

2011 年 4 月 12 日

工程机械行业研究

中长期发展前景看好

A 增持
H 增持
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

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

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	28.64	34.54	20.6
山河智能	002097.SZ	持有	16.07	15.45	(3.9)
山推股份	000680.SZ	买入	24.30	29.24	20.3
徐工机械	000425.SZ	买入	28.50	33.48	17.5
中联重科-A	000157.SZ	买入	16.95	19.80	16.8
柳工	000528.SZ	买入	41.15	51.20	24
安徽合力	600761.SS	买入	19.55	24.34	24.5
中国 — 香港					
中国龙工	3339.HK	买入	6.01	7.32	22
中联重科-H	1157.HK	买入	22.35	23.50	5.1

资料来源: 彭博及中银国际研究预测

以 2011 年 4 月 11 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
具备证券投资咨询业务资格

我们估计 2011 年一季度工程机械产品需求非常强劲, 行业景气度创历史新高。2011 年以来国家信贷紧缩政策并没有对工程机械市场产生太大的影响。长远而言, 我们相信城镇化快速发展还将持续相当长时间, 工程机械行业中长期看好。目前工程机械行业的估值不贵, 我们对工程机械板块维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- 由于受区域或地区基础设施建设热情高涨、固定资产投资维持高位以及保障性住房的大力推行, 估计 2011 年 1 季度工程机械行业产品需求非常旺盛, 工业产值增速持续加快。据中国工程机械信息网数据, 工程机械行业 1-2 月份的工业产值增速达到 63%, 是所有机械子行业中增长速度最快的。我们相信 2011 年全年工程机械行业的景气度将保持在高位运行。
- 重点工程机械企业确立中长期发展目标, 对行业前景持乐观态度。三一重工、山东重工、徐工集团、中联重科、柳工集团等重点工程机械企业纷纷宣布要在“十二五”末年实现销售收入 1,000 亿元以上, 其他 11 家大型企业的累计销售额将达到 6,000 亿元。未来我们认为工程机械行业的集中度将不断提升。
- 住房和城乡建设部此前已给地方保障房建设工作下达了日程表, 要求各项保障性安居工程务必在 2011 年 10 月底前全面开工。2011 年保障性安居工程投资将超过 1 万亿元, 占全国房地产投资规模的 20%。我们认为 1,000 万套保障房的开工建设将有助于房地产投资依然保持较高增速水平, 减弱房地产调控政策对工程机械行业的影响。
- 我们相信未来几年大规模水利投资、高速铁路建设、西部大开发以及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。同时, 保障性住房建设的全面推进和出口复苏将为行业发展提供新动力。从中长期来看, 我国工程机械行业仍然具有相当大的增长空间。

首选买入

- 目前, 2011 年工程机械行业的平均市盈率为 15.5 倍, 2012 年平均市盈率估值在 12.4 倍的水平。在工程机械行业中长期前景看好的背景下, 我们建议买入市值较低、增长潜力巨大的企业。我们推荐的首选是柳工、山推股份和中联重科。同时我们也看好三一重工、安徽合力和徐工机械。

目录

估值比较.....	3
2011 年投资策略.....	4
工程机械最新情况概述.....	9
重点上市公司简要评述.....	13
研究报告中所提及的有关上市公司	18

估值比较

目前，2011 年工程机械行业的平均市盈率为 15.5 倍，2012 年平均市盈率估值在 12.4 倍的水平。2011 年净资产收益率预计将维持在 22% 的水平。目前重点公司的估值不贵，我们维持工程机械行业 **增持** 的评级。

综合考虑工程机械行业今年的高增长态势和中长期的成长潜力等因素后，我们认为主要 A 股工程机械上市公司的估值水平有望提升至 17-20 倍左右。在工程机械行业中长期前景看好的背景下，我们建议买入市值较低、增长潜力巨大的企业。我们推荐的首选是柳工、山推股份和中联重科。同时我们也看好三一重工、安徽合力和徐工机械。

图表 1. 估值比较

公司名称	评级	总市值 (人民币 亿元)	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)	
			2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2010	2011E	2011E	2012E	2010	2011E
三一重工	买入	1450	1.10	1.57	2.01	18.2	14.2	37.4	32.9	42.5	28.0	9.7	6.0
山河智能	持有	68	0.51	0.67	0.86	23.9	18.7	9.8	12.0	30.8	28.0	3.1	2.9
山推股份	买入	184	1.17	1.72	2.10	14.1	11.6	23.2	28.5	46.9	22.1	4.8	4.0
徐工机械	买入	588	1.38	1.86	2.29	15.3	12.4	11.0	11.5	34.8	23.1	2.3	1.8
中联重科-A 股	买入	818	0.95	1.22	1.62	13.9	10.5	20.0	20.2	29.1	32.4	3.6	2.8
柳工	买入	316	2.06	3.01	3.90	13.7	10.6	18.3	21.9	46.3	29.4	3.7	3.0
安徽合力	买入	70	0.94	1.22	1.40	16.1	14.0	14.1	16.1	29.3	14.7	2.9	2.6
中国龙工	买入	218	0.41	0.56	0.68	9.0	7.4	33.7	34.5	36.3	21.7	4.1	3.1
中联重科-H 股	买入	207	0.95	1.22	1.62	15.4	11.6	17.6	20.1	29.1	32.4	3.5	3.1
平均		435	1.07	1.48	1.86	15.5	12.4	20.6	22.0	37.0	24.9	4.2	3.2
其他机械公司													
太原重工	买入	199	0.90	1.15	1.42	21.5	17.4	18.6	20.0	27.8	23.5	5.1	4.3
天地科技	买入	236	0.79	1.12	1.22	20.8	19.1	26.9	29.4	41.8	8.9	7.9	6.1
天马股份	买入	184	0.55	0.76	0.91	20.5	17.0	21.8	24.5	23.2	16.3	6.1	5.0
郑煤机	买入	275	1.45	2.15	2.54	18.3	15.5	19.1	22.6	48.3	18.0	5.2	4.1
众合机电	买入	67	0.30	0.61	1.01	36.6	22.1	13.1	21.0	103.3	65.6	9.7	7.7
盾安环境	买入	111	0.59	0.90	1.13	33.1	26.4	11.7	15.7	51.9	25.6	5.9	5.2
中国一重	买入	365	0.16	0.25	0.30	22.0	18.4	7.1	9.8	54.0	19.2	2.4	2.2
利欧股份	买入	59	0.39	0.67	0.98	29.4	20.0	18.4	19.7	73.1	46.8	9.4	5.8
平均		205	0.68	0.99	1.22	24.7	19.4	16.9	20.4	50.0	25.3	6.1	4.9

资料来源：公司数据及中银国际研究

2011 年投资策略

2011 年行业景气度可能创历史新高

由于区域或地区基础设施建设热情高涨、固定资产投资维持高位以及保障性住房的大力推行, 2011 年 1 季度, 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 63%, 是所有机械子行业中增长速度最快的。因此, 我们相信 2011 年全年工程机械行业的景气度将保持在高位运行。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。2011 年的 1 季度开始所有工程机械企业基本上都迎来了销售旺季, 销售水平基本上均创出同期的历史新高。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, 估计大部分重点工程机械企业在 2011 年 1 季度将实现超过 50% 的收入同比增速。

从金融危机中缓过劲的工程机械行业在刚刚过去的 2010 年已经显示出超预期增长的迹象。这种情况出乎许多人的预料。2011 年初, 对于货币政策收紧的预期以及国家对宏观层面的部分微调让业内人士心生忧虑。但经过 2011 年前几个月的运行, 我们发现目前工程机械市场依然处于供不应求的状况, 足以证明市场未见疲软。

重点工程机械企业确立中长期发展目标, 对行业前景持乐观态度

中国工程机械集团进军千亿销售目标的竞赛已经开始, 目前已经有 5 家企业提出千亿销售收入目标, 其他 11 家目标合计达 6,000 亿元。2010 年, 工程机械行业增长势头十分强劲, 三一重工、山东重工、徐工集团、中联重科、柳工集团等纷纷宣布要在“十二五”末年实现销售收入 1,000 亿元以上, 其他 11 家集团性大型企业的累计销售额将达到 6,000 亿元。中国工程机械企业进军千亿销售目标已经开始。

徐工集团中长期战略规划

到 2015 年，徐工要实现营业收入超 1,000 亿元，出口交货值 30 亿美元，实现利税 80 亿元，人均劳动生产率 50 万元，人均年收入 12 万元，公司的国际化指数达到 25% 以上，2015 年进入世界工程机械行业前 5 名。

中联重科中长期战略规划

中联重科将以 H 股融资为契机，打开海外融资和市场拓展通道，同时借力海外并购和海外建厂等多种方式，力争在 2015 年销售收入突破 1,000 亿元，进入世界工程机械前五强。

三一重工中长期战略规划

到 2012 年，三一集团将实现 1,000 亿元的收入，其中上市公司三一重工贡献 871 亿元，金融产品与服务 132 亿元，投资与地产 180 亿元。三一集团 2010 年销售收入约 500 亿元，同比增长 63%；毛利润约 110 亿元。

广西柳工中长期战略规划

到 2015 年，广西柳工集团将实现集团销售额 1,000 亿元，其中上市公司柳工的销售额为 500 亿元，上述战略规划由麦肯锡协助完成。柳工 2015 年销售目标 500 亿元，其中建筑机械板块为 150 亿元，矿山机械板块为 100 亿元，电工机械板块为 100 亿元，农业机械板块为 100 亿元，零部件机械板块为 50 亿元。收购、重组是柳工集团实现“十二五”战略规划的重要原则。

山东重工中长期战略规划

山东重工 2010 年收入稳超 1000 亿元。山东重工集团董事长谭旭光认为千亿只是一个起点，“十二五”期间，山东重工的目标已经明确，力争在 2015 年实现 2,000 亿元、2020 年实现 3,000 亿元营业收入的目标，挺进世界 500 强，建成全球领先、拥有核心技术、可持续发展的工业装备集团，成为世界装备制造业的重要一极。

影响行业中长期发展的关键因素

根据中国工程机械工业协会的统计，2010 年工程机械行业实现销售收入超 4,000 亿元，同比增长近 50%。由于工程机械行业的发展与固定资产投资高相关，我们预计未来工程机械行业仍然会保持高速的增长。影响行业中长期发展的关键因素包括以下几点：

国家宏观政策鼓励兼并重组。中国的工程机械行业在未来将会有一个兼并重组的过程。这不仅与国外的先例相符，恰恰又和国家政策鼓励的方向一致。工程机械工业的“十二五”规划鼓励行业重组并购，要求“以市场竞争机制淘汰落后，控制低水平重复建设项目的用地和工程建设项目的审批”，提出到“十二五”末“我国工程机械百强企业的销售规模要达到全行业的85%以上”，培养“航母型的国际知名公司”。事实上，工程机械的企业正积极地进行收购、并购的活动，比如中联重科和柳工在并购过程中更是实现了产品多元化。

保障房建设提速，房地产投资依然保持较高增速水平。2010年4月份以来，房地产调控政策陆续出台。政府正式提出，2011年全国将建设公共租赁住房200余万套，是2010年37万套的6倍。而各类保障房建设量也将达到史无前例的1,000万套。保障性安居工程协调小组与各省级政府签订了2011年工程建设目标责任书，将1,000万套的保障性住房建设任务分解到各地。2010年我国各类保障性住房开工量为590万套，2011年任务量同比大增70%。这意味着2011年保障性安居工程投资将超过1万亿元，占全国房地产投资规模的20%。我们认为1,000万套保障房的开工建设将有助于房地产投资依然保持较高增速水平，减弱房地产调控政策对工程机械行业的影响。

中共中央政治局常委、国务院副总理李克强最近强调，2011年建设1,000万套保障性住房是硬任务，住房和城乡建设部此前已给地方保障房建设工作下达了日程表，要求各项保障性安居工程务必在2011年10月底前全面开工。

城镇化快速发展还将持续相当长时间。随着中国城镇化的推进，我国基础设施建设将依然处于快速增长期，城镇化建设为工程机械行业提供了肥沃的发展土壤。

李克强去年在《求是》撰文提出要把城镇化作为扩大内需的战略重点，拓展持续发展空间。扩大内需包括扩大投资需求和消费需求。在我国目前的发展阶段，投资需求还有很大空间。消费需求是最终需求，投资需求与消费需求密切相关。今后，应努力实现投资与消费之间的良性循环，以投资带消费，以消费促投资。促进投资消费的有机结合不是权宜之计，是优化投资结构、扩大内需的长效之策。李克强指出最大的内需在城镇化，最雄厚的内需潜力在城镇化。当前和今后相当长一段时间，我国城镇化处于快速发展阶段。在这个历史阶段，应以加快城镇化为依托，调整优化城乡和区域结构，扩大消费需求和投资需求，促进经济长期平稳较快发展。

基础设施建设投资依然保持较高增速水平。经过 2010 年的大旱大涝，我国中、西部地区中小水利设施的安全性及蓄水能力不足之处彰显，未来两年我国水利设施建设的固定资产投入将以 30% 左右的增长率增长；高速公路：我国高速公路总里程只占全国公路总里程的 1.75%，因此高速公路的未来发展空间相对广阔；铁路：根据“十二五”规划，未来五年铁路固定资产投资规模将达到三万亿左右，年均保持在 6,000 亿左右。这几项投资将会使我国基础设施建设继续保持一定的投资强度。

我们相信未来几年大规模水利投资、高速铁路建设、西部大开发以及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。基于我国现有的基础设施水平，大规模的铁路、公路、港口、机场建设热潮预计将至少持续 5 年左右的时间。在这段时间内，对高端的大型工程机械的需求将是主流。目前我国企业在大型高端工程机械领域的份额很低，这也意味着具有较大的增长潜力和空间。以挖掘机为例，自主品牌所占的市场份额不到 30%，并且大多集中在低端市场，20 吨以上的中型和大型挖掘机自主品牌份额非常少，未来发展潜力很大。

综合考虑工程机械行业今年的高增长态势和中长期的成长潜力等因素后，我们认为主要 A 股工程机械上市公司的估值水平有望提升至 17-20 倍左右。在工程机械行业中长期前景看好的背景下，我们建议买入市值较低、增长潜力巨大的企业。我们推荐的首选是柳工、山推股份和中联重科。同时我们也看好三一重工、安徽合力和徐工机械。

工程机械行业最新情况概述

2011 年 1-2 月工程机械行业产值同比大幅上升

2010 年以来全国机械工业产值增速出现超预期的增长, 2010 年 1 季度、2 季度、3 季度、4 季度的工业产值增速分别是 40%、33%、30%和 31%。2011 年头两个月在振兴装备制造业的背景下, 机械工业产值保持快速增长, 在主要子行业中(除汽车外), 受到各地区的经济振兴规划、城镇化率的提高和保障性住房的开工等多方面影响, 2011 年 1-2 月工程机械行业表现最好, 工业产值同比增速达到 66%; 机床行业以及仪器仪表行业表现也不错, 同比增速超过 25%。

图表 2.机械工业产值增长表

	单位	2008	2009	2010	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2010 年 12 月	2011 年 1-2 月
工程机械行业	产值	亿元	2,131	2,892	4,390	1,063	1,151	413
	同比变化	%	39	36	52	45	45	43
重型矿山行业	产值	亿元	4,896	5,765	7,216	1,894	2,017	739
	同比变化	%	32	18	25	26	31	41
机床工具行业	产值	亿元	3,912	4,552	6,287	1,643	1,827	677
	同比变化	%	28	16	38	43	28	16
仪器仪表行业	产值	亿元	3,559	3,816	5,043	1,308	1,524	579
	同比变化	%	25	7	32	35	34	40
电工电器行业	产值	亿元	24,934	28,330	37,422	9,651	11,039	3,990
	同比变化	%	26	14	32	31	32	33
基础件行业	产值	亿元	7,523	9,427	12,872	3,332	3,632	1,313
	同比变化	%	32	25	37	34	37	40
农业机械行业	产值	亿元	1,996	2,265	2,838	727	769	270
	同比变化	%	34	13	25	23	33	38
石化通用行业	产值	亿元	8,241	9,648	12,494	3,271	3,636	1,329
	同比变化	%	29	17	29	32	32	33
食品包装行业	产值	亿元	435	455	562	141	172	69
	同比变化	%	20	5	24	28	31	44
全国总计	产值	亿元	90,740	107,484	143,847	36,508	41,016	14,830
	同比变化	%	24	18	34	30	31	33

资料来源: 机经网

2010 年工程机械进出口情况

随着全球经济的逐步回暖, 2010 年我国工程机械进出口出现止跌回稳的迹象。其中进口金额 84 亿美元, 比上年增长 62%; 出口金额 104 亿美元, 比上年增长 35%, 贸易顺差 20 亿美元。

图表 3.工程机械行业进出口水平

	单位	2006	2007	2008	2009	2010
出口额	亿美元	50	87	134	77	104
同比变化	%	70	74	54	(43)	35
进口额	亿美元	39	49	60	52	84
同比变化	%	28	26	22	(14)	62

资料来源：工程机械网

挖掘机 2011 年 1-2 月销量同比上升

2011 年 1-2 月挖掘机销量同比上升 87%，本轮经济增长，增速最快的就是挖掘机，因为挖掘机和基建投资关联比较大。11 年 1-2 月国产品牌如三一和柳工的销量继续保持了快速上升，但同时国外挖掘机公司在全球金融危机后都非常重视中国市场，2010 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。

挖掘机出口在 2011 年 1-2 月的出口销量同比上升 101%，主要原因是海外市场持续转暖加大了对我国挖掘机的需求。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。我们预计随着未来几年大规模水利建设、西部大开发以及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。同时，保障性住房建设对房地产市场的弥补，2011 年上半年挖掘机销量将出现井喷。在挖掘机销量猛增的情况下，我们也注意到未来挖掘机市场可能会出现液压件供应不足以及产能过剩等问题，不过我们相信在挖掘机行业洗牌过程中，龙头企业比如三一和柳工将不断巩固和扩大市场份额。

装载机 2011 年 1-2 月销量同比上升

2011 年 1-2 月装载机销量同比上升 53.3%。由于受到西部大开发以及区域振兴规划投资拉动，2011 年 1-2 月装载机销量同比继续维持了高增长。2011 年 1-2 月，从销量上看，柳工依然以 19% 的市场份额占据龙头，第二和第三的分别是厦工和龙工。

由于 2010 年 1-2 月出口销量基数较高，2011 年 1-2 月的出口同比增长仅为 14%。在工程机械主要产品中，装载机的海外市场需求复苏最快，2010 年出口总量已经恢复到了 2008 年的高峰水平。长远而言，装载机出口市场的潜力非常大。

推土机 2011 年 1-2 月销量同比上升

2011 年 1-2 月推土机销量同比上升 66%，推土机是工程机械中水利投资最直接的受益者，由于受到国家有关水利投资的政策的影响，推土机保持了高速增长。2011 年 1-2 月山推表现最为抢眼，同比增速高达 76.8%，市场份额已经达到 64.5%，已占据推土机市场大半壁江山。

2011 年 1-2 月的出口销量同比增长 47%。我们认为国内的推土机厂商在海外市场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 19% 左右。目前海外市场需求复苏稳定，预计推土机出口将会在 10 年的基础上稳定增长。

叉车 2011 年 1-2 月销量同比上升

2011 年 1-2 月叉车销量同比上升 37%。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，在人工成本上升以及物流行业逐步恢复的背景下，我们预计 2011 年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，叉车出口情况正在逐渐改善。

混凝土机械 2011 年 1-2 月销量同比上升

2010 年，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。2011 年 1-2 月混凝土机械销量同比上升 28%，但是我们估计高端的混凝土机械产品比如泵车的销量增速要远高于混凝土机械的行业增速，预计同比增长超过 50%，我们预计 2011 年上半年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 4.工程机械产品销量

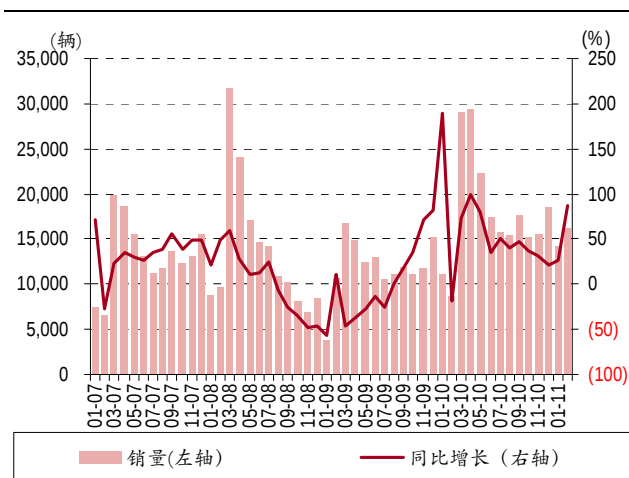
		单位	2008	2009	2010	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 月	2011 年 2 月	2011 年 1-2 月
装载机	销量	辆	165,094	143,292	216,597	48,969	49,281	14,128	16,304	30,432
	出口数量	辆	15,208	10,397	16,182	4,040	4,552	1,227	1,541	2,768
挖掘机	销量	辆	77,173	95,477	166,677	29,457	40,570	10,872	20,279	31,151
	出口数量	辆	4,886	1,974	2,963	768	954	235	206	441
推土机	销量	辆	8,653	6,997	13,918	3,191	2,883	1,379	1,197	2,576
	出口数量	辆	3,190	1,260	2,232	669	565	290	207	497
叉车	销量	辆	167,401	103,913	168,461	46,880	42,736	10,131	23,194	33,325
混凝土机械	销量	辆	251,956	323,744	37,015	97,092	84,179	23,911	23,533	47,444

资料来源：工程机械网和机经网

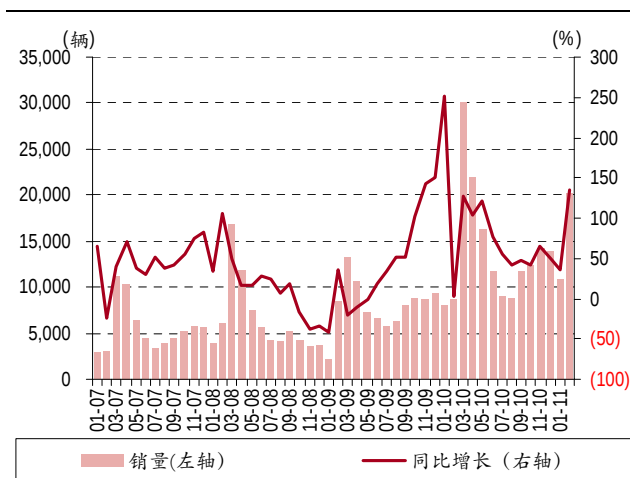
图表 5.工程机械产品销量同比变化

(%)	2008	2009	2010	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 月	2011 年 2 月	2011 年 1-2 月
装载机								
销量同比变化	4	(13)	54	46	29	27	87	53
出口数量同比变化	77	(35)	56	46	28	(22)	82	14
挖掘机								
销量同比变化	16	24	75	48	48	35	135	87
出口数量同比变化	3	(62)	50	98	29	97	106	101
推土机								
销量同比变化	17	(2)	63	58	27	79	53	66
出口数量同比变化	52	(51)	42	142	25	58	34	47
叉车								
销量	(15)	(38)	65	70	43	32	39	37
混凝土机械								
销量	27	29	7	4	2	20	38	28

资料来源：工程机械网和机经网

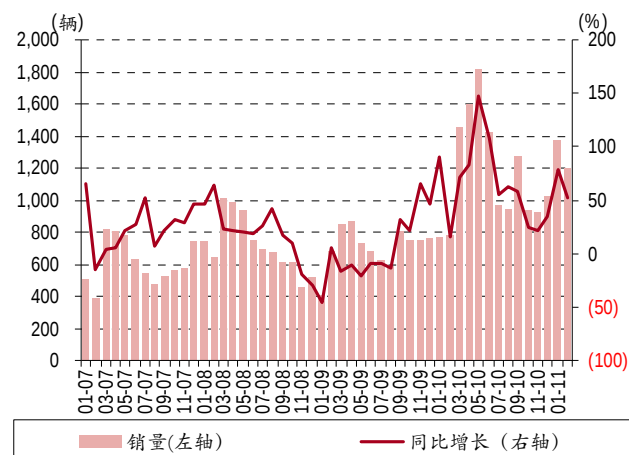
图表 6.装载机销量


资料来源：工程机械网和机经网

图表 7.挖掘机销量


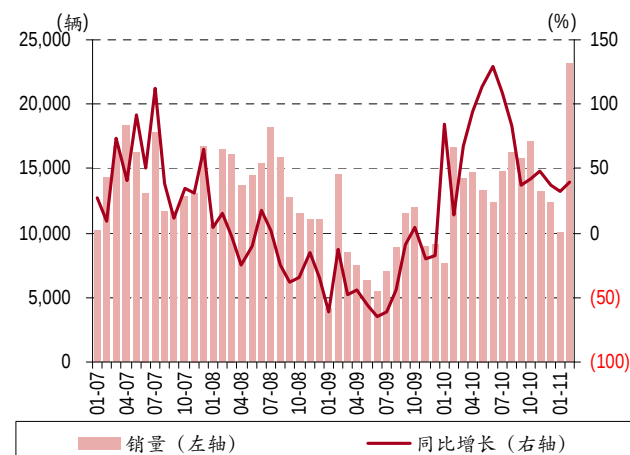
资料来源：工程机械网和机经网

图表 9.推土机销量



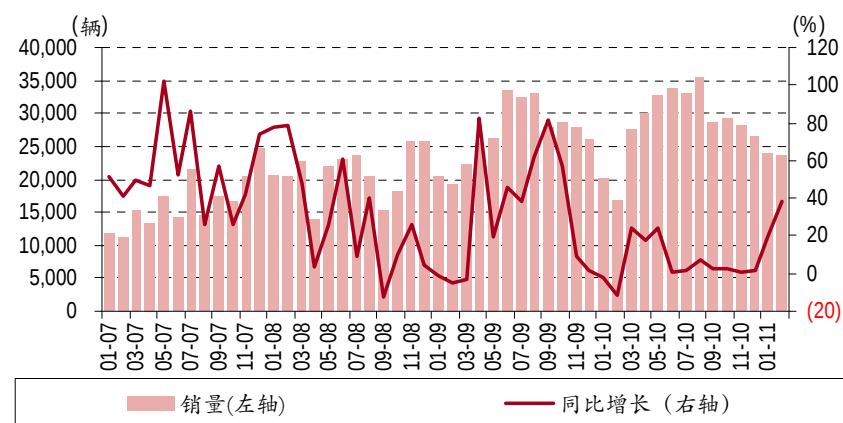
资料来源：工程机械网和机经网

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—据中国工程机械信息网统计，2011年1-2月公司挖掘机销量达到3,578台，同比增长206%，市场分额已经超过斗山和日立等外资品牌，市场份额上升到11.5%，排名全行业第二位，证明公司产品具有很强的竞争力。2010年公司挖掘机销量达到12,729台，市场占有率为7.6%；2010年在挖掘机行业销量增长95%，三一的增速是105%，高于行业增速，在内资品牌中三一重工的市场份额最大。

三一重工2010年净利润同比上升186%至56.2亿人民币，收入同比增长106%至340亿人民币，在经济复苏、四万亿投资的收尾效应以及出口市场逐渐回暖的背景下，作为行业龙头，公司通过产品结构的优化和新产品的开发，保证了公司收入和业绩高速增长。我们预计公司2011年1季度的业绩将很有可能达到同比100%的增长。

公司拟发行H股并申请在香港联交所主板挂牌上市。发行的H股股数不超过发行后公司总股本的15%。募投方向主要为：1) 公司产品的产能扩大和技术改造、产品升级；2) 境内外产业园建设；3) 境内外销售网络及服务体系的建设和完善；4) 补充流动资金，改善公司资本结构以及用于其他公司一般用途。由于国内工程机械行业市场的跑马圈地已经基本告一段落，公司在国内已经涉及主要工程机械产品以及占据一定的市场地位，未来5-10年公司的发展将必须依赖国际市场

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机业务在2011年1-2月销售1,374台，市场份额为26%，同比增长51%。估计公司2011年1-3月的起重机业务和混凝土机械销售额同比增长均在50%以上。

中联重科在2011年4月7日发布了1季度的预增公告，公司的1季度净利润同比增长约130-170%，净利润可以达到17-20亿元，高于市场预期，我们认为公司全年业绩有望实现70-80亿元的净利润水平。

受二、三线城市禁止混凝土现场搅拌的影响，2010年混凝土相关产品的销售情况非常好，混凝土搅拌站的增速在100%以上，混凝土泵车的销量也创出历史新高，整个混凝土机械的增速在96%；起重机业务在2010年保持稳定增长，同比增速33%。中联重科公告2010年净利润同比上升95%至46.6亿人民币，收入同比增长55%至320亿人民币。公司2011年的收入目标是500亿元，同比增长56%。

广西柳工—据中国工程机械信息网统计，柳工 2011 年 1-2 月装载机销量为 5,771 台，同比上升 63%，而整个行业销量同比上升 53%，市场份额保持在 19%。同期，公司的挖掘机业务表现非常好，在整个行业销量增长 87% 的背景下公司销量同比上升 181% 至 1,318 台。

柳工近日公告公司第一季度产销两旺，再创历史新高：一季度各类工程机械整机产销双超 2 万台，同比增长 100%，其中装载机、挖掘机、叉车于 2011 年 3 月单月产销量均创历史新高，配件业务单月收入首次突破 1 亿元。公司 2011 年 3 月单月出口工程机械整机首次超过 800 台。

柳工 2010 年实现净销售收入 153 亿人民币，同比上升 51%；柳工 2010 年各类整机销量超过 5.65 万台，比上年增长 45.2%。据中国工程机械信息网统计，公司 2010 年装载机销量近 39,000 台，同比增长 32%；公司 2010 年挖掘机销量近 5,600 台，同比增长 87%。同时，柳工的毛利率也在逐步提升。公司 2010 年毛利率为 22.1%，高于 2009 的 20.7% 和 2008 年的 15.8%。在销量增长和毛利率改善的双重因素刺激下，公司 2010 年净利润同比大幅上升 78% 至 15.44 亿人民币。另外，柳工 2010 年荣获全国质量奖十周年“卓越组织奖”，是工程机械行业唯一一家企业获此项殊荣。

中国龙工—据中国工程机械信息网统计，龙工 2011 年 1-2 月装载机销量为 4,703 台，同比上升 41%，而整个行业销量同比上升 53%，公司目前业务重心放在了扩展其他产品线上。

中国龙工 2010 年业绩超出预期。2010 年盈利同比大增 121% 至 17.66 亿人民币，这主要是由于工程机械产品销售额快速增长以及利润率的提升。期内，公司净销售收入同比增长 74% 至 120.2 亿人民币。2010 年全年毛利率由上半年的 25.2% 和 2009 年的 23.4% 提升至 28.5%，这主要是由于单位生产成本下降、产品售价提高以及毛利率较高的挖掘机产品销售占比增加。

轮式装载机仍是公司的核心业务。我们估计，公司 2010 年轮式装载机销量为 40,142 台，同比增长 59%，增速高于 54% 的行业整体水平。2010 年，公司在挖掘机业务上取得了喜人进展，挖掘机销售收入同比大增 153% 至 19.57 亿人民币，占到公司总销售收入的 16.3%，占比较去年的 11.2% 有所提高。与此同时，叉车和轧路机销售收入分别同比增长 101% 和 48%。

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，2011 年 1-2 月公司销售 2,565 台汽车起重机，占有 48% 的市场份额。受益于国内未来水利以及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 2011 年有望实现 30% 的收入增长。公司的装载机业务表现良好，2011 年 1-2 月的装载机销量 2,493 台，同比增长 97%。

徐工未来发展重点将是完善整个工程机械产品链，实现产品多元化。2010 年公司主导产品工程起重机械销售收入占比 56%，呈现逐渐下降态势。近年来，公司着力发展的履带式起重机、混凝土泵车、摊铺机等全新产品销量实现快速发展。同时，公司大吨位起重机产业基地、环卫机械产业化扩建项目、全新混凝土机械基地、搅拌站基地和装载机新基地等重大技改项目纷纷开工建设，为公司未来的发展奠定基础。

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排名国内第二，2011 年 1-2 月的销量同比上升 53%，市场份额为 2.8%。国内挖掘机的出口主要集中在小型挖掘机产品，小型挖掘机的出口目前可以实现平稳增长，但是增速比大中挖要低一些。我们预计未来几个月小型挖掘机业务将继续改善，并且公司的其它产品如旋挖钻机等依然保持快速增长。另外，公司正积极向大中型挖掘机方面拓展。

山河智能的下属子公司安徽山河矿装主要生产煤炭机械，产品包括掘进机、采煤机、刮板机、液压支架等 4 大系列，目前掘进机已经开始批量生产，其他产品也都已经进入试制阶段，预计 2011 年煤机业务有望实现 2 亿元以上的销售收入，未来可能成为公司的重要增长点。

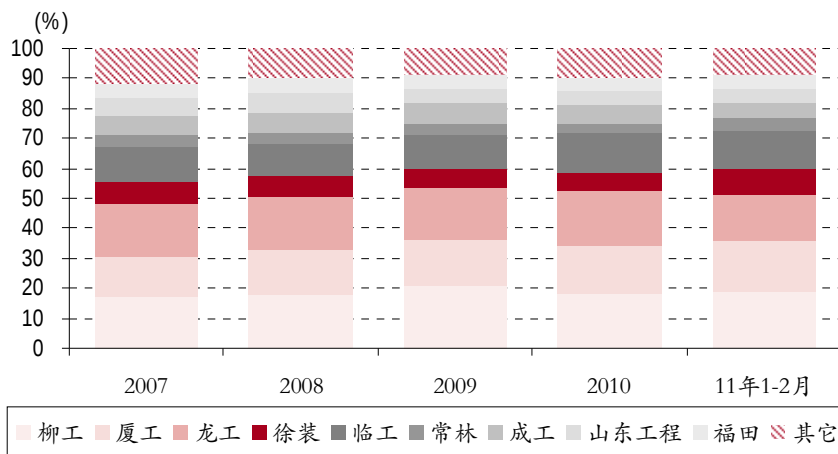
山推股份 — 山推公司依然保持着国内推土机行业的龙头地位，行业地位不断巩固。据中国工程机械信息网统计，2011 年 1-2 月公司的市场份额已经达到 65%。由于受到国内水利投资建设的带动，1-2 月山推的推土机销量同比上升 77%。公司的合资企业小松山推的挖掘机产品销量也有大幅上涨，2011 年 1-2 月市场份额排名在国内第一。

2011 年开始水利建设的重要性已被提到了前所未有的高度，“十二五”期间以及未来更长时间里国家政策、资金投入都会倾向水利建设领域。从“一号文件”来看，未来水利发展主要包括两个大的方向：突出加强薄弱环节建设，以及全面加快基础设施建设。推土机和挖掘机作为基建中使用广泛的工程机械产品，其需求也将随着大量相关项目的开展而大幅提升。

安徽合力—安徽合力公告 2010 年净利润同比上升 224%至 3.62 亿人民币，收入同比增长 63%至 50.8 亿人民币，业绩大幅增长主要是受益于全球经济的复苏和国内快速增长的经济环境。国内叉车行业市场需求在 2010 年出现爆发性的增长，主要有两大因素：首先是经济发展所带来的全社会物流总额的增加；其次是劳动力成本上升带来对叉车工具的需求。我国的物流产业仍处于起步阶段，具有巨大的发展潜力，预计未来几年我国全社会物流总额仍将保持高速增长，从而给叉车行业的发展带来广阔的需求空间，我们预计未来几年国内叉车行业将保持年均 25%左右的增长

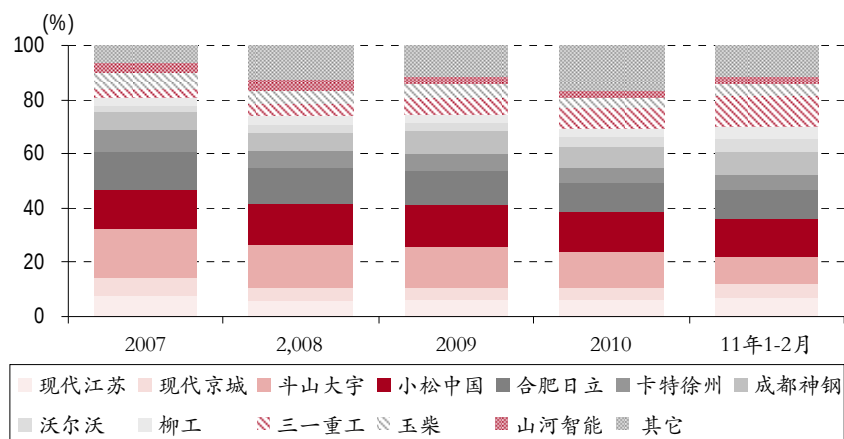
09 年 12 月公司发布了《公司老厂区土地收储前相关事宜的议案》的公告，公司老厂区位于合肥市望江西路 15 号的 156 亩工业用地，按照土地政策与政府规划要求，将由安叉集团公司牵头与市政府及相关部门商谈收储事宜。由于这块地目前的市价较成本价已经大幅上升，若土地收储顺利进行，会给公司带来一次性的营业外收入。

图表 12.装载机市场占有率



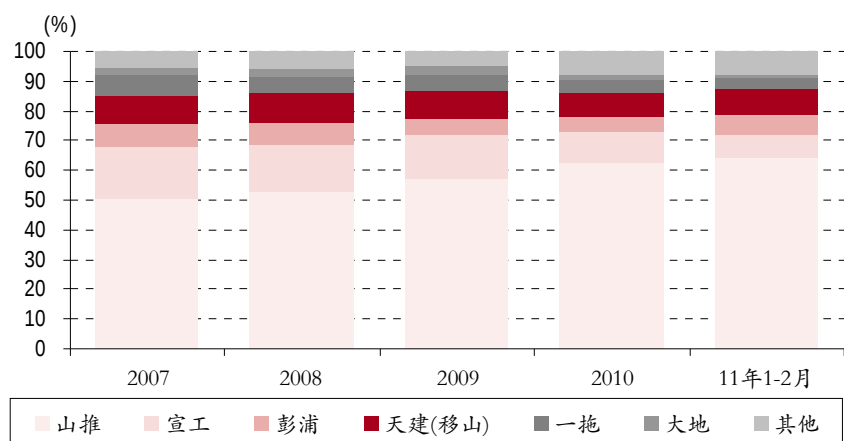
资料来源：工程机械网和机经网

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 28.64, 买入)

中联重科-A 股 (000157.SZ/人民币 16.95, 买入)

中联重科-H 股 (1157.HK/港币 22.35, 买入)

柳工 (000528.SZ/人民币 41.15, 买入)

山推股份 (000680.SZ/人民币 24.30, 买入)

安徽合力 (600761.SS/人民币 19.55, 买入)

徐工机械 (000425.SZ/人民币 28.50, 买入)

山河智能 (002097.SZ/人民币 16.07, 持有)

中国龙工 (3339.HK/港币 6.01, 买入)

太原重工 (600169.SS/人民币 24.67, 买入)

天地科技 (600582.SS/人民币 23.34, 买入)

天马股份 (002122.SZ/人民币 15.51, 买入)

中国一重 (601106.SS/人民币 5.58, 买入)

利欧股份 (002131.SZ/人民币 19.60, 买入)

以 2011 年 4 月 11 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

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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