

行业地位的又一次验证



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	机械
目标价	27.62 元
报告发布日期	2011 年 1 月 27 日 星期四

周凤武	机械行业首席分析师 执业证书编号: S0860200010048
联系人	胡耀文 8621-50366888 x 6103 huyaowen@orientsec.com.cn

事件:

公司公布业绩预增公告: 2010 年实现归属母公司净利润增幅超过 100%。数据基本符合我们 12 月上调的预期, 工程机械龙头再次用数据证明了自己的行业地位。

研究结论:

行业高增长将有望持续两年以上。长期来看, 预期工程机械行业增速应该在 15-20% 直至我国城市化基本建成、区域水平进一步拉近。短期, 行业与投资的相关度高的属性在政策和信贷规模的波动中可能产生一些噪音。2011 年, 我们认为行业有望在下半年回复到常态即稳健的增长。但在一些机种上如挖掘机技术壁垒将导致供应上相对的紧张, 起重机在基建密集开工的背景下需求旺盛也值得期待。

管理层有效激励是公司屡创佳绩的基石。公司是国内龙头企业, 三一品牌与三一的售后服务, 已经成为行业内的一种优势。预期行业高景气的持续拉动, 以及产品链的拓展和国际化布局是公司持续高增长的主要驱动因素, 我们预测公司未来三年净利润复合增长率为 22.83%。

产品链的拓展造就公司跨越式发展。公司起步于混凝土机械, 依托集团做为孵化器, 逐步拓展了路面机械、履带式起重机、桩工机械、挖掘机、汽车起重机。其中混凝土机械、桩工机械、履带起重机为国内第一品牌; 混凝土泵车全面取代进口, 国内市场占有率达 57%, 为国内首位, 且连续多年产销量居全球第一; 挖掘机和汽车起重机正在迅速做大做强, 已经成为公司高增长的重要引擎。预计 2010 年公司销售规模将突破 300 亿, 更加强化了公司当之无愧的中国工程机械龙头企业的地位。

国际化布局可能是未来的惊喜。“中国制造”已经开始形成“中国优势”, 凭借着这种优势, 我国工程机械产品正在大踏步的走向世界。公司是国内率先走出去的业内企业, 三一集团是全球工程机械制造商 50 强, 在全球有 30 个海外子公司, 业务覆盖达 150 个国家, 产品出口 4 到 110 多个国家和地区, 已在印度、美国、德国、巴西相继投资建设工程机械研发制造基地。预期依托集团实现国际化布局, 大力拓展国际市场, 中国的三一, 正在成为世界的三一。

风险因素: 挖掘机和起重机市场开拓带来的不确定性, 以及钢材等原材料价格波动影响的不确定性, 是公司面临的主要风险因素。

催化剂: 近期销售月度数据的披露将成为公司的催化剂, 主要关注市占率和行业景气度的变化。

估值与投资评级: 我们预测公司 2010、2011、2012 年盈利预测: 79%、73%、73%, 给予公司股价 0.8 倍 PEG 和 18.26 倍 PE 的估值水平, 对应 2011 年预测 EPS 的合理股价为 27.62 元, 目前股价低估, 维持公司买入评级

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	13745.26	16495.88	33005.34	44099.77	54325.32	税后利润	1232.23	1962.58	5732.62	7655.96	9281.15
营业成本	9627.56	11161.08	20835.98	28021.94	34843.92	经常性现金支出	278.70	453.48	851.16	804.08	841.11
主营业务税金及附	17.78	49.10	67.52	98.37	124.58	非经常性现金支	178.96	20.37	(7.39)	22.59	22.76
销售费用	1331.46	1680.75	2970.48	3880.78	4671.98	营运资金变动	(1291.56)	(372.69)	(4161.76)	(2841.96)	(3130.76)
管理费用	771.78	770.65	1691.83	2229.70	2724.58	少数股东损益	242.17	407.38	566.96	757.18	917.92
财务费用	132.89	88.69	115.98	51.59	(34.03)	经营活动现金净	640.50	2471.13	2981.59	6397.84	7932.17
营业利润	1863.78	2745.60	7323.55	9817.39	11994.28	资本开支	1143.01	1005.42	1962.27	933.28	432.81
非经常性损益	(323.24)	(116.70)	(164.93)	(147.11)	(134.91)	其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1540.54	2628.90	7158.61	9670.28	11859.37	投资活动现金净	(967.73)	(1103.95)	(1947.27)	(913.78)	(407.46)
所得税	66.14	258.94	859.03	1257.14	1660.31	贷款增加	1121.98	(811.93)	(66.78)	(63.44)	(60.27)
净利润	1474.41	2369.96	6299.58	8413.14	10199.06	支付股利利息	(433.26)	(399.43)	469.29	(437.19)	(828.50)
少数股东损益	242.17	407.38	566.96	757.18	917.92	其他融资	1092.24	(831.38)	18.45	(25.30)	(60.74)
归属母公司净利润	1232.23	1962.58	5732.62	7655.96	9281.15	筹资活动现金净	659.34	(1227.81)	2157.86	(977.05)	(949.52)
EPS (元/股)	0.83	1.32	1.13	1.51	1.83	现金净流量	332.11	139.37	3192.18	4507.02	6575.20
						现金期初余额	2605.45	2937.56	3076.93	6269.10	10776.12
资产负债表 (人民币百万元)						现金期末余额	2937.56	3076.93	6269.10	10776.12	17351.32
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	比率分析					
货币资金	2937.56	3076.93	6269.10	10776.12	17351.32		2008	2009	2010E	2011E	2012E
应收账款票据	3441.85	4201.68	8559.35	11348.07	14006.24	增长能力					
存货	3012.58	2939.53	5494.20	7914.44	10528.60	营收增长率(%)	50.30%	20.01%	100.08%	33.61%	23.19%
交易性金融资产	14.44	2.58	2.58	2.58	2.58	EBITDA 增长率	14.75%	41.82%	154.43%	30.48%	20.78%
流动资产合计	10075.85	10732.52	21571.56	31623.36	43824.71	EBIT 增长率(%)	13.00%	41.95%	162.48%	32.66%	21.19%
长期投资	186.21	206.67	206.67	206.67	206.67	净利润增长率(%)	-22.64%	60.74%	165.81%	33.55%	21.23%
固定资产	2419.96	2949.31	5378.32	4962.22	5279.73	盈利能力					
在建工程	728.66	1063.25	126.32	1012.63	601.26	毛利率(%)	29.96%	32.34%	36.87%	36.46%	35.86%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率(%)	10.73%	14.37%	19.09%	19.08%	18.77%
非流动资产合计	3891.49	5104.48	6527.26	6938.49	6815.67	EBITDA 利润率	16.01%	18.92%	24.06%	23.50%	23.04%
资产总计	13967.34	15837.00	28098.83	38561.85	50640.38	ROA(%)	10.56%	14.96%	22.42%	21.82%	20.14%
						ROE(%)	23.84%	28.61%	38.61%	35.24%	31.20%
循环借款	1030.11	1401.51	1158.41	707.30	707.30	ROIC(%)	26.58%	30.68%	47.59%	46.49%	48.64%
应付账款	1570.55	1780.54	3408.99	4517.76	5609.78	偿债能力					
预收账款	592.80	441.42	825.13	1261.60	1472.06	资产负债率(%)	55.72%	47.69%	41.94%	38.10%	35.46%
其他应交款	229.82	334.51	926.55	1328.39	1792.61	流动比率(倍)	2.20	1.94	2.20	2.47	2.72
流动负债合计	4574.17	5518.73	9816.45	12787.11	16113.05	速动比率(倍)	1.40	1.32	1.51	1.73	1.95
非流动负债合计	3208.30	2033.60	1966.81	1903.37	1843.10	价值评估					
负债合计	7782.47	7552.32	11783.26	14690.48	17956.15	P/B(倍)	3.57	7.28	7.53	5.18	3.80
股本	1488.00	1488.00	5062.47	5062.47	5062.47	P/E(倍)	16.92	27.91	19.70	14.75	12.17
资本公积	721.11	721.11	3246.36	4777.55	6633.78	EV/收入(倍)	1.56	3.30	3.31	2.36	1.79
未分配利润	3120.68	4619.17	5707.35	10603.66	16191.15	EV/EBITDA(倍)	9.75	17.44	13.74	10.04	7.79
股东权益	6184.87	8284.68	16315.56	23871.37	32684.23	EV/EBIT(倍)	10.75	19.20	14.66	10.55	8.15
负债和股东权益	13967.34	15837.00	28098.83	38561.85	50640.38						

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn