

建筑机械



三一重工 (600031)

强烈推荐 (维持)

产品链雏形初现, 规模效应提升毛利率

市场数据

报告日期	2010-8-23
收盘价(元)	25.02
总股本(百万股)	2410.70
流通股本(百万股)	2232.00
总市值(百万元)	60315.72
流通市值(百万元)	55844.64
净资产(百万元)	9237.68
总资产(百万元)	23035.95
每股净资产	3.83

主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16496	29590	41990	54631
同比增长(%)	20%	79%	42%	30%
净利润(百万元)	1963	5018	7260	9408
同比增长(%)	59%	156%	45%	30%
毛利率(%)	32.3%	37.5%	36.9%	36.5%
净利率(%)	11.9%	17.0%	17.3%	17.2%
净资产收益率(%)	26.1%	35.0%	33.7%	30.4%
每股收益(元)	0.83	2.13	3.09	4.00
每股经营现金流(元)	1.05	0.90	1.94	2.74

相关报告

《三一重工(600031): 产业资本先金融资本进场》
2010-6-30
《三一重工(600031) 现金收购资产, 履行股改承诺》
2010-6-11
《三一重工(600031) 挖机注入业绩增厚明显》2010-4-30

吴华 S0190209030143
021-38565924
wuhua@xyzq.com.cn

投资要点

事件:

公司实现营业收入 169.46 亿元, 较上年同期增长 98.43%, 实现归属母公司净利润 28.75 亿元, 同比增长 162.39%, 实现每股收益 1.19 元, 高于我们前期 1.1 元的预期。分配方案为每 10 股送红股 11 股, 派发现金红利 1.3 元(含税)。

点评:

- 业绩超出预期的主要原因为毛利率超出预期, 上半年公司工程机械产品综合毛利率达到 38.07%, 同比上升 2.26 个百分点, 其中: 混凝土机械毛利率为 42.54%, 创历史新高, 挖掘机毛利率为 32.19%, 同比上升 3.68 个百分点, 汽车起重机毛利率为 26.24%, 同比上升 7.91 个百分点, 路面机械毛利率为 32.67%, 同比上升 9.3 个百分点, 配件类毛利率为 40.68%, 同比上升 18.87 个百分点。我们认为这与公司的产品结构调整, 新产品推出价格较高有关, 同时原材料价格处于低位震荡, 也有利于毛利率的提升, 全年综合毛利率有望维持在 37%-38%。
- 公司上半年泵车销量累计增长 75%以上, 搅拌运输车销量累计增长 100%以上, 混凝土机械整体实现销售收入 87.73 亿元, 同比增长 117.3%, 由于新产品的推出和产品结构的调整, 混凝土机械产品的综合毛利率达到 42.54%, 超过了 07 年的历史最好水平。

图 1: 泵车三强月度市占率变化情况

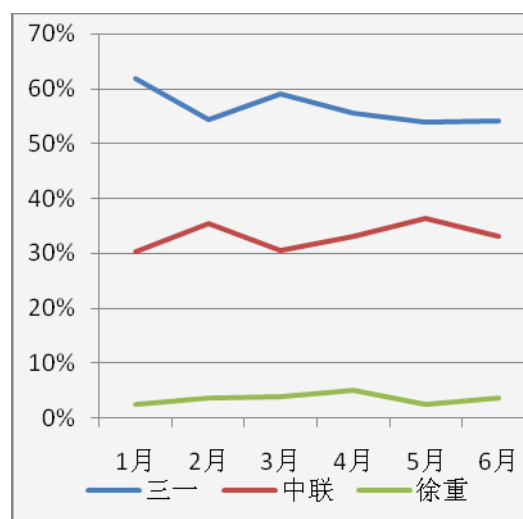
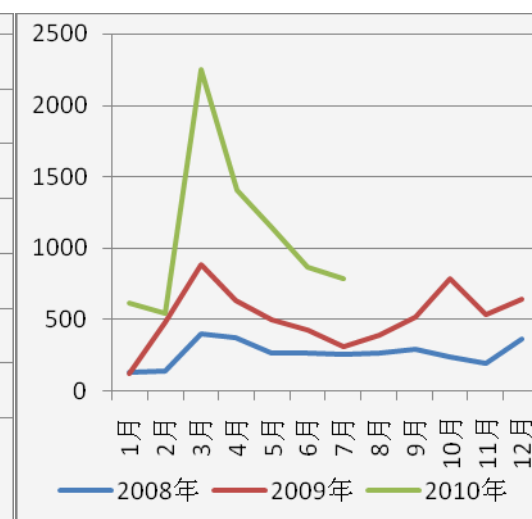


图 2: 挖掘机月度销量情况



资料来源: 工程机械行业协会, 兴业证券研发中心

- 挖掘机业务大幅增长, 上半年公司累计销售挖掘机 6839 台, 同比增长 125%, 出口 178 台, 累计实现销售收入 33.99 亿元, 同比增长 128.02%。公司挖掘机经过近三年每年销量不低于 100% 的增长, 整体规模效应显现, 挖掘机毛利率提升至 32.19%, 同比上升 3.18 个百分点, 全年挖掘机销量有望达到 12000 台左右的水平。
- 上半年公司完成了对湖南汽车制造有限公司及三一汽车制造有限公司的收购, 进一步强化公司主营业务, 减少关联交易, 增强公司盈利能力和抗风险能力, 提升公司核心竞争力。继收购昆山三一重机挖掘机资产后, 公司进一步实现了产品多元化并拥有了新的利润增长点。上半年三一汽车起重机累计销售 1084 台, 同比增长 77.7%, 实现销售收入 12.32 亿元, 同比增长 161.95%, 预计全年累计销售 2100 台左右。

图 3: 汽车起重机月度销量情况

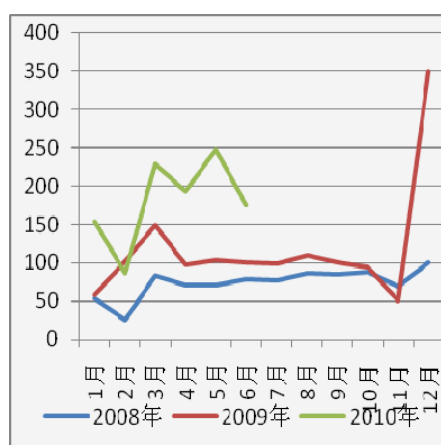
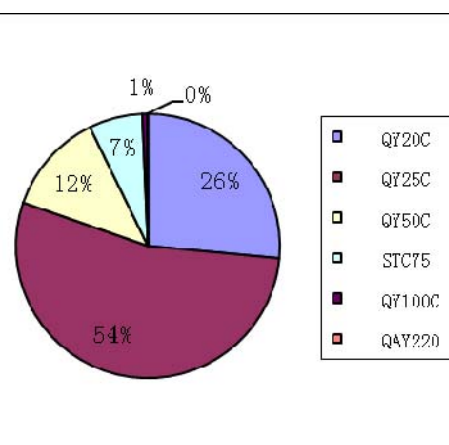
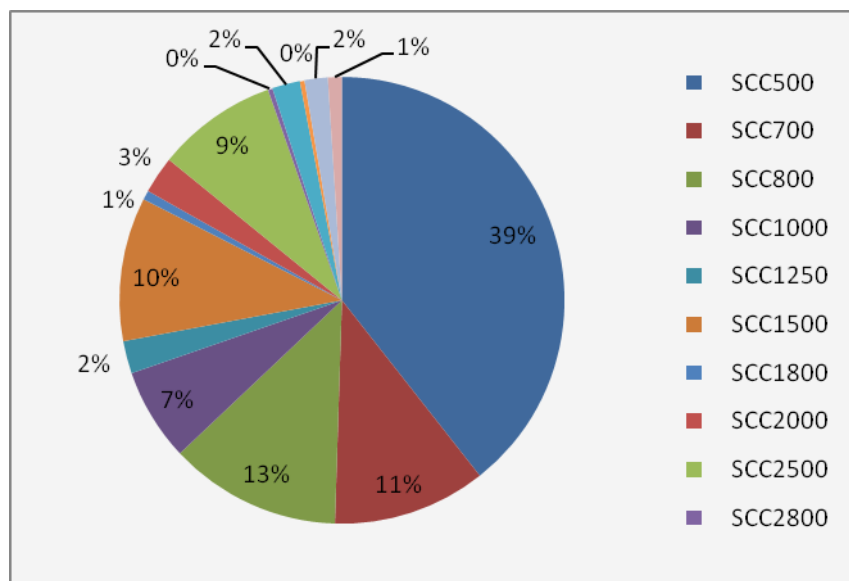


图 4: 汽车起重机销量结构情况 (1-7 月)



资料来源: 工程机械行业协会, 兴业证券研发中心

图 5：履带式起重机销量结构情况（1-7 月）



资料来源：工程机械行业协会，兴业证券研发中心

- 按揭销售回款风险不大：截止 2010 年 6 月 30 日，公司负有回购义务的累计贷款余额为 111.70 亿元，客户逾期按揭款及回购款余额为 5.68 亿元，占比为 5%，风险不大。融资租赁回款情况良好：截止 2010 年 6 月 30 日，公司承担此类回购义务的余额为人民币 22.24 亿元，没有发生承担设备回购义务的情况。
- 我们认为汽车起重机进入上市公司之后，公司以最快的速度实现“三条腿”走路，并且打造了“成熟（混凝土机械）-成长（挖掘机）-成形（汽车起重机）三位一体”的接力模式，极大的改变了前几年混凝土机械包打天下的局面。三个“百亿”品种的接力将保证三年内公司的快速发展。未来公司将极力发展海外市场，拓展网络，完善海外北美洲、南美洲、欧洲和印度市场的布局，同时加快零部件的研发和生产，提高自制率和产品竞争力。我们认为公司战略清晰，抗风险能力强，龙头地位稳固，维持“强烈推荐”，上调 2010-2012 年 EPS 为 2.13 元、3.09 元和 4 元（不考虑 H 股摊薄），对应 PE 为 12 倍、8 倍和 6 倍。

定期报告点评

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10733	21586	28468	38519	营业收入	16496	29590	41990	54631
现金	3077	6929	7004	9368	营业成本	11161	18500	26480	34717
应收账款	3852	6939	10208	14302	营业税金及附加	49	104	147	191
其它应收款	166	402	535	697	营业费用	1681	2486	3485	4534
预付账款	512	1258	1854	2430	管理费用	771	1361	1890	2404
存货	2940	5513	7891	10346	财务费用	89	463	616	722
其他	186	545	976	1376	资产减值损失	94	350	250	250
非流动资产	5104	7721	10072	12229	公允价值变动收益	45	0	0	0
长期投资	207	250	260	270	投资净收益	-73	-25	-25	-25
固定资产	2949	4889	6712	8335	营业利润	2624	6302	9097	11787
无形资产	631	1219	1707	2195	营业外收入	45	90	100	120
其他	1317	1363	1393	1429	营业外支出	40	50	55	60
资产总计	15837	29307	38540	50749	利润总额	2629	6342	9142	11847
流动负债	5519	11624	12885	14768	所得税	259	793	1143	1481
短期借款	941	4000	3000	2500	净利润	2370	5550	8000	10366
应付账款	1264	2405	3442	4687	少数股东损益	407	507	731	948
其他	3314	5219	6443	7581	归属母公司净利润	1963	5018	7260	9408
非流动负债	2034	2076	2086	2076	EBITDA	2999	7102	10232	13213
长期借款	1336	1336	1336	1336	EPS (元)	1.32	2.13	3.09	4.00
其他	698	740	750	740					
负债合计	7552	13699	14971	16843	主要财务比率				
少数股东权益	758	1265	1996	2944	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1488	2351	2351	2351	成长能力				
资本公积	721	2136	2136	2136	营业收入	20.0%	79.4%	41.9%	30.1%
留存收益	5424	9907	17167	26574	营业利润	71.3%	140.2%	44.4%	29.6%
归属母公司股东权益	7527	14343	21573	30961	归属于母公司净利润	59.3%	155.7%	44.7%	29.6%
负债和股东权益	15837	29307	38540	50749	获利能力				
					毛利率	32.3%	37.5%	36.9%	36.5%
现金流量表					净利率	11.9%	17.0%	17.3%	17.2%
					ROE	26.1%	35.0%	33.7%	30.4%
					ROIC	33.2%	44.9%	44.1%	42.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	2471	2105	4559	6431	资产负债率	47.7%	46.7%	38.8%	33.2%
净利润	2370	5550	8000	10366	净负债比率	36.24%	44.79%	34.64%	28.12%
折旧摊销	287	337	519	703	流动比率	1.94	1.86	2.21	2.61
财务费用	89	463	616	722	速动比率	1.41	1.38	1.59	1.90
投资损失	73	25	25	25	营运能力				
营运资金变动	-373	-4545	-4883	-5684	总资产周转率	1.11	1.31	1.24	1.22
其它	25	277	282	299	应收账款周转率	4	5	5	4
投资活动现金流	-1104	-2975	-2913	-2895	应付账款周转率	9.05	10.08	9.06	8.54
资本支出	1145	2300	2380	2360	每股指标 (元)				
长期投资	-116	38	10	10	每股收益 (最新摊薄)	0.83	2.13	3.09	4.00
其他	-75	-638	-523	-525	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.05	0.90	1.94	2.74
筹资活动现金流	-1208	4722	-1571	-1172	每股净资产 (最新摊薄)	3.20	6.10	9.18	13.17
短期借款	-21	3059	-1000	-500	估值比率				
长期借款	-1196	0	0	0	P/E	18.97	11.72	8.10	6.25
普通股增加	0	863	0	0	P/B	4.95	4.10	2.73	1.90
资本公积增加	0	1414	0	0	EV/EBITDA	20	9	6	5
其他	9	-615	-571	-672					
现金净增加额	139	3852	75	2364					

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。