



600031.SH

买入

原评级: 买入

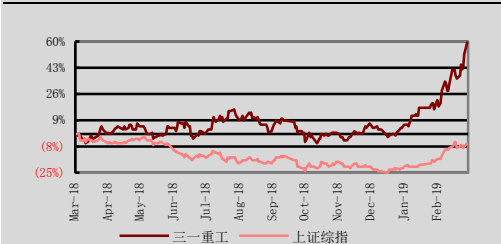
市场价格: 人民币 12.99

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 混凝土机械市占率上升;
- 汽车起重机市占率上升;
- 挖掘机市占率上升。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	61.4	31.1	51.0	59.9
相对上证指数	35.8	18.7	30.9	65.2

发行股数(百万)	8,092
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	104,624
3个月日均交易额(人民币 百万)	838
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
三一集团有限公司	34

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年3月18日收市价为标准

相关研究报告

《三一重工》20190224

《三一重工》20190129

《三一重工》20181024

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

*陈祥为本报告重要贡献者

三一重工

重塑行业格局, 享受估值溢价

今年1-2月挖掘机、起重机等行业数据大幅超预期, 我们认为已经反映在近期股价表现中, 下一阶段仍看好三一的主要理由就是作为国内工程机械的绝对龙头, 市占率持续上升隐含未来定价权, 应享有长期估值溢价, PE估值有望从目前11倍提高到15-20倍。三一正凭借品牌质量、营销及服务优势, 全面、持续地提升挖掘机、汽车起重机和混凝土机械的市占率, 重新塑造工程机械行业格局。我们维持三一重工买入评级。

支撑评级的要点

- 2019年是工程机械行业格局固化之年, 三一各类产品市占率全线上扬势头不可阻挡。2019年市场份额之争导致主流厂商的营销活动比往年提前且密集, 价格竞争隐现, 市场竞争激烈程度进一步上升, 但龙头企业凭借产品、品牌和营销实力在竞争中更有机会胜出, 市场格局有望进一步优化, 汽车起重机中徐工、三一、中联瓜分90%市场, 混凝土机械以三一、中联形成寡头垄断格局, 挖掘机市场份额正向三一、徐工等国内产品三牌集中, 但三一各大类产品市占率呈全线上扬趋势, 综合竞争实力的体现今后还将支撑市占率上升势头延续。
- 三一将支撑挖掘机、起重机、混凝土机械等的市占率持续提升。
- (1) 汽车起重机: 关键吨位产品的市场占领能力极强, 中低吨位和100吨以上产品推向市场将打破现有竞争格局。2018年三一汽车起重机市占率为22.3%, 较2010年市占率5.8%提高16.6个百分点, 年均上升2.2个百分点。2018年三一在20T、55T、80T、100T等吨位市占率超过30%, T系列在极短时间内便获得市场影响力。2019年在8T、25T及超大吨位等型谱上继续发力, 1-2月市场效果显著。
- (2) 挖掘机: 稳居行业第一, 中小挖明星产品及中大挖H系列继续助力挖机市占率年均上升2个百分点, 中长期有望达到30%-50%。三一挖机2018年市占率达到23.1%, 较2010年7.7%年均上升2个百分点, SY55C、SY75C、SY135C、SY215C、SY485H等明星产品的市场地位稳固, 三一贴近客户需求的营销服务体系将持续为明星产品赢得更多市场份额。
- (3) 混凝土机械: 毛利率高于竞争对手, 泵车、搅拌车等市占率也在持续提升。三一泵车市占率维持在50%以上, 但产品价格高于竞争对手, 三一品牌、产品产值率高、售后服务等备受客户信任。三一搅拌车市占率仅15.5%左右, 未来上升空间较大。
- 三一市占率持续上升将在5-10年内重塑行业竞争格局, 应给予估值溢价。据三一官网新闻显示, 2018年是三一重工历史上经营形势最好的一年, 营业额、现金流、人均产值均创历史新高, 风险、成本和费用率不断下降, 净利率、ROE等盈利指标持续改善。2019年1-2月各产品线销售超预期已反应在股价表现中, 我们认为三一市占率的长期提升, 有望支撑PE估值从11倍左右上升到15-20倍, 并有机会享受市占率提升带来的龙头地位定价权、盈利能力持续改善等等。

评级面临的主要风险

- 下半年国内工程机械行业高景气度的可持续性。

估值

- 我们将19/20年公司利润从78/94亿元, 上调为90/99亿元, 主要依据是公司一季度各类产品再次全线超预期高增长, 在基建加码及三一各类产品市占率上升的基础上, 预计2019年全年业绩将超预期。目前19年PE 11倍左右, 我们认为公司合理PE 15倍, 对应目标价17.30元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	23,280	38,335	54,009	67,216	71,281
变动(%)	(0)	65	41	24	6
净利润(人民币 百万)	203	2,092	6,060	9,017	9,874
全面摊薄每股收益(人民币)	0.026	0.268	0.777	1.156	1.266
变动(%)	46.8	928.4	189.7	48.8	9.5
先前预测摊薄每股收益(人民币)			0.777	0.998	1.202
调整幅度(%)			0.00	15.83	5.32
全面摊薄市盈率(倍)	498.0	48.4	16.7	11.2	10.3
价格/每股现金流量(倍)	31.2	11.8	13.6	13.9	6.6
每股现金流量(人民币)	0.42	1.10	0.96	0.94	1.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.5	19.0	10.6	7.1	5.7
每股股息(人民币)	0.010	0.179	0.233	0.347	0.380
股息率(%)	0.1	1.4	1.8	2.7	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目录

2019 年是工程机械行业格局固化之年.....	5
从战国纷争迈向三国争霸，行业格局持续优化	5
三一各类产品市占率全面上升，推动行业格局继续固化.....	9
三一汽车起重机：中小吨位再出击，行业格局将被颠覆.10	
三一汽车起重机市占率上升明显.....	10
三一中大吨位市占率高，小吨位市占率上升空间大.....	10
中小吨位型谱完善、T 系列国 5/6 产品升级，将持续拉动市占率上升	11
三一挖掘机：稳居行业第一，产品竞争力强.....	13
三一挖掘机稳居行业第一，且市占率持续上升	13
三一挖机吨位齐全，综合竞争力强	14
三一挖机各吨位平衡发展.....	15
三一履带起重机：全面备战风电、核电复苏.....	18
三一履带起重机竞逐行业第一，市占率持续上升	18
风电、核电复苏正当时，三一力推新产品抢份额	18
三一混凝土机械：传统优势领域，市占率有望上升	20
三一稳居混凝土机械行业第一，品牌形象佳.....	20
从 C8 到 C9 到 C10，新产品研发与升级不断.....	21
预计 2019 年混凝土机械行业增长 30%，三一更快	21
估值探讨：各类产品市占率全面上升，应给予估值溢价.22	
投资建议：维持买入评级，目标价 17.3 元.....	24
今年收入可超预期高增长，利润弹性大.....	24
行业龙头应享受估值溢价，给予公司 15 倍目标 PE	24

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 2010 和 2018 年工程机械产品市场集中度提升.....	5
图表 2. 2010 年挖掘机行业竞争格局.....	6
图表 3. 2018 年挖掘机行业竞争格局.....	6
图表 4. 外资品牌的挖掘机市场份额逐年被国产品牌替代.....	6
图表 5. 三一、徐工挖掘机市占率合计 40%.....	7
图表 6. 2010 年汽车起重机行业竞争格局.....	7
图表 7. 2018 年汽车起重机行业竞争格局.....	7
图表 8. 三一、徐工、中联汽车起重机市占率合计 91%.....	8
图表 9. 2010 年履带起重机行业竞争格局.....	8
图表 10. 2018 年履带起重机行业竞争格局.....	8
图表 11. 三一、徐工履带起重机市占率合计 78%.....	9
图表 12. 国内工程机械三巨头市场份额变化趋势.....	9
图表 13. 三一汽车起重机市占率十年内从 4% 上升至 26%.....	10
图表 14. 三一汽车起重机在各吨位的市占率.....	11
图表 15. 三一汽车起重机的热销机型.....	11
图表 16. 2018 年汽车起重机行业销量吨位构成.....	12
图表 17. 三一汽车起重机推出 T 系列全型谱.....	12
图表 18. 三一挖机市占率从 08 年 4% 上升至 2018 年 23%.....	13
图表 19. 三一挖掘机拥有四大综合竞争实力.....	14
图表 20. 三一中大小挖型号齐全.....	15
图表 21. 三一挖掘机在各吨位的市占率.....	16
图表 22. 三一挖掘机 2018 年在各省的市占率.....	16
图表 23. 三一挖掘机在各省的热销机型.....	17
图表 24. 三一履带起重机市占率从 08 年 25% 上升到 18 年 35%.....	18
图表 25. 三一履带起重机在风电行业的吊装业绩.....	18
图表 26. 三一履带起重机在核电行业的吊装业绩.....	19
图表 27. 三一混凝土机械占据半边天.....	20
图表 28. 三一混凝土机械用户品牌关注度第一.....	20
图表 29. 三一履带起重机在核电行业的吊装业绩.....	21
图表 30. 卡特彼勒历史 PE 估值主要位于 5-15 倍之间.....	22



图表 31.三一重工历史 PE 估值主要位于 5-20 倍之间.....	22
图表 32.三一各类产品市占率及中长期提升空间.....	23
图表 33. 公司收入及毛利率预测	24
图表 34. 可比公司估值	25

2019 年是工程机械行业格局固化之年

过去 10 年，工程机械行业竞争格局发生巨大变化，一是工程机械最后一块阵地挖掘机市场的外资品牌逐步丧失龙头地位，二是各细分行业竞争格局从战国纷争迈向三国争霸，市场份额逐年向三一、徐工、中联、柳工集中，市场集中度提升在 2019 年一季度仍很明显。

站在工程机械行业发展历史上看，2019 年将是工程机械行业竞争格局固化的一年，三一作为各个细分产品市场的龙头地位会更加突出，且从产品质量、标准化制造支撑高盈利能力、客户喜爱程度、营销渠道优势、售后服务体系、对客户了解掌握程度等多角度看，三一重工在工程机械行业所表现的综合竞争力，是国内外其他工程机械企业难以与其抗衡的。

从战国纷争迈向三国争霸，行业格局持续优化

我们以挖掘机为例，2010 年前后，国内挖掘机主机制造企业为 70 家左右，到 2018 年减少至约 35 家，相比高峰期下滑约 50%。2010 年，挖掘机龙头企业是小松、斗山、日立建机等外资企业，CR3=38%左右，国产化率仅 25%，到 2018 年，挖掘机龙头企业是三一、CAT、徐工，CR3=48%，国产化率提高了 31 个百分点。

图表 1. 2010 和 2018 年工程机械产品市场集中度提升

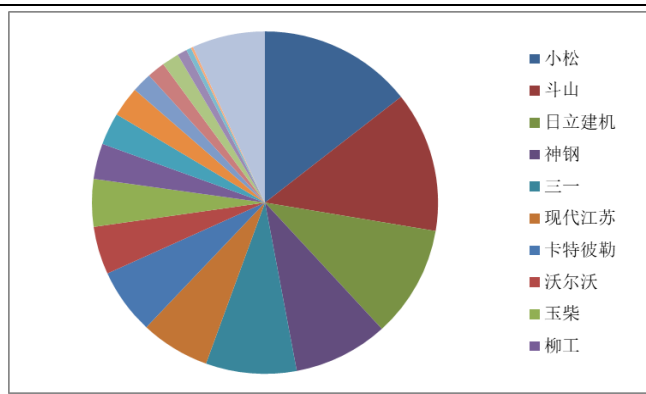
	2010			2018			变化趋势
	龙头	合计市占率	国产化率	龙头	合计市占率	国产化率	
挖掘机	小松、斗山、日立建机	CR3=38%	25%	三一、CAT、徐工	48%	56%	国产挖机以三一、徐工为主
汽车起重机	徐工、中联	77%	实现国产化	徐工、三一、中联	90%，三一已赶超中联	基本国产化	三一的市占率从 5%提高至 20%
履带起重机	三一、徐工、中联	65%	实现国产化	三一、徐工		基本国产化	市场向三一、徐工集中
装载机	龙工、临工、柳工、厦工	CR4=65%~70%	实现国产化	徐工、龙工、临工、柳工		基本国产化	
旋挖钻机	三一、山河智能、中联重科	CR5>70%	国产化程度高	徐工、三一		基本国产化	
混凝土机械	三一、中联	>90%	国产化程度高	三一、中联		基本国产化	

资料来源：万得，中国机械工程协会，中银国际证券

挖掘机竞争格局：三一引领国产品牌替代外资品牌

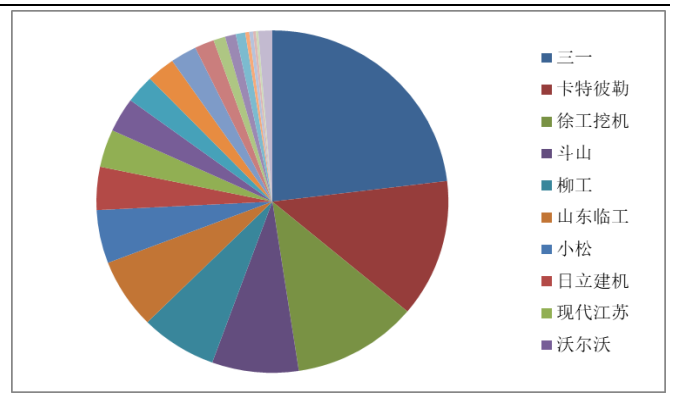
2010 年，市场前三是外资品牌小松、斗山、日立建机，共计市占率为 38%，2018 年，市场前三是三一、CAT、徐工等一线品牌，共计市占率扩大到 48%，而原有排名前三的小松、斗山、日立建机的市占率均低于 10%。

图表 2. 2010 年挖掘机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 2018 年挖掘机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

外资品牌市场份额逐年被国产品牌替代。2018 年挖掘机国产化率达到 56%，较 2010 年提高了 31 个百分点。2019 年 1-2 月，由于国产品牌产品更贴近客户需求，抓住了年初以来基建投资推动的挖掘机超预期增长机遇，国产化率接近 60%，外资品牌销量增速明显慢于 40% 多的行业增速。

图表 4. 外资品牌的挖掘机市场份额逐年被国产品牌替代



资料来源：万得，中银国际证券

2019 年 1-2 月，三一、徐工市占率分别为 27.5%、12.5%，分别较 2018 年显著提升 4.4、1 个百分点，三一、徐工市占率合计为 40%，而 CAT、小松、斗山、日立建机等市占率均呈下降趋势，国产品牌的竞争优势越来越明显。



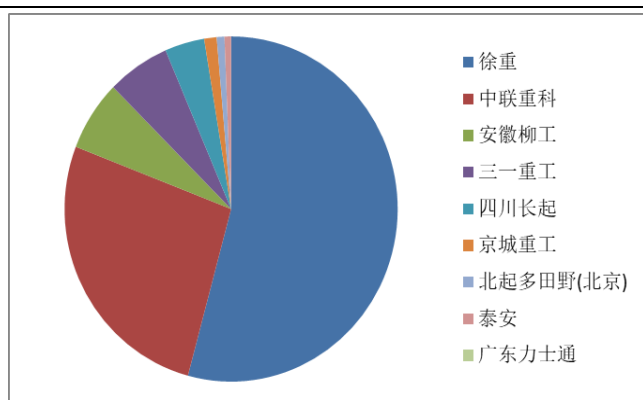
图表 5. 三一、徐工挖掘机市占率合计 40%



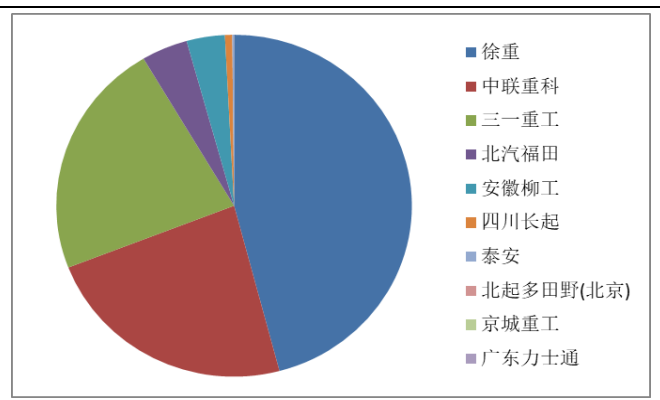
汽车起重机竞争格局：三一进入行业前三打破双寡头垄断格局

2010 年，汽车起重机市场主要被徐工、中联垄断，双寡头市占率合计 80%左右。2018 年，汽车起重机市场基本上被徐工、三一、中联等一线品牌瓜分，三家龙头市占率为 91%，其中，三一重工的市占率从 2010 年的 6%提升至 22%，徐工仍保持在市场第一位。

图表 6. 2010 年汽车起重机行业竞争格局



图表 7. 2018 年汽车起重机行业竞争格局

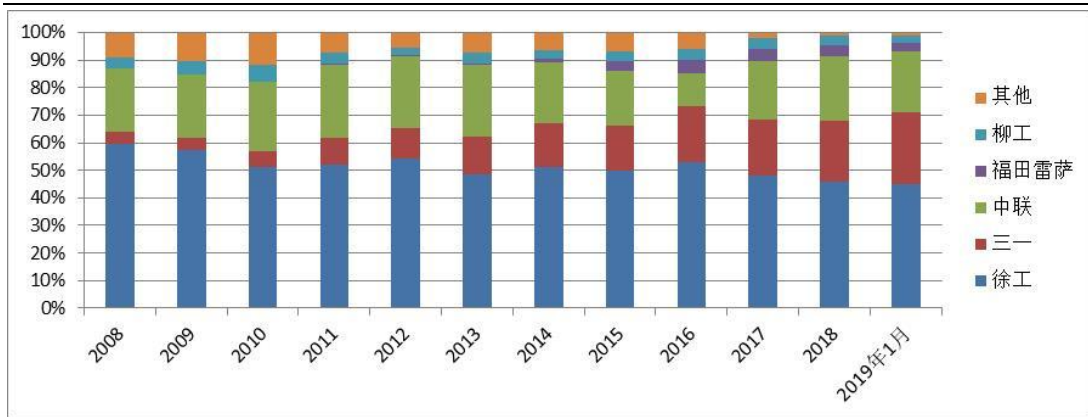


2018 年，徐工、三一、中联汽车起重机市占率分别为 45.8%、22.3%、23.2%，其中三一市占率提高了 17.9 个百分点，中联重科的市占率基本不变，徐工起重机市占率下滑了 13.6 个百分点。

2019 年 1 月，徐工、三一、中联重科的汽车起重机市占率分别为 45.1%、26%、22.1%，其中三一重工较 2018 年上升 3.6 个百分点，中联重科下降 1.1 个百分点，徐工下降 0.6 个百分点。



图表 8. 三一、徐工、中联汽车起重机市占率合计 91%

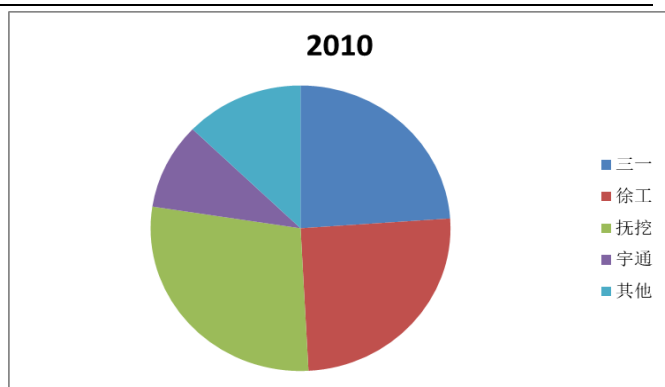


资料来源：万得，中银国际证券

履带起重机竞争格局：三一、徐工抢占 78% 市场份额

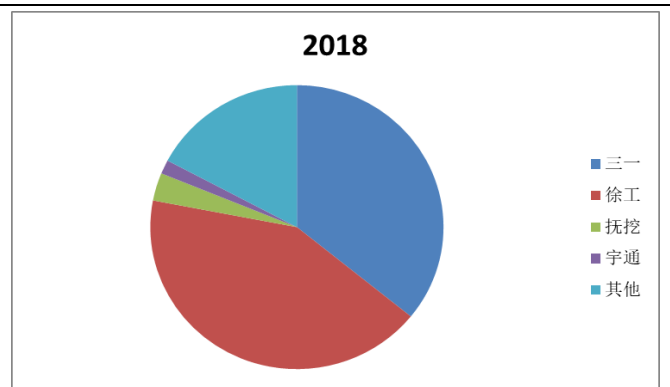
2010 年，履带起重机市场主要被抚挖、徐工、三一垄断，CR3=77%。2018 年，履带起重机市场基本上被徐工、三一两家企业双寡头垄断，市占率合计为 78%，其中，徐工的市占率从 2010 年的 25% 提升至 2018 年的 42%，三一的市占率从 2010 年的 24% 提升至 2018 年的 36%，而抚挖市占率从 2010 年的 28% 降至 2018 年的 3%，宇通市占率也从 10% 降至 2%，市场份额被徐工和三一抢走。

图表 9. 2010 年履带起重机行业竞争格局



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 2018 年履带起重机行业竞争格局



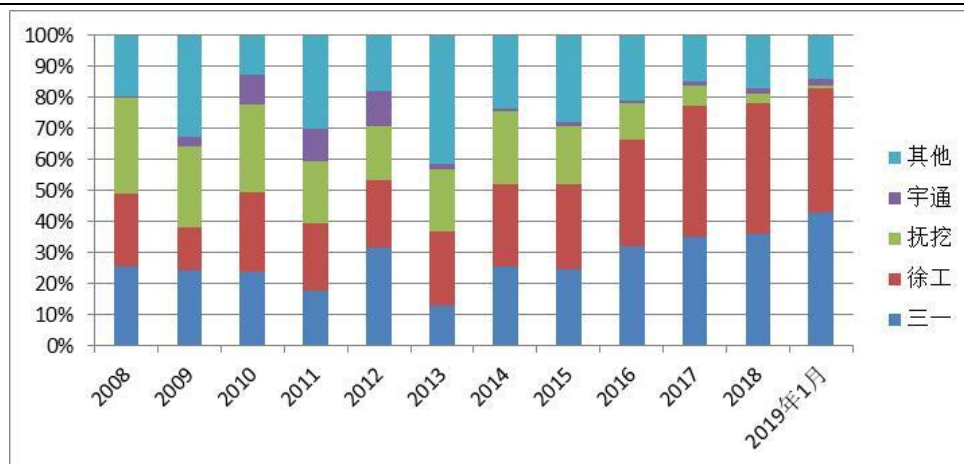
资料来源：万得，中银国际证券

2018 年，徐工、三一的履带起重机市占率分别为 42%、36%，分别较 2008 年提高了 17、12 个百分点，而抚挖的市场份额下降了 25 个百分点。

2019 年 1 月，三一、徐工的履带起重机市占率分别为 43%、40%，其中三一重工较 2018 年上升 7 个百分点，抢占了徐工、抚挖等的市场份额。



图表 11. 三一、徐工履带起重机市占率合计 78%



资料来源：万得，中银国际证券

三一各类产品市占率全面上升，推动行业格局继续固化

从 2018 年市占率看，三一重工的挖掘机、汽车起重机、履带起重机、混凝土机械等的市场份额均处于上升趋势：

- (1) 挖掘机方面：三一引领国产挖掘机替代外资品牌，徐工采取跟随策略，三一、徐工市占率双双上升；
- (2) 汽车起重机：三一打破原有双寡头垄断格局，且三一持续抢占龙头企业市场份额，2019 年更加明显；
- (3) 履带起重机：三一、徐工市占率齐升，而抚挖市占率被瓜分殆尽；
- (4) 混凝土机械：三一泵车、搅拌车等的市场份额仍将显著上升，品牌优势十分明显。

图表 12. 国内工程机械三巨头市场份额变化趋势

	三一	徐工	中联	其他品牌	三一、徐工、中联 市占率合计	
					2018 年	2010 年
挖掘机	份额上升↑	份额上升↑		份额下降↓	35%	8%
汽车起重机	份额上升↑	份额下降↓	份额稳定	份额下降↓	91%	82%
履带起重机	份额上升↑	份额上升↑		份额下降↓	78%	49%
混凝土机械	份额上升↑		份额下降↓		估计 90% 以上 (泵车)	

资料来源：万得，中国工程机械协会，中银国际证券



三一汽车起重机：中小吨位再出击，行业格局将被颠覆

三一汽车起重机市占率上升明显

三一进入汽车起重机市场相对较晚，2003 年第一台汽车起重机下线，直到 2009 年、2010 年 C 系列机型才逐步成熟，2012 年 S 系列产品推向市场，以及目前的 T 系列产品深受市场欢迎。而徐工汽车起重机可以追溯到 1963 年的 5 吨位产品，中联重科则是 2003 年收购老牌汽车起重机制造商浦沅，其产品涉及 8 吨到 12 吨、16 吨、20 吨、50 吨、80 吨、100 吨，型谱齐全。

尽管如此，三一重工打破中联、徐工双双垄断汽车起重机的行业格局，市占率从 2008 年的 4% 提高至 2018 年的 23%，2019 年 1 月份三一市占率攀升到 26%，主要是因为三一坚持把研发和客户需求相结合，在 20T、55T、80T 等关键吨位上推出一系列有竞争力的明星产品并不断升级，迅速抢占关键细分市场。

图表 13.三一汽车起重机市占率十年内从 4% 上升至 26%

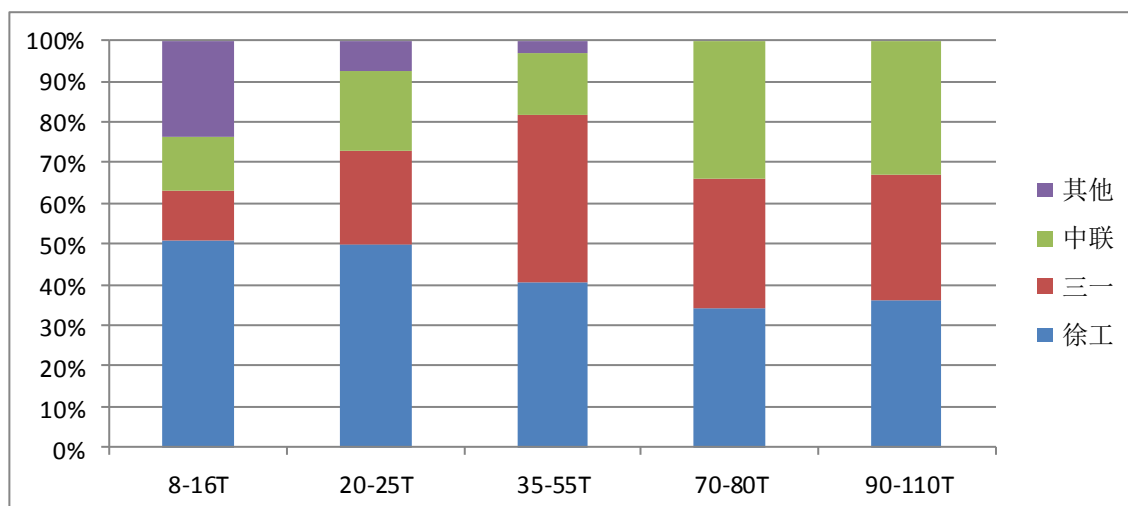


资料来源：万得，中银国际证券

三一中大吨位市占率高，小吨位市占率上升空间大

从吨位上看，三一已在中大吨位占据优势，其中 35-55T、70-80T、90-110T 的市占率分别为 41.5%、31.8%、31.0%，与徐工、中联不相上下。但三一 20-25T 的市占率仅为 23.3%，远低于徐工 50% 的市占率，8-16T 的市占率约 12%，远低于徐工 51% 的市占率。

图表 14.三一汽车起重机在各吨位的市占率



资料来源：万得，中银国际证券

三一汽车起重机中，最具竞争力机型包括 20 吨 5 节臂机型、25 吨 5 节臂、55 吨机型、80 吨 6 节臂、100 吨等的 T 系列产品。T 系列具备强悍的吊装性能、人性化的设计理念、先进的制造工艺等优势，受到客户的好评。其中，四桥产品 STC350T 仅上市 1 年就打破长年被徐工和中联平分秋色的竞争格局，并实现 500 多台销量，市占率达到 62.5%。

图表 15. 三一汽车起重机的热销机型

吨位	产品	该吨位市占率
20T	STC200C5	33%
25T	STC250T	22%
35T	STC350T	62.5%
55T	STC550T	35%
80T	STC800T6	39%
100T	STC1000T	47%

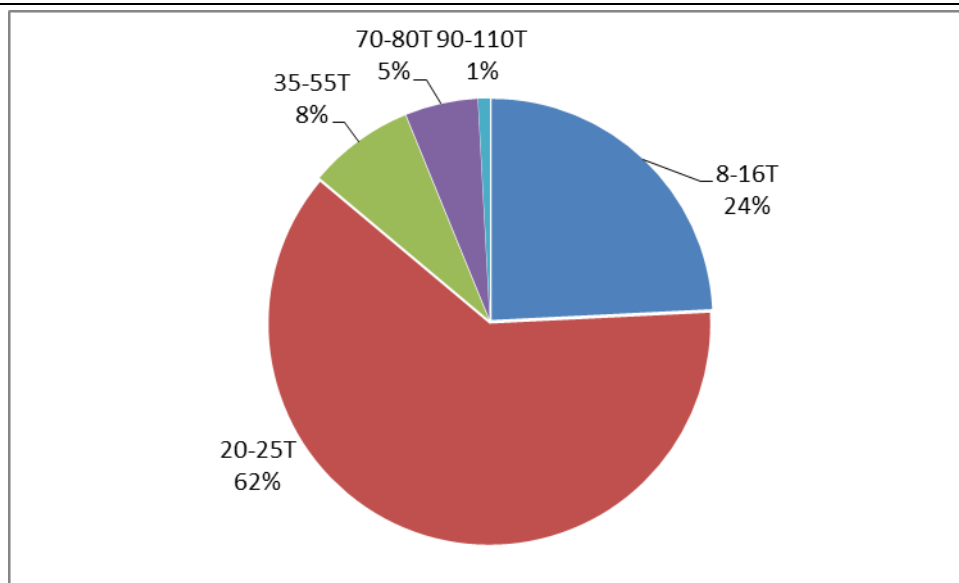
资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

中小吨位型谱完善、T 系列国 5/6 产品升级，将持续拉动市占率上升

根据 2018 年汽车起重机行业销量数据，35 吨位以上的产品销量，仅占汽车起重机行业总销量的 14%，而 20-25 吨位的销量占比 62%，8-16T 的销量占比 24%。

三一 20-25T 的市占率仅为 23.3%，假设三一 20-25T 的市占率提升 10 个百分点，将拉动三一总体的汽车起重机市占率上升 6 个百分点。同样，三一 8-16T 的市占率仅为 12%，假设三一 8-16T 的市占率提升 10 个百分点，将拉动三一总体的汽车起重机市占率上升 2.4 个百分点。可见，8T、12T、16T、20T、25T 产品都将是三一提高汽车起重机最关键的环节。

图表 16. 2018 年汽车起重机行业销量吨位构成



资料来源：万得，中银国际证券

为此，三一将从小吨位补齐型谱、环保升级两个方面，争夺中小吨位的市场份额。据公司网站显示，三一近期推出 8 吨位产品 STC80，填补在小吨位市场的空缺；小吨位 12 吨在各区域大批量销售；新款 20 吨 5 节臂 STC200T5 即将上市；三一 25 吨汽车起重机上车操纵室进行升级。此外，三一也同时储备了国 5、国 6 各吨位产品，提前布局环保升级引发的更新需求爆发机遇。

图表 17. 三一汽车起重机推出 T 系列全型谱

吨位	型号	高度 (米)	国五机型	国六机型
8T	STC80T	25.6	已上市	8 月
12	STC120T	31	8 月	12 月
20	STC200T5	40.5	3 月	6 月
20	TC200T4	35	已上市	
25	STC250T5	42.5	已上市	
25	STC250T 升级	42.5	4 月	6 月
25	STC250T	43	已上市	
55	STC550T	46	已上市	7 月
55	STC550T6	52	1 月	7 月
80	STC800	50	已上市	5 月
80	STC800T6	50	5 月	8 月
100	STC1000T	64.5	已上市	
110	STC1100T	73	2 月	

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

三一挖掘机：稳居行业第一，产品竞争力强

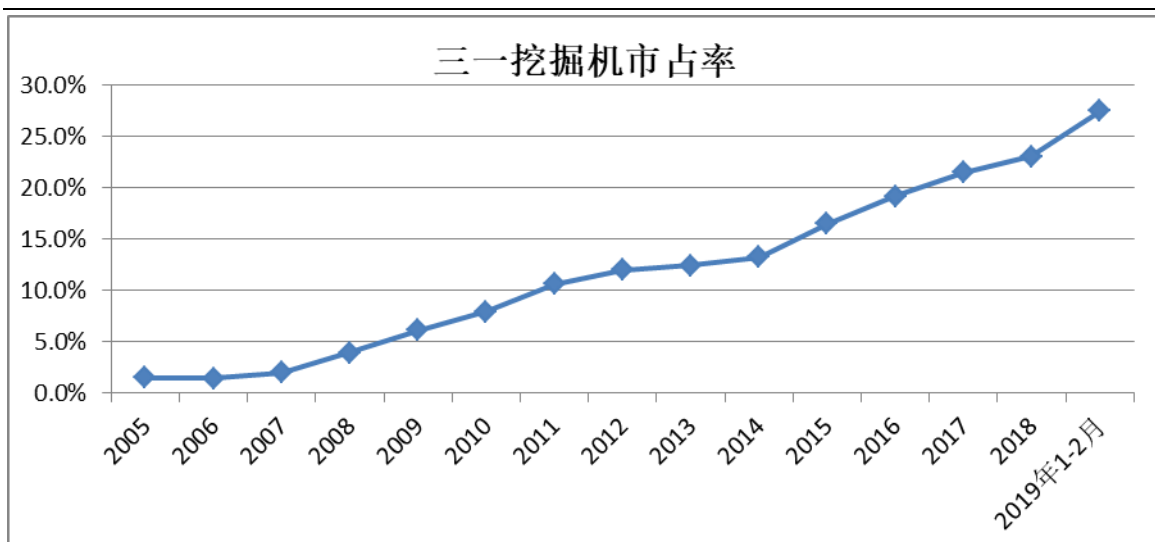
三一挖掘机稳居行业第一，且市占率持续上升

三一于 1999 年决定进入国内挖掘机市场，2001 年三一 SY200 履带式液压挖掘机下线，成为三一挖掘机事业的起点。2005 年是三一挖掘机的转折点，20 吨级液压挖掘机日益成熟，挖掘机产量超过 500 台。2008 年是三一重机的丰收年，三一挖掘机销售 3219 台，销量增长 58%，销售额近 23 亿元，全国市场占有率达到 4.2%。

根据中国工程机械协会统计数据，2018 年，三一挖掘机市占率达到 23%，位居行业第一位，而卡特彼勒以市占率 13% 位居第二，徐工以市占率 11.5% 位居市场第三。小松、斗山、日立建机、沃尔沃等外资品牌市占率均低于 10%。

2019 年 1-2 月，三一挖掘机市占率达到 27.5%，稳居行业第一位，而徐工与卡特彼勒市占率均为 12.5%。三一、徐工份额上升，而外资品牌的市占率均有下降。

图表 18.三一挖机市占率从 08 年 4% 上升至 2018 年 23%



资料来源：万得，中银国际证券

三一挖掘机能够逐年提升市占率，我们认为主要是备受客户青睐的三一品牌、20 年潜心研发的产品质量、快速反应的服务战略，以及可选择多种购机方式，强大的综合实力能够推动三一挖掘机继续抢占更多市场份额，稳居行业第一位置。



图表 19.三一挖掘机拥有四大综合竞争实力

四大竞争优势	具体表现	依据
一、顶尖品质	1. 影响世界的民族品牌	◇ 三一工程机械领域位居国内第一、世界第五，且有全球化产业链
	2. 世界一流的数字化、自动化生产线	◇ 领先世界的临港产业园，2011年10月投入生产，成为全球最大的第一个以流水线方式生产挖掘机的基地
	3. 持续强劲的研发实力	◇ 品质改变世界，对技术的追求永不止步，并把一流技术融入产品带给用户
二、卓越性能	4. 节能高效	◇ 全球领先的电控正流量控制技术 ◇ H、S、L、B 可选挖掘机工作模式 ◇ 独创的 DOMCS 动态寻优智能匹配 ◇ 省油高效
	5. 稳定可靠	◇ 三一专用五十铃发动机，高效、节能，可靠性高 ◇ 自主研发高强度回转平台，回转平台设计特别牢固 ◇ X 型下车架，高强度钢板焊接箱型截面，具有良好的抗弯扭性能，矿山作业更稳定
	6. 每个型号都是经过高级工程师细心研发	◇ SY245H 掘力大油耗低； ◇ SY485H 有效寿命突破 10000 小时
	三、购机政策	1. 全款优惠购机、融资租赁分期付款按揭付款 2. 以旧换新 3. 农补政策
四、服务至上	全球 1700 多个服务中心、7000 余名技术服务人员，实施 S520 服务战略	◇ 10000 小时内送服务费 ◇ 24 小时故障处理及补偿 ◇ 3000 小时保修

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

三一挖机吨位齐全，综合竞争力强

经过 20 年坚持与努力，三一拥有大中小全型谱挖掘机，适应各种工况需求。2018 年三一发布的挖掘机 H 系列产品，具有“高效、可靠、智能、节能”等性能优点，是研发人员深入到国内外 70 多个矿山实地调研，针对采石场、铁矿、煤矿等工矿特点进行了针对性研发的新产品，H 系列产品销售表现陆续超预期。



图表 20.三一中大小挖型号齐全

		型号	优点	下游应用
迷你挖掘机	6 吨以下	SY16	具有机动灵活和能耗低的特点	城市排水管、电缆沟、大型工地孔，桩，柱的底脚清理或各种狭小空间的轻量工程
		SY35U		
		SY55U-10		
小型挖掘机	6-20 吨	SY60C-10	具有高效紧凑和灵活的特点	适合各种工况，拥有很高性价比
		SY65C-10		
		SY75C-10		
		SY85C-10		
		SY115C-10		
		SY135C-10		
		SY195C-9		
中型挖掘机	20-30 吨	SY205C-9	性能优省油 10%、寿命长 20%、维护成本低、特殊工况适应性强、易管理	疏通河道、地铁、道路、矿山等，同时还延伸到道路抢险、建筑拆除、林业伐木等领域
		SY215C-10		
		SY225C-9		
		SY235C-9		
		SY245H-10		
		SY265C-10		
		SY285C-10		
		SY305H		
		SY335H		
		SY365H		
大型挖掘机	30 吨以上	SY385H	高效有力、坚固耐用、满足矿山作业效率及挖掘力需求	省油节能
		SY465H		
		SY485H		
		SY700H		
		SY850H		

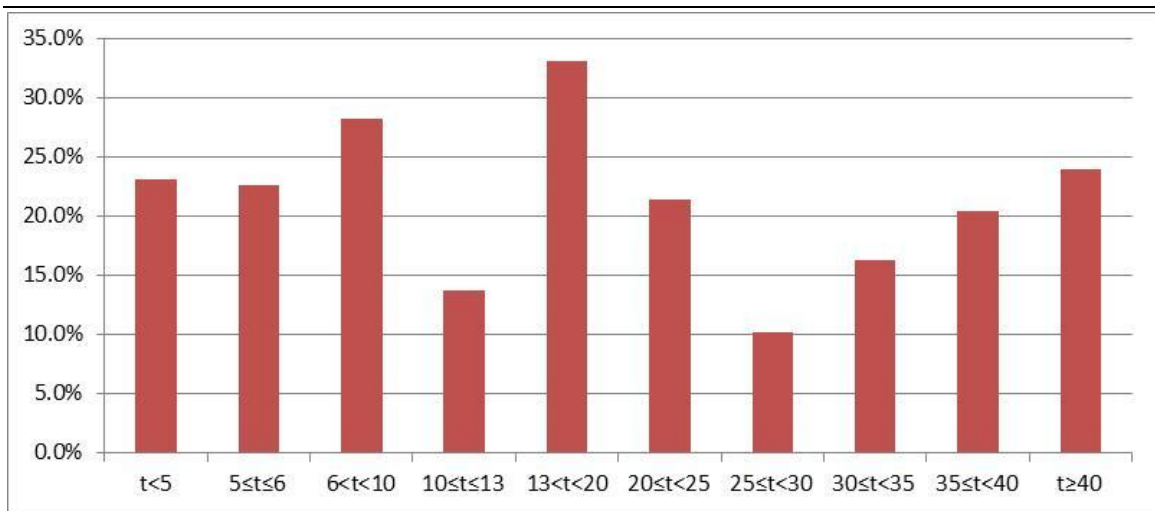
资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

三一挖机各吨位平衡发展

从吨位上看，三一重工在大中小吨位基本平衡发展，在关键吨位产品上的市占率都达到或接近 2018 年三一挖机总体 23% 的市占率水平。其中，三一挖机市占率较高的吨位中，6-10T 小挖市占率为 28%，13-20T 中挖市占率达到 33%，40T 以上大挖市占率为 24%。



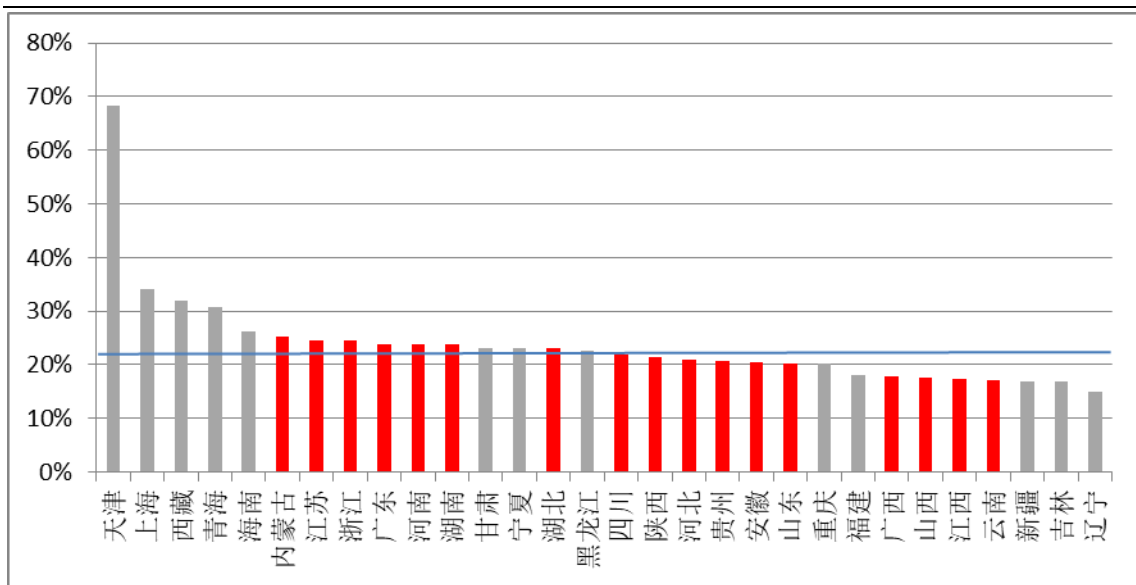
图表 21.三一挖掘机在各吨位的市占率



资料来源：万得，中银国际证券

挖掘机销售的地域分布上，三一在内蒙古、江苏、浙江、广东、河南、湖南、湖北、四川等市占率达到或超过三一在国内的平均市占率水平，而三一在陕西、河北、贵州、山东、安徽、广西、山西、江西、云南等省市的市场份额略低于平均水平。

图表 22.三一挖掘机 2018 年在各省的市占率



资料来源：万得，中银国际证券



图表 23. 三一挖掘机在各省的热销机型

		Total	三一	徐工	卡特彼勒
湖南	市占率		23.70%	17.50%	8.88%
	销量	8,785	2082	1532	780
	主要机型		SY75C-10.SY60C.SY55C-10.S Y195C-9	XE75D.XE200D.XE60D.XE135D	
四川	市占率		21.85%	8.24%	10.40%
	销量	12,586	2750	1037	1309
	主要机型		SY55C-10.SY60C.SY75C-10.S Y135C-10.SY485H	XE135D	313D2GC
广西	市占率		17.80%	12.55%	13.68%
	销量	8,118	1445	1019	1110
	主要机型		SY55C-10.SY75C-10	XE75D.XE60D.XE135D	313D2GC.336D2
江苏	市占率		24.60%	13.96%	10.15%
	销量		3500	1982	1441
	主要机型		SY55C-10.SY60C.SY75C-10.S Y195C-9	XE200D.XE60D	305.5E2
山东	市占率		20.20%	9.88%	8.89%
	销量	15,198	3070	1502	1351
	主要机型		SY55C-10.SY60C.SY75C-10	XE60D.E660FL.	
安徽	市占率		20.40%	15%	9.90%
	销量	11,275	2300	1680	1114
	主要机型		SY75C-10.SY55C-10.SY60C	XE75D.XE60D.XE200D	320GC
湖北	市占率		22.99%	12.57%	11.43%
	销量	9,961	2290	1250	1140
	主要机型		SY75C-10.SY215C-9.SY55C-10 .SY135C-10	XE75D	313D2GC
河南	市占率		23.74%	10.65%	11.48%
	销量	12,869	3055	1371	1477
	主要机型		SY55C-10.SY215C-9.SY245H		305.5E2
云南	市占率		17%	16%	17%
	销量	7905	1362	1247	1344
	主要机型		SY75C-10、SY60C、SY135C-10	徐工 XE75D\徐工 XE200D\XE60D	313D2GC、卡特彼勒 336D2 和 330D2L、卡特 彼勒 307E2、卡特彼勒 320
江西	市占率		17.5%	14.9%	8.6%
	销量	7086	1238	1053	
	主要机型	5-6 吨占了 43%，行业 平均占 25%	SY55C-10、SY75C-10	XE60D、XE55D	305.5E2
河北	市占率		21.0%	7.5%	12.08%
	销量	7221	1520	542.2971	872.2968
	主要机型		SY55C-10、SY75C-10	XE60D	305.5E2
山西	市占率		17.60%	13.80%	11%
	销量	5300	900	700	600
	主要机型	小挖与大 挖占比高， 中挖占比 低	SY55C-10、SY75C-10	XE60D、XE55D、	336D2

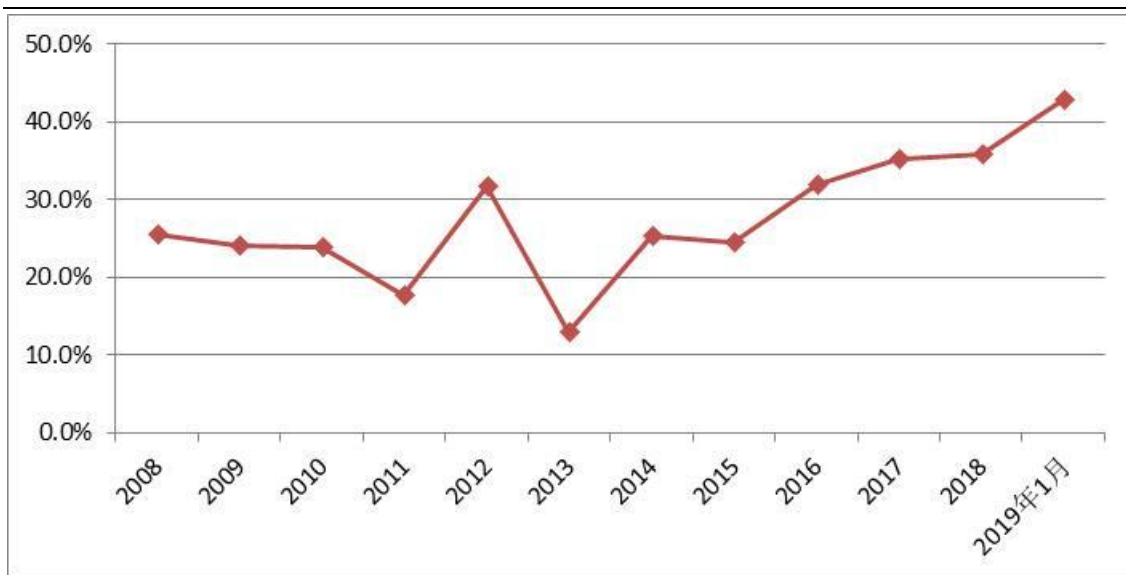
资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

三一履带起重机：全面备战风电、核电复苏

三一履带起重机竞逐行业第一，市占率持续上升

根据中国工程机械协会统计数据，三一履带起重机市占率从2008年25%上升到2018年36%，同期徐工市占率从24%升至42%，抚挖、宇通、拓能等厂家的市场份额被瓜分殆尽。2019年1月份三一履带起重机市占率升至43%，而徐工、抚挖等其他品牌的市占率均为下降，可见三一履带起重机强大的竞争力。

图表 24.三一履带起重机市占率从08年25%上升到18年35%



资料来源：万得，中银国际证券

风电、核电复苏正当时，三一力推新产品抢份额

2011年具有“亚洲第一吊”之称的三一 SCC9000 履带起重机成功完成国内首台最大兆瓦风机吊装，开启中国 6.0MW 风机吊装先河。作为风电吊装专家，三一科技拥有 SCC3000WE、SCC3200、SCC4000、SCC5000WE、SCC6500、SCC6500WE、SCC7500、SCC9000、SCC10000、SCC16000 等成熟系列履带起重机产品，可完全满足国内外 1.5MW、2.0MW、3.0MW、5.0MW、6.0MW 及以上风机吊装。

图表 25.三一履带起重机在风电行业的吊装业绩

时间	履带起重机	服务项目
2008 年 11 月	SCC4000	蒙古锡林浩特灰腾河风场叶片吊装
2009 年 7 月	SCC4000	智利 LOSVILLOS 风电场叶片吊装
2009 年 12 月	SCC6500WE	江苏华电灌云风电场风电机组吊装
2011 年 7 月	SCC5000WE	内蒙古乌拉特后旗海力素风电场 2.0MW 风机吊装
2011 年 8 月	SCC6500WE	黑龙江大庆和平风电场 125t 机舱吊装
2018 年 9 月	SCC4000A	云南大理祥云一座 2.0MW 风机进行检修吊装

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

2011 年，三一 SCC16000 履带起重机成功吊装广东台山核电站 1#核岛穹顶，共同见证了中国履带起重机吊装核岛穹顶、参与第三代核电建设的重要历史节点。仅两年时间，作为国内唯一应用于核电关键重要部件吊装作业的制造企业，三一用最先进的技术，用最高品质的产品，十次完美吊装核电站核岛穹顶，向世人证明三一履带起重机在核电关键部件吊装领域已达到世界先进水平。

图表 26. 三一履带起重机在核电行业的吊装业绩

时间	履带起重机	服务项目
2009 年 11 月	SCC9000	福建宁德核电站 1 号机组核岛穹顶吊装作业
2010 年 8 月	SCC10000	福建福清核电站核岛穹顶吊装作业
2010 年 8 月	SCC9000	广东阳江核电站核岛穹顶吊装作业
2011 年 4 月	SCC9000	阳江核电站总重量 150 多吨的核岛穹顶吊装
2012 年 4 月	SCC9000	广西防城港核电站 1 号机组核岛穹顶吊装
2014 年 6 月	SCC9000	阳江核电 4#机组穹顶吊装
2016 年 1 月	SCC16000	阳江核电项目 6 号机组穹顶吊装

资料来源：中国工程机械协会，中银国际证券

作为履带起重机下游应用的两大领域，2019 年起都将迎来新增装机规模的反弹。（1）风电方面，据中银电新年度策略观点，2018 年风电需求反转已开始兑现，2019-2020 年有望继续保持较快增长，预计 2018-2020 年国内新增装机规模为 23GW、28GW、32GW，而 2015-2017 年新增装机规模分别为 31GW、23GW、19GW。（2）核电方面，2019 年核电项目重启，位于广东太平岭核电厂和福建漳州核电厂的核电机组预计在 6 月份开工建设，根据《中国核电中长期发展规划》，目前在运营和在建核电机组装机容量距离 2020 年目标还有 3000 万千瓦差距。

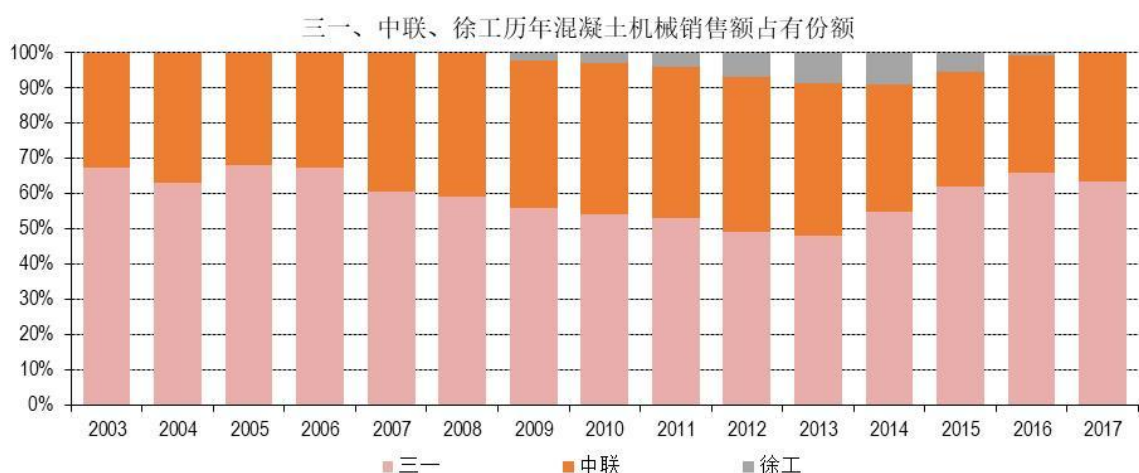
作为全球风电吊装专家，2019 年年初三一履带起重机已有两款新产品上市。2018 年，三一 SCC6500A 国内销售 11 台，累计销售 16 台，国内第一，领跑风电吊装施工。2019 年 1 月 31 日，三一 SCC12000TM 履带起重机在湖州下线，将接过“平原风电神器”的接力棒，继续以智能、高效、稳定、可靠，助推中国风电施工新高度；2 月 19 日，经过 3 年打造的三一 SAC16000S 全地面起重机在宁乡产业园成功下线，将成为“山地风电悍将”。

三一混凝土机械：传统优势领域，市占率有望上升

三一稳居混凝土机械行业第一，品牌形象佳

综合三大家混凝土机械销售金额，2007-2013 年三一的份额受到来自中联、徐工的挑战，约有 10% 的份额被中联占据，另有 10% 的市场份额被徐工占据，三一的市场份额从 70% 左右降至 50%。2017 年，随着行业复苏，三一混凝土机械在三家公司中的市占率又从 50% 恢复到 60% 以上。

图表 27.三一混凝土机械占据半边天



资料来源：万得，中银国际证券

根据中国路面机械网，2019 年 1-2 月混凝土机械用户品牌关注度排行榜中，三一位居榜首。尽管三一混凝土机械的价格比同业竞争对手高，但由于三一产品性能及核心部件标准化和通用性强，在售后维护保养、配件库存优化等方面可为代理商和用户节省大量后期成本，所以更受用户青睐。

图表 28.三一混凝土机械用户品牌关注度第一

2019年(1月-2月)混凝土机械用户品牌关注度排行榜				
排名	LOGO	品牌	企业名称	品牌指数
01		三一重工 SANY	三一重工股份有限公司	82895
02		中联重科 Zoomlion	中联重科股份有限公司	34244
03		徐工 XCMG	徐州工程机械集团有限公司	14117
04		雷萨重机 LOXA	福田雷萨重型机械公司	5504
05		山推建友 建友机械	山推建友机械股份有限公司	3522

资料来源：中国路面机械网，中银国际证券

从 C8 到 C9 到 C10，新产品研发与升级不断

在行业持续低迷的 2013-2016 年，三一混凝土机械始终坚持将技术创新放在第一位，推出功能先进、质量可靠、操作便利、安全舒适的最新产品，两桥泵车、环保搅拌站、轻量化搅拌车等都是三一混凝土机械近年来的创新产品。

2018 年，三一推出了两桥 30、37 米泵车新产品 SYM5180THBES30C-8 和 SYM5230THB370C-8，当年销量的市占率就达到很高的程度，可见公司新产品受到了市场的青睐。据中国工程机械商贸网，2018 年，三一泵送事业部完成 200 多项对外合作项目，打造了 100 人把关师傅团队，研发人员超 3000 余人。

2019 年，公司向全球发布 3 桥 52 米、4 桥 62 米 C10 系列泵车。三一全新一代 C10 系列泵车具备六大核心技术，拥有作业范围广、油耗低、效率高、智能、易维护、安全性高等优势。

图表 29. 三一履带起重机在核电行业的吊装业绩

	C10	C9	C8
上市时间	2019	2015	2012
部分型号		SY5440THB600C-9	SY5631THB 660C-8
优势	作业范围广、油耗低、效率高、智能、易维护、安全性	高效环保、液压系统更简洁、稳定性更高、操作和维护方便	浇注的精准度、泵送的稳定性、泵送效率、智能操作、节能等具有优势
核心技术	发动机功率自匹配 优化泵送系统安装角度 智慧泵送管理系统 全球独供沃尔沃底盘 全自动换挡 自动驻车	自适应臂架流量分配技术 全新三维智能布料技术 多臂架联动 回转技术更精确 泵送系统升级 瞬间增压技术 DSC 液压技术	臂架一键即定技术 臂架智能减震技术 节能：泵送效率最大提升 25%， 油耗最多下降 10% 旋转防摆控技术 易损件高耐磨技术 故障电脑自诊断技术 智能臂架系统 安全保护技术

资料来源：三一主页，慧聪机械网，中银国际证券

预计 2019 年混凝土机械行业增长 30%，三一更快

据中国工程机械商贸网显示，在环保升级、治超从严、基建补短板、市场扩容、存量更新等多重因素的叠加下，三一重工泵送营销公司总经理李梁健判断，2019 年混凝土机械市场有望超预期保持 20~30% 增长，我们认为三一混凝土机械增速快于行业增速。

三一集团高级副总裁、泵送事业部董事长向儒安表示，2019 年 1-2 月三一混凝土机械销售势头迅猛，较去年同期实现翻倍。从成都、郑州等举行的新春订货会看，三一的混凝土机械市场需求仍然旺盛。

估值探讨：各类产品市占率全面上升，应给予估值溢价

CAT 历史 PE 估值大部分时间位于 5-15 倍之间，目前估值约为 11 倍。2009 年 PE 估值最高接近 30 倍，2008 年金融危机来临导致 2009 年卡特彼勒业绩大幅下滑，对应 PE 估值持续上升。下图中已剔除 2016-2017 年由于行业景气低迷、业绩大幅下跌导致 PE 估值失真的数据。

图表 30.卡特彼勒历史 PE 估值主要位于 5-15 倍之间



资料来源：万得，中银国际证券

三一重工历史 PE 估值主要位于 5-20 倍之间，目前估值约为 11 倍。2007 年受到资本市场景气度影响，三一 PE 估值升至最高点 46 倍，2014-2016 年之间因行业低迷导致的 PE 失真数据也已剔除。

图表 31.三一重工历史 PE 估值主要位于 5-20 倍之间

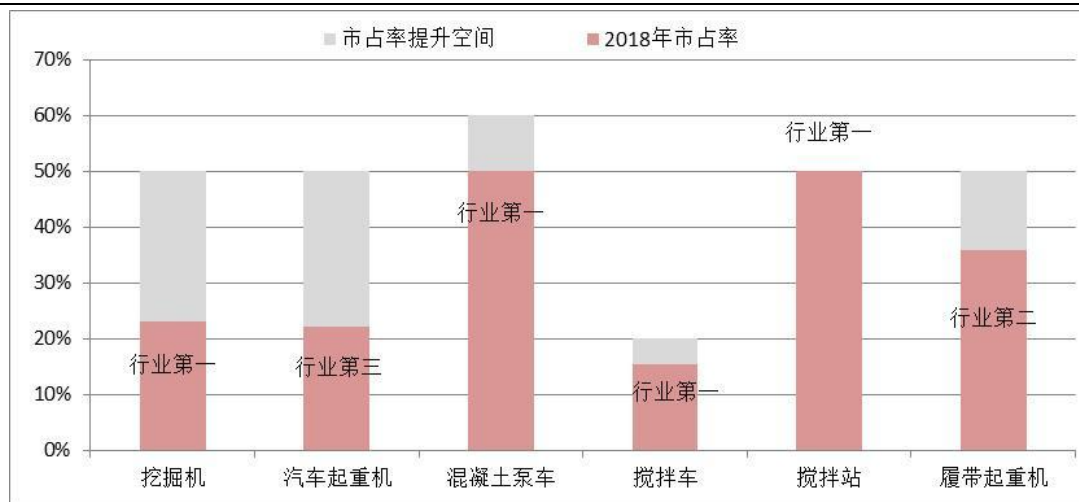


资料来源：万得，中银国际证券

目前，三一正凭借品牌质量、营销及服务优势，全面、持续地提升挖掘机、汽车起重机和混凝土机械的市占率，重新塑造工程机械行业格局。三一作为国内工程机械的绝对龙头，市占率持续上升隐含未来定价权，应享有长期估值溢价，PE 估值有望从目前 11 倍提高到 15-20 倍。



图表 32.三一各类产品市占率及中长期提升空间



资料来源：万得，中银国际证券

投资建议：维持买入评级，目标价 17.3 元

今年收入可超预期高增长，利润弹性大

我们预计公司 2018/2019/2020 年营业收入达到 540/672/713 亿元，净利润分别达到 61/90/99 亿元。

主营业务分项预测：

- 挖掘机：预计 2019 年挖机行业增长 10% 左右，三一增长 20%；
- 起重机械：预计 2018 年公司汽车起重机销量增长 50%，2019 年增长 35%；
- 混凝土机械：预计 2019 年仍可保持较快增长；
- 桩工机械：2018 年预计增长 50%，2019 年开工项目增加，桩工机械也有望保持较快增长。

图表 33. 公司收入及毛利率预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入					
混凝土机械	9,503	12,600	17,640	22,932	25,225
挖掘机机械	7,470	13,670	19,822	23,786	23,786
起重机械	2,710	5,244	7,866	10,619	11,681
桩工机械类	1,187	2,913	4,370	5,243	5,768
路面机械	875	1,343	1,612	1,853	2,039
配件及其它	1,030	1,887	1,887	1,887	1,887
其他	507	678	814	895	895
合计	23,280	38,335	54,009	67,216	71,281
收入增速假设(%)					
混凝土机械	-9.3%	32.6%	40.0%	30.0%	10.0%
挖掘机机械	22.1%	83.0%	45.0%	20.0%	0.0%
起重机械	-29.7%	93.5%	50.0%	35.0%	10.0%
桩工机械类	137.7%	145.5%	50.0%	20.0%	10.0%
路面机械	-9.3%	53.5%	20.0%	15.0%	10.0%
配件及其它	34.0%	83.3%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	-26.4%	33.8%	20.0%	10.0%	0.0%
合计	-0.4%	64.7%	40.9%	24.5%	6.0%
毛利率(%)					
混凝土机械	21.5%	24.2%	25.0%	26.0%	27.0%
挖掘机机械	32.4%	40.6%	41.0%	42.0%	42.0%
起重机械	34.0%	23.0%	25.0%	27.0%	27.0%
桩工机械类	25.2%	30.7%	31.0%	31.0%	31.0%
路面机械	17.4%	18.2%	32.0%	32.0%	32.0%
配件及其它	11.6%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
其他		27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
合计	26.2%	30.1%	31.5%	32.3%	32.3%

资料来源：万得、中银国际证券 注：单位为人民币亿元

行业龙头应享受估值溢价，给予公司 15 倍目标 PE

国内工程机械上市公司的 PS 估值通常为 1.3 倍，PE 估值为 14 倍，PB 估值为 2.1 倍。而三一目前市值对应 2019 年 PS 仅为 1.6 倍，PE 为 12 倍，PB 为 3.5 倍。

我们考虑到三一重工作为工程龙头，且各业务线市占率 2019 年将齐升，给予 PE 估值 15 倍目标，目标价 17.30 元。



图表 34. 可比公司估值

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入(亿元)		净利润(亿元)		净资产(亿元)	PS(倍)		PE(倍)		PB(倍)
			2018E	2019E	2018E	2019E	3Q2018	2018E	2019E	2018E	2019E	3Q2018
600031.SH	三一重工	1,051.14	540.09	672.16	60.60	90.17	303.01	1.95	1.56	17.35	11.66	3.47
000425.SZ	徐工机械	358.78	434.00	522.00	20.57	30.70	276.53	0.83	0.69	17.44	11.69	1.30
000157.SZ	中联重科	345.67	283.25	344.80	19.37	26.78	374.94	1.22	1.00	17.84	12.91	0.92
000528.SZ	柳工	119.70	167.47	193.92	9.07	11.73	95.65	0.71	0.62	13.20	10.21	1.25
601100.SH	恒立液压	299.00	43.77	54.53	8.53	12.81	44.33	6.83	5.48	35.05	23.34	6.74
603638.SH	艾迪精密	80.05	10.76	14.58	2.40	3.28	9.72	7.44	5.49	33.38	24.43	8.23
603338.SH	浙江鼎力	201.58	18.04	22.96	5.02	6.52	25.30	11.17	8.78	40.15	30.92	7.97
600984.SH	建设机械	54.30	23.86	31.03	1.97	3.87	33.33	2.28	1.75	27.53	14.03	1.63
600761.SH	安徽合力	80.38	98.14	110.65	5.34	6.56	46.08	0.82	0.73	15.06	12.25	1.74
行业总计/平均		2,590.59	1,619.37	1,966.64	132.87	192.42	1,208.89	1.60	1.32	19.50	13.46	2.14

资料来源：万得，中银国际证券

注：市值截止日期 2019-3-18，收入与利润预测均来自万得一致估计，A 股单位为人民币亿元

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	23,280	38,335	54,009	67,216	71,281
销售成本	(17,399)	(27,085)	(37,410)	(46,074)	(48,780)
经营费用	(3,333)	(5,641)	(6,925)	(8,000)	(8,702)
息税折旧前利润	2,548	5,609	9,674	13,142	13,799
折旧及摊销	(2,095)	(1,913)	(1,744)	(1,515)	(1,358)
经营利润(息税前利润)	453	3,696	7,930	11,627	12,441
净利息收入/(费用)	(875)	(1,319)	(68)	168	493
其他收益/(损失)	486	376	2	203	203
税前利润	63	2,753	7,864	11,998	13,138
所得税	101	(642)	(1,613)	(2,399)	(2,627)
少数股东权益	(40)	135	391	581	636
净利润	203	2,092	6,060	9,017	9,874
核心净利润	203	1,974	6,060	8,998	9,854
每股收益(人民币)	0.026	0.268	0.777	1.156	1.266
核心每股收益(人民币)	0.026	0.253	0.749	1.153	1.263
每股股息(人民币)	0.010	0.179	0.233	0.347	0.380
收入增长(%)	(0)	65	41	24	6
息税前利润增长(%)	(63)	716	115	47	7
息税折旧前利润增长(%)	(15)	120	72	36	5
每股收益增长(%)	47	928	190	49	9
核心每股收益增长(%)	47	870	196	54	10

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	63	2,753	7,864	11,998	13,138
折旧与摊销	2,095	1,913	1,744	1,515	1,358
净利息费用	875	1,319	68	(168)	(493)
运营资本变动	1,604	3,691	2,342	(2,881)	3,477
税金	61	(391)	(1,413)	(2,400)	(2,629)
其他经营现金流	(1,449)	(721)	(3,130)	(767)	488
经营活动产生的现金流	3,249	8,565	7,475	7,297	15,339
购买固定资产净值	(186)	(287)	(1,170)	(1,160)	(1,160)
投资减少/增加	1,678	90	300	300	300
其他投资现金流	770	1,415	2,676	2,257	2,314
投资活动产生的现金流	2,262	1,218	1,806	1,397	1,454
净增权益	(77)	(1,398)	(1,818)	(2,705)	(2,962)
净增债务	(5,967)	(11,898)	(5,829)	(1,062)	(155)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,382	184	(9)	945	129
融资活动产生的现金流	(4,661)	(13,085)	(7,603)	(2,719)	(2,767)
现金变动	851	(3,302)	1,678	5,976	14,026
期初现金	6,841	7,442	4,104	5,782	11,757
公司自由现金流	5,512	9,783	9,281	8,694	16,793
权益自由现金流	421	(796)	3,520	7,465	16,144

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	8,285	6,845	8,490	14,468	28,503
应收帐款	23,149	21,024	23,084	29,195	24,323
库存	6,220	7,642	9,838	10,400	9,701
其他流动资产	337	697	579	1,050	701
流动资产总计	37,992	36,207	41,992	55,112	63,228
固定资产	15,097	13,639	11,046	8,690	6,492
无形资产	4,677	4,390	4,070	3,750	3,430
其他长期资产	3,064	3,253	3,253	3,253	3,253
长期资产总计	22,838	21,282	18,368	15,693	13,175
总资产	61,555	58,238	61,000	71,502	77,092
应付帐款	7,529	10,938	12,836	16,227	14,310
短期债务	8,908	2,257	2,794	0	0
其他流动负债	7,363	9,788	9,192	11,231	11,245
流动负债总计	23,800	22,983	24,822	27,459	25,555
长期借款	13,597	7,577	2,964	3,786	3,653
其他长期负债	705	1,305	868	959	1,044
股本	7,658	7,668	7,801	7,801	7,801
储备	16,824	19,142	23,279	29,651	36,556
股东权益	24,481	26,810	31,080	37,451	44,357
少数股东权益	735	876	1,266	1,847	2,483
总负债及权益	61,555	58,238	61,000	71,502	77,092
每股帐面价值(人民币)	3.14	3.44	3.98	4.80	5.69
每股有形资产(人民币)	2.59	2.92	3.46	4.32	5.25
每股净负债/(现金)(人民币)	1.42	0.20	(0.38)	(1.51)	(3.31)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.9	14.6	17.9	19.6	19.4
息税前利润率(%)	1.9	9.6	14.7	17.3	17.5
税前利润率(%)	0.3	7.2	14.6	17.8	18.4
净利率(%)	0.9	5.5	10.9	13.4	13.9
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.6	1.7	2.0	2.5
利息覆盖率(倍)	0.5	2.8	116.6	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	59.7	20.7	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.6	2.1
估值					
市盈率(倍)	498.0	48.4	16.7	11.2	10.3
核心业务市盈率(倍)	498.0	51.3	17.4	11.3	10.3
市净率(倍)	4.1	3.8	3.3	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	31.2	11.8	13.6	13.9	6.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.5	19.0	10.6	7.1	5.7
周转率					
存货周转天数	123.2	93.4	85.3	80.2	75.2
应收帐款周转天数	367.8	210.3	149.0	141.9	137.0
应付帐款周转天数	107.8	87.9	80.3	78.9	78.2
回报率					
股息支付率(%)	37.6	66.8	31.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	0.8	8.2	20.2	26.3	24.1
资产收益率(%)	0.7	4.7	10.6	14.0	13.4
已运用资本收益率(%)	0.1	1.2	4.0	5.6	5.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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证券分析师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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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) 3988 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) 3988 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
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371