

三一重工(600031)调研简报

长沙投资者见面会纪要

工程机械

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 18 日

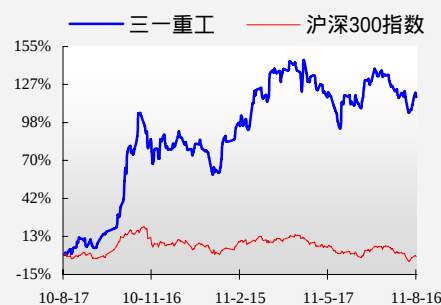
投资要点：

- **城镇化进程是工程机械行业进入下一个“十年黄金期”的主要推动力。**我国城镇化率 2020 年将达到 55-58%。城镇化进程将推动固定资产投资增速保持在 25% 左右，房地产投资增速保持在 30% 左右。
- **中西部投资增速赶超东部。**2011 年 1-7 月，西部地区投资增速 29.2%，高于东部地区投资增速 22.6%。1-7 月，公司在中西部地区销售收入增速同样高于东部地区，其中，泵车同比增长 82%，汽车起重机增长 75%，新疆地区挖掘机增长 800%。公司在新疆乌鲁木齐经济技术开发区投资 25 亿元建立三一西北重工产业园，响应西部开发号召，顺势而为。
- **积极布局海外市场。**公司在印尼投资 5000 万美元建立三一产业园，进一步辐射东南亚市场。印尼产业园与印度、巴西、德国、美国产业园共同勾画出一三进军海外市蓝图。未来 5 年海外市场整体收入 CAGR 可达 60%。
- **盈利预测：**考虑到保障房投资的不确定性和铁路投资可能出现的下滑，我们给出了较为谨慎的业绩预测，2011、2012 年 EPS 为 1.25、1.67 元，对应 PE 为 13.6X、10.2X，维持“推荐”评级。

业绩预测：

	主营业收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	3,395,494	105.8%	561,546	186.1%	1.11		15.4	
2008E	5,609,813	68.6%	947,037	68.6%	1.25		13.6	
2009E	8,130,985	44.9%	1,271,204	34.2%	1.67		10.2	
2010E	10,918,214	34.3%	1,683,265	32.4%	2.22		7.7	

走势图



市场数据

2011-8-17

收盘价：	17.06 元
52 周最高价：	20.03 元
52 周最低价：	7.35 元
平均持仓成本：	17.10 元

基本数据

2011Q2

总股本(万股)：	759,371
流通 A 股(万股)：	759,371
每股收益(元)：	0.78
每股净资产(元)：	2.23
每股经营现金流(元)：	0.03
市净率：	7.65

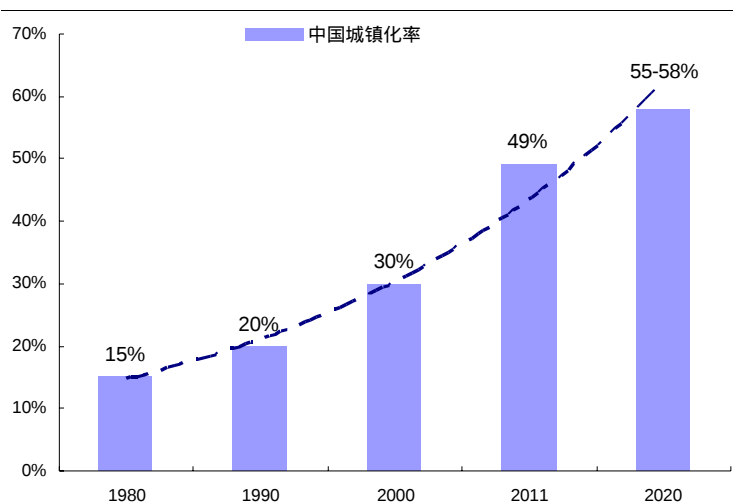
分析师：周思立 联系人：黄海培
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-233
FAX: (8621)6337 3209
Email: huanghaopei@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

工程机械又一“十年黄金期”

城镇化进程是工程机械行业进入下一个“十年黄金期”的主要推动力

我国城镇化率 2009 年 46%，2011 年 49%，预期 2020 年将达到 55-58%。城镇化进程将推动工程机械行业进入下一个“十年黄金期”。

图 1：中国城镇化率（%）



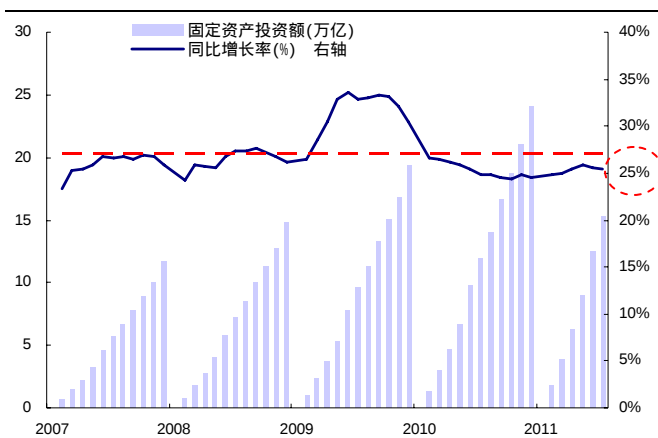
资料来源：东北证券

在城镇化推动下，固定资产投资增速将保持稳定。

固定资产投资增速曾在 2009 年受“四万亿”刺激，出现过向上偏离，目前已经回归均值。2011 年已知投资项目，包括铁路、公路、水电、核电、石化、房建、地铁、轻轨等 317 项投资总额将达到 6.3 万亿。“十二五”期间，全国在建地铁 90 条，基础建设投资 7155 亿元；水利年均投资 4000 亿元等等，未来固定资产投资增速有望保持在 25% 左右。

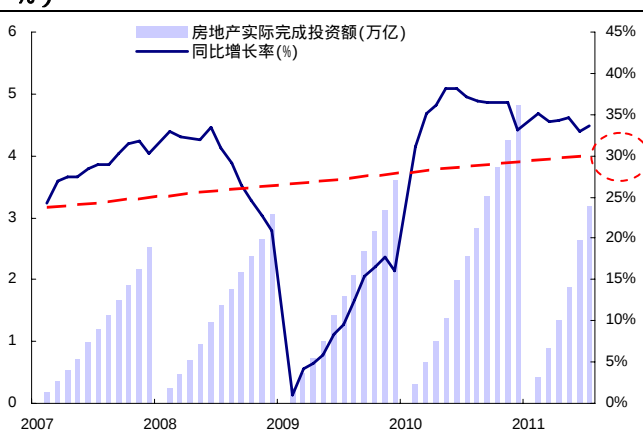
截至 2011 年 7 月底，保障房开工 712 万套，完成今年目标的 71%。虽然房地产投资增速在下降，但保障房如期开工，有望将房地产实际完成投资增速支撑在 30% 附近。

图 2：固定资产投资月度累计及同比增速（万亿元，%）



资料来源：WIND 料，东北证券

图 3：房地产实际完成投资额月度累计及同比增速（万亿元，%）



资料来源：WIND，东北证券

中西部投资增速赶超东部

中西部地区大开发将带动新一轮投资热潮。2011 年 1-7 月，统计局公布，西部地区投资增速 29.2%，中部地区投资增速 30.5%，东部地区投资增速 22.6%。

2011 年 1-7 月，公司在中西部地区销售收入增速同样高于东部地区，其中，泵车同比增长 82%，汽车起重机增长 75%，新疆地区挖掘机增长 800%。

公司在新疆乌鲁木齐经济技术开发区投资 25 亿元建立三一西北重工产业园，生产混凝土机械、挖掘机、汽车起重机、桩工机械等产品，响应西部开发号召，顺势而为。

产业链完善和国际化进展确保高增长

产业链完善确保高毛利率

公司是工程机械行业最早自主生产油缸的企业，目前基本采用自制油缸。

液压阀已经开始量产，目前部分自给。

液压泵是工程机械中最关键也是技术含量最高的配件之一，公司自主研发的液压泵目前处于试用阶段，2012 年能够为自己产品配套供货。

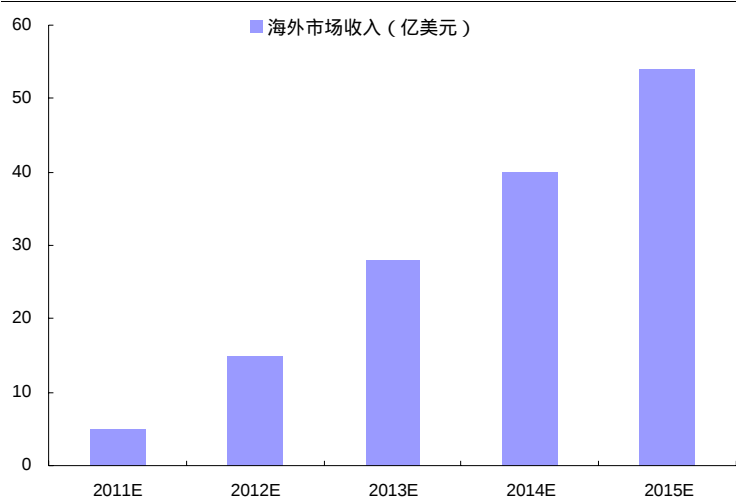
核心零部件自制化率的提高有利于产品提升毛利率。

海外市场积极布局

公司与印度尼西亚共和国工业部达成在该国投资两亿美元建设三一印尼产业园的投资意向，首期投资注册资金 5000 万美元，进一步辐射东南亚市场。印尼产业园与印度、巴西、德国、美国产业园共同勾画出一三一进军海外市蓝图。

未来 5 年海外市场整体收入 CAGR 可达 60%。

图 4：海外市场收入预测（亿美元）



资料来源：东北证券

考虑到保障房投资的不确定性和铁路投资可能出现的下滑，我们给出了较为谨慎的业绩预测，2011、2012 年 EPS 为 1.25 元、1.67 元，对应 PE 为 13.6X、10.2X，维持“推荐”评级。

盈利预测

表 1：2010-2013 年公司分项收入预测明细（百万元，%）

	2010	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
混凝土机械							
销售收入（百万元）	17,827.0	29,058.0	40,681.2	52,885.6	63.0%	40.0%	30.0%
毛利率（%）	41.7%	43.0%	42.0%	41.6%	1.3%	-1.0%	-0.4%
挖掘机械类							
销售收入（百万元）	6,235.2	12,345.7	21,605.0	32,407.5	98.0%	75.0%	50.0%
毛利率（%）	30.3%	30.0%	29.7%	29.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
汽车起重机类							
销售收入（百万元）	2,555.9	4,907.3	7,360.9	10,305.2	92.0%	50.0%	40.0%
毛利率（%）	28.7%	29.0%	28.7%	28.4%	0.3%	-0.3%	-0.3%
桩工机械（含旋挖钻机）							
销售收入（百万元）	1,999.1	2,618.8	3,090.2	3,553.7	31.0%	18.0%	15.0%
毛利率（%）	46.9%	47.0%	40.0%	39.6%	0.1%	-7.0%	-0.4%
履带起重机							
销售收入（百万元）	1,631.5	1,631.5	1,713.1	1,798.7	0.0%	5.0%	5.0%
毛利率（%）	30.7%	35.0%	34.7%	34.3%	4.3%	-0.4%	-0.3%
路面机械							
销售收入（百万元）	1,289.1	2,152.9	2,798.7	3,358.5	67.0%	30.0%	20.0%
毛利率（%）	35.9%	38.0%	37.6%	37.2%	2.1%	-0.4%	-0.4%

资料来源：东北证券

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5970	8726	15866	27262	营业收入	33955	56098	81310	109182
应收款项	7391	12295	17465	22983	营业成本	21442	35072	51879	70352
存货净额	5687	9033	13224	17767	营业税金及附加	131	224	325	437
其他流动资产	1335	2244	3252	4367	销售费用	3205	5329	7968	10593
流动资产合计	20437	32349	49807	72379	管理费用	1922	3241	4628	6101
固定资产	8990	12977	16883	20533	财务费用	298	260	179	27
无形资产及其他	1560	1404	1248	1092	投资收益	42	0	0	0
投资性房地产	156	156	156	156	资产减值及公允价值变动	(103)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	198	198	198	198	其他收入	0	156	156	156
资产总计	31341	47085	68292	94358	营业利润	6897	12077	16437	21779
短期借款及交易性金融负债	6027	6000	6120	6242	营业外净收支	41	50	53	55
应付款项	6666	11410	16872	22899	利润总额	6938	12127	16489	21834
其他流动负债	4838	6468	9468	12671	所得税费用	774	1698	2473	3275
流动负债合计	17531	23879	32461	41812	少数股东损益	549	959	1304	1726
长期借款及应付债券	1701	1711	1722	1734	归属于母公司净利润	5615	9470	12712	16833
其他长期负债	190	190	190	190					
长期负债合计	1891	1901	1912	1924					
负债合计	19422	25780	34373	43736					
少数股东权益	568	1431	2604	4158					
股东权益	11350	19874	31314	46464					
负债和股东权益总计	31341	47085	68292	94358					
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.11	1.25	1.67	2.22	净利润	5615	9470	12712	16833
每股红利	0.28	0.12	0.17	0.22	资产减值准备	55	373	160	161
每股净资产	2.24	2.62	4.12	6.12	折旧摊销	522	746	1041	1295
ROIC	43%	47%	49%	54%	公允价值变动损失	103	50	50	50
ROE	49%	48%	41%	36%	财务费用	298	260	179	27
毛利率	37%	37%	36%	36%	营运资本变动	759	(2412)	(1746)	(1786)
EBIT Margin	21%	22%	20%	20%	其它	356	490	1013	1392
EBITDA Margin	23%	23%	22%	21%	经营活动现金流	7410	8717	13230	17945
收入增长	106%	65%	45%	34%	资本开支	(5415)	(5000)	(5000)	(5000)
净利润增长率	186%	69%	34%	32%	其它投资现金流	(51)	3	50	0
资产负债率	64%	58%	54%	51%	投资活动现金流	(5456)	(4997)	(4950)	(5000)
息率	1.6%	1.1%	1.5%	1.9%	权益性融资	120	0	0	0
P/E	15.4	13.7	10.2	7.7	负债净变化	(123)	10	11	12
P/B	7.6	6.5	4.1	2.8	支付股利、利息	(1413)	(947)	(1271)	(1683)
EV/EBITDA	13.6	11.8	9.3	7.5	其它融资现金流	3893	(27)	120	122
					融资活动现金流	940	(964)	(1140)	(1549)
					现金净变动	2893	2756	7140	11396
					货币资金的期初余额	3077	5970	8726	15866
					货币资金的期末余额	5970	8726	15866	27262
					企业自由现金流	2312	3986	8460	13086
					权益自由现金流	6082	3746	8439	13198

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。