

产品结构改善 盈利能力持续提升

投资要点：产品结构、管理改善，利润率提升

● 高毛利率的挖掘机占比持续提升，推高毛利率

挖掘机收入占由 2008 的 5% 提升到 2010 的 17%，预计 2011 年上升到 22%，预计 2013 年将上升到 29%。挖掘机毛利率高于装载机，因此毛利率持续改善，由 08 年的 15.6%，提升到 2010 年的 16.7%，预计未来将持续改善。

● 竞争格局改善，焦作基地生产成本低，提升装载机毛利率

装载机行业竞争格局趋于改善，毛利率有回升趋势；河南焦作基地生产成本显著低于本部，预计毛利率 21%，同时大幅度节省运输费用，提升毛利率。

● 战略、产品、渠道、盈利能力发生向好变化

09 年蔡奎全先生出任总裁后推动系列改革，公司战略、产品、渠道、生产管理、成本管理发生向好变化。产品结构优化、产品线完善、渠道数量质量显著提升。

● 行业增长、进口替代推动公司挖掘机复合增速约为 35%

挖掘机处于成长期，未来 3 年行业复合增速约为 20%，进口替代推动公司超越行业增速 15 个百分点，达到 3 年 35% 的复合增速

● 大股东支持公司做强做大、相关资产有望注入公司

控股股东是厦门海翼集团旗下其它的工程机械资产包括银华机械公司，银华机械公司预计将注入上市公司，以解决关联交易以及扶持上市公司做强做大。

● 预计未来 3 年利润增速将达 21%，给予“推荐”评级

预测 2011-2013 年 EPS 分别为 0.90、1.17、1.43 元，未来 3 年相对 11 年利润复合增速为 21%。经常性业务价值加上兴业证券股权对应的市值，合理估值为 16-20 元，中间值为 18 元，给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,317	10,332	12,502	15,627	18,753
净利润(百万元)	106	614	847	1,100	1,351
净利润增长率	-43.2%	478.4%	37.9%	30.0%	22.8%
EPS(元)	0.11	0.65	0.90	1.16	1.43
ROE(归属母公司)	5.5%	19.3%	13.8%	15.8%	16.9%
PE(X)	121.3	21.0	15.2	11.7	9.5

资料来源：中国银河证券研究部

厦工股份(600815.SH)

推荐 首次评级

合理估值区间 16-20 元

分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

☎：(8621) 2025 2602

✉：qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

☎：(8621) 2025 2629

✉：zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080003

鞠厚林 机械行业分析师

☎：(8610) 6656 8946

✉：juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010007

特此鸣谢

王华君 ☎：(8610) 6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据

时间 2011.09.08

A 股收盘价(元)	13.33
A 股一年内最高价(元)	18.26
A 股一年内最低价(元)	13.22
上证指数	2470.52
市净率	2.74
总股本(万股)	77971
实际流通 A 股(万股)	77971
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	103.94

目 录

一、主营土方机械，毛利率高的挖掘机占比将持续提升.....	1
二、战略、产品、渠道、生产管理、成本管理发生向好变化.....	1
三、装载机竞争激烈，但盈利环境将持续改善.....	2
（一）过去几年市场占有率稳步提升，未来趋于稳定	2
（二）行业进入成熟期，行业盈利能力将趋于改善	3
（三）厦工装载机毛利率持续提升，未来还有提升空间.....	4
四、挖掘机将继续高增长，推动公司未来快速增长.....	5
（一）公司挖掘机质量稳定、渠道健全，零部件自制率将逐步提升.....	5
（二）行业高增长、国产品牌将超越行业增速.....	6
（三）公司将募资主要用于提升挖掘机产能	8
（四）公司挖掘机未来 3 年复合增速超过 35%	8
五、其他业务也将较快发展，集团支持公司作强做大.....	9
六、预计未来 3 年利润增速 20%.....	9

一、主营土方机械，毛利率高的挖掘机占比将持续提升

公司主营装载机、挖掘机，挖掘机收入占比持续提升。2010 年销售收入 103 亿，装载机占比为 58%（09 年同期占比为 73%），挖掘机占比为 13%（09 年同占比为 9%）。2011 年 1 季度挖掘机占比为 21%，装载机占比为 60%。从毛利看 2008-2011 年 1 季度，装载机占比由 87% 下降到 68%，挖掘机占比由 5%、11%、17%，上升到 27%。

公司毛利率持续改善。一方面高毛利率的挖掘机占比提升，2010 年、2010 年 1 季度挖掘机的毛利率高于综合毛利率 5 个百分点；第二，装载机的毛利率也在持续提升，大装载机的毛利率由 09 年的 16.5%，提升到 2010 年的 21.5%，2011 年 1 季度仍然在提升。

表 1: 挖掘机收入占比持续提升

项目	2008		2009		2010		2011 年 1 季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
装载机（大）	467,302	79%	371,535	70%	576,978	56%	210,240	58%
装载机（小）	17,046	3%	14,908	3%	20,914	2%	7,179	2%
挖掘机	29,207	5%	49,670	9%	130,087	13%	76,740	21%

数据来源: wind、中国银河证券研究部

表 2: 挖掘机毛利占比持续提升

项目	2008		2009		2010		2011 年 1 季度	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
装载机（大）	77,253	84%	61,150	79%	124,117	72%	46,193	66%
装载机（小）	3,053	3%	1,216	2%	2,835	2%	1,142	2%
挖掘机	4,334	5%	8,134	11%	29,427	17%	18,831	27%

数据来源: wind、中国银河证券研究部

表 3: 公司毛利率持续改善

项目	2008	2009	2010	2011 年 1 季度
装载机（大）	16.5%	16.5%	21.5%	22.0%
装载机（小）	17.9%	8.2%	13.6%	15.9%
装载机整体	16.6%	16.1%	21.2%	21.8%
挖掘机	14.8%	16.4%	22.6%	24.5%
综合	15.6%	14.5%	16.7%	19.3%

数据来源: wind、中国银河证券研究部

二、战略、产品、渠道、生产管理、成本管理发生向好变化

2009 年 6 韩国人蔡奎全先生出任厦工总裁，2 年过去了，新任总裁给厦工带来重大变化。

蔡奎全先生有带领大宇挖掘机在中国快速崛起的成功经验，其成功经验对厦工有很强的借鉴作用。他曾为大宇（现被斗山收购）挖掘机在中国的崛起做出了卓越贡献。1999 年 12 月至

2005年10月，蔡奎全先生任大宇重工业烟台有限公司总经理，负责经营及销售，凭借信用销售、代理商制度，带来大宇在中国快速崛起，2000年起，大宇挖掘机连续4年在中国市场占有率名列第一。

在新任总裁推动的两年改革下，厦工战略、产品质量、生产管理、渠道、成本控制都发生显著变化。产品结构优化、成本控制、拓展和完善渠道是改革的主线。建立了事业部运营模式，共设立了五个事业部，分别是装载机、挖掘机、叉车、小型机以及配件。深入开展成本管理。“XPI521”项目则着眼于通过生产车间的现场管理和对供应商的考核降低生产成本，实现毛利率的提升。

在战略上，由铲运机械为主导，转为工程机械系统解决方案的提供商。公司原装装载机产品比较单一。目前装载机为主导产品，挖掘机为重点战略产品，并加快发展叉车搬运机械、道路机械；2010年年底开始进军混凝土机械，未来还将进入其他相关机械。

产品结构优化。第一，装载机系列化：从斗容1吨的小型装载机到8吨的大型装载机，厦工5吨机占产品的70%。第二，挖掘机系列化：4T,6T,8T,13T,20T,22T,25T,33T,36T,45T,产品系列化，覆盖率85%。厦工20T以上挖掘机占70%以上。第三，叉车重点发展5T以上叉车，厦工大吨位叉车有传统优势，现在发展了电动叉车。第四，道路机械：压路机、平地机、推土机、摊铺机等。

生产管理流程优化。聘请了丰富的管理咨询团队，开展XPI521生产性改革活动，目标3-5年，产品品质提升5倍，生产效率提升2倍，装载机市场占有率目标第1位。改进了流程和现场管理，在制品库存降低，作业效率逐步提升。

成本控制方面，重视供应链管理，增加合格供应商，实施阳光采购；钢材等大宗原辅材料实行集中采购，降低采购成本。改进工艺，提高了钢材利用率，优化设计和工艺。

渠道方面，大幅培育发展挖掘机代理商。厦工有60年历史，80年代在行业率先实行代理制，30年来培育了一大批忠实的代理商，营销网络遍及全国，装载机100多家一级代理商。原挖掘机代理商20多家，为装载机代理商兼做挖掘机，现在已达50多家，一半是专业挖掘机代理商，一半为装载机兼挖掘机代理商。

三、装载机竞争激烈，但盈利环境将持续改善

（一）过去几年市场占有率稳步提升，未来趋于稳定

装载机是公司第一大收入和毛利产品，过去5年装载机市场占有率稳步上升。2010年装载机收入占总收入的58%，毛利占比为74%。2007年市场份额为13.62%，目前已经上升到2010年的15.86%，2011年1-7月份市场份额为16%定。

图 1: 公司装载机市场占有率稳步提升, 未来趋于稳定



数据来源: 中国工程机械信息网, 中国银河证券研究部

表 4: 市场份额稳步上升

公司	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	1-7 累计	市场份额
龙工	1620	3083	7253	5832	4589	3387	2759	28523	18.2%
厦工	2706	2486	6818	4878	3638	2488	2195	25209	16.0%
临工	1924	2080	5889	4903	3637	3779	2800	25012	15.9%
柳工	3070	2701	6552	3621	2572	3333	3144	24993	15.9%

数据来源: 工程机械信息网, 中国银河证券研究部

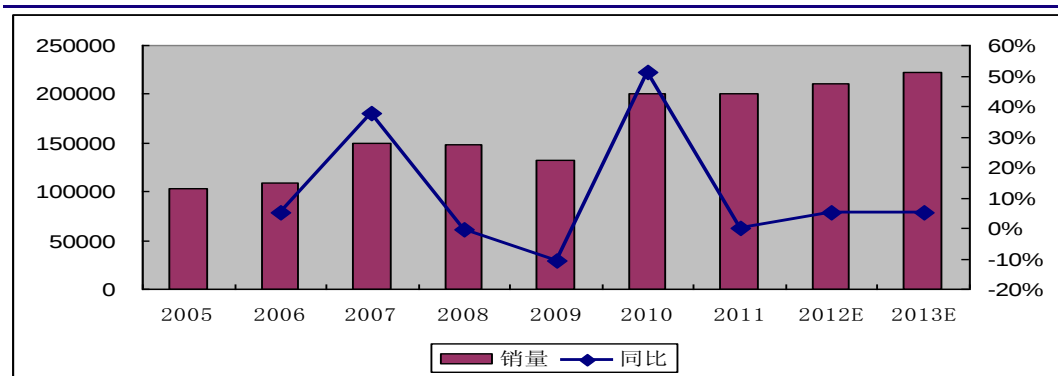
(二) 行业进入成熟期, 行业盈利能力将趋于改善

装载机行业进入成熟期, 行业潜在复合增速约为 10%。2007 年装载机同比增速 38%, 但随后 2 年, 装载机行业进入 2 年的负增长。在 2 年低迷期过后, 2010 年装载机同比大幅增长 51%。作为成熟产品的装载机, 在 2010 年高增长后, 虽然 2011 年 1 季度依然大幅度增长, 但是未来 2 年预计增速将趋于平稳。

我们预计行业潜在复合销量增速预计为 10%。预计装载机在基础设施、采矿、冶金、农林建设下游占比分别达到 35%、27%、11%、12%, 累计占到 85%。基础设施投资受制于铁路、公路投资增速的下降, 需求增速将显著放缓, 冶金的需求也将趋于低速增长, 预计农林建设增速将大幅度增长, 但是由于占比较小, 虽然未来占比将显著提升, 但是难改行业增速下移一个台阶。

装载机行业经过前几年的洗牌后, 市场集中度将进一步提升, 盈利能力将趋于好转。目前国内品牌市场份额估计在 90%以上, 产能占全球 60%以上。柳工、厦工、龙宫、临工将继续领跑行业, 行业集中度将提升。行业将进入低速增长期, 行业竞争将转向产品质量、售后服务, 价格和盈利能力将稳步提升。由于装载机排名前几位的公司都同时生产挖掘机, 预计这几家公司的战略重心将向挖掘机转移, 对装载机产品线, 将更多关注利润、现金流, 价格战的风险将大幅降低。

图 2: 2005-2013 年装载机效率情况及预测



数据来源: 中国工程机械信息网, 中国银河证券研究部

表 5: 装载机进入成熟期, 潜在复合增速约为 10%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
销量	103559	108745	149630	148676	132864	201114	211170	221728	232815
同比		5%	38%	-1%	-11%	51%	5%	5%	5%
相对 05 年的复合增速			5%	20%	13%	6%	14%	13%	11%

数据来源: 中国工程机械信息网, 中国银河证券研究部

表 6: 基础设施、采矿、冶金、农林建设是装载机最大的下游

下游	采矿	冶金	基础设施	物流运输	农林建设	服务
占比	27%	11%	35%	8%	12%	10%

数据来源: 中国银河证券研究部

(三) 厦工装载机毛利率持续提升, 未来还有提升空间

过去 2 年公司装载机毛利率提升较快, 并且未来还有提升空间。2008 年装载机毛利率为 16.6%, 目前上升到 2010 年的 21.2%, 今年 1 季度的 21.8%。

表 7: 装载机毛利率持续改善, 未来还有空间

项目	2008	2009	2010	2011 年 1 季
装载机整体	16.6%	16.1%	21.2%	21.8%

数据来源: 中国工程机械信息网, 中国银河证券研究部

公司毛利率持续改善的原因包括:

第一, 产品结构改善, 公司短轴距装载机占比高, 短轴距毛利率相对较低, 公司已开发和推广长轴距装载机, 2010 年长轴距装载机典型机型 XG956 的产能已经从 200 台/月提升到 400 台/月, 2011 年将月产能提高到 800 台。

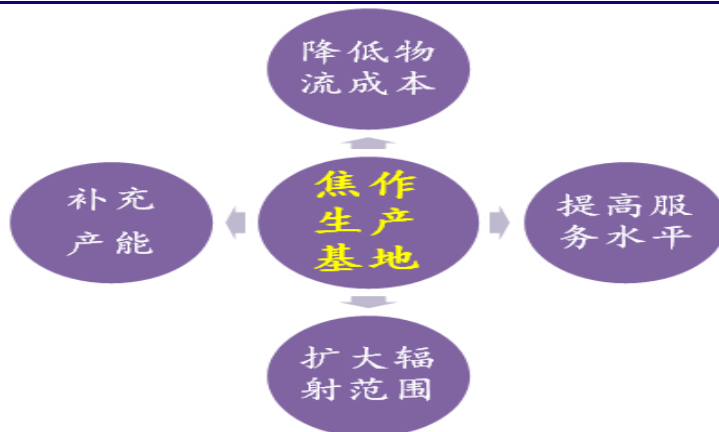
第二, 开始于 2009 年的改革开始产生效果, 管理改善, 采购成本节约、生产成本下降等开始产生效果。

第三, 规模经济和零部件自制率提升, 2010 年公司装载机突破 3 万台, 达到 33350 台。

油缸、桥梁、结构件等关键零部件自给率已提高至 90%以上。

第四，公司河南焦作基地投产后，生产成本大幅度降低，提升毛利率。厦工北方（焦作）装备制造基地年目前已经 1 万台装载机产能，月平均产能 800 台。焦作基地贴近产品的主要市场和原材料、配套件供应商地区，生产成本大幅度降低，同时相比劳动力成本高的厦工，焦作劳动力成本低很多。此外销售和物流成本大幅节约，公司装载机主要下游是矿山、基建，河南地处中原，离下游较近，运输费用大幅节约。焦作基地预计毛利率 21%左右，与厦门本部比，运输费用可以节约 7000 元/台，预计销售净利率 10%。

图 3：焦作基地大幅降低成本，同时贴近客户



资料来源：中国银河证券研究部

四、挖掘机将继续高增长，推动公司未来快速增长

（一）公司挖掘机质量稳定，渠道健全，零部件自制率将逐步提升

公司挖掘机采用日系配置，整机可靠性高。厦工生产挖掘机的历史可以追溯到 1996 年，当年公司与德国雪孚公司合资生产挖掘机，1999 年与日本加藤公司合作生产挖掘机。但是直到 2004 年，公司才开始生产自主品牌的“厦工”挖掘机。公司挖掘机上采用日系技术，关键液压系统零部件配置较高，日系配置，结构件质量稳定，整机可靠性较高。

蔡奎全先生出任公司后，在技术、生产、营销上都引入经验丰富的团队，加快了挖掘机的发展步伐。

在技术上，引入有日韩挖掘机丰富研发经验的技术和生产专家对产品进行优化，推进产品研发、完善产品系列，目前公司产品质量在行业具有竞争力。

健全产品渠道建设，最近 2 年，经销商数目由 20 多家经扩大到 50 多家，新发展的经销商营销和服务经验丰富。

预计公司将采取整合、合作、收购等多种方式发展挖掘机关键零部件。大股东下属厦门银华液压件有限公司油缸已批量配套挖掘机产品，目前主要配套中小吨位的产品，22T 以下的配套效果，产品可靠性稳定性较好。据我们估计，银华机械长将在未来进入上市公司，同时预计公司将在合资合作等多种方式发展挖掘其它关键零部件，如泵、阀，提高零部件自制率。

(二) 行业高增长、国产品牌将超越行业增速

公司过去几年连续高增长，未来 3 年将继续高增长。高增长来源于：第一，行业继续保持 20% 左右的复合增速；第二，进口替代，目前外资品牌占比高达 65%，进口替代空间巨大。预计内资品牌进口替代带来的增长将超越行业 10 个百分点。

1、挖掘机处于成长期，市场潜力大

我国挖掘机处于成长期。挖掘机行业是工程机械中最具增长潜力的子行业之一。挖掘机广泛应用于基建、房地产、矿产采掘等行业。挖掘机一方面渗透率较低，另一方面伴随价格下降，将持续替代装载机，我国挖掘机目前仍然处于成长期，未来将连续多年的较高增长。

国产品牌市场份额仍然低，外资品牌市占据大多数市场份额。最近几年市场份额快速提升，但仍然较低，2011 年 1-7 月份销量市场份额达到 35.7%，外资份额达到 64.3%。小松、斗山、日立、现代（2 家现代合资公司累计）市场份额分别为 12.7%、10.0%、9.3%、10.7%。三一重工以 10.8% 的市场份额跻身前三。

因国产品牌份额低的原因，产品的渗透率相对较低，未来多年将持续较高增长。我国挖掘机国产品牌市场份额占比仍然较低。根据产业发展历史经验，当我国国产品牌份额较低的时候，外资品牌往往采取高价格，以快速崛起超额利润，但是当国产品牌快速崛起后，价格将大幅降低，同时伴随产品渗透率快速提升。挖掘机也不例外，目前中国挖掘机价格普遍高于很多发达国家水平，在全球属于价格高的国家。伴随三一、厦工、柳工等挖掘机迅速放量，未来挖掘机价格将逐步下降，同时挖掘机应用范围、区域将扩大，挖掘机增长潜力将进一步打开。

2、预计未来 3 年行业复合增速将达 20%

过去 10 年挖掘机以年均 33% 的复合增速增长，未来虽然增速将下滑，仍高增长仍将延续。2001-2003 年挖掘机以平均 66% 的增速增长，04-05 年的调控终止了挖掘机的高增长势头；2006-2007 年，新一轮经济景气周期导致销量平均 40% 的高增长，但增长速度明显下一台阶。08 年金融危机仅仅导致销量增速下滑，仍然 17% 的正增长，4 万亿投资终止了挖掘机正常增速的调整，09-10 年平均增速达到 49%。预计未来挖掘机行业潜在增速将在下一个台阶到年均 20% 左右，一方面是固定资产投资增速可能系统性的下滑，同时完成 06-10 年高增长的正常调整。

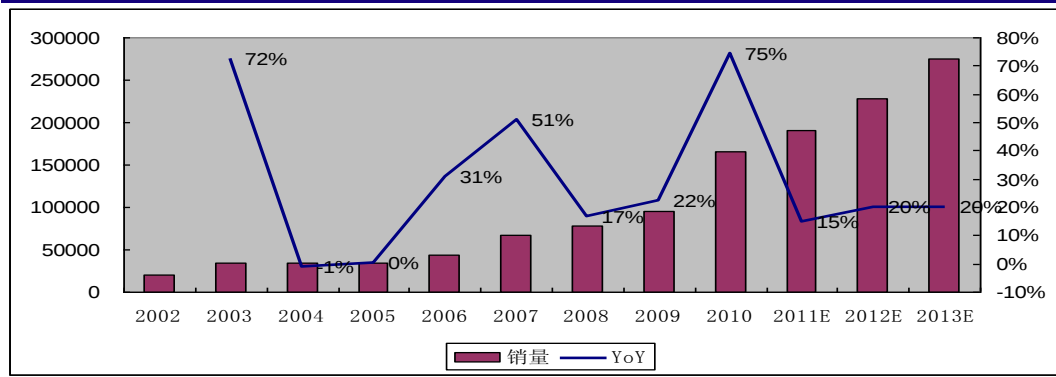
挖掘机主要用于基建、房地产、矿山、水利。挖掘机在公路、铁路、房地产、矿山、其他的占比虽然会发生变动，但大概分别为 25%、10%、20%、5%、13%、17%。目前公路、矿山方面拉动的需求相对平稳；铁路投资方面的拉动预计在 1 个季度后将逐渐启动；房地产方面，保障房的启动一定程度上抵消了商品房投资下滑的影响；水利投资的拉动效应较为明显。

表 8：未来挖掘机复合增速将趋于下降，但仍保持在 20% 左右

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量	12397	19710	33982	33614	33682	44065	66507	77780	95012	165804	190675	228810	274571
YoY	56%	59%	72%	-1%	0%	31%	51%	17%	22%	75%	15%	20%	20%
对 01 年													
CAGR			66%	39%	28%	29%	32%	30%	29%	33%	31%	30%	29%

数据来源：工程机械工业协会，中国银河证券研究部

图 4：过去我国挖掘机行业高速增长，未来高增长势头仍将延续



数据来源：工程机械工业协会，中国银河证券研究部

表 9：挖掘机主要用于基建、房地产、矿山、水利

行业	公路	矿山	房地产	水利	铁路	其他
占比	25%	15%	20%	13%	10%	17%

数据来源：工程机械工业协会，中国银河证券研究部

3、进口替代空间大，进程将加速，国产品牌将大幅高于行业增速

内资品牌进口替代进程加速，替代空间大，国产挖掘机增速将大幅超越行业增速。目前国产品牌和外资品牌的差距在快速锁缩小，售后服务明显优于外资品牌，性价比开始逐渐占据优势，加上商务条款相对宽松，未来几年市场占有率将快速上升，预计 2013 年前后市场份额将超过 40%，2015 年将超过 50%。目前三一、柳工、厦工等国产品牌销量均大幅超过规模经济的临界水平，未来 2 年挖掘机产能均将大幅增长，未来将凭借售后及渠道优势、性价比优势，市场份额快速提升，取得大幅度超越行业的增速。

表 10: 国产挖掘机品牌市场份额快速提升, 内资品牌合计市场份额超过其他国家

挖掘地来源地	企业名称	中国市场销量	市场份额
欧美厂商	卡特彼勒(中国)投资有限公司 Caterpillar	8102	6.25%
	沃尔沃建筑设备(中国)有限公司 Volvo	7137	5.50%
欧美合计		15884	12.25%
日本品牌	成都神钢建设机械有限公司 Kobelco	10320	7.96%
	日立建机(上海)有限公司 Hitachi	12100	9.33%
	小松(中国)投资有限公司 Komatsu	16474	12.70%
日本汇总		40723	31.40%
韩国	北京现代京城工程机械有限公司	5755	4.44%
	斗山工程机械(中国)有限公司 Doosan	12916	9.96%
	现代(江苏)工程机械有限公司	8100	6.25%
韩国汇总		26771	20.64%
中国	广西柳工机械股份有限公司 Liugong	4432	3.42%
	三一重机有限公司 Sany	14017	10.81%
	玉柴工程机械有限责任公司 Yuchai	7477	5.77%
	福田雷沃国际重工股份有限公司 Lovol	4087	3.15%
	厦门厦工机械股份有限公司 Xiagong	3223	2.49%
	山重建机有限公司 Strong	3990	3.08%
中国汇总		46303	35.71%
汇总		129681	100.00%

数据来源: 工程机械工业协会, 中国银河证券研究部

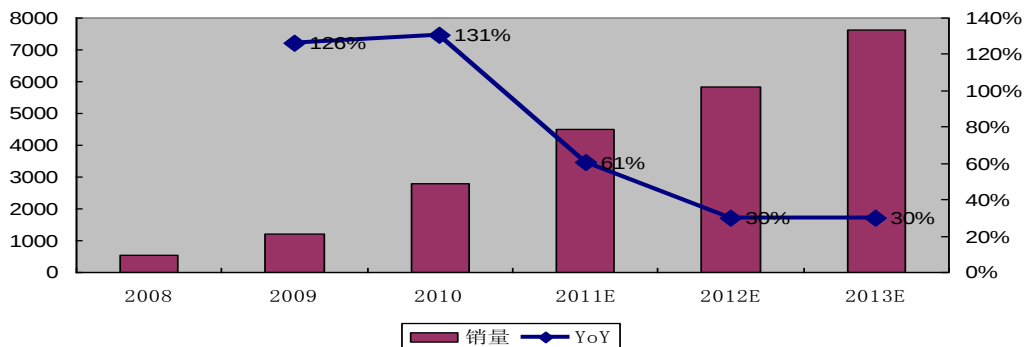
(三) 公司将募资主要用于提升挖掘机产能

公司公告将非公开增发募资提升挖掘机和装载机产能。2011 年 2 月 22 日, 公司发布公告拟向包括大股东海翼集团在内的不超过 10 名的特定投资者非公开发行股票, 发行数量不超过 1.66 亿股, 发行价格不低于 13.08 元/股, 募集资金不超过 21.65 亿。拟募集资金用于挖掘机 15,000 台生产能力技术改造项目、厦工机械(焦作)有限公司二期技改扩建项目(新增 5,000 台装载机和 10,000 台叉车产能)及补充流动资金。目前公司非公开发行获得证监会无条件通过。

(四) 公司挖掘机未来 3 年复合增速超过 35%

公司挖掘机销量连续多年高增长, 未来增速仍将达到 30%。2008 年挖掘机销售 538 台, 随后 2 年销量增速分别为 128%、131%, 预计 2011 年增速将超过 60%, 销量达到 4500 台。受益于相对完整的产品线、逐渐完善的渠道和售后服务体系、稳定的产品质量和, 公司挖掘机销量增速未来三年将达到 35%。

图 5: 厦工挖掘机未来 3 年复合增速将达 30%



数据来源: 中国工程机械信息网, 中国银河证券研究部

五、其他业务也将较快发展，集团支持公司作强做大

除了挖掘机和装载机外，公司还有叉车、道路机械、混凝土机械，但目前这些产品占比较小。厦工大吨位叉车有传统优势，现在开发了电动叉车。道路机械包括压路机、平地机、推土机、摊铺机等。2010 年年底开始进军混凝土机械，未来还将进入其他工程机械产品，同时进入关键零部件的制造。预计 2012 年前后公司路面机械会有突破。

预计集团外工程机械相关资产未来将整合进公司。公司的控股股东为厦门海翼集团。海翼集团主要构筑了工程机械、汽车、地产金融等几大板块，控制包括厦工股份、厦门金龙汽车两个上市公司在内的控参股企业 20 多家。海翼集团旗下的工程机械资产主要包括厦工股份、厦门三明、银华机械公司等。厦门三明主营筑路机械、综合机械、备料中心及铸锻件，2011 年已注入上市公司。预计银华机械在成熟的时候也将进入上市公司。银华机械主营工程机械关键零部件，目前正在技改，预计年收入 3 亿元，净利润约 2000 万元。

管理层将在逆境和压力中前行。厦工股份同时面对大股东作强做大的业绩压力，同时要面对行业竞争对手高速发展，差距在逐步拉大的竞争压力，上市公司自身改革发展提升的迫切性非常强烈。从工程机械层面看，第一梯队的三一重工、中联重科、徐工机械已经和厦工拉开了距离；同时公司股东做大做强公司意愿强烈，包括 09 年聘请外籍总裁加盟厦工，同时对旗下子公司加大了考核力度。

此外公司持有兴业证券 4815 万股股权，2011 年将可解禁，按 2011 年 9 月 5 日股价对应市值 7 个亿，对应 0.9 元/股。

六、预计未来 3 年利润增速 20%

预计未来三年公司收入增速分别为 21%、25%、20%，毛利率和销售净利率将缓慢小幅度提升，归属于母公司净利润增速分别为 34%、30%、23%。

预计未来 3 年相对 2011 年的经常性净利润复合增速为 23%。不考虑兴业证券股权出售，假设增发 1.66 亿股，2011-2013 年按增发后的总股本计算，EPS 分别为 0.84、1.15、1.4 元，未来 3 年相对 2011 年的利润复合增速为 23%。考虑兴业证券股权出售，2011-2013 年 EPS 分别

为 0.9 元、1.18 元、1.43 元。经常性业务公司合理估值为 15-19 元，加上兴业证券股权对应的 0.9 元/股，合理估值为 16-20 元，中间值为 18 元，给予“推荐”评级。

表 11: 预计未来三年收入增速分别为 21%、22%、20%，毛利率小幅度提升

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入					
装载机	38.64	59.79	64.57	69.74	75.32
YoY	-20%	55%	8%	8%	8%
挖掘机	4.97	13.01	27.32	36.88	49.79
YoY	70%	162%	110%	35%	35%
道路机械	3.44	5.43	8.00	16.00	20.00
叉车	1.08	1.65	4.50	8.00	10.00
配件	1.58	3.07	7.00	10.00	12.00
其他	3.45	20.37	14.00	16.00	21.00
合计	53.17	103.32	125.39	156.62	188.10
YoY		94%	21%	25%	20%
毛利率					
装载机	16.14%	21.23%	21.00%	21.00%	21.00%
挖掘机	16.38%	22.62%	22.00%	22.00%	21.00%
道路机械	3.74%	2.11%	3.00%	15.00%	16.00%
叉车	3.25%	5.81%	6.00%	6.00%	8.00%
配件	15.93%	18.26%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	4.64%	4.26%	4.00%	5.00%	8.00%
综合	14.47%	16.72%	17.47%	18.03%	18.13%
占比					
装载机	72.7%	57.9%	51.5%	44.5%	40.0%
挖掘机	9.3%	12.6%	21.8%	23.5%	26.5%
道路机械	6.5%	5.3%	6.4%	10.2%	10.6%
叉车	2.0%	1.6%	3.6%	5.1%	5.3%
配件	3.0%	3.0%	5.6%	6.4%	6.4%
其他	6.5%	19.7%	11.2%	10.2%	11.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：中国银河证券研究部

表 12: 关键指标预测

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力（% YoY）					
收入增长率	-9.75%	94.33%	21.00%	25.00%	20.00%
净利润增长率	-43.25%	478.45%	37.88%	29.97%	22.84%
EBITDA 增长率	-30.71%	360.30%	26.50%	35.40%	21.19%
EBIT 增长率	-41.82%	527.00%	23.97%	37.84%	22.02%
估值指标					

PE	121	21	15	12	10
PB	7	4	2	2	2
EV/EBITDA	49	14	12	9	7
EV/EBIT	66	15	13	10	7
EV/NOPLAT	78	18	15	11	8
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	4	3	2	2	2
盈利能力(%)					
毛利率	14.47%	16.72%	17.40%	18.00%	18.10%
EBITDA 率	3.13%	7.42%	8.11%	8.79%	8.87%
EBIT 率	2.11%	6.81%	7.33%	8.08%	8.22%
税前净利润率	2.64%	7.19%	8.05%	8.37%	8.56%
税后净利润率(归属母公司)	2.00%	5.94%	6.77%	7.04%	7.21%
ROA	1.99%	7.67%	7.26%	7.96%	8.36%
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.53%	19.31%	13.83%	15.80%	16.93%
经营性 ROIC	4.78%	18.09%	15.46%	17.08%	21.75%
WACC	6.75%	6.96%	7.04%	7.00%	6.96%
ROIC-WACC	-1.97%	11.13%	8.42%	10.08%	14.79%
资本结构					
资产负债率	64.97%	59.95%	47.29%	49.29%	50.27%
权益乘数	2.85	2.50	1.90	1.97	2.01
流动资产/总资产	76.45%	80.15%	87.00%	87.29%	87.74%
非流动资产/总资产	23.55%	19.85%	13.00%	12.71%	12.26%
有形资产/总资产	95.48%	96.32%	98.37%	98.69%	98.93%
流动负债/总负债	71.81%	96.56%	93.88%	92.98%	92.40%
非流动负债/总负债	28.19%	3.44%	6.12%	7.02%	7.60%
有息负债/总投入资本	35.65%	11.70%	4.03%	5.44%	8.01%
权益/总投入资本	70.10%	94.51%	124.49%	112.59%	134.64%
偿债能力					
流动比率	1.64	1.38	1.97	1.92	1.90
速动比率	0.79	0.83	1.18	1.12	1.30
归属母公司权益/有息债务	1.92	7.95	30.60	20.48	16.63
有形资产/有息债务	5.36	19.42	57.96	40.52	33.67
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	2.46	24.70	NA	NA	1,004.85
每股指标					
EPS	0.11	0.65	0.90	1.16	1.43
每股红利	0.04	0.08	0.27	0.35	0.43
每股经营现金流	0.32	0.50	(0.14)	0.46	2.35
每股自由现金流(FCFF)	0.37	0.20	(0.85)	(0.19)	1.68
每股净资产(按最新预测年度股本)	2.08	3.42	6.53	7.44	8.53
每股销售收入	5.62	10.93	13.22	16.52	19.83

每股 EBITDA（按最新预测年度股本）	0.23	0.85	1.07	1.45	1.76
营运能力					
应收账款周转率	8.47	8.95	6.54	6.57	6.45
应收账款周转天数	42.51	40.23	55.02	54.82	55.84
存货周转率	2.06	3.57	3.09	2.79	3.18
存货周转天数	174.52	100.84	116.67	129.18	113.37
应付账款周转率	4.94	6.67	6.10	6.15	6.06
应付账款周转天数	72.87	54.00	59.06	58.51	59.43
营业周期	217.03	141.07	171.70	184.00	169.21
现金周期	144.16	87.07	112.64	125.49	109.77
总资产周转率	1.01	1.51	1.26	1.21	1.24
杜邦分析					
ROE（归属母公司）	5.53%	19.31%	13.83%	15.80%	16.93%
归属母公司净利润占比	94.76%	99.19%	99.00%	99.00%	99.00%
销售净利率	2.11%	5.99%	6.84%	7.11%	7.28%
总资产周转率	1.01	1.51	1.26	1.21	1.24
权益乘数（杜邦分析）	2.75	2.15	1.62	1.85	1.90
ROIC 分解					
获利能力-经营利润率（EBIT/收入）	2.99%	7.16%	7.33%	8.08%	8.22%
资本效率-投入资本周转率	1.93	3.32	2.98	2.79	3.06
1-税率	79.75%	83.35%	85.00%	85.00%	85.00%
收益质量					
经营活动净收益/利润总额	79.93%	94.78%	89.24%	93.49%	94.02%
价值变动净收益/利润总额	6.09%	2.11%	7.38%	3.55%	3.04%
营业外收支净额/利润总额	13.98%	3.12%	3.38%	2.96%	2.94%
所得税/利润总额	20.25%	16.65%	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	270.50%	66.76%	-14.62%	35.67%	147.08%
自由现金流	352.17	185.64	(802.19)	(183.36)	1,593.49
资料来源：公司公告、中国银河证券研究部					

利润表（百万元）	2009、	2010、	2011E、	2012E、	2013E
营业收入	5,317	10,332	12,502	15,627	18,753
营业成本	4,547	8,604	10,326	12,814	15,358
折旧和摊销	54	62	98	110	123
营业税费	7	34	38	47	56
销售费用	439	721	925	1,156	1,388
管理费用	138	211	250	313	375
财务费用	47	35	19	41	32
资产减值损失	27	23	46	34	34

公允价值变动损益	0	3	60	30	30
投资收益	9	12	14	16	19
营业利润	121	719	972	1,269	1,559
利润总额	140	743	1,006	1,307	1,606
少数股东损益	6	5	9	11	14
归属母公司净利润	106	614	847	1,100	1,351
EPS（按照最新预测年度股本）	0.11	0.65	0.90	1.16	1.43
NOPLAT	134.34	618.32	767.09	1,066.68	1,303.14
EBIT	159.03	739.27	916.49	1,263.30	1,541.46
EBITDA	213.24	801.63	1,014.10	1,373.08	1,664.04

资料来源：中国银河证券、上市公司

资产负债表（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	5,620	8,066	11,783	13,959	16,337
流动资产	4,296	6,465	10,251	12,185	14,333
货币资金	329	432	2,053	1,950	3,564
交易型金融资产	0	3	0	30	60
应收帐款	603	1,706	2,115	2,644	3,173
应收票据	939	1,393	1,625	2,032	2,438
其他应收款	15	85	47	49	60
存货	2,228	2,593	4,101	5,096	4,577
非流动资产	1,324	1,601	1,532	1,774	2,004
可供出售投资	0	225	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	152	171	173	174	176
固定资产	911	890	1,085	1,280	1,472
无形资产	180	178	169	160	151
总负债	3,651	4,836	5,545	6,835	8,151
无息负债	2,650	4,436	5,345	6,495	7,671
有息负债	1,001	400	200	340	480
股东权益	1,968	3,230	6,179	7,034	8,065
股本	699	780	946	946	946
公积金	791	1,440	3,573	3,740	3,945
未分配利润	428	960	1,600	2,277	3,091
少数股东权益	50	51	60	71	85
归属母公司权益	1,919	3,179	6,119	6,963	7,981
Vd	1,001	400	200	340	480
Ve	9,517	10,612	12,871	12,871	12,871
EV	10,508	11,199	11,768	12,199	10,912
IC	2,808	3,418	4,963	6,247	5,990

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	304	470	(131)	436	2,221
净利润	106	614	847	1,100	1,351
折旧摊销	54	62	98	110	123
净营运资金增加	(0)	646	1,363	1,044	(484)
其他	144	(852)	(2,438)	(1,818)	1,231
投资活动产生现金流	(104)	(256)	(123)	(382)	(382)
净资本支出	(180)	(178)	350	350	350
长期投资变化	152	171	(1)	(2)	(2)
其他资产变化	(75)	(249)	(471)	(730)	(730)
融资活动现金流	(204)	(122)	1,875	(157)	(225)
股本变化	0	80	166	0	0
债务净变化	(156)	(601)	(200)	140	140
无息负债变化	660	1,785	909	1,151	1,176
净现金流	(4)	92	1,621	(103)	1,614

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司装载机市场占有率稳步提升, 未来趋于稳定.....	3
图 2: 2005-2013 年装载机效率情况及预测.....	4
图 3: 焦作基地大幅降低成本, 同时贴近客户.....	5
图 4: 过去我国挖掘机行业高速增长, 未来高增长势头仍将延续.....	7
图 5: 厦工挖掘机未来 3 年复合增速将达 30%.....	9

表格目录

表 1: 挖掘机收入占比持续提升	1
表 2: 挖掘机毛利占比持续提升	1
表 3: 公司毛利率持续改善	1
表 4: 市场份额稳步上升	3
表 5: 装载机进入成熟期, 潜在复合增速约为 10%	4
表 6: 基础设施、采矿、冶金、农林建设是装载机最大的下游	4
表 7: 装载机毛利率持续改善, 未来还有空间	4
表 8: 未来挖掘机复合增速将趋于下降, 但仍保持在 20%左右	6
表 9: 挖掘机主要用于基建、房地产、矿山、水利	7
表 10: 国产挖掘机品牌市场份额快速提升, 内资品牌合计市场份额超过其他国家	8
表 11: 预计未来三年收入增速分别为 21%、22%、20%, 毛利率小幅度提升	10
表 12: 关键指标预测	10

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.SH）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908