

湘财证券研究所

机械行业小组

分析师 刘正

执业编号：S0500511010001

联系人：仇 华

Tel: 021-68634518-8227

 E-mail: qh3062@xcsc.com

一、在工程机械众多细分领域，装载机与挖掘机在部分功能方面存在相互替代性。我国挖掘机近年销量快速增长，复合增长率在 50% 以上；而在使用装载机的基建、矿山等传统领域，需求依然存在，预期装载机能够保持 10% 左右的稳定增长。

追根溯源，挖掘机得以快速发展，主要在于我国加入 WTO 后，挖掘机所需的关键液压件能够进口，降低了挖掘机销售价格，也给予我国国内公司参与挖掘机制造并获得快速发展的机遇。

虽然挖掘机在某些功能方面能够替代装载机，但我国装载机价格与挖掘机有较大差距，且我国工况条件复杂，限制了挖掘机对装载机的替代性的延伸，导致我国出现挖掘机与装载机共生的状况。而挖掘机的大量销售，也迫使装载机产品快速更新换代，加快了装载机整体竞争力的提升。

二、目前我国装载机龙头企业柳工、厦工以及龙工纷纷进入挖掘机市场，国有品牌快速抢占市场份额。虽然目前全国挖掘机市场主要还是斗山、小松、日立等外资品牌占据 70% 以上的市场份额，但国产品牌产品快速发展，三一重工、柳工、厦工是主要代表企业。

个股推荐。在个股方面，由于三一重工并无装载机产品，能够充分享受挖掘机销量快速增长的成果。而柳工、厦工等既有装载机、又有挖掘机的企业，两种产品共同进步，但增长速度适中。

公司名称	10 年 PE	11 年 PE	12 年 PE	评级
三一重工	1.146	1.667	2.175	买入
柳 工	2.051	2.711	3.421	增持
厦工股份	1.151	1.643	2.370	增持

目录

一、 工程机械行业概述.....	4
● 1.1 影响工程机械行业需求的政策动力.....	4
● 1.2 核心配件受制于国外供应商.....	5
三、 重点产品发展状况.....	6
● 2.1 装载机.....	7
● 2.2 挖掘机.....	9
● 2.3 装载机与挖掘机的比较.....	12
三、 具体上市公司分析.....	13
● 3.3 三一重工.....	13
● 3.2 柳工	16
● 3.3 厦工股份.....	18

图目录

图 1	ZL50 型轮式装载机结构图	7
图 2	装载机实物图	7
图 3	近年装载机销售状况及预期	8
图 4	挖掘机结构示意	10
图 5	挖掘机实物图	10
图 6	近年我国挖掘机销售状况	11
图 7	2010 年我国挖掘机市场竞争状况	11
图 8	三一重工 2010 年各产品营业收入比例	15
图 9	柳工 2010 年各产品营业收入比例	18
图 10	厦工股份 2010 年各产品营业收入比例	21
图 11	三一重工、柳工以及厦工走势比较	21
图 12	三一重工、柳工以及厦工股份挖掘机销售额比较	22

表目录

表 1	工程机械行业政策推动力汇总	5
表 2	工程机械细分行业分类	6
表 3	我国工程机械主要产品生产能力状况	6
表 4	装载机与挖掘机主要使用领域的比较	12
表 5	三一重工（600031）财务和估值数据摘要	15
表 6	财务和估值数据摘要	17
表 7	厦工股份（600815）财务和估值数据摘要	20

一、工程机械行业概述

工程机械是用于工程建设的施工机械的总称，广泛用于建筑、水利、电力、道路、矿山、港口和国防等工程领域。

据中国工程机械工业协会统计，2010 年中国工程机械行业的销售收入在 4000 亿元左右，在中国机械工业中位居第四，在世界工程机械行业中，销售收入仅次于美国，位列第二，现有的市场总量已占世界市场的 1/6 强。

工程机械行业是一个典型的短周期行业。3-4 年一个景气周期。高速固定资产投资是国内工程机械需求的内在拉动力；而短期的宏观政策和信贷调控则决定了工程机械的短期有效需求。而短期景气的驱动力主要来自于宏观经济调控，信贷的宽松与收紧是工程机械有效需求的直接驱动点。

●1.1 影响工程机械行业需求的政策动力

第一，保障性安居工程是工程机械的重要推动力之一。2011 年 2 月，住房和城乡建设部与各省、自治区、直辖市以及计划单列市签订《保障性住房目标责任书》，完成另外今年 1000 万套保障房的指标分配。依据住房和城乡建设部的数据，2010 年保障性安居工程建设规模达到 580 万套，投资超过 8000 亿元。而 2011 年保障性安居工程建设 1000 万套，新增投资超过 6000 亿元。以此计算，2011 年保障性安居工程投资或将达到 1.4 万亿元。

第二、铁路投资将超 3 万亿元，也是工程机械重要推动力。综合运输体系的“十二五”专项规划，“十二五”期间将建成 4 万公里快速铁路网。如此，未来 5 年内，铁道部每年的铁路投资额平均约 7000 亿元左右，导致“十二五”期间铁路投资在 3.5 万亿元左右，

相比“十一五”的 2.2 万亿元，增加 1 万多亿元。

第三、水利 10 年投资将有 4 万亿元。出于对未来粮食增产、节能减排、减灾防灾等诸多压力的考虑，专家预计，未来十年，我国将把固定资产投资的重点从铁路、公路转移到水利建设。

根据《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》，我国将从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设。据中央农村工作领导小组副组长、办公室主任陈锡文对一号文件的解读，2011 年我国水利投资将达 4000 亿元。而未来十年的水利投资将达到 4 万亿元。

表 1 工程机械行业政策推动力汇总

	十二五规划	投资规模	2011 年目标
保障住房	3600 万套	1.4 万亿元	1000 万套
铁路投资	3.5 万亿元	7000 亿元/年	
水利	10 年投资 4 万亿元	4000 亿元/年	

数据来源：WIND 湘财证券

●1.2 核心配件受制于国外供应商

工程机械的核心配件主要包括：液压件、传动系统、发动机、液压油缸等。其中液压件和发动机是工程机械成本构成中最大的两项，不同机种该两项占成本比重可高达 30%-50%。

从目前产销规模较大的主要整机品种的配件来源来看：目前技术要求较高的机种如挖掘机、推土机、泵车、旋挖钻机、摊铺机等产品所需的液压件基本依靠进口；我国的柴油发动机功率等级大量集中于中小型，缺乏适合工程机械用的大功率柴油发动机，需依靠进口；大型设备配套的传动系统国内基本空白，需进口填补；挖掘机配套的液压油缸 90% 以上需要依靠进口。

国产配件存在精度不够、密封性能不足、铸造技术水平不够，部分特殊钢材产品尚无法生产等问题。这些问题在短期内要获得解

决是比较困难的，预计核心配件依靠进口的局面至少在未来的 3 到 5 年内仍将存在。

在核心配件未能自给之前，中国工程机械企业不得不承受由此带来的配件供应商的高定价权和配件供应商的供给限制。而此次日本地震导致日本众多产业遭受重创，预期将影响对我国工程机械重要液压配件、发动机等零部件的供应。

三、重点产品发展状况

工程机械的种类繁多，按其主要用途，可以大致分为十个类别。

表 2 工程机械细分行业分类

序号	主要大类	细分品种
1	挖掘机械	单斗挖掘机、多斗挖掘机、多斗挖沟机、滚动挖掘机、铰切挖掘机、隧洞掘进机（包括盾构机械）
2	铲土运输机械	推土机、铲运机、 装载机 、平地机、自卸车
3	起重机械	塔式起重机、自行式起重机、桅杆起重机、抓斗起重机
4	压实机械	轮胎压路机、光面轮压路机、单足式压路机、振动压路机、夯实机、捣固机
5	桩工机械	旋挖钻机、工程钻机、打桩机、压桩机
6	钢筋混凝土机械	混凝土搅拌机、混凝土搅拌站、混凝土搅拌楼、混凝土输送泵、混凝土搅拌运输车、混凝土喷射机、喷射机振动器
7	路面机械	平整机、道渣清筛机
8	凿岩机械	凿岩台车、风动凿岩机、电动凿岩机、内燃凿岩机、潜孔凿岩机
9	机动工业车辆	叉车
10	其他	架桥机、气动工具、装修机械，等等

数据来源：WIND 湘财证券

目前，我国已经是主要的工程机械生产大国，我国各主要工程机械的生产能力相对较强，国产与进口产品状况如下表。

表 3 我国工程机械主要产品生产能力状况

	混凝土机械	挖掘机	装载机	起重机	叉车	推土机
国产市场分额	>90%	≤30%	≈90%	>80%	≈70%	>90%
合资进口分额	10%	65%	10%	20%	30%	10%
出口比重	≈10%	—	12%	>20%	>35%	40%

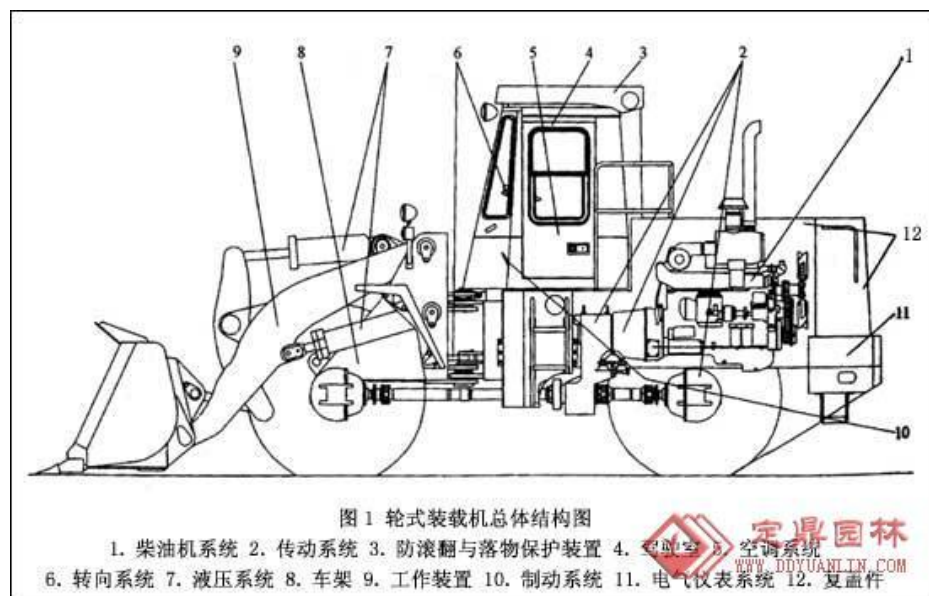
数据来源：WIND 湘财证券

我们下面着重介绍我国生产能力较弱的挖掘机，以及生产能力较强的装载机，并对该两种产品进行比较，以寻求进一步新的观察点。

●2.1 装载机

我国目前最具代表性的第二代 ZL50 型轮式装载机，主要由柴油机系统 1、传动系统 2、防滚翻及落物保护装置 3、驾驶室 4、空调系统 5、转向系统 6、液压系统 7、车架 8、工作装置 9、制动系统 10、电气仪表系统 11、复盖件 12 等 12 个部分及系统组成。

图 1 ZL50 型轮式装载机结构图



数据来源：网络 湘财证券

图 2 装载机实物图



数据来源：WIND 湘财证券

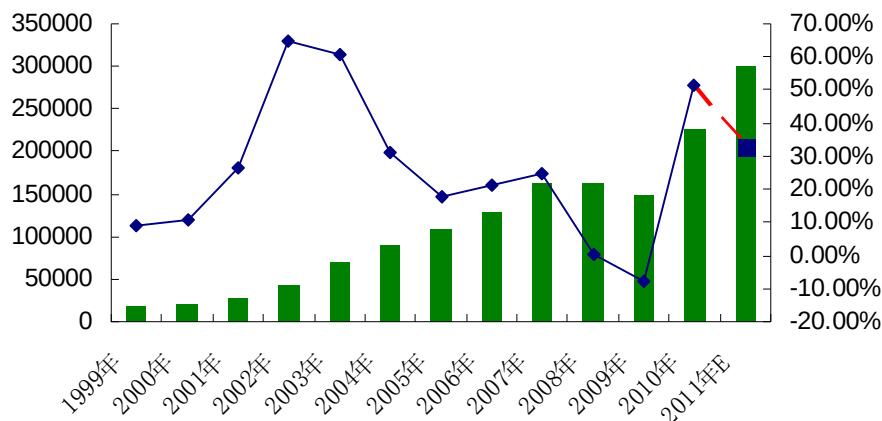
主营装载机的上市公司主要有：柳工（000528）、厦工股份（600815）、常林股份（600710），等。

行业特点：进入壁垒低，业内竞争激烈，盈利能力低。

中国是全球最大的装载机生产国，生产了全球60%的装载机，装载机行业受益于国内外矿山建设，近年来增长的速度比较快，由于中国装载机产品具有性价比优势，因此中国装载机出口也很快，出口已经占到国内销量的12%。

装载机行业的进入壁垒比较低，市场参与者众多，市场分散，行业整合尚待继续；由于行业内部竞争激烈，装载机是行业中毛利率最低的行业。

图 3 近年装载机销售状况及预期



数据来源：工程机械工业协会

● 2.2 挖掘机

挖掘机，又称挖掘机械 (excavating machinery)，是用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场的土方机械。挖掘的物料主要是土壤、煤、泥沙以及经过预松后的土壤和岩石。从近几年工程机械的发展来看，挖掘机作为工程建设中最主要的工程机械机型之一，发展速度相对较快。

液压挖掘机一般由工作装置、回转装置和行走装置三大部分组成。

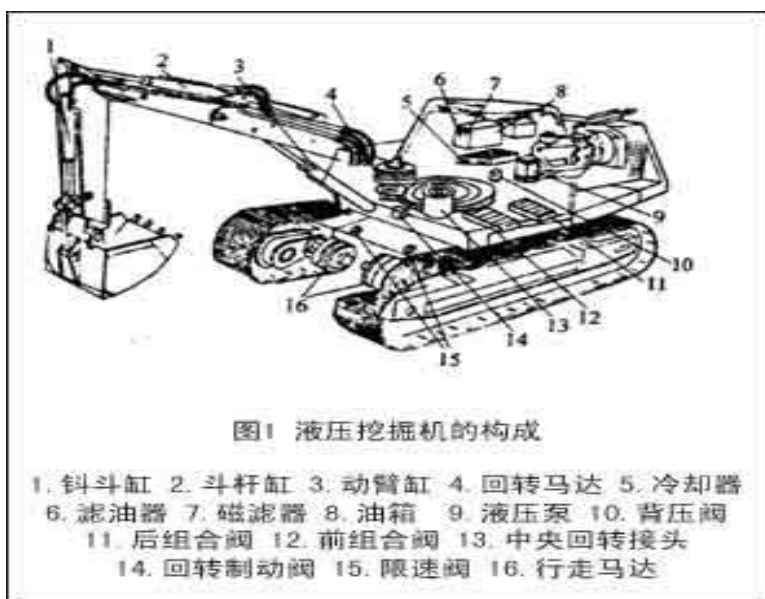
工作装置是直接完成挖掘任务的装置。它由动臂、斗杆、铲斗等三部分铰接而成。动臂起落、斗杆伸缩和铲斗转动都用往复式双作用液压缸控制。为了适应各种不同施工作业的需要，液压挖掘机可以配装多种工作装置，如挖掘、起重、装载、平整、夹钳、推土、冲击锤等多种作业机具。

回转与行走装置是液压挖掘机的机体，转台上部设有动力装置和传动系统。发动机是液压挖掘机的动力源，大多采用柴油要在方便的场地，也可改用电动机。

液压传动系统通过液压泵将发动机的动力传递给液压马达、液

压缸等执行元件，推动工作装置动作，从而完成各种作业。以工地使用较多的 PV-200 型液压挖掘机为例。该机采用改进型的开式中心负荷传感系统(OLSS)。该系统用控制斜盘式变量柱塞泵斜盘角度(输出流量)的方法，减少了发动机的功率输出，从而减少燃油消耗，是一种节能型系统。

图 4 挖掘机结构示意图



数据来源：WIND 湘财证券

图 5 挖掘机实物图



数据来源：WIND 湘财证券

挖掘机行业主要上市公司：山河智能（002097）、三一重工

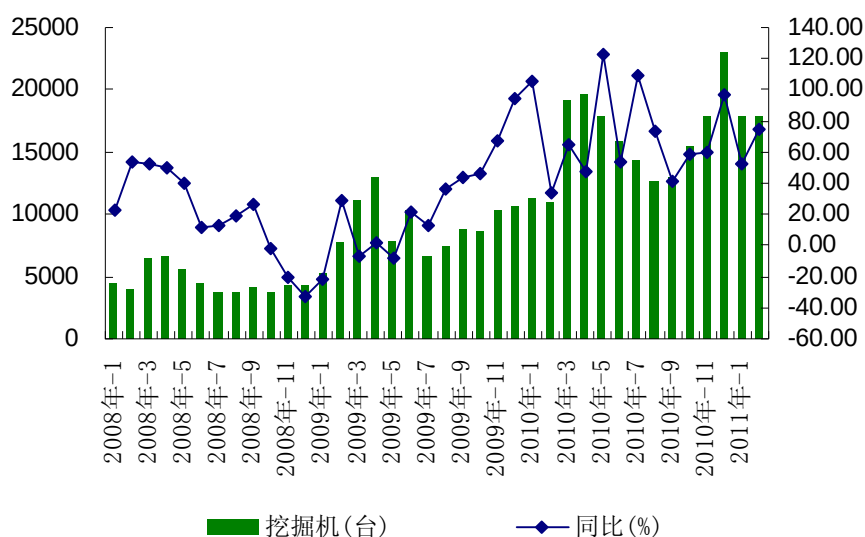
(600031)、山推股份(000680)、柳工(000528)、厦工股份(600815),等。

行业基本特点: 外资主导的市场, 利润厚, 未来内资企业主要争夺的市场。

挖掘机市场是整个土方机械中最大一块市场, 也是土方机械中需求增速最快的行业, 由于挖掘机的价格比较高, 在中国远远没有完成普及阶段, 长期来看需求增长仍然可期。

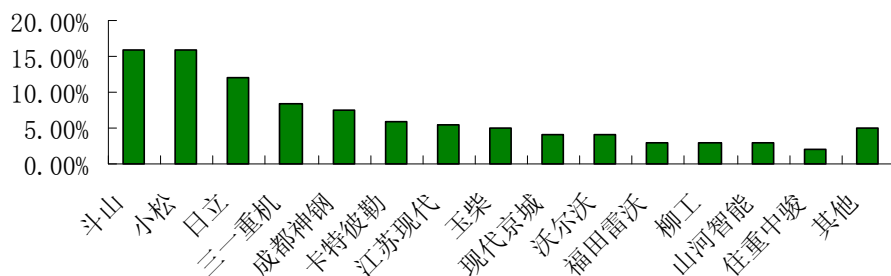
挖掘机是唯一的目前尚依赖进口的整机产品, 从市场结构来看, 挖掘机市场虽然分散, 但主要被合资品牌占据; 柳工、三一等合计只占据不到 10% 的份额。未来有国内公司在挖掘机市场取得优势地位, 将成为土方机械中的领导者。

图 6 近年我国挖掘机销售状况



数据来源: WIND 湘财证券

图 7 2010 年我国挖掘机市场竞争状况



数据来源：工程机械工业协会

●2.3 装载机与挖掘机的比较

我们对装载机与挖掘机的具体使用领域进行分析比较，两者使用领域重叠最大的是煤炭与采矿领域。装载机因能够进行较大距离的运转，可使用于较大场地；而挖掘机在定点范围内挖掘能力较强。

表 4 装载机与挖掘机主要使用领域的比较

领域	挖掘机	装载机
公路	22%	
铁路	13%	
水利	13%	10-12%
房地产（商品房、保障房）	16%	6-8%
基建、市政建设		35%
煤炭与采矿	22%	30%
其他	14%	（包含公路、铁路）15-20%

数据来源：WIND 湘财证券

比较显示，由于挖掘机在特点范围内优势明显，如公路、铁路建设领域，已实现对装载机的替代；而在煤炭开矿、基建等领域，由于我国工程环境复杂，双方共存。

而两者的价格差距显著，销量最大的 5 吨的装载机价格在 20 万元左右，而销量最好的 20 吨挖掘机，则需要 80 万元。

总之，我国目前消费能力以及工况环境，决定了挖掘机无法完全替代装载机。

但挖掘机对装载机的替代性，已迫使装载机行业的更新换代速度加快。目前厦工股份已实现对装载机三代机的更换；而徐工机械更是已推出其第四代装载机机型。

三、具体上市公司分析

目前，多数上市工程机械公司都确定较高的发展目标：徐工集团、中联重科和三一重工均规划在 2015 年实现销售收入 1000 亿元以上，柳工股份和山东重工集团以及厦工集团则将 2015 的销售目标定为 500 亿元。

●3.3 三一重工

一、公司对 2011 年发展前景依然乐观，随着公司产品种类的不断拓宽，短期规划依然保持近年年均 50-60% 的增长速度。公司目前主营产品包括：混凝土机械、挖掘机、汽车起重机、桩工机械以及路面机械等工程机械产品。三一集团 2010 年营业收入已超过 500 亿元，集团规划 2011 年营业收入为 800 亿元，2012 年销售目标为突破 1000 亿元大关。

目前，公司主要产品大都处于国内同行前列：公司混凝土机械销量已连续数年居国际第一，其在国内的市场占有率约在 55% 左右。而公司挖掘机近年快速发展，目前产品各项性能已达国际同类产品水平，高于韩国现代，而略低于日本小松。挖掘机市场占有率也持续攀升，09 年 7%，2010 年有望提升到 8.5% 左右。公司研发部门更是预期在 2-3 年内有效改善挖掘机的发动机、液压件等关键零部件依赖进口状况，争取实现自产，提升公司与国际竞争对手的核心竞争力，扩大国内市场份额。

二、高铁、保障房以及城镇化建设，依然是推动工程机械发展的动力来源。我国近年农村人口城镇化导致城镇建设的加快，国家为保障民生而推进保障房建设，以及高铁建设的快速推进，为公司工程机械提供良好的发展机遇。

公司混凝土机械、路面机械、桩工机械以及起重机械等都有一定表现。路面机械领域，公司近年推出的新品沥青搅拌站，即是针对高铁建设的特点而专门设计推出的产品，目前销售规模欧 2-3 亿元。而桩工机械领域的旋挖钻机更是以年均 60-70% 的速度增长。

三、公司在管理、文化、服务等软件领域不断细化，为业绩稳定快速增长提供有力支撑。公司内部管理严谨，整体文化积极向上，而多年来丰厚的收益有效保障了各项职能的深入细化。如，公司在售后服务方面有大量投入，目前已建立近 10 个 6S 店，有效强化售后服务、维修等职能，且公司还在进一步推进 6S 店模式的扩张。

四、公司海外基地建设陆续完工，逐渐进入收获期。公司在海外投资了 4 个基地，其中美国基地、德国基地以研发为主，主要吸收当地高技术人才，为公司新产品研发、技术改进提供动力。而印度基地和巴西基地以生产、销售为主，目前印度基地已有一定销售量，而巴西基地也有小批量的产品下线，预期印度、巴西市场能够有效增色 2011 年海外销售。

五、公司发行 H 股逐渐进入高潮，将为公司快速发展提供强劲动力。公司将海外发行股票的预期发行额度提高到 150 亿元左右，预期在完成 2010 年报后，H 股发行将成为公司工作的重中之重而快速推进。公司 H 股发行，将为公司的快速扩张提供强劲动力。

六、盈利预测。我们认为，公司是我工程机械领域龙头企业，内部管理严谨、文化积极向上，重视研发投入，而国际市场的开拓以及 H 股的发行，给予公司产品以显著发展空间，公司数年内有望保持较快的

发展速度。我们预测公司 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 1.15 元、1.67 元、2.17 元,以 2 月 18 日收盘价格计算,对应 PE 分别为 20X/14X/10X,我们首次给予“买入”评级,给予 11 年 19 倍的 PE,目标价 31.73 元。

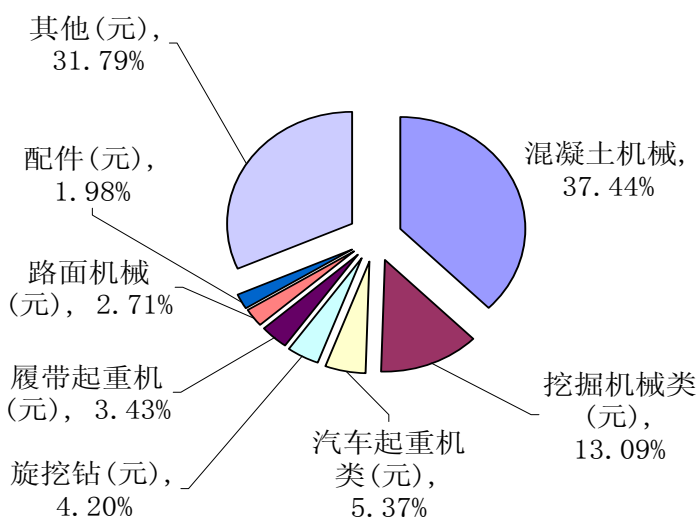
七、投资风险。钢铁等原材料价格大幅波动,将增加公司成本压力;而海外市场开拓,受地域政治影响较大。

表 5 三一重工(600031)财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9144.95	13745.26	16495.88	36676.97	53218.43	69352.35
增长率(%)	75.52%	50.30%	20.01%	122.34%	45.10%	30.32%
归属母公司股东净利润	1678.20	1232.23	1962.58	5802.82	8437.15	11013.31
增长率(%)	144.88%	-26.57%	59.27%	195.67%	45.40%	30.53%
每股收益(EPS)	0.331	0.243	0.388	1.146	1.667	2.175
每股股利(DPS)	0.019	0.010	0.053	0.089	0.130	0.170
每股经营现金流	0.120	0.125	0.489	-0.563	2.300	0.666
销售毛利率	34.56%	29.96%	32.34%	38.04%	37.77%	37.53%
销售净利率	20.84%	10.73%	14.37%	19.11%	19.14%	19.18%
净资产收益率(ROE)	35.47%	21.11%	26.07%	45.06%	40.84%	35.74%
投入资本回报率(ROIC)	52.97%	33.40%	31.41%	84.35%	54.81%	75.66%
市盈率(P/E)	70.11	95.48	59.95	20.27	13.94	10.68
市净率(P/B)	24.87	20.15	15.63	9.14	5.70	3.82
股息率(分红/股价)	0.001	0.000	0.002	0.004	0.006	0.007

数据来源: WIND 湘财证券

图 8 三一重工 2010 年各产品营业收入比例



数据来源：公司报告 湘财证券

●3.2 柳工

一、装载机增长稳健，挖掘机进入快速发展期。公司2010年销售装载机3.85万台，同比增长31.25%，市场占有率20.34%，继续保持行业销售额第一的地位。我们预期2011年装载机有10%以上增长，而挖掘机全年产能大幅增长，销售有望接近10000台。公司2011年销售收入有望保持40%以上的增幅。

二、公司稳健发展，但各种因素影响毛利率。虽然公司2011年初完成定向增发，募集29亿多元，但公司市场政策稳健，对财务依然把握严格。目前着重降低一季度增长较快的应收账款。

公司2010年综合毛利率为22.43%，同比上升1.31个百分点。但一季度以来，各种原材料价格提高，虽然公司产品有所提价，但依然不能完全转移成本压力，导致一季度公司装载机产品毛利率下滑约2个百分点，拖累整体毛利率有所下降。虽然公司挖掘机产品目前毛利

率相对稳定，但公司生产的挖掘机主要液压件需要外购，因受日本地震等因素影响，目前已这类零部件面临涨价压力，全年毛利率也不容乐观。

三、全国战略布局，提高优势产品产能，拓宽产品线。公司正在积极推进常州基地万台挖掘机等大型建设项目。这些项目达产后将新增公司产能，其中常州基地产能挖掘机10,000台，天津基地推土机3,000台。大幅提高公司现有产品产能的同时，有效丰富了公司的产品线，增强公司的综合竞争实力和抵御风险的能力。

而公司正在收购波兰HSW公司，也将进一步推动公司天津推土机项目技术水平的提升。

四、海外市场拓展将进入收购阶段。公司“海外三步走战略”是：一、通过经销商销售产品；二、在重点区域建立生产基地，自主生产；三、以收购方式快速扩张。公司2010年收购波兰HSW公司下属工程机械业务单元，标志着公司海外战略进入第三个阶段。

而公司随着公司装载机性价比优势的提升，以及公司海外布局的逐步推进，预计公司未来在海外市场能够获得有效开拓。

五、盈利预测。由于近年我国工程机械发展快速，而公司装载机业内第一，挖掘机持续快速增长，我们预计公司以及有望保持较快的增长速度。预期公司2011年、2012年、2013年EPS分别为2.69元、3.695元和4.88元。对应目前价位PE分别是12.55倍、9.17倍和6.92倍。公司估值优势明显，首次给予“增持”评级，目标价取15倍PE为40.45元。

六、投资风险。钢铁等原材料价格大幅波动，将增加公司成本压力；而海外市场开拓，受地域政治影响较大。

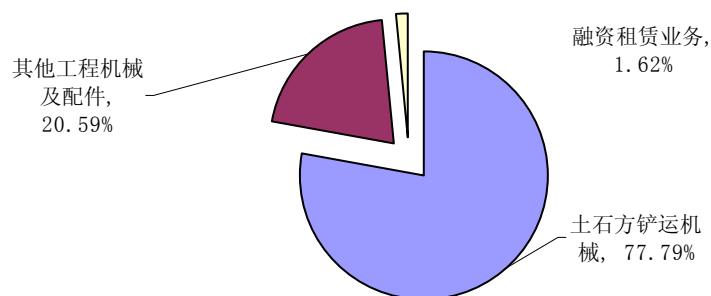
表 6 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9268.38	10182.96	15366.13	23000.66	32401.76	43004.09
增长率(%)	22.07%	9.87%	50.90%	49.68%	40.87%	32.72%

归属母公司股东净利润	340.04	865.69	1543.82	2023.46	2769.09	3666.88
增长率(%)	-39.89%	154.58%	78.33%	31.07%	36.85%	32.42%
每股收益(EPS)	0.453	1.154	2.058	2.697	3.691	4.888
每股股利(DPS)	0.283	0.067	0.260	0.728	0.997	1.320
每股经营现金流	-0.716	2.099	0.941	-4.834	8.220	-3.256
销售毛利率	16.00%	21.12%	22.43%	20.94%	20.43%	20.29%
销售净利率	3.69%	8.52%	10.08%	8.83%	8.57%	8.55%
净资产收益率(ROE)	12.88%	21.13%	18.29%	20.40%	23.19%	25.08%
投入资本回报率(ROIC)	16.60%	21.48%	41.35%	34.22%	23.52%	42.52%
市盈率(P/E)	74.65	29.32	16.44	12.55	9.17	6.92
市净率(P/B)	9.62	6.20	3.01	2.56	2.13	1.74
股息率(分红/股价)	0.008	0.002	0.008	0.022	0.029	0.039

数据来源: WIND 湘财证券

图 9 柳工 2010 年各产品营业收入比例



数据来源: WIND 湘财证券

●3.3 厦工股份

一、公司是我国装载机行业龙头企业之一,有望取得略快于行业发展速度。公司目前主营业务中,装载机占比在 60%以上。公司 2010 年装载机销售 34000 台,在国内市场占比 15.9%,略低于柳工和龙工,居行业第三。公司 2011 年规划总销售 140 亿元中,装载机约在 85 亿元,

预期要有 37%左右的增长。

二、公司挖掘机产能快速释放，2011 年有望在 2010 年 3000 台产能基础上翻番。公司 2010 年销售挖掘机 2800 多台，接近 3000 台产能。而在挖掘机行业内，就生产、销售等因素综合考虑：1000 台是多数厂家的盈亏平衡点，3000 台是第一道坎，6000 台是第二道坎，10000 台是第三道坎。厦工股份目前已到达第一道坎，在 2011 年挖掘机产能释放到 6、7 千台的情况下，公司有望冲击第二道坎。预期能够有 100%的增长。

不过，由于公司挖掘机相关的液压件以及发动机主要采购自日本供应商，虽然公司目前存货能够应付 3、4 月份的生产需求，但若日本供应商 5 月后依然无法及时供货，将影响公司 5、6、7 等月的生产，最终影响公司挖掘机全年销售。

三、公司计划定向增发，将有效提升公司整体产能，增强公司综合竞争力。公司计划定向增发，主要投资于 15000 台挖掘机生产能力技改，以及焦作二期技改扩建项目。其中焦作二期项目主要是将焦作基地目前 10000 台装载机产能提高到 15000 台，并新增 10000 台叉车产能。如此，公司总体产能将为：装载机 45000 台、挖掘机 15000 台、叉车及其他机型 15000 台。

四、厦工集团规划 2015 年总销售收入达 500 亿元，公司有望进一步拓宽产品系列，引进泵车、旋挖专机等新产品。公司目前已开发出泵车、拖泵以及旋挖专机等产品，公司技术主要来自于自发以及对外技术合作。但目前这些产品还无法批量生产，预期经过不断努力，集团不久即能够培育出新的拳头产品。

五、公司总裁重视市场服务，目前正在全国各地举行“厦工 60 周年感恩答谢暨新品推广会”，有效扩大公司产品订单。公司的韩国总裁蔡奎全先生 1998 年加盟烟台大字，2009 年加入厦工。蔡总针对我国

挖掘机行业存在的问题，要求厦工强化发动机、液压泵和阀的匹配问题，努力提高挖掘机性能、可靠性和操作舒适性。目前厦工挖掘机销售价格略低于三一，但略高于柳工。

公司还加强销售网络领域的投资，提高对经销商的鼓励。2010 年厦工单个经销商的年销量平均 50 台左右，厦工 2011 年对经销商的目标提高到 300 台，预期能够有效筛选出有实力的经销商。

六、盈利预测。我们认为，公司是我国装载机行业龙头企业之一，在我国工程机械持续快速发展时期，公司有望保持略高于行业的增长速度。我们预测公司 11 年、12 年、13 年的 EPS 分别为 1.151 元、1.643 元和 2.370 元，以 3 月 25 日收盘价格计算，对应 PE 分别为 15.2X/10.7X/7.38X，我们首次给予“增持”评级，给予 11 年 19 倍的 PE，再考虑公司所持兴业证券 4,875.00 万股，目标价 22.98 元。

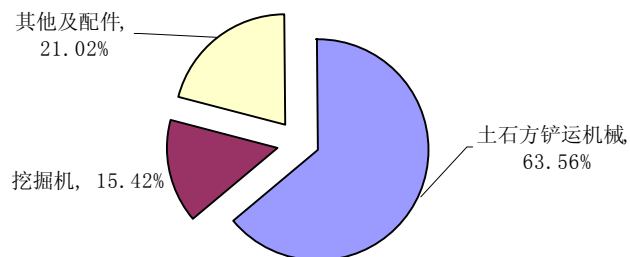
七、投资风险。钢铁等原材料价格大幅波动。

表 7 厦工股份（600815）财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5890.76	5316.67	10331.98	14464.77	19527.44	25385.67
增长率(%)	16.14%	-9.75%	94.33%	40.00%	35.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	187.02	106.14	613.97	897.75	1281.21	1847.93
增长率(%)	-12.23%	-43.25%	478.45%	46.22%	42.71%	44.23%
每股收益(EPS)	0.240	0.136	0.787	1.151	1.643	2.370
每股股利(DPS)	0.022	0.040	0.045	0.172	0.245	0.353
每股经营现金流	-0.633	0.391	0.611	-1.072	1.448	-0.311
销售毛利率	15.61%	14.47%	16.72%	16.80%	17.20%	18.00%
销售净利率	3.16%	2.11%	5.99%	6.26%	6.61%	7.34%
净资产收益率(ROE)	10.60%	5.53%	19.31%	22.77%	25.45%	27.97%
投入资本回报率(ROIC)	17.77%	5.68%	22.68%	33.81%	28.93%	39.45%
市盈率(P/E)	72.96	128.55	22.22	15.20	10.65	7.38
市净率(P/B)	7.73	7.11	4.29	3.46	2.71	2.07
股息率(分红/股价)	0.001	0.002	0.003	0.010	0.014	0.020

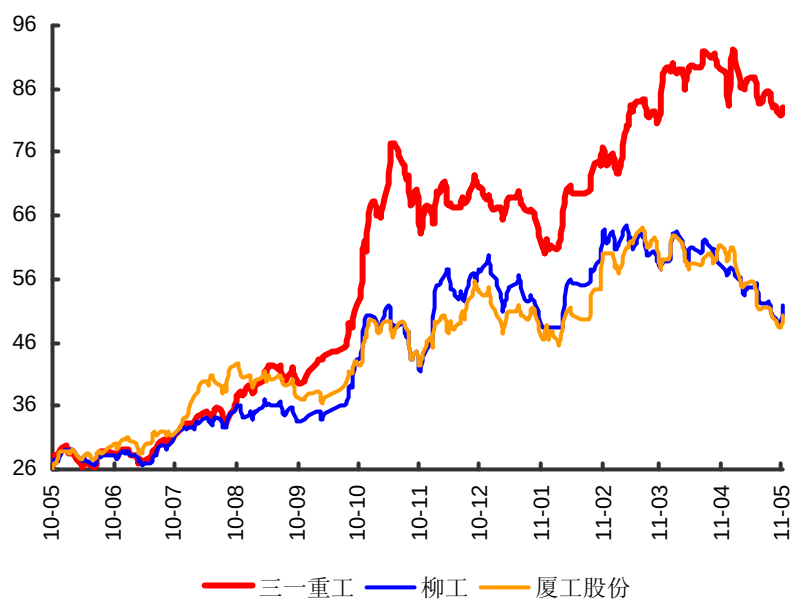
数据来源：WIND 湘财证券

图 10 厦工股份 2010 年各产品营业收入比例



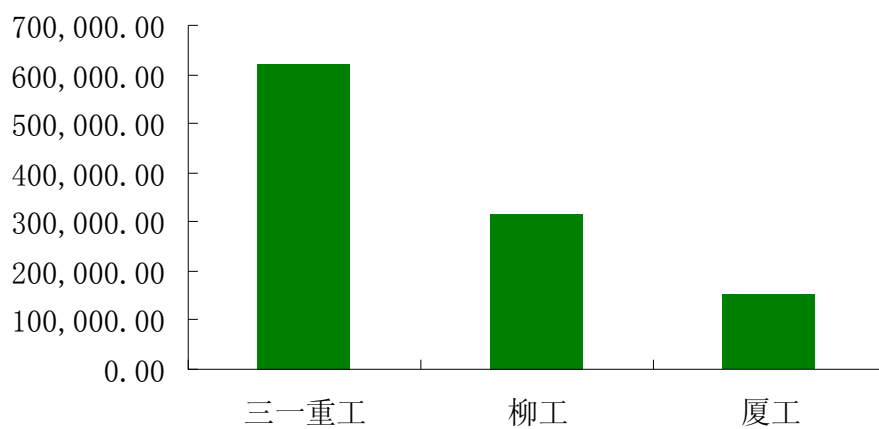
数据来源：公司报告 湘财证券

图 11 三一重工、柳工以及厦工走势比较



数据来源：WIND 湘财证券

图 12 三一重工、柳工以及厦工股份挖掘机销售额比较



数据来源：公司报告 湘财证券

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。