

内资挖掘机与混凝土机械的双料第一

——三一重工 (600031) 挖掘机资产注入获证监会通过

分析师

徐星月

☎ (86-10) 88366060 - 8898

✉ xuxy@cgws.com

要点:

- 证监会通过公司挖掘机资产注入方案。
- 内资挖掘机与混凝土机械双料第一。三一的挖掘机业务发展速度迅猛,从 08 年开始,三一已经是挖掘机内资品牌销量第一。08 年销量同比增长 73%,09 年 1-8 月销量同比增长 76%。注入三一重工挖掘机资产后,三一重工成为混凝土机械与内资品牌挖掘机的双料第一。目前外资品牌占据着国内挖掘机市场 70%以上的市场份额,三一的市场占有率仅有 6%左右。主要工程机械产品中,挖掘机是内资企业唯一不占优势的品种,国内市场容量在 500 亿以上,内资企业发展潜力巨大。挖掘机将成为公司未来几年重要的业绩增长点。
- 资产注入增厚每股收益。公司拟以 16.80 元/股的价格定向增发 11,786 万股收购三一重工挖掘机资产(作价 19.8 亿元)。同时原股东承诺三一重工:2009 年净利润不少于 3.8 亿元、2010 年净利润不少于 4.5 亿元、2011-2013 年净利润不少于 5 亿元。若净利润不满足承诺金额,则原有股东以现金方式或者股票回购方式全额补偿。按承诺利润计算,我们测算资产注入至少增厚公司 09-10 年每股业绩:0.16 元和 0.22 元。
- 混凝土机械销售势头良好。上半年公司的混凝土销量同比增长了 6.6%,7-8 月公司的混凝土机械销售势头良好,同比出现了明显增长。8 月份房地产新开工和房地产投资增速持续回升,随着房地产新开工量的持续回暖,下半年混凝土机械市场值得期待。
- 盈利预测与投资评级。由于较大的市场潜力,我们认为未来几年公司的挖掘机业务仍可保持快速增长,我们预计 09-11 年公司挖掘机业务的净利润很可能超出其所承诺的 3.8 亿元、4.5 亿元、5 亿元。我们预计公司 09-10 年 EPS 为 1.25 元,1.55 元,对应动态市盈率为 27 倍,22 倍。公司的发展速度快人一步,产业布局先人一等,未来还有汽车起重机等资产注入的预期,理应给与一定估值溢价,我们认为公司目前股价并未高估,维持公司推荐评级。

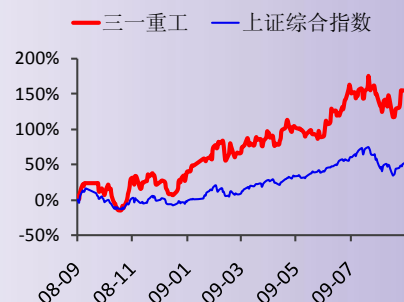
投资评级: 推荐(维持)

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入	1374526	1471747	1740964
(+/-)%	50.3%	7.1%	18.3%
利润总额	154054	212269	249468
(+/-)%	-26.0%	37.8%	17.5%
净利润	123223	160475	188598
(+/-)%	-23.3%	30.2%	17.5%
EPS	0.828	1.078	1.267

注: 不考虑资产注入

股价表现



相关报告

值得关注的优势产业

——调研报告 06 月 01 日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。



图 1、三一挖掘机销量

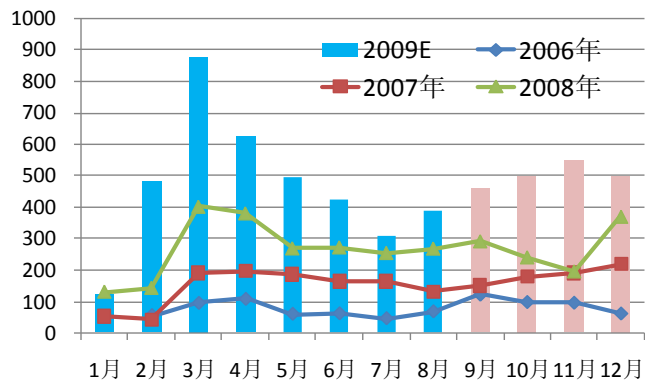
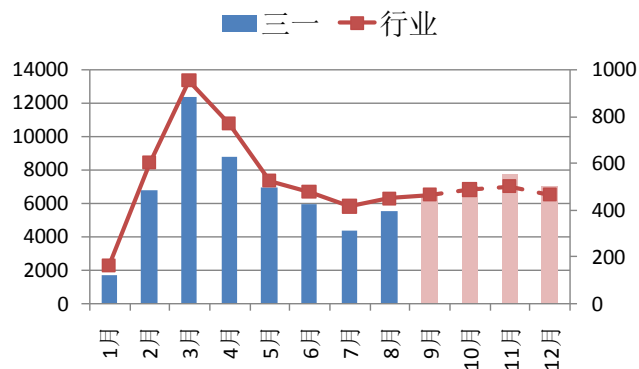


图 2、三一挖掘机销量与行业销量对比



资料来源：行业协会，长城证券整理

表 1、三一重机盈利预测备考表

项目	2007 年	2008 年 (预计)	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业收入	112,712	229,651	437,608	563,949	671,048	671,048	671,048
YOY		103.7%	90.55%	28.87%	18.99%	0.00%	0.00%
净利润/承诺净利润	82,407	13,516	38,000	45,000	50,000	50,000	50,000
YOY		-83.6%	181.1%	18.4%	11.1%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告 注：07 年净利润包含投资收益约 8.0 亿，08 年包含投资损失约 0.7 亿

表 2、分项业务预测

	08H1	2008A	09H1	2009E	2010E	2011E
主营收入 YOY						
混凝土机械	378,692.9	679,077.84	403,750.83	780,939.5	937,127.4	1,030,840.2
其他	258,451.8	50,989.67	258,463.61	66,286.6	79,543.9	87,498.3
路面机械		76,473.39		87,944.4	101,136.1	116,306.5
起重机类		240,200.10		120,100.1	180,150.1	234,195.1
配件		48,205.12		62,666.6	81,466.6	105,906.6
挖掘机						
旋挖钻机		92,693.64		157,579.2	126,063.4	138,669.7
其他业务	82,150.3	186,885.85	87,315.28	196,230.1	235,476.2	235,476.2
合计	719,295.0	1,374,525.6	749,529.7	1,471,746.5	1,740,963.6	1,948,892.5
同比增长	60.2%	50.3%	4.2%	7.1%	18.3%	11.9%
主营业务利润率						
混凝土机械	37.03%	36.1%	38.2%	38.0%	38.0%	38.0%
其他	29.70%	3.7%	27.8%	4.0%	4.0%	4.0%
路面机械		28.1%		28.0%	28.0%	28.0%
起重机类		27.0%		26.0%	26.0%	26.0%
配件		31.8%		30.0%	30.0%	30.0%
挖掘机						
旋挖钻机		52.7%		45.0%	45.0%	45.0%
其他业务	6.1%	7.5%	2.1%	2.0%	3.0%	3.0%
合计	30.86%	29.96%	30.39%	30.50%	30.02%	30.27%
主营收入 YOY						
混凝土机械	28.94%	25.86%	6.62%	15.00%	20.00%	15.00%
其他	103.49%	-25.67%	0.00%	30.00%	20.00%	20.00%
路面机械		16.98%		15.00%	15.00%	15.00%
起重机类		172.36%		-50.00%	50.00%	30.00%
配件		56.62%		30.00%	30.00%	30.00%
挖掘机						
旋挖钻机		115.06%		70.00%	-20.00%	10.00%
其他业务	191.13%	136.83%	6.29%	5.00%	20.00%	20.00%
合计	60.23%	50.30%	4.20%	7.07%	18.29%	11.94%

资料来源：长城证券预测

附：财务报表预测

利润表（万元）					主要财务指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1374526	1471747	1740964	1948893	成长性				
营业成本	962756	1022852	1218284	1358979	营业收入增长	50.3%	7.1%	18.3%	11.9%
销售费用	133146	141288	165392	181247	营业成本增长	60.9%	6.2%	19.1%	11.5%
管理费用	77178	67700	80084	85751	营业利润增长	-25.7%	38.0%	17.6%	17.7%
财务费用	13289	15066	15066	15198	利润总额增长	-26.0%	37.8%	17.5%	17.6%
投资净收益	-6352	-5000	0	0	净利润增长	-23.3%	30.2%	17.5%	17.6%
营业利润	153199	211369	248568	292526	盈利能力				
营业外收支	855	900	900	900	毛利率	30.0%	30.5%	30.0%	30.3%
利润总额	154054	212269	249468	293426	销售净利率	9.0%	10.9%	10.8%	11.4%
所得税	6614	21227	24947	29343	ROE	19.9%	20.4%	19.2%	18.3%
少数股东损益	24217	30567	35923	42253	ROIC	21.2%	18.9%	18.9%	19.2%
净利润	123223	160475	188598	221830	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%
流动资产	1007585	1215342	1440905	1611121	管理费用/营业收入	5.6%	4.6%	4.6%	4.4%
货币资金	293756	367937	435241	487223	财务费用/营业收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
应收帐款	310186	412089	487470	545690	投资收益/营业利润	-4.1%	-2.4%	0.0%	0.0%
应收票据	18956	20297	24010	26878	所得税/利润总额	4.3%	10.0%	10.0%	10.0%
存货	301258	327313	389851	434873	应收帐款周转率	5.32	4.08	3.87	3.77
非流动资产	389149	430165	498286	576818	存货周转率	3.60	3.25	3.40	3.30
固定资产	314862	357396	427786	508588	流动资产周转率	1.49	1.32	1.31	1.28
资产总计	1396734	1645508	1939190	2187939	总资产周转率	1.09	0.97	0.97	0.94
流动负债	457417	539220	721671	739611	偿债能力				
短期借款	96176	96176	96176	96176	资产负债率	55.7%	52.3%	49.4%	44.6%
应付款项	157055	214799	255840	285386	流动比率	2.20	2.25	2.00	2.18
非流动负债	320830	320830	235830	235830	速动比率	1.54	1.65	1.46	1.59
长期借款	253156	253156	168156	168156	每股指标（元）				
负债合计	778247	860050	957501	975441	EPS	0.828	1.078	1.267	1.491
股东权益	618487	785458	981690	1212499	每股净资产	4.16	5.28	6.60	8.15
股本	148800	148800	148800	148800	每股经营现金流	0.43	0.96	1.28	1.67
留存收益	435006	571409	731718	920273	每股经营现金/EPS	0.5	0.9	1.0	1.1
少数股东权益	34682	65249	101172	143425	估值				
负债和权益总计	1396734	1645508	1939190	2187939	PE	40.7	31.2	26.6	22.6
现金流量表（万元）					PEG	1.88	1.78	1.51	-
经营活动现金流	64050	143503	189748	248223	PB	8.1	6.4	5.1	4.1
其中营运资本减少	-103310	-76001	-69676	-59195	EV/EBITDA	24.67	20.43	17.59	14.88
投资活动现金流	-96773	-68033	-103022	-121867	EV/SALES	3.95	3.70	3.14	2.78
其中资本支出	-119581	-68726	-103022	-121867	EV/IC	5.10	4.52	3.87	3.39
融资活动现金流	68908	-24071	-113290	-33274	ROIC/WACC	2.17	1.94	1.94	1.97
净现金总变化	33211	51398	-26564	93081	REP	2.35	2.33	1.99	1.72

注：不考虑资产注入的影响，另表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

徐星月: 清华大学工学硕士, 2007年加入长城证券, 任机械行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

	评级	说明
公司评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。