

2010 年 4 月 2 日

工程机械行业研究

行业景气度创历史新高

A 增持

H 增持

胡文洲, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机(8368)

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

上市工程机械公司估值表

公司名称	代码	评级	收盘价 (人民币)	目标价 (人民币)	上/下 浮比例 (%)
中国 A 股					
三一重工	600031.SS	买入	33.91	44.80	32.1
山河智能	002097.SZ	持有	19.34	18.89	(2.3)
山推股份	000680.SZ	买入	11.40	14.91	30.8
徐工机械	000425.SZ	买入	37.37	50.77	35.9
中联重科	000157.SZ	买入	23.65	38.05	60.9
柳工	000528.SZ	买入	21.85	29.17	33.5
安徽合力	600761.SS	持有	14.53	13.45	(7.4)
中国 — 香港					
中国龙工	3339.HK	买入	5.80	6.81	17.4

资料来源: 彭博及中银国际研究预测

以 2010 年 3 月 31 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

中银国际证券有限责任公司

由于 4 万亿经济刺激计划效果持续显现、房地产投资出现恢复以及区域振兴计划的不断出台,估计今后几个月固定资产投资继续保持强劲增长势头。我们相信 2010 年 1 季度工程机械行业的景气度将持续上升,创历史新高。我们估计 2 季度工程机械产品需求仍将比较旺盛。国家宏观紧缩政策可能会导致下半年工程机械产品销量增幅放缓,但估计影响程度不会太大。目前工程机械行业的估值比较便宜,我们对工程机械板块维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- 我们认为投资在我国经济 2009 年强劲复苏中起核心作用。估计 2010 年固定资产投资仍将保持较快增长势头。目前工程机械产品的需求非常强劲,重点工程机械公司都处于满负荷生产状态。
- 我们认为转变我国经济发展方式、调整经济结构是一个长期复杂的过程。在未来相当长的时间内,投资可能还是中国经济增长的主要推动力。我们估计未来 3-5 年大规模高速铁路建设及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮,因此对工程机械产品仍有较大的需求。
- 长远而言,我们要密切注意投资增长过快,经济结构不平衡的风险。我们相信中央政府今后可能会更加注重推进经济结构调整,大力刺激国内消费。如果投资对经济的拉动作用大幅回落,那么这将对工程机械产品的需求产生不利影响。

首选买入

- 目前,2010 年工程机械行业的平均市盈率估值在 18.0 倍的水平,如果不考虑山河智能(估值偏高的公司),那么 2010 年的平均市盈率只有 14.7 倍。2009-2010 年净资产收益率预计将维持在 18%以上。目前重点公司的估值比较便宜,市场对宏观紧缩预期可能有些反应过度。我们维持工程机械行业**增持**的评级。

目录

估值比较	3
2010 年 2 季度投资策略	4
工程机械行业最新情况概述	6
重点上市公司简要评述	12
研究报告中所提及的有关上市公司	15

估值比较

目前，2009年工程机械行业的平均市盈率为26倍，2010年平均市盈率估值在18.0倍的水平，如果不考虑山河智能（估值偏高的公司）那么2010年的平均市盈率只有14.7倍。2009-2010年净资产收益率预计将维持在18%以上。目前重点公司的估值比较便宜，市场对宏观紧缩预期可能有些反应过度。我们维持工程机械行业**增持**的评级。

从工程机械细分子行业来看，最近几个月基本上所有子行业的景气度都非常高。我们认为收益于二三线城市禁止在城市现场搅拌混凝土，混凝土机械的长期前景非常看好，此外挖掘机国产品牌的崛起也会是工程机械产品销售的亮点。综合考虑估值因素，我们推荐的首选是中联重科和三一重工。同时我们也看好柳工、徐工机械和山推股份。

图表 1. 估值比较

公司名称	评级	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)		净资产收益率 (%)		每股收益增长率 (%)		市净率 (倍)	
		2008	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
三一重工	买入	0.83	1.41	2.04	24.1	16.7	23.1	26.4	70.0	44.7	5.6	4.4
山河智能	持有	0.19	0.36	0.47	53.4	40.9	7.3	9.0	89.4	30.4	3.9	3.7
山推股份	买入	0.66	0.59	0.75	19.4	15.3	13.9	15.4	(11.2)	26.6	2.7	2.4
徐工机械	买入	0.20	2.01	2.54	18.6	14.7	21.2	21.6	889.9	26.6	3.9	3.2
中联重科	买入	0.94	1.50	1.90	15.8	12.4	33.7	22.7	60	27	5.3	2.8
柳工	买入	0.60	1.33	1.62	16.4	13.5	21.1	21.3	122	22	3.5	2.9
安徽合力	持有	0.53	0.31	0.75	46.5	19.4	5.2	11.1	(41)	139	2.4	2.2
中国龙工	买入	0.31	0.37	0.46	13.7	11.1	21.1	22.0	20	23	2.9	2.4
平均		0.5	1.0	1.3	26.0	18.0	18.3	18.7	149	42	3.8	3.0
其他机械公司												
太原重工	买入	0.76	0.80	0.93	18.5	15.8	19.7	19.3	5.0	17.1	3.6	3.0
秦川发展	持有	0.21	0.26	0.32	24.8	20.1	8.8	9.7	24.0	23.0	2.7	2.4
昆明机床	买入	0.68	0.57	0.60	23.7	22.8	21.3	18.3	(15.7)	3.8	5.0	4.2
天地科技	买入	0.73	1.05	1.41	28.1	20.9	31.0	31.2	43.7	34.3	8.7	6.5
晋西车轴	买入	0.74	0.23	0.43	94.4	49.8	2.7	4.9	(69.4)	89.5	2.5	2.4
时代新材	买入	0.26	0.48	0.70	54.5	37.6	18.2	21.8	83.1	45.0	9.9	8.2
天马股份	买入	0.95	1.06	1.30	27.3	22.2	25.9	25.8	21.5	23.2	7.1	5.7
南车时代电气	买入	0.12	0.15	0.21	37.3	26.0	9.8	12.7	27.4	43.6	3.7	3.3
中国南车-A股	买入	0.12	0.15	0.21	35.7	24.9	9.8	12.7	27.4	43.6	3.5	3.2
中国南车-H股	买入	0.60	0.78	0.99	32.7	26.0	15.4	16.6	30.1	25.8	5.0	4.3
华锐铸钢	买入	0.35	0.37	0.55	56.6	38.0	13.4	17.1	3.2	49.2	7.6	6.5
科达机电	买入	0.46	0.43	0.59	48.4	35.3	9.4	11.6	(7.3)	37.2	4.6	4.1
中国一重	买入	0.22	0.22	0.24	24.1	22.8	22.0	10.3	0.6	5.6	5.3	2.4
平均		0.48	0.50	0.65	38.9	27.9	15.9	16.3	13.4	33.9	5.3	4.3

资料来源：公司数据及中银国际研究

2010 年 2 季度投资策略

4 万亿经济刺激计划效果全面显现，今年固定资产投资仍将保持较快增长。

在一揽子经济刺激政策推动下，2009 年固定资产投资增长创了近年新高，全年累计增长将达 33%左右。我们认为投资在我国经济 2009 年强劲复苏中起核心作用。目前固定资产投资继续保持强劲增长势头，2010 年 1-2 月份，我国城镇固定资产投资同比增长 26.6%。从施工和新开工项目情况看，1-2 月份，施工项目计划总投资同比增长 29.9%；新开工项目计划总投资同比增长 42.7%。预计 2010 年固定资产投资依然将保持较快增长。

由于 4 万亿经济刺激计划效果持续显现、房地产投资出现恢复以及区域振兴规划的不断出台，2010 年 1-2 月份，工程机械行业产品需求非常旺盛，工业产值增速持续加快。工程机械行业 1-2 月份的工业产值增速达到 50%，是所有机械子行业中反弹速度最快的。因此，我们相信 2010 年 1 季度工程机械行业的景气度将持续上升，创历史新高。一般而言，2 季度和 4 季度是工程机械产品全年销售的旺季，1 季度和 3 季度是淡季。2010 年的 1 季度所有工程机械企业基本上都迎来了销售旺季，销售水平基本上相当于平时 2 季度的水平。另外，最近 1-2 年很多公司的产品结构也大幅提升，因此如果看同比数据的话，部分企业在 1 季度将实现超过 100%的收入同比增速。

我们估计 2 季度工程机械产品需求仍将比较旺盛。虽然国家宏观紧缩政策可能会导致下半年工程机械产品销量增幅放缓，但估计影响程度不会太大。

未来 3-5 年大规模高速铁路建设及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。

2010 年政府工作的重点将是“稳增长、调结构、促消费”。而逐步改善区域经济非均衡发展，激发欠发达地区的经济增长潜力是优化经济结构、协调区域发展的关键。要实现这一目标，政府将有更多政策向欠发达地区倾斜，大力改善其基础设施等硬件环境，这将为国内工程机械产品需求带来中长期保障。

我们认为，未来 3-5 年大规模高速铁路建设及频频出炉的区域振兴规划将带动地方基础设施建设和房地产开发投资的快速发展。今后几年，我国高速铁路建设将进入全面收获时期。按照铁道部提出的最新规划，到 2012 年底，我国客运专线和城际铁路的营业里程将达到 1.3 万公里。届时，我国将超越日本和德国等高铁起步较早的国家，成为全球高铁运营里程最长的国家。到 2020 年，我国铁路快速客运网将达到 5 万公里以上，连接所有省会城市和 50 万人口以上城市，覆盖全国 90% 以上人口。

图表 2. 已通过和正拟定的区域发展规划

北京、天津、河北	京津冀都市圈区域规划
天津	滨海新区综合配套改革实验总体方案
山东	黄河三角洲高效生态经济区发展规划
上海	国际金融中心和国际航运中心
江苏、浙江	长江三角洲地区区域规划纲要
福建	海峡西岸经济区
广东	珠江三角洲地区改革发展规划纲要、横琴总体发展规划
海南	国际旅游岛规划
湖北	武汉城市圈“两型社会”建设综合配套改革试验区
湖南	长株潭城市群“两型社会”建设综合配套改革试验区
江西	鄱阳湖生态经济区规划
安徽	皖江城市带承接产业转移示范区规划
辽宁	沿海经济带发展规划
吉林	中国图们江区域合作开发规划纲要
广西	北部湾经济区发展规划
甘肃	关中-天水经济区发展规划
四川	成渝经济区区域规划
重庆	成渝经济区区域规划、两江新区

资料来源：中银国际研究

我们认为区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。比如，湖北省最近就抛出了十二万亿的投资计划，其中基建项目占比很高，而且 2010 年施工项目较多。据推算，2010 年在建和新开工项目投资总规模 5.2 万亿，占比 50%。其中基础设施项目所占比重最大，总投资达 3.17 万亿元。基础设施项目分为四大块：交通、能源、城建和开发区，其中交通项目投资计划超过 1 万亿元，是项目库中比重最大的一块。我们认为地方固定资产投资的快速增长将保证未来 3-5 年内工程机械类产品的国内需求。因此，工程机械行业未来 3 年前景仍然看好。

我们对工程机械板块维持**增持**评级。从工程机械细分子行业来看，最近几个月基本上所有子行业的景气度都非常高。我们认为收益于二三线城市禁止在城市现场搅拌混凝土，混凝土机械的长期前景非常看好，此外挖掘机国产品牌的崛起也会是工程机械产品销售的亮点。综合考虑估值因素，我们推荐的首选是中联重科和三一重工。同时我们也看好柳工、徐工机械和山推股份。

工程机械行业最新情况概述

2010 年 1-2 月工程机械行业产值同比大幅上升

2009 年下半年以来全国机械工业产值增速出现持续反弹，09 年 3 季度、4 季度和 10 年 1-2 月的工业产值增速分别是 21%、34%和 45%。在主要子行业中（除汽车外），受到 4 万亿投资计划、各地区的经济振兴规划和房地产投资恢复等多方向影响，2010 年 1-2 月工程机械行业表现最好，工业产值同比增速达到 50%；机床行业以及基础件行业表现也不错，同比增速在 40%以上；其他各个子行业的增速均超过 20%。

2009 年初工程机械行业受全球金融危机和国内经济快速下滑等多重因素影响，工业产值增速下滑非常明显，从 2008 年上半年 45%的增速下滑到 2009 年 1 季度的仅 9%。但是随着 4 万亿投资效果的逐步显现，房地产投资出现明显恢复以及去年同期同比基数较低，工程机械行业 2010 年 1-2 月的工业产值增速迅速回升至 50%，是所有机械子行业中反弹速度最快的。

图表 3. 机械工业产值增长表

		单位	2008	2009	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	09 年 11 月	09 年 12 月	2010 年 1-2 月
工程机械行业	产值	亿元	2,131	2,131	780	733	792	267	289	472
	同比变化	%	39	39	25	41	56	66	61	50
重型矿山行业	产值	亿元	4,896	4,896	1,534	1,507	1,539	499	525	849
	同比变化	%	32	32	19	16	19	19	21	21
机床工具行业	产值	亿元	3,912	3,912	1,105	1,148	1,429	436	583	704
	同比变化	%	28	28	8	11	37	30	58	43
仪器仪表行业	产值	亿元	3,559	3,559	956	972	1,137	379	414	559
	同比变化	%	25	25	3	7	17	23	21	26
电工电器行业	产值	亿元	24,934	24,934	7,119	7,362	8,345	2,761	2,993	4,281
	同比变化	%	26	26	9	11	25	28	29	34
基础件行业	产值	亿元	7,523	7,523	2,468	2,478	2,648	878	938	1,498
	同比变化	%	32	32	21	26	37	40	40	42
农业机械行业	产值	亿元	1,996	1,996	651	590	578	192	195	356
	同比变化	%	34	34	23	19	4	(17)	11	31
石化通用行业	产值	亿元	8,241	8,241	2,476	2,482	2,756	909	1,003	1,404
	同比变化	%	29	29	13	15	25	25	31	23
食品包装行业	产值	亿元	435	435	121	110	131	42	48	63
	同比变化	%	20	20	8	7	5	8	(4)	24
全国总计	产值	亿元	90,740	90,740	27,501	28,075	31,213	10,289	11,184	17,531
	同比变化	%	24	24	12	21	34	35	40	45

资料来源：机经网

2009 年工程机械进出口情况

受国际金融危机的影响,2009 年我国工程机械进出口出现较大下滑,贸易总额为 128.6 亿美元,比上年减少 33.9%。其中进口金额 51.5 亿美元,比上年减少 14.4%;出口金额 77.1 亿美元,比上年减少 42.6%,贸易顺差 25.6 亿美元,比上年减少顺差 48.4 亿美元,同比下降 65.4%。

在进口方面,累计进口整机 33.1 亿美元,比上年减少 7.3%,占进口总额的 64.3%,比 2008 年上升了 5.3 个百分点;零部件进口 18.4 亿美元,比上年减少 24.9%,占进口总额的 35.7%。其中履带挖掘机进口 15 亿美元,比上年减少 13.9%,占进口整机的 45.3%,所占份额下降了 3.4。大马力推土机、摊铺机、沥青搅拌设备、混凝土泵、桩工机械、平地机、堆垛机、汽车起重机、履带式起重机和塔式起重机等产品进口额持续增长;2009 年进口的国家和地区共 72 个,其中从亚洲进口最多为 30.5 亿美元,比上年减少 19.2%,占进口总额的 59.2%;排在进口国家(地区)前三位的是日本、德国、韩国,其进口额合计为 36.8 亿美元,比上年减少 15%,占进口总额的 71.5%。

在出口方面,累计出口整机 51 亿美元,比上年减少 44.2%,占出口总额的 66.2%;零部件出口 26.1 亿美元,比上年减少 39.1%,占出口总额的 33.8%。大部分产品的出口是负增长,其中挖掘机、装载机、大马力推土机、平地机、履带起重机、塔机、汽车起重机、叉车、混凝土泵和混凝土搅拌运输车等产品的出口下降幅度在 40%以上。仅有部分产品如大于 100 吨的全路面汽车起重机、铲运机、堆垛机、机场用车和救火车的出口为正增长。2009 年共出口国家和地区 203 个,其中向亚洲出口最多为 35.3 亿美元,比上年减少 42%,占出口总金额的 45.8%;排在出口国家(地区)前三位的是美国、日本和印度,其出口额合计为 13 亿美元,比上年减少 53.6%,占出口总额的 16.9%。

图表 4.工程机械行业进出口水平

	单位	2006	2007	2008	2009
出口额	亿美元	50	87	134	77
同比变化	%	70	74	54	(43)
进口额	亿美元	39	49	60	52
同比变化	%	28	26	22	(14)

资料来源:工程机械网

挖掘机 1-2 月销量同比上升

2010 年 1-2 月挖掘机销量同比上升 56%，本轮经济复苏，反弹速度最快的就是挖掘机，因为挖掘机和 4 万亿基建投资关联比较大。1-2 月国产品牌如三一的市场份额快速上升，但同时国外挖掘机公司受全球金融危机的影响都非常重视中国市场，09 年下半年以来外资品牌挖掘机加大了营销力度，销量出现了快速反弹。

出口依然非常低迷，1-2 月的出口销量同比下滑 9%。虽然欧美等发达国家目前出现一些转暖的趋势，但短期内出口低迷的情况估计不会有较大改善。参照国际市场经验，出于对工程复杂程度和施工效率考虑，挖掘机产品的运用将越来越广泛。我们预计随着政策的累积效应显现和房地产投资的明显复苏，2010 年 2 季度挖掘机销量将会有持续回暖。

装载机 1-2 月销量同比上升

2010 年 1-2 月装载机销量同比上升 65%。由于受到 4 万亿基建投资拉动及去年同比基数较低，估计 2010 年 1 季度装载机销量同比将实现爆发式增长。

由于 2009 年 1-2 月受全球金融危机的影响出口基数非常低，2010 年 1-2 月出口销量出现快速增长，同比上升 125%，但是我们估计短期内装载机出口快速增长的势头将很难恢复到 2007-08 年高峰的水平，长远而言出口市场的潜力仍然非常大。

推土机 1-2 月销量同比上升

2010 年 1-2 月推土机销量同比上升 43%，由于受到 4 万亿基建投资拉动，我们预计 2010 年 2 季度推土机销量将持续回升。

2010 年 1-2 月的出口销量同比持平。我们认为国内的推土机厂商在海外已经拥有一定的竞争能力，目前出口产品的比重已经占到整个销量的 20% 左右。尽管如此，受全球金融危机的影响，预计短期内推土机出口需求将不会出现前几年那么旺盛的局面。

叉车 1-2 月销量同比上升

2010 年 1-2 月份叉车销量同比上升 48。随着宏观经济的回暖，叉车行业从 09 年 4 季度已经走出了销量下滑的困境，我们预计 2010 年 2 季度国内叉车销量将继续保持回升。同时，全球叉车市场最近也出现转暖的趋势，叉车出口情况可能会有些改善。

混凝土机械 1-2 月销量同比上升

2009 年下半年开始，由于二三线城市开始禁止在城市现场搅拌混凝土，以及 4 万亿经济刺激计划全面实施和房地产投资逐步恢复，因此混凝土机械的景气度一直保持较高。2009 年混凝土销量非常好，全年同比上涨 32%，由于 2009 年的基数较高，因此 2010 年 1-2 月混凝土机械销量同比涨 3%。但是我们了解到高端的混凝土机械产品比如泵车的销量非常好，同比增长超过 100%，我们预计 2010 年 2 季度混凝土机械销量将会保持持续增长势头。长远而言，随着城市化进程的不断推进和商品混凝土的推广，混凝土机械的应用将不断推广，我们预计混凝土机械需求将比较强劲。

图表 5.工程机械产品销量

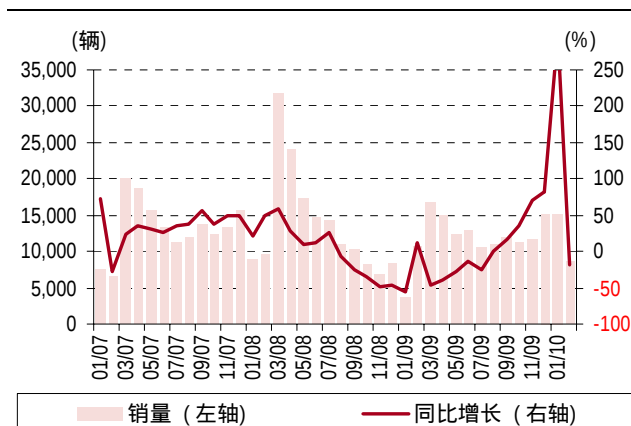
		单位	2008	2009	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	09 年 11 月	09 年 12 月	2010 年 1-2 月
装载机	销量	辆	165,094	143,292	40,194	33,581	38,142	11,742	15,280	24,001
	出口数量	辆	15,208	10,397	2,407	2,769	3,547	1,077	1,573	2,422
挖掘机	销量	辆	77,173	95,477	24,748	19,933	26,769	8,741	9,271	95,477
	出口数量	辆	4,886	1,974	409	387	796	310	240	1,974
推土机	销量	辆	8,653	6,997	2,294	2,020	2,267	756	760	8,513
	出口数量	辆	3,190	1,260	386	277	451	145	169	1,574
叉车	销量	辆	211,401	215,150	57,325	50,880	60,624	22,690	18,931	208,150
混凝土机械	销量	辆	272,782	331,985	75,404	90,207	104,371	36,076	37,931	331,985

资料来源：工程机械网和机经网

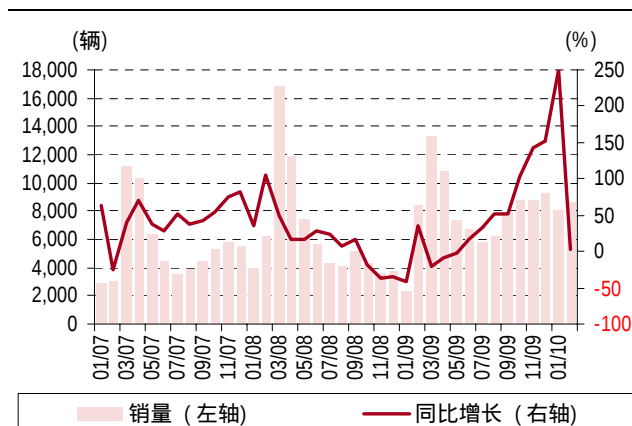
图表 6.工程机械产品销量同比变化

(%)	2008	2009	09年 2季度	09年 3季度	09年 4季度	09年 11月	09年 12月	2010年 1-2月
装载机								
销量同比变化	4	(13)	(28)	(5)	63	71	82	65
出口数量同比变化	77	(35)	(55)	(36)	40	22	85	125
挖掘机								
销量同比变化	16	24	(1)	46	130	142	151	56
出口数量同比变化	3	(62)	(53)	(70)	(21)	(36)	(33)	(9)
推土机								
销量同比变化	17	(2)	(14)	2	42	65	46	43
出口数量同比变化	52	(51)	(56)	(65)	(31)	(17)	(23)	0
叉车								
销量	8	(2)	(19)	(7)	61	104	72	48
混凝土机械								
销量	36	32	28	52	50	38	62	3

资料来源：工程机械网和机经网

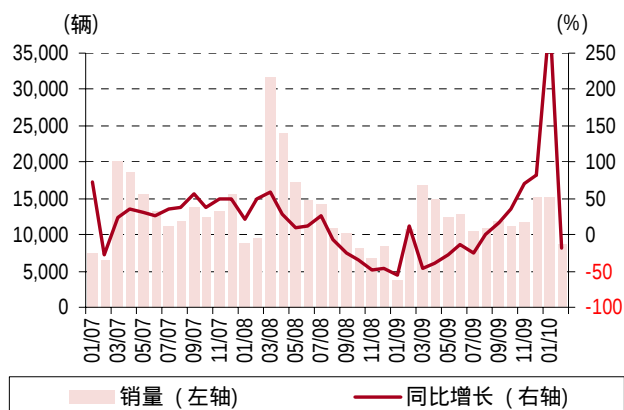
图表 7.装载机销量


资料来源：工程机械网和机经网

图表 8.挖掘机销量


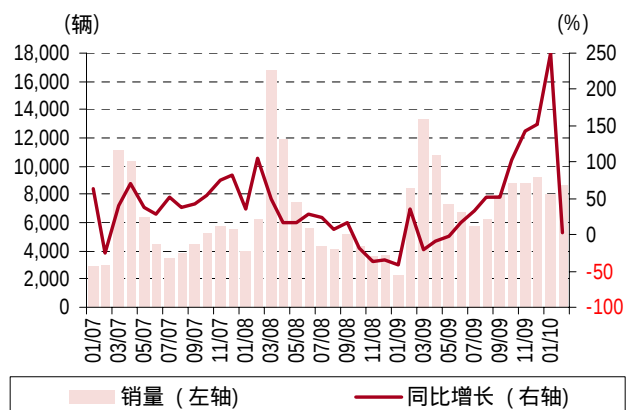
资料来源：工程机械网和机经网

图表 9.推土机销量



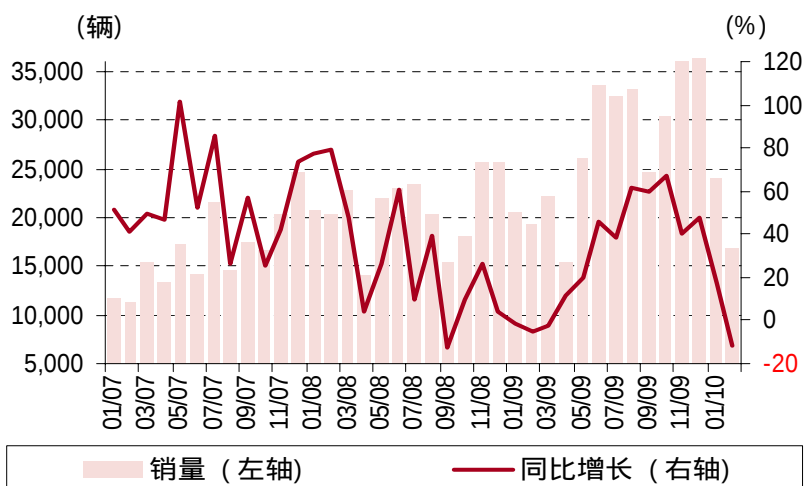
资料来源：工程机械网和机经网

图表 10.叉车销量



资料来源：工程机械网和机经网

图表 11.混凝土机械销量



资料来源：工程机械网和机经网

重点上市公司简要评述

三一重工 — 公司的挖掘机业务在 2009 年正式并入上市公司。据中国工程机械信息网统计，2010 年 1-2 月公司挖掘机销量达到 1,170 台，市场占有率上升到 7.0%。1-2 月在整个行业销量增长 55% 的背景下公司销量增速达到 94%，最近几个月公司市场份额已经超过卡特彼勒和现代京城等外资品牌，证明公司产品具有很强的竞争力。集团公司对挖掘机业务盈利作出承诺，如果 2009-2011 年内挖掘机业务的盈利分别低于 3.8 亿、4.5 亿和 5 亿元人民币，集团公司将补偿不足的部分，从而以此来保障所有股东的利益。

中联重科 — 据中国工程机械信息网统计，中联重科的汽车起重业务在 2010 年 1-2 月销售 908 台，同比上升超过 150%，市场份额为 23%。估计公司 1-2 月的混凝土机械销售额（不包含 CIFA）同比增长 100% 以上。公司工程起重机 3 月份第一周 5 个工作日实现了 3.7 亿元销售收入，其中 3 月 5 日当天销售突破 1 亿元。我们相信公司今后 3 个月的订单情况将非常饱满。

广西柳工 — 据中国工程机械信息网统计，柳工 2010 年 1-2 月装载机销量为 5,188 台，同比上升 84%，而整个行业销量同比上升 65%。1-2 月，公司的挖掘机业务表现一般，在整个行业销量增长 56% 的背景下公司销量同比上升 40% 至 469 台。

公司 2009 年净利润同比大幅上升 155% 至 8.66 亿人民币，主要归功于钢材成本大幅下降。柳工生产所需的主要原材料为钢材，公司的毛利率对钢材价格高度敏感。由于钢材价格大幅度下降，公司 09 年 4 季度毛利率为 21.6%，高于 09 年 3 季度的 21.0% 和 08 年 4 季度的 14.1%。

中国龙工 — 据中国工程机械信息网统计，龙工 2010 年 1-2 月装载机销量为 3,191 台，同比上升 40%，而整个行业销量同比上升 65%，公司目前业务重心放在了扩展其他产品线上。

中国龙工 09 年盈利同比增长 20% 至 8 亿元，主要得益于新产品销售收入迅速增长以及利润率的改善。09 年公司新产品拓展方面进展喜人，挖掘机销售收入同比大幅增长 247% 至 7.75 亿元，占总销售收入的 11.2%，占比高于 08 年的 3.6%。同时压路机和叉车的销售收入分别同比增长了 130% 和 87%。

徐工机械 — 徐州重型机械一直以来是国内最大的工程起重机生产商。据中国工程机械信息网统计,2010年1-2月公司销售2,055台汽车起重机,同比增长100%以上,占有52%的市场份额。受益于国内未来高铁建设等大量基础设施投资,工程起重机国内需求将有较强的支撑。预计徐工的汽车起重机业务在2010年有望实现25-30%的收入增长。公司的装载机业务恢复情况良好,2010年1-2月的装载机销量1,623台,同比增长76%。

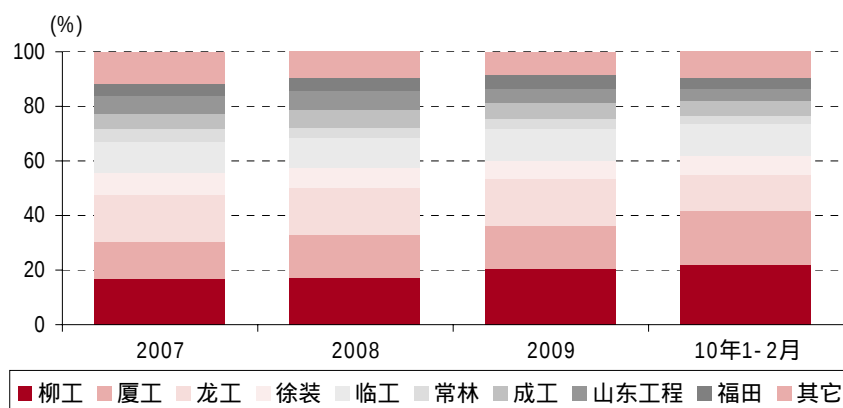
山河智能 — 作为国内主要的小型挖掘机生产商,目前公司的小挖销量已经暂时超过玉柴股份,2010年1-2月的销量同比上升71%,市场份额为3.4%。国内挖掘机的主要出口都集中在小型挖掘机产品,由于受到国外市场复苏的影响,小型挖掘机的出口在最近几个月有止跌企稳的迹象。我们预计未来几个月小型挖掘机业务将有些改善,并且公司的其它产品如旋挖钻机和静力压桩机等依然保持快速增长。另外,公司正在向大中型挖掘机方面拓展。

山推股份 — 山推公司依然保持着国内推土机行业的龙头地位,行业地位不断巩固。据中国工程机械信息网统计,2010年1-2月公司的市场份额已经达到60.5%。由于受到国内大量基建的带动,1-2月山推的推土机销量同比上升49%。公司的合资企业小松山推的挖掘机产品销量也有小幅上涨,不过市场份额依然排在国内全行业第二。

安徽合力 — 随着我国宏观经济企稳向好,国内需求持续提升,叉车国内市场在09年4季度止跌反弹。从09年年报我们可以看到公司09年4季度实现净利润7,075万元人民币,同比上升10倍,环比上升103%。受益于国内叉车市场明显恢复,公司产品结构有所改善,毛利率持续提高。公司09年4季度毛利率为20.7%,高于3季度的17.1%、2季度的15.3%和1季度的11.1%。

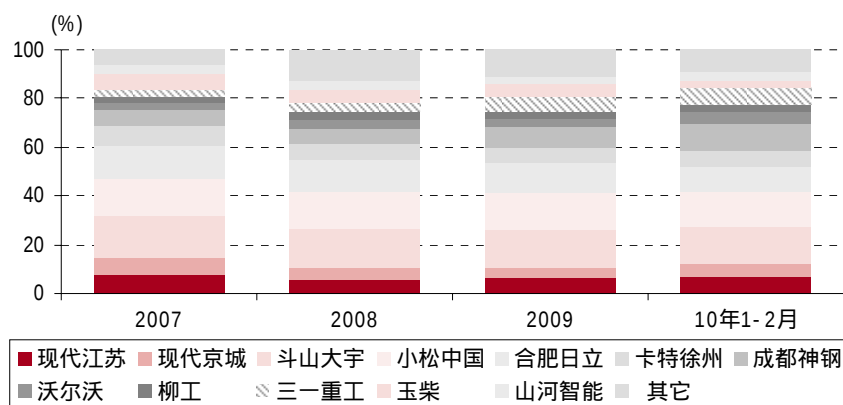
随着我国宏观经济企稳向好,2010年叉车国内市场需求将大幅回升。同时,全球叉车市场将也出现转暖的趋势。估计公司2010年公司出口销量将同比上升50%以上。我们相信公司2010年业绩将重新步入上升通道。

图表 12.装载机市场占有率



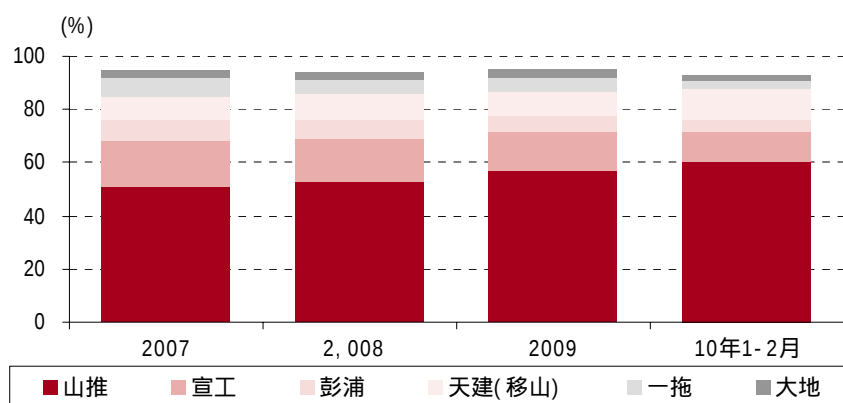
资料来源：工程机械网和机经网

图表 13.挖掘机市场占有率



资料来源：工程机械网和机经网

图表 14.推土机市场占有率



资料来源：工程机械网和机经网

研究报告中所提及的有关上市公司

三一重工 (600031.SS/人民币 33.91, 买入)
中联重科 (000157.SZ/人民币 23.65, 买入)
柳工 (000528.SZ/人民币 21.85, 买入)
山推股份 (000680.SZ/人民币 11.40, 买入)
安徽合力 (600761.SS/人民币 14.53, 持有)
徐工机械 (000425.SZ/人民币 37.37, 买入)
山河智能 (002097.SZ/人民币 19.34, 持有)
中国龙工 (3339.HK/港币 5.80, 买入)
太原重工 (600169.SS/人民币 14.75, 买入)
晋西车轴 (600495.SS/人民币 21.28, 买入)
时代新材 (600458.SS/人民币 26.42, 买入)
秦川发展 (000837.SZ/人民币 11.73, 持有)
昆明机床 (600806.SS/人民币 13.62, 买入)
天地科技 (600582.SS/人民币 29.55, 买入)
天马股份 (002122.SZ/人民币 28.89, 买入)
科达机电 (600499.SS/人民币 20.70, 买入)
中国南车 (601766.SS/人民币 5.56; 1766.HK/港币 6.05, 买入)
华锐铸钢 (002204.SZ/人民币 25.67, 买入)
中国一重 (601106.SS/人民币 5.38, 买入)

以 2010 年 3 月 31 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未
有评级(NR)。持有则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在
上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；及(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员。中银国际证券有限责任公司在中国一重首次公开发行并上市项目中担任独家保荐人和主承销商。除此以外，他们与其它有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 31 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为卖出或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或賣出)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371