

三一重工 (600031.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

国际化、电动化顺利推进，**工程机械龙头再起航****投资逻辑：**

内生+外延，工程机械龙头深耕三十余载。公司成立于1994年，以混凝土机械起家，通过收购普茨迈斯特、帕尔非格不断拓宽业务版图，完善产品体系，营收规模从17年383亿元提升到22年808亿元，期间CAGR达到16%，23H1公司营收、归母净利分别达399、34亿元，稳居行业头部水平。

国内：国内工程机械板块正处于筑底阶段，部分领域拐点已到。1) 起重机：23年M8中国起重机国内市场销量实现正增长，其中随车起重机销量连续6个月内销实现正增长，起重机板块部分品类或已进入上行期；2) 挖机、混凝土机械：两类产品与地产、基建相关性较高，目前仍处筑底阶段，我们预计新一轮挖机周期有望在24年开启，预计2023-25年公司挖机收入为369/418/489亿元，同比+3.1%/+13.3%/+17.0%。

出口：全球多地设立办事处，近三年海外收入大幅增长。公司重视产品出口，在全球多地区设立办事处；根据公告，20-22年公司海外收入分别为141/249/366亿元，收入占比达14%/23%/46%，23H1公司海外收入达到224.6亿元（收入占比达到56%），海外市场拓展顺利。根据Statista数据，22年全球工程机械市场规模接近1500亿美元，公司在国内市场份额超22.1%，而海外市占率仅为3.3%，海外市场远期仍具备较大成长空间。

工程机械电动化率较低，公司多款主力产品电动化推进迅速。根据Interact Analysis数据，22年挖机、推土机、大型装载机电动化率均不足1%，远低于叉车等非道路机械。公司近年来积极推进大型工程机械电动化，22年公司推出近70款电动化新品，实现收入27亿元（同比+170%）；此外，22M1-M9公司在起重机、搅拌车、牵引车三款电动化产品国内市占率分别达到94%/62%/26%，公司电动化产品市场认可度高。

盈利预测、估值和评级

我们预计23-25年公司实现营业收入为852.6/967.7/1132.3亿元，归母净利润为64.3/82.9/106.8亿元，对应PE分别为21/16/13倍。给予公司24年20倍PE，对应目标价19.52元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

下游基建投资不及预期、海外市场竞争力加剧、原材料价格上涨。

机械组

分析师：满在朋（执业S1130522030002）
manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：15.89元

目标价（人民币）：19.52元

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	106,870	80,808	85,259	96,772	113,230
营业收入增长率	6.81%	-24.39%	5.51%	13.50%	17.01%
归母净利润(百万元)	12,033	4,273	6,429	8,285	10,675
归母净利润增长率	-22.02%	-64.49%	50.45%	28.88%	28.84%
摊薄每股收益(元)	1.417	0.503	0.757	0.976	1.258
每股经营性现金流净额	1.40	0.48	0.61	1.04	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.89%	6.58%	9.31%	11.18%	13.24%
P/E	16.09	31.41	20.98	16.28	12.63
P/B	3.04	2.07	1.95	1.82	1.67

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 老牌工程机械巨头，强者恒强.....	5
1.1 底蕴深厚的工程机械龙头	5
1.2 产品+渠道体系建成，双轮驱动巩固竞争力	5
1.3 营收、净利润长期位列行业前茅	7
1.4 成本压缩、海外收入占比提升，看好公司毛利率持续提升	8
1.5 股权激励核心员工，彰显业绩长期高增长信心	11
2. 国内：工程机械行业进入筑底阶段，龙头厂商有望享受周期上行红利.....	11
2.1 产品：起重机领域拐点或已到，搅拌车、挖机行业正处筑底阶段.....	11
2.2 公司为工程机械行业龙头，多领城市占率稳居第一.....	13
3. 海外：工程机械出口持续高增长，海外市场打开第二成长曲线.....	15
3.1 国产品牌竞争力提升，多类工程机械产品出口顺利.....	15
3.2 公司海外布局进入收获期	16
3.3 海外市场迅速发展、市占率持续提升，看好公司海外市场长期成长.....	17
4. 工程机械电动化蔚然成风，公司电动化产品进展顺利.....	17
4.1 工程机械电动化渗透率较低，远期替代空间大	17
4.2 积极电动化转型，引领行业发展	18
5. 盈利预测与投资建议.....	20
5.1 收入、毛利率预测：	20
5.2 投资建议：	21
6. 风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 内生+外延成就工程机械龙头地位	5
图表 2： 公司创始人梁稳根持股 19.35%	5
图表 3： 公司现已建成包含土石方机械、混凝土机械等五大产品体系	6
图表 4： 全国各省份均参股 1-2 个经销商	6
图表 5： 公司通过“以我为主”、“本土经营”、“服务先行”打造全球化渠道	7
图表 6： 公司营收规模常年位列行业前茅	7
图表 7： 公司长期归母净利润位列行业前茅	7
图表 8： 公司毛利率开始向卡特追赶	8
图表 9： 受国内市场低迷，三一、徐工营收增速短期承压	8
图表 10： 挖掘机、混凝土机械、起重机贡献主要收入	8
图表 11： 公司主要业务毛利率水平近年略有下滑	8

图表 12: 16-23H1 公司毛利率处于行业头部.....	9
图表 13: 17-23H1 年公司净利率领先同行.....	9
图表 14: 2020 年钢材约占工程机械成本的 30%.....	9
图表 15: 工程机械行业毛利率与钢材价格存在负相关.....	9
图表 16: 库存历史高位，钢材价格中枢下移.....	10
图表 17: 海运价格回归正常.....	10
图表 18: 公司费用率维持稳定.....	10
图表 19: 23H1 公司海外收入占比大幅提升.....	11
图表 20: 23H1 海外市场毛利率超过国内市场.....	11
图表 21: 股权激励绑定核心员工.....	11
图表 22: 近两月汽车起重机国内销量降幅缩窄.....	11
图表 23: 履带起重机国内销量同比数据开始有转暖迹象.....	11
图表 24: 2021 年以来地产行业持续低迷.....	12
图表 25: 搅拌车国内销量仍处于下行周期.....	12
图表 26: 中国地区小松挖掘机开工小时数仍处低位（小时/月）.....	12
图表 27: 挖掘机销量与经济周期相关性较大，预计 2024 年开始新一轮上行.....	13
图表 28: 挖掘机是工程机械最主要产品之一.....	14
图表 29: 公司挖掘机国内市占率连续多年保持第一.....	14
图表 30: 22 年公司搅拌车、泵车市占率为 40%、30%.....	14
图表 31: 公司混凝土业务规模行业领先.....	14
图表 32: 22 年公司履带起重机国内市占率第一.....	15
图表 33: 公司起重机业务位居国内前三.....	15
图表 34: 起重机出口保持正增长.....	15
图表 35: 起重机出口占比持续提升，成为重要增长极.....	15
图表 36: 挖机月度出口销量增速短期承压.....	16
图表 37: 海外市场成为国内挖机厂商主要增长点.....	16
图表 38: 公司海外产业集群战略布局概况.....	16
图表 39: “一带一路”对外承包工程新签订单维持高位（单位：亿美元）.....	16
图表 40: 23H1 公司核心产品出口高速增长.....	17
图表 41: 23H1 年公司北美、亚澳、欧洲增长迅速.....	17
图表 42: 2022 年公司挖掘机海外市占率仅 7.5%.....	17
图表 43: 公司挖机海外市占率持续提升.....	17
图表 44: 大型工程机械电动化渗透率不足 1%.....	18
图表 45: 2030 年全球电动挖掘机、起重机市场规模将达 55.3、28.7 亿美元.....	18
图表 46: 公司研发费用率维持高位.....	19

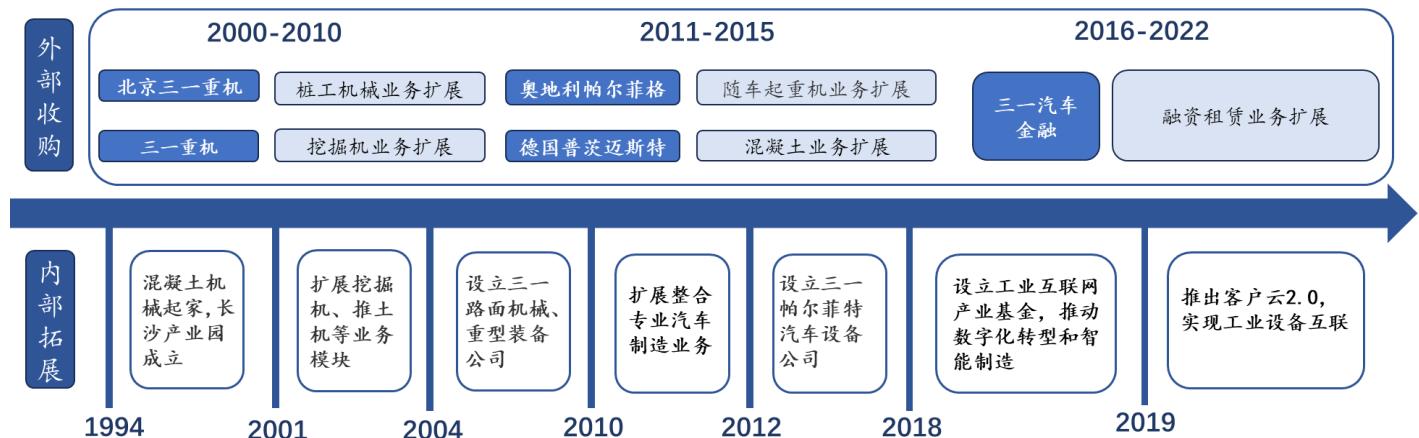
图表 47: 公司电动化新品推出加速	19
图表 48: 公司电动化产品品类最多	19
图表 49: 22 年 M1-M9 多个电动化产品市占率国内第一	19
图表 50: 公司 22 年电动化收入同比+170%，达 27 亿元	19
图表 51: 公司营业收入拆分及预测	21
图表 52: 可比公司估值	22

1. 老牌工程机械巨头，强者恒强

1.1 底蕴深厚的工程机械龙头

深耕工程机械 30 余载，外延+内部拓展奠定工程机械龙头地位。公司成立于 1994 年，以混凝土机械起家，后通过外部收购与内部拓展逐渐扩张产品版图与规模，成长为国内工程机械龙头。外部收购：公司通过外部收购三一重机、帕尔菲格、普茨迈斯特等拓展/壮大桩工机械、挖掘机、起重机、混凝土等业务；内部扩张：从混凝土机械内部设立新公司拓展至挖掘机、推土机、路面机械、汽车设备等业务。

图表1：内生+外延成就工程机械龙头地位

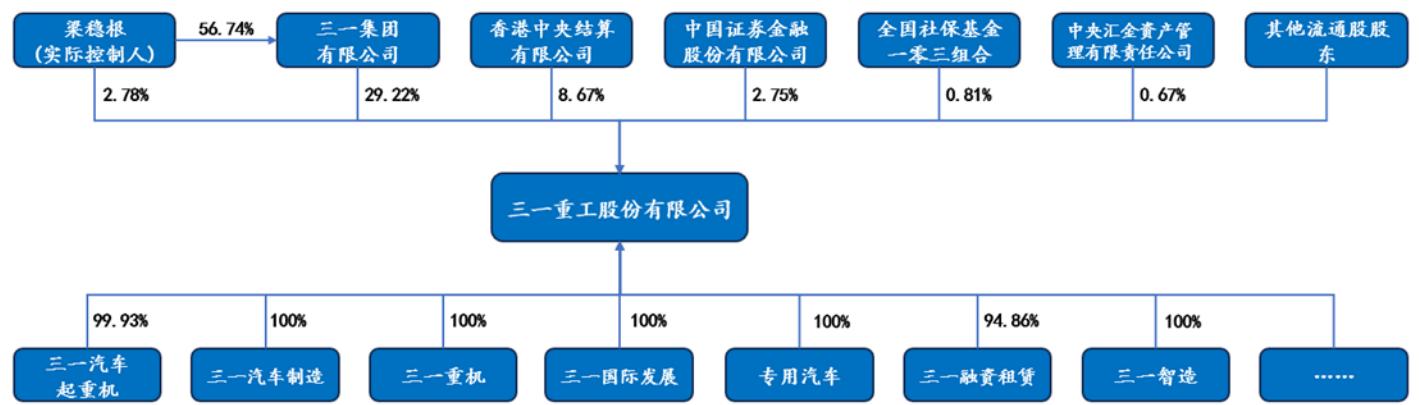


来源：公司公告，国金证券研究所

公司创始人梁稳根持股 19.35%，多次领导公司正确决策，最终成长为一流的工程机械主机厂。

- 1) “双进战略”：必须进入大城市-长沙；必须进入大领域-工程机械。由此公司确定了以大城市为核心、工程机械为核心的业务的方向。
- 2) 坚持自主研发和国产替代：梁稳根坚持自主可控思想，领导公司先后攻克液压技术、挖掘机设计生产、高强度钢板等。
- 3) 收购普茨迈斯特，开启国际化：2012 年公司做出收购德国“大象”-普茨迈斯特开启国际化进程，为后续海外业务成为公司新增长点建立了基础。

图表2：公司创始人梁稳根持股 19.35%



来源：Wind，国金证券研究所

1.2 产品+渠道体系建成，双轮驱动巩固竞争力

- **产品：**公司现已建成 5 大产品体系，包括土石方机械、混凝土机械、起重机、路面机械、桩工机械。公司通过上文所述的外延+内部拓展，现已经建成 5 大类、28 小类产品体系，下游主要包括房地产、基建、矿山等。

图表3：公司现已建成包含土石方机械、混凝土机械等五大产品体系


来源：公司官网，国金证券研究所

■ 渠道：全球化布局，提高本地服务能力

国内：通过参股形式绑定优质经销商。公司在各省基本都有经销商合作，并且以独特的约10%持股方式实现深度利益绑定，增加对经销商话语权的同时，形成了利益绑定。

图表4：全国各省份均参股1-2个经销商

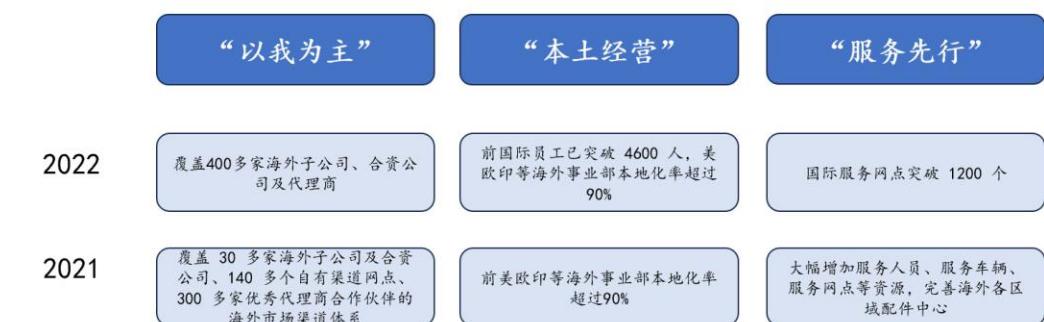
省份	经销商	参股公司	持股比例
辽宁	辽宁三君工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	16.00%
黑龙江	哈尔滨力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
辽宁	沈阳众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
内蒙古	内蒙古众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
山东	山东力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
安徽	合肥湘元工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
江苏	江苏力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
福建	福建闽瑞通工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
贵州	贵州通程兄弟工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
山西	山西湘阳工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
云南	云南正源睿德工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
宁夏	宁夏益尔德工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
吉林	吉林力好机械设备有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
北京	北京众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
河北	石家庄众力工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
青海	青海海畴工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
湖北	宜昌博勒工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
上海	上海力好机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
江苏	江苏力好工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
宁夏	宁夏三益机电设备有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
河南	郑州金湘元工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%

四川	四川盛和机械设备有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
广西	广西山宁工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
福建	福建闽瑞通工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
安徽	合肥湘元工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
新疆	新疆京泓工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
广东	广州市巨和工程机械有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
海南	海南海龙鹏汽车机电设备有限公司	昆山三一投资有限公司	9.00%
湖南	湖南中旺工程机械设备有限公司	昆山三一投资有限公司	8.73%

来源：公司官网，Wind，国金证券研究所

海外：公司通过“以我为主”、“本土经营”、“服务先行”打造全球化渠道。公司积极布局海外渠道：1) “以我为主”：截止 22 年底建立超 400 家海外子公司、合资公司及代理商，打造“以我为主”的渠道体系；2) “本土经营”：国际员工突破 4600 人，美欧印等海外事业部本地化率超过 90%，重视本土化经营，提高市场适配性及响应速度；3) “服务先行”：国际服务网点突破 1200 个，海外配件供应能力持续提升，从后市场方向提升渠道能力。

图表5：公司通过“以我为主”、“本土经营”、“服务先行”打造全球化渠道

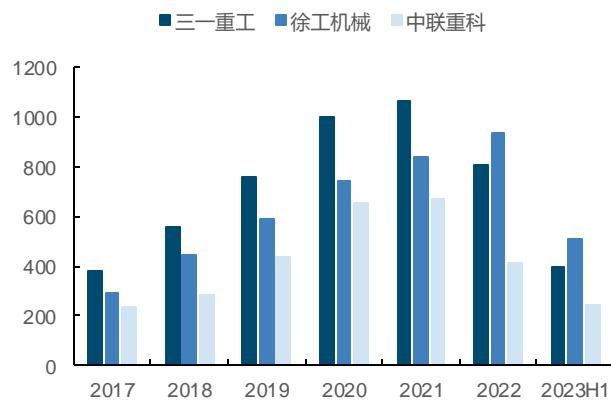


来源：公司公告，国金证券研究所

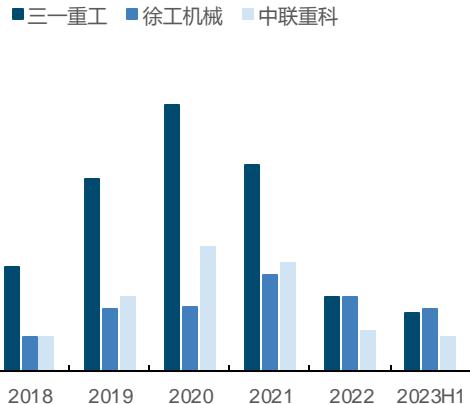
1.3 营收、净利润长期位列行业前茅

公司营收、归母净利润长年保持行业第一梯队水平。根据可比公司数据统计，2017-21 年公司营收规模、归母净利润均高于其他头部公司徐工机械、中联重科，22 年以后徐工规模超过公司系徐工吸收合并徐工有限并表所致。

图表6：公司营收规模常年位列行业前茅



图表7：公司长期归母净利润位列行业前茅

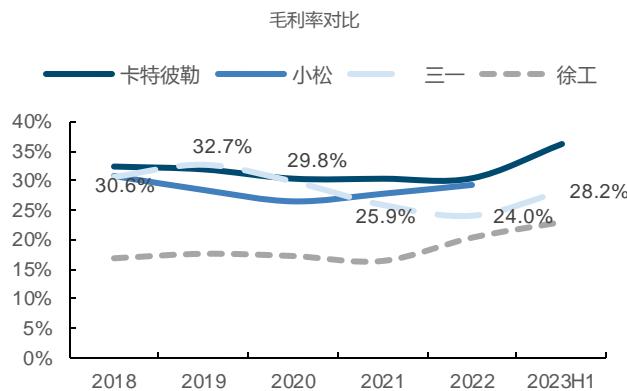


来源：Wind，国金证券研究所

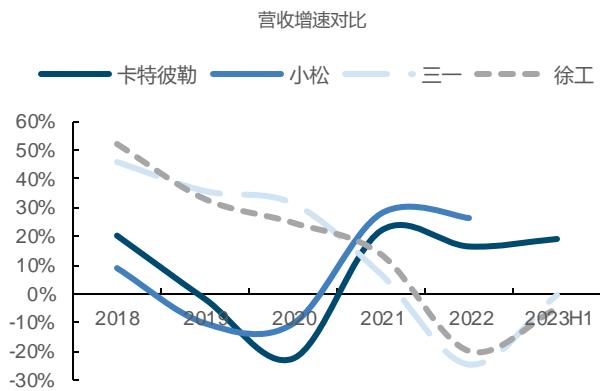
来源：Wind，国金证券研究所

23H1 公司毛利率达 28.2% (相对 22 年提升 4.2pcts)，盈利能力显著优化。卡特、小松毛利率较高系北美市场拜登基建方案等导致供需紧平衡的产品涨价所致，随着公司海外收入占比提升，以及国内市场筑底回升，盈利能力有望向国际巨头卡特看齐。

图表8：公司毛利率开始向卡特追趕



图表9：受国内市场低迷，三一、徐工营收增速短期承压



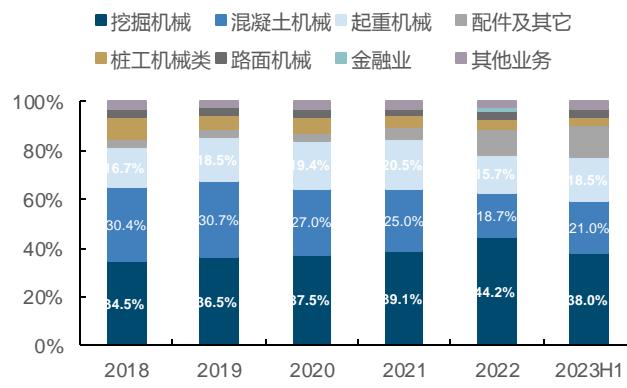
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

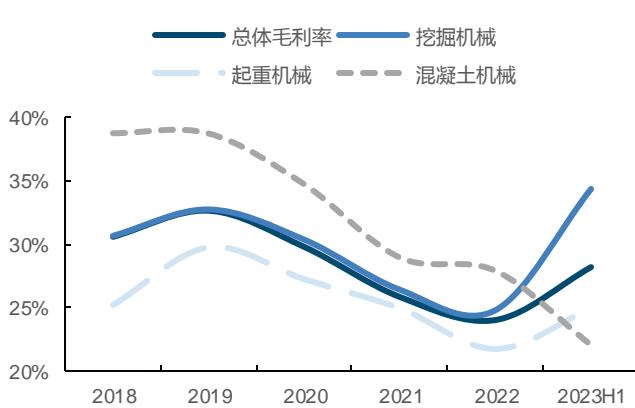
挖掘机、混凝土机械、起重机构成收入主要来源。分业务来看，2021–23H1 年挖掘机/混凝土机械/起重机贡献收入为 417.5/266.7/218.6 亿元、357.6/150.8/126.7 亿元、151.5/84.0/73.6 亿元，其中 23H1 三个业务占比分别为 38.0%/21.0%/18.5%，是公司主要收入来源。

23H1 主业盈利能力明显回升，得益于海外市场占比提升。公司主要业务毛利率从 2019 开始持续下行，但 23H1 挖机、起重机械、混凝土机械毛利率分别为 34.3%/25.0%/22.1%，同比+9.19%/9.33%/1.16pcts，盈利能力大幅提升主要得益于：1) 原材料钢材价格有所下滑；2) 核心产品出口顺利，海外市场盈利能力更强。

图表10：挖掘机、混凝土机械、起重机械贡献主要收入



图表11：公司主要业务毛利率水平近年略有下滑



来源：Wind，国金证券研究所

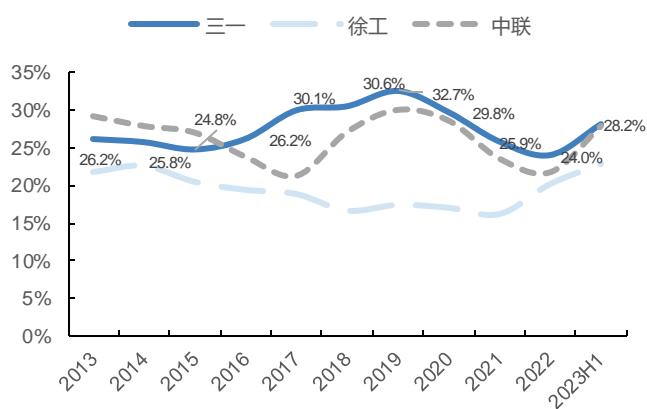
来源：Wind，国金证券研究所

1.4 成本压缩、海外收入占比提升，看好公司毛利率持续提升

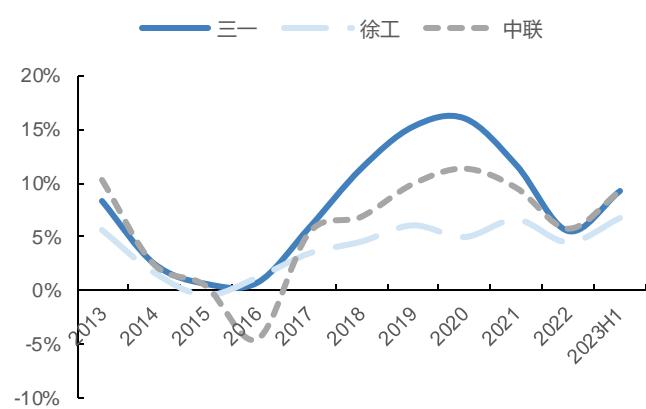
盈利端：受行业周期、原材料价格波动影响，近几年公司毛利率和净利率处于小幅波动状态。19–22 年，随钢材等原材料价格增长和工程机械行业下游需求减少，公司毛利率略有下滑。但随着海外需求持续爆发以及原材料价格下跌，23H1 毛利率提升至 28.2%。

同业对比：1) 毛利率方面，2016–23H1，公司毛利率稳定高于徐工和中联重科，行业内位列前茅；2) 净利率方面，2017–2021 年，公司挖掘机业务迅速扩张，其盈利能力较强，高于徐工（22 年之前无挖掘机业务）、中联（财务费用较高）。

图表12：16-23H1 公司毛利率处于行业头部



图表13：17-23H1 年公司净利润率领先同行



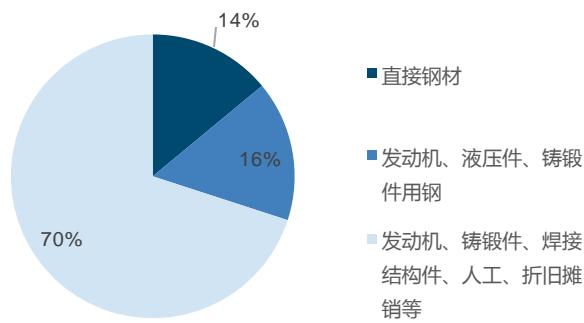
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

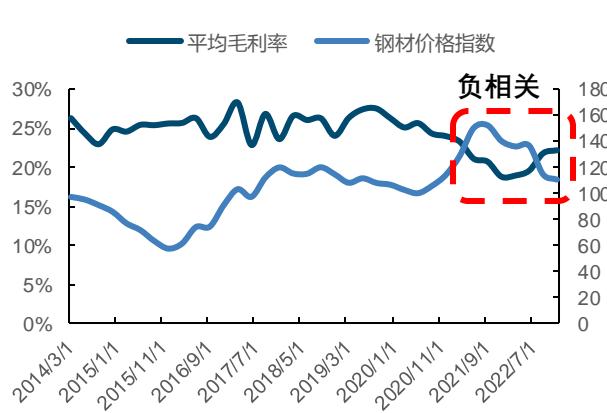
成本压缩、海外收入占比提升，看好公司毛利率持续提升：

- 成本端：钢材价格对工程机械毛利率存在明显的影响。根据中商产业研究院数据，钢材是工程机械的主要原材料之一，约占工程机械成本的 30%。同时，我们通过对公司、徐工及中联重科等 5 家大型工程机械企业毛利率分析，2020 年初至 2022 年末，工程机械行业毛利率与钢材价格存在较强的负相关性。

图表14：2020 年钢材约占工程机械成本的 30%



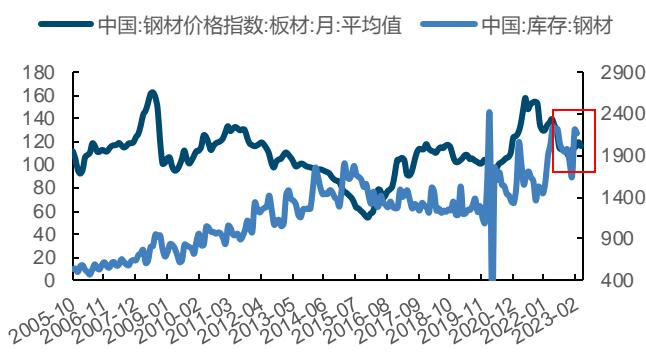
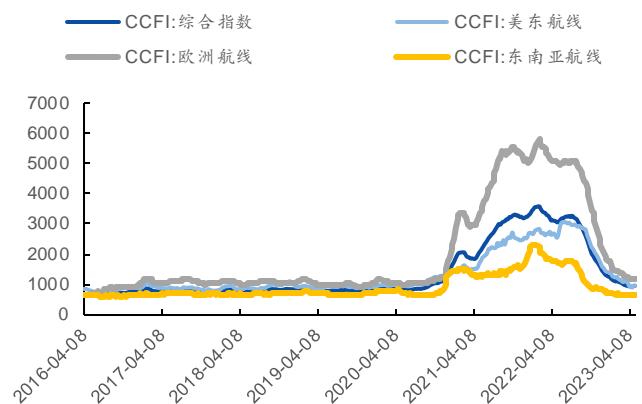
图表15：工程机械行业毛利率与钢材价格存在负相关



来源: 中商情报网, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所
注: 平均毛利率选取中联重科、三一重工、柳工、徐工、山河智能季度毛利率取平均值

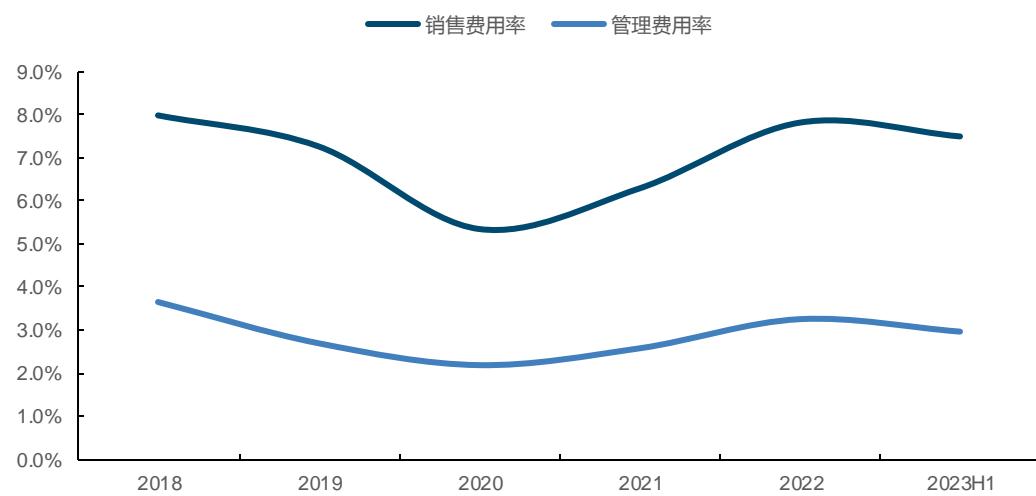
钢材、海运价格呈下行趋势，成本端压力缩小。2020-2022H1，由于疫情、俄乌战争影响，钢材价格持续维持高位，随着 22 年下半年不利因素影响减弱，价格开始下行，考虑到目前库存处于历史高位，23 年价格继续下行压力较大。同时海运价格基本恢复到疫情前水平，铁矿石海运成本降低，原材料压力将进一步缓解，盈利能力有望恢复。

图表16：库存历史高位，钢材价格中枢下移

图表17：海运价格回归正常


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

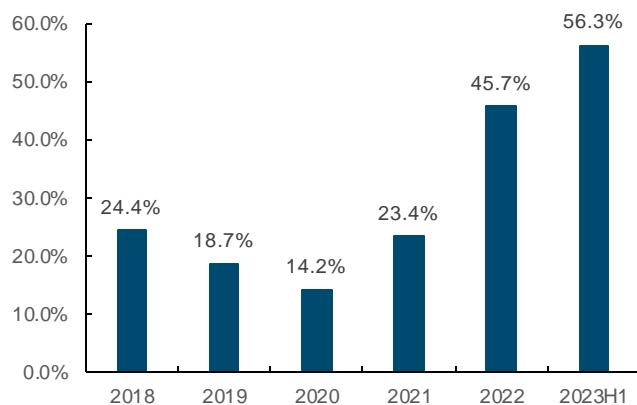
费用端: 公司费用率维持稳定, 2021-2023H1 的销售费用率分别为 6.3%/7.8%/7.5%、管理费用率为 2.6%/3.3%/3.3%, 22 年费用率上升系下游需求萎缩。

图表18：公司费用率维持稳定


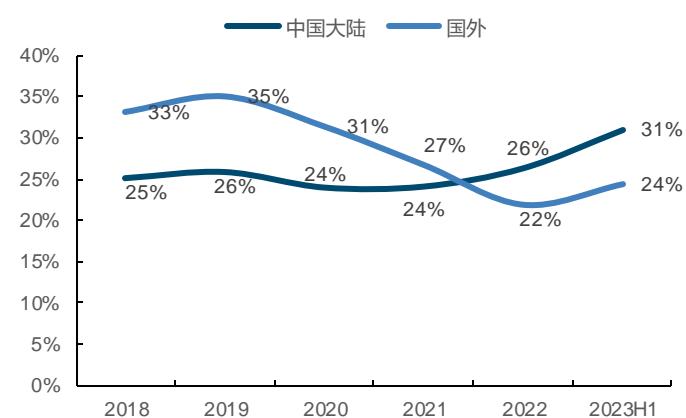
来源: Wind, 国金证券研究所

收入结构: 海外收入占比提升有望带动整体盈利能力上升。23H1 公司海外收入占比大幅提升, 达到 56.3%。2018 年以来, 随着海外市场收入规模不断提升, 规模效应愈发明显, 海外收入毛利率稳步提升, 并在 21 年超过国内市场; 此外, 海外市场竞争格局相对较好, 未来海外市场毛利率水平有望进一步提升, 国产工程机械设备出口顺利, 随着公司海外收入占比提升, 整体毛利率水平有望持续优化。

图表19: 23H1 公司海外收入占比大幅提升



图表20: 23H1 海外市场毛利率超过国内市场



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

1.5 股权激励核心员工，彰显业绩长期高增长信心

股权激励核心员工，彰显业绩长期高增长信心。公司于2022年、2023年连续两年发布股权激励计划：1) 2022年：授予高管及核心技术人员145人共2907万股，约占总股本的0.34%，解除限售条件为2023、2024年营收或净利润增长10%、20%；2) 2023年：设立规模不超过5.9亿元的员工持股计划，覆盖核心员工人数96%，核心员工与公司成长深度绑定。

图表21: 股权激励绑定核心员工

对应考核年度	业绩考核目标	解除限售比例
2023年	① 营业收入较2022年增长10%以上； ② 净利润较2022年增长10%以上。	50%
2024年	① 营业收入较2022年增长20%以上； ② 净利润较2022年增长20%以上。	50%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2. 国内：工程机械行业进入筑底阶段，龙头厂商有望享受周期上行红利

2.1 产品：起重机领域拐点或已到，搅拌车、挖机行业正处筑底阶段

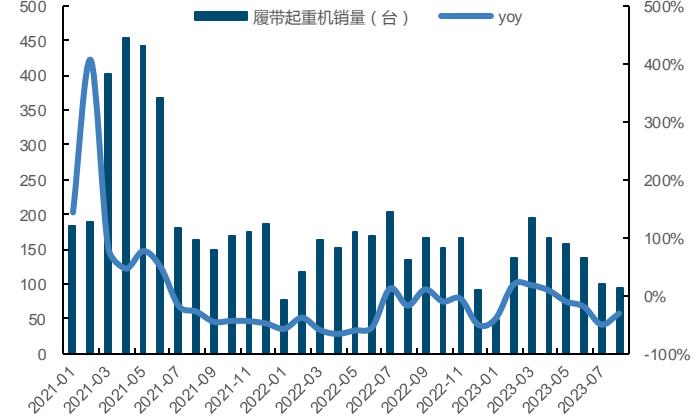
■ **起重机：**行业冰点已过，23M8起重机中国市场销量同比翻正

根据中国工程机械协会数据，23年8月国内起重机的月度销量达到2623台，同比+0.3%，连续四个月实现正增长；此外，从细分品类来看，随车起重机销量连续四个月实现高速增长，起重机行业有望迎来工程机械领域率先复苏。

图表22: 近两月汽车起重机国内销量降幅缩窄



图表23: 履带起重机国内销量同比数据开始有转暖迹象



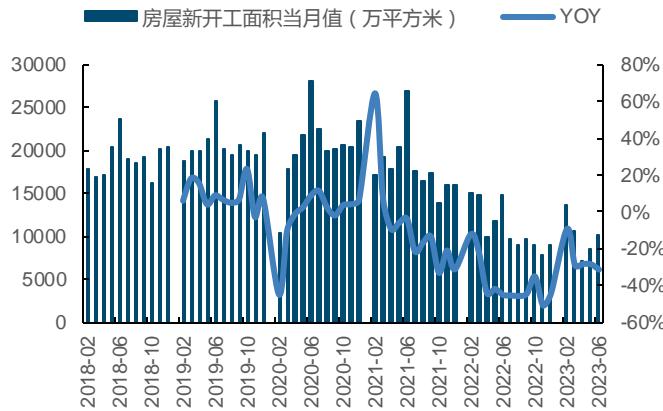
来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

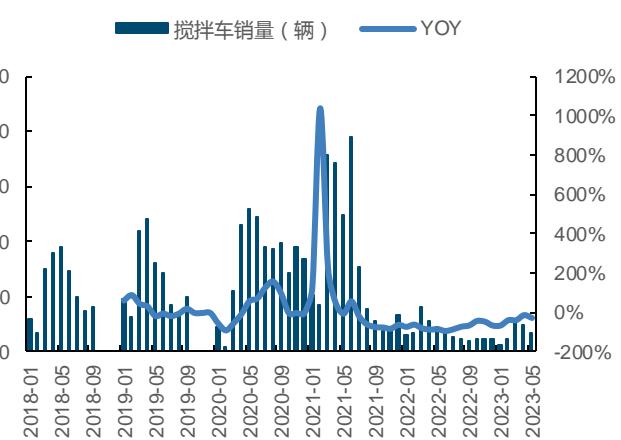
■ 混凝土机械：混凝土机械仍处于筑底阶段，地产宽松政策持续加码有望推动复苏

混凝土机械尚处于销量下行周期，但降幅持续收窄。根据 Auto Thinker 数据，23 年 1-3 月中国混凝土搅拌车单月销量 576/1108/2604 台，同比 -63%/-36%/-36%，降幅有所收窄，受房产行业低迷影响，当前仍处于下行周期。

图表24：2021年以来地产行业持续低迷



图表25：搅拌车国内销量仍处于下行周期



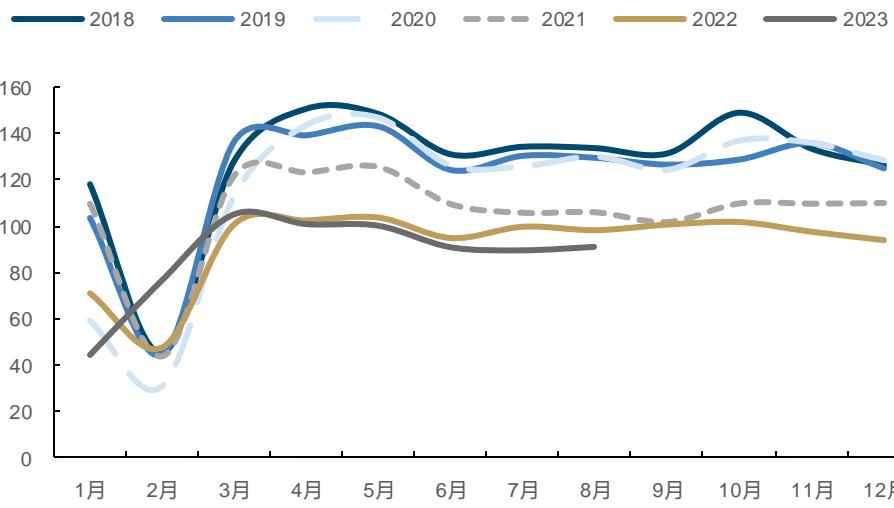
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind, Autothinker, 专用车 SPV, 第一商用车网, 国金证券研究所

■ 挖机：国内市场景气度相对较低，预计新一轮上行周期在 24 年开启

下游开工数据仍处低位，静待景气度回暖。根据小松开工小时数数据，23 年 8 月小松挖掘机开工小时数为 90.9 小时，环比上升 2.4%，结束了 4 个月环比连续下跌的趋势。从下游景气度来看，国内市场仍处于筑底阶段。随着房地产下行收窄、基建开工落地，开工或将转暖。

图表26：中国地区小松挖掘机开工小时数仍处低位（小时/月）



来源：Wind，国金证券研究所

复盘历史挖掘机销量数据，预计新一轮挖机上行周期有望在 24 年开启

1) 2005-2008 年：国家“十一五”进一步推进城镇化建设，基建、铁路进入投资周期，城市公共交通、水利等投资年均增长 30% 左右。2009-2011 年，四万亿投资政策驱动，基建和房地产投资扩张，挖掘机销量开始从 2008 年经济危机中走出，开始维持 23 个月正增长。

2) 2012-2016 年：刺激政策提前释放了下游需求，同时带来了产能的过度扩张和信用扩张，行业进入库存出清阶段。

3) 2016-2021 年：行业竞争加剧，盲目入行产能出清，叠加宏观复苏和产品更换周期到

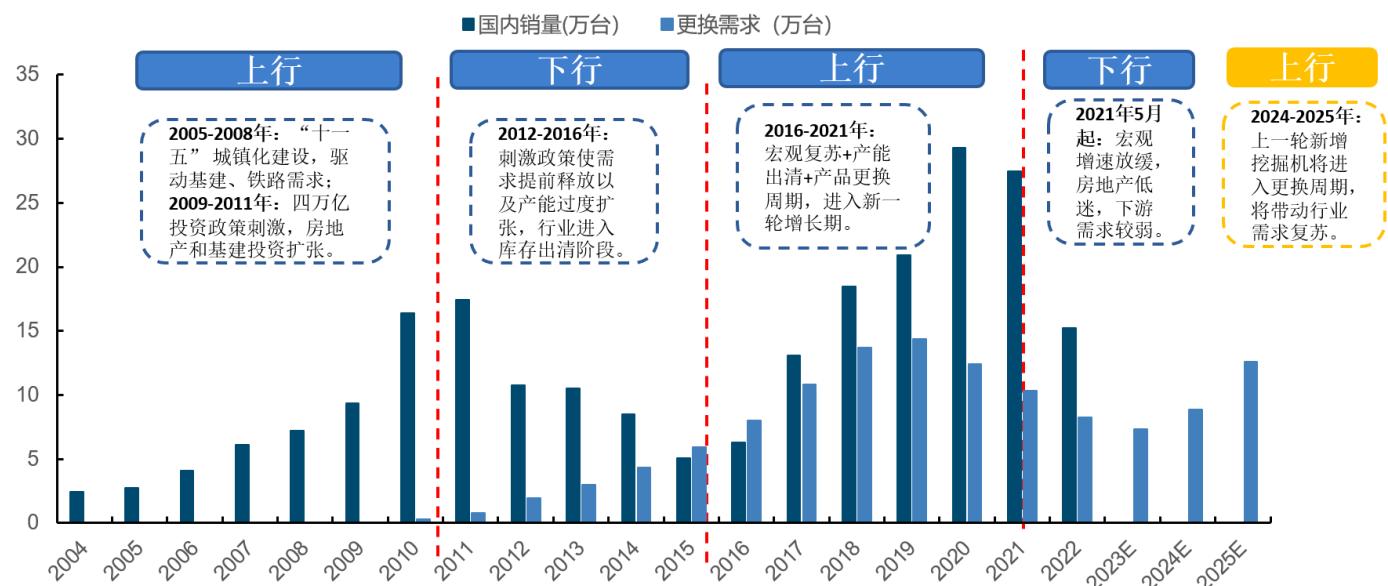
达，进入新一轮增长期。

4) 2021年5月至今：宏观增速放缓、房地产、基建等下游需求相对低迷，挖机行业连续数月负增长。

5) 2024-2025年：24年将进入上一轮新增挖掘机的更换周期，行业复苏渐行渐近。

测算逻辑：工程机械工况复杂、磨损大，挖机的更换周期为5-8年，假设挖机寿命为8年，第6年开始更换，第六到第十的更换比例为10%/20%/40%/20%/10%，并进行加权计算测算出23-25年挖机的更换需求为7.3/8.8/12.6万台，进入新一轮更换周期。

图表27：挖掘机销量与经济周期相关性较大，预计2024年开始新一轮上行



来源：公司公告，Wind，中国工程机械工业协会，国金证券研究所 注：2015-16年测算的更新需求大于实际需求，主要系2009-2011年的超需求销售量，导致部分产品没有使用就进入二手市场，所以设备更新会相应延迟，预计期2017-2018才逐步出清。

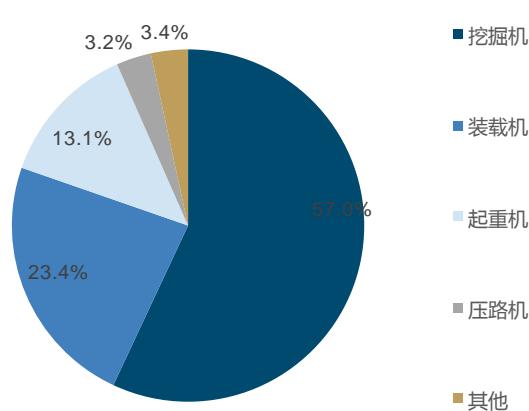
2.2 公司为工程机械行业龙头，多领域市占率稳居第一

公司挖掘机、混凝土、起重机三大产品共筑行业龙头地位：

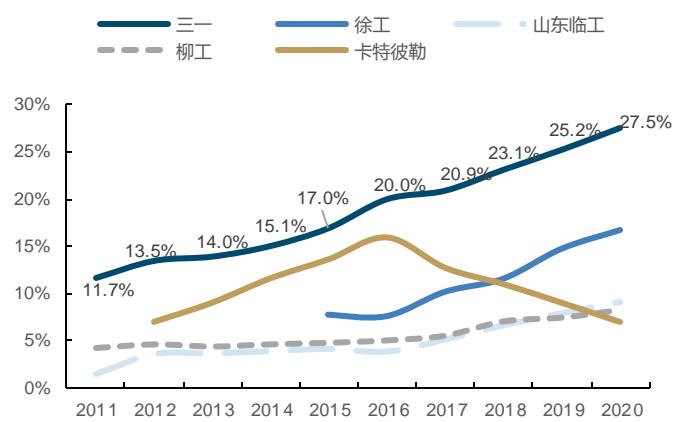
■ **挖掘机：**挖掘机是主要的工程机械品类，21年单品类销量占比超50%。根据中国工程机械工业协会数据，2021年我国工程机械行业挖掘机、装载机、起重机销量占比分别为57.0%、23.4%、13.1%，其中挖掘机为工程机械第一大品类，占比高达57.0%。

公司是国内挖掘机当之无愧的行业龙头。2011-20年，公司挖掘机国内市占率从11.7%提升至27.5%，市占率连续多年保持第一，是挖掘机领域绝对龙头。预计随着国内更换周期到来，叠加海外需求持续强劲，公司或将直接受益挖掘机景气度上行。

图表28：挖掘机是工程机械最主要产品之一



图表29：公司挖掘机国内市占率连续多年保持第一

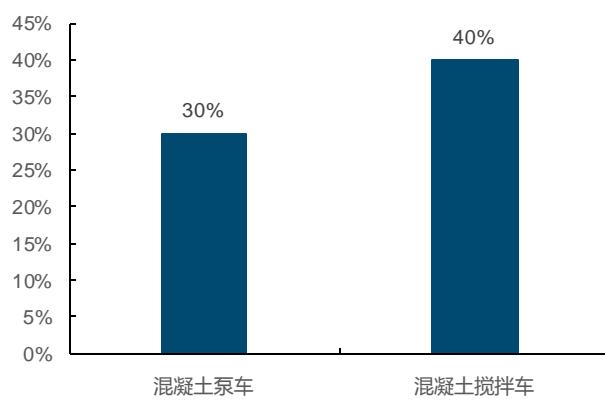


来源：中商产业研究院，国金证券研究所 注：数据为 2021 年工程机械销量数据

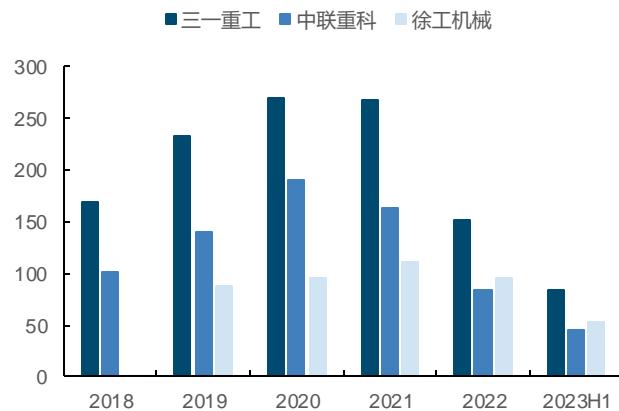
来源：中国工程机械工业协会，公司公告，国金证券研究所 注：市占率通过销售收入测算

- **混凝土机械：**公司混凝土机械业务行业领先。根据公司公告，2022 年公司混凝土泵车、搅拌车市占率分别为 30%、40%，处于行业领先地位。从销售规模来看，公司近三年混凝土机械实现收入分别为 270.5/266.7/150.8 亿元，均高于中联重科与徐工机械。

图表30：22 年公司搅拌车、泵车市占率为 40%、30%



图表31：公司混凝土业务规模行业领先

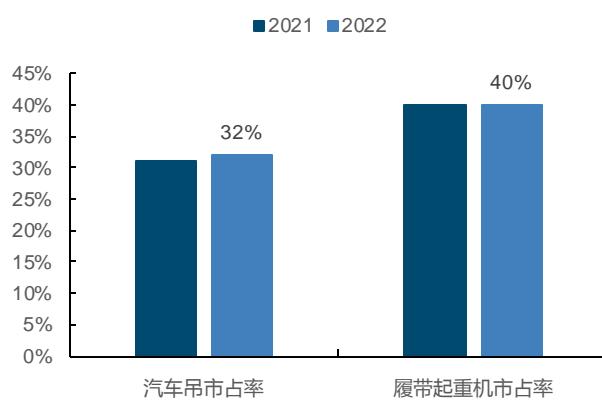


来源：公司公告，国金证券研究所

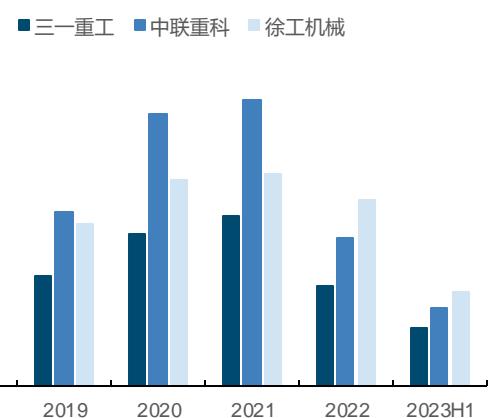
来源：各公司公告，国金证券研究所

- **起重机：**公司起重机收入规模位居国内前三。根据各公司公告数据，公司近三年起重机实现收入分别为 194.1/218.6/126.7 亿元，稳居国内前三。分品类来看，2022 年履带起重机、汽车吊国内市占率达 40%、32%，其中履带起重机为公司优势品类，市占率国内第一。

图表32：22年公司履带起重机国内市占率第一



图表33：公司起重机业务位居国内前三



来源：公司公告，国金证券研究所

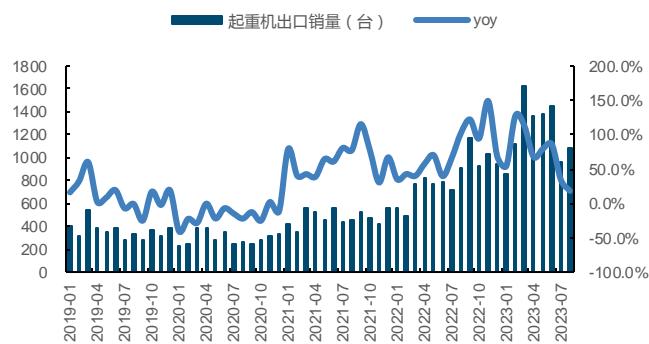
来源：Wind，国金证券研究所

3. 海外：工程机械出口持续高增长，海外市场打开第二成长曲线

3.1 国产品牌竞争力提升，多类工程机械产品出口顺利

起重机：起重机出口短期增速放缓，系部分海外地区高基数影响。2021年1月开始，得益于国内产业链供应能力韧性及国产品牌在海外市场长期铺垫，起重机出口连续保持32个月同比正增长，月度出口数量屡破新高，从21年5月的454台增长至23年8月的1076台，出口占比从2021年5月的5%增长至23年8月的28%。

图表34：起重机出口保持正增长



图表35：起重机出口占比持续提升，成为重要增长极



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

挖机：国内挖机企业海外铺设较早，出口占比持续提升，出口绝对量仍保持较高水平。经过多年发展我国国产挖掘机不仅持续推进国内市场国产替代，同时由于性价比、产品质量优势，开始在海外打开市场，挖机出口占比从18年1月10.6%提升至23年8月56.7%。受去年高基数影响，销量同比增速有所下滑，但销量仍处于高位。

图表36：挖机月度出口销量增速短期承压



图表37：海外市场成为国内挖机厂商主要增长点



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

3.2 公司海外布局进入收获期

海外渠道：公司顺应一带一路战略方针，在全球范围内设立办事处、研发中心以及制造基地，实现了研发、生产、销售、服务全价值链的本土化战略布局，形成了三一印度、三一美国等四大产业园，十二个海外销售区域以及德国普茨迈斯特的跨国并购战略，大幅提升了公司的国际竞争力。

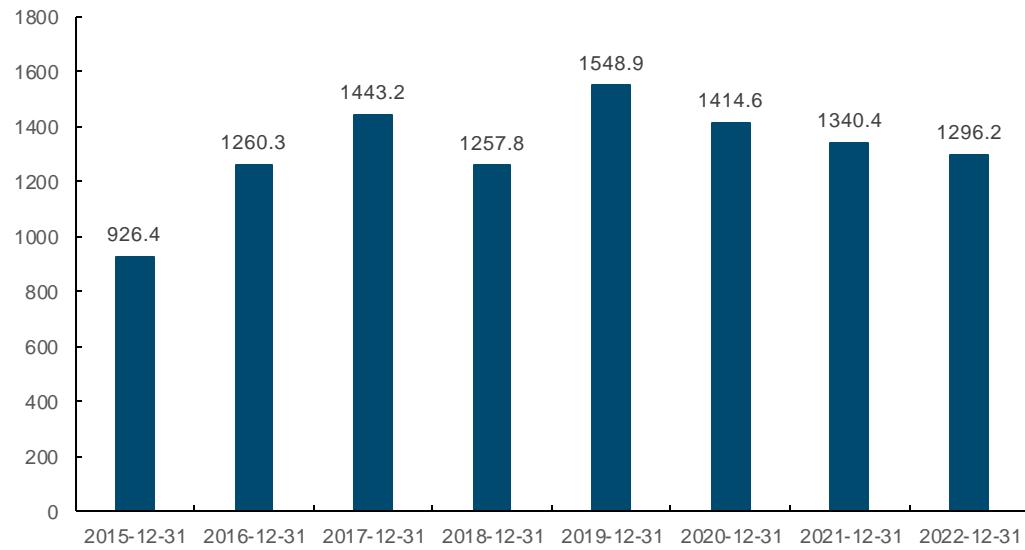
图表38：公司海外产业集群战略布局概况

产业集群	成立时间	投资规模	主营业务
三一印度	2006 年	6000 万美元	混凝土机械、挖掘机械、起重机械、路面机械等
三一美国	2007 年	6000 万美元	混凝土泵车、液压挖掘机、履带起重机、越野起重机
三一欧洲	2009 年	1 亿欧元	建立了包括研发中心、生产基地等一套完整的产业链
三一巴西	2010 年	2 亿美元	挖掘机械、起重机械等
普茨迈斯特	2012 年并购		混凝土生产和输送设备、砂浆设备、矿山及隧道设备泵等

来源：公司官网，国金证券研究所

“一带一路”对外承包工程新签订单景气度高，工程机械在“一带一路”国家出口顺利。根据 iFind 数据，19-22 年中国企业在“一带一路”沿线的国家新签对外工程订单始终处于千亿美元以上。中国工程机械类在“一带一路”国家出口顺利。

图表39：“一带一路”对外承包工程新签订单维持高位（单位：亿美元）

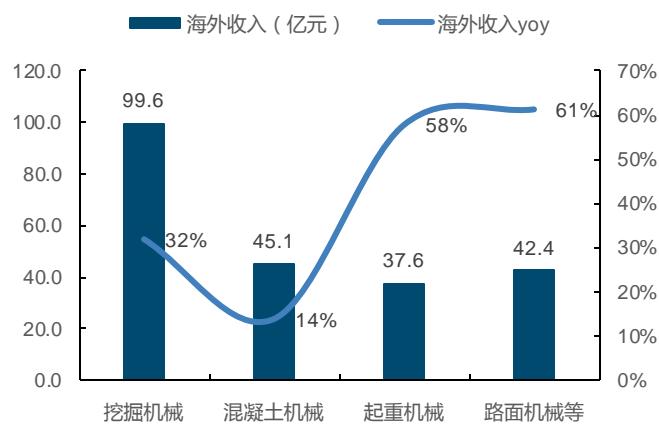


来源：iFind，国金证券研究所

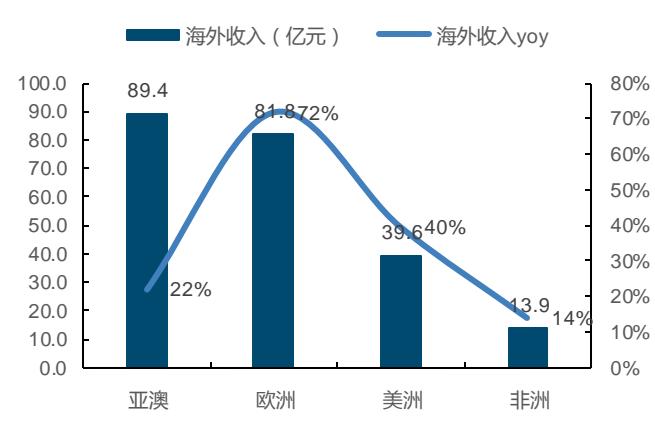
分产品：挖掘机、起重机械、混凝土机械产品海外出口均保持第一。主营产品均有所增长，其中挖掘机表现亮眼，23H1 挖掘机海外收入为 99.6 亿元，同比增长 32%；混凝土机械、起重机械实现收入分别为 45.1、37.6 亿元，同比增长 14%、58%。

分区域：23H1 公司亚澳、欧洲、美洲出口额达 89.4、87.8、39.6 亿元，同比增长 22%、72%、40%。

图表40：23H1 公司核心产品出口高速增长



图表41：23H1 年公司北美、亚澳、欧洲增长迅速



来源：公司官网，国金证券研究所 注：左轴为销售收入，右轴为增长率

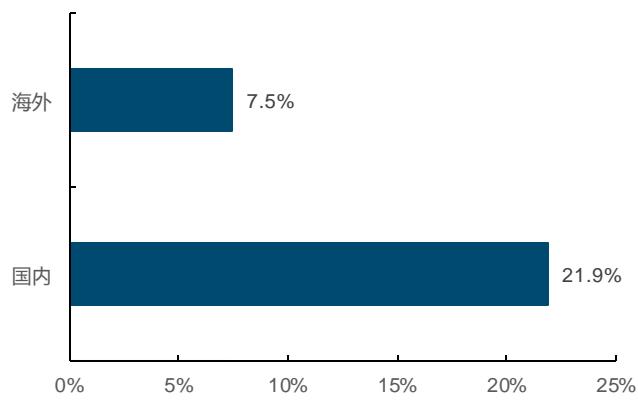
来源：公司官网，国金证券研究所 注：左轴为销售收入，右轴为增长率

3.3 海外市场迅速发展、市占率持续提升，看好公司海外市场长期成长

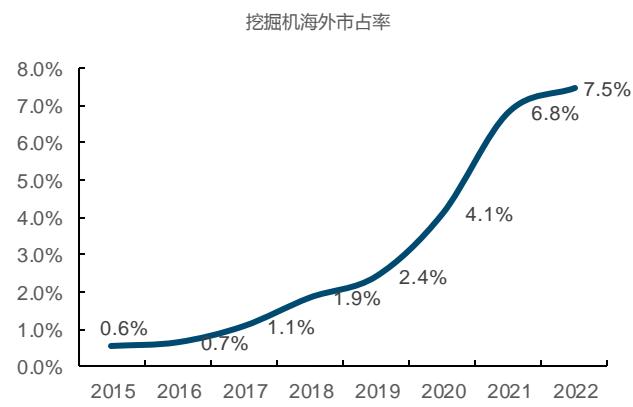
海外业务收入近三年大幅提升，收入占比提升至 56.3%。公司海外收入占比从 2020 年的 14.2% 提升到 23H1 的 56.3%，海外收入已经成为公司重要的收入增长点。

以挖掘机为例，公司海外竞争力较强，海外市占率从 2015 年 0.6% 提升至 22 年的 7.5%，同时海外市占率相对国内仍较低，远期提升空间大。公司在海外市场成长空间大同时竞争力强：1) 空间大：2022 公司挖机国内市占率为 21.9%，海外市占率为 7.5%，相对国内市场，远期提升空间仍较大。2) 竞争力强：公司挖机海外市占率 2015 年 0.6% 提升至 22 年的 7.5%，直接体现了海外综合竞争力强，未来有望通过持续不断的海外本土化建设进一步扩张市场份额。

图表42：2022 年公司挖掘机海外市占率仅 7.5%



图表43：公司挖机海外市占率持续提升



来源：The business research, 公司公告，中国工程机械协会，国金证券研究所
注：市占率通过销售规模估算

来源：The business research, 公司公告，中国工程机械协会，国金证券研究所
注：市占率通过销售规模估算

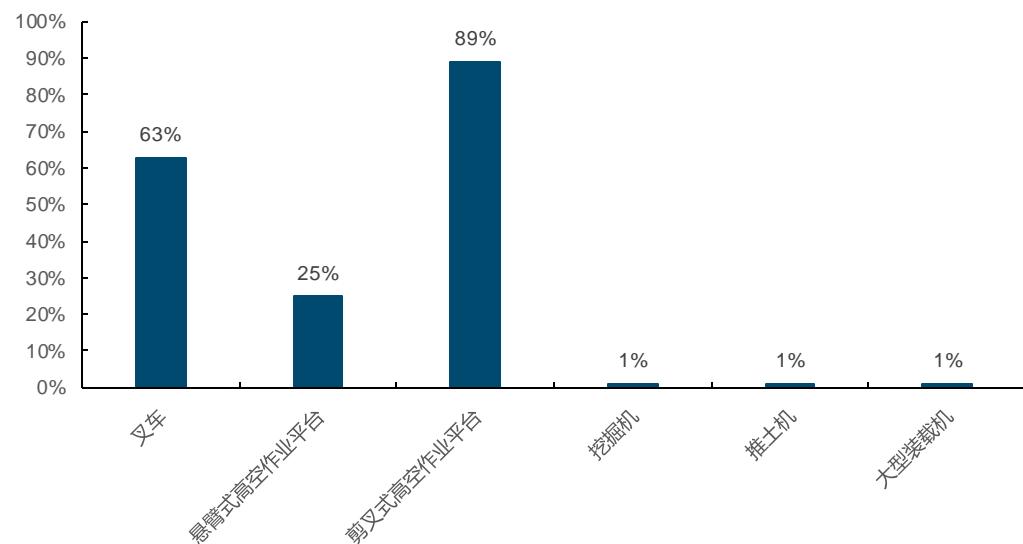
4. 工程机械电动化蔚然成风，公司电动化进展领先

4.1 工程机械电动化渗透率较低，远期替代空间大

电动化工程机械渗透率较低，远期替代空间较大。根据 Interact Analysis 数据，2022 年，全球 27% 的非道路设备已经实现电动化，其中主要由叉车（电动化率 63%）、悬臂式高空作业平台（电动化率 25%）和剪叉式高空作业平台（电动化率 89%）推动。如果将这些

设备排除在外，2022 年仅有 0.04% 的非道路设备实现了电动化，其中挖掘机、推土机和大型装载机等大型工程机械中，电动化渗透率不足 1%。

图表44：大型工程机械电动化渗透率不足 1%



来源：Interact Analysis, 国金证券研究所

随着电动化产品性能及运营性价比的提升，其渗透率将得到提升，我们预计 2030 年全球电动挖掘机、起重机市场规模将达 55.3、28.7 亿美元。核心假设：

- 渗透率：根据 Interact Analysis 数据，预计 2030 年挖掘机、起重机等工程机械电动化渗透率将达 5.1%。
- 市场规模：根据 Grandview 及 Straits 数据，2030 年全球挖掘机与起重机市场规模将达 1083.7、562.9 亿美元。

综上，通过我们测算得知，2030 年全球电动挖掘机、起重机市场规模将达 55.3、28.7 亿美元。

图表45：2030 年全球电动挖掘机、起重机市场规模将达 55.3、28.7 亿美元

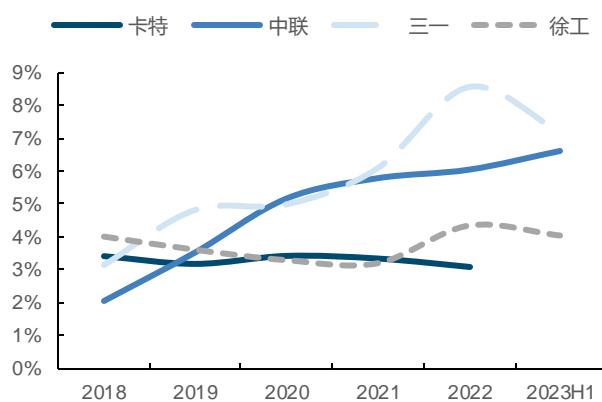
	挖掘机	起重机
2030 年全球市场规模（亿美元）	1083.7	562.9
电动化渗透率	5.1%	5.1%
2030 年全球电动化市场规模（亿美元）	55.3	28.7

来源：Grandview Research, Straits Research, Interact Analysis, 国金证券研究所

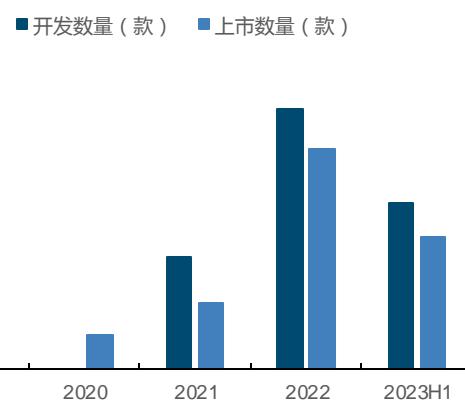
4.2 积极电动化转型，引领行业发展

产品端：公司长期坚持高研发投入，积极拥抱工程机械电动化，电动产品推出加速。2021-23H1，公司积极研发电动化产品，累计攻克 59 项电动化技术，期间研发费用率分别为 6.1%/8.6%/7.2%，高于徐工与中联。按产品推进节奏看，2021-23H1 年分别上市 20、67、40 款电动化产品，引领行业电动化进程。

图表46：公司研发费用率维持高位



图表47：公司电动化新品推出加速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司电动化产品覆盖挖掘机、起重机、混凝土机械等主流工程机械，电动化产品品类覆盖最全。截止 2022 年末，公司电动化产品基本覆盖主流工程机械品类，共 9 大类，远超于海内外头部厂商进展，预计随着工程机械三电技术发展，叠加运营性价比优势，公司或将成为工程机械电动化最大受益者之一。

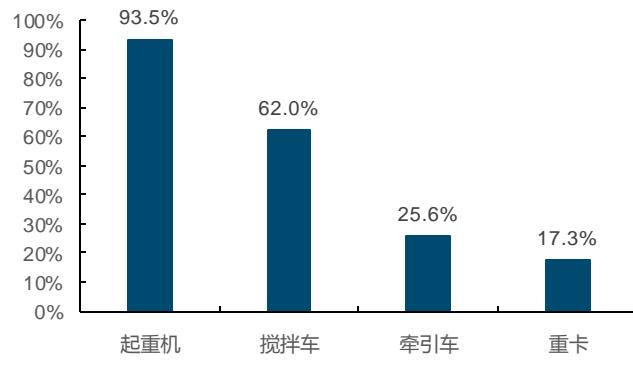
图表48：公司电动化产品品类最多

电动化产品	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	卡特彼勒	小松
挖掘机	√	√	√	√	√	√
搅拌车	√	√	√			
拖泵	√					
起重机	√			√		
牵引车	√	√				
叉车	√	√			√	
自卸车	√	√		√		
装载车	√	√			√	√
高空作业机械	√			√	√	

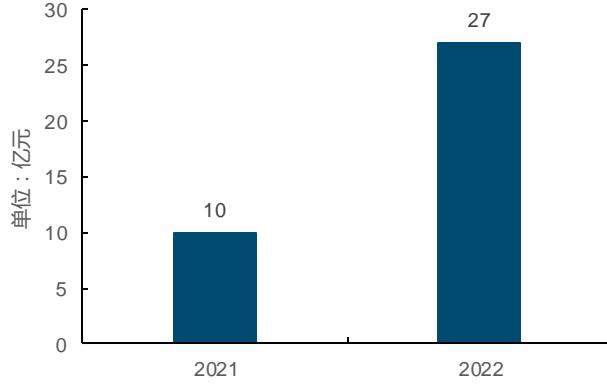
来源：各公司官网，国金证券研究所

电动化产品市场认可度高，市占率行业领先。根据商用车新网数据，22 年 M1-M9 期间，公司电动起重机、搅拌车、牵引车、重卡市占率分别为 93.5%、62.0%、25.6%、17.3%，均为行业第一。表现在营收上，22 年电动化产品收入达 27 亿元，同比增长 170%，市场认可度较高。

图表49：22 年 M1-M9 多个电动化产品市占率国内第一



图表50：公司 22 年电动化收入同比+170%，达 27 亿元



来源：公司官网，商用车新网，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们预计 23-25 年公司的营业收入为 852.6/967.7/1132.3 亿元、归母净利润为 64.3/82.9/106.8 亿元，对应 EPS 为 0.76/0.98/1.26 元。

5.1 收入、毛利率预测：

1、挖掘机械：

- 营收：1) 国内：挖掘机与地产基建周期相关性较高，当前行业仍然处于下行周期中，预计 23 年公司土方机械在国内市场收入小幅下滑，预计 2024 年国内开启新一轮更换周期；2) 海外：公司挖掘机海外市场出口顺利，在高基数情况下，23H1 公司海外市场增速达到 32%，我们看好公司挖掘机海外业务收入持续提升。预计 23-25 年该业务收入为 368.7/417.6/488.5 亿元，同比+3.1%/+13.3%/+17.0%。
- 毛利率：随着工程机械进入上行周期&海外收入占比提升，预计土方机械板块毛利率有望回暖，预计 23-25 年土方机械板块毛利率为 29.2%/29.7%/30.5%。

2、混凝土机械：

- 营收：混凝土机械主要以混凝土泵车、搅拌运输车为主，与房地产、基建相关性较高，随着国内房地产、基建逐渐进入筑底期，我们预计公司混凝土机械国内市场与去年持平，另一方面得益于海外出口稳步增长，我们预计混凝土机械 23-25 年实现收入为 158.4/180.0/212.1 亿元，同比+5.0%/+13.7%/+17.8%。
- 毛利率：随着工程机械进入上行周期，混凝土机械板块毛利率有望回暖，预计 23-25 年混凝土机械毛利率为 24.3%/24.4%/24.8%。

3、起重机械：

- 营收：起重机械板块主要分为工程起重机和建筑起重机，下游与风电、基建、房地产等多个行业相关，相比其他工程机械，起重机产品与地产周期的相关性相对较低；预计随着行业需求转暖，预计 23-25 年起重机械收入为 134.3/151.6/178.8 亿元，同比+6.0%/+12.9%/+17.9%。
- 毛利率：公司起重机产品出口顺利，23H1 年出口同比+58%，达 37.6 亿元，且随着销量进入上行周期，规模效应有望显现，我们预计 23-25 年起重机械板块毛利率为 18.5%/19.5%/21.3%。

4、桩工机械：

- 营收：随着工程机械行业下游需求逐步复苏，公司桩工机械收入将逐步恢复增长态势，我们预计 23-25 年收入为 32.2/36.1/42.5 亿元，同比+5.0%/+12.0%/+18.0%。
- 毛利率：预计随着工程机械行业触底，毛利率将有所改善，预计 23-25 年毛利率为 37.0%/38.0%/39.0%。

5、路面机械：

- 营收：路面机械与基建相关度较高，基建刺激政策的部分工程开工延后至 23 年，同时国家积极使用逆周期调节政策，道路机械有望受益，预计 23-25 年收入为 34.8/40.0/46.0 亿元；
- 毛利率：相对于挖掘机械、起重机械，道路机械下行压力较小，预计毛利率将随着下游需求筑底，景气度上行，保持缓增趋势，23-25 年毛利率为 24.1%/25.0%/26.3%。

图表51：公司营业收入拆分及预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	558.2	756.7	1000.5	1068.7	808.2	852.6	967.7	1132.3
<code>yoy</code>	45.6%	35.6%	31.3%	6.8%	-24.4%	5.5%	13.5%	17.0%
毛利率	30.6%	32.7%	29.8%	25.9%	24.0%	26.3%	26.8%	27.7%
挖掘机械(亿元)	192.5	276.2	375.3	417.5	357.6	368.7	417.6	488.5
<code>yoy</code>		43.5%	35.9%	11.2%	-14.4%	3.1%	13.3%	17.0%
毛利率	38.7%	38.6%	34.7%	28.9%	27.9%	29.2%	29.7%	30.5%
混凝土机械(亿元)	169.6	232.0	270.5	266.7	150.8	158.4	180.0	212.1
<code>yoy</code>		36.8%	16.6%	-1.4%	-43.5%	5.0%	13.7%	17.8%
毛利率	25.2%	29.8%	27.3%	25.0%	21.8%	24.3%	24.4%	24.8%
起重机械(亿元)	93.5	139.8	194.1	218.6	126.7	134.3	151.6	178.8
<code>yoy</code>		49.6%	38.8%	12.6%	-42.0%	6.0%	12.9%	17.9%
毛利率	24.9%	24.3%	21.7%	19.6%	15.8%	18.5%	19.5%	21.3%
桩工机械(亿元)	46.9	48.1	68.2	51.7	30.7	32.2	36.0	42.5
<code>yoy</code>		2.5%	41.9%	-24.3%	-40.7%	5.0%	12.0%	18.0%
毛利率	37.3%	45.4%	45.0%	40.7%	36.5%	37.0%	38.0%	39.0%
路面机械(亿元)	21.3	21.5	28.0	27.1	30.8	34.8	40.0	46.0
<code>yoy</code>		0.7%	30.6%	-3.5%	13.9%	13.0%	15.0%	15.0%
毛利率	31.3%	36.9%	31.1%	28.6%	22.3%	24.1%	25.0%	26.3%
金融业务(亿元)					8.0	8.8	9.7	10.7
<code>yoy</code>						10.0%	10.0%	10.0%
毛利率					53.0%	53.0%	53.0%	53.0%
配件及其他(亿元)	19.6	21.7	32.1	54.1	84.5	97.2	111.7	128.5
<code>yoy</code>		10.7%	48.0%	68.6%	56.3%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	22.8%	29.0%	24.7%	20.8%	19.9%	21.0%	21.0%	22.0%
其他业务(亿元)	14.9	17.4	32.3	33.1	19.2	18.2	20.9	25.1
<code>yoy</code>		17.2%	85.6%	2.6%	-42.1%	-5.0%	15.0%	20.0%
毛利率	12.5%	8.4%	31.0%	35.1%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用率预测：随着公司海外业务顺利拓展、工程机械在24-25年进入新一轮上行周期，我们预计公司的销售费率、管理费率、研发费率相比22年均有望实现压缩，预计23-25年销售费率为7.7%/7.4%/7.2%、管理费率为3.2%/3.1%/3.1%、研发费率为7.5%/7.4%/7.4%。

5.2 投资建议：

预计公司2023-2025年归母净利润为64.3/82.9/106.8亿元，对应PE分别为21/16/13倍。我们选取徐工机械、中联重科、柳工作为可比公司。参考可比公司估值，公司作为行业龙头，且电动化布局具备先发优势，叠加高盈利挖掘机市占率排名第一，给予公司2024年20倍PE，合理估值为1657.1亿元、对应股价19.52元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表52：可比公司估值

股票名称	股价(元)	EPS					PE				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
徐工机械	6.37	0.71	0.36	0.54	0.67	0.87	8.36	13.91	11.80	9.51	7.32
中联重科	6.85	0.76	0.27	0.47	0.65	0.91	9.92	20.47	14.70	10.54	7.55
柳工	7.18	0.51	0.31	0.51	0.71	1.01	11.43	19.18	14.11	10.10	7.12
中位值		0.71	0.31	0.51	0.67	0.91	9.92	19.18	14.11	10.10	7.32
三一重工	15.89	1.42	0.50	0.76	0.98	1.26	11.21	31.59	20.98	16.28	12.63

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 股价基准日为 2023/09/28

6. 风险提示

- 6.1 下游基建投资不及预期。工程机械产品与房地产等基建投资相关性较高，若下游基建投资不及预期，会对公司业绩产生不利影响。
- 6.2 海外市场竞争环境恶劣风险。公司近两年在海外市场增速较高，海外市场面临政治风险、汇率风险，若海外贸易环境恶化，可能对公司业务产生不利影响。
- 6.3 原材料上涨风险。公司原材料为钢材等大宗商品，若原材料大幅上涨，可能影响公司盈利水平。
- 6.4 人民币汇率波动风险。公司 23H1 年海外收入占比接近 60%，若人民币汇率升值，可能对本公司业务产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	100,053	106,870	80,808	85,259	96,772	113,230
增长率	6.8%	-24.4%	5.5%	13.5%	17.0%	
主营业务成本	-70,035	-78,981	-61,178	-62,818	-70,855	-81,877
%销售收入	70.0%	73.9%	75.7%	73.7%	73.2%	72.3%
毛利	30,018	27,890	19,630	22,441	25,917	31,353
%销售收入	30.0%	26.1%	24.3%	26.3%	26.8%	27.7%
营业税金及附加	-408	-422	-368	-426	-455	-510
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-5,332	-6,699	-6,302	-6,548	-7,161	-8,153
%销售收入	5.3%	6.3%	7.8%	7.7%	7.4%	7.2%
管理费用	-2,201	-2,771	-2,639	-2,728	-2,952	-3,454
%销售收入	2.2%	2.6%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%
研发费用	-4,992	-6,509	-6,923	-6,394	-7,161	-8,379
%销售收入	5.0%	6.1%	8.6%	7.5%	7.4%	7.4%
息税前利润(EBIT)	17,086	11,489	3,398	6,344	8,189	10,858
%销售收入	17.1%	10.8%	4.2%	7.4%	8.5%	9.6%
财务费用	-282	125	294	6	-81	-2
%销售收入	0.3%	-0.1%	-0.4%	0.0%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-681	-710	-665	-481	-388	-281
公允价值变动收益	436	54	-250	-200	100	-100
投资收益	905	946	724	800	800	
%税前利润	4.9%	6.8%	15.0%	11.1%	8.6%	6.7%
营业利润	18,548	13,807	4,747	7,149	9,301	11,955
营业利润率	18.5%	12.9%	5.9%	8.4%	9.6%	10.6%
营业外收支	-17	49	85	50	50	50
税前利润	18,531	13,856	4,832	7,199	9,351	12,005
利润率	18.5%	13.0%	6.0%	8.4%	9.7%	10.6%
所得税	-2,671	-1,530	-428	-641	-935	-1,201
所得税率	14.4%	11.0%	8.9%	8.9%	10.0%	10.0%
净利润	15,861	12,326	4,405	6,559	8,415	10,805
少数股东损益	429	292	132	130	130	130
归属于母公司的净利润	15,431	12,033	4,273	6,429	8,285	10,675
净利率	15.4%	11.3%	5.3%	7.5%	8.6%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	15,861	12,326	4,405	6,559	8,415	10,805
少数股东损益	429	292	132	130	130	130
非现金支出	2,411	2,144	3,102	3,311	3,718	4,105
非经营收益	-1,363	-1,408	-1,203	-266	-236	-15
营运资金变动	-3,546	-1,157	-2,205	-4,440	-3,075	-2,217
经营活动现金净流	13,363	11,904	4,099	5,163	8,821	12,678
资本开支	-4,133	-9,977	-5,538	-6,231	-4,910	-4,910
投资	-9,940	-2,158	-524	-650	-520	-420
其他	2,823	2,846	4,224	0	800	800
投资活动现金净流	-11,250	-9,288	-1,838	-6,881	-4,630	-4,530
股权募资	440	346	697	185	100	100
债权募资	3,020	4,180	7,779	2,603	2,183	227
其他	-5,912	-5,841	-3,649	-3,224	-4,108	-5,085
筹资活动现金净流	-2,452	-1,315	4,826	-436	-1,825	-4,759
现金净流量	-359	1,284	7,002	-2,155	2,367	3,390

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,596	14,812	21,343	19,188	21,555	24,944
应收款项	25,631	23,080	28,763	28,012	30,901	34,636
存货	19,198	18,463	19,738	19,693	22,213	25,668
其他流动资产	39,055	42,664	41,024	42,274	43,265	44,145
流动资产	96,480	99,019	110,869	109,167	117,934	129,393
%总资产	76.4%	71.5%	69.8%	67.7%	68.7%	70.3%
长期投资	10,109	12,222	15,933	16,783	16,803	16,823
固定资产	14,584	20,712	23,607	26,211	27,434	28,178
%总资产	11.6%	14.9%	14.9%	16.2%	16.0%	15.3%
无形资产	3,451	4,468	5,037	5,392	5,709	6,011
非流动资产	29,775	39,538	47,886	52,155	53,685	54,721
%总资产	23.6%	28.5%	30.2%	32.3%	31.3%	29.7%
资产总计	126,255	138,557	158,755	161,322	171,619	184,114
短期借款	8,466	8,244	6,632	5,847	9,230	8,557
应付款项	38,402	37,599	40,507	40,119	44,760	51,726
其他流动负债	15,181	15,589	20,492	16,329	14,553	13,155
流动负债	62,049	61,432	67,630	62,294	68,544	73,438
长期贷款	4,532	9,603	21,625	24,625	25,625	26,625
其他长期负债	1,486	2,426	3,491	4,171	2,017	1,983
负债	68,067	73,461	92,746	91,090	96,186	102,046
普通股股东权益	56,562	63,691	64,966	69,058	74,130	80,635
其中：股本	8,479	8,493	8,493	8,487	8,487	8,487
未分配利润	41,792	48,767	49,140	52,997	57,969	64,374
少数股东权益	1,625	1,404	1,043	1,173	1,303	1,433
负债股东权益合计	126,255	138,557	158,755	161,322	171,619	184,114

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.820	1.417	0.503	0.757	0.976	1.258
每股净资产	6.671	7.500	7.649	8.137	8.735	9.501
每股经营现金流	1.576	1.402	0.483	0.608	1.039	1.494
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.303	0.391	0.503
回报率						
净资产收益率	27.28%	18.89%	6.58%	9.31%	11.18%	13.24%
总资产收益率	12.22%	8.68%	2.69%	3.98%	4.83%	5.80%
投入资本收益率	20.37%	12.24%	3.26%	5.58%	6.63%	8.28%
增长率						
主营业务收入增长率	32.23%	6.81%	-24.39%	5.51%	13.50%	17.01%
EBIT增长率	29.65%	-32.76%	-70.42%	86.69%	29.08%	32.60%
净利润增长率	37.70%	-22.02%	-64.49%	50.45%	28.88%	28.84%
总资产增长率	39.44%	9.74%	14.58%	1.62%	6.38%	7.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.0	70.3	100.9	109.0	105.0	100.0
存货周转天数	87.2	87.0	114.0	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	96.9	104.9	119.9	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	39.5	45.4	88.7	90.1	82.8	72.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.12%	-18.88%	-12.54%	-3.29%	-3.83%	-7.62%
EBIT利息保障倍数	60.6	-92.3	-11.6	-984.4	101.4	6,736.1
资产负债率	53.91%	53.02%	58.42%	56.47%	56.05%	55.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806
