

刘荣
0755-82943203
liur@cmschina.com.cn

2009年9月23日

三一重工 (600031.SH)/34.29 元

挖掘机竞争力快速提升

投资评级: 强烈推荐-A

评级调整: 维持

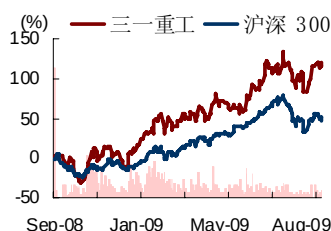
目标估值: 40 元

基础数据

总股本 (万股)	148800
流通股本 (万股)	148800
总市值 (亿元)	510
流通市值 (亿元)	510
52 周股价	11.1-36.2 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	48	137
相对表现	15	17	95



相关报告

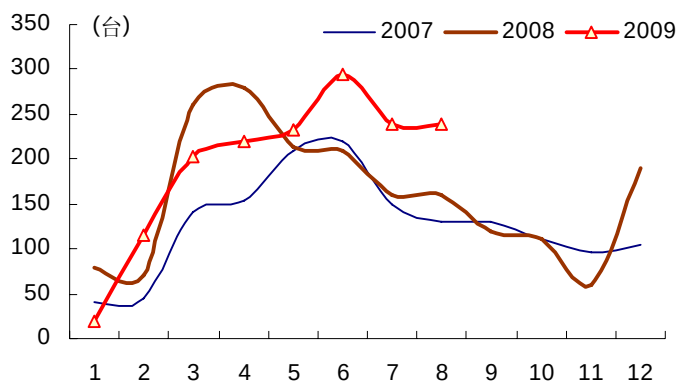
- 1、三一重工—高速扩张延伸工程机械产品链 2007.3.15
- 2、三一重工—中国混凝土机械行业的“大象”2007.8.27
- 3、三一重工—主营业务扩张与结构优化 2008.4.28
- 4、三一重工—销售进入淡季 不影响长期价值 2008.6.24
- 5、三一重工—汇兑收益与股票投资损失激增 2008.8.26
- 6、三一重工—市价收购意味着集团低价增持 2008.10.9
- 7、三一重工—收购争议将落下帷幕 2008.11.21
- 8、三一重工—品质改变世界 创新铸造成功 2009.2.27
- 9、三一重工—产品结构变化导致毛利率复苏低于预期 2009.4.27
- 10、三一重工—预计全年混凝土机械盈利将好于预期 2009.8.26

9月22日对三一重工定向增发收购的全资子公司三一重机进行调研, 本文从挖掘机的营销网络、产品系列、产品质量与可靠性、盈利水平四个方面对挖掘机业务未来的竞争优势进行展望。

- **产品系列:** 三一重机在国内外资品牌强手如林的挖掘机市场不畏强敌, 经过近五年的发展现已成为生产型号最多, 产品覆盖领域最广、产品线最长的国产品牌挖掘机企业, 挖掘机分为大、中、小三类, 14 个系列。2007 年三一重机成立小挖事业部, 小挖产品系列不断丰富, 7.5 吨的小挖今年销售火爆, 同比增长达到 160%。未来还将推出与浙江大学合作的 863 项目——混合动力挖掘机。除了挖掘机产品, 三一重机还拥有挖掘机的变形产品: 高空作业机, 作业高度可以达到 26m, 国内领先。
- **研发与生产能力:** 三一重机一期的产能是 4000 台, 二期技改将建设 1.5 万台的装配车间, 公司的目标是五年后达到 3 万台的产销规模。三一重机拥有柔性生产线, 生产节拍可以达到 30 分钟一台。在配套能力方面, 三一重机拥有 3000 台履带的配套能力; 拥有 13 台焊接机器人生产结构件。三一重机已自主开发的产品包括四轮一带、GPS 和电子控制系统; 钣金、驾驶室、液压元件也逐步开始产业化。三一重机拥有 500 人左右的研发队伍, 专利 88 项。
- **产品质量与可靠性:** 虽然三一重机 2005 年之前挖掘机的质量问题也很多, 不过目前部分产品的性能已达到日系品牌的水平, 2009 年三一重机挖掘机份额提高是其产品质量改进的力证。根据经销商的介绍, 近期在安徽举办的多场挖掘机质量大比武中, 三一挖掘机显然出其高性能特点, 尤其是 75c 小挖表现卓越。不足之处是可靠性和无故障小时数低于外资品牌, 日本可以达到 8000 小时, 而三一在 4000 小时左右, 不过提高可靠性已不是技术上不能解决的问题。从产品技术来看, 三一挖掘机采用正流量液压控制系统, 省油效果明显。
- **营销网络:** 国产品牌挖掘机的营销网络与外资品牌仍有差距, 目前国内网络和服务最好的是斗山, 特点是响应速度快, 配件供应及时, 赔付快。三一 2009 年挖掘机能取得超高速发展也受益于网络的完善。2007 年三一重机拥有 166 个销售网点, 目前已达到 432 个; 2007 年代理商的服务车辆仅 219 台, 目前已达到 900 台; 网点的服务半径将从 150 公里缩小到 100 公里; 24 小时全天候服务。安徽代理商在 2009 年表现最为突出, 成为公司最大的代理商, 以周驰军为领导的安徽代理商过去两年在安徽省的挖掘机占有率从 7.8% 提高到 16%, 排名由 2008 年的第七位提升到 2009 年的第二位, 仅次于斗山。与一些外资品牌相比, 三一重机在西北和东北地区的营销网络相对较弱。我们认为安徽挖掘机代理商的崛起将会起到示范性的作用, 并且安徽挖掘机代理商的盈利状况明显好于小松和日立的代理商, 盈利是他们的 2.5 倍, 相信未来将有更多有资金实力的代理商加盟三一, “SANY”这一民族品牌挖掘机营销网络将在未来两年成为中国第一。

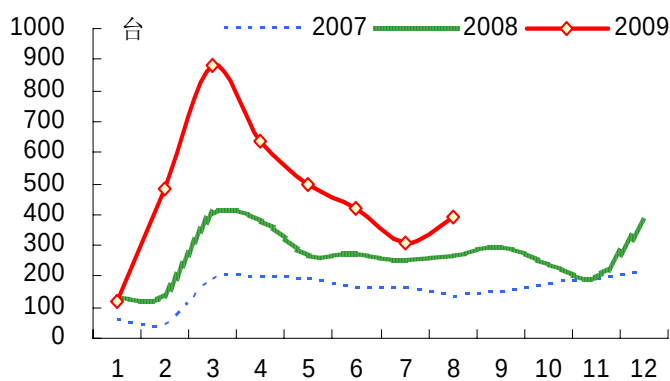
- **盈利情况:** 由于 2009 年原材料价格下降及小型挖掘机的产业化, 我们预期 2009 年挖掘机毛利率将高于我们之前预测的 26%, 达到 30% 左右。
- 通过上述四个方面的分析, 我们认为三一重工挖掘机业务处于高成长期, 近两个月营销战略调整是为了下次进攻更猛烈。三一重机上半年挖掘机销量增长达到 100%, 5 月份后增速略有回落, 但仍好于行业平均水平。一季度的促销使挖掘机销量超预期, 这甚至引起了竞争对手的联手反抗, 同时由于销量增长过快营销网络负担较重, 下半年三一重机在战略上略微放慢脚步, 部分经销商在 6-8 月让员工休假一周调整状态备战下一个旺季。
- 我们预测三一重工 2009 年-2010 年 EPS 为 1.48、1.83, 动态 PE 为 23 倍、19 倍, 鉴于公司的垄断优势、创新能力、管理水平和未来汽车起重机资产注入预期, 估值应高于行业平均水平, 维持“强烈推荐-A”的投资评级, 目标价 40 元。

图1: 三一重工泵车销量示意图



资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图2: 三一重工挖掘机销量示意图



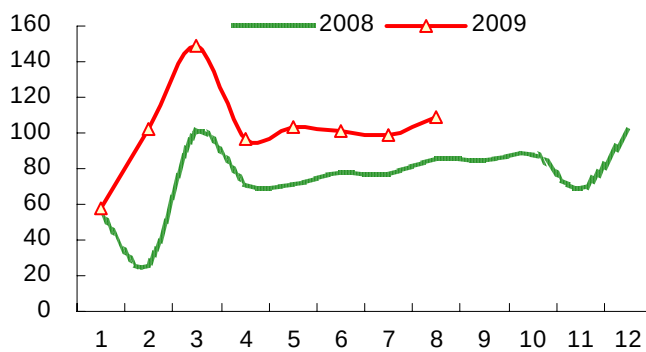
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图3: 三一重工履带式起重机销量示意图



资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图4: 三一重工汽车起重机销量示意图



资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

参考报告:

近两年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评—扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高速增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工（600031）—品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《机械行业 2009 年中期投资策略—景气度震荡回升酝酿投资机会》2009.6.15

在不同的景气复苏路径假设下，机械行业的投资机会将不同，本文借鉴日本 80-90 年代机械行业的成长经验，回顾中国工程机械过去十年历程，论证政府投资、民间投资对机械行业的影响，并认为出口竞争力决定机械行业中长期投资价值。

8、《机械行业点评—温和复苏趋势不因下跌而动摇》2009.8.17

机械行业目前处于一个温和复苏的过程，上半年由于产能利用率不足、产品降价，盈利低于预期，但是，行业最黑暗的时刻已经过去。我们认为现阶段是内需主导复苏路径，出口将逐步回暖，原材料价格持续上涨动力不足，因此预计下半年机械行业盈利将得到改善。经过近期股价凌厉的调整，机械行业估值已具吸引力。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8382	10076	12745	15240	17917
现金	2605	2938	2413	2699	3104
交易性投资	419	14	30	30	30
应收票据	332	190	670	900	1035
应收款项	2067	3102	4274	5230	6255
其它应收款	125	150	383	450	517
存货	2343	3013	4316	5166	6098
其他	491	669	659	766	878
非流动资产	2797	3891	4639	4881	5099
长期股权投资	169	186	180	180	180
固定资产	1651	2420	2991	3323	3566
无形资产	279	314	283	254	229
其他	698	971	1185	1125	1124
资产总计	11179	13967	17384	20121	23017
流动负债	4066	4574	6633	6767	6655
短期借款	1187	962	1200	2671	2043
应付账款	1075	1201	1978	1838	2108
预收账款	524	593	791	919	1054
其他	1280	1818	2664	1339	1451
长期负债	2066	3208	2284	2284	2284
长期借款	1379	2532	1600	1600	1600
其他	686	677	684	684	684
负债合计	6132	7782	8917	9051	8939
股本	992	1488	1606	1606	1606
资本公积金	1019	721	721	721	721
留存收益	2721	3629	5529	7807	10428
少数股东权益	316	347	611	937	1322
母公司所有者权益	4732	5838	7857	10134	12755
负债及权益合计	11179	13967	17384	20121	23017

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	683	640	932	1173	2619
净利润			2376	2933	3471
折旧摊销			306	351	377
财务费用			146	221	186
投资收益			(10)	(50)	(50)
营运资金变动			(2326)	(2692)	(1840)
其它			439	411	475
投资活动现金流	306	(968)	(1106)	(600)	(600)
资本支出			(1100)	(600)	(600)
其他投资			(6)	0	0
筹资活动现金流	(122)	689	(350)	(287)	(1614)
借款变动			170	539	(629)
普通股增加			118	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(476)	(655)	(849)
其他			(162)	(171)	(136)
现金净增加额	867	362	(525)	286	405

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9145	13745	19149	22493	25868
营业成本	5984	9628	13184	15315	17564
营业税金及附加	7	18	19	22	26
营业费用	883	1331	1838	2159	2483
管理费用	504	772	957	1125	1293
财务费用	121	133	146	221	186
资产减值损失	81	84	100	100	100
公允价值变动收益	100	(184)	40	30	30
投资收益	399	(64)	(30)	20	20
营业利润	2063	1532	2914	3600	4265
营业外收入	34	44	40	40	40
营业外支出	14	35	20	20	20
利润总额	2083	1541	2934	3620	4285
所得税	177	66	293	362	428
净利润	1906	1474	2641	3258	3856
少数股东损益	228	242	264	326	386
母公司所有者净利润	1606	1232	2376	2933	3471
EPS (元)	1.62	0.83	1.48	1.83	2.16

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	76%	50%	39%	17%	15%
营业利润	153%	-26%	90%	24%	18%
净利润	134%	-23%	93%	23%	18%
获利能力					
毛利率	34.6%	30.0%	31.2%	31.9%	32.1%
净利率	17.6%	9.0%	12.4%	13.0%	13.4%
ROE	33.9%	21.1%	30.2%	28.9%	27.2%
ROIC	26.0%	16.3%	22.6%	22.4%	22.6%
偿债能力					
资产负债率	54.9%	55.7%	51.3%	45.0%	38.8%
净负债比率	23.5%	25.5%	21.5%	21.2%	15.8%
流动比率	2.1	2.2	1.9	2.3	2.7
速动比率	1.5	1.5	1.3	1.5	1.8
营运能力					
资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	3.0	3.6	3.6	3.2	3.1
应收帐款周转率	6.4	5.3	5.2	4.7	4.5
应付帐款周转率	7.2	8.5	8.3	8.0	8.9
每股资料(元)					
每股收益	1.62	0.83	1.48	1.83	2.16
每股经营现金	0.69	0.43	0.58	0.73	1.63
每股净资产	4.77	3.92	4.89	6.31	7.94
每股股利	0.05	0.18	0.30	0.41	0.53
估值比率					
PE	21.2	41.4	23.2	18.7	15.9
PB	7.2	8.8	7.0	5.4	4.3
EV/EBITDA	21.9	28.7	14.2	11.5	9.9

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。