

## 强烈推荐-A (维持)

三一重工 600031.SH

目标估值: 24.00 元

当前股价: 18.17 元

2011 年 4 月 29 日

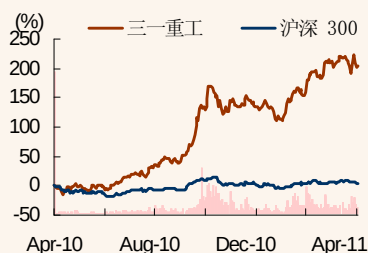
## 经营质量良好 财务管理卓越

### 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 2887     |
| 总股本(万股)    | 759371   |
| 已上市流通股(万股) | 703080   |
| 总市值(亿元)    | 1380     |
| 流通市值(亿元)   | 1277     |
| 每股净资产(MRQ) | 1.5      |
| ROE(TTM)   | 45.2     |
| 资产负债率      | 62.0%    |
| 主要股东       | 三一集团有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 37.6%    |

### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -2 | 31 | 187 |
| 相对表现 | 0  | 37 | 184 |



### 相关报告

- 1、三一重工—品质改变世界 创新铸造成功 2009.2.27
- 2、三一重工—A 股估值偏低 拟海外融资实施国际化战略 2010.4
- 3、三一重工—完成股改承诺 走向国际市场 2010.4
- 4、三一重工(600031)-成长与盈利超预期,上调业绩预测 2010.8
- 5、三一重工(600031)-战略全球化估值国际化 2011.3

### 刘荣

0755-82943203  
liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

三一重工公布一季度: 营业收入 139.88 亿元, 同比增长 91%, 归属母公司所有者净利润 26.6 亿元, 同比增长 140%。每股收益 0.35, 远高于年初预期。

- **混凝土机械表现靓丽, 再次大超预期, 直到四月份产品仍供不应求。**一季度泵车同比增长 76% 左右, 从三一 ECC 系统对存量设备的监控来看, 三月泵车的使用率在 90% 以上, 起重机略低 75% 左右。中西部地区需求尤其强劲, 新疆 1-3 月混凝土机械销量已达到去年全年水平, 江西 1-4 月销量已达到去年全年水平。另外行业竞争格局稳定也是销售与盈利超预期的主要原因, 徐工去年生产了 500 台左右泵车也不错, 但由于需求旺盛供需关系变化不大。
- **挖掘机销售放量, 虽然行业产能扩张过快带来竞争加剧的问题, 但是我们对挖掘机需求和优势本土企业继续看好。**今年一季度三一重工挖掘机销量同比增长 2 倍, 远高于行业。看好总需求的理由有三: 小挖列入农机补贴目录, 每台补贴在 2-5 万元/台; 日本震后重建增加对二手挖掘机的需求, 预计二手挖掘机进口减小, 将腾挪出 4 万台的市场; 国产品牌销售服务网络的完善。
- **汽车起重机仍处于技术改进和销售放量的初级阶段, 对于部分企业降价和放宽付款条件, 三一重工控制销售节奏, 把改善品质和生产工艺优化放在首位。**
- **一季度毛利率和净利率继续提高:** 虽然原材料价格上升, 但是由于销售放量及人民币升值降低进口成本等原因, 一季度毛利率同比提高一个百分点, 环比提高 2.3 个百分点, 净利润率同比提高了近 4 个百分点。
- **财务指标体现旺季特征, 财务管理水平卓越。**3、4 月是公司的销售旺季, 公司增加借款应对旺季的采购付款, 一季度末应收帐款增长 1.3 倍, 经营现金流为负, 存货增加低于收入增长, 均体现出旺季特征。由于准确地判断了汇率方向, 一季度增加外币借款汇兑收益增加, 财务费用同比减少 9663 万元。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**一季度市场已经将业绩预测向上修正, 未来可能的催化剂包括: 保障房建设、液压件技术突破及 H 股全球发行价值重估。预计 2011-12 年 EPS1.22、1.63 元, 目前 11 年动态 PE 仅 15 倍。
- **风险提示:** 原材料价格持续上升、人民币贬值增加进口成本。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 16496 | 33955 | 53058 | 71865 | 86238 |
| 同比增长      | 20%   | 106%  | 56%   | 35%   | 20%   |
| 营业利润(百万元) | 2624  | 6897  | 11289 | 15061 | 18317 |
| 同比增长      | 71%   | 163%  | 64%   | 33%   | 22%   |
| 净利润(百万元)  | 1963  | 5615  | 9284  | 12373 | 15039 |
| 同比增长      | 59%   | 186%  | 65%   | 33%   | 22%   |
| 每股收益(元)   | 1.32  | 1.11  | 1.22  | 1.63  | 1.98  |
| PE        | 13.6  | 16.2  | 14.7  | 11.0  | 9.1   |
| PB        | 3.6   | 8.0   | 6.3   | 4.2   | 3.0   |

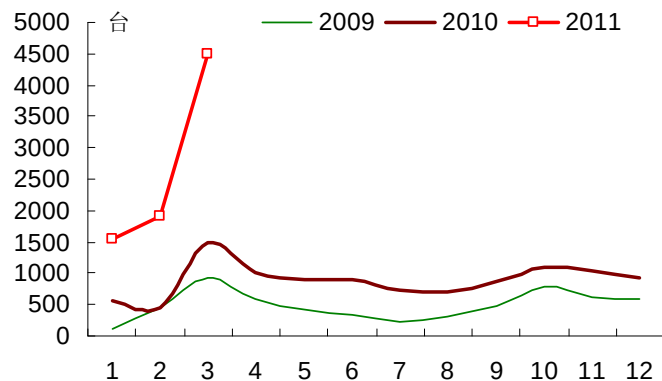
资料来源: 招商证券

图1: 三一重工泵车销售增长示意图



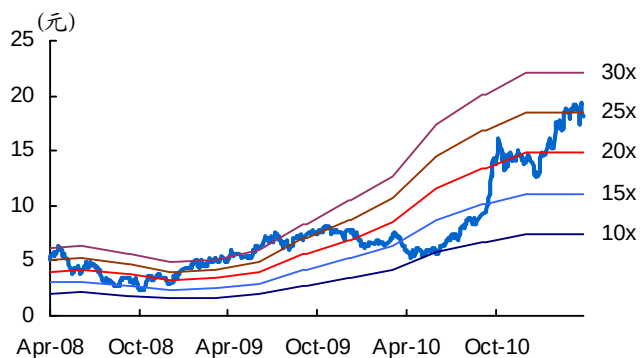
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图2: 三一重工挖掘机销售增长示意图



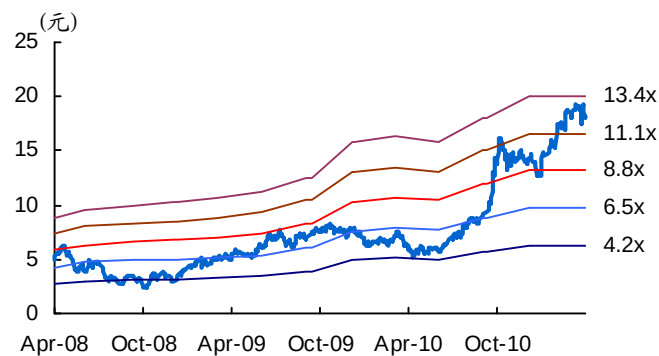
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图3: 三一重工历史 PE Band



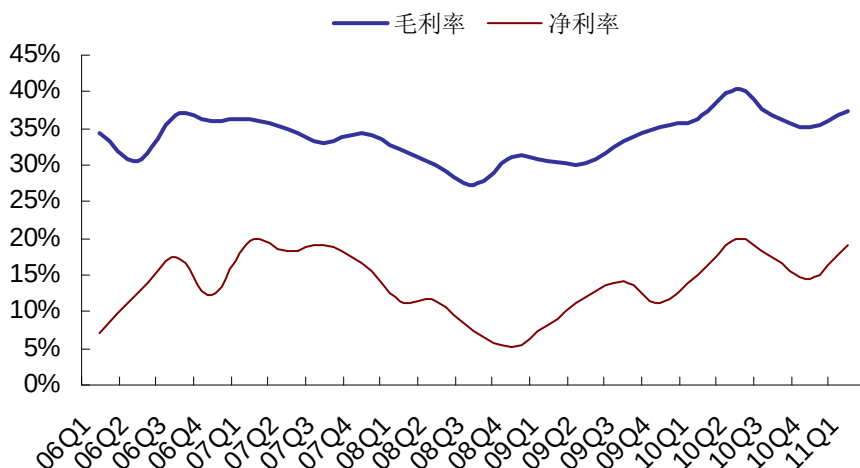
资料来源: 招商证券研发中心

图4: 三一重工历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

图5: 三一重工单季度盈利水平波动示意图



资料来源: WIND, 招商证券

表 1: 三一重工各季度业绩回顾

| 单位 (百万元)      | 09Q1   | 09Q2  | 09Q3   | 09Q4   | 10Q1   | 10Q2   | 10Q3   | 10Q4   | 11Q1   |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入       | 2847   | 4648  | 5222   | 3778   | 7330   | 9768   | 8958   | 8051   | 13988  |
| 二、营业总成本       | 2507   | 3912  | 4184   | 3242   | 5919   | 7366   | 6957   | 6863   | 10713  |
| 其中: 营业成本      | 1976   | 3242  | 3490   | 2453   | 4665   | 5815   | 5650   | 5217   | 8745   |
| 营业费用          | 273    | 439   | 429    | 540    | 622    | 826    | 787    | 984    | 1012   |
| 管理费用          | 165    | 166   | 180    | 259    | 372    | 452    | 430    | 703    | 691    |
| 财务费用          | 82     | -18   | 16     | 8      | 63     | 171    | -14    | 77     | -33    |
| 资产减值损失        | 0      | 72    | 50     | -28    | 170    | 59     | 73     | -154   | 232    |
| 三、其他经营收益      | -9     | 3     | -8     | -13    | 1      | -22    | 63     | 51     | -7     |
| 四、营业利润        | 331    | 738   | 1030   | 524    | 1412   | 2381   | 2065   | 1239   | 3268   |
| 五、利润总额        | 336    | 739   | 1023   | 530    | 1420   | 2397   | 2043   | 1276   | 3292   |
| 减: 所得税        | 42     | 74    | 133    | 10     | 193    | 303    | 312    | -1     | 463    |
| 六、净利润         | 294    | 666   | 890    | 520    | 1227   | 2095   | 1731   | 1278   | 2829   |
| 减: 少数股东损益     | 58     | 110   | 148    | 92     | 121    | 151    | 162    | 107    | 166    |
| 七、归属母公司所有者净利润 | 236    | 556   | 743    | 427    | 1107   | 1943   | 1570   | 1171   | 2663   |
| EPS           | 0.03   | 0.07  | 0.10   | 0.06   | 0.15   | 0.26   | 0.21   | 0.15   | 0.35   |
| 主要的财务指标%      |        |       |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入增长率         | 6.9%   | 2.6%  | 42.1%  | 31.4%  | 157.4% | 110.1% | 71.5%  | 113.1% | 90.8%  |
| 毛利率           | 30.6%  | 30.3% | 33.2%  | 35.1%  | 36.4%  | 40.5%  | 36.9%  | 35.2%  | 37.5%  |
| 营业利润率         | 11.6%  | 15.9% | 19.7%  | 13.9%  | 19.3%  | 24.4%  | 23.1%  | 15.4%  | 23.4%  |
| 净利率           | 8.3%   | 12.0% | 14.2%  | 11.3%  | 15.1%  | 19.9%  | 17.5%  | 14.5%  | 19.0%  |
| 营业费率          | 9.6%   | 9.4%  | 8.2%   | 14.3%  | 8.5%   | 8.5%   | 8.8%   | 12.2%  | 7.2%   |
| 管理费费率         | 5.8%   | 3.6%  | 3.4%   | 6.9%   | 5.1%   | 4.6%   | 4.8%   | 8.7%   | 4.9%   |
| 实际税率          | 12.5%  | 10.0% | 13.0%  | 2.0%   | 13.6%  | 12.6%  | 15.3%  | -0.1%  | 14.1%  |
| 净利润增长率        | -21.8% | 8.3%  | 178.0% | 186.9% | 368.1% | 249.5% | 111.3% | 173.9% | 140.6% |

资料来源: 招商证券; 注: EPS 按最新总股本摊薄计算。

## 附：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 10733        | 20437        | 28469        | 43282        | 60326        |
| 现金             | 3077         | 5970         | 6383         | 12147        | 21660        |
| 交易性投资          | 3            | 53           | 5            | 5            | 5            |
| 应收票据           | 184          | 1113         | 1592         | 2156         | 2587         |
| 应收款项           | 3852         | 5728         | 9763         | 13884        | 17455        |
| 其它应收款          | 166          | 550          | 531          | 719          | 862          |
| 存货             | 2940         | 5687         | 8826         | 12504        | 15522        |
| 其他             | 512          | 1335         | 1369         | 1867         | 2235         |
| <b>非流动资产</b>   | 5104         | 10904        | 11004        | 11223        | 11229        |
| 长期股权投资         | 207          | 198          | 198          | 198          | 198          |
| 固定资产           | 2949         | 6148         | 6484         | 6893         | 7077         |
| 无形资产           | 631          | 1560         | 1404         | 1264         | 1137         |
| 其他             | 1317         | 2998         | 2918         | 2868         | 2818         |
| <b>资产总计</b>    | <b>15837</b> | <b>31341</b> | <b>39473</b> | <b>54505</b> | <b>71555</b> |
| <b>流动负债</b>    | 5519         | 17531        | 14839        | 18078        | 20838        |
| 短期借款           | 941          | 4994         | 2000         | 2000         | 2000         |
| 应付账款           | 1264         | 4389         | 6844         | 9337         | 11176        |
| 预收账款           | 441          | 958          | 1711         | 2334         | 2794         |
| 其他             | 2873         | 7189         | 4284         | 4407         | 4867         |
| <b>长期负债</b>    | 2034         | 1891         | 1485         | 1685         | 1885         |
| 长期借款           | 1336         | 1212         | 900          | 1100         | 1300         |
| 其他             | 698          | 679          | 584          | 584          | 584          |
| <b>负债合计</b>    | <b>7552</b>  | <b>19422</b> | <b>16324</b> | <b>19763</b> | <b>22722</b> |
| 股本             | 1488         | 5062         | 7594         | 7594         | 7594         |
| 资本公积金          | 721          | 10           | 10           | 10           | 10           |
| 留存收益           | 5318         | 6278         | 14170        | 24687        | 37470        |
| 少数股东权益         | 758          | 568          | 1376         | 2451         | 3759         |
| 母公司所有者权益       | 7527         | 11350        | 21773        | 32291        | 45074        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>15837</b> | <b>31341</b> | <b>39473</b> | <b>54505</b> | <b>71555</b> |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2471          | 6749          | 4771          | 8523          | 12406         |
| 净利润            | 1963          | 5615          | 9284          | 12373         | 15039         |
| 折旧摊销           | 0             | 0             | 795           | 823           | 839           |
| 财务费用           | 0             | 0             | 63            | 93            | 28            |
| 投资收益           | 0             | 0             | (40)          | (40)          | (40)          |
| 营运资金变动         | 0             | 0             | (6595)        | (6199)        | (5106)        |
| 其它             | 509           | 1134          | 1264          | 1472          | 1646          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1104)</b> | <b>(6774)</b> | <b>(973)</b>  | <b>(1050)</b> | <b>(850)</b>  |
| 资本支出           | 0             | 0             | (1100)        | (1050)        | (850)         |
| 其他投资           | (1104)        | (6774)        | 127           | 0             | 0             |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(1208)</b> | 819           | <b>(3385)</b> | <b>(1709)</b> | <b>(2044)</b> |
| 借款变动           | 0             | 0             | (4339)        | 200           | 200           |
| 普通股增加          | 0             | 0             | 2531          | 0             | 0             |
| 资本公积增加         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 股利分配           | 0             | 0             | (1393)        | (1856)        | (2256)        |
| 其他             | (1208)        | 819           | (184)         | (53)          | 12            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>159</b>    | <b>794</b>    | <b>413</b>    | <b>5764</b>   | <b>9513</b>   |

资料来源：公司报表、招商证券

### 利润表

| 单位：百万元           | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 16496 | 33955 | 53058 | 71865 | 86238 |
| 营业成本             | 11161 | 21442 | 34221 | 46683 | 55882 |
| 营业税金及附加          | 49    | 131   | 159   | 216   | 259   |
| 营业费用             | 1681  | 3205  | 4563  | 6109  | 7330  |
| 管理费用             | 771   | 1922  | 2653  | 3593  | 4312  |
| 财务费用             | 89    | 298   | 63    | 93    | 28    |
| 资产减值损失           | 94    | 153   | 150   | 150   | 150   |
| 公允价值变动收益         | 45    | 50    | 30    | 30    | 30    |
| 投资收益             | (73)  | 42    | 10    | 10    | 10    |
| <b>营业利润</b>      | 2624  | 6897  | 11289 | 15061 | 18317 |
| 营业外收入            | 45    | 151   | 150   | 150   | 150   |
| 营业外支出            | 40    | 109   | 100   | 100   | 100   |
| <b>利润总额</b>      | 2629  | 6938  | 11339 | 15111 | 18367 |
| 所得税              | 259   | 774   | 1247  | 1662  | 2020  |
| <b>净利润</b>       | 2370  | 6164  | 10092 | 13449 | 16347 |
| 少数股东损益           | 407   | 549   | 807   | 1076  | 1308  |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 1963  | 5615  | 9284  | 12373 | 15039 |
| <b>EPS (元)</b>   | 1.32  | 1.11  | 1.22  | 1.63  | 1.98  |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 20%   | 106%  | 56%   | 35%   | 20%   |
| 营业利润           | 71%   | 163%  | 64%   | 33%   | 22%   |
| 净利润            | 59%   | 186%  | 65%   | 33%   | 22%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 32.3% | 36.9% | 35.5% | 35.0% | 35.2% |
| 净利率            | 11.9% | 16.5% | 17.5% | 17.2% | 17.4% |
| ROE            | 26.1% | 49.5% | 42.6% | 38.3% | 33.4% |
| ROIC           | 22.2% | 33.4% | 38.8% | 35.6% | 31.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 47.7% | 62.0% | 41.4% | 36.3% | 31.8% |
| 净负债比率          | 17.3% | 23.1% | 7.3%  | 5.7%  | 4.6%  |
| 流动比率           | 1.9   | 1.2   | 1.9   | 2.4   | 2.9   |
| 速动比率           | 1.4   | 0.8   | 1.3   | 1.7   | 2.2   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.3   | 1.2   |
| 存货周转率          | 3.8   | 5.0   | 4.7   | 4.4   | 4.0   |
| 应收帐款周转率        | 4.7   | 7.1   | 6.9   | 6.1   | 5.5   |
| 应付帐款周转率        | 9.1   | 7.6   | 6.1   | 5.8   | 5.4   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 1.32  | 1.11  | 1.22  | 1.63  | 1.98  |
| 每股经营现金         | 1.66  | 1.33  | 0.63  | 1.12  | 1.63  |
| 每股净资产          | 5.06  | 2.24  | 2.87  | 4.25  | 5.94  |
| 每股股利           | 0.16  | 0.19  | 0.18  | 0.24  | 0.30  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 13.6  | 16.2  | 14.7  | 11.0  | 9.1   |
| PB             | 3.6   | 8.0   | 6.3   | 4.2   | 3.0   |
| EV/EBITDA      | 72.9  | 28.3  | 17.9  | 13.6  | 11.3  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，七年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。