

工程机械行业上市公司 二季度数据点评及行业观点

推荐 (维持)

2011年9月14日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
三一重工	1.35	1.75	强烈推荐
中联重科	1.00	1.27	强烈推荐
徐工机械	1.86	2.39	强烈推荐
柳工	1.51	1.86	推荐
厦工股份	1.05	1.26	推荐
山推股份	1.10	1.35	推荐

相关报告

建筑机械：《中联重科（000157）：盈利能力提升，履带起重机跃升行业第二》
2011-5-3

建筑机械：《三一重工（600031）：市场份额持续提升，盈利能力行业领先》
2011-4-29

建筑机械：《徐工机械（000425）：市场份额稳步提升，期待盈利水平改善》
2011-4-28

分析师 吴华

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

SAC:S0190511040001

联系人：陈德静

021-38565907

chendejing@xyzq.com.cn

点评要点

我们对三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、厦工股份、山推股份、安徽合力、常林股份、山河智能及河北宣工这十家工程机械行业上市公司2008Q1-2011Q2的主要财务指标进行了逐季对比分析，总结要点如下：

● 二季度，我国工程机械行业实现主营业务收入1,749.89亿元，同比增长33.99%；十家公司营业收入合计为562.00亿元，同比增长31.42%，归属于母公司股东的净利润合计为82.45亿元，同比增长44.79%；收入及利润增速较一季度大幅放缓。整体毛利率同比上升至历史高点，且竞争压力暂未加剧期间费用支出，期间费用率与去年二季度基本持平，整体净利率同比有所提升，龙头公司产品优势和规模效应继续凸显。

● 自2009Q2以来，净利润的环比、同比增速都持续高于营业收入，上市公司总体盈利水平在稳步提升。季调后营业收入已连续9个季度环比增长，尚未见顶，而季调后净利润连续9个季度环比增长之后，二季度环比降低5.51%，印证了一季度与二季度行业景气的差异。

● 二季度末，十家公司合计应收账款净额同比大幅增长69.72%，但应收账款逾期及产品回购风险尚未出现明显扩大迹象；预收账款占营业收入比例下降，创2008Q1以来单季最低；存货余额大幅增长56.81%。二季度，存货周转率、应收账款周转率及总资产周转率同比有所下降；上市公司经营活动现金流较一季度有所好转，但同比来看，仅中联重科和山河智能的收益质量有所改善，上市公司资金周转压力普遍增大。从财务报表来看，二季度三一重工和厦工股份表现相对积极，而中联重科和柳工则表现相对稳健。

● 资产周转率及资产负债率的同比下降影响整体ROE，二季度整体ROE为9.61%，环比小幅提升，但同比下降2.87个百分点，三一ROE仍绝对领先。2010Q1以来上市公司的产能扩张仍在持续，预计产能将于2012-2013年集中释放，未来竞争会愈加激烈。

● 目前来看，行业去库存已接近尾声，下游行业开工情况环比有所复苏，新开工项目计划投资额同比增速于7、8月大幅回升，但后续不确定因素仍较多。从行业格局及上市公司的持续动作来看，行业“抢钱、抢人、抢地盘”的格局还会继续深化，我们依然对龙头公司偏乐观。重点公司的估值水平已具备足够吸引力，目前期待市场预期的修复，我们维持对行业“推荐”的投资评级。

目 录

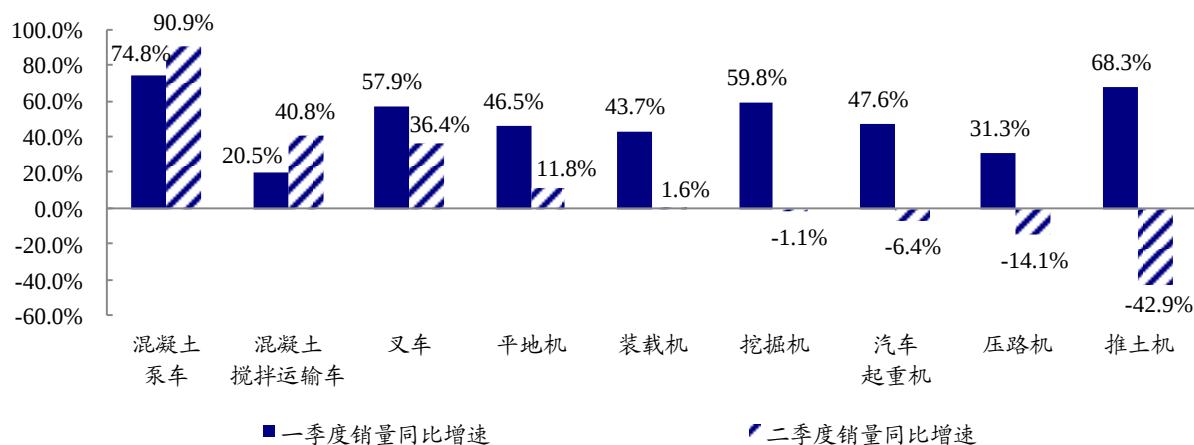
1、季调后营业收入环比尚未见顶，而季调后净利润已环比下降.....	3 -
2、整体毛利率同比上升至历史高点，公司毛利率升降不一.....	4 -
3、竞争压力暂未加剧费用支出，期间费用率与去年同期基本持平.....	5 -
4、整体净利率同比提升，龙头公司产品优势和规模效应继续凸显.....	7 -
5、应收账款大幅增长，但逾期及产品回购风险尚未明显扩大.....	7 -
6、预收账款占营业收入比例下降，存货大幅增长且周转率下降.....	10 -
7、整体资产负债率环比小幅上升，部分公司资产负债率超 65%.....	10 -
8、资产周转率及资产负债率同比下降影响整体 ROE.....	11 -
9、上市公司产能扩张仍在持续，未来竞争会愈加激烈.....	12 -
10、经营活动收益质量同比下降，资金周转压力增大.....	13 -
12、行业观点及重点公司盈利预测	14 -
 图 1、二季度工程机械主要产品销量增速	3 -
图 2、十家公司合计营业收入（分季度季调）及增速.....	4 -
图 3、十家公司合计净利润（分季度季调）及增速.....	4 -
图 4、十家公司整体分季度平均应收账款占营业收入比例.....	8 -
图 5、总资产、总资产周转率及资产负债率	11 -
 表 1、十家公司（及整体）分季度毛利率	5 -
表 2、十家公司（及整体）分季度销售费用率	5 -
表 3、十家公司（及整体）分季度管理费用率	6 -
表 4、十家公司（及整体）分季度财务费用率	6 -
表 5、十家公司（及整体）分季度净利率	7 -
表 6、十家公司（及整体）分季度应收账款占营业收入比例.....	8 -
表 7、中联、柳工一年内到期非流动资产及长期应收账款占营业收入比例.....	9 -
表 8、十家公司整体预收账款、应付账款、存货的增速及周转率.....	10 -
表 9、十家公司（及整体）分季度净资产收益率.....	11 -
表 10、十家公司（及整体）在建工程环比增速、在建工程占总资产比例.....	12 -
表 11、十家公司（及整体）固定资产环比增速、固定资产占总资产比例.....	12 -
表 12、十家公司分季度销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的比值.....	13 -
表 13、十家公司分季度经营现金流量净额与带息债务的比值.....	13 -
表 14、十家公司分季度经营现金流量净额与经营活动净收益的比值.....	14 -
表 15、工程机械行业重点公司盈利预测	14 -

我们对三一重工(600031)、中联重科(000157)、徐工机械(000425)、柳工(000528)、厦工股份(600815)、山推股份(000680)、安徽合力(600761)、常林股份(600710)、山河智能(002097)、河北宣工(000923)这10家工程机械行业上市公司2008Q1-2011Q2主要财务指标进行了逐季对比分析及2011年全年展望,总结如下。

1、季调后营业收入环比尚未见顶，而季调后净利润已环比下降

二季度，工程机械主要产品销量同比有增有减。相比一季度，混凝土泵车、混凝土搅拌运输车及叉车销量增速仍维持较高，平地机和装载机销量增速大幅放缓，而挖掘机、汽车起重机、压路机及推土机销量同比负增长。

图 1、二季度工程机械主要产品销量增速



数据来源：中国工程机械商贸网，兴业证券研究所

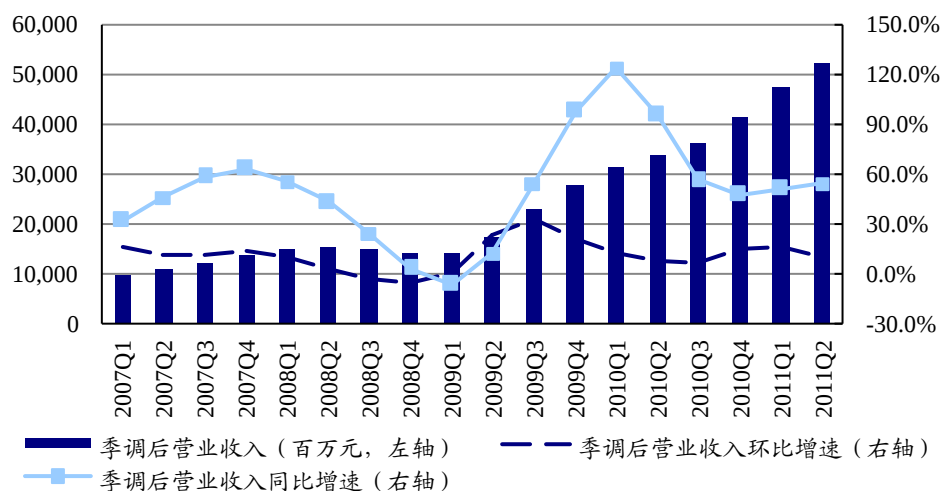
二季度，我国工程机械行业实现主营业务收入1,749.89亿元，同比增长33.99%。十家上市公司二季度营业收入合计为562.00亿元（占全行业的32.12%），环比增长8.00%，同比增长31.42%，同比增速较一季度的80.49%大幅放缓。上市公司中，仅三一重工和安徽合力二季度营业收入同比增速高于行业平均增速。

二季度，十家公司归属于母公司股东的净利润合计为82.45亿元，环比增长15.23%，同比增长44.79%，同比增速较一季度的130.79%大幅放缓；中联重科和三一重工的净利润增速高于上市公司平均增速。

尽管收入和利润增速大幅放缓，但2009Q2以来，净利润的环比、同比增速都持续高于营业收入增速，总体盈利水平在稳步提升。

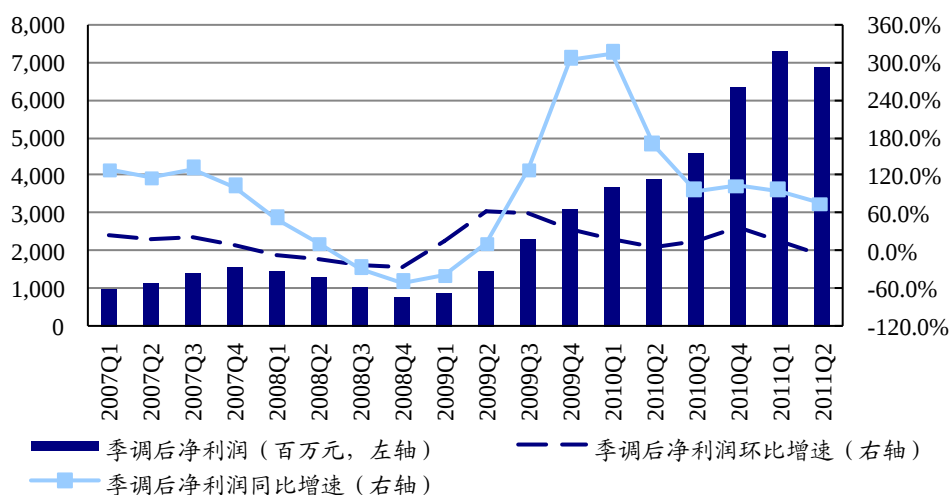
我们对2006Q1-2011Q2十家公司合计营业收入和净利润进行了季调。（1）季调后营业收入连续9个季度（2009Q2-2011Q2）环比增长，目前尚未见顶，2011Q2同比增长54.32%，环比增长9.93%。（2）季调后净利润连续9个季度（2009Q1-2011Q1）环比增长，而2011Q2同比增长75.63%，环比降低5.51%，印证了一季度与二季度行业景气的差异。

图 2、十家公司合计营业收入（分季度季调）及增速



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、十家公司合计净利润（分季度季调）及增速



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

2、整体毛利率同比上升至历史高点，公司毛利率升降不一

二季度，十家上市公司整体毛利率为 28.26%，环比提升 1.61 个百分点，同比提升 1.42 个百分点，处于 2008Q1 以来的最高水平，且长期来看呈上升趋势，主要源于产业链进一步完善、高价格高毛利率产品收入占比提升、以及规模效应增强。

但分公司来看，公司单季综合毛利率同比升降不一。仅中联重科、徐工机械、山推股份及河北宣工的单季毛利率同比有所提升，其余公司综合毛利率同比下降则主要由于产品销售结构变化、原材料成本上涨以及市场竞争压力加剧。柳工综合毛利率下行压力尤为明显，已连续 3 个季度环比下滑，处于 2009Q1 以来的单季最低水平。

表 1、十家公司（及整体）分季度毛利率

毛利率	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工	整体毛利率
2008Q1	32.18%	32.30%	5.37%	17.00%	15.35%	18.58%	21.09%	10.83%	26.05%	17.00%	22.08%
2008Q2	30.09%	28.10%	7.74%	17.23%	16.72%	18.65%	19.23%	9.01%	28.56%	14.54%	22.13%
2008Q3	27.25%	25.85%	7.10%	14.16%	16.45%	19.82%	16.26%	6.79%	25.54%	16.95%	20.91%
2008Q4	31.15%	24.72%	13.01%	14.40%	12.09%	13.86%	15.31%	3.30%	23.40%	21.14%	21.23%
2009Q1	30.61%	25.16%	9.56%	20.13%	11.59%	13.93%	11.37%	6.42%	24.77%	19.54%	21.10%
2009Q2	30.25%	26.16%	12.53%	20.87%	12.78%	15.97%	15.56%	6.51%	25.91%	18.20%	22.78%
2009Q3	33.17%	25.83%	20.73%	21.39%	14.11%	12.54%	17.49%	7.52%	25.40%	16.77%	23.53%
2009Q4	35.07%	25.52%	17.40%	21.91%	18.53%	16.13%	21.04%	12.49%	29.78%	5.84%	22.81%
2010Q1	33.69%	26.32%	21.17%	24.49%	19.79%	13.90%	20.28%	11.86%	26.70%	12.86%	24.78%
2010Q2	40.47%	30.41%	20.12%	22.45%	20.28%	13.48%	20.15%	13.31%	25.33%	12.41%	26.84%
2010Q3	36.93%	27.75%	20.92%	20.92%	15.14%	13.80%	18.78%	11.98%	21.37%	20.04%	25.39%
2010Q4	35.20%	35.58%	24.83%	21.93%	12.43%	13.62%	17.46%	13.67%	25.11%	8.72%	26.81%
2011Q1	37.48%	31.52%	20.73%	20.62%	19.32%	14.84%	17.41%	12.23%	26.11%	11.91%	26.65%
2011Q2	38.68%	33.35%	22.62%	19.04%	15.87%	15.50%	17.45%	11.27%	23.83%	13.26%	28.26%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

3、竞争压力暂未加剧费用支出，期间费用率与去年同期基本持平

二季度，十家公司整体销售费用率和管理费用率合计为 9.34%，同比小幅下降 0.16 个百分点，与去年同期基本持平。

- 二季度，十家上市公司整体销售费用率为 5.74%，同比仅小幅上升 0.17 个百分点，公司促销活动以及对经销商返点激励的规模效应有所增强，激烈的市场竞争暂未明显影响公司销售费用支出需要，而收入规模较小的山河智能和河北宣工的销售费用率提升幅度较为明显，分别达 2.96、2.20 个百分点。
- 二季度，十家上市公司整体管理费用率为 3.60%，同比小幅下降 0.33 个百分点。徐工机械由于改善管理体制提升管理效率，管理费用率同比下降幅度较为明显，达 1.71 个百分点。

二季度，十家公司整体财务费用率为 0.77%，与去年同期持平。山推股份单季财务费用率同比提升幅度较为明显，达 1.22 个百分点，主要源于增加银行借款并发行中期票据。

表 2、十家公司（及整体）分季度销售费用率

销售费用率	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工	整体销售费用率
2008Q1	8.03%	6.10%	1.61%	5.20%	8.63%	4.17%	3.91%	4.09%	7.61%	5.49%	5.97%
2008Q2	8.38%	6.12%	1.28%	5.42%	8.61%	3.68%	3.99%	4.21%	6.78%	2.31%	6.05%
2008Q3	9.44%	6.40%	1.72%	6.50%	6.76%	5.97%	4.22%	7.08%	9.98%	5.27%	6.82%
2008Q4	13.58%	9.42%	2.99%	10.30%	3.83%	5.02%	6.25%	10.85%	18.57%	7.31%	9.36%
2009Q1	9.58%	4.97%	2.03%	5.07%	6.84%	3.95%	4.83%	6.02%	9.36%	5.40%	5.96%

2009Q2	9.44%	4.53%	1.30%	6.52%	7.10%	4.23%	4.64%	5.20%	5.90%	6.02%	6.02%
2009Q3	8.22%	6.00%	4.75%	5.89%	7.59%	2.99%	4.67%	5.69%	9.39%	7.28%	6.09%
2009Q4	14.29%	8.11%	2.59%	6.43%	11.01%	3.44%	5.52%	6.21%	8.80%	7.12%	7.09%
2010Q1	8.47%	4.78%	2.73%	5.93%	7.54%	3.11%	4.16%	4.91%	6.15%	4.69%	5.47%
2010Q2	8.45%	6.90%	1.88%	4.99%	7.30%	2.57%	4.03%	4.79%	4.96%	3.51%	5.57%
2010Q3	8.79%	7.44%	2.14%	4.43%	6.84%	3.04%	4.33%	6.28%	7.55%	5.26%	5.97%
2010Q4	12.22%	6.98%	6.88%	6.82%	6.43%	2.31%	4.05%	5.60%	8.86%	6.99%	7.58%
2011Q1	7.23%	3.91%	4.18%	3.28%	8.61%	2.46%	3.89%	4.33%	6.02%	2.27%	5.01%
2011Q2	7.99%	6.05%	3.39%	4.14%	5.90%	3.65%	3.86%	4.85%	7.91%	5.71%	5.74%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

表 3、十家公司（及整体）分季度管理费用率

管理费用率	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工	整体管理费用率
2008Q1	7.81%	4.42%	2.93%	3.04%	1.56%	3.66%	5.88%	3.39%	6.37%	8.31%	4.38%
2008Q2	4.24%	3.66%	4.62%	2.69%	1.88%	3.73%	4.22%	3.39%	6.37%	7.26%	3.64%
2008Q3	4.84%	3.96%	8.26%	5.44%	2.98%	5.07%	6.43%	4.36%	7.80%	9.28%	4.95%
2008Q4	6.72%	6.72%	7.01%	7.46%	4.16%	5.03%	16.70%	6.88%	24.11%	7.15%	7.28%
2009Q1	5.81%	5.30%	9.49%	3.54%	2.58%	4.49%	8.92%	6.54%	8.59%	12.27%	5.34%
2009Q2	3.57%	3.18%	8.33%	3.90%	2.11%	4.60%	6.29%	4.39%	4.85%	5.83%	3.96%
2009Q3	3.44%	4.09%	5.35%	5.13%	2.28%	4.86%	7.98%	3.75%	7.05%	7.70%	4.49%
2009Q4	6.87%	4.01%	6.46%	4.50%	3.37%	5.71%	6.04%	4.25%	12.31%	8.38%	5.50%
2010Q1	4.70%	3.97%	5.87%	3.18%	1.91%	3.03%	6.46%	4.63%	6.22%	6.15%	4.34%
2010Q2	4.62%	3.48%	5.40%	3.40%	1.49%	2.58%	4.25%	3.02%	5.77%	6.34%	3.93%
2010Q3	4.80%	3.83%	6.16%	4.52%	2.25%	3.37%	6.07%	4.56%	5.99%	9.83%	4.55%
2010Q4	8.73%	5.44%	-0.31%	6.66%	2.54%	4.69%	4.77%	4.70%	8.34%	11.73%	5.03%
2011Q1	4.94%	3.00%	3.71%	3.28%	1.36%	2.63%	5.27%	3.08%	6.41%	5.65%	3.67%
2011Q2	4.28%	2.84%	3.69%	4.23%	2.29%	2.85%	4.06%	3.03%	5.69%	5.82%	3.60%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

表 4、十家公司（及整体）分季度财务费用率

财务费用率	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工	整体财务费用率
2008Q1	-2.66%	1.55%	0.30%	0.50%	0.90%	0.61%	0.31%	0.77%	1.27%	2.74%	0.19%
2008Q2	-0.09%	1.46%	0.50%	0.68%	1.66%	1.51%	0.60%	0.91%	0.78%	2.13%	0.85%
2008Q3	1.10%	2.44%	0.41%	1.97%	2.19%	1.56%	0.26%	1.32%	3.16%	3.21%	1.66%
2008Q4	5.82%	3.77%	0.23%	2.10%	3.47%	1.84%	0.04%	1.28%	4.58%	3.28%	3.38%
2009Q1	2.89%	3.75%	0.35%	1.31%	0.90%	0.22%	0.30%	1.36%	1.47%	3.59%	2.06%
2009Q2	-0.38%	1.36%	0.58%	0.34%	0.92%	0.43%	0.13%	1.17%	2.80%	2.88%	0.62%
2009Q3	0.30%	2.01%	0.43%	-0.08%	0.99%	0.48%	0.10%	0.97%	2.76%	2.44%	0.81%
2009Q4	0.22%	0.38%	-0.06%	-0.01%	0.72%	0.32%	0.01%	1.33%	0.65%	2.85%	0.23%
2010Q1	0.90%	1.28%	0.16%	-0.06%	0.57%	0.35%	0.06%	1.00%	1.84%	1.83%	0.65%
2010Q2	1.76%	1.13%	-0.01%	-0.06%	0.45%	0.37%	0.09%	0.66%	1.11%	2.18%	0.77%
2010Q3	-0.16%	1.19%	0.05%	0.39%	0.13%	0.32%	0.11%	0.38%	1.79%	2.75%	0.37%
2010Q4	0.96%	1.79%	-0.23%	0.23%	0.26%	0.97%	0.04%	0.65%	1.94%	1.27%	0.79%
2011Q1	-0.24%	0.84%	-0.22%	0.11%	0.30%	0.79%	0.05%	0.36%	3.29%	0.82%	0.24%
2011Q2	1.18%	0.43%	0.47%	0.23%	0.96%	1.59%	0.06%	0.41%	1.28%	1.30%	0.77%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

4、整体净利率同比提升，龙头公司产品优势和规模效应继续凸显

二季度，十家公司整体净利率为 15.21%，环比提升 1.02 个百分点，同比提升 1.58 个百分点，主要源于十家公司加权合计毛利率的提升，目前处于 2008Q1 以来的最高水平。但分公司来看，常林股份单季净利率大幅下降，柳工、厦工股份、山推股份、安徽合力、山河智能及河北宣工也有所下滑，仅龙头公司三一重工、中联重科和徐工机械的单季净利率同比有所提升。

龙头公司产品优势和规模效应凸显，三一重工二季度净利率仍保持行业领先，其次依次为中联重科、徐工机械、柳工。

中联重科二季度净利率同比提升幅度明显，达 5.61 个百分点，主要源于改善经营管理效率大幅降低期间费用率；而常林股份净利率同比下降幅度很大，达 12.29 个百分点，主要源于联营企业经营波动导致公司投资收益同比大幅下降。

表 5、十家公司（及整体）分季度净利率

销售净利率	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工	整体销售净利率
2008Q1	13.23%	14.50%	-1.54%	5.67%	3.14%	11.56%	8.22%	8.95%	8.21%	0.87%	8.87%
2008Q2	13.29%	14.70%	1.33%	7.19%	4.10%	10.78%	7.56%	8.31%	12.08%	3.29%	10.01%
2008Q3	8.90%	13.23%	13.06%	1.04%	3.07%	7.06%	3.87%	-6.14%	0.70%	-1.24%	7.50%
2008Q4	6.71%	5.41%	-1.15%	-2.78%	1.01%	1.79%	1.76%	-8.32%	-18.60%	-0.30%	2.66%
2009Q1	10.34%	8.64%	-1.87%	6.87%	0.96%	6.11%	-2.49%	3.16%	4.11%	0.17%	6.43%
2009Q2	14.32%	13.88%	1.35%	7.87%	2.97%	6.78%	3.40%	3.12%	8.83%	3.29%	10.08%
2009Q3	17.05%	10.89%	8.46%	8.59%	2.63%	4.81%	4.67%	5.34%	5.20%	-0.92%	10.06%
2009Q4	13.75%	11.98%	6.60%	10.34%	1.61%	8.62%	8.54%	6.68%	9.65%	5.26%	9.44%
2010Q1	14.78%	12.63%	9.40%	11.26%	7.62%	7.98%	7.60%	13.16%	9.40%	0.27%	11.31%
2010Q2	21.44%	13.92%	11.10%	11.28%	8.46%	7.66%	9.35%	20.49%	9.01%	0.18%	13.64%
2010Q3	19.33%	11.54%	10.41%	9.60%	4.50%	7.03%	6.78%	9.91%	4.80%	1.88%	11.91%
2010Q4	15.87%	18.37%	15.08%	7.87%	3.60%	5.74%	8.02%	7.24%	4.88%	9.05%	12.81%
2011Q1	20.22%	18.93%	10.48%	10.31%	6.97%	7.40%	6.52%	17.10%	8.05%	1.79%	14.19%
2011Q2	21.49%	19.52%	12.36%	10.02%	6.11%	4.90%	7.42%	8.20%	7.97%	0.10%	15.21%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

5、应收账款大幅增长，但逾期及产品回购风险尚未明显扩大

二季度末，十家公司合计应收账款净额达 462.81 亿元，同比大幅增长 69.72%。

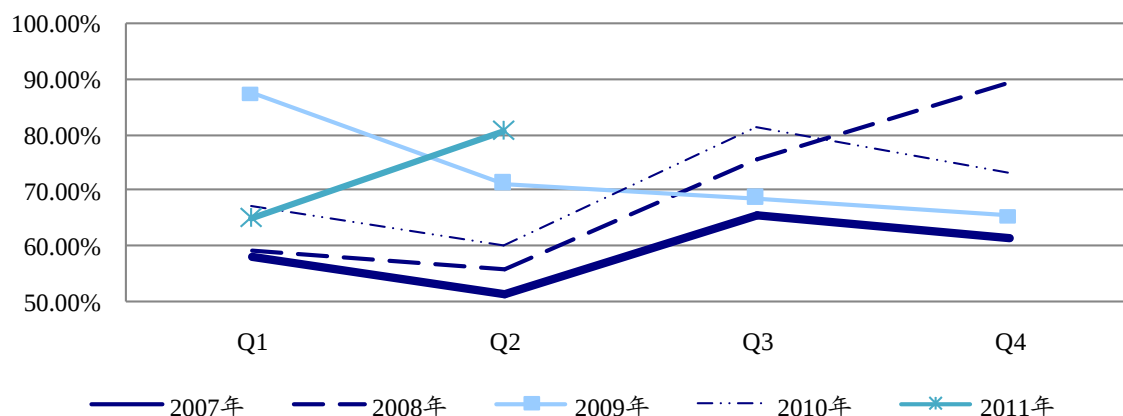
二季度，十家公司整体平均应收账款占营业收入的比例为 80.75%，环比提升 15.67 个百分点，同比提升 20.52 个百分点，资金周转压力普遍加大。三一重工二季度该比例同比仅提升 1.47 个百分点，提升幅度远低于行业内其他上市公司。

表 6、十家公司（及整体）分季度应收账款占营业收入比例

应收账款占营业收入比例	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工	整体占比	应收账款净额同比增速
2008Q1	88.82%	80.11%	66.12%	34.94%	43.05%	39.69%	39.39%	65.18%	67.12%	48.25%	59.27%	57.17%
2008Q2	64.08%	68.12%	66.57%	37.43%	57.71%	36.14%	37.81%	79.88%	70.21%	36.31%	55.71%	48.33%
2008Q3	89.94%	80.34%	88.17%	56.15%	88.00%	44.16%	42.66%	124.30%	121.16%	42.54%	75.52%	47.24%
2008Q4	114.34%	95.76%	97.99%	55.98%	123.88%	44.91%	58.19%	124.39%	138.84%	36.88%	89.55%	50.93%
2009Q1	115.43%	116.65%	81.56%	47.31%	81.76%	42.46%	56.33%	106.04%	97.08%	67.48%	87.57%	28.67%
2009Q2	81.07%	83.76%	76.33%	43.09%	75.29%	42.51%	48.10%	114.39%	88.40%	44.80%	71.31%	34.29%
2009Q3	84.72%	95.36%	34.61%	46.00%	81.37%	44.33%	43.24%	125.54%	120.18%	69.88%	68.66%	48.62%
2009Q4	114.28%	88.72%	32.89%	35.16%	63.16%	46.92%	42.02%	96.29%	120.96%	65.56%	65.53%	44.56%
2010Q1	78.78%	99.05%	46.32%	42.11%	57.46%	45.20%	42.50%	90.40%	101.90%	82.56%	67.26%	85.68%
2010Q2	79.74%	69.94%	41.00%	38.31%	59.99%	47.78%	36.12%	80.34%	91.68%	98.57%	60.24%	90.08%
2010Q3	89.54%	102.79%	62.49%	49.39%	107.82%	56.56%	39.30%	124.45%	142.02%	138.02%	81.39%	64.50%
2010Q4	84.78%	92.67%	61.12%	45.06%	69.89%	51.63%	38.70%	89.02%	116.71%	102.20%	73.15%	59.95%
2011Q1	67.80%	84.12%	56.72%	40.51%	79.51%	42.75%	41.60%	69.66%	139.55%	114.20%	65.08%	83.45%
2011Q2	81.21%	85.33%	86.30%	59.78%	109.35%	55.35%	39.42%	96.03%	117.13%	162.49%	80.75%	69.72%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 4、十家公司整体分季度平均应收账款占营业收入比例



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

此外，二季度，中联重科与柳工的融资租赁应收款项大幅增长，且融资租赁应收款项占营业收入的比例与去年同期相比提升明显。

- 二季度，中联重科一年内到期非流动资产占营业收入的比例为 54.93%，同比提升 1.72 个百分点；柳工为 69.06%，同比提升 37.90 个百分点。
- 二季度，中联重科长期应收账款占营业收入的比例为 72.95%，同比提升 5.90 个百分点；柳工为 53.75%，同比提升 37.25 个百分点。

表 7、中联、柳工一年内到期非流动资产及长期应收账款占营业收入比例

项目	一年内到期非流动资产占营业收入的比例		长期应收账款占营业收入的比例	
	中联重科	柳工	中联重科	柳工
2008Q1	6.49%	0.00%	10.48%	0.00%
2008Q2	7.91%	0.00%	14.48%	0.00%
2008Q3	13.02%	0.00%	25.70%	0.00%
2008Q4	19.14%	0.00%	34.78%	0.60%
2009Q1	25.07%	0.00%	44.91%	2.55%
2009Q2	20.72%	0.00%	34.20%	10.33%
2009Q3	32.60%	0.00%	45.97%	28.75%
2009Q4	46.01%	12.69%	66.95%	24.07%
2010Q1	72.22%	24.99%	84.41%	16.21%
2010Q2	53.21%	31.16%	67.05%	16.50%
2010Q3	75.54%	59.12%	121.43%	31.72%
2010Q4	75.94%	66.48%	120.63%	44.46%
2011Q1	63.85%	45.32%	85.48%	33.89%
2011Q2	54.93%	69.06%	72.95%	53.75%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

从各家公司因信用销售而负有回购担保义务的余额及逾期回购情况来看，产品回购风险尚未出现明显扩大迹象：

- 二季度末，三一重工负有银行按揭回购义务的累计贷款余额为 209.45 亿元，较年初增加 35.11 亿元；另外，公司因与康富国际、湖南中宏开展融资租赁保理业务合作而承担回购担保义务的余额为 60.66 亿元。应收客户逾期按揭款及回购款余额为 8.49 亿元，较年初增加 1.36 亿元，尚未出现风险明显扩大的迹象。
- 二季度，徐工机械以承诺回购产品方式为客户购买公司产品的按揭贷款提供担保的金额为 16.28 亿元，二季度开展按揭销售业务过程中没有发生回购事项。二季度末，徐工机械为按揭销售业务提供回购担保的余额为 42.01 亿元。
- 二季度末，柳工产品销售按揭业务回购担保贷款余额为 5.10 亿元，其中存在逾期本金 726.45 万元，尚未达到合同回购条件；柳工为经销商承兑授信回购担保余额为 6.97 亿元，二季度尚未发生回购事项。
- 二季度末，厦工股份产品销售按揭业务回购担保贷款余额为 1.78 亿元，宽限期内逾期本金为 446.42 万元，尚未达到合同回购条件；厦工股份为经销商承兑授信回购担保余额为 8.13 亿元，尚未发生回购事项。
- 二季度末，山推股份产品销售按揭业务回购担保贷款余额为 6.74 亿元，其中存在逾期本金 331.28 万元，尚未达到合同回购条件；山推股份为经销商承兑授信回购担保余额为 5.10 亿元，尚未发生回购事项。

6、预收账款占营业收入比例下降，存货大幅增长且周转率下降

二季度末，十家公司合计预收账款余额为 32.46 亿元，同比仅小幅增长 0.63%。二季度平均预收账款占营业收入的比例为 6.03%，同比降低 0.32 个百分点，处于 2008Q1 以来的单季最低水平。

二季度末，十家公司合计存货余额为 378.88 亿元，同比大幅增长 56.81%；二季度单季上市公司整体存货周转率为 1.10，受产成品库存较高、去库存时间较长的影响，同比环比均有所下降。

二季度十家公司整体总资产周转率为 0.27，较去年同期的 0.33 有所下降，主要源于整体应收账款和存货周转率的下降。

表 8、十家公司整体预收账款、应付账款、存货的增速及周转率

项目	预收账款		应付账款		存货	
	余额同比 增速	占营业收入 比例	余额同比 增速	占营业成本 比例	余额同比 增速	单季 周转率
2008Q1		10.74%		70.11%		0.82
2008Q2		9.31%		166.62%		0.95
2008Q3		11.96%		130.73%		0.70
2008Q4		13.05%		109.44%		0.55
2009Q1	-24.59%	10.20%	24.87%	108.90%	30.73%	0.57
2009Q2	-23.34%	6.89%	10.36%	144.72%	7.35%	0.82
2009Q3	9.97%	7.14%	47.92%	152.91%	13.66%	0.95
2009Q4	28.11%	7.69%	52.67%	143.13%	17.69%	0.93
2010Q1	73.50%	6.98%	78.62%	135.88%	28.40%	0.96
2010Q2	134.12%	6.35%	117.52%	154.42%	38.48%	1.29
2010Q3	30.29%	8.35%	56.22%	121.24%	32.65%	1.02
2010Q4	72.08%	7.96%	76.25%	118.76%	54.03%	0.89
2011Q1	60.18%	6.40%	55.63%	145.72%	47.46%	1.12
2011Q2	0.63%	6.03%	27.88%	141.40%	56.81%	1.10

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

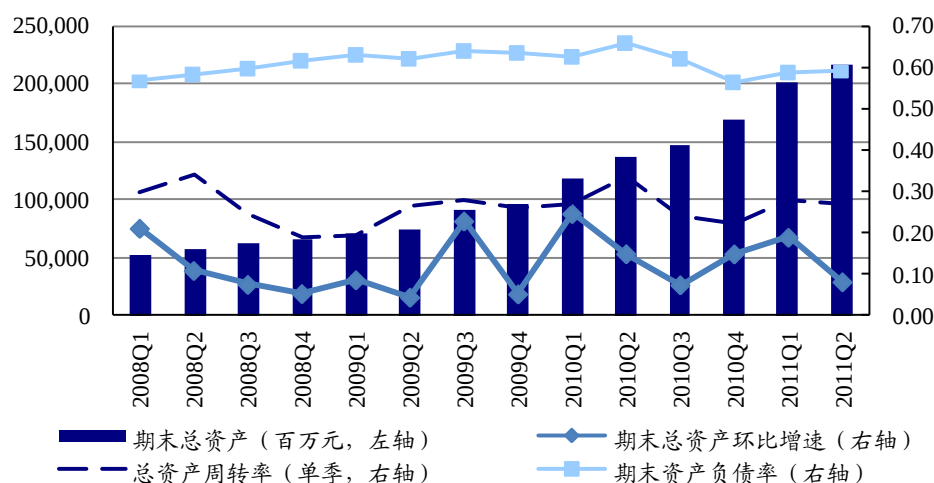
7、整体资产负债率环比小幅上升，部分公司资产负债率超 65%

二季度末，十家公司整体资产负债率为 58.98%，同比下降 6.87 个百分点，环比提升 0.18 个百分点；资产负债率同比大幅下降主要源于规模较大的中联重科和徐工机械完成大额融资，环比小幅提升则主要由于二季度上市公司普遍增加银行借款或发行票据以补充货币资金。

三一重工、厦工股份、山推股份、山河智能的资产负债率在 65% 左右，股权融资需求较高。

二季度末，十家公司平均流动比率和现金比率处于近 3 年的中等水平，平均速动比率处于近 3 年最高水平，在信用销售占比提升的大背景下，目前上市公司的偿债能力保障程度仍较高。

图 5、总资产、总资产周转率及资产负债率



数据来源：兴业证券研究所

8、资产周转率及资产负债率同比下降影响整体 ROE

二季度单季十家公司整体 ROE 为 9.61%，环比提升 0.67 个百分点，但同比下降 2.87 个百分点，主要源于整体资产周转率和资产负债率同比下降较为明显；单季度 ROE 处于 2008Q1 以来的较高水平，仅次于 2010Q2。

目前来看，行业进入门槛仍在继续提升，且市场集中度呈上升趋势，上市公司资金优势明显，整体 ROE 仍有上升空间。分公司来看，三一重工二季度单季 19.82% 的 ROE 远高于其他上市公司，盈利能力遥遥领先。

表 9、十家公司（及整体）分季度净资产收益率

ROE (单季)	三一 重工	中联 重科	徐工 机械	柳工	厦工 股份	山推 股份	安徽 合力	常林 股份	山河 智能	河北 宣工	整体 ROE
2008Q1	6.55%	8.93%	-1.14%	5.62%	3.69%	6.77%	3.64%	4.64%	2.66%	0.23%	5.58%
2008Q2	10.18%	11.75%	1.25%	8.44%	4.44%	7.40%	3.95%	4.35%	4.31%	1.26%	7.79%
2008Q3	5.46%	9.36%	8.49%	0.77%	2.08%	3.75%	1.75%	-2.05%	0.14%	-0.41%	4.44%
2008Q4	3.12%	3.76%	-0.50%	-1.71%	0.43%	0.78%	0.52%	-2.18%	-2.83%	-0.12%	1.28%
2009Q1	4.55%	5.35%	-1.06%	5.41%	0.56%	3.05%	-0.69%	0.89%	0.94%	0.03%	3.25%
2009Q2	9.70%	12.61%	1.24%	6.06%	2.29%	3.73%	1.19%	0.96%	2.87%	1.13%	6.89%
2009Q3	11.48%	8.73%	10.70%	5.19%	1.92%	2.63%	1.92%	1.68%	1.50%	-0.26%	7.09%
2009Q4	6.27%	9.38%	9.66%	7.28%	1.19%	4.71%	3.44%	2.53%	2.91%	1.59%	6.55%
2010Q1	10.48%	5.41%	10.18%	8.66%	6.50%	6.47%	3.23%	5.15%	4.06%	0.09%	7.33%
2010Q2	21.50%	9.74%	15.70%	10.96%	11.50%	7.66%	5.34%	9.90%	5.44%	0.07%	12.48%
2010Q3	15.51%	5.92%	5.38%	6.66%	3.46%	5.60%	3.68%	3.06%	1.92%	0.41%	7.30%
2010Q4	10.72%	5.54%	7.85%	3.36%	3.43%	4.17%	4.31%	2.46%	2.48%	2.63%	6.14%
2011Q1	19.21%	6.53%	7.96%	6.76%	6.94%	7.43%	3.62%	7.38%	4.07%	0.61%	8.94%
2011Q2	19.82%	8.13%	8.64%	5.31%	5.59%	4.43%	5.07%	2.57%	5.29%	0.03%	9.61%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

9、上市公司产能扩张仍在持续，未来竞争会愈加激烈

二季度末，十家公司总在建工程为 70.05 亿元，环比增长 33.40%，二季度末在建工程占总资产的比例为 3.23%，同比、环比提升都较为明显。2010Q1 以来上市公司大幅扩张产能的过程还在持续，预计产能将于 2012-2013 年集中释放，未来竞争会愈加激烈。

二季度末，十家公司固定资产总额为 203.81 亿元，环比增长 4.12%。厦工股份二季度末固定资产较一季度环比增长尤为明显，达 23.59%，打破了其 2010Q1 以来持续环比负增长或零增长的局面。

表 10、十家公司（及整体）在建工程环比增速、在建工程占总资产比例

在建工程环比增速	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工	整体环比增速	占总资产比例
2008Q2	23.70%	76.19%	7.08%	36.10%	6.70%	74.41%	-38.61%	14.90%	23.52%	1.45%	33.14%	4.12%
2008Q3	11.57%	11.05%	11.32%	20.52%	31.07%	31.71%	125.50%	11.64%	-1.96%	2.62%	19.52%	4.58%
2008Q4	-10.75%	7.51%	-78.37%	-2.28%	-65.56%	12.92%	-39.28%	-78.70%	-57.77%	6.82%	-14.29%	3.73%
2009Q1	14.55%	24.48%	-0.21%	17.26%	-11.02%	8.49%	17.22%	37.13%	-2.02%	-31.22%	16.11%	3.98%
2009Q2	14.83%	14.93%	-0.76%	2.86%	-18.83%	30.38%	23.68%	-7.09%	27.29%	-6.74%	15.10%	4.39%
2009Q3	22.96%	2.18%	1408.10%	33.69%	-12.49%	-1.58%	-10.16%	50.62%	116.41%	15.05%	27.18%	4.55%
2009Q4	-10.49%	-55.03%	-45.45%	-61.13%	-85.19%	-32.43%	-21.74%	23.01%	19.64%	-18.99%	-37.73%	2.69%
2010Q1	33.75%	24.87%	-29.66%	67.19%	31.67%	-23.61%	40.93%	16.55%	-31.85%	34.44%	16.16%	2.51%
2010Q2	25.48%	-42.66%	105.01%	10.35%	-11.41%	35.16%	35.77%	116.62%	9.45%	8.24%	15.53%	2.52%
2010Q3	45.26%	13.69%	23.17%	91.14%	-8.83%	-14.87%	9.93%	166.57%	6.90%	-66.82%	34.93%	3.17%
2010Q4	-3.05%	8.61%	-2.96%	-51.27%	122.85%	36.97%	-48.18%	97.83%	-62.59%	-60.99%	-7.54%	2.55%
2011Q1	15.19%	11.27%	82.82%	-48.66%	82.68%	47.98%	19.50%	14.74%	23.20%	1774.79%	21.94%	2.62%
2011Q2	25.32%	45.47%	38.71%	50.52%	145.01%	41.79%	-20.98%	36.98%	135.14%	24.42%	33.40%	3.23%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

表 11、十家公司（及整体）固定资产环比增速、固定资产占总资产比例

固定资产环比增速	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工	整体环比增速	占总资产比例
2008Q2	5.57%	2.51%	1.65%	0.11%	8.23%	0.80%	8.16%	-2.22%	4.53%	-2.58%	3.57%	12.31%
2008Q3	15.12%	58.05%	-2.34%	16.44%	4.53%	1.20%	-1.46%	-2.26%	7.44%	-1.64%	14.71%	13.13%
2008Q4	16.65%	25.48%	54.95%	16.57%	27.55%	11.23%	8.31%	15.53%	16.15%	-2.43%	20.42%	15.02%
2009Q1	-1.58%	0.83%	1.07%	0.82%	5.45%	-1.19%	2.71%	-2.62%	5.91%	-0.43%	0.62%	13.91%
2009Q2	3.50%	1.51%	-0.32%	3.45%	2.84%	9.16%	-0.31%	-1.17%	-1.42%	1.36%	2.40%	13.64%
2009Q3	5.27%	2.04%	113.34%	-1.40%	0.76%	4.09%	8.78%	-2.10%	-0.11%	-1.16%	13.39%	12.60%
2009Q4	13.65%	37.75%	15.33%	32.09%	9.75%	22.86%	8.39%	0.03%	1.56%	-0.81%	19.44%	14.30%
2010Q1	27.03%	-1.97%	-6.57%	1.37%	-1.12%	11.61%	-1.31%	-1.66%	45.11%	-1.66%	6.16%	12.19%
2010Q2	34.79%	10.31%	2.88%	-0.02%	-0.37%	0.04%	-1.43%	-0.29%	-11.98%	-1.87%	11.08%	11.78%
2010Q3	5.04%	-0.53%	-1.03%	2.61%	-0.95%	12.34%	-0.68%	-2.11%	-0.08%	-2.53%	2.37%	11.23%
2010Q4	15.91%	8.17%	8.08%	31.58%	0.18%	0.91%	20.11%	-0.02%	17.32%	-3.27%	12.20%	10.97%
2011Q1	12.63%	0.19%	2.87%	10.87%	-0.40%	1.74%	-0.34%	-2.11%	0.77%	-0.93%	5.71%	9.76%
2011Q2	7.18%	2.17%	-0.86%	0.88%	23.59%	-1.67%	3.92%	-2.04%	2.08%	-1.78%	4.12%	9.39%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

10、经营活动收益质量同比下降，资金周转压力增大

二季度，上市公司经营活动现金流较一季度有所好转，除山推股份、河北宣工之外，其余上市公司的经营活动现金流基本由一季度的净流出转为净流入。

但考察“经营现金流量净额/带息债务”和“经营现金流量净额/经营活动净收益”，仅中联重科、山河智能的收益质量同比有所改善；考察“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”比例，仅中联重科、柳工、厦工股份同比提升较为明显。

上市公司资金周转压力普遍加大。但目前来看，流动比率、资产周转率、资产负债率等没有恶化，企业的偿债能力和资金周转仍有较强保障。

表 12、十家公司分季度销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的比值

销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工
2008Q1	80.50%	83.55%	88.87%	66.43%	55.75%	74.88%	77.11%	43.23%	76.86%	59.31%
2008Q2	81.88%	98.48%	91.40%	76.78%	100.54%	79.12%	88.50%	59.82%	90.09%	69.58%
2008Q3	88.93%	87.82%	92.85%	109.33%	66.45%	92.65%	87.09%	54.52%	104.14%	51.22%
2008Q4	176.73%	105.67%	128.85%	42.16%	77.62%	179.61%	144.72%	83.08%	110.24%	53.06%
2009Q1	86.06%	71.76%	86.98%	75.89%	80.83%	74.02%	87.84%	42.43%	65.29%	62.65%
2009Q2	74.30%	93.50%	80.37%	91.08%	60.83%	80.30%	84.77%	56.61%	73.84%	44.46%
2009Q3	85.94%	89.41%	217.93%	119.12%	83.13%	63.24%	88.06%	47.29%	86.01%	53.97%
2009Q4	163.70%	61.56%	125.02%	101.05%	89.11%	114.83%	91.13%	68.11%	71.68%	52.25%
2010Q1	65.70%	81.41%	87.34%	87.88%	66.62%	46.25%	81.31%	48.20%	69.25%	25.15%
2010Q2	113.24%	57.33%	98.54%	120.53%	52.78%	104.08%	79.66%	51.00%	78.62%	108.20%
2010Q3	114.18%	78.55%	120.05%	151.09%	86.36%	89.53%	81.16%	61.55%	89.25%	-26.97%
2010Q4	140.67%	133.03%	36.99%	152.16%	123.44%	58.00%	73.95%	75.66%	70.12%	75.78%
2011Q1	62.55%	79.72%	91.64%	85.30%	43.04%	52.01%	76.73%	36.86%	68.85%	33.90%
2011Q2	115.56%	112.16%	83.38%	194.52%	83.69%	77.61%	85.27%	53.65%	83.57%	48.80%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

表 13、十家公司分季度经营现金流量净额与带息债务的比值

经营现金流量净额/带息债务	三一重工	中联重科	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	常林股份	山河智能	河北宣工
2008Q1	-5.33%	-25.20%	2.80%	-15.10%	-6.47%	1.13%	11.78%	6.50%	-38.80%	-10.31%
2008Q2	5.52%	13.31%	13.68%	7.81%	-5.79%	16.14%	52.44%	-2.00%	9.52%	12.78%
2008Q3	-0.22%	5.23%	4.03%	-25.50%	-22.05%	6.22%	6.72%	-4.16%	-15.00%	-4.30%
2008Q4	15.36%	2.79%	-10.00%	-1.86%	11.25%	4.89%	4.49%	3.70%	-6.22%	6.81%
2009Q1	-11.34%	-5.37%	3.07%	28.23%	10.26%	8.86%	36.45%	-11.68%	2.57%	5.93%
2009Q2	15.10%	10.99%	11.42%	14.29%	8.63%	15.59%	21.63%	-2.66%	2.31%	1.31%
2009Q3	24.31%	5.39%	52.43%	24.25%	0.60%	-0.51%	34.55%	-7.36%	-15.28%	-0.94%
2009Q4	43.58%	0.47%	-0.29%	5.26%	-6.51%	8.17%	32.54%	26.67%	-2.82%	0.45%
2010Q1	-17.15%	1.44%	4.00%	6.46%	8.52%	4.84%	26.39%	-0.05%	-5.87%	-13.08%
2010Q2	39.47%	-10.96%	29.15%	12.65%	6.93%	4.24%	43.40%	5.98%	8.15%	5.19%
2010Q3	14.24%	-9.47%	-1.97%	5.73%	-2.99%	9.78%	46.68%	-7.14%	-22.25%	2.88%
2010Q4	30.08%	20.19%	-24.35%	-4.16%	9.52%	-7.24%	14.49%	6.59%	-2.45%	-1.73%
2011Q1	-17.96%	-7.06%	-23.15%	-25.75%	-24.16%	-6.65%	15.82%	-20.82%	-29.69%	-15.01%
2011Q2	19.10%	7.98%	5.32%	1.08%	1.49%	-13.44%	38.03%	1.47%	21.73%	-19.93%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

表 14、十家公司分季度经营现金流量净额与经营活动净收益的比值

经营现金流量 净额 / 经营活 动净收益	三一 重工	中联 重科	徐工 机械	柳工	厦工 股份	山推 股份	安徽 合力	常林 股份	山河 智能	河北 宣工
2008Q1	-39.7%	-145.3%	691.8%	-136.6%	-217.9%	6.3%	30.1%	632.2%	-512.8%	-3150.0%
2008Q2	33.7%	73.3%	1935.2%	45.8%	-133.1%	85.2%	127.0%	378.3%	74.5%	582.0%
2008Q3	-2.3%	64.6%	-119.3%	-3830.4%	-885.6%	58.0%	40.2%	93.4%	-792.5%	490.7%
2008Q4	562.7%	163.4%	512.7%	42.8%	-1271.2%	-1043.7%	-27.7%	-44.9%	72.3%	251.8%
2009Q1	-154.0%	-179.0%	-203.1%	299.2%	2006.4%	128.6%	-718.5%	287.7%	204.6%	-588.5%
2009Q2	91.8%	139.2%	1199.8%	112.4%	520.6%	170.1%	271.3%	84.1%	41.1%	63.2%
2009Q3	86.9%	89.2%	616.2%	244.7%	28.4%	-10.0%	293.6%	251.8%	-638.8%	170.3%
2009Q4	264.4%	10.6%	-3.2%	49.1%	-379.8%	92.1%	149.3%	-1180.3%	-80.2%	-4.0%
2010Q1	-80.3%	20.3%	41.4%	41.5%	95.0%	43.4%	105.9%	6.2%	-113.4%	-13080.6%
2010Q2	144.8%	-89.8%	194.7%	74.0%	41.3%	48.2%	113.6%	166.7%	129.5%	-1002.6%
2010Q3	69.1%	-133.0%	-19.8%	67.0%	-52.0%	121.2%	161.0%	-1116.2%	-1200.4%	365.6%
2010Q4	240.9%	187.2%	-137.8%	-75.1%	253.2%	-158.6%	52.2%	978.0%	-109.8%	16.2%
2011Q1	-104.0%	-56.3%	-119.0%	-198.1%	-266.8%	-78.2%	45.6%	-860.4%	-727.7%	-635.1%
2011Q2	91.0%	58.2%	36.1%	15.0%	23.6%	-261.2%	100.0%	107.4%	452.3%	1329.6%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

12、行业观点及重点公司盈利预测

从财务报表来看上市公司经营策略，二季度各家公司表现不一；三一重工和厦工股份表现相对积极，通过提升财务杠杆，一方面增强资金实力通过信用销售提升收入及利润增速，改善经营性现金流状况，但同时应收账款规模及负债规模相应加大。而柳工和中联重科则表现相对稳健，柳工在需求景气下滑时随即收缩，而中联由于货币资金较为充足表现相对从容。

目前来看，行业去库存已接近尾声，下游行业开工情况环比有所复苏，新开工项目计划投资额同比增速于7、8月大幅回升，但后续不确定因素仍较多，判断行业整体同比回暖时点及幅度需要继续跟踪下游开工情况及信贷政策变动情况；目前我们对三、四季度行业销量谨慎乐观。

从行业格局及上市公司的持续动作来看，行业“抢钱、抢人、抢地盘”的格局还会继续深化，我们依然对龙头公司偏乐观。重点公司的估值水平已具备足够吸引力，目前期待市场预期的修复，我们维持对行业“推荐”的投资评级。

表 15、工程机械行业重点公司盈利预测

项目	10A	11E	12E	13E	评级	9.14 收盘价	11PE	12PE	13PE	B	PB	ROE
三一重工	0.74	1.35	1.75	2.28	强烈推荐	15.04	11.14	8.59	6.60	2.23	6.74	41.81%
中联重科	0.79	1.00	1.27	1.54	强烈推荐	9.97	9.97	7.85	6.47	5.42	1.84	14.92%
徐工机械	1.42	1.86	2.39	2.87	强烈推荐	20.70	11.13	8.66	7.21	6.78	3.05	16.79%
柳工	2.06	1.51	1.86	2.18	推荐	17.46	11.56	9.39	8.01	8.11	2.15	12.26%
厦工股份	0.79	1.05	1.26	1.50	推荐	13.30	12.67	10.56	8.87	4.87	2.73	11.86%
山推股份	1.11	1.10	1.35	1.68	推荐	13.08	11.89	9.69	7.79	5.72	2.29	11.85%

数据来源：兴业证券研究所

注：B 和 ROE 为 2011 年半年报数据。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。