

踌躇满志，勾画新的跨越

三一重工调研快报

报告看点：

4月8日我们参加了公司2010年度股东大会，听取了管理层对2010年公司运营情况的介绍，会后与公司高管进行深入的沟通交流：详细阐述公司未来发展的长远规划、工程机械行业发展前景以及国际化战略等重大问题。

报告摘要：

- **集团致力成为全球高端装备制造业龙头，未来五年销售额达到3500亿元。**除了工程机械之外，三一集团一直拓展装备制造业的其他高端领域，三一重装主营煤炭机械综合成套设备，短短的几年间煤炭机械代表了当今国内煤炭行业机械装备的最高水平。同时积极投资机床及风电成套设备的研发和制造。2011年集团销售有望达到900亿元，未来将进一步拓展产业链，打造高端装备制造业龙头企业。集团的十二五规划目标，到十二五末销售额将达到3500亿元，集团未来的长远目标是赶超卡特彼勒等世界巨头企业。
- **未来5-10年工程机械行业仍有很大的发展空间，行业天花板为时尚早。**目前我国尤其是中西部地区基础设施建设仍比较薄弱，尚有很大的发展潜力，近年来我国政府制定了多个区域振兴规划以及跨区域经济圈建设，再加上我国的城镇化率只有47%左右，未来5年随着我国城镇化以及机械替代人工的进程加快，工程机械行业仍可以维持17-20%的增长，行业天花板还为时尚早。
- **国际化战略分享全球经济增长的需求盛宴。**新兴经济体及众多发展中国家的经济崛起有望带动对工程机械的强劲需求，而公司在国际化战略布局中始终走在前列，相继在印度、美国、德国和巴西投资建立自己的生产制造和研发中心，随着国际化版图构建完善，公司未来出口占比将升至30%，有望从全球经济工业化进程中受益。
- **关键零部件自主配套有望年底前取得实质性进展。**目前我国的挖掘机关键零部件主要从川崎重工、Nabtesco 和KYB进口，三家企业拥有全球80%左右的市场份额，挖掘机产能释放直接受零部件供应的制约。长期以来公司非常重视零部件的研发投入，公司挖机用液压油缸、阀门实验取得成功，液压油缸节油效果优于外资产品，液压泵、马达已有样机试用，公司关键零部件的自主配套将在年底前取得实质性突破。
- **挖掘机行业竞争更加激烈，行业洗牌可能提前到来。**挖掘机是工程机械中技术含量最高、盈利能力较高的品种，市场长期被外资品牌占据。近年来各厂商纷纷扩大挖掘机产能，未来市场竞争将更加激烈，在中高端产品领域与外资展开竞争。未来“得技术者，得天下”，公司拥有全球领先的装备水平和技术研发团队，凭借完善的服务体系，在未来的竞争中公司有望脱颖而出。相对于外资企业，国内厂家拥有客户认知度优势、生产要素优势以及性价比优势，对外资品牌的替代进程将陆续加快。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计2011-2013年公司的EPS分别为1.75元、2.41元和3.05元。按2011年18倍动态市盈率估算，公司的合理股价在31.5元左右，维持“买入-B”的投资评级。
- **风险提示。**房地产与基建投资增速放缓抑制需求；紧缩政策导致资金面供给不足；钢材及零部件价格上涨；未来出口复苏低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16,495.9	33,954.9	51,508.3	66,710.6	83,586.8
Growth(%)	20.0%	105.8%	51.7%	29.5%	25.3%
净利润	1,962.6	5,615.5	8,853.2	12,177.8	15,461.7
Growth(%)	59.3%	186.1%	57.7%	37.6%	27.0%
毛利率(%)	32.3%	36.9%	36.8%	36.6%	36.6%
净利润率(%)	11.9%	16.5%	17.2%	18.3%	18.5%
每股收益(元)	0.39	1.11	1.75	2.41	3.05
每股净资产(元)	1.64	2.35	3.95	6.08	8.79

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：

31.50 元

期限： 6 个月 上次预测： 31.50 元

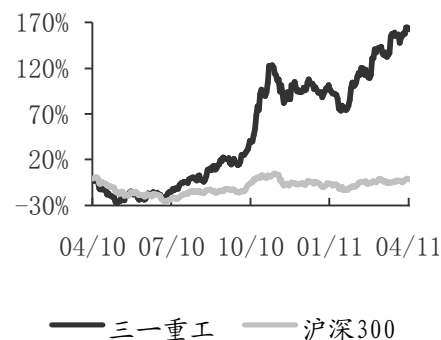
现价 (2011 年 04 月 13 日)： 28.80 元

报告日期：

2011-04-13

总市值(百万元)	144,989.16
流通市值(百万元)	134,241.41
总股本(百万股)	5,062.47
流通股本(百万股)	4,687.20
12 个月最低/最高	17.25/42.90 元
十大流通股东(%)	64.87%
股东户数	529,922

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.01	29.39	163.65
绝对收益	11.66	36.06	162.30

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

报告联系人

王书伟

021-68763578
wangsw@essence.com.cn

前期研究成果

三一重工：挖机占有率进一步提升，盈利能力增强

2011-03-23

三一重工：兔年伊始，龙头新篇

2011-03-03

三一重工：前三季度业绩低于预期

2008-10-27

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-3-17		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	16,495.9	33,954.9	51,508.3	66,710.6	83,586.8	营业收入增长率	20.0%	105.8%	51.7%	29.5%	25.3%	
减: 营业成本	11,161.1	21,441.8	32,552.1	42,321.3	53,022.3	营业利润增长率	71.3%	162.9%	59.7%	36.0%	27.1%	
营业税费	49.1	131.2	180.3	233.5	292.6	净利润增长率	59.3%	186.1%	57.7%	37.6%	27.0%	
销售费用	1,680.8	3,204.8	4,584.2	5,670.4	7,104.9	EBITDA 增长率	60.9%	157.7%	54.9%	35.4%	25.5%	
管理费用	770.7	1,921.5	2,523.9	3,135.4	3,845.0	EBIT 增长率	62.9%	165.3%	57.0%	35.3%	25.9%	
财务费用	88.7	298.3	286.1	301.2	196.8	NOPLAT 增长率	53.0%	162.8%	54.4%	35.3%	25.8%	
资产减值损失	94.2	153.0	375.5	110.8	123.0	投资资本增长率	15.7%	61.7%	107.2%	24.8%	18.1%	
加: 公允价值变动收益	45.2	50.3	-38.3	-	-	净资产增长率	34.0%	43.9%	67.6%	54.1%	44.6%	
投资和汇兑收益	-72.9	42.3	45.0	45.0	45.0							
营业利润	2,623.7	6,896.9	11,012.9	14,983.0	19,047.3	利润率						
加: 营业外净收支	5.2	41.4	42.6	58.8	50.7	毛利率	32.3%	36.9%	36.8%	36.6%	36.6%	
利润总额	2,628.9	6,938.2	11,055.5	15,041.8	19,098.0	营业利润率	15.9%	20.3%	21.4%	22.5%	22.8%	
减: 所得税	258.9	774.2	1,326.7	1,805.0	2,291.8	净利润率	11.9%	16.5%	17.2%	18.3%	18.5%	
净利润	1,962.6	5,615.5	8,853.2	12,177.8	15,461.7	EBITDA/营业收入	18.1%	22.6%	23.1%	24.1%	24.2%	
资产负债表						EBIT/营业收入	16.4%	21.2%	21.9%	22.9%	23.0%	
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
货币资金	3,076.9	5,970.4	4,120.7	9,132.4	17,765.3	固定资产周转天数	59	48	52	55	54	
交易性金融资产	2.6	53.1	15.0	15.0	15.0	流动营业资本周转天数	78	34	67	100	102	
应收账款	4,017.8	6,277.4	12,141.7	15,725.2	19,703.4	流动资产周转天数	227	165	166	177	200	
应收票据	183.9	1,113.2	564.5	731.1	916.0	应收账款周转天数	76	51	62	74	75	
预付账款	511.8	1,335.4	1,335.4	1,335.4	1,335.4	存货周转天数	65	46	51	55	56	
存货	2,939.5	5,687.3	8,918.4	11,594.9	14,526.7	总资产周转天数	325	250	248	250	265	
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	171	117	146	171	165	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	28.6%	51.7%	48.7%	43.0%	37.8%	
长期股权投资	206.7	197.9	200.0	200.0	200.0	ROA	15.0%	19.7%	24.6%	24.9%	24.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	33.8%	76.7%	73.3%	47.8%	48.2%	
固定资产	2,949.3	6,148.4	8,794.2	11,752.3	13,285.0	费用率						
在建工程	916.6	2,166.5	1,299.9	779.9	468.0	销售费用率	10.2%	9.4%	8.9%	8.5%	8.5%	
无形资产	631.4	1,560.1	1,456.2	1,359.2	1,268.7	管理费用率	4.7%	5.7%	4.9%	4.7%	4.6%	
其他非流动资产	399.6	827.5	658.9	497.0	399.8	财务费用率	0.5%	0.9%	0.6%	0.5%	0.2%	
资产总额	15,837.0	31,340.8	39,504.9	53,122.3	69,883.1	三费/营业收入	15.4%	16.0%	14.4%	13.7%	13.3%	
短期债务	940.6	4,994.4	6,567.0	6,546.2	6,485.4	偿债能力						
应付账款	2,761.0	6,681.8	8,026.5	10,435.4	13,074.0	资产负债率	47.7%	62.0%	49.4%	42.1%	36.3%	
应付票据	516.4	2,277.0	1,426.9	1,855.2	2,324.3	负债权益比	91.2%	163.0%	97.7%	72.6%	57.1%	
其他流动负债	825.9	2,007.3	1,338.5	1,338.5	1,338.5	流动比率	1.94	1.17	1.55	1.90	2.32	
长期借款	1,335.7	1,212.2	1,212.2	1,212.2	1,212.2	速动比率	1.41	0.84	1.04	1.32	1.70	
其他非流动负债	697.9	679.0	797.4	797.4	797.4	利息保障倍数	30.58	24.12	39.49	50.75	97.79	
负债总额	7,552.3	19,422.2	19,526.7	22,342.9	25,389.9	分红指标						
少数股东权益	757.6	568.2	1,443.8	2,502.7	3,847.2	DPS(元)	0.05	0.18	0.35	0.48	0.61	
股本	1,488.0	5,062.5	5,062.5	5,062.5	5,062.5	分红比率	13.6%	16.5%	20.0%	20.0%	20.0%	
留存收益	6,145.2	6,389.4	13,472.0	23,214.2	35,583.6	股息收益率	0.2%	0.7%	1.4%	1.9%	2.4%	
股东权益	8,284.7	11,918.5	19,978.2	30,779.4	44,493.3	业绩和估值指标						
现金流量表						2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	2,370.0	6,164.0	8,853.2	12,177.8	15,461.7	EPS(元)	0.39	1.11	1.75	2.41	3.05	
加: 折旧和摊销	286.9	523.8	594.7	821.0	967.1	BVPS(元)	1.64	2.35	3.95	6.08	8.79	
资产减值准备	72.3	126.9	375.5	110.8	123.0	PE(X)	66.7	23.3	14.8	10.7	8.5	
公允价值变动损失	-45.2	-50.3	-38.3	-	-	PB(X)	15.8	11.0	6.5	4.3	2.9	
财务费用	-9.7	94.3	199.8	286.1	301.2	P/FCF	-20,373.0	26.6	-25.1	25.3	14.5	
投资收益	72.9	-42.3	-45.0	-45.0	-45.0	P/S	7.9	3.9	2.5	2.0	1.6	
少数股东损益	407.4	548.6	875.6	1,058.9	1,344.5	EV/EBITDA	13.2	17.3	11.8	8.6	6.5	
营运资金的变动	-375.7	480.3	-9,070.6	-3,700.4	-4,110.2	CAGR(%)	77.4%	39.7%	29.7%	26.6%	26.3%	
经营活动产生现金流量	2,471.1	6,749.1	1,831.2	10,724.4	13,937.9	PEG	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3	
投资活动产生现金流量	-1,103.9	-6,774.1	-1,919.2	-2,955.1	-1,955.1	ROIC/WACC	3.1	7.1	6.8	4.4	4.5	
融资活动产生现金流量	-1,208.4	818.8	-1,525.1	-2,757.5	-3,349.9	REP	1.5	1.4	0.7	0.9	0.7	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034