

工程机械系列报告之一：

国际化承接中长期城镇化，支撑工程机械高景气周期

◇ 潜在催化因素：月度销量持续良好、行业整合、国际化进展顺利

◆ 三大催化因素支撑工程机械“十二五”发展

众多迹象表明工程机械行业将在“十二五”期间继续保持高速的发展势头。中国工程机械协会会长祁俊曾表示，预计到2015年，我国工程机械市场销售规模将达到9000亿元，出口达到200亿美元。我们认为，“十二五”期间，我国固定资产投资将继续保持稳定增长，预期年平均增长率将保持在17%-20%左右，而其中保障房、基础设施建设（含水利设施建设）和采掘业将成为工程机械行业发展的三大催化因素。

◆ 国际化承接中长期城镇化，行业景气度维持高位

从中长期来看，工程机械行业的发展潜力依然巨大。国内市场，随着我国城镇化的不断推进，固定资产投资将在较长时间内保持增长的势头，进而为工程机械提供良好的成长环境；国际市场，目前工程机械行业的出口占比还较低，2010年预计为15%，随着我国工程机械行业的做强做大，我国工程机械行业有广阔的国际化扩张空间。

◆ 产业升级将加速，挖掘机、大吨位起重机、关键零部件国产化将是未来看点

工程机械低端产品众多，提高效率和可靠性以及劳动力成本上升等问题必将加速工程机械行业进行结构调整和产业升级的步伐，进而为工程机械行业持续健康地发展提供保障。

未来挖掘机、大吨位起重机、大型臂挂式泵车将是产品中的新增长点，而关键零部件如发动机、液压控制系统的国产化将是提升国内工程机械产业竞争力的强大催化剂。

◆ 工程机械2011年开局销量良好，全年预计增速20%

工程机械行业是典型的强周期性行业，销量和毛利率呈同周期运动趋势，与固定资产投资相关性极强，同时由于行业特性，工程机械行业的市场反应相比于钢铁、水泥等投资相关行业更为迅速。

2011年1月工程机械销量良好，验证了我们之前的判断。好的开始是成功的一半，也加强了我们对2011年全年销量增长20%信心。

◆ 强烈看好，建议买入

目前工程机械处于景气周期，我们建议加大配置。一线我们推三一、柳工、徐工、二线公司我们特别力推厦工和山推。

维持

买入

分析师：陆洲

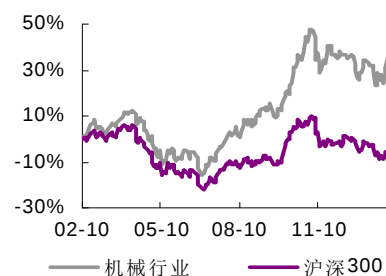
(执业证书编号：S0930511010007)

联系人：邹润芳

021-22169041

zourf@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

证券代码	公司名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
600031	三一重工	23.06	0.39	1.16	1.60	买入
000528	柳工	38.76	1.15	2.42	2.91	买入
000425	徐工机械	51.81	1.69	2.72	3.52	买入
000157	中联重科	13.74	0.41	0.73	0.98	买入
600815	厦工股份	15.04	0.14	0.83	0.96	买入
600761	安徽合力	19.15	0.31	0.98	1.21	买入
000680	山推股份	18.52	0.56	1.15	1.88	买入

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

正文目录

1 三大催化因素支撑工程机械“十二五”发展.....	6
1.1 工程机械全行业享受“十一五”内需盛宴.....	6
1.1.1 行业规模突破 4000 亿.....	6
1.1.2 产业集中度不断提高.....	6
1.1.3 出口规模不断扩大.....	7
1.2 保障房成为拉动亮点.....	7
1.3 基础设施建设是工程机械持续增长的有力保障.....	8
1.4 采掘业为工程机械发展注入活力.....	9
2 国际化承接中长期城镇化，行业景气度维持高位.....	9
2.1 城镇化.....	10
2.2 国际化.....	10
2.2.1 国际化扩张大幕已经拉开.....	10
2.2.2 工程机械国际化的三大战略性突破口.....	11
2.2.3 工程机械国际化路径分析.....	12
2.2.4 小松的国际化之路启示.....	12
2.2.5 出口结构仍待调整.....	13
3 未来工程机械产品增长亮点.....	14
3.1 挖掘机.....	14
3.1.1 产品概述.....	14
3.1.2 市场成长性分析.....	14
3.1.3 下游市场需求和竞争格局.....	15
3.2 大吨位起重机.....	16
3.2.1 产品概述.....	16
3.2.2 市场成长性分析.....	17
3.2.3 下游市场需求和竞争格局.....	17
3.3 臂架式混凝土泵车.....	18
4 工程机械行业产业升级将加速.....	19
4.1 产业升级是必然趋势.....	19
4.2 优化产业结构.....	20
4.3 提升产品附加值.....	20
4.4 兼并重组进一步提高产业集中度.....	20
4.5 关键零部件国产化决定未来竞争力.....	21
5 工程机械行业属性分析，一月份旺销验证我们判断.....	22
5.1 工程机械行业是强周期行业.....	22
5.1.1 周期性显著.....	22
5.1.2 市场反应迅速.....	22
5.1.3 毛利率呈现一定的周期性.....	23
5.2 工程机械行业是资金和技术密集型行业，未来将是品牌竞争.....	23
5.3 工程机械销售具有季节性.....	23
5.4 一月份旺销奠定全年利好基调.....	24
6 重点公司评述.....	25
6.1 三一重工：冉冉升起的工程机械国际巨头.....	25
6.2 柳工：增发只是第一步，强烈看好其前景.....	25

6.3 徐工机械：H 股上市加速国际化进程	26
6.4 中联重科：行业巨头稳步向前	26
6.5 厦工股份：唯一没有推出再融资计划的巨头	26
6.6 山推股份：最便宜的工程机械细分行业龙头	27
6.7 安徽合力：高增长叉车龙头	27

图表目录

图表 1: 工程机械工业总产值.....	6
图表 2: 机械各子行业利润额占比.....	6
图表 3: 工程机械行业产业集中度 (CR5) 指数.....	7
图表 4: 工程机械行业“百亿俱乐部”.....	7
图表 5: 工程机械行业“十一五”期间进出口情况.....	7
图表 6: 我国工程机械出口地域 (2008 年).....	7
图表 7: 房地产行业固定资产投资状况.....	8
图表 8: 商品房新开工面积和销售面积 (单位: m ²).....	8
图表 9: 经济适用住房开发投资完成额 (单位: 亿元).....	8
图表 10: 2010 年各类房地产项目开发投资额占比.....	8
图表 11: 铁路建设固定资产投资额 (单位: 亿元).....	9
图表 12: 公路建设固定资产投资额 (单位: 亿元).....	9
图表 13: 采掘业固定资产投资额 (单位: 亿元).....	9
图表 14: 部分工程机械企业西部投资情况.....	9
图表 15: 美国城市化率与工业化率关系的变动.....	10
图表 16: 世界主要国家城市化率 (2009 年).....	10
图表 17: 工程机械出口金额 (单位: 亿美元).....	11
图表 18: 工程机械出口额占主营收入比例.....	11
图表 19: 工程机械国际化三大战略突破口.....	11
图表 20: 工程机械出口额: 按国别 (单位: 万美元).....	11
图表 21: 国际化战略比较.....	12
图表 22: 小松的国际化战略.....	13
图表 23: 我国工程机械产品出口结构.....	14
图表 24: 起重机出口结构.....	14
图表 25: 挖掘机关键技术.....	14
图表 26: 挖掘机销量 (单位: 台).....	15
图表 27: 挖掘机下游需求占比 (2009).....	16
图表 28: 2010 年挖掘机销量前五名企业.....	16
图表 29: 2010 年挖掘机市场占有率.....	16
图表 30: 大吨位起重机.....	17
图表 31: 我国汽车起重机市场占有率 (2010, 7-12).....	18
图表 32: 我国履带式起重机市场占有率 (2010, 7-12).....	18
图表 33: 三一 72 米臂架式混凝土泵车施工图.....	19
图表 34: 工程机械产业升级三大催化因素.....	19
图表 35: 优化产业结构实现结构性增长.....	20
图表 36: 世界工程机械主要公司 2009 年总收入 (单位: 百万美元).....	21
图表 37: 关键零部件国产化决定未来竞争力.....	21
图表 38: 工程机械销售收入状况 (单位: 亿元).....	22
图表 39: 工程机械销售收入与固投相关性.....	22
图表 40: 工程机械行业板块指数.....	22
图表 41: 工程机械行业毛利率变动情况.....	23
图表 42: 工程机械企业平均资产 (单位: 百万人民币).....	23
图表 43: 工程机械工业销售产值 (单位: 百万人民币).....	24

图表 44：2011 年 1 月份主要工程机械企业销售业绩	24
-------------------------------------	----

1 三大催化因素支撑工程机械“十二五”发展

“十一五”期间，我国工程机械迎来了高速发展期，无论是市场规模，技术水平，产品多样性和产品竞争力都有了大幅提升。

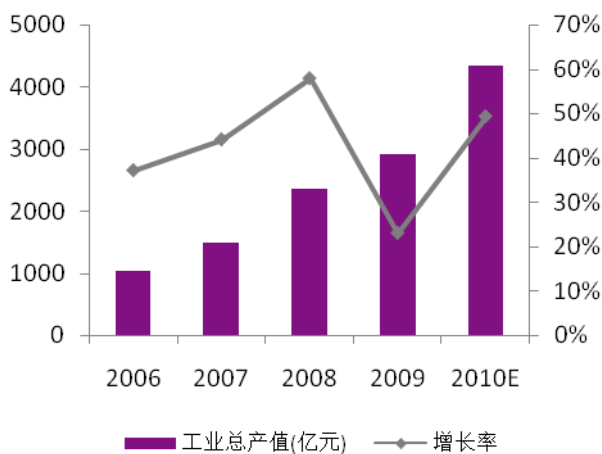
2011年，我国将正式出台“十二五”规划，众多迹象表明工程机械行业将在“十二五”期间继续保持高速的发展势头。中国工程机械协会会长祁俊曾表示，预计到2015年，我国工程机械市场销售规模将达到9000亿元，出口达到200亿美元。我们认为，“十二五”期间，我国固定资产投资将继续保持稳定增长，预期年平均增长率将保持在17%-20%左右，而其中保障房、道路交通建设和采掘业将成为工程机械行业发展的三大催化因素。

1.1 工程机械全行业享受“十一五”内需盛宴

1.1.1 行业规模突破4000亿

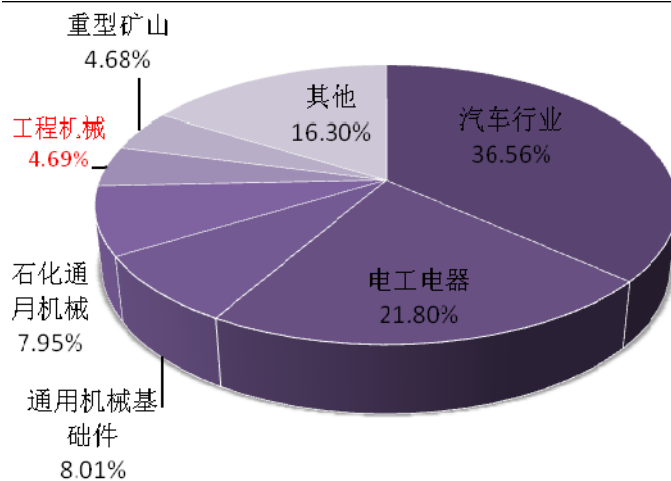
“十一五”期间，我国经济继续保持了高速发展的态势，受此拉动，我国工程机械行业迎来了高速发展期，行业年平均增速达到30%以上，虽然期间受全球金融危机的影响，2009年行业总产值增长率有所下降，但随着全球经济的回暖，2010年工程机械行业回暖趋势明显，继续呈现良好的增长态势，2009年我国工程机械行业规模跃居世界首位。与此同时，工程机械的行业地位也在不断上升，2010年，截止至11月份，工程机械行业的累计利润总额达到422亿，在我国机械工业各大产业中位列第5。

图表 1：工程机械工业总产值



数据来源：CEIC，光大证券

图表 2：机械各子行业利润额占比

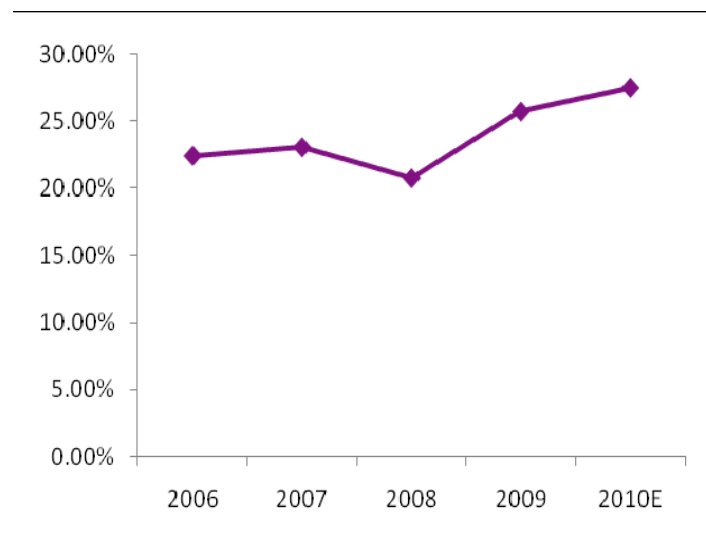


数据来源：CEIC，光大证券

1.1.2 产业集中度不断提高

工程机械行业经过“十一五”的跨越式发展，产业集群效应愈发明显，目前已经形成了徐州、常州、厦门、长沙、济宁和柳州六大产业群。行业生产集中度也不断提高，营业收入超过百亿的已有5家，产业集中度指数(CR指数)也在不断提高，作为资金和技术密集型行业，产业集中度的提升有助于龙头企业向国际工程机械巨头行列迈进。

图表 3：工程机械行业产业集中度（CR5）指数



数据来源：wind，光大证券

图表 4：工程机械行业“百亿俱乐部”

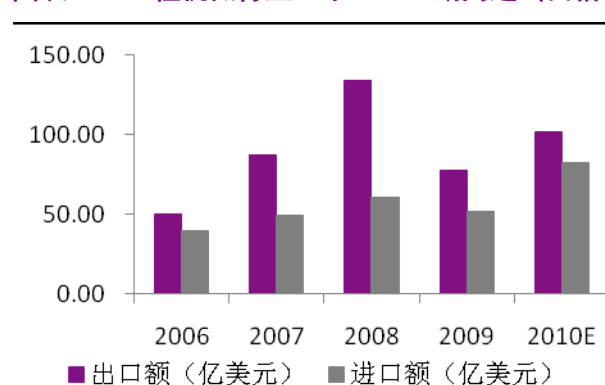
公司	2009 年	2010 年前三季度
三一重工	165.0	259.0
中联重科	207.6	239.0
徐工机械	207.0	189.4
柳工	101.8	117.5
山推股份	69.6	102.2

数据来源：wind，光大证券

1.1.3 出口规模不断扩大

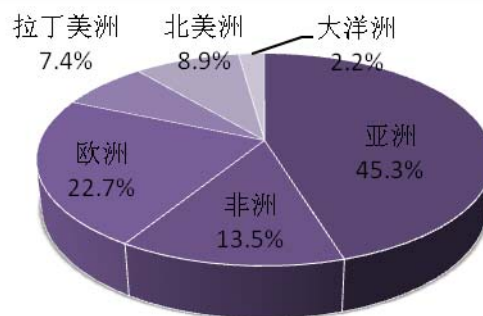
“十一五”期间，工程机械加大了科研开发力度和技术改造步伐，产品质量总体水平显著提高，产品的可靠性不断完善，与国际先进水平的差距逐渐缩小，进一步提升了我国工程机械产品的性价比和国际竞争力，进而大幅拉动了我国工程机械的出口额。自 2006 年，我国工程机械进出口首次实现贸易顺差以来，出口额连年保持高增长态势，虽然 2009 年受到全球金融危机的影响，出口额有较大幅度的下降，但随着全球经济形势的好转，我国工程机械行业的国际化扩张之路依旧明朗。

图表 5：工程机械行业“十一五”期间进出口情况



数据来源：工程机械工业协会，光大证券

图表 6：我国工程机械出口地域（2008 年）

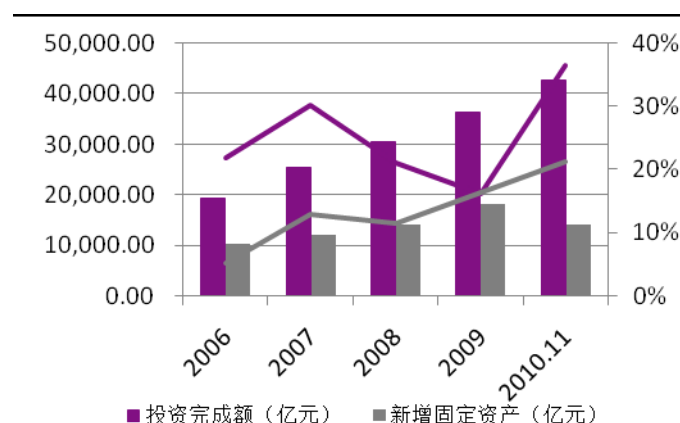


数据来源：工程机械工业协会，光大证券

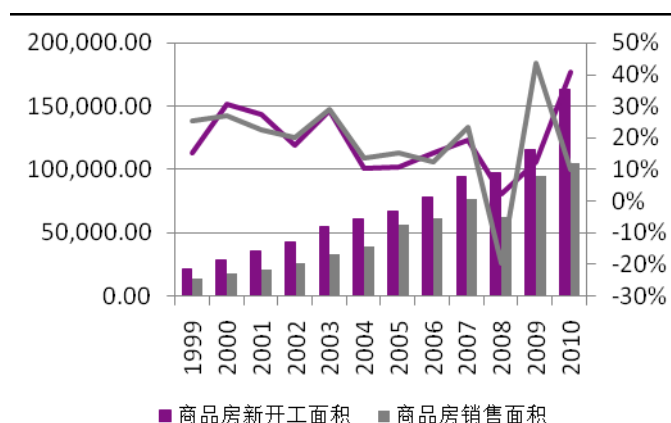
1.2 保障房成为拉动亮点

房地产一直是工程机械最重要的下游行业之一，占工程机械下游需求的 25%-30%。对建筑类工程机械，尤其是混凝土机械的需求有巨大的影响。2010 年，国家继续对房地产行业进行严厉调控，但我国新开工商品房面积增速却不降反增，说明市场对房地产投资的热度随着全球金融危机的消退逐渐回暖；而在需求端，商品房销售面积虽然保持增长，但受到国家调控影响增幅下降明显。

图表 7：房地产行业固定资产投资状况



数据来源：国家统计局，光大证券

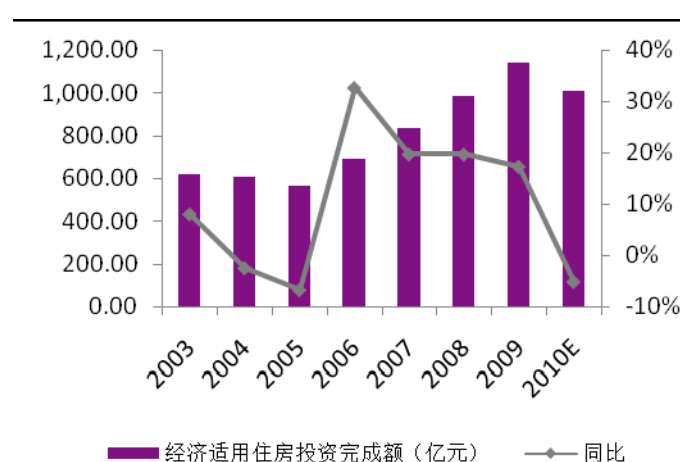
图表 8：商品房新开工面积和销售面积（单位：m²）

数据来源：国家统计局，光大证券

2011 年作为换届年和“十二五”元年，国家政策将会趋于稳健，政府对房地产尤其是商品房的调控力度预计不会减弱，但保障性住房将迎来井喷式发展，2011 年国家拟投资的保障性住房将达到 1000 万套，投资总额近 1.4 万亿，投资总额占整个房地产固定投资额的比例将从 4% 提升到近 20%。

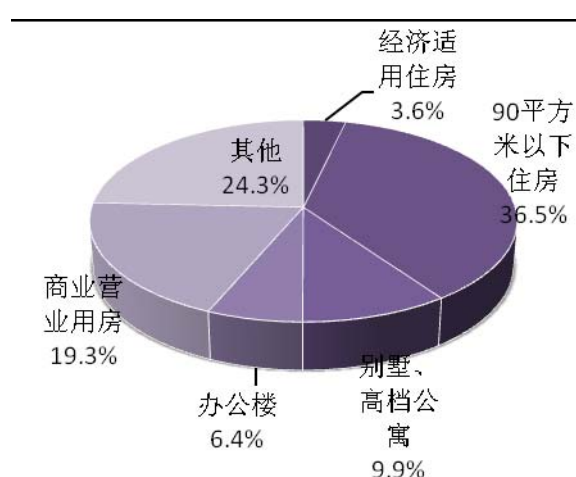
保障房的大幅增长预计会在一定程度上抑制商品房投资，但由于保障房和商品房的消费群体有较大差异，而且从市场的供应和需求趋势上来看，新开工商品房大幅萎缩的可能性较小，预计会保持小幅增长的态势，2011 年商品房投资增速预计在 7% 左右。对于工程机械行业而言，商品房投资的继续增长将为其提供稳定的业绩保障，而政府保障性住房的兴起将为工程机械的超预期发展提供机会。

图表 9：经济适用住房开发投资完成额（单位：亿元）



数据来源：国家统计局，光大证券

图表 10：2010 年各类房地产项目开发投资额占比



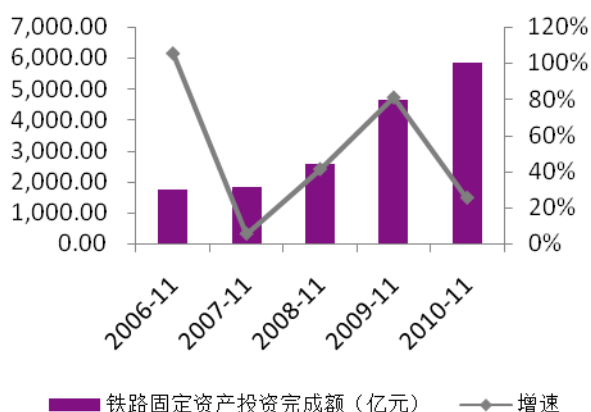
数据来源：国家统计局，光大证券

1.3 基础设施建设是工程机械持续增长的有力保障

“十二五”期间，我国将继续加快基础设施建设步伐，尤其是公路、铁路的建设，预计国家铁路网的建设里程将超过 4 万公里，而高速公路网的建设里程也将超过 8.5 万公里，其中高铁和西部地区公路建设将成为拉动亮点，从而引领整个基础设施建设再上一个新台阶。公路和铁路的基础设施建设将大幅度提升对工程机械产品的需求，尤其是混凝土设备，挖掘机，起重机等。另外，水利、机场、地铁等其他基础设施建设项目也将为工程

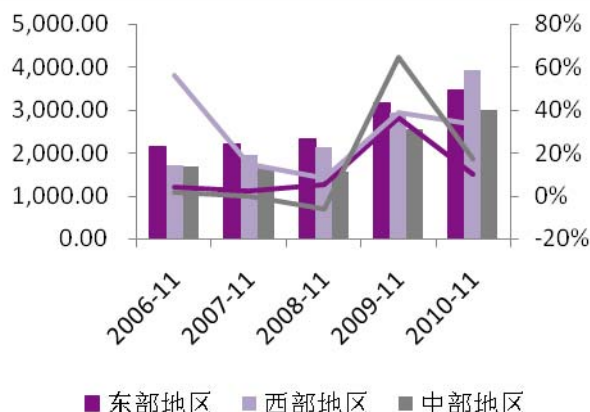
机械的发展提供全方位拉动力。

图表 11：铁路建设固定资产投资额（单位：亿元）



数据来源：国家统计局，光大证券

图表 12：公路建设固定资产投资额（单位：亿元）

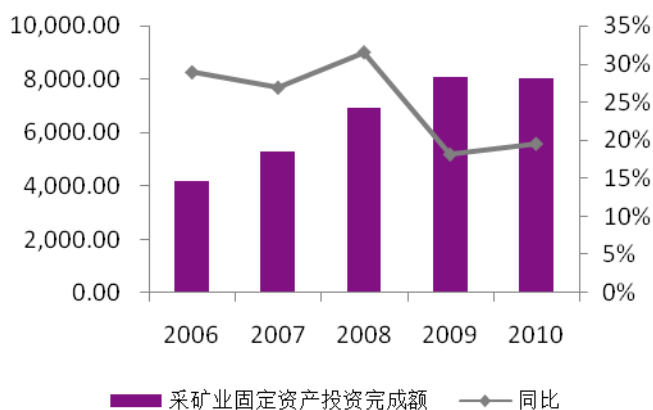


数据来源：国家统计局，光大证券

1.4 采掘业为工程机械发展注入活力

采掘业是工程机械的又一支柱性下游行业，对工程机械中的挖掘机、装载机等关键产品的销售至关重要。受益于经济增长对能源需求的拉动，采掘行业的固定资产投资额呈现高速发展态势，“十一五”期间的年平均增长率达到 25%，对工程机械行业的发展贡献巨大。“十二五”期间，西部地区的能源基地建设规划将继续为采掘业注入新的活力，进而拉动对工程机械的需求。而目前，三一、徐工等纷纷在新疆、青海等未来的能源基地设立产品中心，更表明工程机械行业对采掘业这一重要下游业务成长性的看好。

图表 13：采掘业固定资产投资额（单位：亿元）



数据来源：国家统计局，光大证券

图表 14：部分工程机械企业西部投资情况

公司	动态
徐工	于 2010 年和 2011 年相继在新疆乌鲁木齐设立两家 4S 店
玉柴重工	于 2010 年末在四川泸州开工建设西部基地—邦立公司新厂区
三一	大步开拓新疆市场，着力售后服务
中联重科	成立新疆分公司

数据来源：光大证券研究所

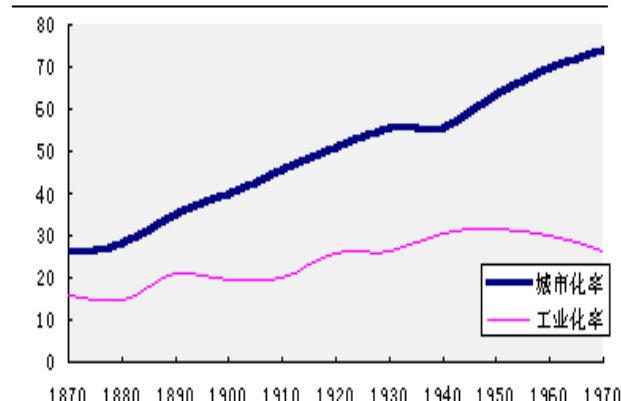
2 国际化承接中长期城镇化，行业景气度维持高位

从中长期来看，工程机械行业的发展潜力依然巨大。国内市场，随着我国城镇化的不断推进，固定资产投资将在较长时间内保持增长的势头，进而为工程机械提供良好的成长环境；国际市场，目前工程机械行业的出口占比还较低，2010 年预计为 15%，随着我国工程机械行业的做强做大，我国工程机械行业有广阔的国际化扩张空间。

2.1 城镇化

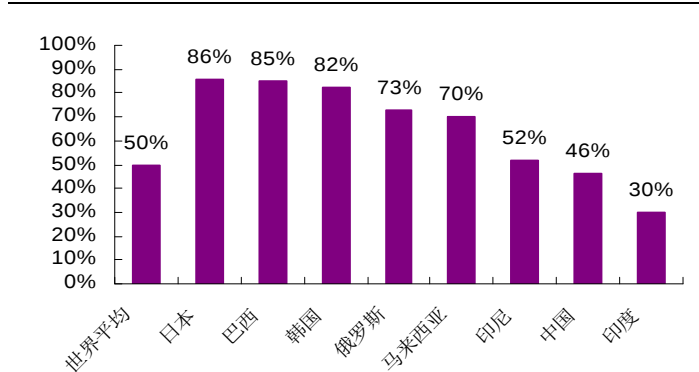
从欧美、日韩的发展经验来看，城镇化进程和固定资产投资增速有着紧密的联系，在城镇化率处于 60% 以下时，固定资产投资呈现持续高速增长的状态。目前我国的城镇化率在 46.6%，城镇化建设之路依然漫长，可以预见在未来较长一段时间内我国固定资产投资将继续增长，从而为工程机械的长期发展提供需求保障。

图表 15：美国城市化率与工业化率关系的变动



数据来源：光大证券研究所

图表 16：世界主要国家城市化率（2009 年）



数据来源：光大证券研究所

2.2 国际化

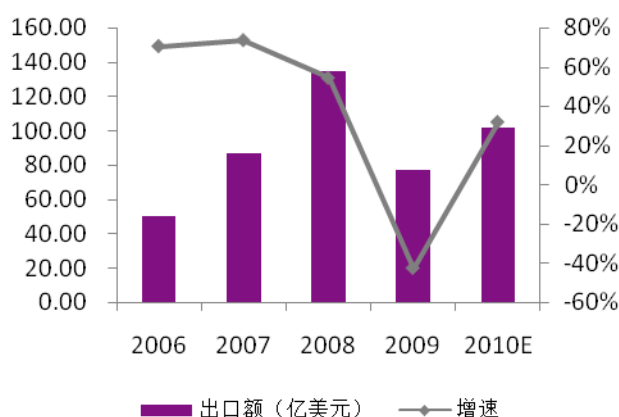
2.2.1 国际化扩张大幕已经拉开

国际化是我国工程机械行业的必然趋势，也是决定工程机械长期发展前景的关键因素。目前，除挖掘机等少数产品以外，国产品牌在市场占有率上都有绝对优势，而且经过多年的发展和充分的市场竞争，市场格局趋于稳定，因而国产品牌在国内市场占有率上的扩张空间已经比较有限。

与此同时，国外市场亟待开发。2006 年我国工程机械的进出口首次实现顺差，2008 年迎来出口历史峰值，但 09 年受全球金融危机的影响，出口额大幅下降，2010 年开始有所回升但距离 2008 年依然有不小的距离。同时，从总体上看我国工程机械的出口额占主营收入的比例依然较小，全球市场占有率也较低。

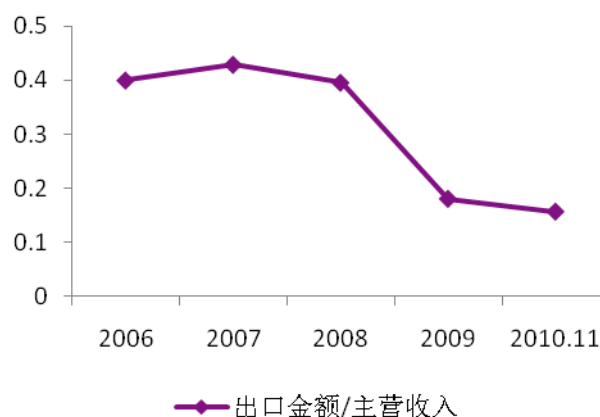
未来随着技术积累和品牌成长，我国工程机械产品的国际竞争力已经有了显著的提升，三一、徐工、中联、柳工等龙头企业已经成功进入世界工程机械 500 强，具备了一定的国际知名度，同时这些国内龙头已经开始进行全球部署，国际市场为我国工程机械的进一步发展提供了更为广阔的成长空间，我们预计，在全球经济稳步复苏的情况下，2011 年我国工程机械行业出口额增速预计将达到 50% 左右，我国工程机械国际化扩张大幕已经拉开。

图表 17：工程机械出口金额（单位：亿美元）



数据来源：工程机械工业协会，光大证券

图表 18：工程机械出口额占主营收入比例



数据来源：工程机械工业协会，光大证券

2.2.2 工程机械国际化的三大战略性突破口

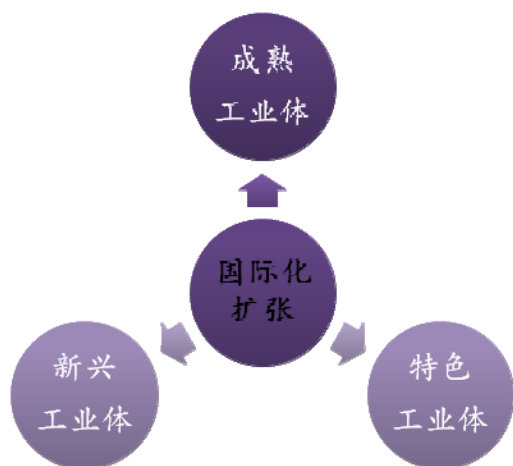
由于工程机械消费水平和一国的固定资产投资、经济结构、工业化水平等有直接关系，我们认为工程机械的国际化扩张中有三大战略要地，即美国、日本、德国等成熟工业体；印度、巴西、俄罗斯等新兴工业体；中东、非洲等特色工业体。

美国、日本、韩国和西欧等成熟工业体已经形成了较为成熟的工程机械市场，市场规模大，需求稳定，是我国工程机械出口的主要对象。但这些国家一般都有超一流的工程机械企业，如美国的卡特彼勒、日本的小松、韩国的斗山等，市场竞争激烈，市场规范度高，对产品质量都设有严格指标，这对我国工程机械产品提出了巨大的挑战。

印度、巴西、俄罗斯等新兴工业体和我国的情况比较相似，城镇化进程拉动了固定资产投资的增长，进而为工程机械提供了成长空间。这些国家的工程机械市场还处于高速发展期，市场规模在不断扩大，占领这些国家的工程机械市场就是抓住了未来。

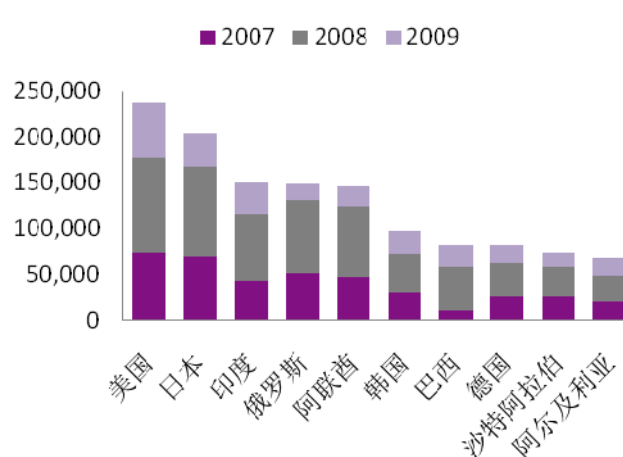
中东和非洲国家如阿联酋、阿尔及利亚等在我国工程机械的出口份额中也占有重要的位置。这些国家的经济特点非常显著，如中东的石油，非洲各国的矿产开采等，这些产业都会对装载机、挖掘机等特定工程机械产品产生需求，是我国工程机械出口的重要补充。

图表 19：工程机械国际化三大战略突破口



数据来源：光大证券

图表 20：工程机械出口额：按国别（单位：万美元）



数据来源：工程机械工业协会，光大证券

2.2.3 工程机械国际化路径分析

我国工程机械企业的国际化路径主要有两条：一是中联重科、徐工所采取的“借船出海”战略，即并购国外知名企业或研发机构；二是三一重工采取的“落户安家”战略，即直接对外投资，逐步实现产品和品牌的本土化。

“借船出海”主要是希望通过并购吸收国外先进技术，进而提高企业的研发设计能力，但在细节上又会有所不同，例如中联重科偏重于并购具备较强行业竞争力的外资公司，不仅实现“技术整合”，同时也实现营销、人力资源的整合；徐工的收购核心是外资研发机构，将其作为自身技术提高的有效补充。“落户安家”战略则主要看中市场营销和服务，希望通过产品的本土化生产快速占领本地市场渠道。我们对两种战略进行了深入分析比较。

图表 21：国际化战略比较

借船出海 VS 落户安家	
优势 1. 能对技术、营销渠道等进行快速整合。 2. 根据企业自身情况进行选择性补足。 3. 借助国外品牌提升自身品牌知名度。 4. 吸收优质资本。	优势 1. 本地化生产能绕开部分贸易壁垒。 2. 有效降低采购和运输成本。 3. 产品售后服务水平能显著提高。 4. 转嫁人民币升值对出口的压力。
劣势 2. 后期并购管理复杂。 3. 可能存在并购陷阱。 4. 文化和管理差异巨大。	劣势 1. 运营成本和管理成本高。 2. 生产管理模式差异大。 3. 当地政策影响大。

资料来源：光大证券研究所

2.2.4 小松的国际化之路启示

日本小松公司是全球领先的工程机械制造商，仅次于卡特彼勒位列全球工程机械 50 强第二位。日本工程机械经历了进口替代（20 世纪 50-70 年代）、出口拓展（20 世纪 80 年代）和供应全球（20 世纪 90 年代至今）三个阶段，而我国工程机械的发展轨迹和日本非常相似，出口拓展和供应全球是我国工程机械今后必然的发展方向，因此学习回顾小松的国际化成长之路对我国工程机械企业而言更有借鉴意义。

株式会社小松制作所成立于 1921 年，在从建立之始小松一直致力于技术改进和技术创新，但其发展过程并不是一帆风顺，尤其是卡特彼勒进入日本市场一度给小松带来巨大的冲击，为了应对挑战，小松执行了“A”项目战略，即有史以来日本制造商发起的范围最广、影响最深的质量控制行动。与卡特彼勒一对一的竞争不但没有打垮小松，反而促进了小松的发展，在成功应对挑战之后小松随即开始加大出口，争取海外市场份额。

1970 至 1980 早期小松的全球化战略以直接的产品出口为主，北美和欧洲是小松主要的出口对象，小松与设在当地的分销机构一同开发市场。但在一些进口限制较严的国家，例如巴西、墨西哥及印度尼西亚等，小松就与当地的政府合作进行当地生产。

但是 1985 年日元的迅速升值让小松开始重新审视其出口战略，“海外生产”成为小松全球化的新方向。1986 年 5 月 Chattanooga 工厂开始运营是一个转折点，标志着小松的国际策略从出口转为在当地设厂。同年小松完成了英国 Birtley 的工厂的修建，由此小松真正进入了全球生产阶段。

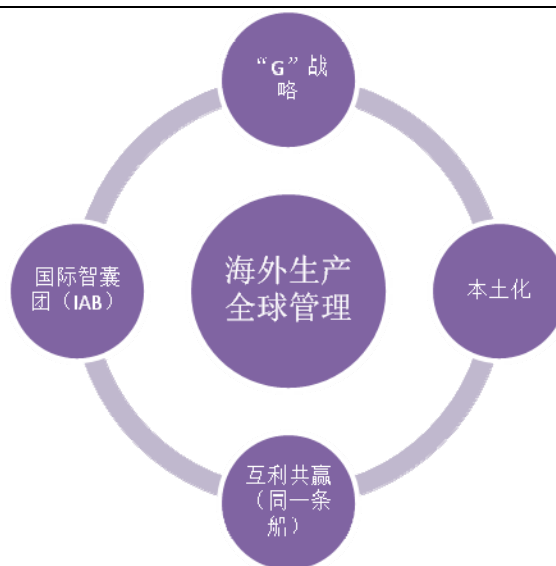
同时，随着规模和实力的提升，小松开始与海外合作者成立合资企业。1988 年小松与美国 Dresser 一起成立了小松 Dresser 公司，之后又参股德国 HANOMAG AG 公司，1993 年小松与康明斯成立了两家柴油发动机合资企业等等。这一系列举措标志着小松步入全面全球化阶段。

全球化不可避免带来了各种文化、管理理念等的冲突，小松在国际化进程中非常强调“同一条船”理论和“本土化”的重要性，即将不同种族、文化和国籍的人视为一个整体，这个团队都是在一条船上，要驶向同一个目的地，并充分尊重本地的管理理念和管理文化。

步入 21 世纪，小松提出“G”战略，即 GLOBAL（全球化）、GROUPWIDE（集团化）和 GROWTH（成长）。小松认为应该与海外的公司共享当地社会发展带来的繁荣，而不仅仅只是将海外公司作为零部件组装厂，这样才能配得上国际公司的称号。“G”战略代表了小松通过全球化和集团化进而实现成长的业务发展模式，小松将自己定位成全球技术公司，与此同时建立以日本、美国及欧洲为主的三角重点框架，并在新兴工业体如中国、印度、俄罗斯等实现新一轮增长点。

在新时期，小松继续加强海外生产，实施全球管理，营造出一个无国界的产品开发、生产、销售网络。同时，小松为了进一步加快全球化的进程，建立了国际智囊团（IAB），为其发展提供有价值的建议。这些国际化战略确立了小松在全球市场的超级地位。

图表 22：小松的国际化战略

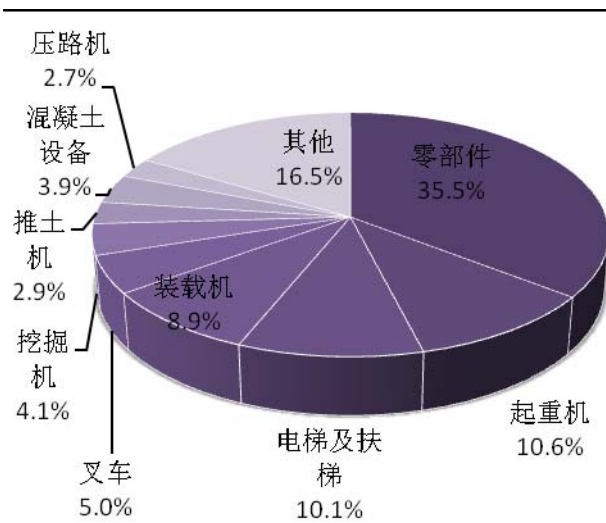


资料来源：光大证券研究所

2.2.5 出口结构仍待调整

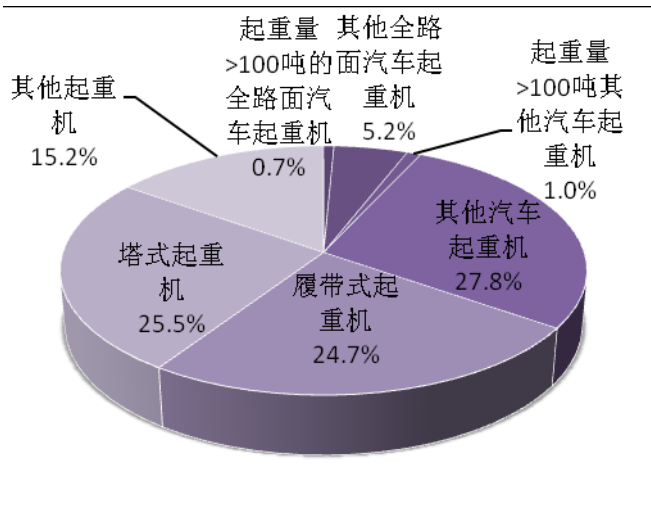
目前我国工程机械的出口产品以中低端产品为主，高端产品和关键零部件甚至需要依靠进口。从出口产品结构上看，零部件占总出口额的三分之一以上，且出口零部件基本上是附加值较低的基础件，对行业长期发展而言意义不大。在整车出口产品中，起重机、装载机、电梯及扶梯占三分之一，在这 3 类产品中，起重机的产品附加值和成长性最好。但从起重机的细分子类看，履带式和塔式起重机占出口额的一半，代表未来发展方向的全路面起重机仅占 6%；装载机 2010 年的出口复苏状态强劲，基本接近 2008 年的出口峰值；电梯及扶梯的出口量相对平稳。从总体结构来看，挖掘机、混凝土设备、起重机尤其是全路面起重机等高附加值产品的出口额依然有待提高，而随着人民币的持续升值，低附加值产品的出口利润将被进一步压缩，要想真正确立我国工程机械的国际化竞争优势，不仅需要从量上，更需要在质上全面提升。

图表 23：我国工程机械产品出口结构



数据来源：工程机械工业协会，光大证券

图表 24：起重机出口结构



数据来源：工程机械工业协会，光大证券

3 未来工程机械产品增长亮点

3.1 挖掘机

3.1.1 产品概述

挖掘机是各类工程机械中利润率最高的产品之一，也被认为是未来最具成长性的细分市场。挖掘机产品种类复杂，用途广泛，对其他工程机械产品如装载机、推土机等有较强的可替代性，未来市场空间巨大。

目前市场上的挖掘机以液压挖掘机为主，液压挖掘机按照整机重量可分为大中小型各种级别，通常来说，整机自重 6 吨以下的属于迷你挖机，自重 6-15 吨的属于小型挖机，自重 15-30 吨的属于中型挖机，自重 30-150 吨的属于大型挖机，自重 150 吨以上的属于超大型挖机。市场售价按照型号大多在 30-80 万之间，液压挖掘机的关键技术包括中冷技术、负荷传感技术、综合控制技术等。

图表 25：挖掘机关键技术

系统	关键技术	技术优点
动力系统	柴油机电子化控制技术 中冷技术	使发动机具有各种扭矩转速特性；大幅度降低油耗；解决排放问题。保证燃料充分燃烧，提高发动机有效输出功率。
液压系统	负荷传感技术 负流量控制技术	节能；控制性能好；动静特性好；寿命长；元件规格小 稳定性高；系统可靠性及可维护性好
电控系统	全机综合控制技术	环保、节能、高效

数据来源：光大证券

3.1.2 市场成长性分析

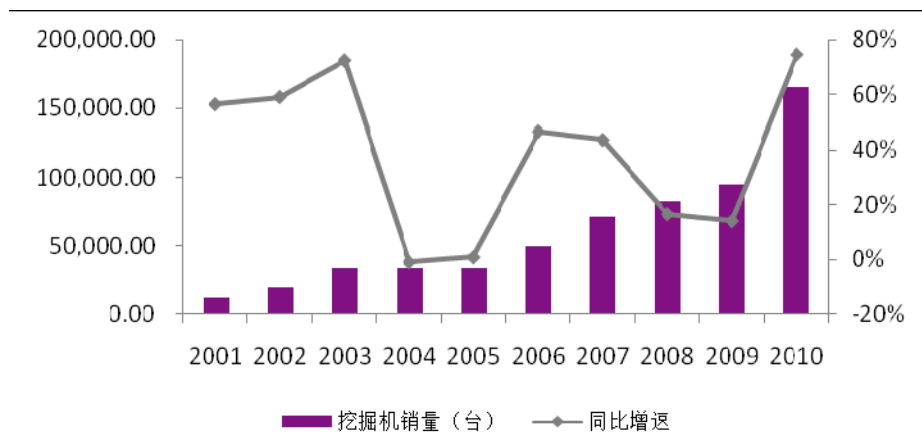
挖掘机行业是工程机械中最具潜力的子行业之一，基建、房地产、矿产采掘等大型施工项目将对中大挖产生持续需求，而改建、扩建、修缮养护等小型工程将拉动小挖的需求，2010 年挖掘机行业迎来爆发式增长，销量增速高达 74.5%。

目前我国挖掘机市场中外资品牌占据了较大比重，2009 年斗山、现代与小松日立三家外资挖掘机品牌就占据了高达 43.3% 的国内市场份额。近年来，国内龙头企业均对挖掘机市场表现出极大的兴趣并投入了大量的研发资金，国产品牌在关键技术上有了较大突破，例如 2008 年“三一”成功推出 SY2000C 型 200 吨级履带式超大型液压挖掘机，2010 年柳工在“宝马展”上推出了面向高端市场的 CLG922D 混合动力挖掘机等等。

于此同时，国产品牌在价格、渠道和服务上的优势逐渐凸显，市场占有率也在稳步提升，2002 年国产品牌挖掘机的市场占有率仅为 5%，2010 年国产品牌的市场占有率已经上升到近 30%，国产品牌挖掘机对国外品牌的替代空间还很大。

总体来看，我国挖掘机市场还处于快速发展期，挖掘机需求在逐年增长，而国产品牌挖掘机的市场占有率更是在不断提升，同时考虑到挖掘机对其他工程机械如装载机的替代空间，挖掘机未来的发展前景不可限量，我们预计 2011 年国内挖掘机销量将增长 50% 以上。

图表 26：挖掘机销量（单位：台）



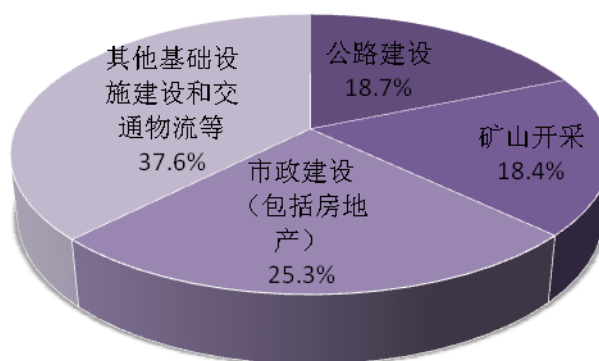
数据来源：工程机械工业协会，光大证券

3.1.3 下游市场需求和竞争格局

在挖掘机的各个下游中，公路建设、矿山开采、房地产三大行业占总需求的 60% 以上，而这三大产业在今后几年都有较稳定的增长点，这将为挖掘机市场的持续繁荣提供保证。

从市场竞争格局来看，挖掘机行业的市场集中度较高且外资品牌占市场主导地位。在国产品牌中，三一、柳工的挖掘机产品线比较完备且市场销量有较快增长，玉柴、山河智能专注于小挖市场的开拓，总体来看国产品牌的市场占有率在稳步提升，2010 年的市占率已经达到 29.6%，其中“三一”的挖掘机发展尤为迅猛，成为唯一一家跻身挖掘机销量前五的国产品牌。

图表 27：挖掘机下游需求占比（2009）



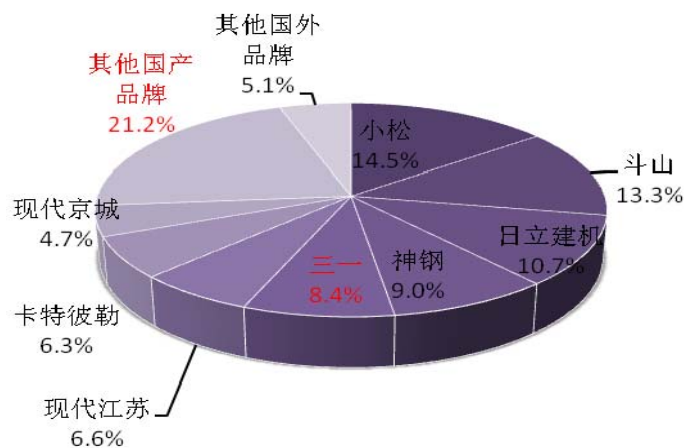
数据来源：工程机械工业协会，光大证券

图表 28：2010 年挖掘机销量前五名企业

排名	公司	销量(台)
1	小松	23763
2	斗山	21747
3	日立建机	17569
4	神钢	14777
5	三一	13791
...	...	...

数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

图表 29：2010 年挖掘机市场占有率



数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

3.2 大吨位起重机

3.2.1 产品概述

起重机用途广泛，在交通、水利、港口、油田等基建领域，以及冶金、石化、电力等重工业领域都能见到各类起重机的身影。起重机种类较多，常见的起重机有一般汽车起重机、履带式起重机、全路面起重机等。从国内情况来看，由于技术限制，我国自主制造的起重机多为中小吨位起重机，大吨位起重机的发展起步较晚，目前也只有少数龙头企业，如徐工、三一、中联等具备一定的制造能力。

图表 30：大吨位起重机



数据来源：光大证券

3.2.2 市场成长性分析

我国起重机以中小吨位为主，大吨位起重机直到 2002 年才开始有少数厂家可以生产，大吨位产品是未来发展的重要方向，起重运输行业的技术含量也随着国际市场竞争的驱动在明显提高。

从起重机的发展趋势看，大吨位起重机的主要特点是用途广泛、工作效率高，在许多领域尤其是大型基础设施建设项目中，大吨位起重机优势明显，有时甚至是不可替代的。

从市场需求来看，我国基础设施建设依然处于高速发展阶段，公路铁路建设、水利设施建设、西部能源基地建设等大型建设项目等不断拉动了对大吨位起重机的需求，但由于国内大吨位起重机的制造能力较弱，市场经常出现“供不应求”的状况。同时，大吨位起重机的外需也非常强劲，以 2009 年为例，受全球金融危机的影响，我国工程机械行业整体出口下滑 50%以上，但是大吨位起重机的出口却大幅增长，1-10 月累计增长高达 227.9%。

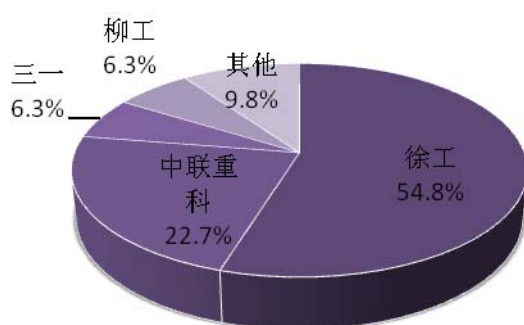
3.2.3 下游市场需求和竞争格局

起重机用途广泛，但不同种类的起重机的应用领域也各有不同，其中汽车起重机是市场主导产品，在各类基础设施建设项目中都有广泛应用。履带式起重机在电力、石化建设领域较为常用，在电力行业，我国风电、核电将成为未来建设重点，2020 年的计划装机容量将达到 10000 和 7000 万千瓦，复合增长率约为 20%；石化行业，我国长三角、珠三角、环渤海地区多个大型炼油及乙烯生产基地建设项目已经上马。

从起重机市场的竞争格局来看，市场集中度非常高。2010 年下半年的统计数据表明，汽车起重机市场，徐工和中联重科占据了 77.5% 的市场份额；履带式起重机市场，抚挖重工和徐工占据了 56.7% 的市场份额。

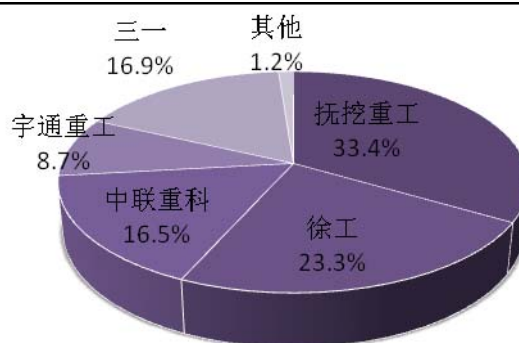
由于起重机市场尤其是大吨位汽车起重机的技术壁垒较高，因而市场竞争格局相对来说较为稳定，外来者威胁非常有限，市场竞争主要体现在少数企业间的角力，而各大企业已经瞄准了大吨位起重机相对空白的市场，谁能率先取得技术突破，抓住市场先机，必将在今后成为起重机市场中的执牛耳者。

图表 31：我国汽车起重机市场占有率（2010.7-12）



数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

图表 32：我国履带式起重机市场占有率（2010.7-12）



数据来源：中国工程机械信息网，光大证券

3.3 臂架式混凝土泵车

随着基建、房地产等工程的开展，商品混凝土得到了巨大的发展。商品混凝土的生产发展会直接增加对混凝土机械的需求。商品混凝土的发展，推动了混凝土机械从简易到复杂、由低技术含量到高技术含量、从小型化到大型化的方向发展。

我国臂架式混凝土泵车的起步开始于 20 世纪 80 年代初期,最初基本上是引进散件组装,或者是通过技贸结合方式引进技术生产与部分零件引进相结合的生产模式。

从 20 世纪 80 年代初开始,经过 20 余年的努力,我国臂架式混凝土泵车取得了长足的发展,设计水平、制造能力都有了很大提高。据统计,目前我国混凝土输送泵制造商已达 100 多家,分布于全国各地。但是由于各制造商的技术水平、制作工艺、生产能力等参差不齐,产品差距也较大。目前国内生产能力最强的企业是以三一重工、中联重科、徐州重型及福田重机为代表的第二梯队,第二梯队中以辽宁海诺、湖北建机、安徽星马和上海鸿得利等企业为主,它们的产量占了全行业的 90%以上。

随着施工条件与环境的不断改善,以及臂架制造技术的不断发展,长臂架、高效率的臂架式混凝土泵车将会越来越受到用户的青睐,未来 3~5 年时间内,臂架长 40 m 以下的泵车的需求量将会下降,臂架长 45 m、48 m 的泵车将成为市场的主流,如三一重工已研发出臂架长 72 m 的臂架式混凝土泵车,成为世界上能生产最长臂架式混凝土泵车的企业。此外,智能控制系统技术也将成为臂架式混凝土泵车的通用配件。泵送能力的扩展以及其他泵送方面的应用也将成为臂架式混凝土泵车的发展趋势之一。

图表 33：三一 72 米臂架式混凝土泵车施工图



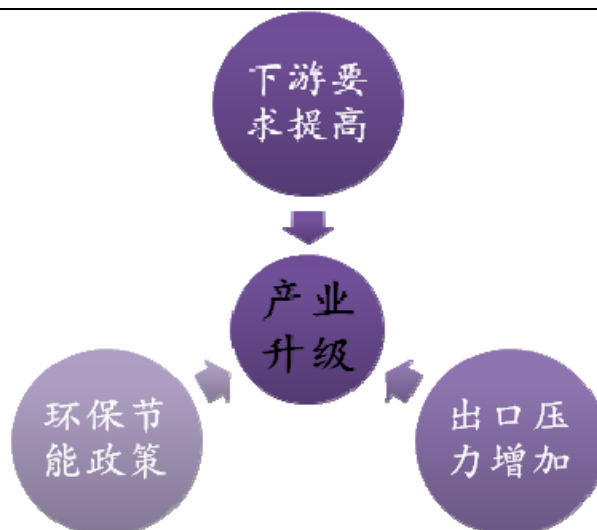
资料来源：光大证券研究所

4 工程机械行业产业升级将加速

4.1 产业升级是必然趋势

目前，我国工程机械行业已经具备一定规模，且有较好的长期发展前景，但在产品结构上依然存在问题，呈现低端产能过剩、中高端产品竞争力不足的情况。同时，我国劳动力成本在不断提升，而工程机械的主要下游行业，如房地产、基建、采掘业等都是劳动密集型行业，这将促使这些下游行业对工程机械产品的效率、性能、可靠性等提出更高的要求以降低人工成本；另一方面，人民币汇率的持续走高也使得低端工程机械产品的出口利润空间不断萎缩，通过技术升级增加产品附加值将成为大势所趋；此外，国家各类节能环保政策和对高新技术产业的支持政策的贯彻落实也将加速企业产品线的调整。以上因素都将加速工程机械行业进行结构调整和产业升级的步伐，进而为工程机械行业持续健康地发展提供保障。

图表 34：工程机械产业升级三大催化因素

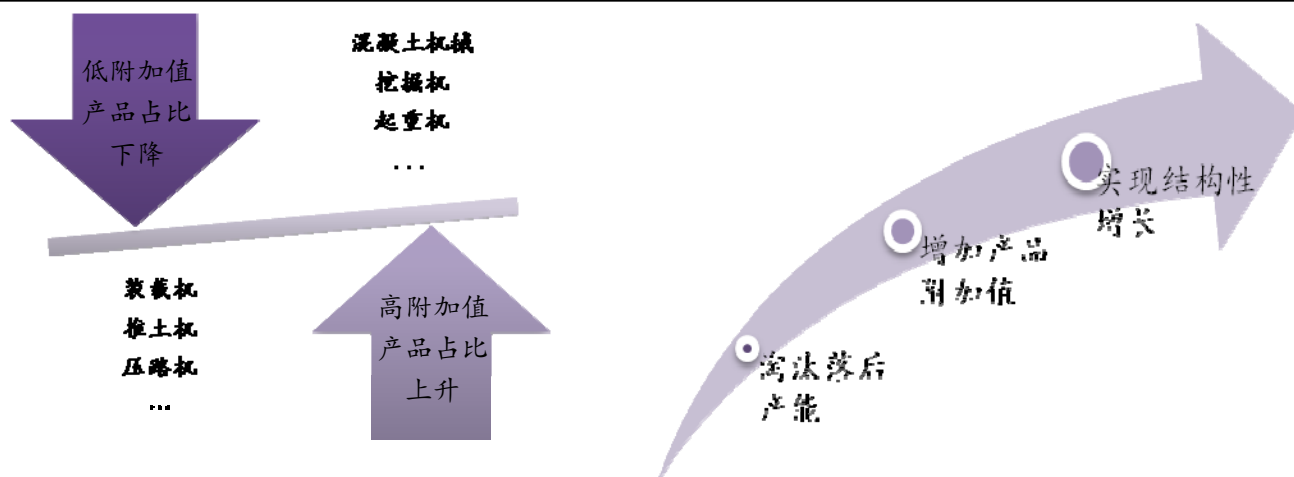


资料来源：光大证券研究所

4.2 优化产业结构

目前我国工程机械市场中的低端产品，如推土机、装载机等，基本都处于产能过剩的状态。一方面，由于技术门槛较低，产品附加值不高，这些产品的毛利率普遍较低，而且市场竞争激烈；另一方面，这些产品的市场扩展性有限，有些产品甚至有被取代和淘汰的趋势。因此，单纯通过扩大产能实现规模性增长是无法维持公司以及整个行业的健康持续发展的。许多行业龙头早已开始跳出“红海”，转而挖掘“蓝海”市场，例如挖掘机、大吨位起重机等。我们预计，未来几年工程机械行业的产业结构调整将加快，由此带来的结构性增长将成为拉动工程机械行业发展的重要力量。

图表 35：优化产业结构实现结构性增长



资料来源：光大证券研究所

4.3 提升产品附加值

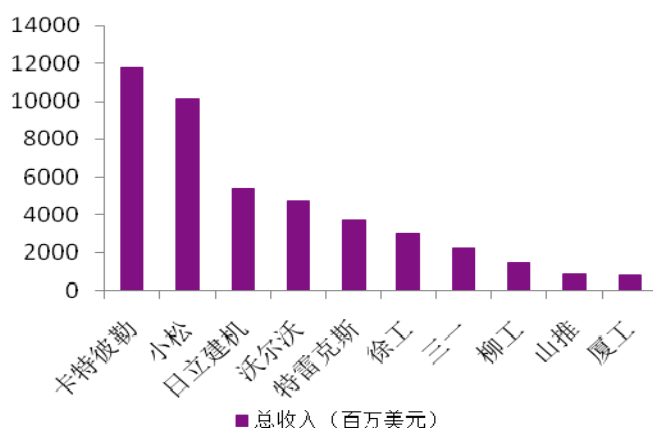
作为高端装备制造业，工程机械行业一直在追求通过技术进步不断提升产品的附加值。我国工程机械行业从一开始的进口组装型生产，到如今逐步实现国产化，已经有了一定的技术积累，但受制于关键零部件制造、自主设计研发、实验测试平台建设等众多技术能力的限制，我国工程机械的产品附加值依然偏低。

目前，技术能力较强的行业龙头企业，如三一、徐工、中联中科、柳工等均在不断加大科研投入，而且已经取得了可喜的成果，产品向着多功能、人性化、极限化（巨型、微型）、节能化等方向深入发展，国产品牌和国际先进产品的技术差距在不断缩小。随着技术水平的积累提高，我国工程机械的产品附加值还有很大的提升空间，由此带来的创新性增长将推动我国真正成为国际工程机械强国。

4.4 兼并重组进一步提高产业集中度

我国工程机械行业受益于我国经济尤其是固定资产投资的持续高速发展和相关政策支持，行业规模已经跃居世界首位。目前，虽然我国工程机械行业的龙头企业已经具备了一定的国际竞争力，但是和卡特彼勒、小松等国际巨头相比差距依然巨大。

图 表 36：世界工程机械主要公司 2009 年总收入（单位：百万美元）



数据来源：Bloomberg，光大证券

由于工程机械行业是典型的资金和技术密集型行业，规模优势显得尤为重要。目前我国工程机械行业的产业集中度依然不高，一方面低端产能过剩，市场竞争无序甚至出现恶性市场竞争；另一方面高新技术产品的研发和制造能力不足，国际竞争力不强。

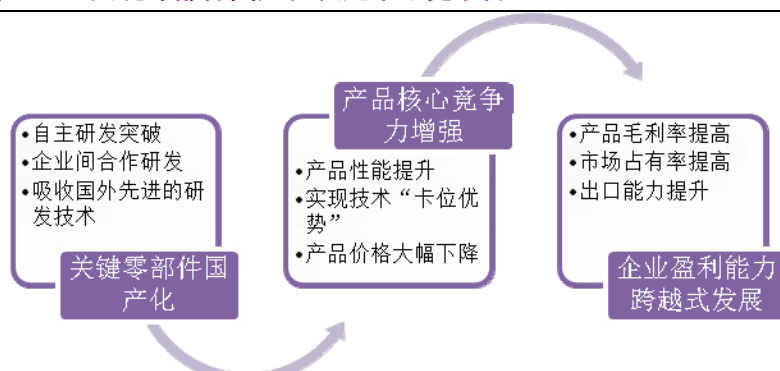
在“十二五”规划修改意见中已经明确提出将鼓励工程机械行业进行兼并重组。通过兼并重组，能有效整合资源，避免重复投资浪费，同时淘汰落后产能，扶持、培养具有成长潜力的国际化公司，进而带动整个工程机械行业的技术进步和规模扩张，实现工程机械行业的产业升级和健康发展。

4.5 关键零部件国产化决定未来竞争力

能否实现关键零部件国产化是决定我国工程机械未来市场竞争力的决定性因素。总体来看，我国工程机械的国产化程度在稳步提升，但不同工程机械产品差别较大，例如装载机的国产化程度较高，因此国产装载机有明显的价格优势，国产品牌装载机价格仅为国外知名品牌的 50%-20%；而挖掘机的核心部件则主要依靠进口，其成本更是占整机成本的 30%左右，因此国产挖掘机无论是价格上还是性能上都无法占据明显的竞争优势，导致国产挖掘机市场占有率非常有限。

关键零部件国产化一直是我国装备制造业发展的重中之重，在国家的各类发展战略和发展规划中都有极其重要的地位。未来工程机械的技术开发将主要着眼于发动机及其配件、传动系统、液压件及其密封件等核心配件，尤其是大吨位工程机械的核心零部件，一旦在这些技术上实现突破，势必彻底对相关产品的市场竞争格局产生决定性影响。

图 表 37：关键零部件国产化决定未来竞争力



数据来源：光大证券

5 工程机械行业属性分析，一月份旺销验证我们判断

工程机械行业是典型的强周期行业，同时又是资金和技术密集型行业，在产品销售上呈现明显的季节性。

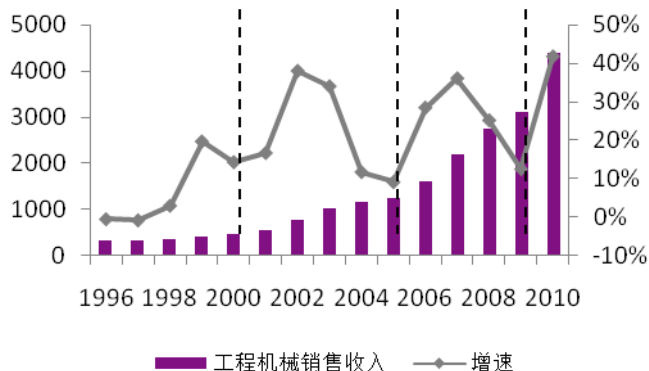
5.1 工程机械行业是强周期行业

工程机械行业不仅周期性显著，与固定资产投资相关性极强，同时由于行业特性，工程机械行业的市场反应相比于钢铁、水泥等投资相关行业更为迅速。

5.1.1 周期性显著

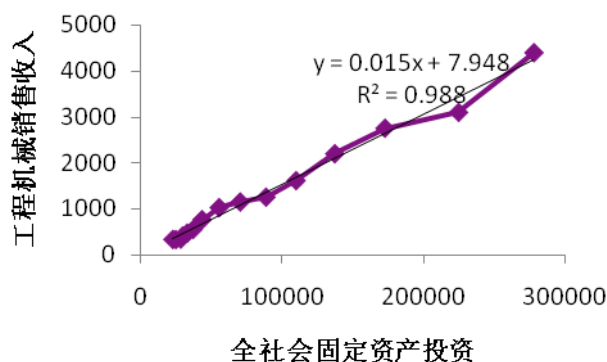
由于工程机械的下游行业以房地产、基建和采掘业为主，受宏观经济和国家政策影响较大，从工程机械行业销售收入的变化图中可以看出，销售收入增速具有明显的周期性；通过回归分析（1996-2010）可以发现工程机械行业销售收入与固定资产投资有极强的相关性。

图表 38：工程机械销售收入状况（单位：亿元）



资料来源：工程机械工业协会，光大证券

图表 39：工程机械销售收入与固投相关性

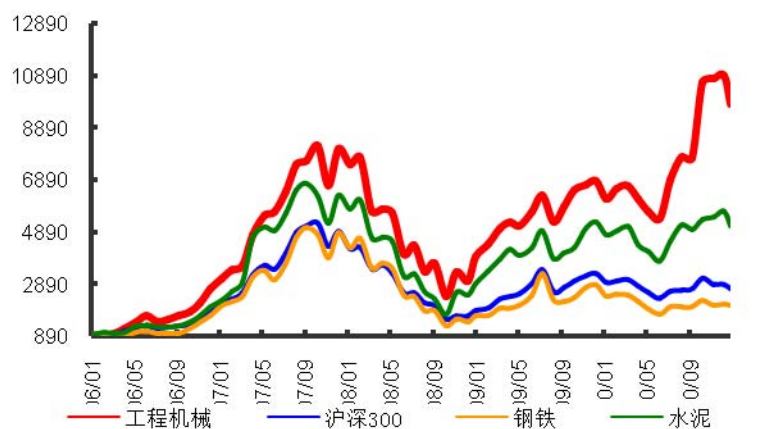


资料来源：国际统计局，光大证券

5.1.2 市场反应迅速

由于工程机械产品与经济景气度和宏观政策有非常密切的关系，同时产品的生产周期较短，一般在2周~2个月之间，因而能够迅速反应由经济形势变化带来的市场需求的波动，较钢铁、水泥等投资相关行业有更高的市场灵敏度。

图表 40：工程机械行业板块指数



数据来源：wind，光大证券

5.1.3 毛利率呈现一定的周期性

工程机械产品的原材料以钢材为主，钢材成本占总成本的 30%左右，因而钢铁价格的波动会直接决定工程机械行业的毛利率，使得工程机械毛利率也表现出一定的周期性。

图表 41：工程机械行业毛利率变动情况

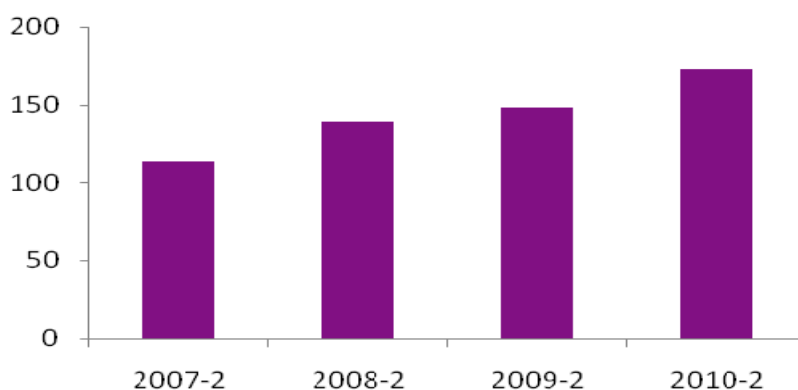


数据来源：CIEC，光大证券

5.2 工程机械行业是资金和技术密集型行业，未来将是品牌竞争

工程机械属于高端装备制造业，对投资规模和技术水平要求非常高，是典型的资金和技术密集型行业。我国工程机械行业经过多年的发展，已经成为全球最大的工程机械市场之一，同时工程机械行业的市场竞争充分，行业集中度在不断提升，行业龙头如三一、柳工、徐工、中联重科、山推的营业收入都已超过百亿。

图表 42：工程机械企业平均资产（单位：百万人民币）

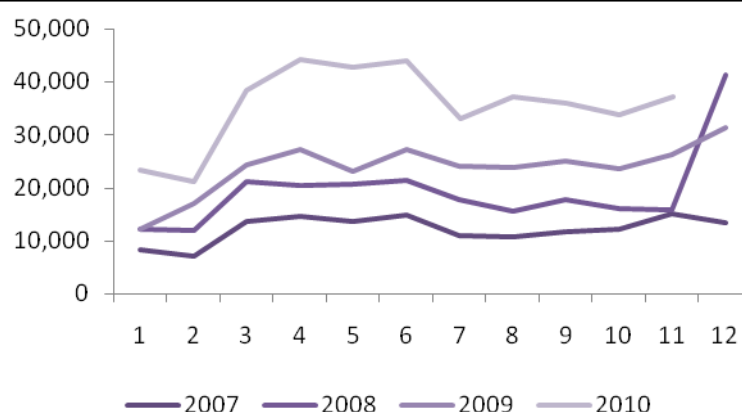


资料来源：CEIC，光大证券

5.3 工程机械销售具有季节性

从历史数据来看，工程机械的销售收入呈现明显的季节性变化规律。第一季度由于各类计划和新兴建设项目大都处于筹备阶段，又正值新年和春节假期，工程机械的销售基本处于蓄势待发的状态；第二季度随着各类工程的大规模开工，工程机械达到需求旺季，4月和6月份销售额会达到峰值；第三季度是工程机械的销售淡季；第四季度承前启后，工程机械销量会有一定规模的回升。

图表 43：工程机械工业销售产值（单位：百万人民币）



数据来源：CEIC，光大证券

5.4 一月份旺销奠定全年利好基调

2011 年 1 月份数据表明工程机械继续维持良好态势，旺销势头延续，在通胀和货币政策偏紧的压力下工程机械依旧保持强劲增长充分表明行业巨大的成长潜力，也验证了我们对于行业发展前景的判断。而一月份淡季旺销也为 2011 年工程机械的全面利好奠定了基调。

图表 44：2011 年 1 月份主要工程机械企业销售业绩

行业	主要企业	业绩
混凝土机械	三一重工	泵车销量约 400 台，同比增长 80%左右
	中联重科	混凝土机械同比增长 28%
挖掘机	三一重工	挖掘机销量约 1700 台，同比增长 170%
	柳工	挖掘机销量约 630 台，同比增长 160%
	厦工	挖掘机销量约 270 台，同比增长 96%
起重机	徐工	汽车起重机销量约 1400 台，同比增长 40%
	柳工	汽车起重机销量约 75 台，同比增长 10%
	中联重科	工程起重机同比增长 35%
装载机	柳工	装载机销量约 4000 台，同比增长 128%
	厦工	装载机销量约 3300 台，同比增长约 48%
叉车	安徽合力	叉车销量约 4900 台，同比增长 20%
推土机	山推	推土机销量约 900 台，同比增长 88%

数据来源：光大证券

6 重点公司评述

6.1 三一重工：冉冉升起的工程机械国际巨头

- **主营业务快速增长，远超行业增速。**公司目前 53% 的收入来自混凝土机械，其行业增速 20%-30%，而公司 2011 年增速可达 50%。公司起重机械起步晚，但增长迅速。公司提出了 2011 年 30 亿，2012 年 100 亿的目标。挖掘机的行业增速约 25%，而三一的增速达到 100%，其市占率快速提升。我们认为中西部地区的基础设施建设和东部地区工程机械的升级换代将带来大量需求，其成长性良好。
- **国内工程机械领域标杆公司，体现国产工程机械最高水平。**三一是我国工程机械的代表公司，管理优秀灵活，服务完善。三一目前所有产品都装有 GPS 系统，SanyGCP 系统通过智能设备管理系统 (IEM) 实时读取设备工况信息，并通过 GPRS、GPS、GIS、人工智能以及流媒体等信息化技术与手段，为客户全面提供设备管理、配件查询、配件申购等功能，极大地满足客户需求。三一还在国内首推工程机械 6S 店。大的维修当地就可解决，极大的为客户提供便利。
- **国际化拓展还只是开端，未来空间巨大。**三一主要通过国外建厂的方式进行较为稳健的海外市场扩张。公司 2010 年与巴西圣保罗州达成了两亿美元的生产基地建设意向，主要生产挖掘机、履带起重机等产品。公司还先后在印度、美国、德国投资建设研发制造基地，逐步完善着国际化布局。公司还在积极推进港股上市，募集资金并提升海外影响力。三一很多产品质量已达到或接近日本小松水平，而价格只有其 90%。公司出口占比远低于小松，公司市值更是差之甚远。我们认为三一作为民族工程机械的标杆企业，其国际化拓展还处在开端，未来发展空间非常巨大。
- **我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.16 元，1.60 元，2.30 元。**结合行业估值和公司成长性，我们给予公司 2011 年 20 倍 PE，目标价 32 元，给予“买入”评级。

6.2 柳工：增发只是第一步，强烈看好其前景

- **资产质量行业第一，稳健经营奠定发展基石。**柳工是目前国内工程机械企业中资产质量最高的企业，在经营上非常稳健，在盈利能力相对较差的装载机行业中仍能获得 20% 以上的毛利水平。公司以长期积累的管理和经营优势，谋求业绩爆发突破。我们看好公司正在发生的转变，未来打造千亿集团目标将在 2015 年实现。
- **增发项目符合工程机械发展趋势，未来前景广阔。**公司公告将发行 1 亿股，募集资金 30 亿元，投向“年产 1 万台工程机械项目”、“大吨位汽车、履带起重机项目”、“工程液压件研发基地”等项目。我们认为未来工程机械挖掘机和大吨位起重机将是几大超行业增速的产品。公司增发项目符合行业发展趋势，前景广阔。
- **盈利能力增强，海外收购迈出国际化发展步伐。**目前柳工 250 公斤液压件已可生产，有望改善困扰行业多年的液压件难题。其液压件若能国产化则有望提升 5%-10% 的毛利率。此外，公司目前正在极力拓展海外业务，收购波兰 hsw 是个很好的开始。
- **我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.42 元，2.91 元，3.85 元。**结合行业估值和公司成长性，我们给予公司 2011 年 20 倍 PE，目标价 56 元，给予“买入”评级。

6.3 徐工机械：H 股上市加速国际化进程

- **行业持续景气，增长势头强劲。**公司是国内工程机械三巨头之一，其工程机械产品众多，其中起重机和压实机械市占率长期保持行业第一。汽车起重机的市占率高达 50% 以上，处于绝对的行业龙头地位。公司主打的汽车起重机全行业 2010 年前三季度销量增长 35%。公司已披露 2010 年净利润将增长约 61%，达 28 亿元。在工程机械行业整体景气的带动下，公司产品的需求仍将维持高位。
- **融资成功将为公司长远发展提供坚实保障。**公司本已于 2010 年 10 月进行了定向增发，以 30.5 元/股增发 1.64 亿股，募集资金 50 亿元。如今公司又提出 H 股增发方案，发行规模不超过公司总股本的 20%，并带 15% 的超额配售权，预计融资额将超过 100 亿元。如果公司 H 股发行成功，将进一步改善公司的资金状况，还将有利于公司的海外业务扩张，为公司长远发展提供坚实保障。
- **利润分配彰显管理层信心。**为了配合 H 股增发，公司借鉴了三一和中联的做法，在增发前公布了 10 送 10 的方案。这一方面有利于 H 股发行，也显示了管理层对公司未来发展的信心。
- **不考虑送股和增发带来的股本增加，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.72 元，3.52 元，4.50 元。**结合行业估值和公司成长性，我们给予公司 2011 年 20 倍 PE，目标价 70 元，给予“买入”评级。

6.4 中联重科：行业巨头稳步向前

- **国内工程机械三巨头之一，规模效应带来更强竞争力。**公司主营混凝土机械和起重机械，其中中大型塔式起重机市占率全国第一，汽车起重机全国第二，履带式起重机全国第四，混凝土泵车全国第二。我们认为在国家宏观调控房地产等行业的背景下，以公司为代表的大型工程机械制造商能够更快的适应市场变化，通过规模效应控制成本，通过研发优势拓展市场，提高市场份额。
- **挖掘机项目投产带来新增长点。**公司在渭南工业园的挖掘机项目一期已经投产，计划年产能 15000 台，年产值 60 多亿。作为公司新进入的工程机械领域，公司计划在未来两年内开发 20 多个新产品，覆盖所有常用挖掘机机型。公司 2011 年的销售目标是 50 亿元。公司拓宽产业链，积极发展新产品，将为公司带来新的利润增长点。
- **港股成功发行为海外扩张奠定坚实基础。**公司于 2010 年底在港交所成功发行 10 亿新股，募集资金 149.8 亿港元，投向主要海外国家的业务和服务拓展。中联重科在国内同行中的海外收入占比最高，随着海外市场的逐渐从金融危机中复苏，公司海外市场上升势头明显。加上港股发行带来充足资金，海外并购预期强烈，公司下一步的海外扩张已是水到渠成。
- **我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.73 元，0.98 元，1.27 元。**结合行业估值和公司成长性，我们给予公司 2011 年 20 倍 PE，目标价 20 元，给予“买入”评级。

6.5 厦工股份：唯一没有推出再融资计划的巨头

- **装载机产品需求强劲。**公司代表性产品为装载机，其产品以短轴距为主，适合装卸以煤为代表的轻量货物。随着国家对煤炭产业进行整合，公司相关产品前景向好。此外，公司 2010 年完善产品线，加大了中长轴距产品的推广，市占率有所回升。公司的装载机速度快、油耗小、效率高，

竞争优势明显，其需求将继续维持高位。

- **业绩增速跑赢行业。**随着工程机械全行业走出经济危机阴霾，迎来全面景气，公司产品需求迅速增长，产销两旺。2010 年前三季度国内装载机销量 167,409 台，增长 59%；挖掘机销量 125,630 台，增长 83%。而公司装载机销量增长约 100%，挖掘机增长 200%以上，远远跑赢行业增速。根据公司发布的预增公告，其 2010 年净利润将同比增长高达 450%以上，高速增长势不可挡。
- **挖掘机业务高速增长，有望成为未来主增长极。**公司 2010 年挖掘机业务增速超过行业增速一倍，达到 200%以上，其高增长态势十分明显。公司瞄准细分市场，采用日系配置，但成本更具优势。随着挖掘机对装载机的替代效应愈发明显，挖掘机的市场空间更加广阔，公司的挖掘机业务有望成为未来的主增长极。
- **我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.83 元，0.96 元，1.23 元。**结合行业估值和公司成长性，我们给予公司 2011 年 25 倍 PE，目标价 24 元，给予“买入”评级。

6.6 山推股份：最便宜的工程机械细分行业龙头

- **公司是业内推土机龙头。**
- **基建需求、出口和投资收益共同拉动公司增长。**资源价格的上涨必然带来中东等国家的开采需求，看好山推的出口。
- **我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.15 元，1.88 元，2.22 元。**结合行业估值和公司成长性，我们给予公司 2011 年 15 倍 PE，目标价 28 元，给予“买入”评级。

6.7 安徽合力：高增长叉车龙头

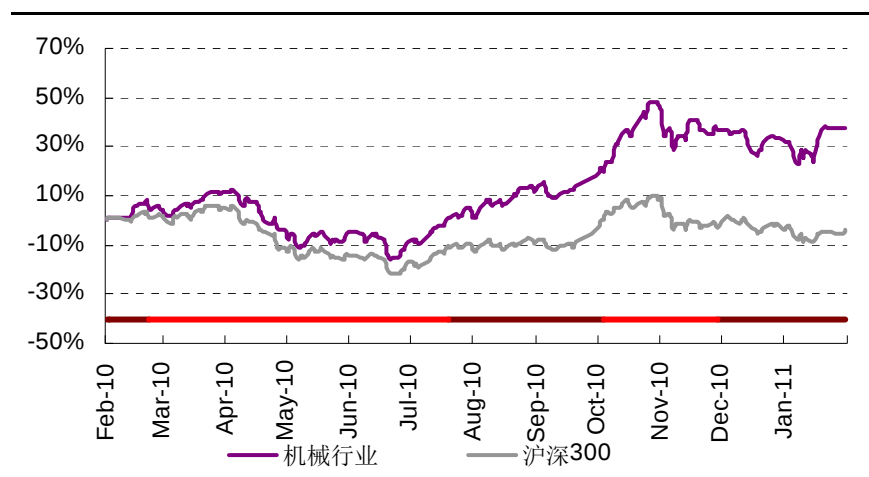
- **公司是业内叉车制造龙头，市占率行业第一。**国内叉车行业 2010 年前三季度销量 173,045 台，同比增长 76%。随着国内劳动力成本的上升带来机械化改造，以及物流产业的高速发展，叉车行业产品的需求将持续提升。公司叉车 09 年市占率 26.7%，位列行业第一，充分享受叉车高增长，未来的发展空间具有保障。公司 2010 年前三季度收入也同比增长 70%，远高于行业平均 50%的增速。
- **公司盈利能力较去年大幅提高。**随着工程机械行业需求景气，公司的盈利能力大幅提升。公司前三季度毛利率为 19.7%，同比提升高达 4.5 个百分点；净利率达 7.9%，同比提升 5.6 个百分点。盈利水平的提升使公司净利润增速高于销售收入增速。根据公司最新预增公告，其 2010 年业绩同比增速高达 197%-239%。我们预计公司明年可以继续维持较高的盈利水平。
- **产品供不应求，扩产需求迫切。**公司目前叉车产能 58800 台，其中中小吨位 40000 台，大吨位 3800 台，电动叉车 10000 台，防爆电动叉车 5000 台。公司 2010 年前三季度销量已超过 4 万台，海外市场销售增速高达 80%，其产能处于紧张状态。随着国内叉车市场的扩张和公司海外销售的高速增长，我们认为公司未来可能通过进一步融资扩产，加快扩张步伐。
- **我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.98 元，1.21 元，1.42 元。**结合行业估值和公司成长性，我们给予公司 2011 年 20 倍 PE，目标价 25 元，给予“买入”评级。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

机械行业



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-10-31	买入
2009-11-20	买入
2010-01-06	买入
2010-03-04	增持
2010-07-29	买入
2010-10-14	增持
2010-11-25	买入
2010-11-25	增持
2010-12-09	买入
2010-12-29	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。