

主导产品产销捷报频传，上半年业绩值得期待

三一重工调研快报

近日，我们前往三一重工调研，详细了解公司各项业务产销近况并参观混凝土机械生产车间，与公司管理层进行了沟通交流，主要观点如下：

要点：

- **主导产品市场需求旺盛，上半年业绩保持快速增长。**混凝土机械目前市场占有率为55%，1-5月份增长50%，拖泵市场占有率40%。根据目前订单及发货量情况，预计上半年公司混凝土机械销售收入同比增长70-80%，汽车起重机及挖掘机同比增长100%以上，路面机械同比增长90%左右，履带起重机销售增速相对放缓，同比增长10-15%，桩工机械销售收入同比增长40%左右。我们参观车间生产情况，目前公司混凝土机械产能仍很紧张，泵车约有100多台的到期订单尚无法交付，目前泵车订单充足。
- **挖掘机销售保持快速增长，市场份额不断提升。**今年1-5月公司累计销售挖掘机12,635台，同比增长111.6%，市场占有率达到10.9%，预计6月份销售达1600台，2011年全年的销售目标为2.6万台，同比增长约150%，市场占有率有望冲击市场第一，挖掘机销售额预计为160亿元。从下游需求来看，通过公司设备服务运营监控系统对1万台设备检测的数据显示，6月份设备工作时数同比增长10%左右。
- **销售模式以按揭、分期为主，应收款尚属可控范围。**公司的销售模式中融资租赁占比12%左右，全款超过20%，按揭占比40-50%，剩余的通过分期付款的方式销售。而融资租赁主要是有第三方银行系融资租赁、集团下属公司的融资租赁及长沙市内融资租赁公司提供。随着销售规模的不断扩大，一季度应收款增长131%，二季度公司加大了应收账款的管理力度，力争上半年应收款大幅下降。
- **售后服务网络完善提升产品竞争力。**在市场竞争加剧、产销大幅增长的情况，未来企业的竞争力更多的体现在产品的售后服务上。公司秉承“一切为了客户，创造客户价值”的服务理念，做出“服务工程师24小时待命，接到客户需求2小时内到达现场，并在1天内将故障问题全处理”的服务承诺。在全球各地设有配件仓库，形成了总部仓库、区域中心仓库、省级仓库和地市级仓库四位一体的配件供应保障体系，不断提升产品的售后服务，提升了产品的市场竞争力。
- **海外市场销售快速增长，国际化战略步入收获期。**公司国际化战略稳步推进，目前海外制造基地主要以印度、巴西子公司为主，三一印度公司2009年销售额2000万美元，2010年达到8000万美元，今年预计为2亿美元。三一巴西公司5月营业额突破1000万美元，6月有望突破1500万美元，2011年营业额预计超过1亿美元。未来公司从全球经济工业化进程中获益，预计海外销售占比有望升至30%。
- **维持“买入-B”投资评级。**按照最新股本摊薄计算，我们预计2011-2013年公司的EPS分别为1.25元、1.64元和2.08元。对应的动态市盈率分别为15倍、11倍、9倍，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	54,278.9	70,696.0	88,926.5
Growth(%)	20.0%	105.8%	59.9%	30.2%	25.8%
净利润	1,962.6	5,615.5	9,475.9	12,460.1	15,829.7
Growth(%)	59.3%	186.1%	68.7%	31.5%	27.0%
毛利率(%)	32.3%	36.9%	36.5%	35.7%	35.7%
净利润率(%)	11.9%	16.5%	17.5%	17.6%	17.8%
每股收益(元)	0.26	0.74	1.25	1.64	2.08
每股净资产(元)	1.09	1.57	3.04	4.49	6.34
市盈率	69.8	24.4	14.5	11.0	8.7
市净率	16.5	11.5	5.9	4.0	2.8

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：

25.00 元

期限： 6个月 上次预测： 31.50 元

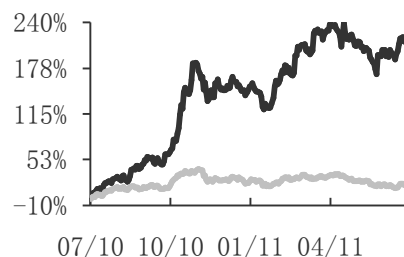
现价(2011年07月01日)： 18.09 元

报告日期：

2011-07-04

总市值(百万元)	137,370.14
流通市值(百万元)	127,187.17
总股本(百万股)	7,593.71
流通股本(百万股)	7,030.80
12个月最低/最高	15.10/42.90 元
十大流通股东(%)	43.77%
股东户数	371,281

12个月股价表现



—— 三一重工 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.93	3.12	197.71
绝对收益	5.05	(3.69)	218.06

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

前期研究成果

三一重工：踌躇满志，勾画新的跨越

2011-04-13

三一重工：一季度业绩再创辉煌

2011-04-12

三一重工：挖机占有率进一步提升，盈利能力增强

2011-03-23

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-6-30		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	20.0%	105.8%	59.9%	30.2%	25.8%	
减: 营业成本	11,161.1	21,441.8	34,488.3	45,463.5	57,222.9	营业利润增长率	71.3%	162.9%				
营业税费	49.1	131.2	190.0	247.4	311.2	净利润增长率	59.3%	186.1%	68.7%	31.5%	27.0%	
销售费用	1,680.8	3,204.8	4,830.8	6,009.2	7,558.8	EBITDA 增长率	60.9%	157.7%	65.2%	29.8%	25.8%	
管理费用	770.7	1,921.5	2,659.7	3,322.7	4,090.6	EBIT 增长率	62.9%	165.3%	68.1%	29.4%	26.2%	
财务费用	88.7	298.3	336.9	316.5	270.4	NOPLAT 增长率	53.0%	162.8%	65.7%	29.1%	26.2%	
资产减值损失	94.2	153.0	30.4	48.4	37.6	投资资本增长率	15.7%	61.7%	97.7%	20.7%	13.4%	
加: 公允价值变动收益	45.2	50.3	-30.0	3.0	7.9	净资产增长率	34.0%	43.9%	93.6%	47.9%	41.1%	
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	11,758.0	15,336.3	19,488.0	利润率						
加: 营业外净收支	5.2	41.4	75.0	54.2	64.6	毛利率	32.3%	36.9%	36.5%	35.7%	35.7%	
利润总额	2,628.9	6,938.2	11,833.0	15,390.4	19,552.5	营业利润率	15.9%	20.3%	21.7%	21.7%	21.9%	
减: 所得税	258.9	774.2	1,420.0	1,846.9	2,346.3	净利润率	11.9%	16.5%	17.5%	17.6%	17.8%	
净利润	1,962.6	5,615.5	9,475.9	12,460.1	15,829.7	EBITDA/营业收入	18.1%	22.6%	23.4%	23.3%	23.3%	
资产负债表						EBIT/营业收入	16.4%	21.2%	22.3%	22.1%	22.2%	
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
交易性金融资产	3,076.9	5,970.4	7,132.3	13,890.9	24,990.0	固定资产周转天数	59	48	50	52	51	
应收账款	2.6	53.1	23.4	26.4	34.3	流动营业资本周转天数	78	34	59	85	82	
应收票据	4,017.8	6,277.4	12,032.7	15,320.4	18,475.0	流动资产周转天数	227	165	171	195	222	
预付款项	183.9	1,113.2	1,044.4	1,488.6	2,166.3	应收账款周转天数	76	51	57	66	64	
存货	511.8	1,335.4	1,827.3	2,411.5	3,661.3	存货周转天数	66	46	50	55	56	
其他流动资产	2,939.5	5,687.3	9,165.2	12,038.1	15,178.9	总资产周转天数	325	250	249	263	283	
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	投资资本周转天数	171	117	134	151	140	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	206.7	197.9	193.4	193.2	192.7	ROE	28.6%	51.7%	45.1%	39.7%	35.7%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.0%	19.7%	23.9%	22.7%	21.5%	
固定资产	2,949.3	6,148.4	8,783.9	11,737.9	13,268.9	ROIC	33.8%	76.7%	78.6%	51.3%	53.7%	
在建工程	916.6	2,166.5	1,299.9	779.9	468.0	费用率						
无形资产	631.4	1,560.1	1,456.2	1,359.2	1,268.7	销售费用率	10.2%	9.4%	8.9%	8.5%	8.5%	
其他非流动资产	399.6	827.5	662.7	504.7	411.2	管理费用率	4.7%	5.7%	4.9%	4.7%	4.6%	
资产总额	15,837.0	31,340.8	43,621.3	59,750.9	80,115.2	财务费用率	0.5%	0.9%	0.6%	0.4%	0.3%	
短期债务	940.6	4,994.4	4,989.3	4,974.2	4,941.4	三费/营业收入	15.4%	16.0%	14.4%	13.6%	13.4%	
应付账款	2,761.0	6,681.8	9,104.7	12,472.2	16,212.3	偿债能力						
应付票据	516.4	2,277.0	2,193.4	3,274.3	4,612.4	资产负债率	47.7%	62.0%	47.1%	42.9%	39.9%	
其他流动负债	825.9	2,007.3	1,797.7	2,139.7	2,985.3	负债权益比	91.2%	163.0%	89.1%	75.1%	66.3%	
长期借款	1,335.7	1,212.2	1,212.2	1,212.2	1,212.2	流动比率	1.94	1.17	1.69	1.93	2.18	
其他非流动负债	697.9	679.0	899.0	991.0	1,096.8	速动比率	1.41	0.84	1.19	1.41	1.66	
负债总额	7,552.3	19,422.2	20,548.4	25,620.3	31,933.4	利息保障倍数	30.58	24.12	35.91	49.46	73.07	
少数股东权益	757.6	568.2	1,505.4	2,588.9	3,965.4	分红指标						
股本	1,488.0	5,062.5	7,593.7	7,593.7	7,593.7	DPS(元)	0.04	0.12	0.25	0.33	0.42	
留存收益	6,145.2	6,389.4	13,970.1	23,938.1	36,601.9	分红比率	13.6%	16.5%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	8,284.7	11,918.5	23,069.1	34,120.7	48,161.0	股息收益率	0.2%	0.7%	1.4%	1.8%	2.3%	
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	2,370.0	6,164.0	9,475.9	12,460.1	15,829.7	EPS(元)	0.26	0.74	1.25	1.64	2.08	
加: 折旧和摊销	286.9	523.8	595.1	821.3	967.5	BVPS(元)	1.09	1.57	3.04	4.49	6.34	
资产减值准备	72.3	126.9	30.4	48.4	37.6	PE(X)	69.8	24.4	14.5	11.0	8.7	
公允价值变动损失	-45.2	-50.3	-30.0	3.0	7.9	PB(X)	16.5	11.5	5.9	4.0	2.8	
财务费用	-9.7	94.3	199.8	336.9	316.5	P/FCF	-21,334.9	27.8	-28.1	20.0	12.0	
投资收益	72.9	-42.3	-45.0	-45.0	-45.0	P/S	8.3	4.0	2.5	1.9	1.5	
少数股东损益	407.4	548.6	937.2	1,083.5	1,376.5	EV/EBITDA	9.3	12.2	11.2	8.4	6.3	
营运资金的变动	-375.7	480.3	-7,231.5	-2,150.7	-1,916.4	CAGR(%)	78.8%	40.8%	27.6%	26.4%	25.7%	
经营活动产生现金流量	2,471.1	6,749.1	4,068.9	12,537.1	16,528.2	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	-1,918.9	-2,958.1	-1,963.0	ROIC/WACC	3.1	7.0	7.2	4.7	4.9	
融资活动产生现金流量	-1,208.4	818.8	-746.8	-2,823.6	-3,469.1	REP	1.1	1.0	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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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