

强烈推荐-A (维持)

三一重工 600031.SH

目标估值: 21.60-24.00 元

当前股价: 17.79 元

2011年7月25日

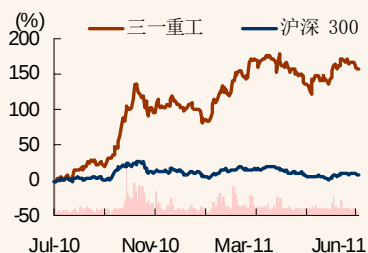
强者恒强 战略致胜

基础数据

上证综指	2771
总股本(万股)	759371
已上市流通股(万股)	703080
总市值(亿元)	1351
流通市值(亿元)	1251
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	52.5
资产负债率	67.8%
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	4	40	155
相对表现	0	37	146



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(600031)—成长与盈利超预期,上调业绩预测 2010.8
- 4、三一重工(600031)—战略全球化 估值国际化 2011.3
- 5、三一重工(600031)—经营质量良好财务管理卓越 2011.4

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

三一重工7月23日公告,预计2011年上半年实现归属母公司所有者的净利润与上年同期相比增长95%以上,因此上半年归属母公司所有者的净利润在56亿元以上,每股收益0.74元以上,再创历史新高。

- 预计三一上半年利润70亿元左右,归属母公司所有者的净利润60亿,二季度业绩环比提高38%以上,大幅超预期。今年一季度工程机械行业销售火爆,二季度受紧缩政策影响销售快速回落。我们认为二季度是一个库存周期的调整,并非行业成长终结,全年增长格局已确定,短期的波动不改变看好受益于城镇化与劳动力替代的工程机械行业之观点。与此同时,三一的销售远好于行业,预计上半年泵车销量增长76%左右,挖掘机增长1.6倍。
- 上半年三一重工部分产品市场份额扩大,规模效应显现,盈利水平提高。公司在预增公告中提到:主营产品市场份额扩大,盈利能力提升,销售及利润预期大幅增加。上半年三一重工挖掘机市场份额赶超外资品牌斗山、现代、日立,从去年的第五位提高到第二位,直逼小松。上半年工程机械上市公司业绩出现明显的分化,对于调控上市公司根据资金实力、风险承受能力纷纷调整竞争策略,每一轮宏观调控都加快行业洗牌,竞争优势向龙头企业集中。
- 高成长担忧带来估值分歧。2004-2011三一重工净利润复合增长率55%,中间也出现过两次负增长,过去三年增长更有加快的势头,投资者因此担心四万亿投资进入下半场,三一重工是否会负增长?这个担心不无道理。不过仔细看看,一方面近两年三一的高成长来自于资产注入的挖掘机、搅拌车、汽车起重机;另一方面,受益于商品混凝土的普及高效率泵车中西部市场渗透。而未来的成长则取决于中国经济和公司的战略管理!这两者是我们依然看好的前提。拥有全球最大市场的中国工程机械龙头市值为何不能与卡特彼勒相媲美?
- 维持“强烈推荐-A”投资评级:根据预增公告及对下半年的展望,我们上调全年业绩,上调幅度为13%。不考虑H股发行,2011-13EPS为1.38、1.77、2.3元,今年动态PE为13倍;若考虑H股摊薄15%,目前动态PE14.8倍,低于卡特彼勒的PE,高成长股价值被低估。
- 可能的风险因素:经济衰退、人民币贬值、房价暴跌、原材料暴涨。

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	56727	76439	99371
同比增长	20%	106%	67%	35%	30%
营业利润(百万元)	2624	6897	12723	16407	21289
同比增长	71%	163%	84%	29%	30%
净利润(百万元)	1963	5615	10517	13475	17472
同比增长	59%	186%	87%	28%	30%
每股收益(元)	1.32	1.11	1.38	1.77	2.30
PE	13.5	16.0	12.9	10.0	7.7
PB	3.5	7.9	5.9	3.9	2.8

资料来源:招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	10733	20437	30289	46295	67345
现金	3077	5970	6807	13246	22792
交易性投资	3	53	5	5	5
应收票据	184	1113	1702	2293	2981
应收款项	3852	5728	10438	14768	20113
其它应收款	166	550	567	764	994
存货	2940	5687	9324	13242	17886
其他	512	1335	1446	1978	2576
非流动资产	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
资产总计	15837	31341	41294	57518	78575
流动负债	5519	17531	15505	18905	23391
短期借款	941	4994	2087	2000	2000
应付账款	1264	4389	7230	9888	12878
预收账款	441	958	1808	2472	3220
其他	2873	7189	4381	4545	5293
长期负债	2034	1891	1485	1685	1885
长期借款	1336	1212	900	1100	1300
其他	698	679	584	584	584
负债合计	7552	19422	16990	20589	25275
股本	1488	5062	7594	7594	7594
资本公积金	721	10	10	10	10
留存收益	5318	6278	15218	26671	41522
少数股东权益	758	568	1483	2654	4174
母公司所有者权益	7527	11350	22821	34274	49126
负债及权益合计	15837	31341	41294	57518	78575

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2471	6749	5295	9442	12793
净利润	1963	5615	10517	13475	17472
折旧摊销	0	0	795	823	839
财务费用	0	0	65	85	17
投资收益	0	0	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	0	0	(7476)	(6490)	(7520)
其它	509	1134	1434	1588	2025
投资活动现金流	(1104)	(6774)	(973)	(1050)	(850)
资本支出	0	0	(1100)	(1050)	(850)
其他投资	(1104)	(6774)	127	0	0
筹资活动现金流	(1208)	819	(3485)	(1954)	(2397)
借款变动	0	0	(4252)	113	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	(1578)	(2021)	(2621)
其他	(1208)	819	(187)	(45)	23
现金净增加额	159	794	837	6438	9546

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16496	33955	56727	76439	99371
营业成本	11161	21442	36151	49438	64392
营业税金及附加	49	131	170	229	298
营业费用	1681	3205	4822	6497	8447
管理费用	771	1922	2836	3822	4969
财务费用	89	298	65	85	17
资产减值损失	94	153	0	0	0
公允价值变动收益	45	50	30	30	30
投资收益	(73)	42	10	10	10
营业利润	2624	6897	12723	16407	21289
营业外收入	45	151	150	150	150
营业外支出	40	109	100	100	100
利润总额	2629	6938	12773	16457	21339
所得税	259	774	1341	1810	2347
净利润	2370	6164	11432	14646	18992
少数股东损益	407	549	915	1172	1519
母公司所有者净利润	1963	5615	10517	13475	17472
EPS (元)	1.32	1.11	1.38	1.77	2.30

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	20%	106%	67%	35%	30%
营业利润	71%	163%	84%	29%	30%
净利润	59%	186%	87%	28%	30%
获利能力					
毛利率	32.3%	36.9%	36.3%	35.3%	35.2%
净利率	11.9%	16.5%	18.5%	17.6%	17.6%
ROE	26.1%	49.5%	46.1%	39.3%	35.6%
ROIC	22.2%	33.4%	41.9%	36.7%	33.5%
偿债能力					
资产负债率	47.7%	62.0%	41.1%	35.8%	32.2%
净负债比率	17.3%	23.1%	7.2%	5.4%	4.2%
流动比率	1.9	1.2	2.0	2.4	2.9
速动比率	1.4	0.8	1.4	1.7	2.1
营运能力					
资产周转率	1.0	1.1	1.4	1.3	1.3
存货周转率	3.8	5.0	4.8	4.4	4.1
应收帐款周转率	4.7	7.1	7.0	6.1	5.7
应付帐款周转率	9.1	7.6	6.2	5.8	5.7
每股资料(元)					
每股收益	1.32	1.11	1.38	1.77	2.30
每股经营现金	1.66	1.33	0.70	1.24	1.68
每股净资产	5.06	2.24	3.01	4.51	6.47
每股股利	0.16	0.19	0.21	0.27	0.35
估值比率					
PE	13.5	16.0	12.9	10.0	7.7
PB	3.5	7.9	5.9	3.9	2.8
EV/EBITDA	83.4	32.4	18.3	14.4	11.2

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，机械行业首席分析师，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。