

强烈推荐-A (维持)

三一重工 600031.SH

目标估值: 36.00 元

当前股价: 25.68 元

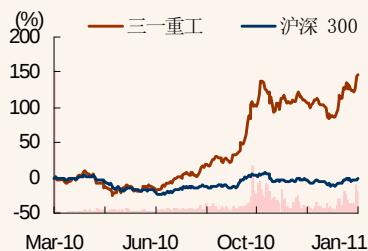
2011 年 3 月 12 日

基础数据

上证综指	2933
总股本(万股)	506247
已上市流通股(万股)	468720
总市值(亿元)	1278
流通市值(亿元)	1184
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	47.6
资产负债率	62.7%
主要股东	三一集团有限公司
主要股东持股比例	26.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	94	144
相对表现	7	81	146



相关报告

- 1、三一重工—品质改变世界 创新铸造成功 2009.2.27
- 2、三一重工—A 股估值偏低 拟海外融资实施国际化战略 2010.4
- 3、三一重工—完成股改承诺 走向国际市场 2010.4
- 4、三一重工(600031)-成长与盈利超预期,上调业绩预测 2010.8

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

战略全球化 估值国际化

本篇报告发在三一重工千亿市值之后,重点讨论公司战略、成长性与国际化。历史上工程机械一直被当成强周期性行业,估值一直很低。高成长的三一是中国高端装备制造的代表,发行 H 股能否给予公司一次重新定价的机会,拭目以待。

- **三一重工:战略前瞻决胜未来。**三一重工的成功得益于前瞻性战略,每次在行业成长出现分歧的时候,三一重工均果断决策,扩大产能、研发新产品、海外低成本扩张等。我们将三一重工的战略总结为三大类:创新战略、产品战略、全球战略。
- **工程机械行业仍保持稳健成长,“十二五”目标规划 9000 亿。**过去十年工程机械行业大发展主要是受益于城镇化、高铁建设、西部开发、劳动力替代等因素影响。未来行业的发展同样与国家财政规划及宏观经济密不可分,本文从政府投资(铁路公路城轨规划、保障房规划、水利建设新农村)、民间投资(房地产、制造业、采矿投资)等几个方面来分析预测工程机械需求。
- **混凝土机械屡创新高,中国是全球最大的市场。**国内泵车市场保有量约在 2 万台左右,并且主要分布在东部地区。西部省市混凝土产量占比还非常低,随着西部高铁建设推进,水利建设规划也集中在中西部,我们预计西部市场需求将成倍增长,到 2014 年高铁基本竣工全国保有量有望达到 4-5 万台。
- **打造本土挖掘机第一品牌。**2011 年昆山挖掘机产能提高到 3 万台,今年一季度三一挖掘机销售有望实现翻倍,再次超预期。2011 年公司挖掘机的销售目标是行业第一,这个原来我们认为是不可能实现的目标,即将被一步步实现。当然,挖掘机销售奇迹归因于质量提升、精益制造、销售服务网络建设。
- **维持“强烈推荐-A”评级。**预计 2010-2012 年 EPS 为 1.12、1.74、2.3 元,假设发行 H 股总股本增加 12%,11-12 年 EPS 1.55、2.05 元。目前卡特彼勒的市值约 4370 亿人民币,今年 PE 在 20 倍以上。按照全球可比公司 20 倍 PE 计算,拥有全球最大市场并迈向国际化的三一重工估值应为 36 元。
- **风险提示:**原材料价格和汇率的波动对成本的负面影响;高铁竣工后可能面临国内投资需求回落;增长过快伴随着管理与服务跟不上。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	13745	16496	32259	49181	64919
同比增长	50%	20%	96%	52%	32%
营业利润(百万元)	1532	2624	6813	10609	13985
同比增长	-26%	71%	160%	56%	32%
净利润(百万元)	1232	1963	5658	8801	11596
同比增长	-23%	59%	188%	56%	32%
每股收益(元)	0.83	1.32	1.12	1.74	2.29
PE	31.0	19.5	23.0	14.8	11.2
PB	6.5	5.1	8.8	6.2	4.5

资料来源:招商证券;注:未考虑发行 H 股增加总股本。

正文目录

一、三一重工：战略前瞻决胜未来	4
1、成长路径分析	4
2、三大战略剖析	5
3、里程碑事件勾勒三一成长轨迹	6
二、工程机械行业将保持稳健成长	7
1、高铁带动城镇化 水利建设新农村	7
(1) 2011 年政府投资尚未下降	7
(2) 出口复苏，民间投资也正在回升	9
2、融资租赁服务的发展成为营销的利器	10
3、工程机械行业“十二五”相关规划	11
三、三一重工未来两年成长性分析	12
1、混凝土机械屡创新高，中国是全球最大的市场	12
(1) 我国是混凝土机械需求大国	12
(2) 三一混凝土机械受益于水利、高铁和保障房建设	13
(3) 混凝土机械中西部需求即将崛起	14
2、打造本土挖掘机第一品牌	14
(1) 解决挖掘机产能瓶颈，2011 年增长将领先行业	14
(2) 精益制造提升管理和盈利水平	15
3、汽车起重机七年凤凰涅槃	16
(1) 汽车起重机发展经历艰辛	16
(2) 汽车起重机发展目标	16
(3) 汽车起重机市场将重新瓜分	16
4、三一重工剑指全球工程机械龙头	17
(1) 全球工程机械市场强劲复苏	17
(2) 国外四大生产基地已开始建设	18
四、业绩预测及估值讨论	19
1、主要的业绩预测假设	19
2、估值比较及投资建议	20
3、风险因素	20

图表目录

图 1: 三一重工营业收入及增长示意图	4
图 2: 三一重工净利润及增长示意图	4
图 3: 三一重工成长路径示意图	4
图 4: 三一重工的品牌战略管理示意图	5
图 5: 中国工程机械行业增长示意图	7
图 6: 高铁竣工里程示意图	8
图 7: 2011 年在建及计划开工的铁向西部东北地区延伸	9
图 8: 制造行业固定资产投资回升	10
图 9: 煤炭行业固定资产投资回升	10
图 10: 货币供应量 M1 与房地产投资增速（当年累计）示意图	10
图 11: 我国商品混凝土产量增长示意图	12
图 12: 过去四年三一重工泵车销量示意图	12
图 13: 三一重工过去四年混凝土机械盈利水平变化示意图	13
图 14: 2010 年中国商品混凝土产量区域分布示意图	13
图 15: 三一重工与中联重科营业收入比较	14
图 16: 三一重工泵车月度销量示意图	14
图 17: 2010 年国内市场挖掘机市场占有率比较	15
图 18: 三一重工汽车起重机销量示意图	15
图 19: 三一重工挖掘机销量示意图	15
图 20: Caterpillar 经销商指数	17
图 21: 三一重工历史 PE Band	20
图 22: 三一重工历史 PB Band	20
表 1: 部分公布的西部三省铁路建设规划	8
表 2: 工程机械行业重点上市公司产品与市场份额变化	17
表 3: 三一重工营业收入及盈利假设表	19
附: 财务预测表	23

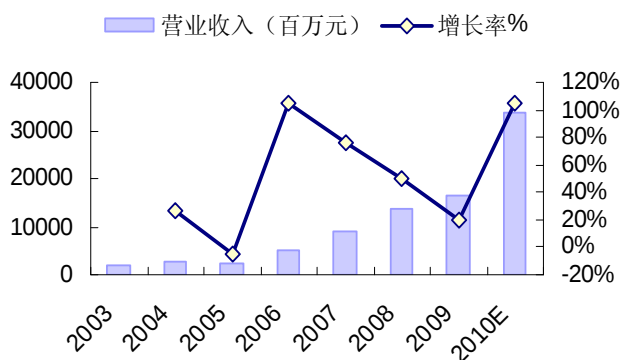
一、三一重工：战略前瞻决胜未来

1、成长路径分析

三一重工上市八年来，营业收入从 2003 年的 20 亿元增长到 2010 年（预测）的 330 亿元左右，营业收入与净利润年复合增长达到 50% 左右。

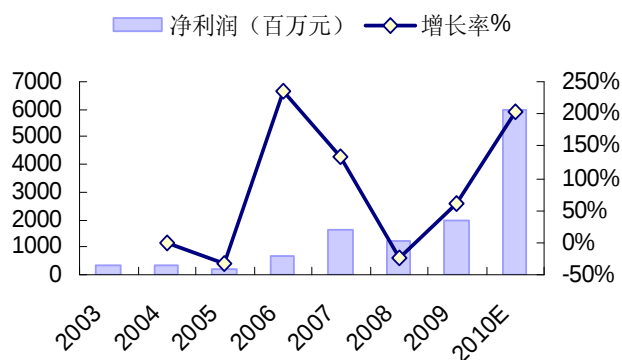
简单概括：成长动力之一来自于中国基础设施和城镇化浪潮，港口公路建设、住房商品化改革、高铁建设、西部大开发、新农村建设、保障房建设推动了工程机械行业产值从 21 世纪之初的 500 亿成长到 2010 年的 4300 亿元；成长动力之二来自于集团的新产品孵化和注入，2007 年、2009 年、2010 年分别注入了旋挖钻机、挖掘机和汽车起重机。

图1：三一重工营业收入及增长示意图



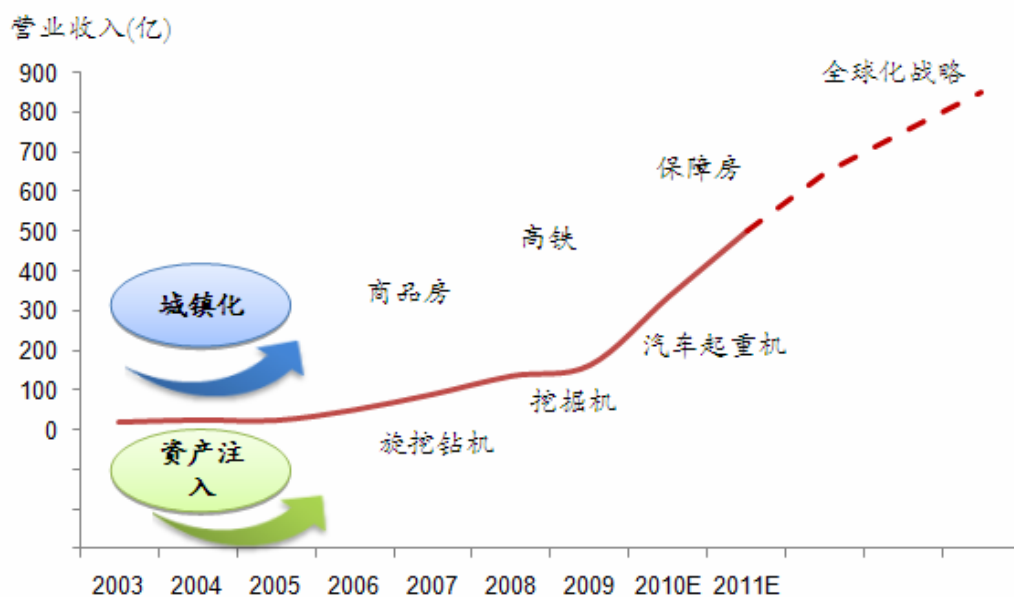
资料来源：公司财务报告，招商证券研发中心

图2：三一重工净利润及增长示意图



资料来源：公司财务报告，招商证券研发中心

图3：三一重工成长路径示意图



数据来源：招商证券研发中心

2、三大战略剖析

图4：三一重工的品牌战略管理示意图



数据来源：招商证券研发中心

三一重工的成功得利于前瞻性战略，每次在行业成长出现分歧的时候，三一重工均果断决策，扩大产能、研发新产品、海外低成本扩张等。我们将三一重工的战略总结为三大类：创新战略、产品战略和全球战略。

创新战略包括“一帮”、“两化”、“三核心”。“一帮”是帮助员工成功，三一不仅创造亿万富翁的高管，还帮助员工实现梦想，对核心销售团队和技术人员的激励是国有企业难以实现的。“两化”是指一体化和国际化，其中一体化是指产业链建设，三一目前产品60-70%的零部件都是外协，公司控制核心零部件制造和总装，并培育一些供应商或经销商，并将向上下游产业链进行延伸，加强产业链建设。“三核心”是指技术创新、销售服务和核心零部件攻关。2010年三一重工“工程机械技术创新平台建设”项目荣获国家科学技术进步二等奖。

产品战略：三一重工以自主研发为主、集团孵化注入为辅，产品系列包括了混凝土机械、挖掘机、路面机械、起重机、桩工机械，其中混凝土机械、桩工机械、履带起重机械为国内第一品牌，混凝土泵车全面取代进口，国内市场占有率达56%，挖掘机今年有望成为中国第一品牌。

全球化战略：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，海外拥有30家子公司，业务覆盖达150个国家，产品出口到110多个国家和地区。2010年12月20日三一印度产业园第一台挖掘机下线，2011年1月18日三一巴西第一台挖掘机SY215下线。

《三一集团五年规划（2011-2015）》提出了愿景目标：“到2015年，三一集团将拥有超过20万名全球员工，销售规模突破3000亿的国际性企业！五年以后，美国工厂、德国工厂、印度工厂、巴西工厂均已投产，世界排名有望超越卡特彼勒，跃居行业第一品牌。”

3、里程碑事件勾勒三一成长轨迹

回顾三一重工的里程碑事件可以清晰地看到公司的战略演变路径:产品线的扩张和全球战略布局。

2000 年,三一重工主导产品拖泵、泵车的市场占有率达到 42%和 27%。

2002 年,三一重工在香港国际金融中心创下单泵垂直泵送混凝土 406 米的世界纪录。

2003 年,三一重工成功上市;

2004 年,整合营销网络和营销能力;推进 OA 信息自动化办公、MRPII、服务呼叫中心。

2005 年,拖泵通过 CE 认证;履带起重机成功下线;成立服务呼叫中心;投放大排量长臂架泵车,当年市场占有率由 2004 年的 49%提升到 59%。

2006 年出口业务发展迅猛,已覆盖 132 个国家,产品出口 60 个国家;履带起重机形成了 50-400T 系列产品规模;66 米世界最长臂架泵车成功下线;在印度投资 6000 万美元建设工程机械生产基地。

2007 年完成增发 3200 万股收购北京三一重机 100%的股权;900 吨履带起重机研制成功;10 月,由三一重工自主研制的 66 米臂架泵车问鼎吉尼斯世界纪录;2007 年 12 月,三一重工在上海环球金融中心以 492 米再次创造单泵垂直泵送的世界新高。

2008 年底,三一推出 72 米世界最长臂架泵车,实现了对混凝土泵送技术的又一次跨越。

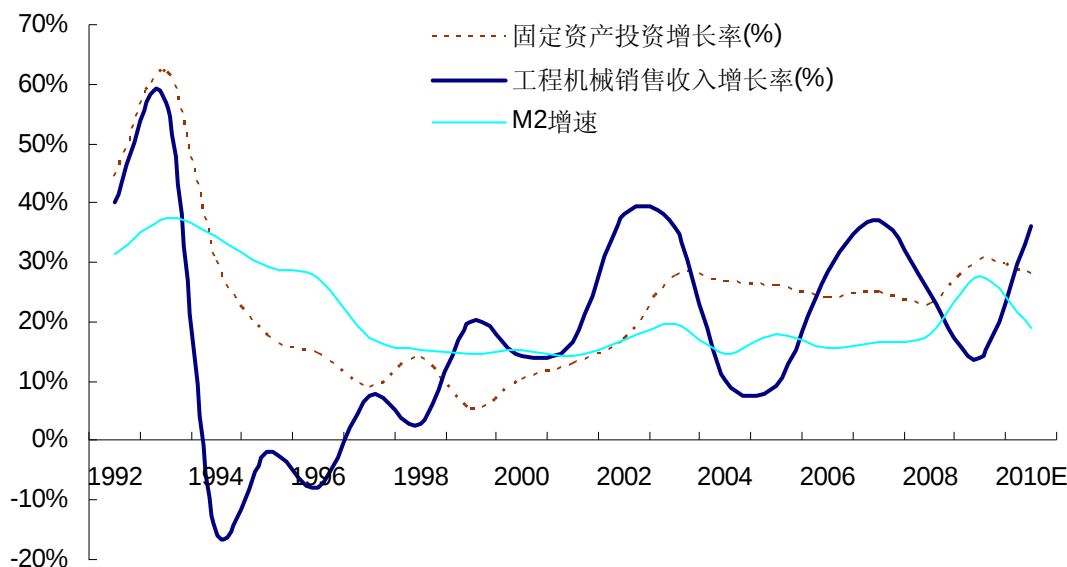
2009 年,收购三一重机,挖掘机资产注入三一重工;1 月三一投资 1 亿欧元建欧洲研发制造基地,这是迄今为止中国在欧洲最大的一笔实业投资项目;6 月 25 日,三一泵将高标号混凝土送至 490 米的高度,以高超的混凝土泵送技术铸就了香港第一高楼——香港环球贸易广场;10 月 23 日,三一胜奔驰“中国知识产权第一案”海外告捷。

2010 年,收购汽车起重机 2 月三一重工 2 亿美元投资巴西建设工程机械制造基地,这是继在印度、美国、德国投资建厂后,三一进军国际市场的第四站,也是目前公司最大金额的一笔海外投资,意味着三一全球布局的基本完成。3 月 3 日,中国首台千吨起重机在三一宁乡产业园下线。10 月,三一履带起重机参与智利国际大救援。三一挖机 2010 年销售超过 12000 台,三一被世界挖机第一品牌小松列为其头号竞争对手。

二、工程机械行业将保持稳健成长

1、高铁带动城镇化 水利建设新农村

图5：中国工程机械行业增长示意图



资料来源：招商证券研发中心

2010年工程机械行业销售规模达到4300亿元左右，在2009年高增长的基础上，同比大增36%左右，较十年前2000年增长了8倍！

过去十年工程机械行业大发展主要是受益于城镇化、高铁建设、西部开发、设备升级及更新等因素影响。未来的发展同样与政府的规划及宏观经济密不可分，本文从政府投资（铁路公路城轨规划、保障房规划、水利建设新农村）、民间投资（房地产、制造业、采矿投资）等几个方面来分析预测工程机械需求。

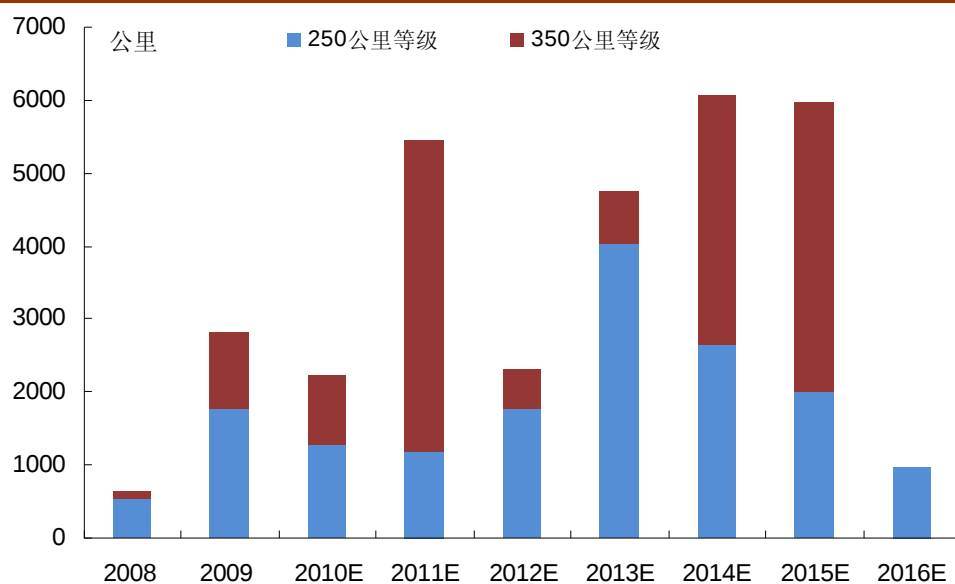
（1）2011年政府投资西进

- 2011年中国铁路固定资产投资总额为8500亿元，保持高位，虽然增速回落，但高铁投资拉动效应继续显现，包括对沿线省市房地产、旅游、新火车站及周边城镇建设。今年还将开工建设北京-沈阳、北京-张家口-呼和浩特、杭州-黄山、海南西环等高铁和上海-南通、库尔勒-格尔木、广东西部沿海铁路等15个高铁和城际铁路项目。西部三省青海、新疆、西藏的铁路基本规划都在160km/以下的，没在高铁规划这中，但是投资规模也比较下，公布的铁路建设见表1，今年预期开工的有2条。以新疆为例，包括兰新铁路第二双线、吐鲁番至库尔勒增建二线、库车西至俄霍布拉克、哈密至罗布泊、哈密货车南环线等在内共有7线14个铁路续建项目正在全面推进。“十二五”期间，新疆铁路建设投资将达到1200亿~1500亿，到2015年，铁路营业里程有望达到8200公里，是目前的两倍。虽然近期铁道部大力反腐，但是高铁的建设规划不可能改变！到“十二五”，我国基本建成快速铁路网（与高铁的范畴不同），营业里程4.5万公里。到2010年底，我国高铁运营里程达到8358公里，按目前的建设进程测算，1.6万公里的高铁建设规划将在2020年前提前完成，2014、2015年是高铁竣工的高峰期。

表 1: 部分公布的西部三省铁路建设规划

在建	里程 (公里)	设计时速 (公里/小时)	投资 (亿)	工期 (年)
喀和铁路	485		46	
吐鲁番至库尔勒段二线	334	200	86	5
兰新铁路第二双线	1776	200	1435	5
哈密至罗布泊	360		32	2
今年开工建设				
格尔木-敦煌	617	160	129	4
格尔木-库尔勒	1240	160	200	5
十二五计划建设或规划中				
格尔木-成都				
西宁到成都、	489		650	
西宁经西藏到云南昆明				
拉萨—成都二线				

资料来源: 招商证券研发中心整理

图 6: 高铁竣工里程示意图


资料来源及说明: 我们根据已公布的每一条高铁建设规划计算出上图中的竣工里程, 并且不断地更新, 2015年后尚未规划, 所以2016年下降幅度较大。

- “十二五”期间, 全国水利建设总投资规模约2万亿元, 相比“十一五”7000亿元, 投资规模是前5年的近3倍。今年中央一号文件和政府工作报告明确提出“大兴水利, 全面加强农业农村基础设施建设”。2010年我国水利投资是2000亿元, 2011年将翻倍, 并且每新增2000亿元水利投资将拉动整个水利产业链约7400亿元的投资, 包括2500亿元的上游产业, 2000亿元的下游产业以及2900亿元的其他产业投资。从各省市的“十二五”规划信息来看, 水利投资基本分布在中西部地区, 其中, 重庆市水利投入将达到700亿元, 湖北计划投入1189亿元, 福建投资1305亿元, 贵州水利建设项目总投资近1000亿元, 河南省1497亿元。中央一号文件

明确提出，“从土地出让收益中提取 10%用于农田水利建设”。水利建设将带动新农村及西部大开发！

- **西部大开发公路投资先行。**“十二五”期间内蒙古公路建设投资将达 2000 亿元，河北省公路建设预计投资 2650 亿元；2011 年，新疆和山西将投资 300 亿元和 560 亿用于公路建设；另外，山东、四川、安徽等省 2011 年的公路建设投资力度非常大，2011 年中国公路新开工重大施工项目 155 个，项目总投资额高达近 15065 亿元人民币。“十二五”中央对农村公路建设投资将逾 2000 亿元，超过“十一五”投资力度，中国 2011 年将投资 300 亿建设农村公路。

图 7：2011 年在建及计划开工的铁向西部东北地区延伸



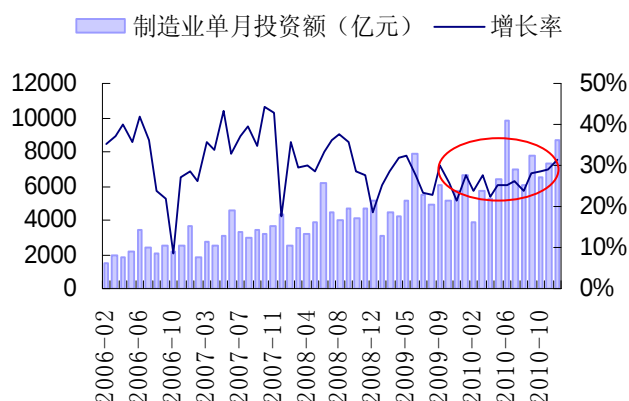
资料来源及说明：我们在 2008 年的中长期铁路网规划图上绘制了在建与计划开工的高铁线路图

（2）出口复苏，民间投资正在回升

- **制造业投资回升：**由于国内需求强劲并且国外需求复苏，制造业从东部向西部转移及产业升级，进入了新一轮产能扩张期，2010 年下半年开始制造业投资增速开始回升，预计今年仍保持 30%以上的高增长。另外资本市场的大发展对制造业的发展也功不可没。
- **采掘业投资回升：**受益于能源价格上涨，煤炭及其它矿采选行业固定资产投资在 2010 年 10 月后开始大幅回升，也带动与采掘相关的装载机需求。
- **保障房的增长能够弥补商品房投资的回落。**下图显示，工程机械行业销量与房地产投资增速最相关，虽然没有十年的工程机械月度数据相叠加，但是几次高点低点的时间惊人一致。2004 年 3 月工程机械的疯狂与 2008 年下半年断崖式跳水，2009-2010 年工程机械行业的高增长，均与房地产投资的走势如出一辙。但是，我

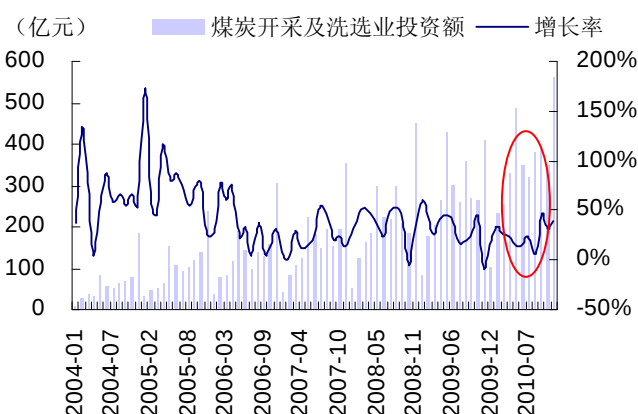
们预计今年房地产投资增速并不会大幅回落。2010 年我国投资兴建了保障性住房 590 万套，竣工 370 万套，2011 年中国保障性安居工程住房建设规模将达 1000 万套，相比 2010 年增长 70%，2011 年保障性安居工程投资将超过 1 万亿元。去年全国销售商品住房 9.3 亿平方米，算下来大约 900 万套，今年 1000 万保障房，扣除 400 万套棚户区改造，新增 600 万套，估算一下，即使今年商品房供给下降 30%，房地产建设总量仍有 30% 左右的增长，所以我们认为目前市场上对房地产投资的预期过于悲观。

图8：制造业固定资产投资回升



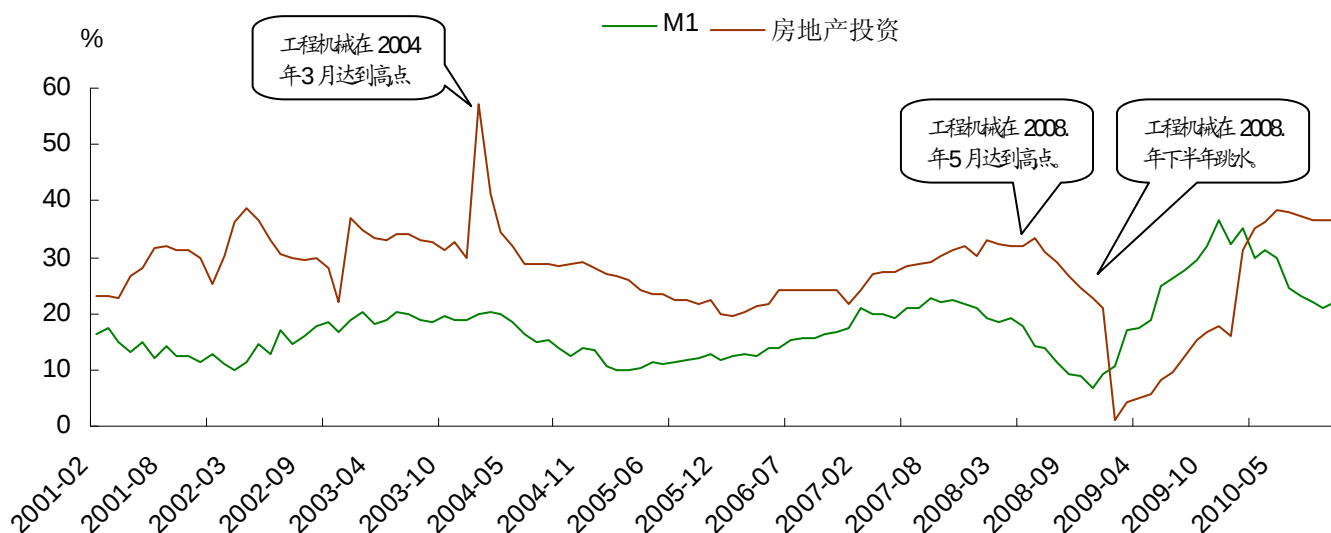
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图9：煤炭行业固定资产投资回升



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图10：货币供应量M1与房地产投资增速（当年累计）示意图



资料来源：招商证券研发中心

2、融资租赁服务的发展成为营销的利器

融资租赁由于分期付款的特点，成为扩大销售的有效手段。工程机械不同与其他设备，往往价格昂贵，对一般客户而言，可能就是其最重要的资产。因而如果直接购买，往往会占用很大一部分资金，但产生的收益却要在以后的年度里逐年收回。融资租赁一方面解决了企业的设备需求，另一方面由于其分期付款的特点使其资产流动性得到提高，是

企业融资的一种较好方式，因而受到欢迎。到 90 年代，国际机械工程厂商都认识到了融资租赁的重要性，卡特彼勒将自己的金融服务部门独立出来，成立了专门的金融服务公司。

经济增长时期，融资租赁可以起到杠杆的作用，助推公司业绩增长。以卡特彼勒为例，从 1991 年到 2009 年金融服务收入增加了 8.2 倍，年均复合增长率达到 13%，营业利润增加了 9.3 倍，而同期公司总收入增加了 2.2 倍，年均复合增长率为 7%。金融服务收入占总收入的比重从 1991 年的 3.4%，上升到 9.8%。金融服务公司的总资产也从 1991 年的 27 亿美元增加到 2009 年的 320 亿美元，目前通过融资租赁销售的产品已经占公司总销售的 70% 以上。当然金融危机后也遭受重创。

近两年中国工程机械融资租赁市场快速发展。2002 年，中联重科率先在北京成立中联新兴建设机械租赁有限公司，目前中联已在澳大利亚、俄罗斯和香港设立融资租赁公司，目前中联融资租赁销售占比达到 45%，为行业内最高。柳工目前融资租赁销售占比在 30-40% 左右。回顾 2010 年，信用销售（包括：分期付款、按揭付款、融资租赁）高的细分行业（混凝土机械、挖掘机、装载机）销售增长高于信用销售占比较低的行业（汽车起重机）。2011 年虽然货币紧缩，但是银行并未紧缩国家重点项目的贷款和三一重工这类龙头企业的额度，银行把工程机械行业按揭贷款当作重点业务发展。

3、工程机械行业“十二五”相关规划

工程机械行业“十二五”规划提出 9000 亿发展目标：到 2015 年，我国工程机械行业的销售收入将达到 9000 亿元，年复合增长率在 17% 左右。同时，国际市场对工程机械的主要产品需求量 2015 年将达到 2000 亿美元，中国工程机械产品出口将达到 200 亿美元左右，成为出口大国。

“十二五”期间，我国具有自主品牌的机电产品占机电产品出口比重由目前的 8% 提高到 15%。“十二五”期间，商务部将推动出口企业从“车间型”向“营销型”转变。支持汽车、机床、工程机械、船舶、铁路装备等 25 个行业 100 个排头兵企业在境外建立营销网络，培育和认定 200 个出口基地和 2000 家基地企业，培育若干个具有较强科技创新能力和自主核心技术的跨国机电企业集团。

三、三一重工成长性分析

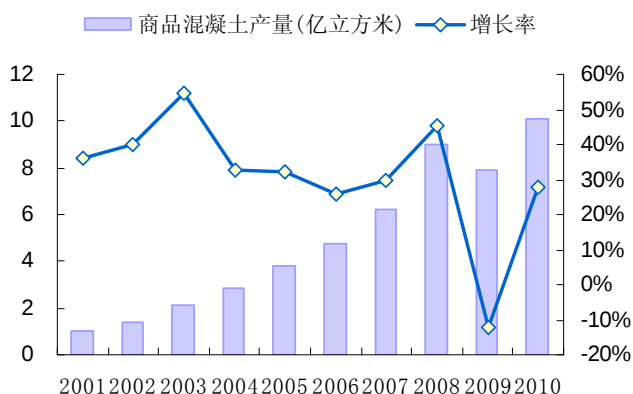
1、混凝土机械屡创新高，中国是全球最大的市场

(1) 我国是混凝土机械需求大国

根据工程机械混凝土分会的信息，2010 年我国混凝土机械销售额突破 900 亿元。目前，我国拖式混凝土泵制造业主要集中在三一重工、中联重科、方圆集团、湖北建机、四川夹江五个企业。混凝土搅拌运输车主要集中在华东建筑、安徽星马、韶关新宇、辽宁海诺、湖北建机、徐州利勃海尔、唐山专用汽车 7 个企业。混凝土搅拌楼(站)制造业主要集中在山东建机、陕西建筑、扬州建机、华东建筑、方圆集团、中建二局、四川现代 7 个企业。混凝土泵车制造业主要集中在三一重工、中联重科、辽宁海诺、安徽星马、上海普斯特 5 个企业，估计三一重工泵车的市场占有率在 55% 左右。

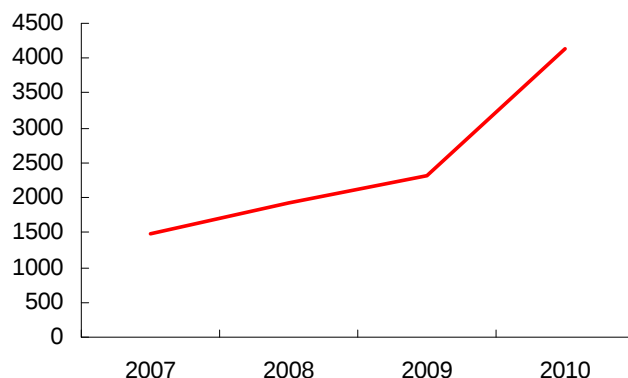
商品混凝土占比提高到 35-40%，但与发达国家 80% 仍有差距，区域分布差距较大。根据中国混凝土网对近年全国商品混凝土产量的调查中发现，华东、华北及中南地区占据了中国区 80% 的混凝土量，华东区尤为突出。根据中国商情网的数据，2010 年商品混凝土产量前五大省及直辖市是江苏 15%、浙江 13%、安徽 6.4%、北京 5.76%、广东 5.44%，全是经济发达地区，而产量后五大省为西藏 0.03%、青海 0.16%、吉林 0.24%、甘肃 0.5%、贵州 0.53%。可以看出东、西部地区商品混凝土的普及率差异还是很大的，未来高铁向西带动西部大开发，商品混凝土及混凝土机械的市场空间依然很大。

图11：我国商品混凝土产量增长示意图



资料来源：Wind，招商证券研发中心

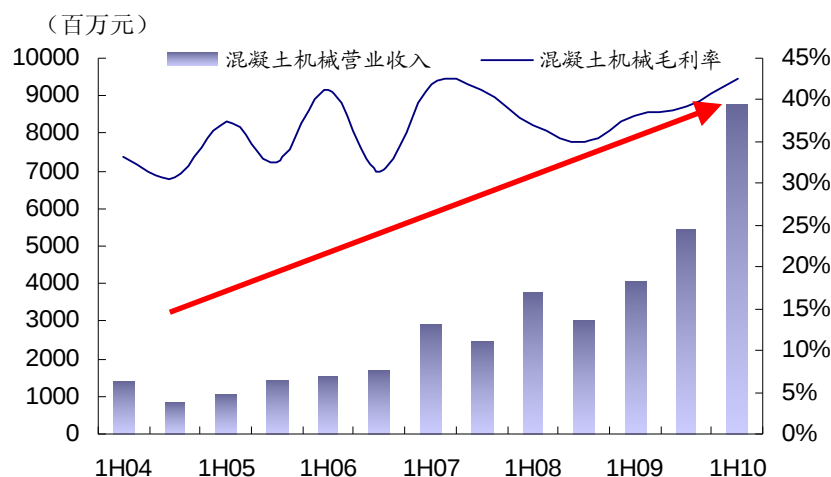
图12：过去四年三一重工泵车销量示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

由于对工作效率要求提高，泵车的增长快于拖泵。拖泵主要适用于高层建筑或长距离的混凝土输送，与传统施工方法相比，其特点是混凝土输送量大，速度快，施工质量好并且施工成本低，可广泛用于隧道、桥梁、高层建筑、道路等混凝土工程。泵车系列产品适用于快速、大排量、短距离的混凝土输送，与拖泵相比其特点是施工准备时间短、机动性好、可快速实现多处施工场地之间的转移，可广泛用于城建、道路、桥梁、电力、能源等混凝土工程。过去四年泵车增长呈现加速的趋势，工作效率提高带来的经济性优势得到体现。正是由于高端产品占比提高，三一混凝土机械毛利率大幅提高。

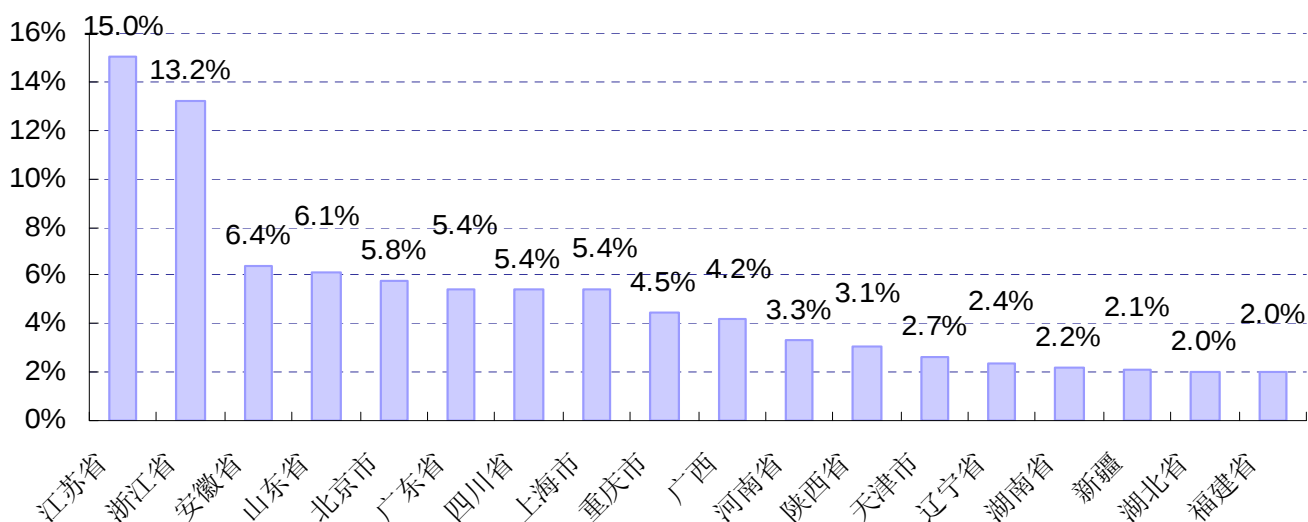
图13: 三一重工过去四年混凝土机械盈利水平变化示意图



数据来源: 公司公告, 招商证券研发中心

(2) 三一混凝土机械受益于水利、高铁和保障房建设

图14: 2010年中国商品混凝土产量区域分布示意图



数据来源: 中国商情网, 招商证券研发中心

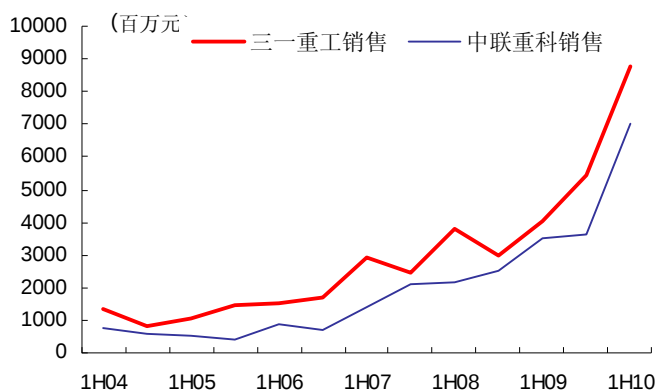
过去几年混凝土机械行业超预期增长, 与西部开发、高铁建设、商品混凝土推广相关, 并且这一趋势并未结束。我们以 2007 年高铁开始建设为分水岭分析历史数据, 发现混凝土机械销售增长超预期的原因与高铁建设密切相关。2004、2005、2006 年三一重工混凝土机械年销售收入增长率分别为 25%、-8%、41%, 这三年需求受政府宏观调控出现波动, 所以混凝土机械被与房地产投资紧密的联系在了一起。但是 2007 年后混凝土机械销售收入加速增长 (见图 14)。大家忽视了几方面的原因: 施工工艺与效率提高对设备需求增加; 商品混凝土向西部及三四线城市推广; 中国城镇化过程对住房的刚性需求; 高铁建设中桥隧比例在 90%以上, 对混凝土需求量巨大, 京沪高铁平均每天要消耗 11 万立方米混凝土。由于运输半径的原因, 在每条铁路的施工沿线, 每隔一定距离就要配备搅拌站, 并配套泵送机械和运输机械。2011 年我国还将启动 15 个高铁和城际铁路项目, 同时西部高铁项目也在加紧启动。

（3）混凝土机械中西部需求即将崛起

三一重工主要定位混凝土机械高端市场，其中泵车占有率 55%左右，拖泵达到 30%，价格略高于竞争对手。2010 年上半年，三一重工以 2.2 亿元净资产价格收购三一集团持有的湖南汽车 100%的股权，混凝土搅拌运输车资产注入上市公司，技术上在底盘和整车研发方面实现突破后盈利水平大幅提高。另外，高铁建设还带动其它混凝土产品需求，例如砂浆车、旋挖钻机，价格在 300 万元左右。

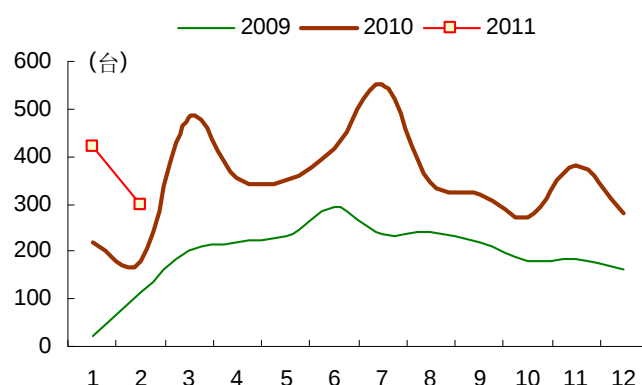
从销售区域来看，三一泵车目前的销售前五大省是江苏、广东、山东、辽宁和河北。粗略估计三一重工历史泵车销量在 1.2 万台左右，中联历史泵车销量 8000 台，加上其它企业生产或进口 2000 台，再考虑 10%的报废率，估计目前市场保有量在 2 万台左右，并且主要分布在东部市场。目前全国商品混凝土年产量为 10 亿立方米左右，西部省市混凝土产量占比还非常低，随着西部大开发推进，尤其是水利建设主要集中在中西部，我们预计西部市场需求将成倍增长，到 2014 年高铁基本竣工全国保有量有望达到 4-5 万台。

图15：三一重工与中联重科营业收入比较



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图16：三一重工泵车月度销量示意图



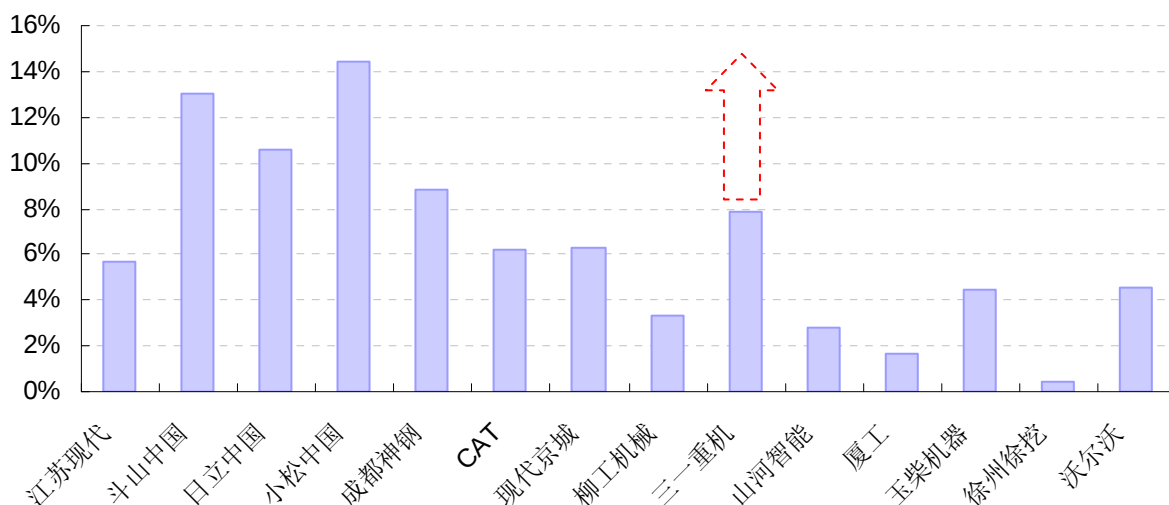
资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

2、打造本土挖掘机第一品牌

（1）解决挖掘机产能瓶颈，2011 年增长将领先行业

挖掘机是我国工程机械中唯一一个由外资品牌主导的工程机械产品，外资品牌在国内市场占到 70%左右，不久的将来这一历史即将被改写。2010 年，三一的挖掘机在安徽、浙江等地与外资品牌进行了大比武，实现了品牌的成功推广，同时还启动了业内“覆盖最广、项目最多、投入最大”的服务万里行巡检，对客户设备进行精心维护和保养。2010 年挖掘机实际销量达到 1.2 万台左右，当然增长过快无疑也伴随着产能和售后服务紧张的问题。2011 年由于昆山挖掘机二期的投产，产能达到 3 万台，所以今年一季度三一挖掘机销售将实现翻倍，再次超预期。2011 年公司挖掘机的销售目标是实现行业第一，这个原来我们认为是不可能实现的目标，即将被三一一步步实现。

图17：2010年国内市场挖掘机市场占有率比较



资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

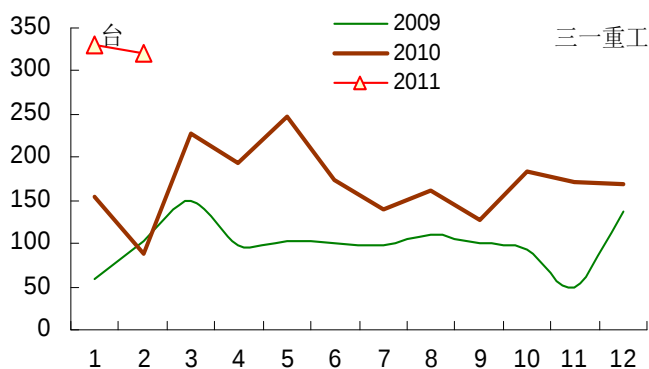
注：行业总销量包括对小挖的统计，如果只统计中大挖那三一重工的占有率更高。

(2) 精益制造提升管理和盈利水平

挖掘机销售奇迹归因于质量提升和精益制造。昆山工业园的12号厂房是小挖的结构件厂房，厂房整体模块化布局，实现了流程化生产。7号厂房中挖装配车间是全国现场管理星级评价五星级现场，也是工程机械行业内唯一的五星级现场，7号厂房大量引进具有防错功能的力矩自动拧紧机；利用AGV小车及专用化配送工位器具实现装配物流运行自动化。

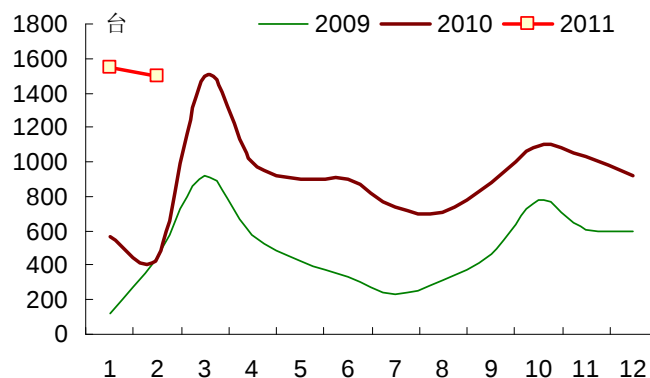
2010年上半年三一重工实现挖掘机销售收入34亿元，毛利率提高到32.2%，2011年挖掘机继续放量，假设钢材价格涨幅在15%以内，毛利率仍可能维持。

图18：三一重工汽车起重机销量示意图



资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

图19：三一重工挖掘机销量示意图



资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

3、汽车起重机七年凤凰涅槃

（1）汽车起重机发展经历艰辛

汽车起重机研发初期，三一选用最好的配件，但因为技术的不成熟，高配置却没有带来高性能，反而带来产品价格的虚高，一台 QY25 的起重机成本竟高达 80 多万元，甚至一台 QY100 的臂架就近百万。除此之外，外协产品质量的不稳定也是一个硬伤。2004 年，起重机在上海的研发团队搬回长沙，结束了研发与制造脱节的局面。同时，大规模的外协改自制工程铺开。从第一个转塔到第一台吊臂，从液压系统到控制系统的核心——力矩限制器，一次又一次的试验换来各大核心部件的试制成功。2005 年，三一实现第一台自主研发的起重机的销售。2006 年 10 月，调试过程中起重机回转异响十分严重。三一将下线的起重机堵在了家里，拆开，反复检查试验，直到问题解决。半年内，没有一台问题车辆销向市场。2007 年，三一起重机的年销量由原来不过 40 台，增至 300 多台。

“以中、大吨位高端起重机为主，坚持走高品质道路”的思路则开启了发展之路。舍弃市场份额近 40% 的 20 吨位以下产品，选择 25 吨产品为主攻。2007 年 4 月，25C 起重机批量生产，12 月，50C 推向市场。同时，三一起重机进行了第一轮的产品整体升级，由原来的 QY 机型提升为 C 机型，2010 年推出二次升级的 STC 机型。50 吨起重机是吊装市场上利润最高的产品之一，而三一 50C 产品成为了市场上卖得最好的产品。2008 年，三一 220 吨全路面起重机下线，这是国内首台五桥底盘的全路面起重机。2010 年 3 月 3 日，千吨级起重机在三一诞生。

（2）汽车起重机发展目标

2007 年起重机事业部销售 2.3 个亿，当年规划“2010 年实现销售 23 个亿”的目标，让很多人觉得不可能。然而，2008 年超过 7 亿，2009 年超过 10 亿，起重机成为三一集团增长最快的事业部。随后，起重机从长沙产业园不足 2 万平米的 12 号厂房搬迁至宁乡数字产业园，提出了 2011 年实现销售 70-80 亿的销售目标，2012 年将超过 100 亿。

2010 年收购的三一汽车 2010 年 1-5 月实现收入 10.87 亿元，净利润 8278 万元，公司预计全年实现收入 28.38 亿元，净利润 2.4 亿元，较 2009 年分别同比增长 127% 和 152%。三一集团承诺，三一汽车 2010-12 年实现的净利润数不低于 2.44、4.17 和 5.53 亿元，若达不到上述承诺，转让方将以现金方式补偿三一重工。2011 年 1-2 月三一重工汽车起重机销量增长 1.3 倍，增长幅度也超过承诺的净利润增长幅度。三一汽车起重机的销售模式将为代理商的销售模式，虽然与挖掘机和混凝土机械的销售网络不能共享，但是共享同一个客户和营销宣传渠道。

（3）汽车起重机市场将重新瓜分

我们预计 2011 年汽车起重机行业竞争加剧明显，三一重工和柳工汽车起重机新厂区逐步达产，对徐工高达 56% 左右的市场份额已造成冲击。三一重工目前产能可以达到 6000 台/年，未来两年国内汽车起重机将由徐工、中联、三一、柳工四分天下。

表 2: 工程机械行业重点上市公司产品与市场份额变化

产品系列	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工
传统产品	混凝土机械	汽车起重机 ↓	混凝土机械	装载机
	挖掘机 ↑	路面机械	汽车起重机	挖掘机
	履带式起重机	装载机	履带式起重机	路面机械
	桩工机械			
新产品	汽车起重机 ↑	挖掘机	土石方机械	推土机 汽车起重机 ↑

资料来源: 招商证券研发中心

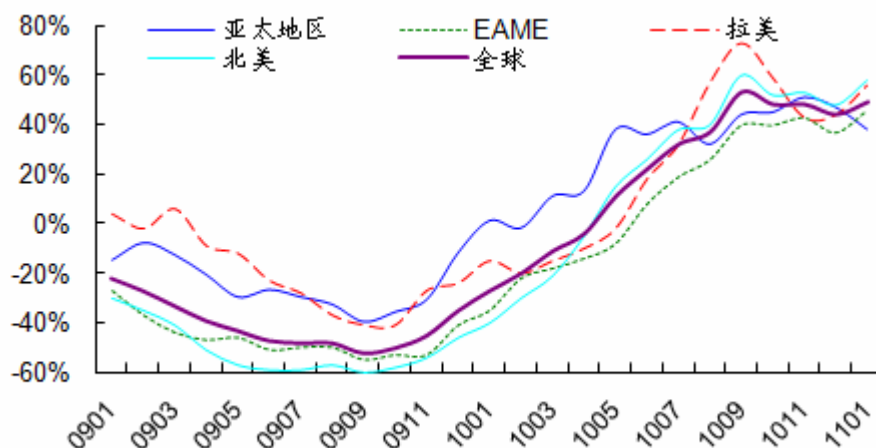
注: 图中的箭头代表 2011 年市场份额预计的变化方向。

4、三一重工剑指全球工程机械龙头

(1) 全球工程机械市场强劲复苏

Caterpillar 的数据最能反映全球工程机械景气度。2011 年 1 月 Caterpillar 经销商指数保持强劲增长, 全球经销商指数增长 49%, 比上月提高 5 个百分点。由于基数原因, 亚太地区增速放缓只有 38%, 而拉美和北美地区增速则达到 56% 和 58%, 成为 Caterpillar 全球业务增长的火车头。值得寻味的是卡特彼勒计划将中国工厂复杂部件的采购从日本转移到中国, 增加中国产能, 目前 Caterpillar 在中国的挖掘机工厂约有 40% 的部件是从日本进口的, 但正计划在五年内将这个比例至少缩减四分之一。

图20: Caterpillar经销商指数



资料来源: Caterpillar, 招商证券

注: EAME 地区包括欧洲、非洲和中东地区

新兴发展国家需求被看好, 国内工程机械龙头企业纷纷在巴西、印度建厂启动全球战略。由于美国和中东市场需求增大, 2010 年 12 月份印度工程机械出口额达到 55 亿美元(约合人民币 363 亿元), 涨幅近半。巴西计划部 20 日宣布, 将从 2011 年起向基础设施建设投入巨额资金, 以确保该国经济增长率维持在每年 5% 左右。未来四年的任期内投资 9500 亿雷亚尔(约 5690 亿美元), 用于改善巴西现有基础设施。这些资金将用于兴建公路、铁路、卫生设施、住房、学校、发电厂与输电系统、港口、机场、石油勘探、生产生物燃料等, 也为 2014 年足球世界杯和 2016 年奥运会做好准备。

（2）国外四大生产基地已开始建设

三一重工的全球战略已启动，在印度、美国、德国、巴西建立研发中心和未来将通过香港上市形成国际资本运作能力和推广品牌，形成整合全球资源的能力，参与全球工程机械市场的竞争。三一重工目标是 2012 年出口销售额占比能达到 30% 的水平，2011 年的出口目标是 50 亿左右。

三一巴西：2010 年三一在巴西圣保罗州投资两亿美元建立工程机械生产基地，拟生产挖掘机、履带起重机等工程机械产品。2011 年巴西公司第一台挖掘机 SY215 已下线。

三一印度：印度产业园包括生产装配车间、试验场、研发中心、办公区以及员工活动中心等设施在内的第一期现代化厂房建设工程已完成，三一印度产业园成为三一集团首个集研发、制造、营销、服务、物流于一体的综合性海外产业园，拥有员工总人数近 600 人，人员本地化率达到 85%，具备年产 1000 台套设备的生产能力。已有拖泵、泵车、搅拌站、搅拌车四个产品在印度本地实现了生产、组装和调试，同时也成功开发了挖掘装载机。三一印度的目标是到 2015 年在印度本土实现销售额 60 亿元人民币，其中在印度本地自产产品 31 亿元人民币，成为印度本土最大的工程机械企业之一。在 2011 年 2 月 8 日，首届印度宝马展三一实现销售逾 6 亿元人民币，成为整个展会销售额最高的参展商。

三一美国：一期工程于 2010 年 7 月正式动工，建成新装配车间及办公楼总建筑面积约 3.8 万平米，其中装配车间面积约 3.2 万平米，办公区面积 6000 平米，办公区可容纳员工约 300 人，预计 2011 年 6 月全部完工并进行搬迁。三一美国建成之后，将整合美国公司研发、服务及制造资源，提高三一美国在北美地区的品牌形象，为三一美国五年规划及长远发展奠定坚实基础。

四、业绩预测及估值讨论

1、主要的业绩预测假设

(1) 2011 年国家重大项目和保障房拉动混凝土机械和挖掘机高增长, 收入分别增长 30%和 100%。

(2) 假设原材料价格是温和上涨的趋势, 但是由于规模效应毛利率仍略有提升。

(3) 假设 2011 年发行 H 股成功, 财务费用下降。

(4) EPS 暂未考虑 H 股摊薄, 预计总股本扩大 12%%左右, 融资额在 180-200 亿元人民币较合理。

表 3: 三一重工营业收入及盈利假设表

2009	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	销售毛利率(%)	收入增长率
混凝土机械	9475	5800	38.79%	40%
其它工程机械及配件	5589	3999	28.45%	10%
其中: 路面机械	691	497	28.09%	-10%
履带起重机	2738	2128	22.26%	14%
旋挖钻机	1117	610	45.44%	21%
配件	578	380	34.27%	20%
其它	466	385	17.43%	-9%
其它销售收入	1432	1362	4.85%	-23%
营业收入	16496	11161	32.34%	20%
2010E	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	销售毛利率(%)	收入增长率 假设
混凝土机械	15160	8793	42.0%	60.0%
其它工程机械及配件	16099	11226	30.3%	188.0%
其中: 路面机械	1106	796	28.0%	60.0%
履带起重机	2738	2054	25.0%	0.0%
旋挖钻机	1676	922	45.0%	50.0%
配件	954	668	30.0%	65.0%
其它	326	267	18.0%	-30.0%
挖掘机	6500	4420	32.0%	
汽车起重机	2800	2100	25.0%	
其它业务收入	1000	920	8.0%	
营业收入	32259	20939	35.1%	95.6%
2011E	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	销售毛利率(%)	收入增长率 假设
混凝土机械	20011	11807	41.0%	32.0%
其它工程机械及配件	28170	19392	31.2%	75.0%
其中: 路面机械	1437	1035	28.0%	30.0%
履带起重机	3833	2837	26.0%	40.0%
旋挖钻机	2011	1106	45.0%	20.0%
配件	1240	868	30.0%	30.0%
其它	489	401	18.0%	50.0%
挖掘机	13000	8710	33.0%	100.0%
汽车起重机	6160	4435	28.0%	120.0%
其它业务收入	1000	920	8.0%	0.0%
营业收入	49181	32118	34.7%	52.5%

资料来源: 公司财务报告, 招商证券研发中心

2、估值比较及投资建议

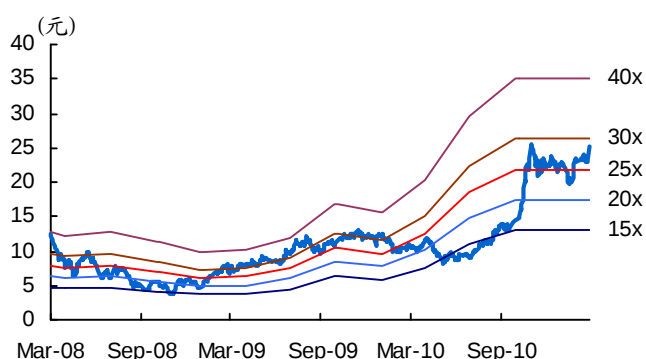
卡特彼勒目前的市值在 4370 亿人民币左右，三一重工千亿市值何惧？彭博数据显示，目前卡特彼勒的市值为 4370 亿人民币左右，日本小松市值为 2080 亿元，对应 10 年的 PE 分别为 24、28 倍，中联重科（A+H）的市值也超过了 950 亿向千亿市值迈进，相比之下，成长性更好又拥有全球最大市场的三一重工，市值仍有追赶目标。

维持“强烈推荐-A”评级。历史上工程机械一直被当成强周期性行业，行业预期向好的时候 PE 通常在 15-20 倍之间，特殊时期也曾定价在 10 倍左右。不可否认，三一重工是一只卓越的成长股，而 A 股市场并未给公司前瞻性战略、优秀的管理团队、研发能力、扩张能力给予估值溢价。我们认为发行 H 股将给予三一重工一次重新定价的机会，竞争力突出的中国高端装备制造业龙头企业将被赋予高估值。预计 2010-2012 年 EPS 为 1.12、1.74、2.3 元，假设发行 H 股总股本增加 12%，11-12 年 EPS 1.55、2.05 元。目前卡特彼勒的市值约 4370 亿人民币，今年 PE 在 20 倍以上。按照全球可比公司 20 倍 PE 计算，拥有全球最大市场并迈向国际化的三一重工估值应为 36 元左右。

3、风险因素

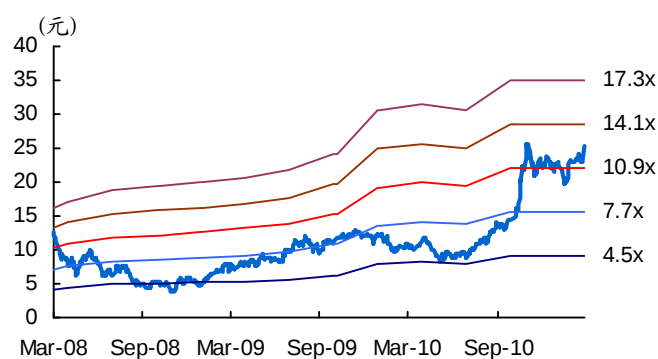
- （1）“十二五”后期高铁基本竣工，城镇化告一段落，国内基建需求存在回落的风险，不过三一重工的国际化战略已为三年后成长打好了埋伏。
- （2）国际化后金融风险 and 经营风险不易控制。
- （3）原材料价格和汇率的波动对成本的负面影响。不过，人民币升值可降低三一进口零部件的成本，进口国主要是德国和日本。
- （4）增长过快伴随着管理与服务跟不上。

图21：三一重工历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图22：三一重工历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

过去五年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评—扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高速增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工（600031）—品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《机械行业 2010 年度投资策略—政府投资见效 优势企业胜出》2009.12.6

报告以历史的眼光和全球化的视角，分析和预测了行业的发展趋势。我们认为 2010 年政府投资对设备的需求拉动效应将扩大，铁路设备行业最为受益；房地产和制造业固定资产投资将大幅反弹；国际市场需求正在回升，优势企业将在竞争中胜出。

8、《中集集团（000039）—万事俱备只欠东风》2010.1.8

本文对中集集团集装箱业务成长和多元化战略做了回顾，作为多元化战略的第二步，公司重拳出击能源化工装备业，完善产业布局。万事俱备只欠东风，预期 2010 年全球经济复苏、收购兼并整合和股权激励将拉开股价上涨序幕。

9、《机械行业 2010 年中期策略报告-经济转型离不开装备制造业》2010.6.11

本文主要针对几个焦点问题展开：经济结构调整是否意味着机械行业景气度高点出现；劳动力成本提升对机械行业的影响；具有周期性特点的机械行业估值安全边际在哪里？报告提出股价已经对经济增速放缓做出反映，价值股已明显被低估，机械行业股价受经济周期和政策周期双重作用，并不能简单由 M2 或投资增速之类的宏观指标来预测股价趋势。

10、《江苏神通(002438)-受益经济转型，核电阀门先锋（节能环保主题研究之三）》2010.6.23

报告分析工业特种阀门行业是理想的利基行业，中小企业隐形冠军优势明显。我们认为江苏神通首先实现了核电蝶阀、球阀完全国产化并占有 100% 的市场，是该领域的绝对冠军，而且公司能够参与业主单位合作研发，有利于保持领先优势。核电设备国产化离不开专业领域领先企业的参与，而江苏神通是其中的佼佼者。

11、《陕鼓动力（601369）—模式创新挑战传统估值（制造业模式转型研究之一）》2010.7.13

关于陕鼓动力的市场分歧在于：冶金化工设备能否给予高估值？我们认为透平机械需求的增长并不仅仅来自于冶金或化工行业产能的扩张，还来自于工业技术发展和对效率和节能要求的不断提高。商业模式创新改变制造型企业增长方式，加上收购兼并预期，公司有望挑战传统估值。

12、《杭氧股份(002430) —空分设备龙头迈进工业气体时代(制造业模式转型研究之二)》2010.7.13

本报告通过深入分析国际工业气体巨头业务架构与商业模式，创新性提出评价工业气体供气企业的“3C”标准-即 Cost(成本)、Capex(资本支出)和 Cash(现金流)。并通过纵向分析公司从制造业向供气服务的模式转变和横向比较公司和竞争对手的优势劣势，描绘出公司未来发展路径。

13、《中集集团（000039）—海洋工程业务蓄势待发》2010.10.8

2009 年中集集装箱业务景气度跌至冰点，但并没有停止扩张的脚步，实现控股来福士对公司进军海洋工程意义重大。我们认为中集集团新业务蓄势待发，传统业务稳步复苏，估值仍有提升的空间，本报告基本维持原业绩预测及强烈推荐评级。

14、《盛运股份（300090）—垃圾焚烧蕴藏巨大商机，系统集成打开成长空间（节能环保主题研究之四）》2010.11.1

垃圾焚烧发电作为最有效的减量措施是解决“垃圾围城”问题的唯一途径，公司领先的尾气处理装置保证二噁英排放低于欧洲标准，解决垃圾焚烧最大瓶颈。公司技术领先，从尾气设备到焚烧系统集成，再到参股下游延长产业链，未来成长空间值得期待。

15、《中集集团（000039）-能源化工装备市场触底回升》2011.1.5

在 2010 年中集集团系列报告中，我们从集装箱的业绩弹性和海洋工程的发展两个角度，强烈推荐了中集集团。此次报告重点分析了能源化工装备板块的布局和发展，提示业绩触底回升。2011 年继续推荐中集集团基于四个理由：受益全球经济复苏业绩继续回升、新兴战略产业发展前景广阔、估值偏低、投资风格转换。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10076	10733	20538	29867	39867
现金	2938	3077	6449	7377	10140
交易性投资	14	3	5	5	5
应收票据	190	184	323	492	649
应收款项	3102	3852	7200	10977	14490
其它应收款	150	166	323	492	649
存货	3013	2940	5401	9240	12233
其他	669	512	838	1285	1701
非流动资产	3891	5104	5315	5500	5711
长期股权投资	186	207	207	207	207
固定资产	2420	2949	3330	3573	3886
无形资产	314	631	568	511	460
其他	971	1317	1210	1209	1158
资产总计	13967	15837	25852	35367	45579
流动负债	4574	5519	7389	10852	11853
短期借款	962	941	1500	2391	1000
应付账款	1201	1264	2513	3854	5103
预收账款	593	441	1256	1927	2551
其他	1818	2873	2120	2679	3199
长期负债	3208	2034	2520	1684	1684
长期借款	2532	1336	1836	1000	1000
其他	677	698	684	684	684
负债合计	7782	7552	9909	12536	13537
股本	1488	1488	5062	5062	5062
资本公积金	721	721	721	721	721
留存收益	3629	5318	8910	15033	23235
少数股东权益	347	758	1250	2015	3023
母公司所有者权益	5838	7527	14693	20817	29018
负债及权益合计	13967	15837	25852	35367	45579

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	640	2471	2063	4211	8172
净利润		1963	5658	8801	11596
折旧摊销		0	382	410	432
财务费用		0	124	101	13
投资收益		0	(20)	(40)	(40)
营运资金变动		0	(4920)	(6146)	(5132)
其它		509	840	1085	1303
投资活动现金流	(968)	(1104)	(653)	(600)	(650)
资本支出		0	(700)	(600)	(650)
其他投资		(1104)	47	0	0
筹资活动现金流	689	(1208)	1962	(2683)	(4759)
借款变动		0	599	55	(1391)
普通股增加		0	3574	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(2066)	(2677)	(3395)
其他		(1208)	(145)	(61)	27
现金净增加额	362	159	3372	928	2763

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13745	16496	32259	49181	64919
营业成本	9628	11161	20939	32118	42522
营业税金及附加	18	49	32	49	65
营业费用	1331	1681	2871	4180	5453
管理费用	772	771	1500	2164	2921
财务费用	133	89	124	101	13
资产减值损失	84	94	0	0	0
公允价值变动收益	(184)	45	30	30	30
投资收益	(64)	(73)	(10)	10	10
营业利润	1532	2624	6813	10609	13985
营业外收入	44	45	60	60	60
营业外支出	35	40	40	40	40
利润总额	1541	2629	6833	10629	14005
所得税	66	259	683	1063	1400
净利润	1474	2370	6150	9566	12604
少数股东损益	242	407	492	765	1008
母公司所有者净利润	1232	1963	5658	8801	11596
EPS (元)	0.83	1.32	1.12	1.74	2.29

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	50%	20%	96%	52%	32%
营业利润	-26%	71%	160%	56%	32%
净利润	-23%	59%	188%	56%	32%
获利能力					
毛利率	30.0%	32.3%	35.1%	34.7%	34.5%
净利率	9.0%	11.9%	17.5%	17.9%	17.9%
ROE	21.1%	26.1%	38.5%	42.3%	40.0%
ROIC	16.3%	22.2%	32.4%	36.8%	37.0%
偿债能力					
资产负债率	55.7%	47.7%	38.3%	35.4%	29.7%
净负债比率	25.5%	17.3%	12.9%	9.6%	4.4%
流动比率	2.2	1.9	2.8	2.8	3.4
速动比率	1.5	1.4	2.0	1.9	2.3
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.4	1.4
存货周转率	3.6	3.8	5.0	4.4	4.0
应收帐款周转率	5.3	4.7	5.8	5.4	5.1
应付帐款周转率	8.5	9.1	11.1	10.1	9.5
每股资料(元)					
每股收益	0.83	1.32	1.12	1.74	2.29
每股经营现金	0.43	1.66	0.41	0.83	1.61
每股净资产	3.92	5.06	2.90	4.11	5.73
每股股利	0.18	0.16	0.41	0.53	0.67
估值比率					
PE	31.0	19.5	23.0	14.8	11.2
PB	6.5	5.1	8.8	6.2	4.5
EV/EBITDA	84.1	52.3	21.3	14.0	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，七年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。