

中联重科 (000157)

高成长没有结束，出口、塔机、土方机械为新的增长点

邱世梁 分析师

电话: 021-68825729

eMail: qsl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020020

安倩 分析师

电话: 021-68817881

eMail: aq@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S02605110200136

盈利预测与估值评级

预计 2011-2013 年 EPS 为 1.15 元、1.38 元、1.59，对应估值水平为 13.7、11.4、10 倍。合理估值为 2011 年 15-20 倍，17-23 元，中间值为 20 元。投资评级为“买入”，目标价格 20 元。

关键假设

2011、2012 年各 1000 万套保障性住房得到实施；固定资产投资增速实际值不低于 20%

有别于大众的认识

工程机械业绩屡超预期来自于**产品渗透率提升**（混凝土机械）以及进口替代提速（挖掘机）；2011 保障性住房将可抵消商品房新开工的影响，2012 年被压制住的需求释放导致商品房新开工面积大幅度增长，2012 年新开工增长持续；2012 年基建增速的显著下滑能得到产品渗透率提升的抵消（商品混凝土率提升、产品向中西部、以及 3、4 线城市快速渗透的提升）；零部件自制率提升、多元化、国内、国际市场份额提升锦上添花；前瞻的战略、适合的技术、激进的激励约束机制、十年来沉淀的企业文化将帮助公司获得超越行业的增速；海外市场厚积薄发，未来几年将成为增长的另一引擎。

土方机械、塔机为新增长点；混凝土机械向三四线城市快速渗透

土方机械市场份额将快速提升，2011 年增速超过 200%；塔式起重机未来 2 年将高增长，向百亿事业部迈进；环卫机械及其延伸产品将继续保持高增长；混凝土机械受益 3、4 线城市新开工面积高增长，商品混凝土率提升，增速将超过 30%。

风险提示

保障性住房不达预期。

预测及评估

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,762	32,193	46,036	54,322	63,013
增长率(%)	53.2%	55.1%	43.0%	18.0%	16.0%
EBITDA(百万元)	3,319	6,263	8,586	10,265	11,658
净利润(百万元)	2,446	4,666	6,660	8,027	9,232
增长率(%)	54.3%	90.7%	42.8%	20.5%	15.0%
每股收益(元)	0.42	0.80	1.15	1.38	1.59
市盈率	37.4	19.6	13.7	11.4	9.9
市净率	12.0	3.3	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.3	14.4	10.6	8.7	7.3

数据来源: 长沙中联重工科技发展股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.77
目标价格(元)	20.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	3.75%	15.79%	75.75%
沪深 300	1.57%	8.07%	0.48%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

5,927.66/4,826.20

主要股东:

湖南省人民政府国有资产监督管理委员会

主要股东持股比例 16.19%

财务比率

ROE	32.76%
ROA	11.12%
资产负债率	77.62%
每股净资产(元)	4.42

2009 年报数据

目录

一、行业因产品渗透率提升与进口替代加速而超预期.....	3
二、2010 年业绩符合预期，经营现金流量有改善	3
三、2011、2012 年的高增长仍可持续	5
2011 年受益保障性住房，房地产新开工面积预计增长 18%	5
2011 年混凝土机械仍将高增长、2012、2013 年增速将逐渐放缓	5
塔式起重机、土方机械、环卫机械未来几年将持续高增长	6
零部件自制率提升、规模经济将抵消竞争加剧导致的毛利率下行风险	6
10-13 净利润复合增速达 26%，11-14 净利润复合增速约为 18%	7
四、未来的增长：出口驱动、市场份额提升.....	9
五、投资评级与估值.....	9

图表目录

表 1：主要产品毛利率继续提升	3
表 2：混凝土机械、起重机械毛利占比提升到 78%.....	4
表 3：镜外收入占比仍然较低	4
表 4：主营镜外收入占比仍然较低 单位：（人民币）万元	5
表 5：2010、2012、2013 年房地产新开工面积预计为 41.9%、18.3%、13.8%	5
表 6：中联重科收入增速、毛利率、费用率	7
表 7：三一重工收入增速、毛利率、费用率	7
表 8：2011-2013 年公司收入增速将分别到 43%、18%、16%	7
表 9：10-13 净利润复合增速达 26%，11-14 净利润复合增速约为 18%	8

一、行业因产品渗透率提升与进口替代加速而超预期

正如我们此前三一重工报告所述，行业最近几年业绩屡超预期，增速大幅超出理论模型测算，超预期源于产品渗透率提升、进口替代加速。我们此前基于保有量和固定资产投资模型（见09年我们的策略报告《固定资产投资增速超预期，寻找中国的Tenbaager》，工程机械销售额增速（Sg）与固定资产投资增速实际值增速（FAIRg）的关系为 $Sg=4(FAIRg-13)$ （说明：BETA可能在4-5之间，截距可能在12-14之间）。我们观察到的数据是装载机、叉车、起重机大体符合模型测算，但混凝土机械、挖掘机大幅度偏离理论模型值。合理的解释如下：

我国混凝土机械的产品渗透率可以用商品混凝土率简单代替，目前全国的平均值在50%上下，北京、上海、深圳等一线城市已经超过90%，而中西部县城在50%以下，有的甚至为0。因此产品渗透率有很大的提升空间。我们在西部、中部、东部草根调研的结论是，东部县城渗透率已经很高，而中部、西部县城渗透率很低。

挖掘机一直以来处于外资品牌的天下，国产品牌在最近2年突然崛起，挖掘机价格高，产品渗透率较低，从趋势上看挖掘机对装载机有替代，而且内资品牌市场份额处于快速提升过程中，一般而言，当国产品牌大规模崛起过程中，都会伴随价格逐渐下移，并且产品渗透率快速提升。

对国产品牌挖掘机而言，外资市场份额在下降，而以三一为代表的挖掘机快速上升，增速远超行业。

第一季度销量与业绩大幅度超预期的原因除以上因素外，也包括施工对新开工的滞后，铁路基建投资继续大幅度增长，1-2月份完成投资708亿，同比增32.5%，其中基建投资640亿，同比增长46.7%。

二、2010年业绩符合预期，经营现金流量有改善

公司主营混凝土机械、起重机械、路面机械、环卫机械等产品及配套件。目前核心零部件，液压阀、油缸、车桥、电控系统、自制底盘等核心零部件的产能、内部配套份额不断提高。

2010年业绩持续高增长，符合预期。2010年营业收入322亿元（三一340亿），同比增长55%，实现归属于母公司股东的净利润47亿元（三一56亿），同比增长91%。2010年按最新的股本计算EPS为0.79元。每股经营性现金流为0.09元，低于每股收益，经营现金流扭转了09年负经营现金流的局面。加权平均ROE为33%（三一55%），因为刚刚在融资的原因，ROE比2009年下降4.62个百分点。

收入看，2010年内销同比增长61%，出口下降14%。混凝土机械同比增长96.8%，起重机同比增长27.8%。毛利率30%，比去年提升4.6个百分点。其中主要是混凝土机械提升3.5个百分点，起重机提升4.2个百分点

公司同时公告令人兴奋的2011年收入目标，500亿元，同比增加55%。如果销售净利率保持不变，2011年EPS为1.22元，我们预计为EPS为1.15元。公司持续推出高分配方案。在2010年中期每10股送15股后，2010年预案每10股派发现金红利人民币2.6元，资本公积金每10股转增3股。

表1：主要产品毛利率继续提升

经营分部	本期	上期	同比增长	本期毛利率	上期毛利率	毛利率变动
混凝土机械分部	14,084,237,431	7,156,590,700	96.8%	32.0%	28.5%	3.5%
起重机械分部	11,076,763,010	8,297,734,259	33.5%	27.8%	23.7%	4.2%
环卫机械分部	1,874,224,814	1,230,056,584	52.4%	31.6%	33.0%	-1.4%
路面及桩工机械分部	1,246,389,792	787,493,187	58.3%	38.6%	33.0%	5.6%
物料输送机械及系统分部	422,085,478	872,591,391	-51.6%	7.5%	9.9%	-2.4%
土方机械分部	772,225,920	444,974,157	73.5%	21.4%	16.2%	5.2%
融资租赁分部	1,042,700,927	397,003,346	162.6%	66.1%	58.4%	7.6%
其他分部收入	1,674,045,838	1,575,719,475	6.2%	13.0%	17.7%	-4.7%
合 计	32,192,673,210	20,762,163,099	55.1%	30.3%	25.7%	4.6%

数据来源：广发证券研发中心、公司公告

表2：混凝土机械、起重机械毛利占比提升到78%

经营分部	本期发生额	上期发生额	同比增长	本期毛利占比	上期毛利占比
混凝土机械分部	4,509,793,103.82	2,041,898,693.35	121%	46%	38%
起重机械分部	3,082,424,595.66	1,963,003,929.68	57%	32%	37%
环卫机械分部	591,900,422.98	406,084,468.95	46%	6%	8%
路面及桩工机械分部	480,825,331.17	259,781,622.71	85%	5%	5%
物料输送机械及系统分部	31,580,985.74	86,267,333.33	-63%	0%	2%
土方机械分部	165,236,251.65	72,064,064.07	129%	2%	1%
融资租赁分部	688,718,349.59	232,004,051.51	197%	7%	4%
其他分部毛利	218,207,949.43	278,792,417.65	-22%	2%	5%
合 计	9,768,686,990.04	5,339,896,581.25	83%	100%	100%

数据来源：广发证券研发中心、公司公告

表3：镜外收入占比仍然较低

项 目	本期发生额	上期发生额
来自公司外部的收入	32,192,673,210.38	20,762,163,099.20
其中：境内收入	30,662,363,148.13	18,992,711,905.25
境外收入	1,530,310,062.25	1,769,451,193.95
特定非流动资产	5,254,334,331.05	4,590,871,552.41
其中：境内	5,013,979,457.44	4,287,810,352.86

境外

240,354,873.61

303,061,199.55

数据来源：广发证券研发中心、公司公告

表4：主营境外收入占比仍然较低

单位：（人民币）万元

地区	营业收入	收入比上年增减（%）
境内收入	3,034,982.78	61.44%
境外收入	184,284.54	-13.51%

数据来源：广发证券研发中心、公司公告

三、2011、2012年的高增长仍可持续

我们预计工程机械下游需求在房地产和基建方面占比预计超过70%，基建投资2011、2012年的投资增速预计相对平稳，因此下面主要讨论房地产开放对需求的影响。

2011年受益保障性住房，房地产新开工面积预计增长18%

2010年房地产新开工面积为16.38亿平方米，预计保障性住房开工面积为约3亿平，商品房开工面积为13.38平，2011年、2012年保障性住房开工面积均将达到1000万套，按每套60平计算，2011年、2012年新开工面积均将达到6亿的新开工面积，如表所示。2012年预计保障性住房开工面积无增长，但是2011年抑制的商品房需求开始释放，预计增速重新回到20%，2012年房屋新开工面积将达到22.06亿平方米，同比增速将达13.8%。根据我国5年3600万套的计划，预计2013-2015年保障性住房计划建设套数将下降到1600万套，如果计划不修正，2013年保障性住房建设套数将下降到800套，保障性住房面积将负增长，但商品房新开工面积将延续高增长态势，预计为20%，2013年房屋新开工面积将达5.5%。

2011年混凝土机械仍将高增长、2012、2013年增速将逐渐放缓

混凝土机械行业2011年增速将达30%。如果2011年房地产新开工面积18.3%，对混凝土机械而言，不考虑更新需求及产品渗透率提升、进口替代，我们的模型预计混凝土机械将增长15%左右，如果考虑到产品渗透率提升、更新需求行业增速将上升到30%。因此2011年我们对于混凝土机械行业增速我们仍然乐观。

2012-2013年混凝土机械行业增速将放缓。如果2012年房地产新开工面积13.8%，对混凝土机械而言，不考虑更新需求及产品渗透率提升、进口替代，我们的模型预计混凝土机械将没有增长，如果考虑到产品渗透率提升、更新需求行业增速将上升到15%。因此2012年混凝土机械行业增速仍能增长，但增速将明显放缓。2013年如果新开工面积下降到5.5%，不考虑更新需求及产品渗透率提升、进口替代，我们的模型预计混凝土机械将负增长，如果考虑到产品渗透率提升可能大幅加快、更新需求，行业增速将达5-10%。因此2013年混凝土机械行业增速在房地产应用领域的增速将可能在个位数。

2011年铁路基建投资增速进入低速增长。2010年铁路建设投资8340亿元，其中基建投资7091元，基建投资占比达到85%。2011年预计投资7000亿，与2010年基本持平。但是从1-2月份的数据看，2011年超计划的概率较大。1-2月份完成投资708亿，同比增长32.5%，其中基建投资640亿，同比增长46.7%。1-2月份投资高增长，这也是工程机械1季度超预期的主要原因之一。未来铁路固定资产投资将很难再增长，而且后续基建投资的比例可能下降，设备采购投资的比例将上升。因此铁路基建投资在2012年及以后将不是拉动行业高增长的主导因素。

表5：2010、2012、2013年房地产新开工面积预计为41.9%、18.3%、13.8%

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
商品房面积（亿）		13.38	13.38	16.056	19.2672
YoY			0%	20%	20%
保障性住房套数（万）		500	1000	1000	800
保障性住房面积（亿）		3	6	6	4
YoY			100.0%	0.0%	-33.3%
房屋新开工面积合计（亿）	11.54	16.38	19.38	22.06	23.27
YoY	18.3%	41.9%	18.3%	13.8%	5.5%
中联混凝土机械销售额	71.57	140.84	197.2	226.8	249.4
YoY	52.9%	96.8%	40.0%	15.0%	10%
铁路基建投资（亿）	6004	7091	7000	7000	7000
YoY	69.1%	18%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：广发证券研发中心、wind、国家统计局 假设保障性住房每套60平方米

2012年及以后公路投资铁路基建投资工程机械增长的驱动因素将让位于农田、水利投资。2011年中央“一号文件”的聚焦水利建设，提出“从土地出让金中提取10%用于农田水利建设”，力争今后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍（2010年约年投入1140亿），2010年我国土地出让金达到2.7万亿元，若将10%用于农田水利建设，则未来每年农田水利建设资金将有望达到2700亿元以上。

我们预计公司混凝土机械收入未来3年的增速分别为40%、15%、10%。

塔式起重机、土方机械、环卫机械未来几年将持续高增长

塔式起重机、挖掘机未来几年有望成为下一个100亿级事业部。目前公司混凝土机械（141亿）、起重机（111亿），未来土方机械、塔式起重机将有望向100亿级事业部迈进。2011年土方机械预计达到25亿收入，预计5年后有望接近100亿。塔式起重机预计在2012年有望接近100亿规模销售收入。

环卫机械目前收入占比不高（5.82%），但是过去4年保持40-55%的增速，未来该产业发展前景好、成长周期长，公司将不但延伸垃圾运输车、清扫车产品系列，继续保持持续高增长。

零部件自制率提升、规模经济将抵消竞争加剧导致的毛利率下行风险

公司毛利率高，未来虽然有下降压力，但仍将维持。公司历史上的高毛利率主要是混凝土机械毛利率高、竞争格局好（双寡头），也是公司专注于高毛利率细分市场的主动选择的结果，也是对公司长期坚持高的研发投入有关（研发费用占收入比例5%，每年超过十亿元的研发投入）。

从趋势看，整个工程机械行业未来公司集中度将提升，但由于此前公司主要专注于每几个产品，目前和未来几年的趋势非常清晰，主要的工程机械公司在面对自己的领域被行业其他竞争者进入时，也大举进入其他领域，而那些行业规模小、技术研发实力弱的公司市场空间进一步说到挤压。其结果是，行业市场集中度再提升，但是部分产品的集中度可能下降。部分子行业的集中度将下降，毛利率很高的子行业可能有下行压力，这个从公司创历史纪录的高ROE也可以看出。但驱动公司毛利率改善的因素也很强劲，公司在关键液压件、底盘、发动机方面未来有望慢慢自制或国内配套，零部件采购、物流成本降大幅度下降，从而提升毛利率。我们判断两个因素综合的结果是毛利率稳定在高位，有小幅下降的压力。

2011年钢铁价格仍将在低位,挖掘机再翻番增长的规模经济下可以抵消竞争加剧的竞争压力,毛利率将小幅度提升,但是2012、2013年毛利率有下幅度下降的压力。

表6: 中联重科收入增速、毛利率、费用率

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入同比增速	42.0%	92.7%	51.0%	53.2%	55.1%	43.0%	18.0%	16.0%
毛利率	26.7%	28.6%	27.4%	25.7%	30.3%	30.3%	30.0%	29.0%
营业费用 /营业收入	8.59%	7.70%	7.08%	6.02%	6.67%	6.60%	6.50%	6.40%
管理费用 /营业收入	5.37%	4.10%	4.71%	4.02%	4.16%	4.30%	4.30%	4.00%

数据来源: 广发证券研发中心、wind

表7: 三一重工收入增速、毛利率、费用率

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入同比增速	105.3%	75.52%	50.30%	20.01%	105.84%	50.00%	20.00%	15.00%
毛利率	34.79%	34.56%	29.96%	32.34%	36.85%	37.00%	37.00%	36.00%
营业费用 /营业收入	11.40%	9.65%	9.69%	10.19%	9.44%	8.60%	8.60%	8.60%
管理费用 /营业收入	6.64%	5.51%	5.61%	4.67%	5.66%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源: 广发证券研发中心、wind

高研发投入, 但高增长下的规模经济费用率有望小幅下降

公司研发费用高, 研发投入占收入比例约5%(部分费用资本化或记入制造费用), 规模经济下, 研发投入绝对值仍将增长, 但是比例将小幅度下降, 我们预计11-13年的管理费用率为4.3%、营业费用率为6.60%。

10-13净利润复合增速达26%, 11-14净利润复合增速约为18%

基于此前分析及以下假设, 我们预计2011-2013年收入增速分别为43%、18%、16%。EPS分别为1.15元、1.38元、1.59元, 增速分别为43%、21%、15%。公司10-13年净利润复合增速为26%, 11-14年的净利润复合增速为18%, 放缓8个百分点。

表8: 2011-2013年公司收入增速将分别到43%、18%、16%

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入合计	207.62	321.92	457.76	541.04	628.91
混凝土机械	71.57	140.84	197.2	226.8	249.4
起重机械	82.98	110.77	144.0	172.8	207.4
环卫机械	12.30	18.74	26.2	32.8	41.0
其他机械及产品	15.76	16.74	23.4	27.0	31.0
路面及桩工机械	7.87	12.46	16.2	18.6	21.4
融资租赁收入	3.97	10.43	20.9	25.0	30.0
土方机械	4.45	7.72	25.0	32.5	42.3
物料输送设备	8.73	4.22	4.9	5.6	6.4
营业成本	154.22	224.24	317.2	374.7	435.7
混凝土机械	51.15	95.74	134.1	154.2	169.6
起重机械	63.35	79.94	104.0	124.8	149.7
环卫机械	8.24	12.82	17.8	22.3	27.9
其他机械及产品	12.97	3.54	20.4	23.4	27.0
路面及桩工机械	5.28	13.05	10.4	11.9	13.7
融资租赁收入	1.65	10.43	7.1	8.5	10.2

土方机械	3.73	7.66	19.0	24.4	31.7
物料输送设备	7.86	6.07	4.5	5.2	5.9
营业利润	53.40	97.69	140.5	166.4	193.2
混凝土机械	20.42	45.10	63.10	72.56	79.82
起重机械	19.63	30.82	40.03	48.04	57.65
环卫机械	4.06	5.92	8.40	10.49	13.12
其他机械及产品	2.79	2.18	3.05	3.50	4.03
路面及桩工机械	2.60	4.81	5.83	6.71	7.71
融资租赁收入	2.32	6.89	13.77	16.52	19.83
土方机械	0.72	1.65	6.00	8.13	10.56
物料输送设备	0.86	0.32	0.36	0.42	0.48
毛利率	25.72%	30.34%	30.70%	30.75%	30.72%
混凝土机械	28.53%	32.02%	32.00%	32.00%	32.00%
起重机械	23.66%	27.83%	27.80%	27.80%	27.80%
环卫机械	33.01%	31.58%	32.00%	32.00%	32.00%
其他机械及产品	17.69%	13.03%	13.00%	13.00%	13.00%
路面及桩工机械	32.99%	38.58%	36.00%	36.00%	36.00%
融资租赁收入	58.44%	66.05%	66.00%	66.00%	66.00%
土方机械	16.20%	21.40%	24.00%	25.00%	25.00%
物料输送设备	9.89%	7.48%	7.48%	7.48%	7.48%
收入构成	100%	100%	100%	100%	100%
混凝土机械	34.47%	43.75%	43.07%	41.91%	39.66%
起重机械	39.97%	34.41%	31.46%	31.94%	32.97%
环卫机械	5.92%	5.82%	5.73%	6.06%	6.52%
其他机械及产品	7.59%	5.20%	5.12%	4.98%	4.93%
路面及桩工机械	3.79%	3.87%	3.54%	3.44%	3.41%
融资租赁收入	1.91%	3.24%	4.56%	4.63%	4.78%
土方机械	2.14%	2.40%	5.46%	6.01%	6.72%
物料输送设备	4.20%	1.31%	1.06%	1.03%	1.02%
收入增速预测	53.2%	55.1%	42.2%	18.2%	16.2%
混凝土机械	52.9%	96.8%	40.0%	15.0%	10%
起重机械	33.0%	33.5%	30.0%	20.0%	20.0%
环卫机械	41.2%	52.4%	40.0%	25.0%	25.0%
其他机械及产品	243.0%	6.2%	40.0%	15.0%	15.0%
路面及桩工机械	29.1%	58.2%	30.0%	15.0%	15.0%
融资租赁收入	-	162.7%	100.0%	20.0%	20.0%
土方机械	283.0%	73.5%	223.8%	30.0%	30.0%
物料输送设备	233.9%	-51.6%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：广发证券研发中心、公司公告、wind

表9：10-13净利润复合增速达26%，11-14净利润复合增速约为18%

利润表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,762	32,193	46,036	54,322	63,013
营业成本	15,422	22,424	32,066	38,025	44,740
折旧和摊销	250	471	457	465	471

营业税费	108	177	253	299	347
销售费用	1,250	2,146	3,038	3,531	4,033
管理费用	834	1,339	1,980	2,336	2,521
财务费用	344	432	261	262	216
资产减值损失	79	316	569	331	187
公允价值变动损益	5	0	0	0	0
投资收益	(0)	15	1	1	1
营业利润	2,730	5,374	7,869	9,540	10,972
利润总额	2,827	5,416	7,859	9,540	10,971
少数股东损益	(28)	(78)	20	81	93
归属母公司净利润	2,446	4,666	6,660	8,027	9,232
EPS	0.42	0.80	1.15	1.38	1.59

数据来源：广发证券研发中心、公司公告、wind

四、未来的增长：出口驱动、市场份额提升

宏观环境、收购整合、公司治理支持公司超越行业增速。公司过去的高增长的宏观背景是城镇化下房地产行业的高速增长、基础实施建设的高投入。公司超越行业基准的增速源自公司不断整合收购、多元化进入其他行业，如起重机、环卫机械、土方机械等。公司前瞻的战略、高效的战术、适当的激励约束机制、良好的管治结构为公司稳健成长提供支持，中联重科向世界一流工程机械企业逐步迈进。

海外出口将使公司未来高增长的引擎，公司目标2015年海外市场占比将达30%。公司过去的高增长是在房地产高增长、基建投资高增长的背景下获得的，未来房地产增速、基建投资潜在增速将显著放缓，在逐步完成国内的进口替代后，出口将是包括中联重科在内的工程机械潜在高增长的主要推动力之一，公司将在国内年成功地基础上，迈出坚实的国际步伐，我们预计未来2015年末海外市场占比将提升到30%以上。年均提升5个百分点，出口对增长的贡献率年均提升5个百分点。

五、投资评级与估值

中联重科和三一重工是工程机械行业首选的两个标的，维持买入评级。2011-2013年EPS分别为1.15元、1.45、2.0元，11-14复合增速约为18%，如果以未来3年利润增速为基础的G，以PEG=1估值，合理估值为2011年18倍合理股价为20元。以2011年15-20倍估值（工程机械公司进入估值难提升，股价驱动需要EPS超预期的阶段），合理股价为17-23元，中间值为20元。维持“买入”评级。

六、风险提示

房地产调控加剧、保障性住房不达预期。

附录：三大财务报表、估值、成长性、盈利能力

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	53.24%	55.05%	43.00%	18.00%	16.00%
净利润增长率	54.27%	90.71%	42.75%	20.53%	15.00%
EBITDA 增长率	19.30%	95.99%	37.10%	19.56%	13.56%
EBIT 增长率	63.48%	96.66%	40.36%	20.56%	14.14%
估值指标					

PE	37	20	14	11	10
PB	12	3	3	2	2
EV/EBITDA	12	14	11	9	7
EV/EBIT	13	16	11	9	8
EV/NOPLAT	15	18	13	11	9
EV/Sales	2	3	2	2	1
EV/IC	2	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.72%	30.34%	30.34%	30.00%	29.00%
EBITDA 率	14.33%	18.11%	18.65%	18.90%	18.50%
EBIT 率	13.13%	16.65%	17.66%	18.04%	17.75%
税前净利润率	13.62%	16.82%	17.07%	17.56%	17.41%
税后净利润率 (归属母公司)	11.78%	14.49%	14.47%	14.78%	14.65%
ROA	7.13%	7.28%	9.20%	9.31%	9.08%
ROE (归属母公司) (摊薄)	32.76%	17.02%	19.55%	19.69%	19.24%
经营性 ROIC	12.22%	19.16%	20.74%	21.68%	22.93%
WACC	5.47%	6.55%	6.85%	6.85%	6.85%
ROIC-WACC	6.75%	12.61%	13.89%	14.83%	16.08%
资本结构					
资产负债率	77.62%	56.39%	53.05%	53.07%	53.09%
权益乘数	4.47	2.29	2.13	2.13	2.13
流动资产/总资产	60.38%	70.43%	69.66%	72.34%	74.44%
非流动资产/总资产	39.62%	29.57%	30.34%	27.66%	25.56%
有形资产/总资产	86.41%	92.71%	94.25%	95.34%	96.17%
流动负债/总负债	73.83%	73.14%	72.10%	73.15%	74.06%
非流动负债/总负债	26.17%	26.86%	27.90%	26.85%	25.94%
有息负债/总投入资本	64.95%	46.05%	14.39%	12.48%	11.57%
权益/总投入资本	34.76%	106.34%	102.05%	106.15%	116.04%
偿债能力					
流动比率	1.05	1.71	1.82	1.87	1.90
速动比率	0.73	1.37	1.36	1.42	1.45
归属母公司权益/有息债务	0.53	2.30	7.10	8.50	10.00
有形资产/有息债务	2.07	4.91	14.26	17.30	20.58
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	9.00	17.50	133.72	446.03	NA
每股指标					
EPS	0.42	0.80	1.15	1.38	1.59
每股红利	0.07	0.00	0.23	0.35	0.48
每股经营现金流	0.23	0.09	(0.04)	0.60	1.16
每股自由现金流(FCFF)	0.50	1.49	0.26	0.76	1.30
每股净资产 (按最新预测年度股本)	1.31	4.74	5.87	7.04	8.30
每股销售收入	3.58	5.55	7.94	9.37	10.87
每股 EBITDA (按最新预测年度股本)	0.57	1.08	1.48	1.77	2.01
营运能力					
应收账款周转率	4.74	5.36	5.21	4.19	3.84

应收账款周转天数	75.98	67.21	69.10	85.87	93.71
存货周转率	2.70	3.00	2.99	2.72	2.71
存货周转天数	133.55	120.00	120.55	132.48	133.03
应付账款周转率	4.10	3.98	3.89	3.62	3.60
应付账款周转天数	87.76	90.34	92.65	99.54	99.90
营业周期	209.54	187.22	189.65	218.35	226.75
现金周期	121.78	96.88	97.00	118.81	126.85
总资产周转率	0.73	0.66	0.68	0.68	0.66

杜邦分析

ROE（归属母公司）	32.76%	17.02%	19.55%	19.69%	19.24%
归属母公司净利润占比	101.14%	101.69%	99.70%	99.00%	99.00%
销售净利率	11.65%	14.25%	14.51%	14.93%	14.80%
总资产周转率	0.73	0.66	0.68	0.68	0.66
权益乘数（杜邦分析）	3.81	1.77	1.99	1.96	1.98

ROIC 分解

获利能力-经营利润率（EBIT/收入）	14.78%	17.99%	17.66%	18.04%	17.75%
资本效率-投入资本周转率	1.15	1.35	1.56	1.51	1.58
1-税率	85.55%	84.71%	85.00%	85.00%	85.00%

收益质量

经营活动净收益/利润总额	96.38%	98.95%	100.11%	99.99%	100.00%
价值变动净收益/利润总额	0.17%	0.27%	0.01%	0.01%	0.01%
营业外收支净额/利润总额	3.45%	0.78%	0.38%	0.00%	-0.01%
所得税/利润总额	14.45%	15.29%	15.00%	15.00%	15.00%

现金流量

经营活动现金流量净额/经营活动净收益	48.93%	10.17%	-3.14%	36.64%	61.34%
自由现金流	2,883.77	8,665.78	1,489.79	4,386.46	7,537.61

资料来源：广发证券、上市公司

利润表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,762	32,193	46,036	54,322	63,013
营业成本	15,422	22,424	32,066	38,025	44,740
折旧和摊销	250	471	457	465	471
营业税费	108	177	253	299	347
销售费用	1,250	2,146	3,038	3,531	4,033
管理费用	834	1,339	1,980	2,336	2,521
财务费用	344	432	261	262	216
资产减值损失	79	316	569	331	187
公允价值变动损益	5	0	0	0	0
投资收益	(0)	15	1	1	1
营业利润	2,730	5,374	7,869	9,540	10,972
利润总额	2,827	5,416	7,859	9,540	10,971
少数股东损益	(28)	(78)	20	81	93

归属母公司净利润	2,446	4,666	6,660	8,027	9,232
EPS（按照最新预测年度股本）	0.42	0.80	1.15	1.38	1.59
NOPLAT	2,669	4,951	6,918	8,334	9,506
EBIT	3,069	5,792	8,129	9,800	11,187
EBITDA	3,319	6,263	8,586	10,265	11,658

资料来源：广发证券、上市公司

资产负债表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	33,915	62,995	72,616	87,075	102,678
流动资产	20,476	44,366	50,584	62,987	76,434
货币资金	4,428	20,520	15,635	19,139	25,334
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5,074	6,947	10,726	15,188	17,619
应收票据	491	627	921	1,086	1,260
其他应收款	351	528	378	419	442
存货	6,272	8,678	12,797	15,190	17,876
非流动资产	13,438	18,629	22,032	24,088	26,244
可供出售投资	6	5	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	79	94	95	95	95
固定资产	3,144	3,658	3,439	3,214	2,946
无形资产	2,339	2,375	2,231	2,108	1,989
总负债	26,323	35,521	38,462	46,148	54,453
无息负债	12,137	23,623	33,664	41,350	49,655
有息负债	14,186	11,898	4,798	4,798	4,798
股东权益	7,592	27,474	34,034	40,807	48,105
股本	1,673	5,797	5,797	5,797	5,797
公积金	793	16,273	17,276	18,492	19,891
未分配利润	4,973	5,411	11,069	16,544	22,350
少数股东权益	124	59	(41)	40	133
归属母公司权益	7,468	27,415	34,075	40,767	47,972
Vd	14,186	11,898	4,798	4,798	4,798
Ve	26,402	91,480	91,480	91,480	91,480
EV	40,727	89,940	90,771	89,090	84,807
IC	21,841	25,836	33,351	38,442	41,457

资料来源：广发证券、上市公司

现金流量表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,333	545	(247)	3,495	6,730
净利润	2,446	4,666	6,660	8,027	9,232
折旧摊销	250	471	457	465	471
净营运资金增加	3,762	1,186	6,405	4,693	2,597

其他	(5,125)	(5,777)	(13,769)	(9,690)	(5,571)
投资活动产生现金流	(1,057)	(1,934)	(46)	(50)	(30)
净资本支出	(4,460)	(4,322)	50	50	30
长期投资变化	79	94	(0)	(0)	(0)
其他资产变化	3,324	2,294	(95)	(100)	(60)
融资活动现金流	(177)	16,761	(4,592)	59	(505)
股本变化	152	4,124	0	0	0
债务净变化	4,686	(2,288)	(7,100)	0	0
无息负债变化	3,859	11,486	10,041	7,686	8,305
净现金流	99	15,373	(4,885)	3,504	6,195

资料来源：广发证券、上市公司

广发机械行业研究小组

邱世梁，分析师，复旦大学金融学硕士、机械电子工程学士，CPA，CFA，第八届新财富最佳分析师机械行业第4名，第七届新财富最佳分析师机械、汽车行业第5名，先后于光大证券、申万研究所从事行业研究工作，2010年进入广发证券发展研究中心。

安倩，分析师，复旦大学经济学硕士、机械工学学士，第八届新财富最佳分析师机械行业第4名，第七届新财富最佳分析师机械行业第7名，曾于东方证券研究所工作，2010年进入广发证券发展研究中心。

陈金东，研究助理，厦门大学经济学硕士、机械工学学士，曾于中投证券研究所工作，2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：cjd@gf.com.cn，021-68826753。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。