

建筑机械

署名人: 王鹏 (研究主管)

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

6-12个月目标价: 19.00元

当前股价: 15.04元

评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2482.34
总股本(百万)	7594
流通股本(百万)	7031
流通市值(亿)	1131
EPS (TTM)	1.14
每股净资产(元)	1.57
资产负债率	62.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三一重工	-5.85	2.42	-4.00
上证综合指数	-4.64	-4.93	-11.31



相关报告

三一重工

600031

推荐

受益战略布局, 行业龙头成长空间广阔

投资要点:

- **短期来看, 预计四季度行业销售将企稳反弹。**历史数据表明: 房地产投资与工程机械行业销量走势基本一致, 房地产销售面积增速领先工程机械销量增速五、六个月左右。国内商品房销售面积增速自5月份开始回升、加之保障房和水利建设年底加速推进, 我们预计行业四季度将企稳反弹。
- **与日本20世纪60年代中后期相似, 我国工程机械行业处于进口替代后期和出口加速阶段。**①挖掘机行业外资品牌仍占据了60%以上的市场份额, 未来进口替代空间较大; 混凝土机械虽然已基本国产, 但我国商品混凝土普及率仅为30%左右, 未来将受益商混率提升。②国内工程机械产品性价比优势显著; 受益国外新兴市场旺盛需求, 目前仅占全球除中国市场以外市场份额5%左右的国内工程机械出口有望快速增长。
- **公司是国内行业龙头, 管理层前瞻性的战略和可以复制的产品成功模式是公司核心竞争力所在。**从基本被外资品牌垄断的混凝土机械和挖掘机行业中突围、发展成为国内第一品牌, 依靠的是公司领先的研发水平(泵车臂架长度多次刷新世界吉尼斯纪录)和优质的售后服务(连续五年蝉联“全国售后服务十佳单位”), 而这背后的关键则是管理层根据对行业的深刻理解而作出的前瞻性战略和探索出的可以复制的产品成功模式。近十年公司营收增长近百倍, 复合增速高达56%, 远超行业均速24%。
- **受益战略布局, 未来公司将继续超越行业增长。**①混凝土机械行业格局稳定, 公司作为行业龙头, 未来将分享行业快速增长; ②公司挖掘机业务发展迅猛, 市场份额自08年约4%上升至今年上半年11%, 居国内市场第二位; 未来市场份额将继续突破, 我们预计会达到30%左右; ③国际化: 2010年公司出口占比不到10%, 目前巴西、印度等海外生产基地已建成投产, 根据规划2015年海外业务收入占比要达到30%。
- **首次给予公司“推荐”的投资评级。**我们预测公司2011-2013年每股收益分别为1.25、1.68和2.20元(不考虑H股摊薄)。目前股价对应2011年12.03倍市盈率, 考虑H股发行15.41亿股后为14.44倍。基于公司行业龙头地位和国际化前景, 估值偏低, 首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示: 货币政策持续紧缩、原材料成本上升、信用销售风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	33955	54388	73817	95663
同比(%)	78.9%	60.2%	35.7%	29.6%
归属母公司净利润(百万元)	5615	9497	12783	16712
同比(%)	112.7%	69.1%	34.6%	30.7%
毛利率(%)	36.9%	37.1%	36.9%	37.0%
ROE(%)	49.5%	44.9%	37.7%	33.0%
每股收益(元)	1.11	1.25	1.68	2.20
P/E	20.34	12.03	8.94	6.83
P/B	10.80	5.79	3.61	2.42
EV/EBITDA	16	10	7	6

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、走向世界的国内工程机械行业龙头	5
1.1 公司概况：混凝土机械、挖掘机国内第一品牌	5
1.2 定位中高端市场，营业收入十年增长近百倍	5
二、行业短期将企稳反弹，中长期稳步增长可期	6
2.1 短期来看，预计四季度行业销售将企稳反弹	6
2.2 我国工程机械行业处于进口替代后期和出口加速阶段	9
2.3 城市化率提升促内需增长，混凝土机械、挖掘机成长空间最大	10
2.4 性价比优势+新兴市场旺盛需求，出口空间广阔	14
三、管理层前瞻性战略和可复制的成功模式是公司核心优势所在	16
3.1 优秀的管理层	16
3.2 领先的研发能力	17
3.3 优质的售后服务	18
四、受益战略布局，未来公司将继续超越行业增长	20
4.1 国内市场：混凝土机械、挖掘机仍是主要增长点	20
4.2 国外市场：海外建厂投产+H股发行助推出口业务加速	21
五、盈利预测与投资建议	23
六、主要风险提示	24

图 表

图 1: 近十年公司营业收入增长近百倍	5
图 2: 近五年公司收入构成	6
图 3: 近五年公司分业务毛利率情况	6
图 4: 房地产投资和基建投资存在一定的互补性	6
图 5: 2008.9-2009.6 工程机械用户采购新设备情况	7
图 6: 房地产投资累计增速和工程机械销量累计增速之间相关性较强	7
图 7: 房地产新开工面积累计增速和工程机械销量累计增速之间高度相关	8
图 8: 商品房新开工面积累计增速和销售面积累计增速关系图	8
图 9: 商品房新开工面积累计增速和销售面积累计增速时差相关系数	9
图 10: 日本工程机械发展历程	9
图 11: 中国与其他国家城市化率比较 (2009 年数据)	11
图 12: 中国城市化率预测	11
图 13: 商品混凝土施工方式与传统方式比较	11
图 14: 我国商品混凝土产量快速增长	12
图 15: 我国商品混凝土普及率仍较低	13
图 16: 我国商品混凝土产量地区分布情况 (2009 年数据)	13
图 17: 历年国内挖掘机市场各品牌占有率情况	13
图 18: 2011 年上半年国内挖掘机市场各品牌占有率情况	13
图 19: 近年来国内市场挖掘机需求量/装载机需求量比例一直在上升	14
图 20: 拉丁美洲建筑市场投资总额走势	15
图 21: 我国工程机械出口额及占国内销售额比例	15
图 22: 我国工程机械占全球除中国外市场份额较低	15
图 23: 公司股权关系图	16
图 24: 公司毛利率位居行业首位	17
图 25: 公司挖掘机市场份额快速提升	17
图 26: 卡特彼勒研发费用占营业收入比例稳定在 3% 以上	18
图 27: 2010 年国内混凝土泵车市场份额	20
图 28: 2010 年国内混凝土泵市场份额	20
图 29: 近五年公司混凝土泵车销售情况	20
图 30: 近六年公司混凝土机械销售情况	20
图 31: 公司挖掘机业务快速增长	21
图 32: 三一与卡特彼勒、小松收入比较 (2010 年数据)	23
图 33: 公司历年出口额及占营业收入比例	23
 表 1: 目前我国工程机械所处环境与日本 20 世纪 60 年代中后期比较	10
表 2: 国家政策大力促进商品混凝土发展	12
表 3: 中国工程机械产品价格相对偏低	14
表 4: 三一历年技术创新成果	17
表 5: 三一服务沿革	19

表 6: 公司主要产品市场占有率和排名 (2011 年上半年数据)	19
表 7: 三一国际化进程	22
表 8: 公司各业务主要盈利指标预测	23
表 9: 公司利润表主要指标及预测数据 (单位: 百万)	24

一、走向世界的国内工程机械行业龙头

1.1 公司概况：混凝土机械、挖掘机国内第一品牌

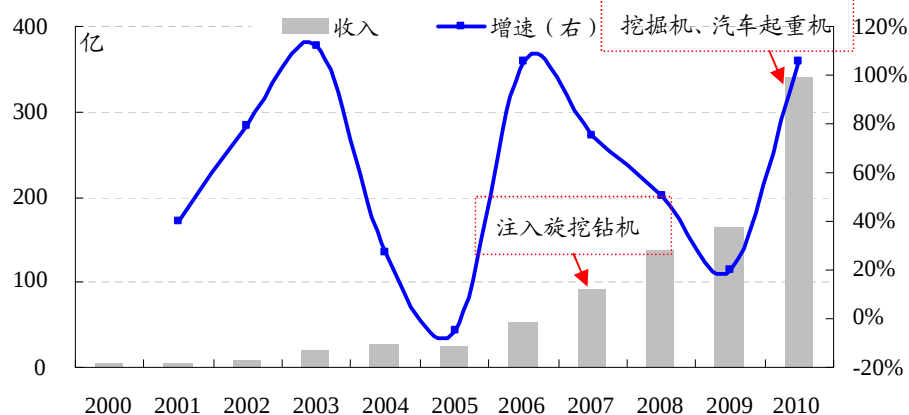
三一重工股份有限公司由三一集团投资创建于 1994 年，主要从事工程机械的研发、制造、销售，主要产品包括混凝土机械、挖掘机、汽车起重机、履带起重机、桩工机械、筑路机械。公司混凝土机械、挖掘机、旋挖钻机已成为国内第一品牌，混凝土输送泵车、混凝土输送泵和全液压压路机市场占有率居国内首位。

目前，公司除在总部长沙外，还在北京、上海、沈阳、昆山和乌鲁木齐等地建立了研发和制造基地；并建有 10 个 6S 中心、50 多家维修中心和拥有 2200 余名训练有素的服务工程师。在海外拥有 15 家子公司，业务覆盖达 150 个国家，超过 1300 名营销和服务人员常年在海外为全球客户提供产品和服务。并在印度、美国、德国、巴西和印尼投资建设工程机械研发制造基地。

1.2 定位中高端市场，营业收入十年增长近百倍

公司收入自 2000 年约 4 亿增长为 2010 年约 340 亿，十年间增长了近百倍，年复合增速高达 56%，远超行业平均增速 24%。我们认为公司的这种高速增长主要得益于：（1）我国经济快速发展，城镇化加速推动大规模房地产、基础设施建设；（2）公司在行业内显著的研发、制造和销售竞争优势；（3）集团将旋挖钻、挖掘机、汽车起重机等优质资产不断注入上市公司，成为公司重要的业绩增长源。公司产品线的丰富也缓冲了业绩波动，混凝土机械占营业收入比例自 2003 年接近 90%，2011 年上半年已降至 53% 左右；挖掘机和起重机业务收入占比分别升至 24% 和 10%。

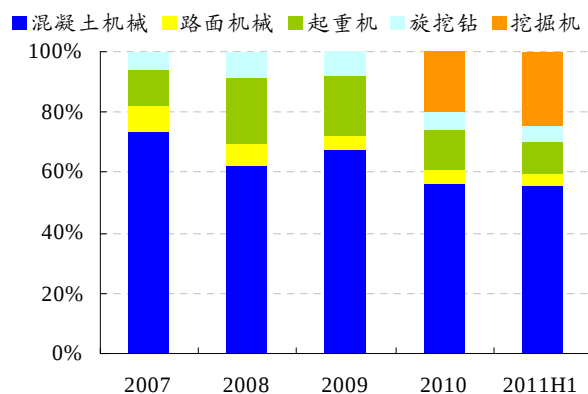
图 1：近十年公司营业收入增长近百倍



资料来源：Wind、中投证券研究所

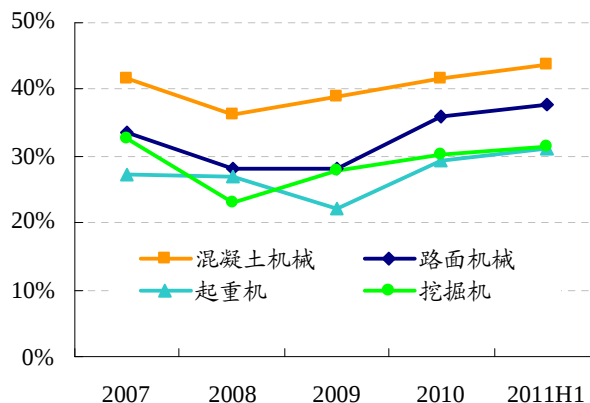
从涉足工程机械中高技术壁垒、高毛利率的混凝土机械开始，公司产品一直定位于中高端市场，其领先的研发水平、产品质量及全面的服务网络使其一直处于行业的领先地位，产品保持较高的毛利率，主要产品混凝土机械毛利率在 40% 左右，挖掘机和起重机在 30% 左右；特别是混凝土机械，毛利率超过其他公司同类产品近十个百分点。

图 2：近五年公司收入构成



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3：近五年公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

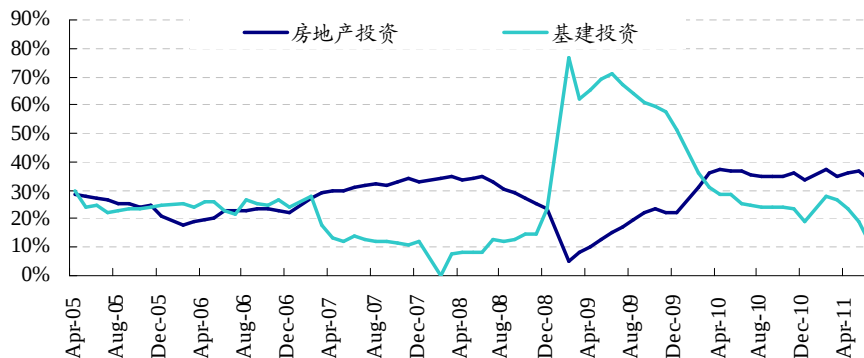
二、行业短期将企稳反弹，中长期稳步增长可期

2.1 短期来看，预计四季度行业销售将企稳反弹

工程机械是典型的投资拉动型行业，房地产和基建投资是两大下游需求。工程机械销售、房地产投资和基建投资三者之间存在如下联系：

（1）基建投资作为政府投资的重要组成部分，是国家熨平经济周期的重要调控手段，因此它与房地产投资（民间投资）是互补的。从历史上看，房地产投资（民间投资）是顺经济周期的，基建投资（政府投资）是逆经济周期的。

图 4：房地产投资和基建投资存在一定的互补性

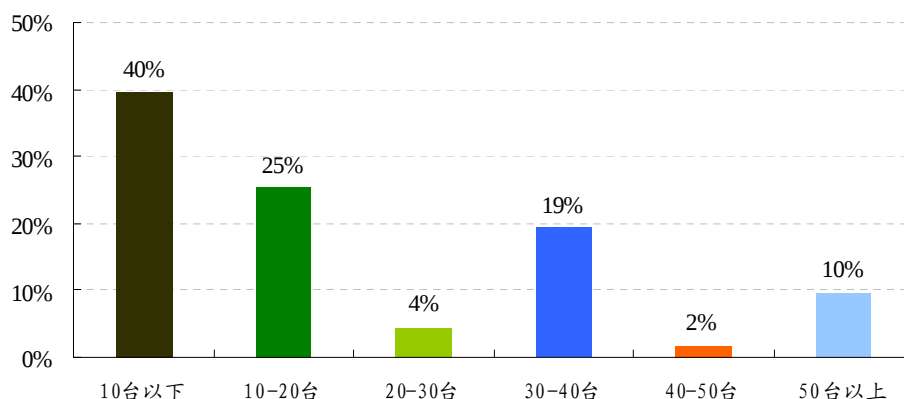


资料来源：Wind、中投证券研究所

（2）当经济下行时（通常伴随房地产投资下行、基建投资上行），此时工程机械客户由于资金紧张等原因购买设备相对谨慎、客户和经销商往往推迟购买计划。对于新增的工程机械需求，第一，用户更多的采用租赁设备进行施工；第二，参与基建投资更多是大型国企，如中铁、中铁建，它们会将机械设备租给其子公司交替使用，提高设备利用率；第三，经销商去库存：由于经济形势不明朗，经销商通常会降低采购计划，转而以消化库存为主。

慧聪工程机械网的调查结果(2009年度中国工程机械行业用户调查报告^①)也在一定程度上验证了我们的判断：①统计区间内，工程建设商在新设备采购需求上呈下降趋势，40%的用户在大半年的时间里总采购设备数量不足10台；采购新设备较多的主要为大型国有建筑企业。②很多用户开始选择“短期租赁设备”；在调查时间内，35%的用户采购设备与租赁设备比例为1:2，16%为4:1。③虽然2009年基建投资处于历史高位，但27%的用户表示四万亿投资拉动工程机械行业增长效果一般，26%表示不看重其对行业的贡献，12%直接表示“不清楚四万亿投资”。这也说明了工程机械用户群体中，有相当一部分根本不关心国家宏观经济政策，直接根据感知到的经济环境好坏决定是否采购工程机械。

图 5：2008.9-2009.6 工程机械用户采购新设备情况

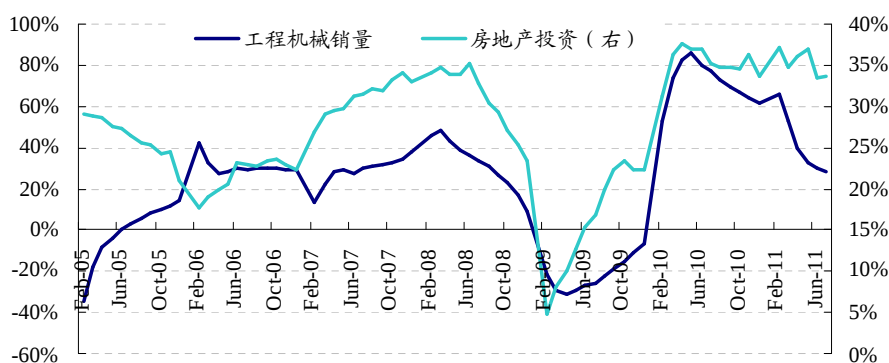


资料来源：慧聪工程机械网、中投证券研究所

(3) 当经济上行时（通常伴随房地产投资上行、基建投资下行），用户往往对市场充满信心，购买设备动力增强，同时经销商也会增加自己的库存。

总之，工程机械用户根据自己能感受到的经济环境好坏决定是否采购设备，也就是说工程机械用户的采购（对应工程机械销量）是顺经济周期的，与房地产投资走势基本一致。

图 6：房地产投资累计增速和工程机械销量^②累计增速之间相关性较强



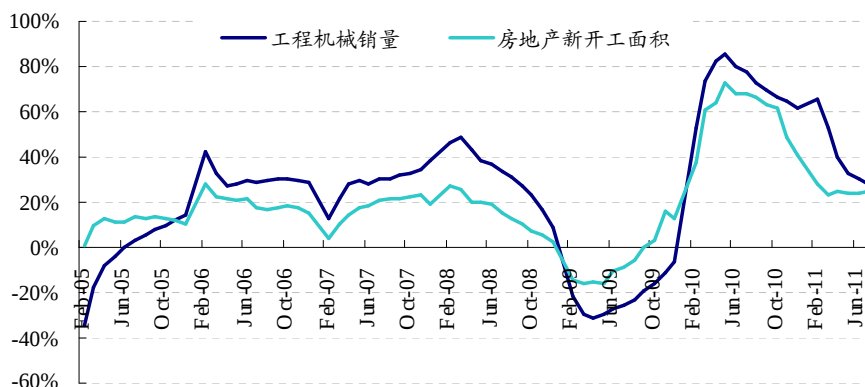
资料来源：工程机械协会、Wind、中投证券研究所

^①随机选取 1000 个用户单位进行电话问卷调查，其中回收样本 765 份。统计时间为 2008.9-2009.6，统计用户中国有企业、股份制企业和民营企业分别占比 48%、20%和 18%。

^②主要选取了挖掘机、装载机、汽车起重机和推土机的合计月度销量，大概占整个工程机械行业（剔除叉车）销量比例 80% 左右，具有代表性。

由于房地产投资中包含新建项目和续建项目投资，而占比工程机械较大比重的挖掘机和装载机主要用在项目初期的土石方工程、主要对应的是新建项目，所以房地产新开工面积增速与工程机械销量增速相关性应最大。根据我们的统计数据测算（2005.6-2011.08），房地产新开工面积累计增速和工程机械销量累计增速之间同步相关系数达到 0.91。

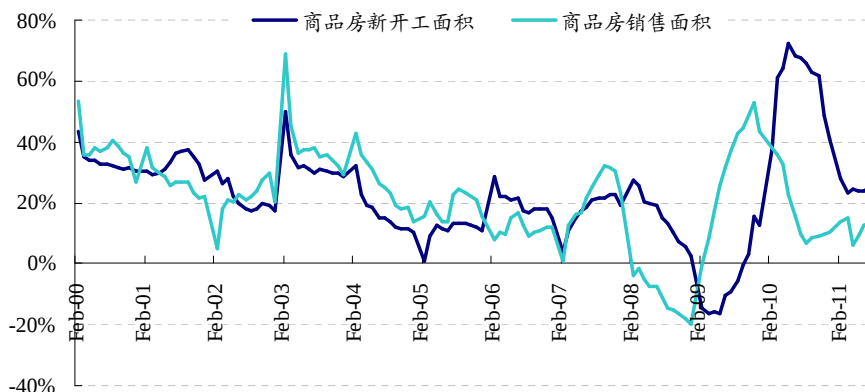
图 7：房地产新开工面积累计增速和工程机械销量累计增速之间高度相关



资料来源：工程机械协会、Wind、中投证券研究所

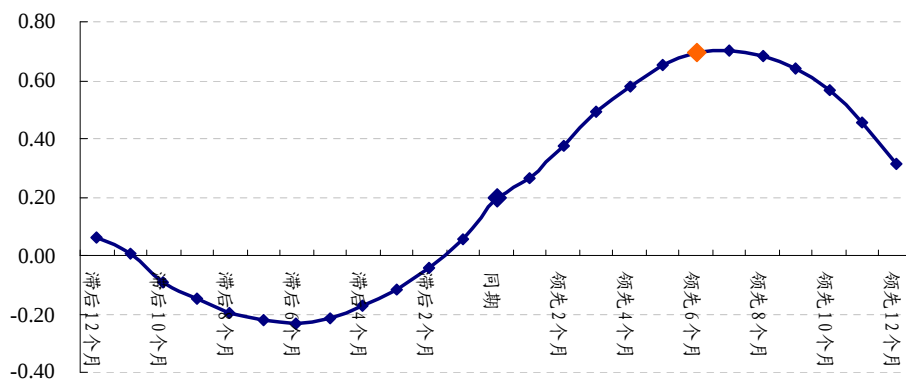
房地产行业一般的传导机制是：房地产销售面积上升→房地产价格上升→房地产新开工面积上升→房地产竣工面积上升，所以房地产销售一般领先于房地产新开工五、六个月左右。所以房地产销售面积增速能一定程度上预测未来五、六个月左右工程机械国内需求走势。

图 8：商品房新开工面积累计增速和销售面积累计增速关系图



资料来源：工程机械协会、Wind、中投证券研究所

图 9: 商品房新开工面积累计增速和销售面积累计增速时差相关系数



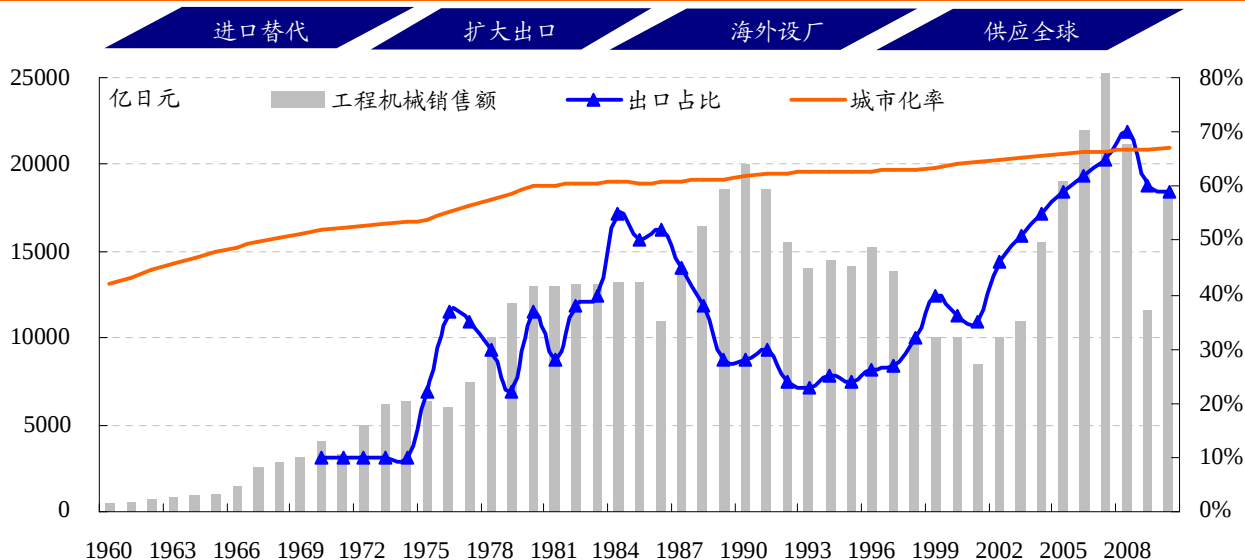
资料来源：工程机械协会、Wind、中投证券研究所

受货币紧缩政策和去库存影响，今年二季度开始我国工程机械行业增速回落。由于商品房销售面积增速自5月份开始一直呈上升趋势，加之保障房、水利建设加速和年底是行业传统小旺季，我们预计四季度工程机械行业将迎来反弹。

2.2 我国工程机械行业处于进口替代后期和出口加速阶段

日本工程机械行业起步于20世纪50年代，现已发展成为全球工程第二大工程机械制造强国，引领着全球工程机械行业的发展。

图 10: 日本工程机械发展历程



资料来源：日本经济产业省，Euromonitor，中投证券研究所

总的来看，日本的工程机械行业发展历史可以分为以下几个阶段：

（1）1950-1960 年萌芽起步阶段、依赖外资品牌：战后日本重建，建设机械依赖欧美发达国家进口，工程机械发展基础逐步建立。

（2）1960-1975 年进口替代阶段：城市化加速，日本经济高速发展，特别是1964 年东京奥运会后，日本迎来高速建设期，大量高速公路和新干线修建，

迅速拉动了工程机械需求，国内企业基本完成进口替代。工程机械销售额增长超过 130 倍。

(3) 1975-1980 年**进口替代后期和出口初期**：进口替代的同时积极开拓出口，从在国外设立销售公司到成立合资公司，进而在海外独立设立公司。

(4) 1980-2000 年为**海外扩张期**：国内城市化率超过 60%，趋于饱和，国内建设投资放缓。加快海外扩张步伐，通过收购兼并或建立生产基地以实现产品本地化生产、销售。

(5) 2000 年至今为**全球化阶段**：海外出口占比超过 50%，在 08 年金融危机之前曾达到 70% 的高点，进入全球化发展阶段。

对比中国工程机械目前所处的环境，我们认为目前中国工程机械所处阶段与日本 20 世纪 60 年代中后期极为相似：

表 1：目前我国工程机械所处环境与日本 20 世纪 60 年代中后期比较

时间	日本	中国
城市化率	1965 年约为 49%	2010 年约为 49%
基础设施建设	1964 年东京奥运会前后，日本大量高速公路和新干线修建；1969 年，制定《第二次全国综合开发计划》，加快地方的高速铁路、高速公路建设，极大地缩小了地区间的差异	十一五期间中国大规模建设高速铁路和高速公路。目前我国公路、铁路、机场等基础设施水平仍处于较低水平
宏观经济	1965 年日本经济衰退，政府发行特别公债和采取一系列刺激经济的政策；1965 年秋开始走出谷底，再次步入高速增长的轨道	2008 年受世界金融危机影响中国经济衰退，国家启动四万亿投资，中国经济开始回暖。
经济增长方式	投资拉动，1965 年前后，日本资本形成总额占 GDP 比重在 35% 左右	投资拉动，近年来中国资本形成总额占 GDP 比重一直在 40% 以上
人力成本	20 世纪 50 年代中后期，工人平均工资的年增长率接近 13%，60 年代初开始超过 13%，1965-1973 年则平均达到了 14%。	北京、上海等地过去十年最低工资年均增速 10%；国家规划十二五期间全国最低工资年均增长 13% 以上

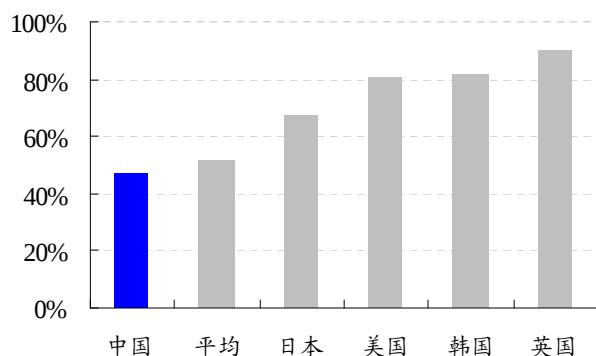
资料来源：《日本通商产业政策史：第 1 卷》，CEIC，中投证券研究所

2.3 城市化率提升促内需增长，混凝土机械、挖掘机成长空间最大

1965 年-1980 年间，日本城市化率由 49% 上升至 60%，工程机械销售额增长了约 13 倍。同时，1962 年日本政府虽然提出希望改变以投资拉动经济的格局，但此后资本形成总额占 GDP 比重仍维持在 35% 左右，甚至在 1974 年一度超过 40%。

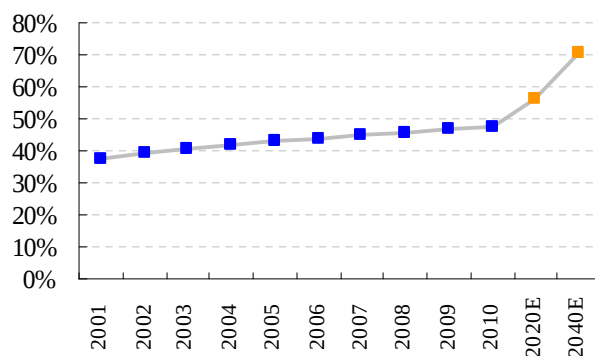
目前我国城市化率在 49% 左右，国家规划 2020 年达到 55%，未来十年我国城市化率仍处于稳步上升阶段；参考日本经验，我们预计国家依赖投资拉动经济的格局短期内不会改变，工程机械行业在相当长时期内仍将保持旺盛需求。行业协会预计，2015 年我国工程机械销售规模将达到 9000 亿，未来五年年均增长 17%。

图 11: 中国与其他国家城市化率比较 (2009 年数据)



资料来源: Euromonitor, 中投证券研究所

图 12: 中国城市化率预测



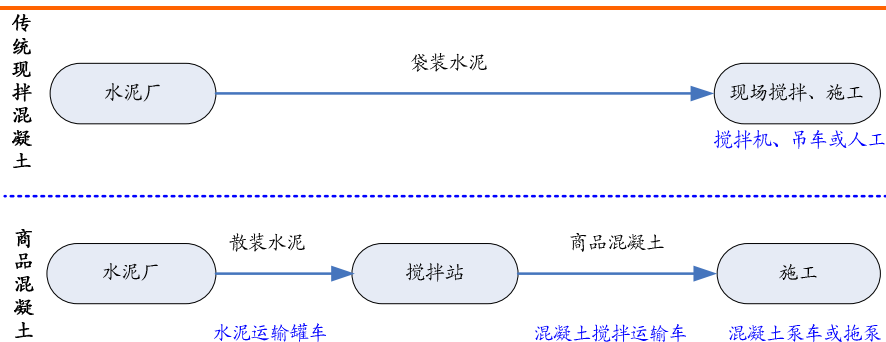
资料来源: Global insight, 中投证券研究所

从细分领域来看,我国装载机、起重机、压路机、平地机等进口替代完成率均已达到 70%以上,进口替代空间相对较小,这些子行业未来将随行业稳定增长;混凝土机械虽然已基本国产,但我国商品混凝土普及率仅为 30%左右,与国外发达国家 80%的普及率相差较大,未来将受益需求下沉后的商混率提升;而挖掘机行业外资品牌仍占据了 60%以上的市场份额,未来进口替代空间较大。综上,我们认为未来混凝土机械和挖掘机行业成长最具潜力:

(1) 混凝土机械: 需求下沉, 商混率提升

商品混凝土施工方式的成套设备一般包括“一站三车”: 混凝土搅拌站、散装水泥输送罐车、混凝土搅拌运输车和混凝土泵车或拖泵。商品混凝土的产量直接决定了混凝土机械的销量。

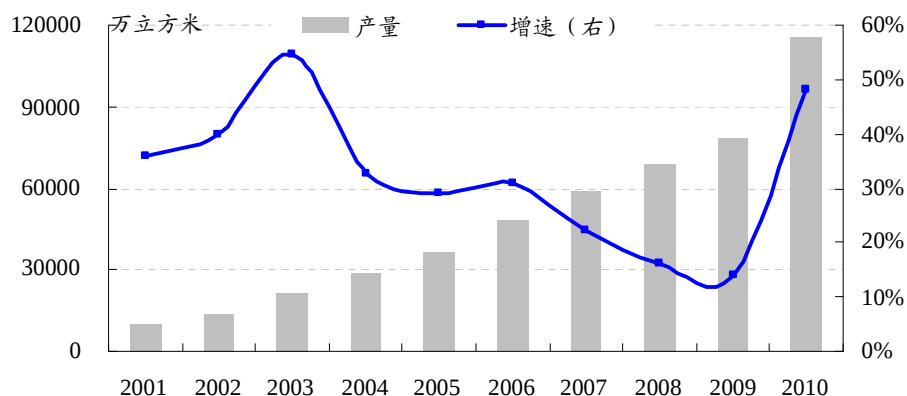
图 13: 商品混凝土施工方式与传统方式比较



资料来源: 《商品混凝土机械》, 中投证券研究所

近年来,我国商品混凝土产量快速增长。据中国混凝土与水泥制品网统计,2010 年产量达 11.6 亿立方米,同比增长 48%。我们认为未来商品混凝土的需求不仅来自于混凝土的市场需求(房地产和基建投资),还将受益于商品混凝土普及率的提升(国家限制混凝土现场搅拌和推广商品混凝土的政策)。

图 14: 我国商品混凝土产量快速增长



资料来源:《国内外混凝土行业现状及发展趋势》，中投证券研究所

表 2: 国家政策大力促进商品混凝土发展

时间	文件	主要内容
2003	《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》	各地区应将限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土纳入工作日程
2006	《关于“十一五”期间加快散装水泥发展的指导意见》	各地要将禁止现场搅拌混凝土规定的实施范围从大城市向中小城镇推进
2007	《关于请对“禁止在城区施工现场搅拌砂浆”城市名单进行确认的通知	分三批实施“禁现”: 2007 年为北京等 19 个城市, 2008 年为石家庄等 36 个城市, 2009 年实施范围由各地提出并实施
2009	《关于进一步做好城市禁止现场搅拌砂浆工作的通知》	各地应进一步加大预拌砂浆的“禁现”工作力度

资料来源: 中投证券研究所

虽然随着国家“禁现”工作的逐步推进,我国商品混凝土普及率正在逐步提高,但是由于我国商品混凝土起步较晚,全国 660 多个县级以上城市中,目前大多数县级城市仍未开始禁止现场搅拌,商品混凝土整体普及率仍处于较低水平。2009 年我国商品混凝土普及率仅为 30% 左右,与欧美主要发达国家 80% 以上的水平还存在较大差距。

细分来看,北京、上海、广州、大连等大城市商品混凝土使用率较高、达 60%-80%,接近发达国家水平。但是在经济欠发达地区,有很多城市甚至还没有商品混凝土搅拌站。2009 年我国商品混凝土产量排名前五的省份-江苏、广东、浙江、上海和山东合计产量占比超过 50%,而排名后五位的省份-西藏、青海、宁夏、海南和甘肃合计产量占比不超过 2%。由此可见,我国商品混凝土成长空间依然巨大,混凝土机械需求旺盛。

图 15: 我国商品混凝土普及率仍较低

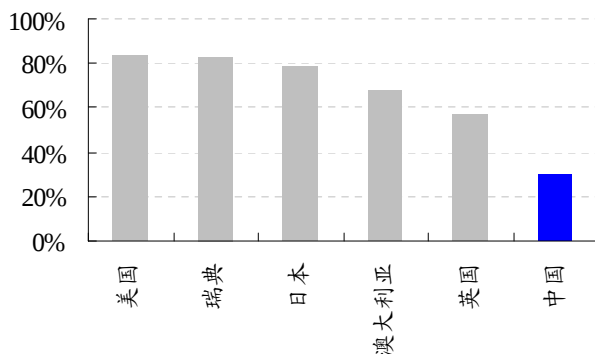
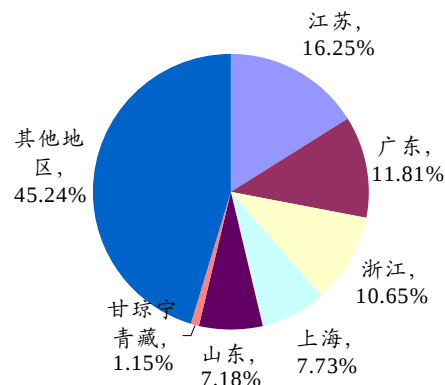


图 16: 我国商品混凝土产量地区分布情况 (2009 年数据)



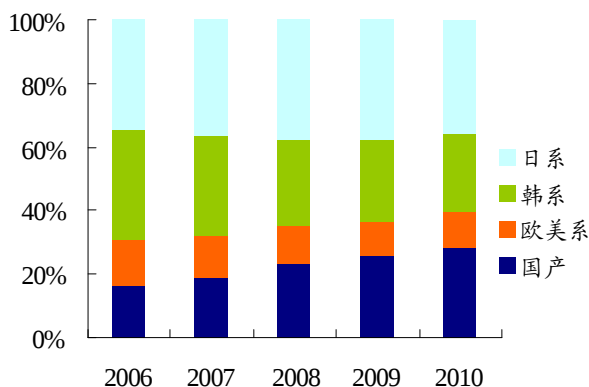
资料来源: 海南瑞泽招股书, 《我国 09 年各省市商品混凝土产量及增长情况》, 中投证券研究所

(2) 挖掘机: 外资品牌替代+装载机替代

挖掘机是一种多用途的土石方工程机械, 为了适应各种不同施工作业的需要, 挖掘机可以配装多种工作装置, 如挖斗、抓斗、破碎锤等进行挖掘装载、起重、粉碎等多种作业。挖掘机以其高技术含量、高附加值的特性一直占据工程机械市场的重要地位。

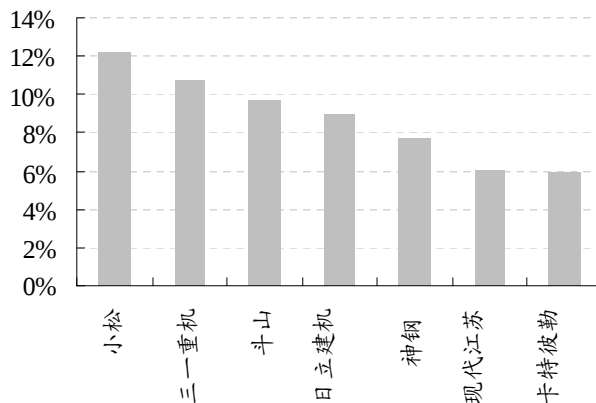
前期由于国内挖掘机行业发展相对滞后, 在关键技术和核心部件上与发达工业国家存在较大差距。外商独资及合资挖掘厂商在国内大量成立, 逐渐成为国内市场的主流, 2002 年国产挖掘机销量占比下滑至 6.8% 左右。近年来, 随着国内一批具有较强自主创新能力的挖掘机厂商迅速崛起, 国产挖掘机市场占有率不断提高, 2011 年上半年国产挖掘机占比达到 36.5%。虽然内资挖掘机市场份额稳步提高, 但外资品牌仍占据了 60% 以上的市场份额, 内资品牌替代空间仍巨大。

图 17: 历年国内挖掘机市场各品牌占有率情况



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

图 18: 2011 年上半年国内挖掘机市场各品牌占有率情况



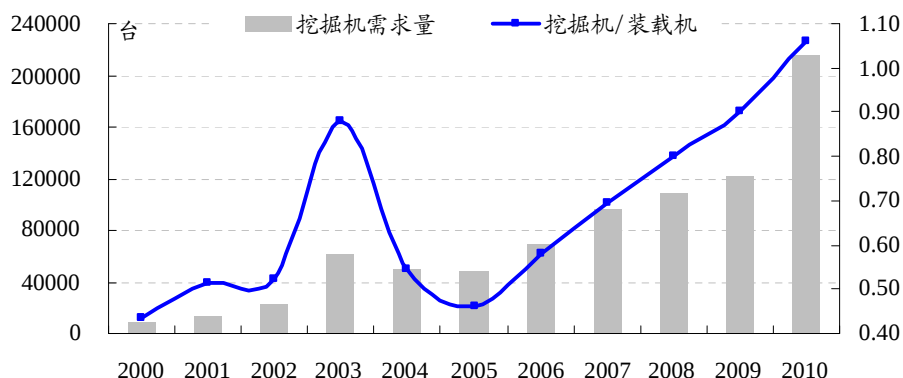
资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

挖掘机行业的成长性还体现在对装载机的替代上。挖掘机能够实现装载机的功能, 并具备装载机所没有的功能 (例如挖掘、破碎、起重等), 且相对装载机更加高效节能, 因此挖掘机对装载机具有一定的可替代性。全球挖掘机与装载机的销量平均比例为 2:1^③, 而国内市场这一比例为 1:1。我们认为这主要是由于国内市场挖掘机相对装载机性价比优势低于国外造成的: 长期以来, 由于外资品牌挖掘机在国内市场占据主导地位, 国内挖掘机的价格大概为国外

^③ 引自《国产挖掘机与装载机产销量巨大反差的探源-兼论我国国产挖掘机振兴之路》

市场的 1.2 倍；而国内装载机行业技术发展相对成熟，国内装载机价格仅为国外价格的一半。随着国产挖掘机性价比和用户购买力的逐步提高，挖掘机对装载机的替代趋势明确。从近年的销售数据来看，除 04、05 年由于宏观调控导致数据波动外，国内市场挖掘机需求量^④/装载机需求量比例一直在上升，2010 年首次超过 1。

图 19：近年来国内市场挖掘机需求量/装载机需求量比例一直在上升



资料来源：工程机械协会，中投证券研究所

2.4 性价比优势+新兴市场旺盛需求，出口空间广阔

虽然日本自 1975 年后出口才出现快速增长，比我们目前对应的阶段晚了接近 10 年，但由于我国工程机械企业十年前就已经开拓国外市场，加之在近几年国内工程机械市场快速增长的过程中，持续的技术创新使得绝大部分工程机械产品已实现国产化，并达到国际先进水平。所以我们认为目前我国工程机械出口所处阶段与日本 20 世纪 70 年代末类似，未来出口增速将保持快速增长。

(1) 技术不断突破，产品性价比优势明显

近年来我国工程机械企业纷纷加大研发投入，技术水平不断提升，同时服务意识、质量也不断提高，使得中国工程机械产品在海外市场的认可度逐步提升。另外，受益于人力、土地、环境资源成本上的较大优势，中国工程机械产品与国外相比具有明显的性价比优势。

表 3：中国工程机械产品价格相对偏低

产品	国外品牌价格（假定为 1）	中国品牌价格
推土机	1	0.5
汽车起重机	1	0.5
叉车	1	0.6
装载机	1	0.6
泵车	1	0.75
挖掘机	1	1.15

资料来源：中投证券研究所

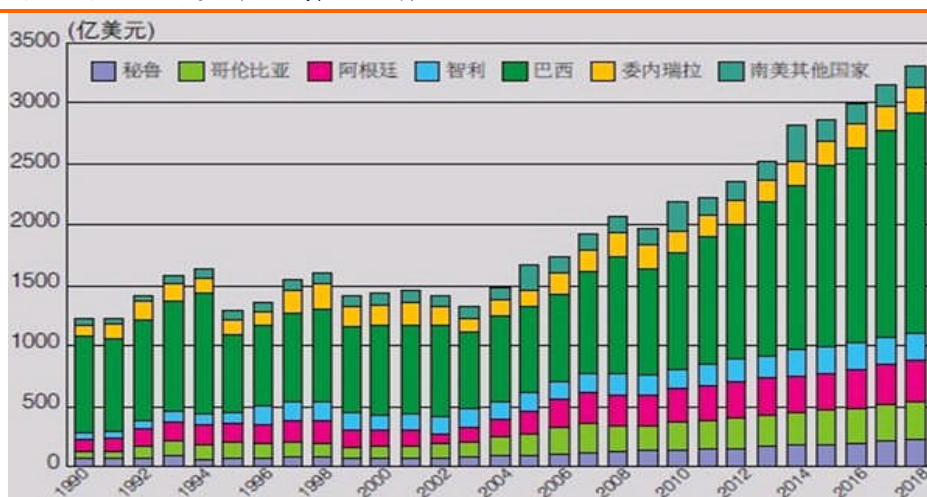
^④ 国内市场当年需求量=境内企业当年销量+同类产品当年进口量-同类产品当年出口量

十二五期间关键零部件（特别是液压元件）有望取得重大突破，国内工程机械成本有望大大降低、性能获得较大提升，出口优势将更加显著。以往国内企业往往重视主机生产，而忽视了零部件的研发和制造，导致了关键零部件受制于国外厂商。目前在整机逐渐实现进口替代、国家相关规划政策支持的情况下，关键零部件有望加速突破。国内一批优秀的零部件企业已经取得较好进展，如江苏恒立已经率先实现高压油缸国产化，安徽博一已成功研发 13t~30t 挖掘机用高压斜盘式轴向柱塞泵和两类 8 联多路阀。

（2）新兴市场需求旺盛，出口空间广阔

印度、巴西、中东等新兴国家大规模基础设施建设将大幅拉动工程机械需求，为中国工程机械出口创造了巨大的机遇。以拉丁美洲为例，据相关资料显示：2000 年，整个拉丁美洲的建筑市场投资规模约为 1400 亿美元；2010 年，投资规模约为 2200 亿美元，增长了 57%。未来几年，拉丁美洲地区投资总额将稳步持续增长：预计到 2014 年将超过 2700 亿美元，2018 年将超过 3200 亿美元。

图 20：拉丁美洲建筑市场投资总额走势



资料来源：中国工程机械，中投证券研究所

目前我国工程机械出口额占总销售规模 14%，小于 08 年金融危机前的 23%，更小于日、美等国 60-70% 的比例。另一方面，2010 年我国工程行业出口金额 103.4 亿美元，仅占全球除中国市场以外市场份额 5% 左右；我国工程机械出口空间巨大。

图 21：我国工程机械出口额及占国内销售额比例

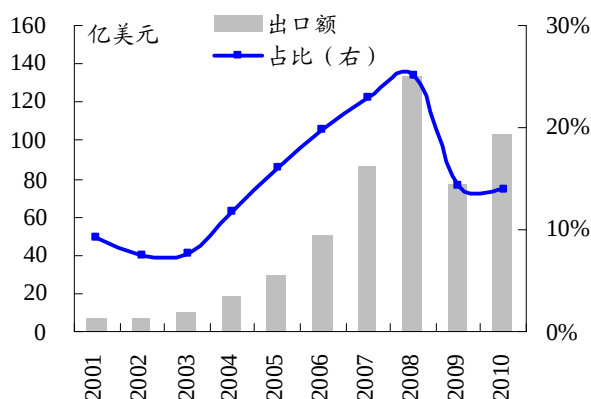
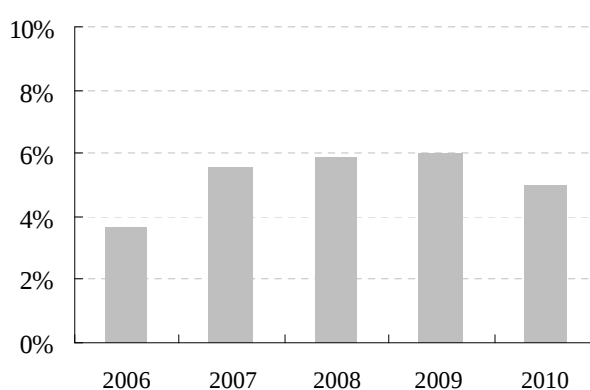


图 22：我国工程机械占全球除中国外市场份额较低



资料来源：工程机械协会，中投证券研究所

资料来源：工程机械协会，中投证券研究所

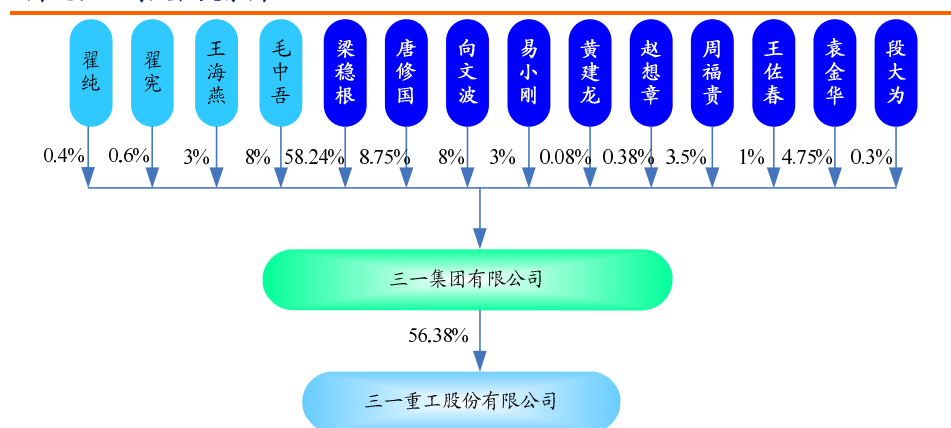
三、管理层前瞻性战略和可复制的成功模式是公司核心优势所在

我们认为三一重工之所以能够高速增长、成为行业龙头，依靠的是领先的研发水平和优质的售后服务；而这背后的关键则是以梁稳根先生为首的高管们根据对行业的深刻理解而作出的前瞻性战略和探索出的可以复制的产品成功模式。

3.1 优秀的管理层

工程机械企业核心竞争力在于管理层。三一重工拥有一支以梁稳根为首的、极具远见卓识的核心经营团队，自创业初就一直在公司工作，团队稳定；并持有公司股份，创业动力足；高管们一直保持了“早餐会”（以董事长为首的高管们每天早上一起边吃早餐、边汇报工作）的习惯。

图 23：公司股权关系图^⑤

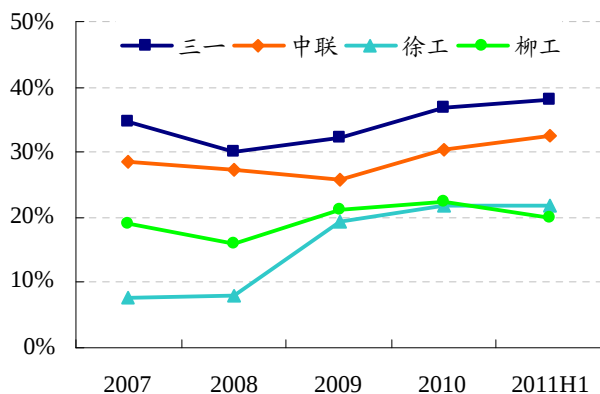


资料来源：公司公告，中投证券研究所

管理层在公司管理、产品研发和海外扩张等方面前瞻性的战略是公司成功的关键。以公司的竞争策略为例：（1）对国内竞争者采取差异化战略，重点是产品的差异化、品种的差异化、品质的差异化和服务的差异化。产品的差异化是指公司开发出处于国内外同行技术前沿的产品，促使产品的升级换代；品种差异化是指公司实施产品品种的大型化、微型化和成套化战略，规避国内产品集中在中间层面的恶性竞争；品质差异化是指公司大力开发技术壁垒高、市场竞争弱的高品质产品，替代进口产品，同时逐步进入国际市场；服务差异化是指公司对不同的产品采取更准确的客户需求分析和市场的再细分，为客户提供个性化的产品和服务模块。通过实施差异化战略，全面提升公司产品、服务、品牌全方位的竞争优势。（2）对国外竞争者采取全面成本领先战略所谓全面成本领先，指在与国外品质接近的情况下，产品以较低的销售价格进入市场，利用产品的高性价比参与竞争。通过进一步提高全员劳动生产率，控制管理成本、财务成本和利用现有营销网络降低营销成本，以保持和加强公司产品在成本方面的竞争优势。公司在挖掘机领域能够快速抢占日韩系市场份额，正是依靠“中等价格+高效服务”的策略，在售价上介于日系和韩系之间，售后服务上超过韩系产品。

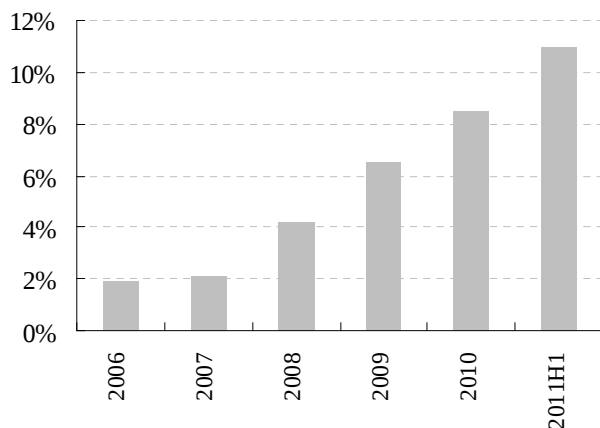
^⑤ 梁稳根为公司实际控制人，梁稳根、唐修国、袁金华、毛中吾为公司创办人，梁稳根右侧蓝色所示均为三一重工现任高管。毛中吾任三一国际董事长，王海燕和袁金华为离异关系，翟宪（三一重工监事会主席）和翟纯为公司创业元老翟登科先生子女。

图 24: 公司毛利率位居行业首位



资料来源: Wind, 中投证券研究所

图 25: 公司挖掘机市场份额快速提升



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

3.2 领先的研发能力

三一秉承“一切源于创新”的发展理念, 每年将销售收入的约 5% 用于研发; 公司是科技部认定的国家创新型企业和国家重点高新技术企业。截至 2010 年底, 三一共拥有各类研发工程师 5443 人, 其中博士 32 人, 硕士 2300 余人, 是全球最大的工程机械研发团队之一。

依托自身的科研开发能力和产学研合作, 三一重工技术创新走在国内同行前列。自公司成立以来, 累计申请专利 1783 件, 其中发明 524 件。先后被国家知识产权局评为“全国专利工作先进单位”、“全国企事业知识产权示范单位”, 2010 年, 三一重工“一种混凝土输送泵的节能控制方法”发明专利获得中国专利最高奖-中国专利金奖。

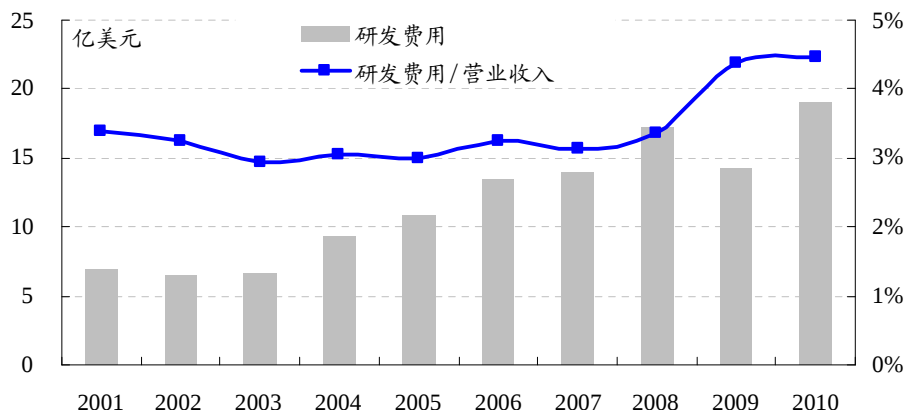
表 4: 三一历年技术创新成果

年份	技术创新成果
1994	公司第一台拖泵产生, 是中国第一台具有自主知识产权的开式系统拖泵
1998	国产第一台自制臂架 37 米泵车成功下线
2000	世界第一台全液压平地机下线
2002	在香港国际金融中心创下单泵垂直泵送混凝土 406 米的世界第一高度
2003	亚洲最长臂架 56 米混凝土泵车成功下线
2004	研制出世界第一台三级配混凝土输送泵、国内最大的 60 吨水平定向钻
2005	拥有四个“中国独创”技术的路面铣刨机问世
2006	66 米世界最长臂架泵车成功下线
2007	研制出世界首创微泡沥青水泥砂浆车; 在上海环球金融中心以 492 米再次创下单泵垂直泵送的世界新高
2008	亚洲最大吨位液压挖钻机下线; 亚洲首台 1000 吨履带起重机研制成功; 72 米臂架泵车刷新吉尼斯世界纪录
2009	自主研发国产第一台混合动力挖掘机
2010	中国首台千吨汽车起重机在三宁乡产业园下线

资料来源: 中投证券研究所

而研发创新也正是国际工程机械巨头-卡特彼勒赖以成功的关键之一。卡特彼勒近十年研发费用占销售收入比重稳定在 3% 以上,即使在 1929 年美国经济大萧条和上世纪 80 年代全球经济危机期间,卡特彼勒也一如既往地重视研发,在经济危机期间开发出高效节能的新产品满足市场的需求(如 1931 年推出的柴油拖拉机将燃料费降低一半多),从而既度过了难关、又成功地扩大了市场份额。

图 26: 卡特彼勒研发费用占营业收入比例稳定在 3% 以上



资料来源: 卡特彼勒年报, 中投证券研究所

3.3 优质的售后服务

一旦机器出现故障、不能使用不仅会给客户造成直接的经济损失,而且可能会因此而造成的工期延误给客户造成更大的损失;所以客户对售后服务的及时性和完备性要求很高,对产品价格的敏感性反而不是很高。相关调查统计也表明,工程机械(特别是高端产品)客户都将售后服务作为他们购买产品时考虑的第一要素。

三一董事长梁稳根曾说过:“要用偏执的态度,穷尽一切手段,将服务做到无以复加的地步”。1995 年,三一成立售后服务部,至今一直引领行业的发展方向,成为了行业服务标杆。2011 年,三一五度蝉联“全国售后服务十佳单位”,成为工程机械行业售后服务领域的杰出代表。总结三一的售后服务,具有以下特点:

(1)快捷的服务响应速度。三一在全球 200 多个国家与地区设有分公司。其中国内有 32 个服务分公司,708 个办事处,2200 余名训练有素的服务工程师,1532 台工具齐全、配件齐备的服务车 24 小时随时整装待命,确保服务半径控制在 100 公里以内。450 多个配件仓库形成了总部仓库、区域中心仓库、省级仓库和地市级仓库四位一体的配件供应保障体系,储存了价值 5 亿多元、8 万余种零配件供用户选择,形成了庞大的立体资源配置体系。通过信息化武装传统服务,建成了行业第一家设备控制中心(ECC)、第一家服务呼叫中心;同时 GCP、CSM 等现代信息系统全面启动,能够对设备、服务车、服务工程师进行实时定位,科学调配,一呼百应,快速响应客户的需求;WMS 和 PMS 配件管理系统、配件安全库存预警系统全面确保配件第一时间送达客户手中。

(2)可靠的服务质量。三一售后服务队伍技术过硬、装备精良、诚实守信,全方位为客户量身定制、打造服务整体解决方案的立体互动平台,从售前设备选型,到售中设备预检、设备操作、保养培训,再到标准化服务,为客户打造全能整体解决方案,提高服务质量。庞大的维修网络、液压系统体外透析、免费的节能程序升级、专业的底盘维修、公开的大修承诺、优质的零配件组成

了有效的节省体系，能全方位为客户节省使用成本和维修成本，减少因突发停工带来的重大损失。首次在业内引入“6S”店概念，建成的集销售、售后服务、配件供应等功能于一体的6S店及率先与五十铃公司合作成立的特约维修中心，为客户提供方便、快捷的“一站式”整体解决方案。

(3) **增值的服务效果**。通过量身定制服务方案，为客户提供附加值最大化的个性化服务。如针对工程的难点，策划出整体的最佳施工方案，并提供成套设备；针对重点工程提供“零距离”特级服务；对海外施工实施长驻工地点对点服务等等。免费定期为客户培养熟练的操作手和高级设备主管；全球客户门户网站GCP，可对设备进行工况信息采集、位置查询、报警订阅、配件查询订购等，为客户的设备安全运营提供可靠保障。

表 5: 三一服务沿革

年份	服务内容
1995	售后服务部成立，拉开了三一重工服务工作的序幕
1997	率先在行业推行服务工程师承包工资制，将用户和服务人员的利益捆绑
1998	用户服务部设立 800 免费电话、绿色通道指挥中心，工程建筑行业首家
1999	将服务确定为公司发展的两项核心能力之一，确认了“一切为了客户”的经营理念
2000	三一用户最贴心的专业性杂志《施工专家》第一期成功出版发行。
2002	推行重点服务项目责任制，全面实施包括顾客满意度在内的 8 大服务项目。
2004	用户服务部正式更名为客户服务部，实现了驻外服务“五统一”。
2005	率先在国内同行业开通 4008 服务热线，并全面启动服务信息系统。
2006	筹建行业第一家企业控制中心（ECC），成为国内工程机械唯一一家启动 ECC 项目的企业
2007	三一重工客户高级设备经理培训班正式开班；业内首家启动 SGS 服务体系认证工作
2008	业内率先启动“金牌管家”点对点特级服务；与五十铃合作，创立行业首家集服务、配件、维修、车身与底盘全部服务内容于一体的“一站式服务站”
2009	“见证品质·感恩客户”大型服务增值活动拉开序幕，在工程机械行业首次提出“节约型”服务理念，为客户现场排忧解难
2010	“责任·梦想—环保服务大行动”正式启动，在业内首推环保服务理念；成功上线大修厂 DMS 系统、WMS 和 PMS 配件管理系统，建立配件安全库存预警系统
2011	“心无界·诺千金——‘一生无忧’”服务承诺发布

资料来源：中投证券研究所

正是由于三一具有上述核心竞争优势，公司主要产品市场占有率一直位居国内前列：混凝土泵车市场占有率居行业首位，挖掘机上半年已跃居国内市场第二位。

表 6: 公司主要产品市场占有率和排名（2011 年上半年数据）

产品	市场占有率	排名
混凝土泵车	53%	1
挖掘机	11%	2
汽车起重机	10%	3

资料来源：中投证券研究所

注：三一挖掘机6、7月份已经跃居市场第一位。

四、受益战略布局，未来公司将继续超越行业增长

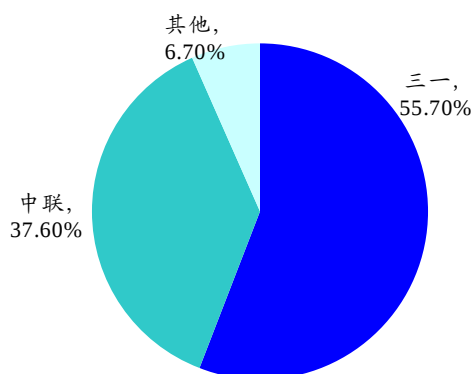
4.1 国内市场：混凝土机械、挖掘机仍是主要增长点

根据我们前面的分析，国内市场上未来成长空间最大的工程机械子行业是混凝土机械和挖掘机，而这两大块正是公司重点发展的优势业务，未来公司有望继续超越行业增长。

（1）混凝土机械：行业格局稳定，分享行业快速增长

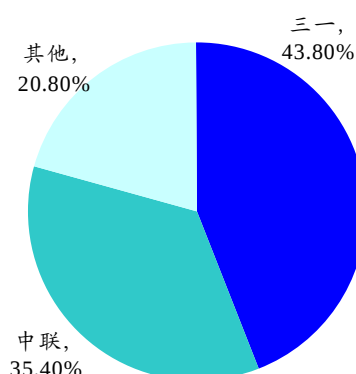
混凝土机械行业呈现双寡头垄断局面，在主要产品泵和泵车领域，三一和中联合计市场占有率在80%以上。三一以混凝土机械起家，在混凝土机械领域领先世界的研发水平奠定了其在混凝土机械行业的霸主地位：2006年66米世界最长臂架泵车成功下线，2007年在上海环球金融中心以492米再次创造单泵垂直泵送的世界新高，2008年72米臂架泵车刷新吉尼斯世界纪录。三一在国内混凝土泵车市场占有率一直保持第一，近年来稳定在50%以上。

图 27：2010 年国内混凝土泵车市场份额



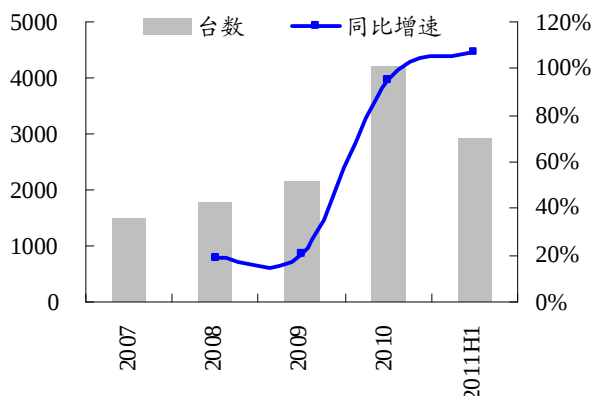
资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

图 28：2010 年国内混凝土泵市场份额



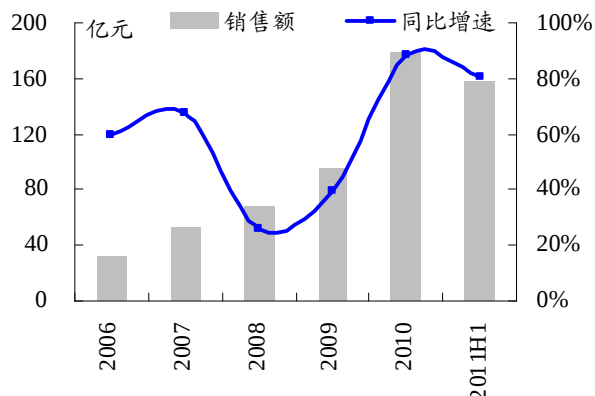
资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

图 29：近五年公司混凝土泵车销售情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 30：近六年公司混凝土机械销售情况



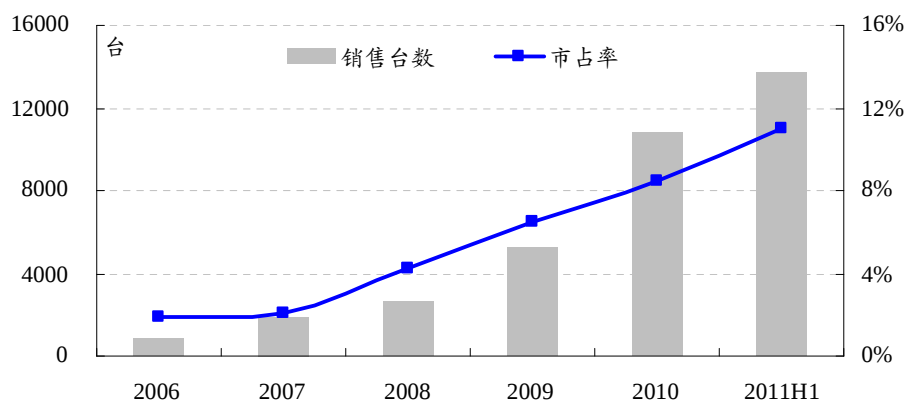
资料来源：工程机械协会，中投证券研究所

混凝土机械的主要客户一般都是大型建筑施工单位，由于机械故障而又不能及时得到维修造成的工期延误通常会给这些客户带来非常大的损失，所以混凝土机械用户对机械性能的稳定性和售后服务的及时性要求较高，倾向于购买性能稳定、售后服务有保障的品牌产品；而这也正是三一与中联双寡头垄断局面格局一直得以维持的原因。由于制造性能可靠稳定的产品和构建完善的售后服务网络需要一个较长的过程，所以我们认为混凝土机械行业格局短期内将保持稳定，三一也将受益行业发展而保持稳定增长。

（2）挖掘机：策略致胜，高速增长

公司混凝土机械的成功模式正在挖掘机领域复制。自 08 年金融危机时公司逆势扩张以来，公司挖掘机业务市场份额不断攀升，自 08 年约 4% 上升至今年上半年 11%，居国内市场第二位；我们认为这主要得益于：（1）产品性能上，三一正流量系统液压挖掘机与同等规格的负流量挖掘机相比，工作效率上提升 8%，油耗降低了 10%，这种省油高效的产品特征更加满足国内客户需求；且操作舒适性动作平稳性大大提高，作业性能达到了世界一流水平。（2）在与日系品牌同等品质的前提下，在销售策略上，公司实行了“中等价格+高效服务”，即在售价上介于日系和韩系之间（比韩系高 10%，比日系低 5% 左右），售后服务上超过韩系产品。而且公司完善的营销服务体系也在一定程度上弥补了产品在可靠性及耐用性方面与欧美高端品牌的差距。

图 31：公司挖掘机业务快速增长



资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

去年三一挖掘机启动了业内“覆盖最广、项目最多、投入最大”的服务万里行巡检活动，有效提升了客户的满意度。今年上半年三一挖掘机升级“123”服务价值承诺：1 万小时免工时费，1 万至 2 万小时送 4 次免费点检；24 小时故障处理，12 小时赔付台班（24 小时内没有解决故障，从 24 小时起，以每 12 小时为赔付台班）；3000 小时保修，20 吨以上中大挖单独签订关键件 3 年/7000 小时延长保修合同。同时，公司也正在研发适应目前占有率较低市场需求的新产品，优化产品结构。我们认为公司在丰富的产品线、差异化的营销和完善的售后服务的支持下，预计随着今年昆山二期 3 万台产能和明年临港 4 万台产能的投产，公司挖掘机业务有望继续保持高速增长。

4.2 国外市场：海外建厂投产+H 股发行助推出口业务加速

“如果没有国际化，三一最多就是个大一点的个体户而已。”三一董事长梁稳根曾这样感慨。目前三一在海外设立 15 家子公司，销售网络覆盖 140 多个国家，在全球已建成 15 个物流中心，超过 1300 名营销和服务人员常年在海

外为全球客户提供一流的产品和服务。并在印度、美国、德国、巴西和印尼投资建设工程机械研发制造基地，战略布局清晰：

(1) 在印度、巴西建设工程机械制造基地，看好的是印度、巴西作为“金砖四国”巨大的市场潜力，建设生产基地以满足印度、巴西及其周边国家的需要；今年上半年三一巴西 100 台挖掘机成功下线。

(2) 在美国建设研发与制造中心，除了可以有效地规避汇率波动风险外，还可以直接在海外销售和提供售后服务，更重要的是可以了解美国这个世界上最大的工程机械市场和技术最先进的市场动态，强化公司研发和服务这两大重要的核心竞争力。

(3) 在德国科隆市建欧洲研发中心及制造基地，能够迅速的覆盖整个欧洲市场，同时利用国际化的资源配置，扩大公司在欧洲的市场份额。另外，由于公司产品的主要零部件（如汽车底盘、油泵和发动机等）大都从欧洲采购，一旦欧洲制造基地建成并在当地销售，可以节省大量的往返运输费用、生产成本，并进一步提升公司的核心竞争力和国际影响力。

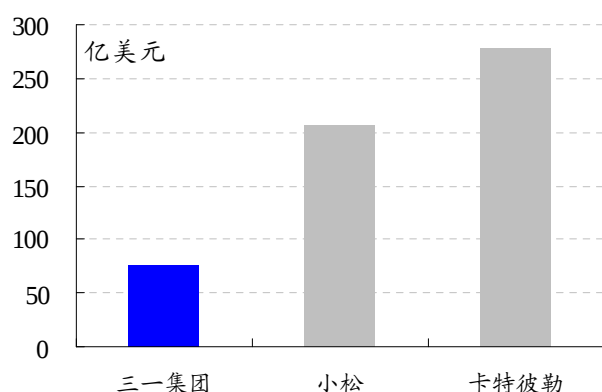
表 7: 三一国际化进程

基地	规划建筑面积 (平方米)	规划用途	目前进展
印度普纳	48462	混凝土机械生产基地	2010 年 12 月第一台挖掘机下线
美国乔治亚州	37542	美国总部，起重机、挖掘机、平地机生产基地	2011 年 2 月一期工程竣工
德国贝德堡	23650	欧盟总部、研发中心及混凝土机械、挖掘机、起重机生产基地	2011 年 6 月开业投产
巴西圣保罗	15000	南美总部及挖掘机、汽车起重机生产基地	2010 年销售 3000 万美元，2011 年 1-8 月销售 7000 万美元
印尼卡拉旺	--	--	--

资料来源：中投证券研究所

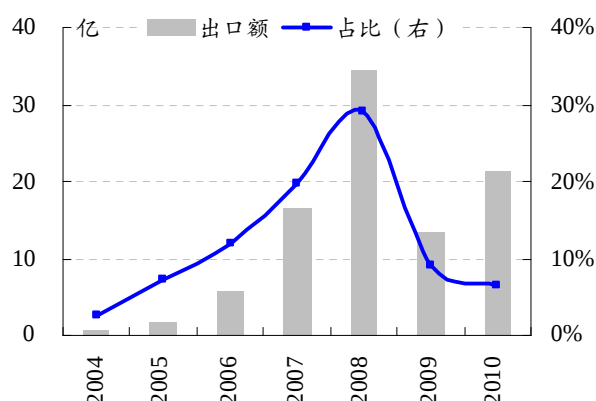
与早已完成国际化的卡特彼勒和小松等工程机械巨头相比，目前公司销售收入仅为卡特彼勒机械业务销售收入的 1/4、小松的 1/3；卡特彼勒、小松等国际巨头外销占比均超过 60%，而三一出口占比不到 10%，未来成长空间巨大。公司 H 股的即将发行为国际化战略提供了有力支持：一方面能为公司海外研发制造基地和销售网络建设提供资金支持，另一方面也能增强公司品牌在海外的影响力。根据公司规划 2015 年海外业务收入占比要达到 30%，长期目标为 50%。

图 32: 三一与卡特彼勒、小松收入比较 (2010 年数据)®



资料来源: 各公司年报, 中投证券研究所

图 33: 公司历年出口额及占营业收入比例



资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

五、盈利预测与投资建议

主要盈利预测假设如下:

- (1) 受四季度传统小旺季和保障房、水利建设拉动, 行业企稳反弹。
- (2) 公司混凝土机械保持稳定增长, 挖掘机市场份额不断提升。
- (3) 原材料价格基本平稳, 公司各产品毛利率保持稳定。

表 8: 公司各业务主要盈利指标预测

		2010	2011E	2012E	2013E
营业收入		32,961	54,388	73,817	95,663
混凝土机械	收入 (百万)	17,827	27,960	36,348	45,435
	增速 (+-%)	88.15%	56.84%	30.00%	25.00%
	毛利率	41.69%	42.00%	42.00%	42.00%
挖掘机	收入 (百万)	6,235	12,835	19,253	26,954
	增速 (+-%)	108.60%	105.85%	50.00%	40.00%
	毛利率	30.34%	30.50%	32.00%	33.00%
汽车起重机	收入 (百万)	2,555	5,393	8,090	10,921
	增速 (+-%)	89.40%	111.08%	50.00%	35.00%
	毛利率	28.70%	27.00%	28.00%	28.00%
履带起重机	收入 (百万)	1,631	1,620	1,782	2,138
	增速 (+-%)	-4.62%	-0.67%	10.00%	20.00%
	毛利率	28.21%	39.00%	30.00%	30.00%

® 为了便于比较, 选取三一集团与卡特彼勒、小松公司的机械业务收入。

路面机械	收入（百万）	1,289	1,980	2,574	3,089
	增速（+-%）	86.81%	53.61%	30.00%	20.00%
	毛利率	35.93%	38.00%	35.00%	35.00%
桩工机械	收入（百万）	1,999	2,624	3,149	3,621
	增速（+-%）	78.96%	31.27%	20.00%	15.00%
	毛利率	46.97%	47.00%	47.00%	47.00%
配件	收入（百万）	942	1,399	1,959	2,742
	增速（+-%）	62.98%	48.51%	40.00%	40.00%
	毛利率	35.67%	31.00%	31.00%	31.00%
其他	收入（百万）	483	577	664	763
	增速（+-%）	3.65%	19.46%	15.00%	15.00%
	毛利率	4.35%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

表 9: 公司利润表主要指标及预测数据（单位：百万）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	32,961	54,388	73,817	95,663
营业成本	21,442	34,188	46,563	60,307
营业利润	6,897	11,644	15,748	20,579
归属于母公司净利润	5,615	9,497	12,783	16,712
EPS（元）	1.11	1.25	1.68	2.20
EPS（元，考虑 H 股摊薄）	0.93	1.04	1.40	1.83

资料来源：公司资料，中投证券研究所

目前公司股价对应 2011 年 12.03 倍市盈率，考虑 H 股发行 15.41 亿股后为 14.44 倍。基于公司行业龙头地位和国际化前景，估值偏低，给予“推荐”的投资评级。

六、主要风险提示

① 货币政策持续紧缩影响工程机械下游需求；② 原材料成本上涨导致公司毛利率下滑。③ 信用销售比例过大导致呆坏账风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20437	27773	41819	63621	收入	33955	54388	73817	95663
现金	5970	4675	10444	22988	营业成本	21442	34188	46563	60307
应收账款	5728	10878	14763	19133	营业税金及附加	131	218	295	383
其他应收款	550	816	1107	1435	营业费用	3205	4895	6644	8610
预付账款	1335	1709	2328	3015	管理费用	1922	3078	4178	5415
存货	5687	8547	11641	15077	财务费用	298	293	270	250
其他流动资产	1166	1148	1536	1973	资产减值损失	153	199	210	220
非流动资产	10904	12236	13309	12301	公允价值变动收益	50	50	0	0
长期投资	198	200	200	200	投资净收益	42	77	90	100
固定资产	6148	9649	10722	9714	营业利润	6897	11644	15748	20579
无形资产	1560	1560	1560	1560	营业外收入	151	65	0	0
其他非流动资产	2998	827	827	827	营业外支出	109	44	0	0
资产总计	31341	40009	55129	75922	利润总额	6938	11665	15748	20579
流动负债	17531	14572	16834	19519	所得税	774	1400	1890	2469
短期借款	4994	3000	3000	3000	净利润	6164	10265	13858	18109
应付账款	4389	5128	6053	7237	少数股东损益	549	768	1075	1398
其他流动负债	8148	6444	7781	9282	归属母公司净利润	5615	9497	12783	16712
非流动负债	1891	2950	1950	1950	EBITDA	7719	12611	16944	21837
长期借款	1212	2212	1212	1212	EPS (元)	1.11	1.25	1.68	2.20
其他非流动负债	679	738	738	738	主要财务比率				
负债合计	19422	17523	18785	21469	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	568	1336	2411	3809	成长能力				
股本	5062	7594	7594	7594	收入	78.9%	60.2%	35.7%	29.6%
资本公积	10	465	465	465	营业利润	105.6%	68.8%	35.2%	30.7%
留存收益	6380	13042	25825	42536	归属于母公司净利润	112.7%	69.1%	34.6%	30.7%
归属母公司股东权益	11350	21150	33933	50644	获利能力				
负债和股东权益	31341	40009	55129	75922	毛利率(%)	36.9%	37.1%	36.9%	37.0%
现金流量表					净利率(%)	16.5%	17.5%	17.3%	17.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	49.5%	44.9%	37.7%	33.0%
经营活动现金流	6749	3291	8959	12694	ROIC(%)	46.0%	45.2%	46.5%	51.1%
净利润	6164	10265	13858	18109	偿债能力				
折旧摊销	524	674	926	1008	资产负债率(%)	62.0%	43.8%	34.1%	28.3%
财务费用	298	293	270	250	净负债比率(%)	37.27%	29.81%	22.42%	19.62%
投资损失	-42	-77	-90	-100	流动比率	1.17	1.91	2.48	3.26
营运资金变动	-156	-7437	-6005	-6573	速动比率	0.84	1.32	1.79	2.49
其他经营现金流	-39	-427	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-6774	-1920	-1910	100	总资产周转率	1.44	1.52	1.55	1.46
资本支出	4426	2000	2000	0	应收账款周转率	7	6	6	6
长期投资	-54	-7	0	0	应付账款周转率	7.59	7.18	8.33	9.08
其他投资现金流	-2402	74	90	100	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	819	-2667	-1281	-250	每股收益(最新摊薄)	0.74	1.25	1.68	2.20
短期借款	4054	-1994	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.43	1.18	1.67
长期借款	-123	1000	-1000	0	每股净资产(最新摊薄)	1.49	2.79	4.47	6.67
普通股增加	3574	2531	0	0	估值比率				
资本公积增加	-711	455	0	0	P/E	20.34	12.03	8.94	6.83
其他筹资现金流	-5975	-4658	-281	-250	P/B	10.76	5.78	3.60	2.41
现金净增加额	784	-1295	5768	12544	EV/EBITDA	16	10	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

欧阳俊, 中投证券研究所机械行业分析师。中山大学工学硕士、学士, 2010 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434