

建筑机械



吴华

三一重工（600031）

证书号：S0190209030143

现金收购资产，履行股改承诺

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

强烈推荐（维持）

2010年6月11日

投资要点

事件：

公司拟以 2.21 亿元的价格收购三一集团持有的湖南汽车 100%股权，以 20.59 亿元的价格收购三一集团、易小刚持有的三一汽车 98.24%、1.76%，共计 100.00%的股权，两项收购总计 22.8 亿元。按 09 年财务数据计算，此次收购的 PE 为 8 倍，PB 为 4 倍，收购价格合理。此次现金收购主要为履行公司股改时作出的集团所有工程机械产品注入三一重工的承诺。

点评：

- 湖汽主要以底盘和混凝土搅拌运输车生产为主，三一汽车主要以汽车起重机整机及配件生产为主。湖汽 09 年实现销售收入 15.44 亿元，实现归属母公司净利润 1.87 亿元，毛利率为 17.87%，净利率为 12.13%，2010 年 1-5 月累计实现销售收入 12.48 亿元，实现归属母公司净利润 1.98 亿元，毛利率为 18.74%，净利率为 15.89%。三一汽车 09 年实现销售收入 12.52 亿元，实现归属母公司净利润 9684.68 万元，毛利率为 19.5%，净利率为 7.73%，2010 年 1-5 月累计实现销售收入 10.87 亿元，实现归属母公司净利润 8278.31 万元，毛利率为 23.31%，净利率为 7.61%。

表：相关收购资产情况

万元	湖汽			三一汽车			总计	
	2008年	2009年	2010年1-5月	2008年	2009年	2010年1-5月	2009年	2010年1-5月
利润表类								
营业收入	69107.96	154347.43	124821.03	113893.28	125227.2	108721.91	279574.6	233542.94
营业成本		126765.95	101432.4		100806.05	83380.76	227572	184813.16
归属母公司净利润	3472.7	18716.87	19828.41	-1993.57	9684.68	8278.31	28401.55	28106.72
毛利率		17.87%	18.74%		19.50%	23.31%	18.60%	20.87%
净利率	5.03%	12.13%	15.89%	-1.75%	7.73%	7.61%	10.16%	12.03%
资产负债表类								
货币现金		48926.53	123250.18		2804.03	30596.84	51730.56	153847.02
总资产	57187.08	119091.4	157820.53	132222.39	195938.14	286943.75	315029.5	444764.28
总负债	47854.57	91042.01	109942.73	112690.21	166677.64	239415.97	257719.7	349358.7
净资产	9332.51	28049.39	47877.8	19532.18	29260.5	47527.78	57309.89	95405.58
资产负债率	83.68%	76.45%	69.66%	85.23%	85.07%	83.44%	81.81%	78.55%
估值								
成本法估值		22136			76410			
收益法估值		180000-250000			227126			
最终转让价格		22136			205880		228016	
转让PE值（09年）		1.18			21.26		8.03	
转让PB值（09年）		0.79			7.04		3.98	

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心

- **资产成长性强，收购后协同效应明显。**根据利安达出具的三一汽车 2010 年盈利预测审核报告，三一汽车 2010 年的营业收入 28.38 亿元（目前汽车起重机产能 3500 台/年，2011 年将达到 5000 台/年）、归属于母公司的净利润 2.44 亿元，较 2009 年分别同比增长 126.65%和 151.49%。根据六合正旭出具的三一汽车资产评估报告，2010-2014 年三一汽车的营业收入年复合增长率超过 25%，净利润年复合增长率超过 30%。收购资产未来良好的发展潜力将使得三一重工在本次收购后的营业收入和净利润规模进一步扩大、盈利能力进一步提升。此次收购后公司的产品线将更加齐全，通过充分发挥不同产品间的协同效应，三一重工的市场竞争力和市场占有率将得到进一步提升。
- **业绩保底彰显信心。**公司完成本次收购三一汽车的股权后，三一汽车 2010 年实现的净利润数不低于 2.44 亿元，2011 年实现的净利润数不低于 4.17 亿元，2012 年实现的净利润数不低于 5.53 亿元，2010 年~2012 年三一汽车实现净利润数以会计师出具的标准无保留意见的专项审计报告为准，若不足上述预计数，则三一集团和易小刚将在三一重工当年年度报告披露后的 30 日内，依据其向三一重工出让三一汽车的股权比例，就不足部分以现金方式全额补偿三一重工。累计补偿金额不超过交易价格。
- 我们认为此次注入是公司言出必行，注重承诺的最好表现，与挖掘机注入一样，公司对三一汽车做出了三年业绩承诺，也彰显了公司高管的气度，我们维持公司 2010-2012 年 2.21 元、2.98 元和 3.71 元，对应 PE 分别为 13 倍、9.6 倍和 7.8 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

附表 1：三一汽车制造有限公司股权价值收益法预测计算表

项 目	2010 年 6-12 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	永续期
一、营业收入	175,107.52	444,218.32	583,808.29	642,189.12	706,408.03	706,408.03
减：营业成本	132,314.38	333,147.58	435,721.12	479,293.24	527,222.56	527,222.56
营业税金及附加	813.01	2,211.40	2,933.58	3,226.94	3,549.63	3,549.63
销售费用	13,710.92	36,411.74	49,532.47	52,999.74	55,649.73	55,649.73
管理费用	8,066.32	21,919.56	28,353.97	28,921.05	29,499.47	29,499.47
财务费用	1,719.05	1,710.80	3,038.30	3,250.98	3,381.02	3,381.02
资产减值损失	358.36	1,760.36	2,313.40	2,544.74	2,799.21	2,799.21
加：公允价值变动收益 （“－”号为损失）	-	-	-	-	-	-
投资收益（“－” 号为损失）						
其中：对联营企业 和合营企业的投资						
二、营业利润	18,125.48	47,056.89	61,915.45	71,952.44	84,306.41	84,306.41
加：营业外收入		470.00	520.00	520.00	520.00	520.00
减：营业外支出	-	176.00	210.00	210.00	210.00	210.00
其中：非流动资产处置 损失	-					
三、利润总额	18,125.48	47,350.89	62,225.45	72,262.44	84,616.41	84,616.41
减：所得税费用 15%	2,054.01	6,265.04	8,244.68	9,750.22	11,603.31	11,603.31
四、净利润	16,071.47	41,085.85	53,980.77	62,512.22	73,013.10	73,013.10
加：折旧	3,679.92	8,714.01	8,724.25	8,724.25	8,724.25	8,724.25
摊销	442.10	757.88	757.88	757.88	757.88	757.88
长期付息债务利 息（税后）	1,168.71	2,769.12	2,979.45		-	-
减：追加资本投资	78,126.27	55,866.82	33,332.76	15,420.32	17,398.56	6,979.40
其中：固定资产增加	43,624.72	18,594.20	7,149.70	4,362.12	5,234.55	6,979.40
无形资产增加	7,253.00	7,253.00				
营运资金增加额	27,248.55	30,019.61	26,183.06	11,058.20	12,164.02	
五、公司自由现金流量	-56,764.08	-2,539.95	33,109.59	56,574.03	65,096.67	75,515.83
年期	7/12	1 7/12	2 7/12	3 7/12	4 7/12	
折现率 $WACC$	13.62%	13.62%	13.62%	13.62%	13.62%	13.62%
$WACC - g_s$						0.1362
折现至 2014 年 12 月						554,277.35
折现系数	0.9282	0.8169	0.7190	0.6327	0.5569	
折现至基准日	-52,688.47	-2,074.90	23,804.23	35,797.00	36,250.79	308,663.91
公司营业价值			349,752.57			
加：溢余资产价值			4,162.57			
公司整体价值			353,915			
减：长期付息债务			126,789			
公司全部股权价值			227,126			

附表 2：三一汽车 2010 年备考利润表

项 目	2009年已审实现数	2010年预测数		
		2010年1-5月已审实现数	2010年6-12月预测数	2010年合计
一、营业收入	125,227.20	108,721.91	175,107.52	283,829.43
减：营业成本	100,806.05	83,380.76	132,314.38	215,695.14
营业税金及附加	145.98	318.29	813.01	1,131.30
销售费用	8,724.29	7,575.41	13,710.92	21,286.33
管理费用	6,810.05	5,070.08	8,066.32	13,136.40
财务费用	253.82	1,179.33	1,719.05	2,898.37
资产减值损失	-2,300.48	1,288.36	358.36	1,646.72
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）				
投资收益（损失以“-”号填列）	-116.99	211.14		211.14
其中：对联营企业和合营企业的投资	-116.99			
二、营业利润	10,670.50	10,120.83	18,125.48	28,246.31
加：营业外收入	30.74	485.06		485.06
减：营业外支出	57.36	97.53		97.53
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额（亏损以“-”号填列）	10,643.88	10,508.35	18,125.48	28,633.83
减：所得税费用	977.73	2,241.06	2,054.01	4,295.07
四、净利润（净亏损以“-”填列）	9,666.15	8,267.29	16,071.47	24,338.76
归属于母公司所有者的净利润	9,684.68	8,278.31	16,077.21	24,355.52
少数股东损益	-18.53	-11.02	-5.74	-16.76

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10733	18327	25357	34213
现金	3077	3851	6129	9956
应收账款	3852	6621	8893	11631
其它应收款	166	384	466	566
预付账款	512	1291	1715	2081
存货	2940	5659	7303	8858
其他	186	520	851	1121
非流动资产	5104	5536	5644	5562
长期投资	207	180	150	150
固定资产	2949	3689	3978	3954
无形资产	631	649	667	685
其他	1317	1017	848	773
资产总计	15837	23862	31001	39775
流动负债	5519	7368	8662	10185
短期借款	941	800	700	850
应付账款	1264	2469	3186	4013
其他	3314	4099	4777	5323
非流动负债	2034	2041	2049	2036
长期借款	1336	1336	1336	1336
其他	698	705	713	700
负债合计	7552	9408	10711	12221
少数股东权益	758	1531	2570	3861
股本	1488	1607	1607	1607
资本公积	721	2582	2582	2582
留存收益	5424	8739	13536	19499
归属母公司股东权益	7527	12923	17720	23693
负债和股东权益	15837	23862	31001	39775

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	2471	482	3111	4257
净利润	2370	4350	5844	7265
折旧摊销	287	287	352	391
财务费用	89	188	200	210
投资损失	73	50	50	50
营运资金变动	-373	-4691	-3563	-3877
其它	25	298	228	218
投资活动现金流	-1104	-765	-528	-370
资本支出	1145	700	480	290
长期投资	-116	-32	-30	0
其他	-75	-97	-78	-80
筹资活动现金流	-1208	1056	-305	-60
短期借款	-21	-141	-100	150
长期借款	-1196	0	0	0
普通股增加	0	119	0	0
资本公积增加	0	1861	0	0
其他	9	-783	-205	-210
现金净增加额	139	774	2278	3827

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16496	28234	36580	44428
营业成本	11161	18990	24504	29722
营业税金及附加	49	85	110	133
营业费用	1681	2767	3548	4265
管理费用	771	1271	1610	1910
财务费用	89	188	200	210
资产减值损失	94	100	100	100
公允价值变动收益	45	45	30	30
投资净收益	-73	-50	-50	-50
营业利润	2624	4829	6488	8067
营业外收入	45	45	45	45
营业外支出	40	40	40	40
利润总额	2629	4834	6493	8072
所得税	259	483	649	807
净利润	2370	4350	5844	7265
少数股东损益	407	773	1039	1292
归属母公司净利润	1963	3553	4797	5963
EBITDA	2999	5304	7040	8668
EPS (元)	1.32	2.21	2.98	3.71

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.0%	71.2%	29.6%	21.5%
营业利润	71.3%	84.0%	34.4%	24.3%
归属于母公司净利润	59.3%	81.0%	35.0%	24.3%
获利能力				
毛利率	32.3%	32.7%	33.0%	33.1%
净利率	11.9%	12.6%	13.1%	13.4%
ROE	26.1%	27.5%	27.1%	25.2%
ROIC	33.2%	38.3%	40.2%	41.0%
偿债能力				
资产负债率	47.7%	39.4%	34.6%	30.7%
净负债比率	36.24%	23.34%	19.57%	18.38%
流动比率	1.94	2.49	2.93	3.36
速动比率	1.41	1.71	2.08	2.48
营运能力				
总资产周转率	1.11	1.42	1.33	1.26
应收账款周转率	4	5	4	4
应付账款周转率	9.05	10.17	8.67	8.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.22	2.21	2.98	3.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	0.30	1.94	2.65
每股净资产(最新摊薄)	4.68	8.04	11.03	14.74
估值比率				
P/E	21.84	13.03	9.65	7.76
P/B	5.69	3.58	2.61	1.95
EV/EBITDA	16	9	7	5

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。