

挖机资产注入增厚公司业绩

研究结论

- **事件：**公司于 2009 年 9 月 14 日接中国证监会通知，中国证监会上市公司并购重组审核委员会 2009 年第 25 次工作会议有条件审核通过了公司向特定对象发行股份购买资产暨关联交易事宜。公司目前尚未收到中国证监会的相关核准文件，待收到相关核准文件后公司将另行公告。公司股票于 2009 年 9 月 15 日复牌。
- **挖掘机行业增势稳健。**2009 年以来，受国家大规模基建投资拉动，挖掘机行业逆势增长，1-8 月全行业销量超过 6 万台，同比小幅正增长。目前行业已经告别七八月份传统淡季，销量环比逐渐提升，四季度受基建等投资项目拉动，且去年下半年行业增速明显放缓，因此全年增速将进一步加快。此外，作为全球土方机械最主要的品种，挖掘机在国内市场的销量和保有量仍有显著的提升空间，预计未来几年行业还将维持较快的增速。
- **公司挖机业务市场份额不断提升。**目前国内挖掘机市场 70% 的市场份额仍然由外资品牌占有。而公司此次拟注入三一重机挖掘机业务增势良好，市场份额不断提升。2008 年全年销量超过 3200 台，约占全市场份额 4.2%。2009 年 1-8 月实现销售 3700 台，同比增幅超过 75%，市场份额提升至 6.1%，位居国内品牌之首。目前公司挖掘机产品型号系列齐全，并已建立起全国范围内较完善的营销和服务渠道，预计未来还将进一步挤占海外品牌的市场份额。
- **业绩承诺公告确保业绩增厚。**公司近期发布业绩承诺公告，承诺注入的三一重机资产 2009 年实现净利润不低于 3.8 亿元，2010 年实现净利润不低于 4.5 亿元，2010 年实现净利润不低于 4.5 亿元、2011 年至 2013 年每年实现净利润不低于 5 亿元，如果低于这一承诺将有相应补偿。不考虑挖掘机资产注入测算的 2009 年每股收益为 1.38 元；按照业绩承诺以及摊薄股本测算的 2009 年备考盈利预测为 1.51 元。
- **催化剂与风险因素：**房地产新开工投资的加速以及海外市场企稳回暖是公司业绩快速增长的催化剂；国内外宏观经济对下游市场需求影响的不确定性则是公司面临的主要风险。
- 给予公司股价 25 倍 PE 的估值水平，对应 2010 年预测每股收益的合理股价为 48.75 元，维持买入投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩

机械分析师

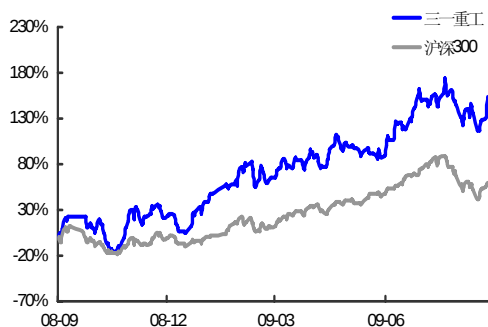
8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 9 月 9 日) 33.47 元
目标价格 (6 个月) 48.75 元
总股本/A 股 (万股) 148800
A 股市值 (百万元) 49803.36
国家/地区 中国
行业 专用机械制造业
报告日期 2009 年 9 月 15 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.94	35.18	157.04
相对表现 (%)	4.89	23.13	111.92

资料来源：WIND 资讯

财务分析				
(百万元)	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	13745.3	16748.4	24648.2	29216.3
税前利润	66.14	212.71	342.74	463.63
净利润	1232.23	2047.32	2894.26	3477.25
EBITDA	2200.80	3248.73	4409.69	5145.62
每股收益 (元)	0.83	1.38	1.95	2.34
净资产收益率	23.84%	29.28%	30.68%	28.53%
每股经营现金 (元)	0.43	0.92	1.56	2.58
市盈率 (X)	80.05	24.33	17.21	14.32
EV/EBITDA	9.75	15.17	10.76	8.61

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	13745.2	16748.3	24648.2	29216.2	税后利润	1232.23	2047.32	2894.26	3477.25
营业成本	9627.56	11371.4	17084.6	20390.4	经常性现金支出	278.70	622.50	659.32	594.27
主营业务税金及附	17.78	26.02	32.88	40.92	非经常性现金支出	178.96	36.76	31.60	31.96
销售费用	1331.46	1591.09	2292.29	2658.68	营运资金变动	(1291.56)	(1742.40)	(1839.75)	(961.22)
管理费用	771.78	837.42	1183.12	1343.95	少数股东损益	242.17	398.83	571.24	695.45
财务费用	132.89	153.95	118.97	71.04	经营活动现金净流	640.50	1363.01	2316.67	3837.72
营业利润	1863.78	2768.39	3936.35	4711.23	资本开支	1143.01	269.93	63.67	10.68
非经常性损益	(323.24)	(109.53)	(128.12)	(74.89)	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1540.54	2658.86	3808.23	4636.34	投资活动现金净流	(967.73)	(282.63)	(66.21)	(11.19)
所得税	66.14	212.71	342.74	463.63	贷款增加	1121.98	(126.58)	(120.25)	(114.24)
净利润	1474.41	2446.15	3465.49	4172.70	支付股利利息	(433.26)	59.46	(359.68)	(660.90)
少数股东损益	242.17	398.83	571.24	695.45	其他融资	1092.24	(13.41)	(38.55)	(42.96)
归属母公司净利润	1232.23	2047.32	2894.26	3477.25	筹资活动现金净流	659.34	(235.53)	(732.57)	(1160.49)
EPS (元/股)	0.83	1.38	1.95	2.34	现金净流量	332.11	844.84	1517.88	2666.04
					现金期初余额	2605.45	2937.56	3782.40	5300.29
					现金期末余额	2937.56	3782.40	5300.29	7966.33
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2937.56	3782.40	5300.29	7966.33	增长能力				
应收账款票据	3441.85	4558.22	6169.80	7010.01	营收增长率(%)	50.30%	21.85%	47.17%	18.53%
存货	3012.58	3710.85	5624.05	6791.61	EBITDA 增长率	14.75%	47.62%	35.74%	16.69%
交易性金融资产	14.44	14.44	14.44	14.44	EBIT 增长率(%)	13.00%	46.36%	38.77%	17.93%
流动资产合计	10075.8	12995.2	18430.7	23355.0	净利润增长率(%)	-22.64%	65.91%	41.67%	20.41%
长期投资	186.21	186.21	186.21	186.21	盈利能力				
固定资产	2419.96	2734.98	2694.77	2429.81	毛利率(%)	29.96%	32.10%	30.69%	30.21%
在建工程	728.66	372.87	137.29	63.73	净利率(%)	10.73%	14.61%	14.06%	14.28%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率	16.01%	19.40%	17.89%	17.61%
非流动资产合计	3891.49	3804.95	3507.99	3152.32	ROA(%)	10.56%	14.56%	15.80%	15.74%
资产总计	13967.3	16800.2	21938.7	26507.3	ROE(%)	23.84%	29.28%	30.68%	28.53%
					ROIC(%)	26.58%	30.37%	33.21%	34.94%
循环借款	1030.11	875.11	661.01	318.62	偿债能力				
应付账款	1570.55	1985.97	3136.34	3940.53	资产负债率(%)	55.72%	50.28%	48.51%	44.82%
预收账款	592.80	643.51	974.79	1161.91	流动比率(倍)	2.20	2.42	2.40	2.59
其他应付款	229.82	95.49	150.25	201.82	速动比率(倍)	1.40	1.56	1.50	1.66
流动负债合计	4574.17	5365.38	7680.87	9033.21	价值评估				
非流动负债合计	3208.30	3081.72	2961.47	2847.23	P/B(倍)	3.57	6.55	4.99	3.95
负债合计	7782.47	8447.10	10642.3	11880.4	P/E(倍)	80.05	24.33	17.21	14.32
股本	1488.00	1488.00	1488.00	1488.00	EV/收入(倍)	1.56	2.94	1.92	1.52
资本公积	721.11	1130.57	1709.43	2404.88	EV/EBITDA(倍)	9.75	15.17	10.76	8.61
未分配利润	3120.68	4388.33	6047.86	7825.72	EV/EBIT(倍)	10.75	16.87	11.70	9.27
股东权益	6184.87	8353.14	11296.4	14626.9					
负债和股东权益	13967.3	16800.2	21938.7	26507.3					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

张帆：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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

安倩：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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn