

新型公路养护机械行业领跑者

森远股份

300210

国内新型公路养护机械行业领先企业

公司主要从事新型公路养护机械技术开发和制造,拥有路面除雪和清洁设备、大型沥青路面就地再生设备和预防性养护设备三大系列产品,是国内领先的能够提供全系列沥青路面就地再生技术解决方案并具有工程施工技术支撑经验的设备制造商。除雪洒布车和热再生机组销量近三年位列行业第一,2008年—2010年收入复合增长率28%,净利润复合增长率43%。

路面养护行业潜力巨大

汽车保有量的快速上升和公路运输的旺盛需求将大幅带动路面养护行业增速。预计2020年底路面除雪和清洁设备规模在200-300亿元之间,以目前市场保有量不足50亿元推算,预计未来九到十年间除雪设备年复合增长在20%左右。到2014我国热再生机组市场累计需求将达35(台/套),目前国内热再生机组累计销量20套,机械化除雪和沥青路面再生设备市场潜力巨大。

公司是行业标准组织者,具有明显技术先发优势

公司现为行业内唯一标准化组织,参与多项国家标准制定,是行业内技术创新引导者,拥有包括沥青路面就地热再生重铺技术在内的9项核心技术。热再生机组、横移式冷再生机、热风式再生修补车等多项产品系国内首创,持续研发投入为公司开辟新利润增长点提供了有力支撑。

募投项目主要解决产能瓶颈问题

从目前公司主要产品产销率来看,市场需求旺盛,产品一直处于供不应求状态,此次募集资金将主要用于大型沥青路面再生养护制造设备、成套公路养护设备产品升级项目,项目达产后将有效缓解产能瓶颈。

盈利预测与估值

我们预计公司2011—2013年EPS分别为0.81元、1.25元、1.61元。结合考虑公司成长情况、可比上市公司估值和近期创业板新股估值情况,按照11年每股收益给予25—30倍PE,股价区间为20.25—24.3元。

业绩预测	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	101	133	200	313	416
增长率	24.6%	31.4%	50.1%	56.5%	32.8%
净利润(百万元)	27	38	61	94	121
增长率	42.8%	43.6%	60.1%	54.0%	28.6%
每股净资产(元)	2.22	2.12	8.52	9.77	11.39

不评级

首次

分析师:牛纪刚

投资咨询执业证书编号:

S0630511010007

021-50586660-8636

njg@longone.com.cn

机械行业 高级分析师

联系人:赵语涛 王青

021-50586660-8637

zhaoyt@longone.com.cn

机械行业

日期

分析:2011年4月15日

询价区间

20.25元—24.3元

公司数据

发行股数(万股):1900

发行日期:2011/4/18

发行方式:网下发+网上申购

主承销商:国信证券

公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.51	0.81	1.25	1.61
PE				
PB				

注:EPS为最新股本摊薄后数据

正文目录

一、公司是新型公路养护机械行业领先企业	4
1、经营情况介绍	4
2、股权结构	4
二、新型公路养护机械行业前景看好	5
1、政策力促公路养护行业快速发展	5
2、下游需求迎来公路全面养护的“黄金十年”	5
3、公路养护行业市场潜力巨大	7
三、行业标杆，全方位养护解决方案提供商	8
1、行业标准组织者，掌握行业话语权	8
2、先发技术优势明显	8
3、持续性研发投入为利润增长提供有力支撑.....	8
四、公司募投项目分析	9
五、盈利预测与估值	4
1、 盈利预测:未来三年净利润复合增长率为 47.12%	10
2、 估值: 合理价格区间为 20.25-24.3 元	11
六、风险提示.....	11

图表目录

图 1. 公司 10 年主营业务收入分解	4
图 2. 2008-2010 年产品毛利率和综合毛利率变动情况	4
图 3. 公司股权结构图	4
图 4. 1990-2010 年我国公路总里程数（万公里）	5
图 5. 1990-2010 年我国高速公路里程数（公里）	5
图 6. 1990-2010 年我国公路新建里程数（千公里）	6
图 7. 2000-2009 年我国公路修复里程数（千公里）	6
图 8. 1990-2010 年我国汽车保有量（万辆）	6
图 9. 1990-2010 年公路客货运输量	6
图 10. 2005-2010 年我热再生机组施工面积（万平方米）	7
图 11. 我国公路养护机费用预计（亿元）	7
图 12. 2008-2010 年公司研发费用（万元）投入比	9
表 1. 国家道路养护相关支持政策	5
表 2. 采用就地热再生工艺的省市或直辖市个数	7
表 3. 公司正组织制定的 16 项公路养护机械产品国家技术标准	8
表 4. 公司 9 项核心技术	8
表 5. 公司即将推出市场的重要产品	9
表 6. 募集资金运用项目投资计划	9
表 7. 大型沥青路面再生养护制造设备项目达产后新增产能及销售额状况	10
表 8. 成套公路养护设备产品升级项目完成改造后新增产能情况	10
表 9. 公司收入分项预测	10
表 10. 主要可比上市公司	11
表 11. 公司财务预测	12

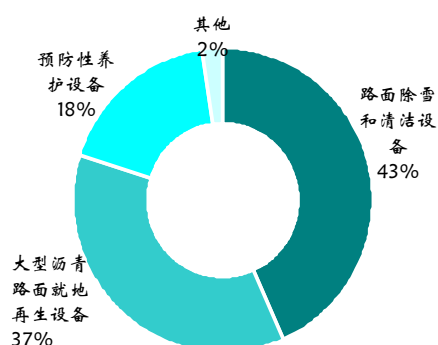
一、公司是新型公路养护机械行业领先企业

1. 经营情况介绍

公司是由鞍山森远路桥养护机械制造有限公司整体变更设立的股份有限公司，主要从事新型公路养护机械的技术开发和制造，拥有路面除雪和清洁设备、大型沥青路面就地再生设备和预防性养护设备三大系列产品，是国内领先的能够提供全系列沥青路面就地再生技术解决方案并具有工程施工技术支撑经验的设备制造商。2008年到2010年，公司营业收入分别为8143.15万元、10143.07万元、13325.21万元，收入年复合增长率28%，同期归属于母公司所有者的净利润3807.85万元、2651.18万元、1857.17万元，净利润年复合增长率43%。

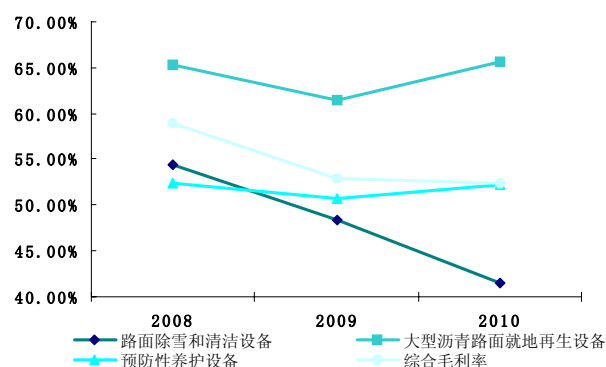
在主营业务毛利率方面，2008年到2010年间，受汽车底盘成本上升挤压，公司的主要产品系列之一路面除雪和清洁设备毛利率呈现持续下降趋势，分别为54.44%、48.43%、41.45%；大型沥青路面就地再生设备和预防性养护设备的毛利率在2009年有所下降，2010年以后又有所回升。公司三大主要产品综合毛利率分别为58.95%、52.89%、52.48%，毛利率维持在较高水平，主要原因是公司在国内领先的公路养护设备技术和较强的产品持续创新能力为盈利增长的可持续性提供了保障。

图 1. 公司 10 年主营收入分解



资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

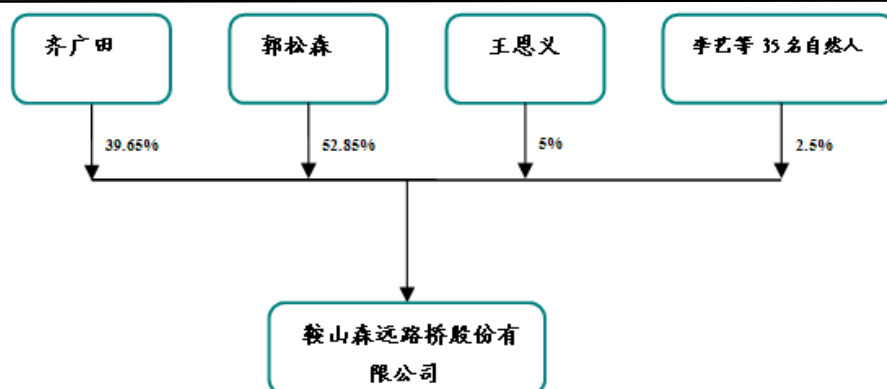
图 2. 2008-2010 年产品毛利率和综合毛利率变动趋势



资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

2. 股权结构

图 3. 公司股权结构图



资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

二、新型公路养护机械行业前景看好

1. 政策力促公路养护行业快速发展

公路养护机械行业是我国专用设备制造业中的新兴领域，获得多项产业政策支持，而新型公路养护机械尤其是公司产品所属领域因其具有节能减排特点，更是得到国家政策的大力支持。《“十二五”公路养护管理与应急保障发展规划》提出“养护优先”，与“十一五”时期“建养并重，协调发展”相比，表明我国公路养护的基本原则发生了重大变动，进一步强化了公路养护管理的基础性地位。同时《“十二五”规划》提出要强化环保意识、树立循环经济理念，发展预防性养护和再生利用技术，促进人、车、路自然和谐发展。

表 1. 国家道路养护相关支持政策

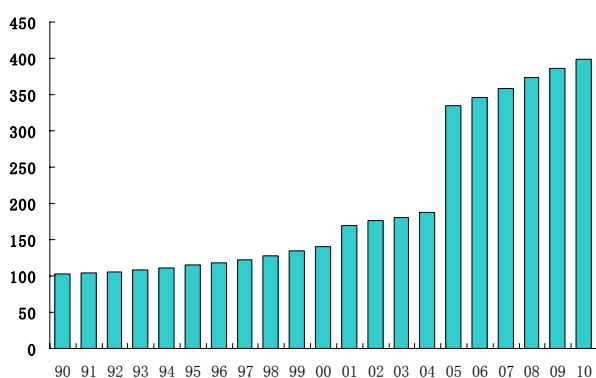
关键词	主要政策内容
提高国省干线大中修比例	“十一五”规划规定国省干线大中修里程占公路总里程数比例大于 13%；在“十二五”规划中，这一比例进一步被提高到了 17%以上。
首次提出废旧沥青路面材料利用率指标	“十二五”提出要普及冷再生、热再生等废旧路面材料的循环利用技术和施工工艺，并首次提出废旧沥青路面材料利用率的指标，力争在 2015 年达到全国公路废旧沥青路面材料循环利用率达到 40%，国省干线公路 70%，高速公路 90%；绿色养护概念逐渐铺开。
高效除雪保通行	安全应急救灾设备是装备制造业“十二五”规划的 5 个重点发展任务之一，公安部明确规定：因雨雪原因不允许封闭高速公路，确需封闭需报公安部批准后组织实施；另外由于化学融雪剂对路面、绿化作物的危害性的逐渐暴露，各地开始严格控制化学融雪剂的使用。这都将带动纯物理机械式除雪设备的旺盛需求。

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

2. 下游需求迎来公路全面养护的“黄金十年”

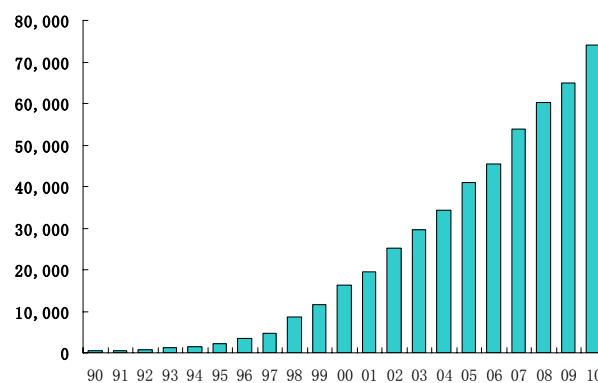
持续大规模公路建设带动公路养护行业迅速发展

图 4. 1990-2010 年我国公路总里程数（万公里）



资料来源：东海证券研究所，CEIC，公司招股说明书

图 5. 1990-2010 年我国高速公路里程数（公里）

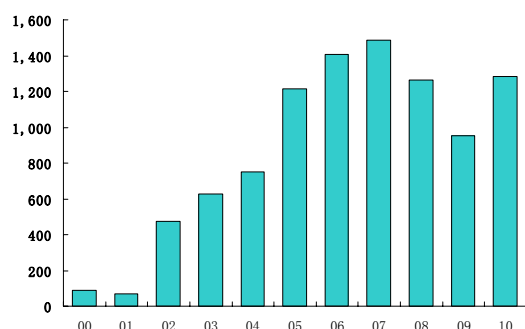


资料来源：东海证券研究所，CEIC，公司招股说明书

自从上世纪九十年代开始，我国公路建设持续快速发展，截止2010年底，全国公路总里程已达到398.4万公里，其中高速公路7.4万公里。根据国家公路发展需求，未来我国公路总里程将超过800万公里，国家高速公路网总里程预计可达10万公里。一般公路建成5-10年后将迎来大中修周期，我国持续大规模的公路建设必

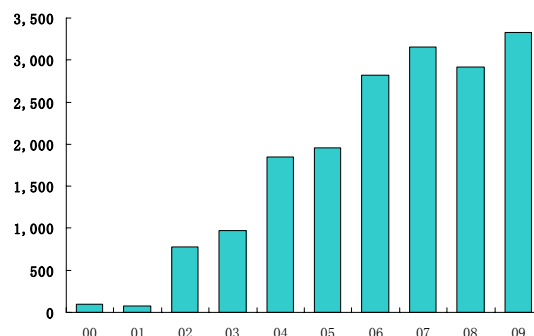
将促进公路养护行业的有力发展。按《“十一五”公路养护管理事业发展纲要》国省干线13%的大中修里程比例，高速公路8%的预防性养护比例测算，2010年我国高速公路大中修里程在9620公里左右，预防性养护里程在5920公里左右，合计占到现有高速公路总里程的21%。

图 6. 1990-2010 年我国公路新建里程数（千公里）



资料来源：东海证券研究所，CEIC，公司招股说明书

图 7. 2000-2009 年我国公路修复里程数（千公里）



资料来源：东海证券研究所，CEIC，公司招股说明书

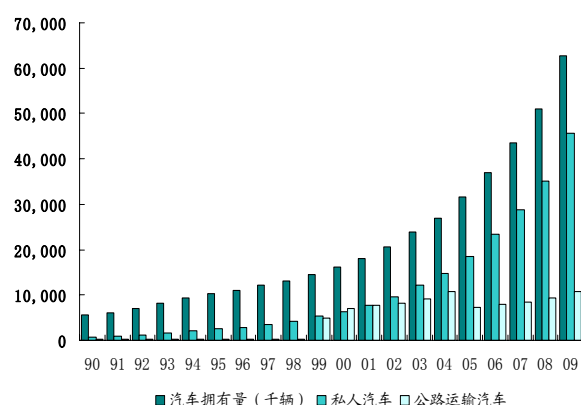
进入2000年以来，我国公路修复里程数超过了公路新建里程数，且两者差距在不断扩大中，随着我国公路养护基本原则由“建养并重”到“养护优先”的转变，未来几年内我国公路修复里程数有望继续快速增长，将会迎来公路全面养护的黄金十年。

汽车保有量和公路运输量的快速增长加大了公路养护需求

国民经济的持续快速增长带来私人汽车消费和公路运输需求的快速增加，2010年我国汽车保有量6280.6万辆，比去年同期增加了23.16%；其中私人汽车保有量4574.9万辆，同比增加了30.66%，公路运输汽车保有量1087.4万辆，同比上涨了16.84%。从公路客货运输量来看，2010年公路旅客运输量30627百万人次，较去年同期相比提高了10.2%；公路货物运输量24253百万吨，同比上升了13.98%。

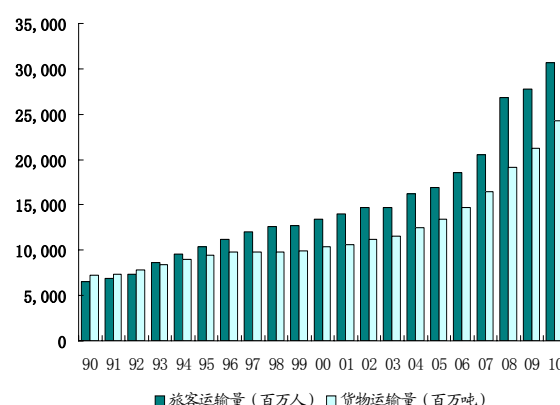
汽车保有量的快速上升和公路运输的旺盛需求都增加了路面的磨损压力，提高了对于公路养护面积和养护频率的需求。

图 8. 1990-2009 年我国汽车保有量（千辆）



资料来源：东海证券研究所，CEIC

图 9. 1990-2010 年公路客货运输量



资料来源：东海证券研究所，CEIC

3. 公路养护行业市场潜力巨大

机械化除雪已成未来必然趋势

高效除雪保障道路畅通的需要以及各地对于化学融雪剂使用的严格控制使得纯物理式的机械化除雪成为未来发展必然趋势。中国工程机械工业协会筑路机械分会按照交通部我国公路养护每100km机械配备参考标准估算我国公路养护机械市场规模，预测2020年底路面除雪和清洁设备市场规模在200-300亿元之间，而目前我国除雪设备市场保有量还不足50亿元，预计未来九到十年间除雪设备的年复合增长将在20%左右。

沥青路面热再生设备发展空间巨大

沥青路面再生设备得到了国家“十二五”公路养护发展规划的明确支持，再生机组实现了对原有路面材料100%的再生利用，一套热再生机组每年循环利用的废旧路面材料总计达到6.25万吨，一套冷再生机每年循环利用的废旧路面材料达到20万吨。目前我国热再生施工面积正以每年年均40%的幅度增长，显示出良好的增长态势，截至2010年年末，我国热再生机组的施工面积累计达到约2300万平方米，使用热再生施工的省份从05年的6省市扩展到了现在的22个省市。截至2010年末，我国热再生机组市场累计销量20套，其中森元路桥作为国内唯一一家提供热再生机组的公司，所销售的热再生机组市场份额占到40%，按照2008-2010年热再生机组销售稳定价格1500-1600万元/(台/套)的价格估算，目前由国内公司满足的市场容量仅为1.2-1.5亿元之间，根据中国工程机械工业协会筑路机械分会预测，到2014年我国热再生机组市场需求量将达到35(台/套)，假设国内企业市场份额仍维持在40%的水平，预计未来三年热再生机组的年复合增长率将在21%-23%之间。

图 10. 2005-2010 年我国热再生机组施工面积 (万平方米)

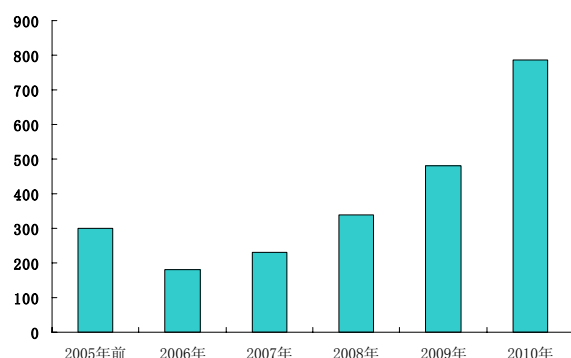
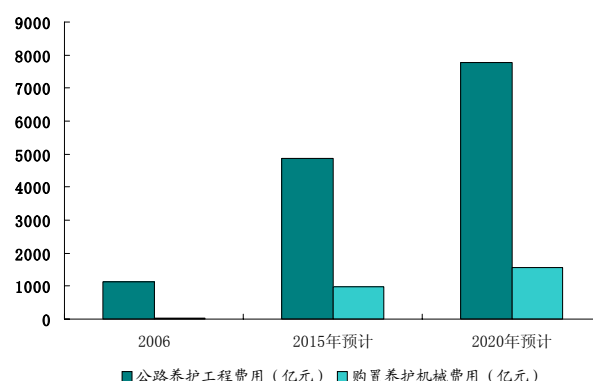


图 11. 我国公路养护机费用预计 (亿元)



资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

表 2. 采用就地热再生工艺的省市或直辖市个数

时间	采用就地热再生工艺的身份或直辖市个数	当年增加
截至 2005 年末	6 (北京市、天津市、上海市、江苏省、四川省、河北省)	—
截至 2006 年末	9	吉林省、河南省、山东省
截至 2007 年末	13	辽宁省、浙江省、甘肃省、海南省
截至 2008 年末	15	内蒙古自治区、宁夏回族自治区
截至 2009 年末	18	福建省、湖北省、广东省
截至 2010 年末	22	湖南省、重庆省、云南省、江西省

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

三、行业标杆，全方位养护解决方案供应商

1、行业标准组织者，掌握行业话语权

公司现为行业内唯一的标准化组织——全国建筑施工机械与设备标准化技术委员会道路养护设备工作组组长单位，公司现任董事长、总经理郭松森先生担任全国建筑施工机械与设备标准化技术委员会委员；董事、副总经理王恩义先生担任全国标准化道路养护设备工作组组长。目前公司正在制定包括沥青路面热再生重铺机组系列标准研究计划在内的16项公路养护机械产品国家技术标准。通过积极参与国家标准的制定，引导行业发展方向，公司将进一步提高在业内知名度和核心竞争力。

表 3. 公司正组织制定的 16 项公路养护机械产品国家技术标准

项目编号	项目名称	备注
20078185-T-604	道路施工与养护设备沥青混合料再生修补车	国家标准
20078186-T-604	道路施工与养护设备沥青路面热再生重铺机组	国家标准
20078187-T-604	道路施工与养护设备路面灌缝车/机	国家标准
20078188-T-604	道路施工与养护设备微表处施工车	国家标准
10-122	沥青路面热再生重铺机组系列标准研究计划	包含 12 项国家标准

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

2、先发技术优势明显

公司作为最早进入（2000年）进入公路养护机械行业的企业之一，是行业内技术创新的引领者，拥有包括除雪融冰技术、沥青路面就地热再生重铺技术等9项核心技术；热再生机组、横移式冷再生机、热风式再生修补车等多项产品据系国内首创，主导产品的技术处于国际先进或领先水平。

表 4. 公司 9 项核心技术

序号	核心技术名称	技术来源	技术所处阶段	创新类别	技术水平
1	沥青路面就地热再生重铺技术	自主研发	批量生产	原始创新、集成创新	国内首创/国际先进
2	横移全深式泡沫沥青就地冷再生技术	自主研发	工程试验	消化吸收再创新	国内首创/国际领先
3	红外线加热式沥青路面再生修补技术	自主研发	批量生产	原始创新	国内首创/国际领先
4	热风循环加热式沥青路面再生修补技术	自主研发	批量生产	原始创新	国内首创/国际先进
5	道路灌缝技术	自主研发	批量生产	集成创新	国内领先/国际先进
6	除雪融冰技术	自主研发	批量生产	原始创新、集成创新	国内领先/国际先进
7	沥青路面微表处技术	自主研发	批量生产	消化吸收再创新	国内领先/国际先进
8	橡胶沥青洒布技术	自主研发	工程试验阶段	原始创新、集成创新	国内领先/国际先进
9	高压水射流清洗和疏通技术	自主研发	批量生产	集成创新	国内领先/国际先进

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

3、持续性研发投入为利润增长提供有力支撑

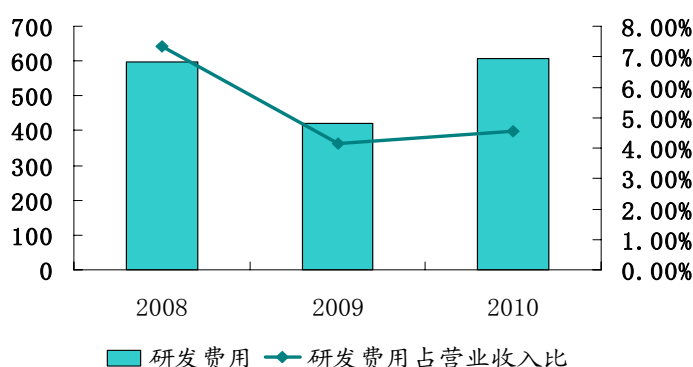
公司在还在持续进行研发投入，公司目前拥有技术储备7项，其中包括两项技术研究和5项新产品。两项技术研究项目是为了进一步提升公司在行业内的技术领先优势；5项新产品丰富了公司产品品种并为公司开辟新的利润增长点提供了有利条件。

表 5. 公司即将推出市场的重要产品

产品系列	产品品种	生产周期(天)	目前状况
大型沥青路面就地再生设备	横移式冷再生机	90	工程试验期预计 2011 年上市
预防性养护设备	橡胶沥青撒布车	70	工程试验期预计 2011 年上市
	加热式沥青路面超薄磨层罩面机	70	样机试制阶段预计 2011 年上市
路面除雪和清洁设备	冷吹式机场除雪车	50	样机设计阶段预计 2011 年上市
	机械式综合除雪车	50	样机设计阶段预计 2011 年上市

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

图 12. 2008-2010 年公司研发费用(万元)投入比



资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

公司 2008-2010 年间研发投入占营业收入的比例分别为 7.34%，4.15%，4.55%，研发费用存在一定波动，但是从研发费用的投入情况来看，公司研发费用支出和公司各类研发项目的实际情况和具体特征密切相关，是公司持续盈利能力的重要保证。

四、公司募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行人人民币普通股 1900 万股，占发行后总股本的 25.38%。本次发行后，募集资金将用于大型沥青路面再生养护设备制造项目、成套公路养护设备产品升级项目、技术研发中心建设项目和其他与主营业务相关的营运资金。

表 6. 募集资金运用项目投资计划

重要性排序	项目名称	总投资额(万元)	分期投资额(万元)			
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年
1	大型沥青路面再生养护设备制造项目	12000	4325	2600	3375	1700
2	成套公路养护设备产品升级项目	4000	-	1800	1600	600
3	技术研发中心建设项目	3000	-	1120	1500	320
4	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-	-

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

其中大型沥青路面再生养护设备制造项目和成套公路养护设备产品升级项目预计均于 2012 年达产和完成改造，项目达产后新释放产能情况如下：

表 7. 大型沥青路面再生养护制造设备项目达产后新增产能及销售额情况

产品名称	项目名称	达产后
热再生机组	新增产能（套）	8
	新增销售额（万元）	11624
横移式冷再生机	新增产能（套）	10
	新增销售额（万元）	4275
沥青路面热再生修补车	新增产能（套）	42
	新增销售额（万元）	4305

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

表 8. 成套公路养护设备产品升级项目完成改造后新增产能情况

产品系列	项目	第 1 年（台）	第 2 年	第 3 年	改造完成后合计数
路面除雪和清洁设备	新增产能（台/套）	27	45	112	184
预防性养护设备	新增产能（台/套）	10	20	37	67

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

五、盈利预测与估值

1. 盈利预测:未来三年净利润复合增长率为 47.12%

预测假设：（1）募投项目顺利达产；（2）产销率达到90%以上；（3）各项费率保持稳定，基于以上假设，我们对公司各项业务进行了预测：

表 9. 公司收入分项预测（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
除雪与清洁设备	46.49	57.6	97.92	122.4	153
收入增长率	26.30%	23.90%	70.00%	25.00%	25.00%
成本	23.99	33.70	52.88	66.10	82.62
毛利率	48.40%	41.50%	46%	46%	46%
热再生机组	29.03	48.71	64	91.59	130.77
收入增长率	-12.90%	67.80%	31.39%	43.11%	42.78%
成本	11.18	16.71	21.12	32.06	48.38
毛利率	61.50%	65.70%	67%	65.00%	63.00%
冷再生设备	0	0	4.275	17.1	29.93
收入增长率				300.00%	75.03%
成本			1.59	6.53	11.73
毛利率			62.80%	61.80%	60.80%
预防性养护设备	19.38	23.87	30.4	78.16	97.76
收入增长率	177.20%	23.17%	27.36%	157.11%	25.08%
成本	9.55	11.41	13.68	37.52	48.88
毛利率	50.70%	52.20%	55%	52%	50%

其它收入	6.5	3.1	3.41	3.751	4.1261
收入增长率	52.30%	-53.10%	10%	10%	10%
成本	3.90	1.40	1.88	2.06	2.27
毛利率	40.20%	56.70%	45%	45%	45%
收入合计	101.43	133.25	200.005	313.001	415.5861
收入增长率	24.60%	31.37%	50.10%	56.50%	32.77%
成本合计	48.64973	63.18339	91.1426	144.2646	193.8868
综合毛利率	52.04%	52.58%	54.43%	53.91%	53.35%

资料来源：东海证券研究所

2. 估值：合理价格区间为 20.25-24.3 元

A股可比相关上市公司主要有4家，分别是达刚路机、威海广泰、中联重科、三一重工。

表 10. 主要可比上市公司

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
300103	达刚路机	44.91	34.01	25.00
002111	威海广泰	52.95	37.40	30.66
000157	中联重科	20.46	14.66	11.40
600031	三一重工	25.34	16.93	12.88
均值		29.58	25.75	19.99

资料来源：WIND，东海证券研究所

我们预计公司2011—2013年EPS分别为0.81元、1.25元、1.61元。结合考虑公司成长情况、可比上市公司估值和近期创业板新股估值情况，按照2010年EPS采用25—30倍PE，股价区间为20.25—24.3元。

六、风险提示

（1）新产品开发及市场拓展风险；（2）市场竞争风险；（3）热再生机组订单波动风险。

表 11. 公司财务预测

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	60	80	461	494	549	营业收入	101	133	200	313	416
应收款项	46	49	75	110	150	增长率	24.6%	31.4%	50.1%	56.5%	32.8%
存货净额	17	29	37	54	73	营业成本	49	63	91	144	194
其他流动资产	9	8	17	25	32	营业成本/营业收入	47.9%	47.4%	45.6%	46.1%	46.7%
流动资产合计	133	166	590	683	803	营业税金及附加	1	1	2	4	5
固定资产	46	66	105	141	180	销售费用	10	13	19	30	40
无形资产及其他	22	21	20	19	17	销售费用/营业收入	9.5%	9.5%	9.5%	9.6%	9.6%
投资性房地产	1	1	1	1	1	管理费用	10	13	19	29	40
长期股权投资	0	0	0	0	0	管理费用/营业收入	9.7%	9.9%	9.5%	9.3%	9.6%
资产总计	201	254	717	843	1001	财务费用	2	2	(0)	(2)	(2)
短期借款及交易性金融负债	5	35	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
应付款项	25	40	51	74	105	资产减值及公允价值变动	(1)	0	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	3	2	4	6	8	其他收入	0	0	0	0	0
流动负债合计	33	78	55	79	113	营业利润	29	41	68	108	139
长期借款及应付债券	25	0	0	0	0	营业外净收支	2	3	4	3	3
其他长期负债	20	18	24	32	36	利润总额	31	45	72	111	142
长期负债合计	45	18	24	32	36	增长率	43.2%	43.6%	59.6%	54.0%	28.6%
负债合计	78	96	79	111	148	所得税费用	5	7	11	17	21
少数股东权益	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
股东权益	124	159	638	732	852	归属于母公司净利润	27	38	61	94	121
负债和股东权益总计	201	254	717	843	1001	增长率	42.8%	43.6%	60.1%	54.0%	28.6%

关键财务与估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.47	0.51	0.81	1.25	1.61	经营活动现金流	48	38	45	80	110
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(6)	(21)	(47)	(47)	(56)
每股净资产	2.22	2.12	8.52	9.77	11.39	投资活动现金流	(6)	(21)	(47)	(47)	(56)
ROE	21%	24%	10%	13%	14%	权益性融资	0	0	418	0	0
毛利率	52%	53%	54%	54%	53%	负债净变化	(20)	(25)	0	0	0
EBIT Margin	31%	33%	34%	34%	33%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	33%	35%	38%	38%	37%	其它融资现金流	22	52	(35)	0	0
收入增长	25%	31%	50%	57%	33%	融资活动现金流	(18)	2	383	0	0
净利润增长	43%	44%	60%	54%	29%	现金净变动	24	20	381	33	54
资产负债率	38%	38%	11%	13%	15%	货币资金的期初余额	36	60	80	461	494
P/E						货币资金的期末余额	60	80	461	494	549
P/B						企业自由现金流	45	23	(5)	29	50
EV/EBITDA						权益自由现金流	0	50	(40)	30	51

资料来源：东海证券研究所

作者简介

牛纪刚：机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，3年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897