

固定资产投资带动需求大增, 混凝土、挖掘机、起重机成为业绩增长三驾马车

——三一重工(600031)公司投资价值分析

核心观点

■ **国内工程机械龙头** 三一重工主营业务涉及混凝土机械、挖掘机、路面机械、起重机械和桩工机械等。其中混凝土机械销量全球第一, 18吨全液压振动压路机市场国内占有率第一位, 履带起重机市场份额位居国内第一。受益于城镇化建设加速, 公路、铁路、城市轨道交通跨越式发展, 保障性住房推出等因素, 2010年上半年公司实现营业收入169.46亿元, 较上年同期增长98.43%, 净利润总额28.75亿元, 较上年同期增长162%, 我们预计全年收入增长有望达到50%。

■ **混凝土商品化率与发达国家相比存在较大差距, 混凝土机械仍将快速增长** 公司目前53%的收入来自混凝土机械。发达国家人均混凝土指标为0.9~1.4立方米, 我国人均指标0.2~0.3立方米, 存在较大差距。我国混凝土机械是寡头垄断市场, 三一重工市场份额达到57%以上。徐工机械、中联重科、星马汽车等混凝土机械类产品毛利率远低于三一重工, 充分显示了公司在该领域的竞争优势。公司2.21亿现金收购生产混凝土搅拌运输车及底盘的湖南汽车, 进一步完善上市公司产业链及盈利能力。

■ **挖掘机注入, 成为新的增长动力** 公司完成注入三一重工的挖掘机业务后, 公司产品覆盖大中小挖, 在国内市场处于领先地位。预计2010年销量达到5000台, 收入达到80亿。三一重工2008年、2009年分别实现净利润1.456亿元和3.8亿元, 呈现翻倍增长的态势。公司承诺2010年、2011年分别实现净利润不低于4.5亿元、5亿元, 保证了挖掘机未来盈利能力, 公司挖掘机定位高端, 产品价格毛利都高于竞争对手, 在进口替代空间较大的市场中, 未来高速增长可期。

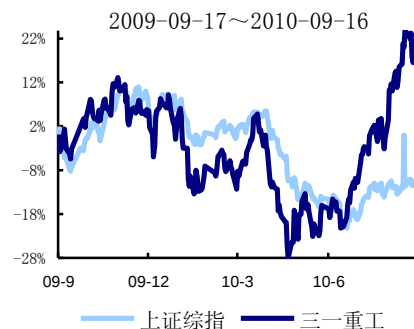
■ **收购三一汽车起重机业务, 提升起重机产品竞争力** 公司已有的履带起重机吨位高, 起吊能力强, 处于行业第一地位。公司现金20亿收购三一汽车的汽车起重机业务, 完善了起重机业务产品系列。2008年集团公司投资50亿元建设起重机宁乡产业园, 公司现有生产能力为3500台/年, 宁乡产业园达产后将形成5000台/年的产能。公司承诺2010年-2012年汽车起重机净利不低于2.44亿元、4.17亿元、5.53亿元, 将较大增厚公司收益。

■ **盈利预测** 我们预计2010—2012年的EPS分别为1.7元、2.2元和2.67元, 目前股价对应的PE为15倍、11倍、9倍。从相对行业其他公司估值及公司历史估值来看, 均处于低位, 因此给予强烈推荐A的投资评级。

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	16496	28063	36376	43651
同比增速(%)	20%	70%	30%	20%
净利润(百万)	1963	3787	4908	5962
同比增速(%)	59%	93%	30%	21%
EPS(元)	1.32	1.70	2.20	2.67
P/E	19.32	15.02	11.59	9.54

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	241070.04
流通A股(万股)	223200.00
52周内股价区间(元)	17.25-39.15
总市值(亿元)	643.17
总资产(亿元)	220.76
每股净资产(元)	5.06

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-调研简报-三一重工(600031):技术管理综合实力引领增长》 2010-09-13
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-三一重工(600031):受益行业高景气, 优质资产注入助益净利倍增》 2010-08-26

研究员: 魏静

电话: 01084183343

Email: weijing@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

正文目录

一、公司概况	4
二、巩固优势主业，强势进入新兴产业	6
1 混凝土产品——寡头垄断中的龙头	7
2 收购湖南汽车，完善混凝土机械产业链	8
三、起重机——收购三一汽车，提升起重机产品竞争力	8
四、收购三一重机，进军挖掘机市场	11
五、盈利预测与投资评级	13
1、盈利预测	13
2、相对估值	14

图表目录

图 1: 公司收入组成	4
图 2: 公司利润组成	4
图 3: 我国铁路投资情况	5
图 4: 工程机械行业出口及增速	6
图 5: 相关资产股权结构	7
图 6: 混凝土产量及增速	7
图 7: 混凝土机械产量及增速	7
图 8: 竞争对手混凝土产品毛利率	8
图 9: 公司历年混凝土机械毛利率	8
图 10: 起重机历年产量情况	9
图 11: 起重机 2009 年 2 月 3 月月度累计进出口情况	9
图 12: 起重机市场容量预测 (台)	10
图 13: 起重机市场份额	10
图 14: 挖掘机历年产量情况	11
图 15: 挖掘机市场分布	11
图 16: 挖掘机市场份额	12
图 17: 挖掘机累计进出口情况	12
图 18: 公司收入及增速	13
图 19: 公司净利润及增速	13
图 20: 起重机市场份额	13
图 20: 三一重工 PE (TTM)	15
图 21: 三一重工 PB (TTM)	15
 表 1: 公司下属子公司及参股公司	 4
表 2: 公司不同类别产品	5
表 3: 2009 年国务院通过的区域振兴规划	6
表 4: 各种起重机性能特点	9
表 5: 上市公司估值对照表	14
 附录: 财务预测表	 16

一、公司概况

公司是混凝土机械、路面机械、起重机械、桩工机械的制造和销售商。公司从2003年上市以来，以混凝土机械、压路机为起点，募集资金主要投资沥青混凝土搅拌设备、沥青混凝土摆渡车、乳化沥青稀浆封层机、三级配水工混凝土输送泵、混凝土搅拌设备、TQ230 全液压履带式推土机、智能型振动压路机、沥青混凝土摊铺机、路面铣刨机等产品的开发生产，使得产品进一步得到丰富改良。公司控股股东是三一集团，实际控制人梁稳根。三一集团2007年股改时承诺，将不断把集团的优势资产注入上市公司。公司07年定向增发收购北京重机，使产品线延伸到起重机械，桩工机械。公司的子公司情况如下表所示。

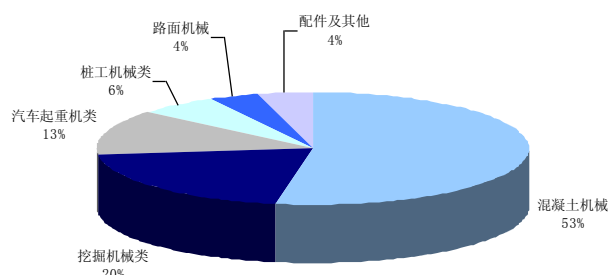
表 1: 公司下属子公司及参股公司

	主营产品	持股比例	09 年净利润
控股公司			
湖南三一泵送机械	混凝土机械产品和配件	95.35%	39,283.825
湖南三一路面机械	路面机械类产品及配件	69.63%	57,638.223
上海三一科技	建筑机械、起重机械	97.80%	5,799.028
上海高利科技投资	项目的投资、开发、管理	95%	-131.030
娄底市中兴液压件	液压缸、输送缸、液压泵、液压控制阀	75%	11,536.158
娄底市中源新材料	铸件、锻件、结构件	74.94%	17,750.974
北京市三一重机	制造工程机械；货物进出口	100%	28,112.468
昆山三一机械	建筑工程机械、起重机械、通用设备	75%	46,178.235
参股公司			
北京城建远东建设	公路工程、市政公用工程建设	20%	
青海路桥建设	路桥建设	4.01%	
长沙银行	吸收公众存款，发放贷款	1.95%	
岳阳市商业银行	吸收公众存款，发放贷款	18%	

数据来源：国都证券

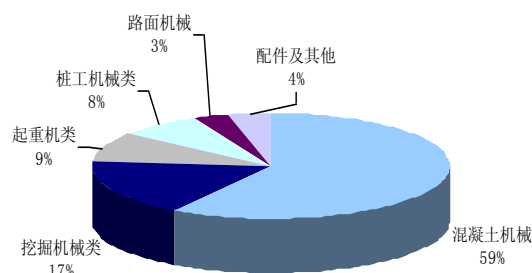
公司2010年上半年收入169亿，其中混凝土机械在总收入中占到53%的比例，同时也是利润主要来源，占总营业利润的59%，主要包括拖式混凝土输送泵、混凝土泵车等混凝土施工机械。挖掘机是公司第二大产品，占总收入的20%，营业利润的17%，起重机械时第三大产品，占销售收入的13%，营业利润的9%。路面机械包括全液压振动压路机、沥青摊铺机等高等级路面施工机械，占销售收入的3.6%，营业利润的3%；桩工机械主要包括旋挖钻机等，占收入及营业利润比率分别为6%及8%。

图 1: 公司 2010 年上半年收入组成



资料来源：国都证券

图 2: 公司 2010 年上半年利润组成



资料来源：国都证券

公司产品主要销往全国大中城市以及高速公路、铁路、水利水电大型建设项目所在地，消费群体主要是建筑系统、铁道系统和交通系统的建设施工单位和设备租赁商。公司不同类别产品主要包括：

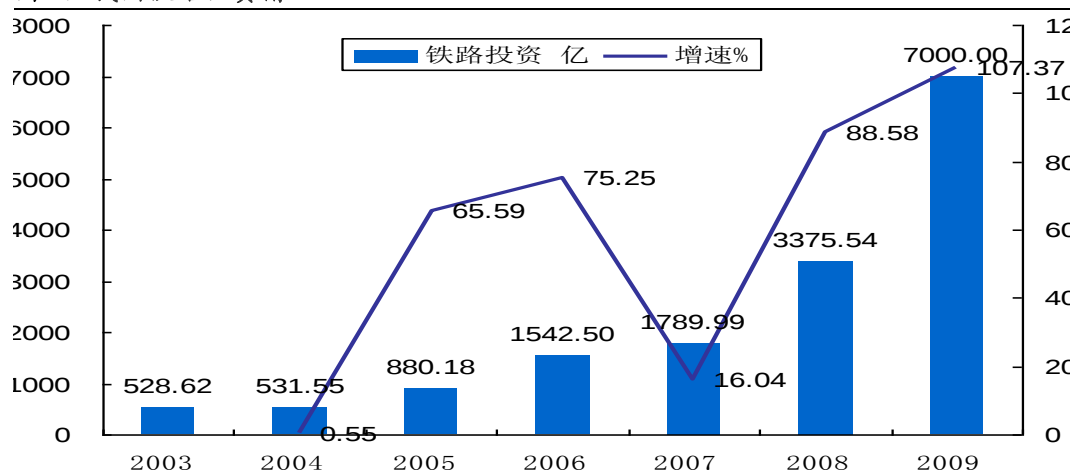
表 2：公司不同类别产品

类别	产品
混凝土机械	泵车、拖泵、布料杆、搅拌泵车、混凝土搅拌站、搅拌车、车载泵、砂浆车、皮带运输车、湿喷机、搅拌泵车
筑路机械	压路机、平地机、摊铺机、铣刨机、沥青搅拌站
桩工机械	旋挖钻机、电液桩机、连续墙抓斗、水平定向钻、潜孔钻机
起重机	全路面汽车起重机、履带起重机、越野轮胎起重机

数据来源：国都证券

工程机械行业的快速发展驱动因素包括：1）规模城镇化建设。中国目前人均GDP和城市化率大约是2700美元和47%，预计到2010年我国城镇化率将达到48-50%；到2020年我国城镇化率将达到55-60%。城市市政设施建设每年需要投入3000亿元到5000亿元。根据诺瑟姆城市化进程全过程S型曲线，在城市化率70%之前，固定资产投资都处于高速增长期。2）公路、铁路、城市交通轨道的大发展。国家高速公路网规划，到2020年建成8.5万公里国家高速公路网，总投资2万亿。目前还剩约3万公里高速公路没有建设，预计大部分未建设高速公路将提前到2009~2013年建设，粗略估算大约有3万亿元将用来投资高速公路建设，将有效拉动路面设备、混凝土机械产品的市场需求。铁道部表示未来5年年均投资额在7000亿元以上。城轨方面，目前全国有近50个城市达到国务院批准地铁建设指标——城市人口超300万、GDP超1000亿元、地方财政一般预算收入超100亿元，我国已有10个城市开通了31条城市轨道交通线，运营里程达到835.5公里。加上正在建设的沈阳、成都、杭州、西安、苏州共十五个城市在建线路总长达到1100公里。预计到2016年，我国将新建轨道交通线路89条，总建设里程为2500公里，投资规模达9937.3亿元。这将充分拉动工程机械的需求。

图 3：我国铁路投资情况



数据来源：国都证券

3) 我国各地出台区域振兴规划将进一步促进工程机械需求。我国出台了 11 个区域振兴规划。

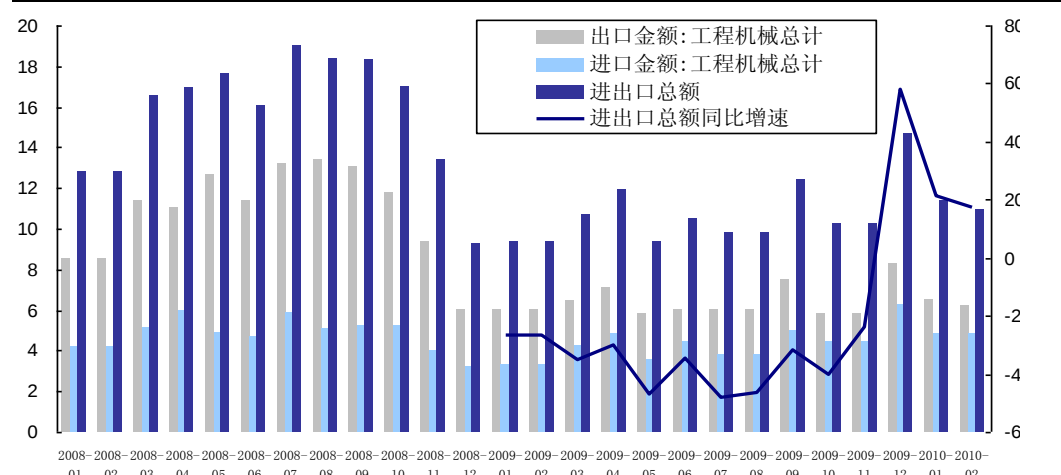
表 3: 2009 年国务院通过的区域振兴规划

《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》	《辽宁沿海经济带发展规划》
《支持福建加快建设海峡西岸经济区的若干意见》	《图们江区域合作开发规划纲要》
《江苏沿海地区发展规划》	《促进中部地区崛起规划》
《横琴总体发展规划》	《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》
《关中-天水经济区发展规划》	《鄱阳湖生态经济区规划》
《海南国际旅游岛建设意见》	

数据来源: 国都证券

4) 出口增长强劲。国际工程机械市场呈现出蓬勃发展态势, 特别是中东、非洲、印度、俄罗斯等国家基础设施建设正处于高峰期, 对工程机械需求旺盛。国内工程机械产品相比国际知名企业品牌, 性价比优势明显, 为国内企业产品出口提供了广阔的市场空间。

图 4: 工程机械行业出口及增速

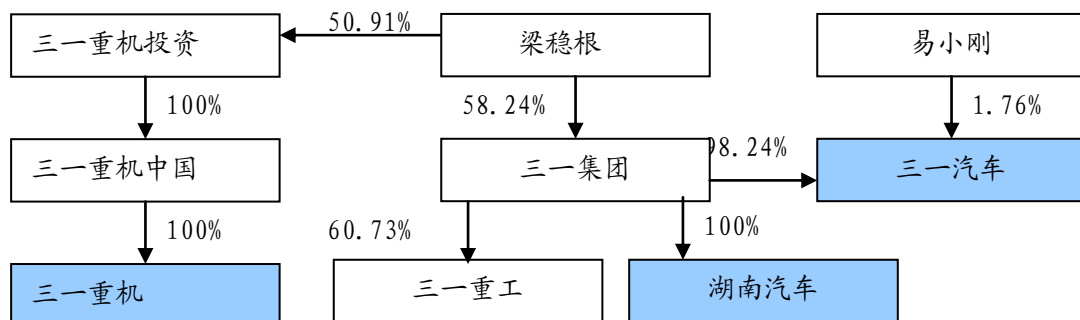


数据来源: 国都证券

二、巩固优势主业, 强势进入新兴产业

公司的混凝土机械、履带起重机械、桩工机械在国内均处于行业第一地位。为了进一步提高盈利能力, 也为了履行承诺, 公司 2010 年继续注入三一重机的挖掘机业务, 三一汽车的起重机业务, 湖南汽车的混凝土搅拌运输车底盘和整车业务, 将延伸公司产品链, 丰富公司产品类型, 减少关联交易, 提升公司竞争力。

图 5：相关资产股权结构



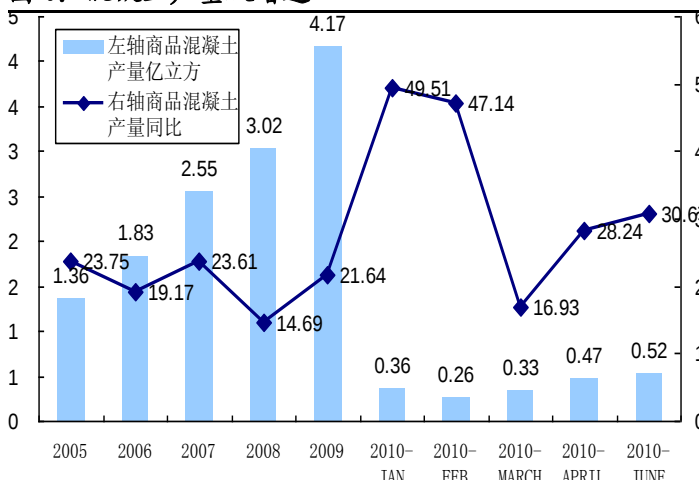
数据来源：国都证券

1 混凝土产品——寡头垄断中的龙头

公司主导产品拖泵和泵车属于工程机械行业中的混凝土机械类产品，主要承担建筑中混凝土的输送。随着商品混凝土的发展和生产施工水平的提高，混凝土机械在工业、民用建筑、国防施工、基础施工、交通、能源等工程建设中得到越来越广泛的应用。目前商品混凝土的世界年产量约12 亿立方米，美国和日本是世界上两个最大的商品混凝土生产国，年产量均在2 亿立方米左右，商品混凝土约占其年混凝土用量的80%。西方发达国家人均指标为0.9~1.4 立方米。09年我国商品混凝土年产量达4.17 亿立方米，人均指标0.2-0.3 立方米，与发达国家相比尚有较大的差距。商品混凝土的生产发展会直接增加对混凝土机械的需求。商品混凝土的发展，推动了混凝土机械从简易到复杂、由低技术含量到高技术含量、从小型化到大型化的方向发展。

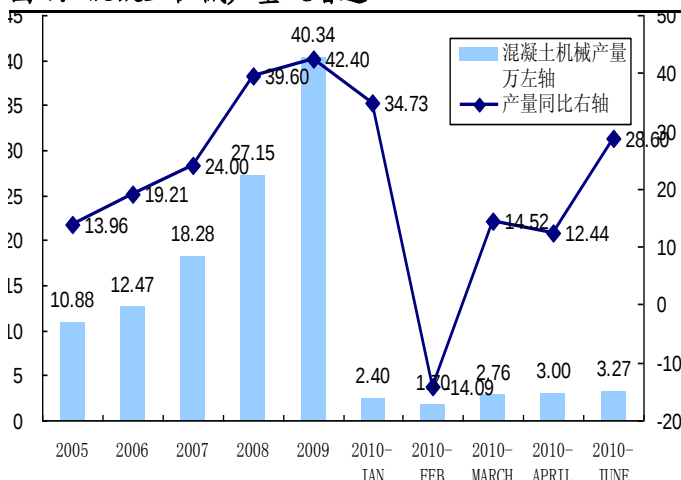
从下图看出，混凝土机械保持较高增速，仅仅在2010年2月有所下滑，但之后保持了较高增速。主要市场二月面临房地产调控，对设备购买有所放缓，但随着国家保障性住房推出，对混凝土机械需求依旧旺盛。

图 6：混凝土产量及增速



资料来源：国都证券

图 7：混凝土机械产量及增速



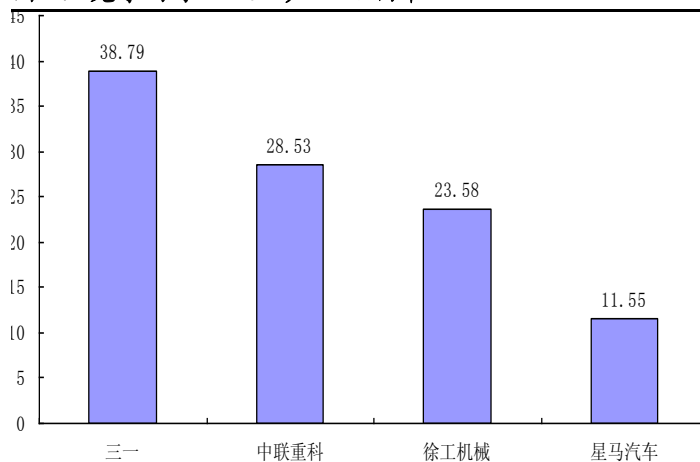
资料来源：国都证券

泵车市场总量保持快速增长态势，每年增长速度均在40%以上。国内泵车市场销售

量前三位是：三一重工股份有限公司国内市场占有率达到57%，多年全球产销量第一，其次中联重科占有率约23%，其次辽宁海诺、安徽星马、上海普斯迈斯，占整个市场销售总量的15%左右。

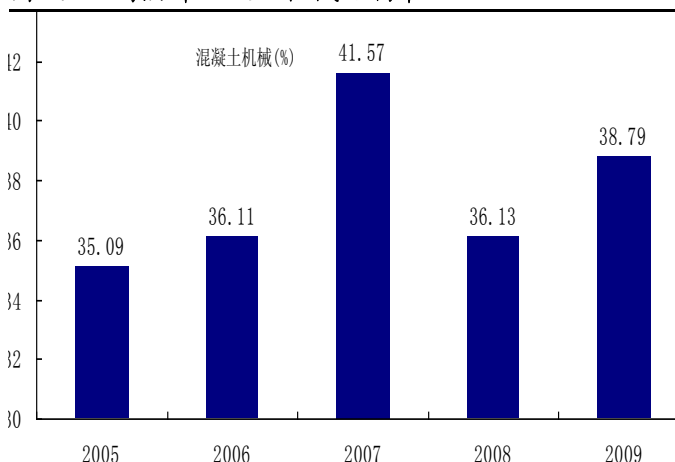
2009年，公司混凝土机械实现销售收入94.75亿元，同比增长39.53%；混凝土机械产品是目前国内工程机械中技术含量较高的产品，已上市公司中徐工股份、中联重科、星马汽车等混凝土机械类产品比重低的公司产品毛利率远低于三一。从历年毛利率来看，基本保持稳中有升的态势。

图 8：竞争对手混凝土产品毛利率



资料来源：国都证券

图 9：公司历年混凝土机械毛利率



资料来源：国都证券

公司混凝土机械毛利率较高的原因在于：（1）实现关键零部件由自制替代进口，大大降低了产品成本。如公司混凝土泵车臂架，原由意大利进口，价格为96 万元，后改为自制，成本为41 万元，臂架单位成本降低达50%以上。同时，公司实行招标和批量采购，采购规模较大，有效降低了采购成本。（2）公司严格管理制度，建立了高效运行的管理机制，2001 年公司全员劳动生产率按当年工业总产值计算，达到40 万元/人·年，比同行业平均水平高出3 倍以上。

2 收购湖南汽车，完善混凝土机械产业链

公司2010年6月10日公告出资2.21亿元，收购控股三一集团持有的湖南汽车100%股权。湖南汽车从事汽车、汽车底盘、农用车、汽车及农用车零配件制造与销售。2006 年，由于所需的底盘全部为外购进口底盘，混凝土搅拌运输车业务毛利率低，为集中有限资源对高附加值产品进行开发生产，三一重工决定不再生产混凝土搅拌运输车。但由于工程车辆是混凝土成套设备的重要组成部分，三一集团一方面坚持混凝土搅拌运输车的生产，另一方面整合湖南汽车的底盘业务并投入资源进行自主研发，目前在混凝土搅拌运输车底盘和整车研发方面取得了成功。此次收购将增加三一重EPS或超过0.2元，成为公司新的利润增长点。

三、起重机——收购三一汽车，提升起重机产品竞争力

工程起重机主要包括汽车起重机、轮胎起重机、全路面起重机、随车起重机、履带

式起重机、塔式起重机、桅杆式起重机和缆索式起重机以及施工升降机等。我国起重机市场除了09年增速仅仅12%以外，均保持了较高的增长速度。2010年1-5月产量同比增长21.52%，出口与09年同期持平。但我国起重机以中小吨位为主，大吨位起重机直到2002年才开始有少数厂家可以生产，大吨位产品是未来发展的重要方向，起重运输行业的技术含量也随着国际市场竞争的驱动在明显提高。

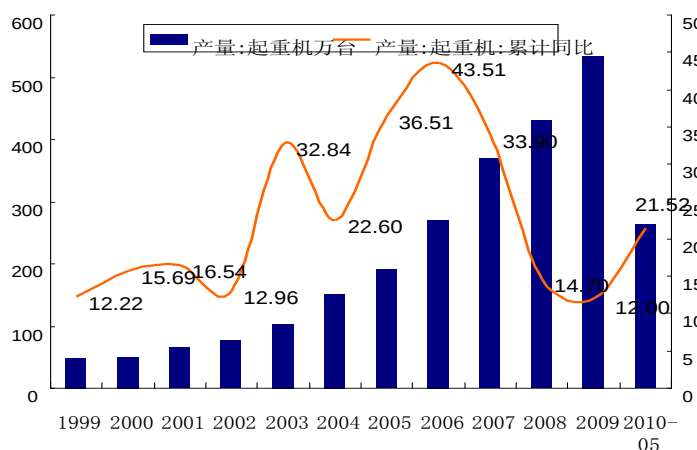
各种起重机性能特点如下：

表 4：各种起重机性能特点

轮胎起重机	作业性能高，作业辅助时间少，高度和幅度可随时变换。	行驶速度较慢，机动灵活性好，整机尺寸小，通过性好。采用特制底盘，油气悬挂，可全轮驱动和转向，越野行驶	稍贵，比汽车起重贵15%左右	作业性能高，作业辅助时间少，高度和幅度可随时变换。	5~80吨
随车起重机	作业装置安装在重型卡车上，集装载、运输、卸载三大功能。作业性能较差	行驶速度高，机动灵活	较低	作业装置安装在重型卡车上，集装载、运输、卸载三大功能。作业性能较差	3.2~12吨
汽车起重机	作业性能高，结构较简单，作业辅助时间少，高度和幅度可随时变换。	行驶速度高，机动灵活性一般。采用专用或通用底盘，适宜于公路行驶。	便宜	作业性能高，结构较简单，作业辅助时间少，高度和幅度可随时变换。	3~200吨
履带起重机	作业性能最高，结构较简单，作业辅助时间较长，撤离现场时间长。	需要运输设备进行场地转运，现场安装，并需要较大的安装空间和起吊设备协同安装。采用履带底盘，可吊重行驶	比汽车起重机便宜25%。	作业性能最高，结构较简单，作业辅助时间较长，撤离现场时间长。	15~1800吨
全路面起重机	作业性能高，结构较复杂，作业辅助时间少，高度和幅度可随时变换。	行驶速度较高，机动灵活性好，行驶舒适性好。采用特制底盘，油气悬挂，可全轮驱动和转向，可越野行驶。	最贵，比汽车起重机贵40%	作业性能高，结构较复杂，作业辅助时间少，高度和幅度可随时变换。	5~800吨
塔式起重机	需要现场安装，作业辅助时间长。起升高度和作业幅度较大，变幅效率较高。	同履带起重机，采用电力驱动，能量消耗少。		需要现场安装，作业辅助时间长。起升高度和作业幅度较大，变幅效率较高。	2~60吨

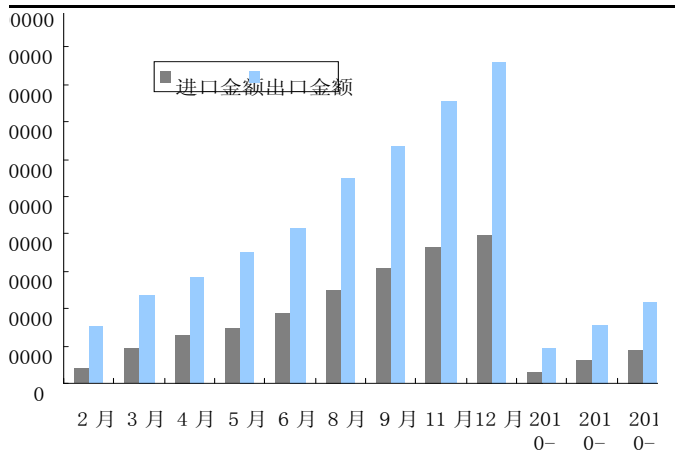
数据来源：国都证券

图 10：起重机历年产量情况



资料来源：国都证券

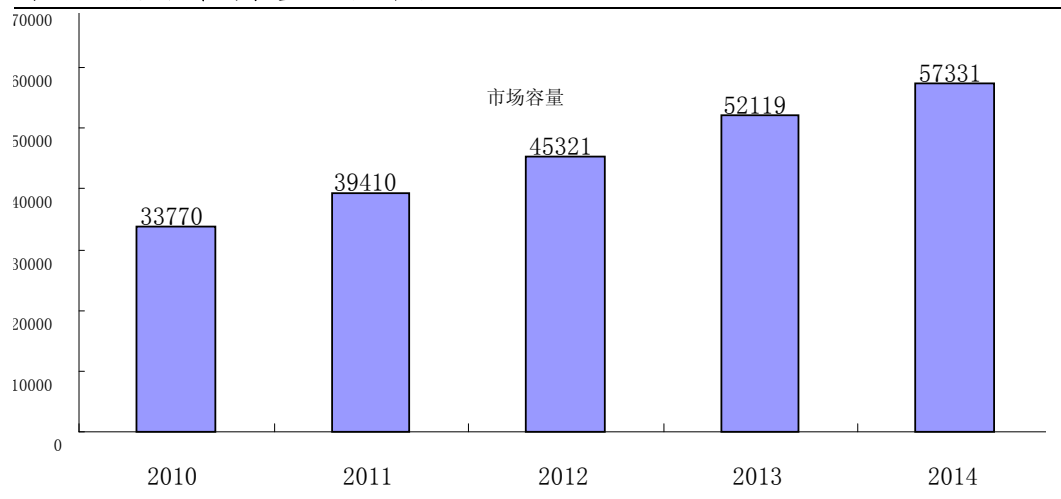
图 11：起重机 2009 年 2 月 3 月月度累计进出口情况



资料来源：国都证券

我国目前市场容量大概达到33000 台/年，预计未来3-5 年，起重机市场容量仍将保持15%的稳定增长。但是高端类型的起重机市场由于国内能力有限，需求较大。国内能生产全路面起重机的厂家只有几家龙头工程机械公司，产品吨位集中在200 吨左右，且年生产能力不超过100 台。2003-2008 年，国内厂家累计生产全地面起重机产品209 台。目前市场需求量远高于生产能力，产品处在供不应求的阶段。大吨位履带起重机产能严重不足，300 吨及以上的履带起重机国内厂家的生产能力不足50 台，而1000 吨及以上超大吨位的产品仍然依靠进口。

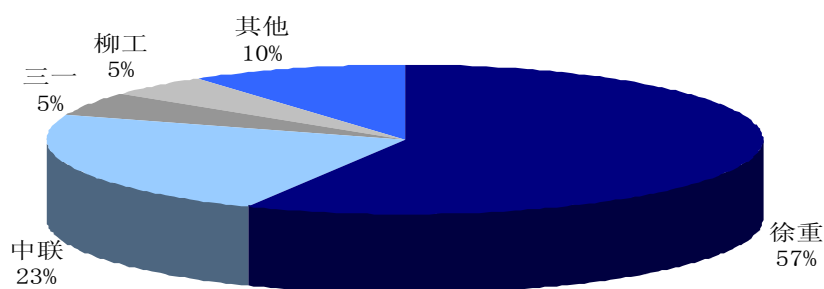
图 12：起重机市场容量预测（台）



数据来源：国都证券

徐工09年销售15596台，起重机市场份额57.21%，中联09年销售6286台，市场份额23.06%，三一销售1414台，销售额27.38亿，市场份额5.19%，柳工的起重机市场份额4.77%。

图 23：起重机市场份额



数据来源：国都证券

公司的产品以履带式起重机为主，主要由全资子公司上海三一科技有公司生产，是国内最大的履带起重机制造基地。公司2010年出资20.59亿元，收购三一汽车100%股权。三一汽车系由三一集团和易小刚于2003年投资设立，注册资本32880万元，三一集团持

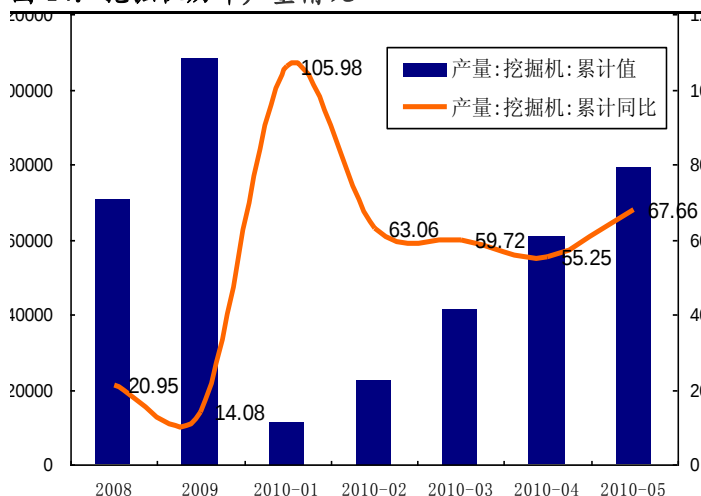
有三一汽车98.24%股权，易小刚持有三一汽车1.76%股权，总资产为28.69亿元，总负债为23.94亿元，净资产为4.75亿元。三一汽车起重机的定位是面向以欧美市场为主的国际市场、面向以大吨位为主的高端产品企业。除发动机、车桥、泵、阀外所有结构件、吊臂、底盘均自行设计生产，已经形成20吨、25吨、50吨、75吨、100吨、130吨汽车起重机产品系列，以及160吨、200吨、220吨全路面汽车起重机产品系列。2008年集团公司投资50亿元建设起重机宁乡产业园，公司现有生产能力为3500台/年，宁乡产业园达产后将行成5000台/年的产能。

公司预计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。此外，本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。三一集团和易小刚承诺：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，如果不能达到承诺业绩，三一集团和易小刚将以现金方式补偿三一重工。此次收购以公司承诺的业绩计算将增厚三一重工业绩。

四、收购三一重机，进军挖掘机市场

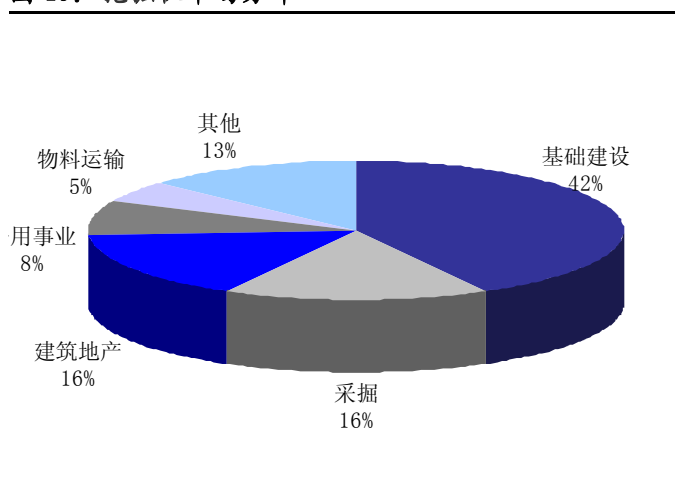
挖掘机作为土方机械，主要应用于公路、水利、铁路、矿山建设，这四个行业的需求约占全部需求的70%。挖掘机相对装载机效率更高、更节能，并且能够实现装载机的全部功能，并具备装载机所没有的功能（例如开挖河道、开凿路面、破碎建筑等）。全世界各种施工作业场所约有65%~70%的土石方工作量是由挖掘机来完成的。由于目前基础设施建设需求旺盛，保持了较高的增长，09年销售108394万台，同比增长14.08%。按照每年递增15%左右的正常速度发展，预计到2010年全国各挖掘机企业年销售量的总和可以达到70000台左右。挖机今年产量1-5月同比增长67.66%，二手进口挖机由于今年未列入“旧机电产品目录”，在3月出现井喷，其中履带挖机进口8872台，比上年增长165%。我国已经成为世界最大的大中挖掘机主流市场之一。我国挖掘机主要以基础设施建设为主。我国目前的公路铁路建设给挖掘机带来了旺盛需求

图 14：挖掘机历年产量情况



资料来源：国都证券

图 15：挖掘机市场分布

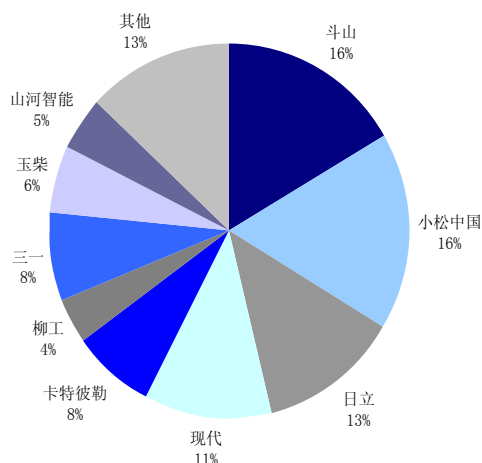


资料来源：国都证券

我国市场挖掘机品牌划分为日系、韩系、欧美系和国产品牌四类，日系产品包括小

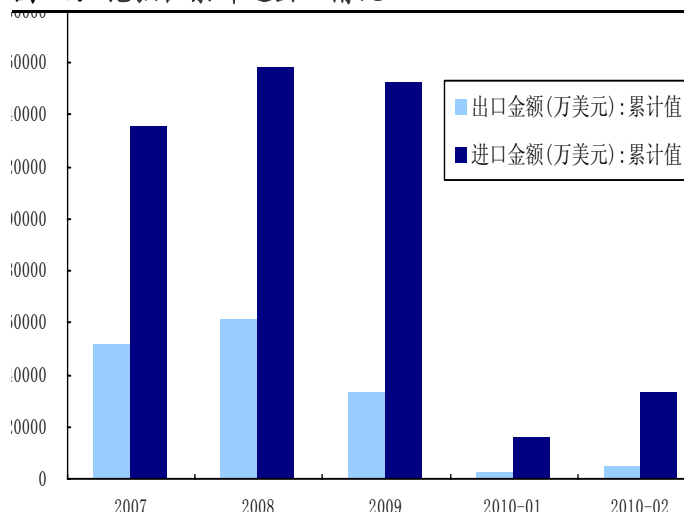
松、日立、神钢和住重中骏，市场占有率为37.86%。韩系产品包括斗山和现代，市场占有率为25.95%。欧美品牌主要卡特彼勒。国产品牌包括三一重机、玉柴重工、山河智能、徐挖、柳工、厦工、福田雷沃等企业。国产品牌共计占24.11%的市场份额，三一、柳工等各占市场份额3%、4%左右，进口替代空间较大。

图 16: 挖掘机市场份额



资料来源：国都证券

图 17: 挖掘机累计进出口情况



资料来源：国都证券

2009 年，公司向实际控制人梁稳根及其他9 名自然人发行股份数量117857142 股收购三一重机挖掘机业务及资产。三一重机有限公司成立于2002年，是三一集团旗下的集工程机械生产、销售、研发于一体的核心子公司，公司位于三一昆山产业园内。三一重机生产并销售挖掘机等工程机械产品，首期建成年产4000台规模的挖掘机生产线，年产值近30亿元，2010年规划产值100亿。主导产品有SY200、SY210、SY220、SY230、SY310、SY420等系列挖掘机。三一重机2008年、2009年公司实现净利润分别为1.456亿元（扣除证券投资亏损后的经营性净利润为2.1亿元）和3.8亿元。挖掘机年销售台数从2005年的300余台增长到2007年的1,406台，2008年前9个月销售2,344台。通过此次收购，三一重机研究院以及挖掘机环保节能技术、液压技术也进入上市公司；研发技术得以交融，零部件生产得以共享，可依托三一重机的昆山基地扩大上市公司对江浙市场份额，产品链得以横向扩充和发展。

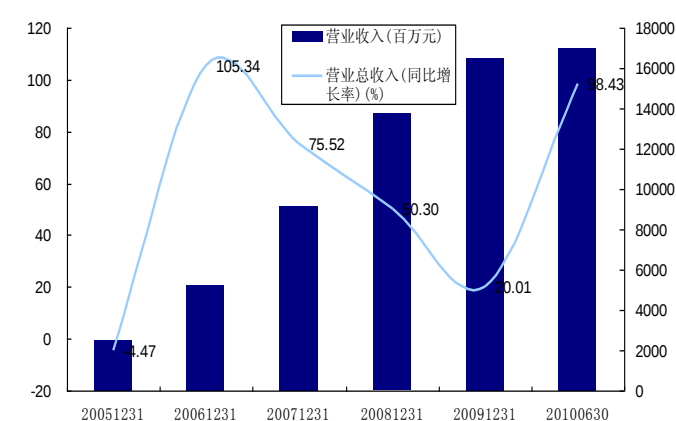
梁稳根等10名自然人股东承诺：2010 年实现净利润如低于4.5 亿元、2011 年现净利润如低于5 亿元，梁稳根等10名自然人股东将就不足部分以现金方式全额补偿三一重工。。

五、盈利预测与投资评级

1、盈利预测

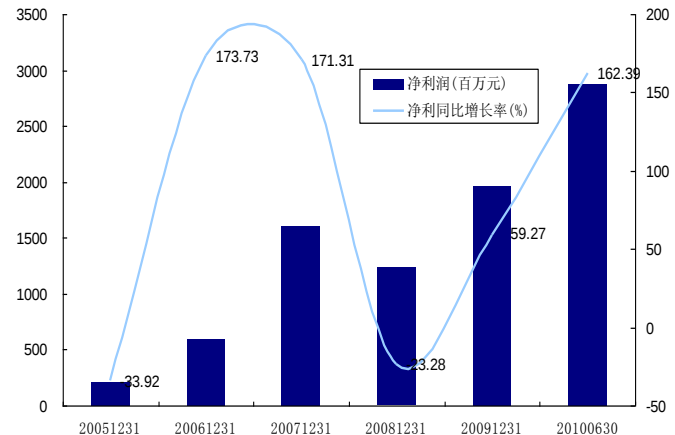
2009年,公司实现营业收入164.96亿元,较去年同期增长20.01%;实现营业利润26.24 亿元,净利润23.70 亿元,每股收益1.32 元。公司主营业务毛利率较上年提高了1.47%;净利润较上年增长60.74%;经营活动现金流较上年增长285.81%。2010年上半年公司实现营业收入169.46亿元,较上年同期增长98.43%;实现归属上市公司股东净利润总额28.75亿元,较上年同期增长162%,我们认为2010年有望收入增速达到40%以上。同时,公司的毛利率有5.3个点的上升,使得净利润增幅超过收入增幅。

图 18: 公司收入及增速



资料来源：国都证券

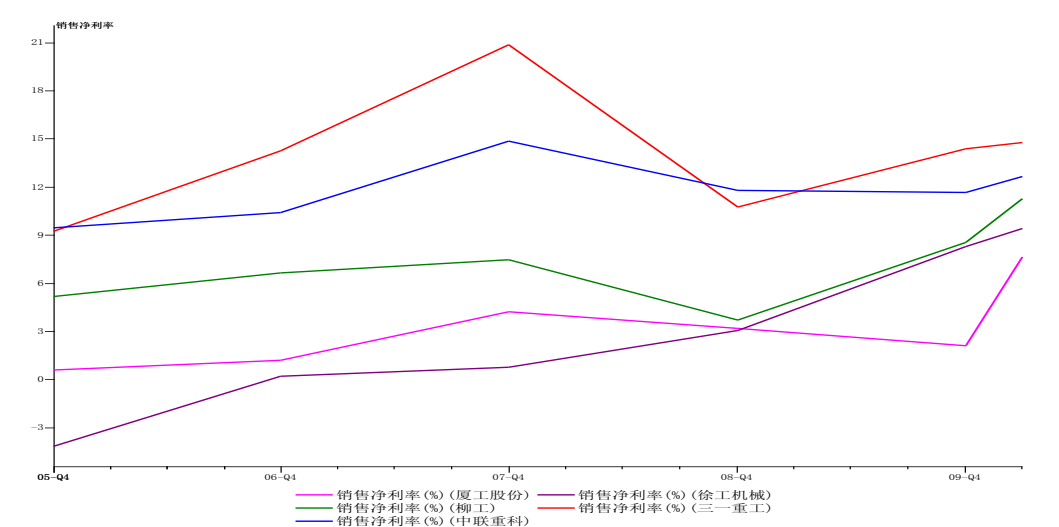
图 19: 公司净利润及增速



资料来源：国都证券

从销售净利率来看，三一重工处于行业最高，并呈现上涨趋势。

图 20: 起重机市场份额



数据来源：国都证券

数据来源：Wind资讯

公司在巴西、昆山等地的产能不断扩张。公司将启动在圣保罗州征地建设研发制造基地，拟生产挖掘机、履带吊等工程机械产品，年销售额预计在五年内达到5亿美元、十年内达到20亿美元的规模，以实现产品在巴西的本地化制造和销售，并进一步辐射南美市场。

表 5 利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16496	28063	36376	43651
营业成本	11161	18648	24008	28810
营业税金及附加	49	47	72	97
营业费用	1681	2762	3604	4356
管理费用	771	1478	1886	2200
财务费用	89	292	392	351
资产减值损失	94	86	88	90
公允价值变动收益	45	10	10	10
投资净收益	-73	87	-16	-1
营业利润	2624	4847	6319	7757
营业外收入	45	43	44	43
营业外支出	40	30	35	35
利润总额	2629	4860	6328	7766
所得税	259	367	458	638
净利润	2370	4493	5871	7128
少数股东损益	407	683	955	1155
归属母公司净利润	1963	3787	4908	5962
EBITDA	2999	5514	7175	8667
EPS (元)	1.32	1.70	2.20	2.67

2、相对估值

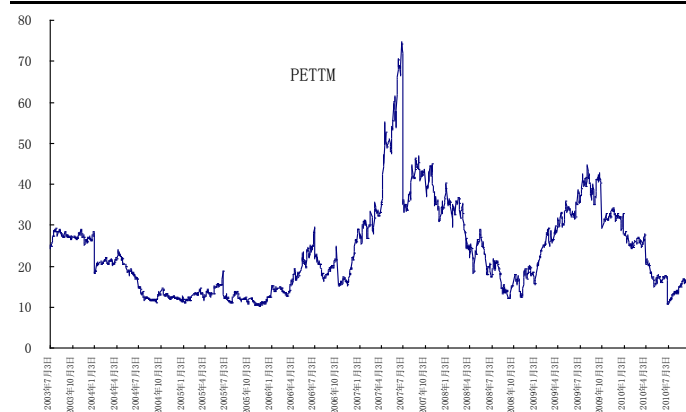
我们预计2010—2012年的EPS分别为1.7元、2.2元和2.67元，对应9月17日收盘价PE在15倍、12倍和10倍；，而相对的行业平均市盈率为18倍、14倍、11倍，可见公司价格处于相对低估状态。就PE、PB来看，目前估值处于公司历史低位，因此给予“强烈推荐-A”评级。

表 5: 上市公司估值对照表

证券代码	证券简称	收盘价	2009 EPS	2010 EPS	2011 EPS	2012 EPS	2009 PE	2010 PE	2011 PE	2012 PE
002097	山河智能	20.72	0.39	0.61	0.77	1.1	53.13	33.97	26.91	18.84
000680	山推股份	11.88	0.56	0.84	1.02	1.21	21.21	14.14	11.65	9.82
000425	徐工机械	32.56	2.01	2.55	3.09	3.93	16.20	12.77	10.54	8.28
000528	柳工	19.73	1.33	1.49	1.77	2.15	14.83	13.24	11.15	9.18
000157	中联重科	18.41	1.42	1.56	1.99	2.34	12.96	11.80	9.25	7.87
600761	安徽合力	12.35	0.31	0.6	0.78	0.98	39.84	20.58	15.83	12.60
600815	厦工股份	8.58	0.15	0.46	0.68	1.06	57.20	18.65	12.62	8.09
002204	华锐铸钢	20.52	0.72	0.9	1.19	1.45	28.50	22.80	17.24	14.15
600375	星马汽车	16.48	0.77	0.93	1.15	1.38	21.40	17.72	14.33	11.94
	算术平均						29.48	18.41	14.39	11.20
600031	三一重工	29.29	1.32	1.91	2.47	3.15	22.19	15.34	11.86	9.30

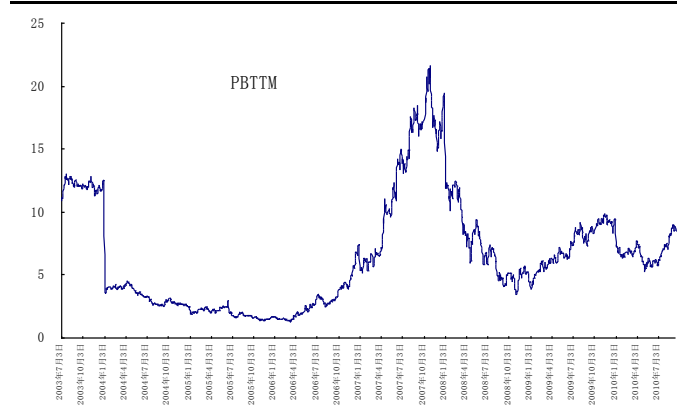
数据来源: Wind, 国都证券

图 3: 三一重工 PE (TTM)



数据来源: Wind, 国都证券

图 4: 三一重工 PB (TTM)



数据来源: Wind, 国都证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	14458	22661	27119	34424	营业收入	16496	28063	36376	43651
现金	4240	7069	8762	10909	营业成本	11161	18648	24008	28810
应收账款	4448	6292	8351	9645	营业税金及附加	49	47	72	97
其它应收款	727	86	970	521	营业费用	1681	2762	3604	4356
预付账款	787	1069	1423	1811	管理费用	771	1478	1886	2200
存货	3993	7384	6934	10671	财务费用	89	292	392	351
其他	262	761	678	866	资产减值损失	94	86	88	90
非流动资产	7618	8958	10683	12672	公允价值变动收益	45	10	10	10
长期投资	229	195	203	209	投资净收益	-73	87	-16	-1
固定资产	4334	5098	5919	6705	营业利润	2624	4847	6319	7757
无形资产	1191	1522	1925	2456	营业外收入	45	43	44	43
其他	1865	2144	2636	3301	营业外支出	40	30	35	35
资产总计	22076	31620	37802	47096	利润总额	2629	4860	6328	7766
流动负债	10039	15064	15670	18719	所得税	259	367	458	638
短期借款	1699	7849	6407	7458	净利润	2370	4493	5871	7128
应付账款	2344	2748	3776	4463	少数股东损益	407	683	955	1155
其他	5996	4466	5487	6798	归属母公司净利润	1963	3787	4908	5962
非流动负债	2390	2653	2849	2729	EBITDA	2999	5514	7175	8667
长期借款	1660	1955	2147	2019	EPS (元)	1.32	1.70	2.20	2.67
其他	730	698	702	710	主要财务比率				
负债合计	12429	17717	18520	21448		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	721	1403	2358	3513	成长能力				
股本	1488	2232	2232	2232	营业收入	20.0%	70.1%	29.6%	20.0%
资本公积金	1238	792	792	792	营业利润	71.3%	84.8%	30.4%	22.8%
留存收益	6299	9550	13991	19198	归属母公司净利润	59.3%	92.9%	29.6%	21.5%
归属母公司股东权益	8927	12499	16924	22134	获利能力				
负债和股东权益	22076	31620	37802	47096	毛利率	32.3%	33.6%	34.0%	34.0%
现金流量表					净利率	11.9%	13.5%	13.5%	13.7%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	22.0%	30.3%	29.0%	26.9%
经营活动现金流	2471	-949	5828	4804	ROIC	25.6%	27.9%	31.8%	30.1%
净利润	2370	4493	5871	7128	偿债能力				
折旧摊销	287	375	464	559	资产负债率	56.3%	56.0%	49.0%	45.5%
财务费用	89	292	392	351	净负债比率	30.73%	56.44%	47.50%	45.58%
投资损失	73	-87	16	1	流动比率	1.44	1.50	1.73	1.84
营运资金变动	-373	-6201	-787	-3282	速动比率	1.04	1.01	1.28	1.26
其它	25	180	-128	47	营运能力				
投资活动现金流	-1104	-1827	-2084	-2545	总资产周转率	0.92	1.05	1.05	1.03
资本支出	1145	1457	1729	1978	应收帐款周转率	4	5	5	5
长期投资	-116	-34	9	6	应付帐款周转率	6.30	7.32	7.36	6.99
其他	-75	-404	-347	-561	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-1208	5605	-2050	-111	每股收益	0.88	1.70	2.20	2.67
短期借款	737	6150	-1442	1051	每股经营现金	1.11	-0.43	2.61	2.15
长期借款	-872	296	192	-128	每股净资产	4.00	5.60	7.58	9.92
普通股增加	0	744	0	0	估值比率				
资本公积增加	517	-446	0	0	P/E	19.32	15.02	11.59	9.54
其他	-1591	-1139	-801	-1034	P/B	4.25	4.55	3.36	2.57
现金净增加额	139	2829	1693	2148	EV/EBITDA	20.66	11.24	8.64	7.15

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com