

2009-02-13

建筑、农业机械与重型卡车

三一重工 600031.SH

外延注入和内生增长双引擎驱动业绩增长

◇ 事件：公司跟踪

◆提升目标价格至 26 元，维持“买入”评级：

不包含挖掘机资产注入，08-10 年的 EPS 分别为 0.94、1.13、1.51 元。考虑挖掘机资产并表以及股本摊薄 09、10 年的 EPS 分别为 1.30、1.54 元。对应 PE 为 17.5 和 17.9 倍，以收购后 20 倍 PE 估值，目标价格 26 元。

◆2 月份销量大幅反弹，挖掘机销量同比大幅增长，验证我们对行业乐观预测

2 月份，预计泵车同比持平，挖掘机实现 80% 以上的增长，但是产品结构可能发生变化，小挖的占比可能发生变化。

◆大规模基建投资明显拉动混凝土机械、起重机、旋挖钻需求

4 万亿投资将在未来逐渐拉动需求。在基础投资拉动和商混率提升的背景下，混凝土机械很可能实现个位数增长；履带起重机将实现翻番增长；旋挖钻将增长 100% 增长。综合而言预计 09 年实现 20% 的销售收入增长（不含挖掘机）。挖掘机注入带来外延式大幅增长，内生增长外延注入双引擎驱动公司利润增长。

◆ 我们看好 09 年的固定资产投资增速，看好 09 年行业需求

工程机械属于固定资产投资驱动型行业，其需求对固定资产投资增速高度敏感，其弹性在 4-5 个点。我们的模型显示，当 09 年固定资产投资增速在 17% 的时候，工程机械销售收入增速将可以达到 15%。光大宏观部预测固定资产投资增速将超出市场预期，因此 09 年工程机械销售收入增速将超出市场预期。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	5,210	9,145	12,950	16,733	20,446
营业收入增长率	105.34%	75.52%	41.61%	29.21%	22.19%
净利润（百万元）	592	1,606	1,396	1,685	2,252
净利润增长率	173.73%	171.31%	-13.11%	20.71%	33.69%
EPS（元）	1.23	1.62	0.94	1.13	1.51
ROE	24.29%	37.76%	21.90%	21.82%	24.22%
P/E	18	14	24	20	15
P/B	4	4	5	4	4
EV/EBITDA	12	10	21	15	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	22.80 元
目标价格	26.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

邱世梁，杨华超

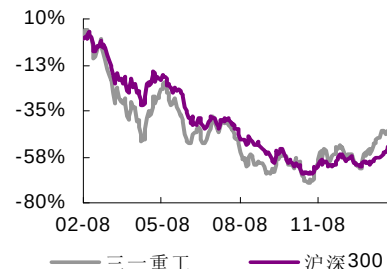
021-22169161

qiushiliang@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,488
总市值(百万元)	33,926
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	61.19/10.80
近 3 月日均成交量(百万股)	21.65
主要股东	三一集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.06	21.11	10.28
绝对收益	28.96	54.26	-40.97

相关报告：

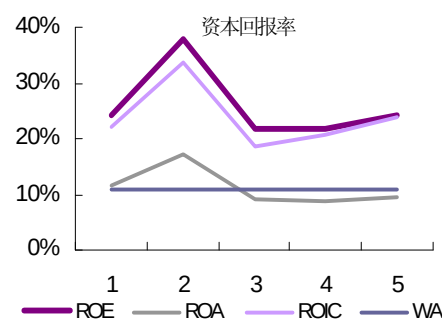
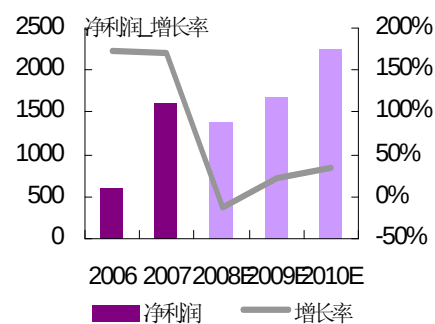
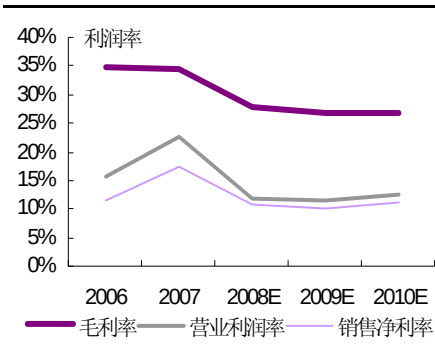
资产注入增厚业绩，房地产投资增速将显著影响公司业绩

..... 2008-10-12

主营业务略低于预期，非经常性收益贡献大

..... 2008-04-25

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	5,210	9,145	12,950	16,733	20,446
营业成本	3,397	5,984	9,356	12,265	14,996
EBITDA	939	2,204	1,684	2,317	3,063
折旧和摊销	127	158	188	218	248
销售费用	594	883	1,036	1,339	1,431
管理费用	346	504	712	920	1,084
财务费用	118	121	23	245	286
公允价值变动损益	33	100	-200	0	0
投资收益	88	399	-50	1	1
营业利润	815	2,063	1,534	1,914	2,589
利润总额	592	1,606	1,534	1,914	2,589
少数股东损益	56	228	0	0	0
归属母公司净利润	592.00	1,606.16	1,395.56	1,684.55	2,252.09

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	6,312	11,179	15,348	19,494	23,481
流动资产	4,569	8,382	12,158	15,761	19,236
货币资金	1,200	2,605	3,626	4,685	5,725
交易型金融资产	251	419	0	0	0
应收账款	802	2,067	3,237	4,183	5,112
应收票据	201	332	492	636	777
其他应收款	130	125	125	125	125
存货	1,592	2,343	3,743	4,906	5,998
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	47	169	169	170	170
固定资产	1,376	1,651	2,212	2,741	3,237
无形资产	153	279	265	251	237
总负债	3,261	6,132	8,975	11,773	14,183
无息负债	1,324	3,022	4,552	6,460	8,495
有息负债	1,937	3,110	4,423	5,313	5,689
股东权益	3,052	5,047	6,373	7,721	9,297
股本	480	992	1,488	1,488	1,488
公积金	1,346	1,714	1,669	2,006	2,453
未分配利润	1,244	2,260	3,178	4,273	5,511
少数股东权益	110	316	316	316	316

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	510	631	281	1,451	2,325
净利润	592	1,606	1,396	1,685	2,252
折旧摊销	127	158	188	218	248
净营运资金增加	1,143	2,230	1,249	1,305	2,869
其他	-1,352	-3,364	-2,551	-1,757	-3,044
投资活动产生现金流	-177	-1,261	-481	-700	-700
净资本支出	396	1,513	1,200	1,200	1,200
长期投资变化	47	169	0	0	0
其他资产变化	-621	-2,943	-1,681	-1,900	-1,900
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	512	496	0	0
债务净变化	166	1,173	1,313	890	376
其它长期负债变化	1,418	1,698	1,530	1,908	2,035
净现金流	444	1,425	1,020	1,059	1,040

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	105.34%	75.52%	41.61%	29.21%	22.19%
净利润增长率	173.73%	171.31%	-13.11%	20.71%	33.69%
EBITDA 增长率	151.50%	134.62%	-23.61%	37.62%	32.20%
EBIT 增长率	152.02%	134.62%	-29.39%	38.75%	33.15%
EPS 增长率	173.73%	31.28%	-42.07%	20.71%	33.69%
估值指标					
PE	18	14	24	20	15
PB	4	4	5	4	4
EV/EBITDA	12	10	21	15	11
EV/EBIT	12	10	22	16	12
EV/NAPLAT	14	13	24	18	14
EV/Sales	2	3	3	2	2
EV/IC	3	5	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	34.79%	34.56%	27.75%	26.70%	26.66%
EBITDA 率	18.03%	24.10%	13.00%	13.85%	14.98%
EBIT 率	18.03%	24.10%	12.02%	12.90%	14.06%
税前净利润率	15.76%	22.78%	11.84%	11.44%	12.66%
税后净利润率	11.36%	17.56%	10.78%	10.07%	11.01%
ROA	11.74%	17.05%	9.09%	8.64%	9.59%
ROE	24.29%	37.76%	21.90%	21.82%	24.22%
ROIC	24.56%	36.87%	20.33%	23.33%	27.62%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.21	-0.01	0.04	0.01	-0.06
资产负债率	51.66%	54.85%	58.48%	60.39%	60.41%
流动比率	1.84	2.06	1.84	1.77	1.78
速动比率	1.20	1.49	1.28	1.22	1.23
每股指标					
EPS	1.23	1.62	0.94	1.13	1.51
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.23	0.45
每股经营现金流	-	0.64	0.19	0.97	1.56
每股净资产	6.36	5.09	4.28	5.19	6.25
每股销售收入	10.85	9.22	8.70	11.25	13.74
每股 EBITDA	1.96	2.22	1.13	1.56	2.06

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

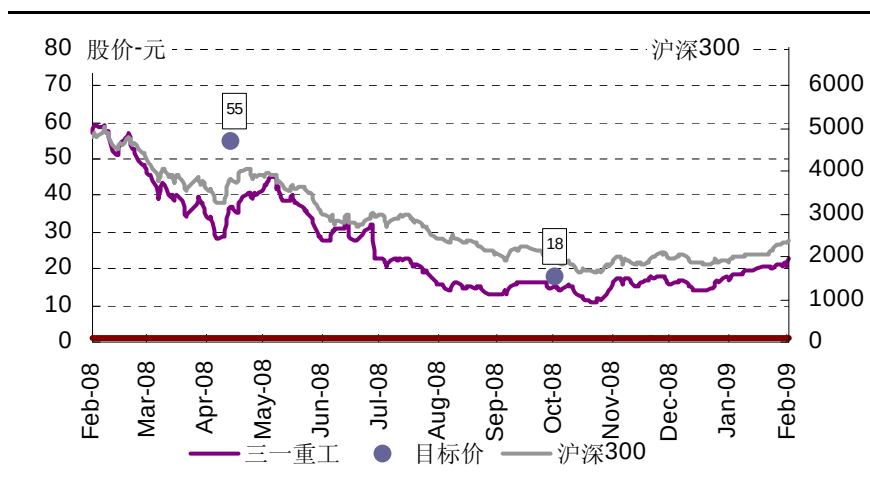
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

三一重工（600031）

分析师：邱世梁



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-08-01	43.70	51.30	增持
2007-08-27	51.85	-	增持
2007-10-25	58.00	70.00	增持
2007-11-28	43.99	62.00	买入
2008-04-25	35.10	55.00	买入
2008-10-12	14.64	18.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。