

湘财证券研究所

机械行业小组

刘正 分析师

执业编号：S0500511010001

联系人：仇华

Tel：021-68634518-8227

E-mail：qh3062@xcsc.com

我们近期去公司调研，与公司高管就公司发展规划、产品销售以及公司近期动态进行交流。

调研要点如下：

一、装载机增长稳健，挖掘机进入快速发展期。公司2010年销售装载机3.85万台，同比增长31.25%，市场占有率20.34%，继续保持行业销售额第一的地位。我们预期2011年装载机有10%以上增长，而挖掘机全年产能大幅增长，销售有望接近10000台。公司2011年销售收入有望保持40%以上的增幅。

二、公司稳健发展，但各种因素影响毛利率。虽然公司2011年初完成定向增发，募集29亿多元，但公司市场政策稳健，对财务依然把握严格。目前着重降低一季度增长较快的应收账款。

公司2010年综合毛利率为22.43%，同比上升1.31个百分点。但一季度以来，各种原材料价格提高，虽然公司产品有所提价，但依然不能完全转移成本压力，导致一季度公司装载机产品毛利率下滑约2个百分点，整体毛利率也有所下降。虽然公司挖掘机产品目前毛利率相对稳定，但挖掘机主要液压件外购，因受日本地震等因素影响，目前已面临涨价压力，全年毛利率也不容乐观。

三、全国战略布局，提高优势产品产能，拓宽产品线。公司正在积极推进常州基地万台挖掘机等大型建设项目。这些项目达产后将新增公司产能，其中常州基地挖掘机10,000台，天津基地推土机3,000台。大幅提高公司现有产品产能的同时，还而且丰富了公司的产品线，增强公司的综合竞争实力和抵御风险的能力。

而公司正在收购波兰HSW公司，也将进一步推动公司天津推土机项目技术水平的提升。

四、海外市场拓展将进入收购阶段。公司“海外三步走战略”是：一、通过经销商销售产品；二、在重点区域自主生产；三、以收购方式快速扩张。公司2010年收购波兰HSW公司下属工程机械业务单元，标志着公司海外战略进入第三个阶段。

而公司随着公司装载机性价比优势的提升，以及公司海外布局的逐步推进，预计公司未来3年海外市场能够获得有效开拓。

五、盈利预测。由于近年我国工程机械发展快速，而公司装载机业内第一，挖掘机持续快速增长，我们预计公司以及有望保持较快的增长速度。预期公司2011年、2012年、2013年EPS分别为2.69元，3.695元和4.88元。对应目前价位PE分别是12.55倍，9.17倍和6.92倍。公司估值优势明显，首次给予“增持”评级，目标价取15倍PE为40.45元。

六、投资风险。钢铁等原材料价格大幅波动，将增加公司成本压力；而海外市场开拓，受地域政治影响较大。

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9268.38	10182.96	15366.13	23000.66	32401.76	43004.09
增长率(%)	22.07%	9.87%	50.90%	49.68%	40.87%	32.72%
归属母公司股东净利润	340.04	865.69	1543.82	2023.46	2769.09	3666.88
增长率(%)	-39.89%	154.58%	78.33%	31.07%	36.85%	32.42%
每股收益(EPS)	0.453	1.154	2.058	2.697	3.691	4.888
每股股利(DPS)	0.283	0.067	0.260	0.728	0.997	1.320
每股经营现金流	-0.716	2.099	0.941	-4.834	8.220	-3.256
销售毛利率	16.00%	21.12%	22.43%	20.94%	20.43%	20.29%
销售净利率	3.69%	8.52%	10.08%	8.83%	8.57%	8.55%
净资产收益率(ROE)	12.88%	21.13%	18.29%	20.40%	23.19%	25.08%
投入资本回报率(ROIC)	16.60%	21.48%	41.35%	34.22%	23.52%	42.52%
市盈率(P/E)	74.65	29.32	16.44	12.55	9.17	6.92
市净率(P/B)	9.62	6.20	3.01	2.56	2.13	1.74
股息率(分红/股价)	0.008	0.002	0.008	0.022	0.029	0.039

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。