

## 盈利能力下滑 经营现金流改善

三一重工 (600031.SH)

**谨慎推荐** 下调评级

投资要点: 2012年三季报

### 1、事件

2012年1-3季度收入407亿元,同比下降1.5%;净利润59亿元,同比下降23%;EPS0.77元;扣非后的EPS为0.71元,同比下降29%。经营性现金流0.11元/股,同比增长155%。ROE为27%,扣非后的ROE为25%,同比下降7个百分点。业绩低于预期,经营性现金流获得改善。

### 2、我们的分析与判断

#### (一) 三季度单季度收入增速-18%、行业调整持续

去年二季度以来工程机械行业整体持续低迷,今年第三季度公司遭遇行业深冬,单季度收入同比下滑18%,混凝土机械三季度压力较大,同比-10%以上增长,前三季度台数累计同比-4%(不包括大象),挖掘机前三季度销售13568台,台数同比累计-18%。汽车吊前三季度销售2150台,台数同比累计-27%,履带吊前三季度销售368台,同比累计47%,挖掘机和起重机销售增速优于行业,市场份额相对提升。

1-3季度单季净利润同比分别增长5%、-28%、-59%,利润增速逐季明显回落,二季度开始负增长,基本反应了今年下游不景气的行业整体情况,公司7月份开始执行会计估计变更,调整了应收账款坏账拨备计提比例,第3季度资产减值损失为-5.9亿,如按原计提比例,资产减值损失应为正数,变更新计提比例后预计增加净利润超过5.9亿。

#### (二) 盈利能力下滑超预期、高毛利产品占比下降

1-3季度单季毛利率分别为38%、33%、26%,单季净利率分别为19%、14%、8%,公司盈利能力下降符合我们年初的判断,但幅度超预期。第三季度毛利率创上市以来新低,较2008年3季度低一个百分点。第三季度三费率高达26%,同比提升9个百分点,其中销售费用率11.1%、管理费用率9.8%、财务费用率4.5%,各项费用率均处历史高位。

我们分析盈利能力下滑的原因有三:一是今年下半年以来高毛利混凝土机械及泵车占比下降,特别是低毛利的“大象”产品并表后毛利率影响更大,拉低毛利率4个百分点左右,而小挖等占比提升,高毛利中大挖

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621)20252629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080004

鞠厚林 机械行业分析师

☎: (8610) 6656 8946

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010007

特此鸣谢

王华君 ☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

陈显帆 ☎: (8621) 20257807

✉: chenxianfan@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

#### 市场数据 时间 2012.10.31

A股收盘价(元)	9.08
A股一年内最高价(元)	15.09
A股一年内最低价(元)	8.74
上证指数	2058.94
总股本(万股)	759370.61
实际流通A股(万股)	703080.00
流通A股市值(亿元)	641

#### 相关研究

公司点评——三一重工(600031): 业绩略低预期, 未来关注整合和国际化 2012.1.30  
公司点评——三一重工(600031): 中报符合预期, 龙头竞争凸显 2011.8.16  
公司深度——三一重工(600031): 品质改变世界, 创新造就未来装备制造业巨头 2011.03.11

占比下降也拉低了部分毛利率；二是规模下降，但是固定成本等增加大幅影响了毛利率及净利率；三是公司代理商体系改革，包括扶持代理商返利加大等策略，都影响了费用率。

公司前三季度经营性现金流为 8.28 亿元，相对今年中期的-17.47 亿元以及去年同期的-15.15 亿元明显好转，反应了公司经营策略的转变：加强回款，控制风险。公司的资产负债率由中期的 66.5% 环比下降到 63.2%，公司优化负债结构，长期负债占比 60%，存货环比减少 3 个亿，流动比率和速动比率等指标都有所改善。

### （三）预计四季度毛利率环比持平，单季度 EPS 0.09 元

目前基建投资数据、地产新开工、中长期信贷数据、PPI 改善，行业未来将逐步温和复苏，加上季节性因素，公司四季度销售有望环比改善，但由于下游需求、销量基数、企业现金流等因素，同比改善空间有限，预计四季度毛利率环比持平，净利率环比略有提升。

三一 11 年下半年混凝土机械收入 102 亿元，不考虑大象并表，今年销量下半年预计同比-30%，预计销售 72 亿元，今年前三季度大象收入并表 40 亿元，下半年预计并表 25 亿元以上，加上大象并表合计 12 年下半年混凝土机械收入约 97 个亿，下半年同比-5%，四季度混凝土机械预计收入同比持平。起重机销量去年四季度 578 台，今年三季度 401 台，预计四季度环比增幅 15%，同比降幅约 20%。挖掘机去年四季度 4000 台，今年三季度 2008 台，预计四季度环比增幅 20%，同比-40%，四季度销售收入预计同比下降 15-20% 之间，毛利率预计环比持平，维持在 26%，期间费用率略有下降，净利率环比上升 1 个点到 9% 左右，单季度 EPS 预计 0.09 元。

未来两年大象并表后，混凝土机械复合 5% 左右的同比增长，土方机械和起重机械温和复苏，收入有望保持 15% 左右的增速。

## 3、投资建议

公司收入占 50% 的混凝土机械在房地产持续调控的背景下，未来下滑压力很大；土方机械未来二季度仍无法实现大幅改善，预计公司毛利率短期环比持平，业绩增长压力较大。

我们预计全年收入同比下滑 5% 以内，预计扣非后 EPS 约为 0.8 元，同比下滑 24%，公司作为行业龙头企业，有长期竞争力，预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 0.84、0.93、1.03 元，对应当前股价 PE 为 10.7X/9.7X/8.4X，我们给予“谨慎推荐”评级。

## 附录 1:

表 1: 2012Q3 工程机械上市公司各项财务指标比较:

2012Q3 单季度指标	中联重科	三一重工	徐工机械	柳工	厦工股份	山推股份	安徽合力	行业平均
营业收入同比增长率(%)	10.3	(18.3)	19.6	(26.7)	(15.5)	(21.1)	(3.3)	(7.8)
净利润同比增长率(%)	0.3	(58.8)	(37.3)	(85.0)	(27.6)	(2978.1)	(11.9)	(456.9)
净资产收益率 ROE(%)	3.4	3.2	2.3	0.2	1.3	(1.8)	2.4	1.6
净资产收益率(扣除非经常损益)(%)	3.4	2.3	2.3	(0.0)	(0.9)	(1.9)	2.2	1.0
销售净利率(%)	13.8	8.7	5.5	0.8	2.6	(4.0)	5.1	4.6
销售毛利率(%)	35.6	26.1	21.8	16.6	7.8	13.2	16.6	19.7
资产负债率(%)	53.1	63.2	60.2	59.7	65.1	62.7	36.9	57.3
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.0	0.1	(1.7)	1.2	(1.3)	0.2	0.6	(0.1)
每股净资产 BPS(元)	5.3	3.0	8.0	8.3	5.0	3.7	5.7	5.6
报告期应收账款收入占比(%)	50.3	50.9	71.7	25.0	83.9	30.3	16.5	46.9

资料来源: 中国银河证券研究部, WINDS

## 附录 2: 分产品预测

表 2: 三一分产品预测和假设 (单位: 亿元)

单位: 亿元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>主营收入</b>	<b>339.55</b>	<b>507.76</b>	<b>498.80</b>	<b>549.33</b>	<b>603.37</b>
混凝土机械(亿元)	178.27	260.46	265.67	278.95	292.90
汽车起重机	25.56	42.18	40.07	46.08	50.69
旋挖钻(亿元)	19.99	22.41	17.93	18.82	19.77
路面机械(亿元)	12.89	16.74	14.23	17.07	20.49
履带起重机(亿元)	16.32	15.32	19.92	24.90	29.87
配件(亿元)	9.42	20.95	27.24	32.68	39.22
挖掘机	62.35	104.72	83.78	96.34	110.79
其他(亿元)	14.76	24.98	29.98	34.47	39.64
<b>营业收入增速</b>	<b>79.0%</b>	<b>49.5%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>9.8%</b>
混凝土机械(%)	88.1%	46.1%	2.0%	5.0%	5.0%
汽车起重机	89.4%	65.0%	-5.0%	15.0%	10.0%
旋挖钻(%)	79.0%	12.1%	-20.0%	5.0%	5.0%
路面机械(%)	86.5%	29.9%	-15.0%	20.0%	20.0%
履带起重机(%)	-4.6%	-6.1%	30.0%	25.0%	20.0%
配件(%)	61.5%	122.4%	30.0%	20.0%	20.0%
挖掘机	108.6%	68.0%	-20.0%	15.0%	15.0%
其他(%)	39.2%	69.2%	20.0%	15.0%	15.0%
<b>营业收入构成</b>					
混凝土机械(%)	52.5%	51.3%	53.3%	50.8%	48.5%
汽车起重机	7.5%	8.3%	8.0%	8.4%	8.4%

旋挖钻(%)	5.9%	4.4%	3.6%	3.4%	3.3%
路面机械(%)	3.8%	3.3%	2.9%	3.1%	3.4%
履带起重机(%)	4.8%	3.0%	4.0%	4.5%	5.0%
配件(%)	2.8%	4.1%	5.5%	5.9%	6.5%
挖掘机	18.4%	20.6%	16.8%	17.5%	18.4%
其他(%)	4.3%	4.9%	6.0%	6.3%	6.6%
<b>毛利率</b>	<b>36.9%</b>	<b>36.5%</b>	<b>33.0%</b>	<b>32.0%</b>	<b>31.4%</b>
混凝土机械(%)	41.69%	41.83%	38.5%	36.0%	35.0%
汽车起重机	28.67%	28.17%	29.0%	29.0%	29.0%
旋挖钻(%)	46.93%	46.85%	38.0%	40.0%	40.0%
路面机械(%)	35.92%	36.68%	30.0%	32.0%	33.0%
履带起重机(%)	30.68%	40.60%	35.0%	34.0%	34.0%
配件(%)	35.67%	34.84%	22.0%	30.0%	30.0%
挖掘机	30.34%	30.02%	28.0%	28.5%	28.5%
其他(%)	14.94%	11.25%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司年报、Wind、中国银河证券研究部

## 附录 3：三一重工子行业数据

表 3：三一重工汽车吊月销量

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	总计
2008	54	32	77	71	71	78	77	86	85	88	69	100	888
2009	58	102	149	97	103	101	99	109	100	94	50	137	1199
2010	154	87	228	193	247	175	140	162	128	183	171	170	2038
2011	330	247	513	481	384	279	236	238	234	236	141	201	3520
2012	99	297	400	416	341	196	117	160	124				2150

资料来源：中国银河证券研究部、中国工程机械商贸网

表 4：三一重工起重机同比

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2009	13%	281%	122%	65%	92%	55%	78%	60%	41%	44%	33%	66%
2010	184%	-6%	63%	115%	127%	89%	28%	40%	27%	62%	108%	7%
2011	95%	124%	98%	106%	34%	35%	51%	46%	72%	33%	-15%	28%
2012	-66%	26%	-15%	-6%	-7%	-21%	-40%	-32%	-44%			

资料来源：中国银河证券研究部、中国工程机械商贸网

表 5：三一重工起重机环比

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2008		-41%	141%	-8%	0%	10%	-1%	12%	-1%	4%	-22%	45%
2009	-39%	100%	40%	-32%	16%	-11%	13%	1%	-13%	6%	-28%	80%
2010	4%	-34%	142%	-10%	23%	-26%	-23%	10%	-21%	36%	-7%	-7%
2011	90%	-23%	114%	-6%	-20%	-25%	-14%	6%	-7%	5%	-41%	40%

2012	-49%	180%	43%	4%	-20%	-37%	-34%	19%	-23%
------	------	------	-----	----	------	------	------	-----	------

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 6: 三一重工起重机累计同比

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2009	13%	113%	117%	101%	99%	90%	88%	84%	78%	74%	70%	70%
2010	184%	57%	60%	73%	86%	86%	77%	72%	67%	67%	69%	62%
2011	95%	107%	102%	104%	84%	76%	73%	70%	70%	67%	60%	57%
2012	-66%	-26%	-21%	-16%	-14%	-15%	-18%	-19%	-21%			

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 7: 三一重工挖掘机月销量

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	总计
2008	132	142	404	375	271	271	255	151	293	240	196	370	3100
2009	120	477	880	624	493	415	302	390	514	782	530	642	6169
2010	622	548	2245	1409	1148	867	786	860	983	1183	2105	1398	14154
2011	1579	1999	4622	3208	1227	1123	850	829	1126	1112	1307	1631	20613
2012	602	2066	4523	2013	1333	1023	832	552	624				13568

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 8: 三一重工挖掘机环比

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2008		8%	185%	-7%	-28%	0%	-6%	-41%	94%	-18%	-18%	89%
2009	-67.6%	298%	84%	-29%	-21%	-16%	-27%	29%	32%	52%	-32%	21%
2010	-3.1%	-12%	310%	-37%	-19%	-24%	-9%	9%	14%	20%	78%	-34%
2011	12.9%	27%	131%	-31%	-62%	-8%	-24%	-2%	36%	-1%	18%	25%
2012	-63.1%	243%	119%	-55%	-34%	-23%	-19%	-34%	13%			

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 9: 三一重工挖掘机同比

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2008	154%	230%	114%	99%	46%	66%	55%	102%	94%	35%	3%	72%
2009	-9%	236%	118%	66%	82%	53%	18%	158%	75%	226%	170%	74%
2010	418%	15%	155%	126%	133%	109%	160%	121%	91%	51%	297%	118%
2011	154%	265%	106%	128%	7%	30%	8%	-4%	15%	-6%	-38%	17%
2012	-62%	3%	-2%	-37%	9%	-9%	-2%	-33%	-45%			

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 10: 三一重工挖掘机累计同比

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
2009	-55%	0%	22%	15%	12%	10%	9%	10%	15%	19%	25%	35%
2010	248%	66%	79%	71%	73%	77%	71%	69%	56%	48%	43%	38%

2011	-16%	43%	43%	34%	20%	12%	8%	6%	6%	7%	8%	5%
2012	-18%	-15%	-47%	-51%	-47%	-44%	-42%	-39%	-37%			

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

## 附录 5：公司关键财务指标

表 11：关键指标表

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力（% YoY）					
收入增长率	105.84%	49.54%	-1.76%	10.13%	9.84%
净利润增长率	186.13%	54.02%	-26.06%	10.38%	11.14%
EBITDA 增长率	151.95%	48.24%	-21.77%	13.41%	7.54%
EBIT 增长率	159.21%	48.99%	-18.46%	12.13%	7.21%
估值指标					
PE	12	8	11	10	9
PB	6	3	3	2	2
EV/EBITDA	7	8	10	9	8
EV/EBIT	8	8	11	9	8
EV/NOPLAT	9	10	12	11	9
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力（%）					
毛利率	36.85%	36.48%	32.96%	32.03%	31.38%
EBITDA 率	22.46%	22.26%	17.73%	18.26%	17.87%
EBIT 率	20.92%	20.84%	17.30%	17.61%	17.19%
税前净利润率	20.43%	21.25%	16.35%	16.24%	16.28%
税后净利润率（归属母公司）	16.54%	17.03%	12.82%	12.85%	13.00%
ROA	19.67%	18.25%	11.02%	11.59%	11.59%
ROE（归属母公司）（摊薄）	49.47%	43.99%	26.89%	24.29%	22.43%
经营性 ROIC	31.21%	23.85%	16.22%	16.96%	18.61%
WACC	10.10%	9.76%	9.64%	9.78%	9.84%
ROIC-WACC	21.11%	14.09%	6.58%	7.18%	8.77%
资本结构					
资产负债率	61.97%	59.55%	60.27%	52.87%	48.23%
权益乘数	2.63	2.47	2.52	2.12	1.93
流动资产/总资产	65.21%	65.85%	66.60%	67.68%	70.45%
非流动资产/总资产	34.79%	34.15%	33.40%	32.32%	29.55%
有形资产/总资产	94.52%	95.40%	93.47%	94.24%	94.94%
流动负债/总负债	90.26%	75.71%	66.61%	58.41%	55.45%
非流动负债/总负债	9.74%	24.29%	33.39%	41.59%	44.55%
有息负债/总投入资本	38.23%	47.12%	45.63%	37.25%	36.44%

权益/总投入资本	58.96%	53.93%	55.25%	63.59%	78.69%
偿债能力					
流动比率	1.17	1.46	1.66	2.19	2.63
速动比率	0.84	1.11	1.25	1.66	2.12
归属母公司权益/有息债务	1.47	1.08	1.13	1.57	1.98
有形资产/有息债务	3.83	2.70	2.85	3.41	3.96
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	41.70	16.26	9.40	10.00	13.63
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.74	1.14	0.84	0.93	1.03
每股红利	0.04	0.30	0.23	0.26	0.28
每股经营现金流	0.89	0.30	0.52	1.00	1.63
每股自由现金流(FCFF)	0.71	0.01	(0.14)	0.64	1.27
每股净资产	1.49	2.59	3.13	3.83	4.61
每股销售收入	4.47	6.69	6.57	7.23	7.95
每股 EBITDA	1.00	1.49	1.16	1.32	1.42
营运能力					
应收账款周转率	7.09	5.96	3.40	3.03	3.40
应收账款周转天数	50.78	60.38	105.78	118.85	105.79
存货周转率	4.97	4.67	3.57	3.45	3.91
存货周转天数	72.42	77.14	100.85	104.38	92.18
应付账款周转率	7.59	7.63	8.28	8.79	8.76
应付账款周转天数	47.46	47.19	43.49	40.95	41.08
营业周期	123.20	137.52	206.62	223.24	197.96
现金周期	75.75	90.33	163.13	182.29	156.89
总资产周转率	1.44	1.23	0.86	0.84	0.86
杜邦分析					
ROE (归属母公司)	49.47%	43.99%	26.89%	24.29%	22.43%
归属母公司净利润占比	91.10%	92.39%	90.13%	90.98%	91.81%
销售净利率	18.15%	18.44%	14.22%	14.12%	14.16%
总资产周转率	1.44	1.23	0.86	0.84	0.86
权益乘数 (杜邦分析)	2.08	2.10	2.43	2.26	2.01
ROIC 分解					
获利能力-经营利润率 (EBIT/收入)	20.92%	20.84%	17.30%	17.61%	17.19%
资本效率-投入资本周转率	2.14	1.73	1.18	1.15	1.23
1-税率	88.84%	86.74%	87.00%	87.00%	87.00%
收益质量					
经营活动净收益/利润总额	98.07%	90.57%	89.64%	93.16%	93.79%
价值变动净收益/利润总额	1.34%	0.67%	1.39%	0.11%	0.10%
营业外收支净额/利润总额	0.60%	8.76%	8.97%	6.73%	6.11%
所得税/利润总额	11.16%	13.26%	13.00%	13.00%	13.00%
现金流量					



经营活动现金流量净额/经营活动净收益	99.19%	23.32%	54.50%	91.36%	134.63%
自由现金流	5,379.22	86.68	(1,071.07)	4,848.57	9,650.74

资料来源：中国银河证券研究部

**表 12: 利润表**

利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	33,955	50,776	49,880	54,933	60,338
营业成本	21,442	32,252	33,440	37,337	41,403
折旧和摊销	524	723	215	354	412
营业税费	131	260	200	220	241
销售费用	3,205	4,216	4,190	4,395	4,827
管理费用	1,922	3,063	3,043	3,241	3,500
财务费用	298	807	1,318	1,367	1,161
资产减值损失	153	404	379	64	(7)
公允价值变动损益	50	(69)	0	0	0
投资收益	42	141	113	10	10
营业利润	6,897	9,847	7,423	8,318	9,222
利润总额	6,938	10,792	8,155	8,918	9,822
少数股东损益	549	713	700	700	700
归属母公司净利润	5,615	8,649	6,395	7,059	7,845
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.74	1.14	0.84	0.93	1.03
NOPLAT	6,310.02	9,179.07	7,507.11	8,417.95	9,024.84
EBIT	7,102.58	10,581.90	8,628.87	9,675.80	10,373.37
EBITDA	7,626.35	11,305.34	8,843.68	10,029.40	10,785.37

资料来源：中国银河证券研究部

**表 13: 资产负债表**

资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	31,341	51,307	64,360	66,951	73,707
流动资产	20,437	33,784	42,863	45,316	51,926
货币资金	5,970	10,247	9,976	10,987	18,960
交易型金融资产	53	21	25	25	25
应收帐款	5,728	11,305	18,007	18,265	17,196
应收票据	1,113	1,051	1,075	1,374	1,353
其他应收款	550	784	998	945	1,059
存货	5,687	8,134	10,601	11,051	10,151
非流动资产	10,904	17,523	21,497	21,635	21,780
可供出售投资	0	0	200	67	89
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	198	329	329	329	329
固定资产	6,148	10,529	12,844	13,965	14,645
无形资产	1,560	2,160	3,427	3,255	3,093



总负债	19,422	30,553	38,789	35,395	35,545
无息负债	11,695	12,419	17,671	16,909	17,875
有息负债	7,728	18,134	21,118	18,486	17,670
股东权益	11,919	20,754	25,571	31,556	38,162
股本	5,062	7,594	7,594	7,594	7,594
公积金	1,382	1,845	2,484	3,190	3,807
未分配利润	5,008	10,359	13,836	18,415	23,705
少数股东权益	568	1,091	1,791	2,491	3,191
归属母公司权益	11,350	19,663	23,780	29,065	34,971
Vd	7,728	18,134	21,118	18,486	17,670
Ve	46,496	70,221	71,621	73,021	74,421
EV	54,793	87,914	92,185	91,086	84,755
IC	20,216	38,483	46,284	49,621	48,496

资料来源：中国银河证券研究部

**表 14：现金流量表**

现金流量表（百万元）	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	6,749	2,279	3,984	7,590	12,403
净利润	5,615	8,649	6,395	7,059	7,845
折旧摊销	524	723	215	354	412
净营运资金增加	2,865	11,840	4,557	2,834	(1,133)
其他	(2,255)	(18,933)	(7,183)	(2,656)	5,278
投资活动产生现金流	(6,774)	(7,940)	(3,711)	(806)	(512)
净资本支出	(1,564)	(2,161)	3,732	800	500
长期投资变化	198	329	0	0	0
其他资产变化	(5,408)	(6,108)	(7,443)	(1,606)	(1,012)
融资活动现金流	819	9,002	(544)	(5,774)	(3,917)
股本变化	3,574	2,531	0	0	0
债务净变化	4,503	10,407	2,984	(2,632)	(816)
无息负债变化	7,367	724	5,252	(761)	966
净现金流	784	3,343	(271)	1,011	7,974

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中联重科（01157.HK）、广船国际（00317.HK）、中国南车（01766.HK）

**A 股：**三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）、陕鼓动力（601369.SH）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn