%	35.25%
非流动资产合计	5104.4	6527.2	6938.4	6815.6	6446.6		净利率(%)	14.37%	19.09%	19.08%	18.77%	18.30%
资产总计	15837.	28098.	38561.	50640.	63006.		EBITDA 利润率	18.92%	24.06%	23.50%	23.04%	22.40%
							ROA(%)	14.96%	22.42%	21.82%	20.14%	18.53%
循环借款	1401.5	1158.4	707.30	707.30	707.30		ROE(%)	28.61%	38.61%	35.24%	31.20%	27.58%
应付账款	1780.5	3408.9	4517.7	5609.7	6649.0		ROIC(%)	30.68%	47.59%	46.49%	48.64%	30.97%
预收账款	441.42	825.13	1261.6	1472.0	1738.4		偿债能力					
其他应交款	334.51	926.55	1328.3	1792.6	2192.3		资产负债率(%)	47.69%	41.94%	38.10%	35.46%	32.83%
流动负债合计	5518.7	9816.4	12787.	16113.	18902.		流动比率(倍)	1.94	2.20	2.47	2.72	2.99
非流动负债合计	2033.6	1966.8	1903.3	1843.1	1785.8		速动比率(倍)	1.32	1.51	1.73	1.95	2.17
负债合计	7552.3	11783.	14690.	17956.	20688.		价值评估					
股本	1488.0	5062.4	5062.4	5062.4	5062.4		P/B(倍)	7.28	7.53	5.18	3.80	2.95
资本公积	721.11	3246.3	4777.5	6633.7	8758.2		P/E(倍)	27.91	19.70	14.75	12.17	10.63
未分配利润	4619.1	5707.3	10603.	16191.	22133.		EV/收入(倍)	3.30	3.31	2.36	1.79	1.41
股东权益	8284.6	16315.	23871.	32684.	42318.		EV/EBITDA(倍)	17.44	13.74	10.04	7.79	6.32
负债和股东权益	15837.	28098.	38561.	50640.	63006.		EV/EBIT(倍)	19.20	14.66	10.55	8.15	6.58

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn