

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

研究支持：张宇 zhangyu00@ccnew.com

行业龙头 未来成长可期

三一重工 (600031. SH) —— 调研简报

研究报告-调研报告

买入（首次）

发布日期：2011年09月09日

报告关键要素：

三一重工是国内工程机械企业的龙头，伴随其产品线进一步扩展、盈利能力持续上升，“三一”已成为工程机械上市公司的行业领军者。工程机械行业未来将持续受益于城镇化建设、西部大开发、水利工程等固定资产投资，未来5年将保持较快增长。此外，国内企业将挤占部分外资品牌的市场份额，通过国内、国外的同时扩张达到国际化发展。“SANY”品牌或将成为中国制造的代名词享誉世界。

事件：

- **三一重工 (600031. SH) 长沙投资者见面会。**2011年8月16日，三一重工于湖南长沙公司总部举行投资者交流会，就公司上半年取得的成绩和公司未来发展规划与行业分析师进行了深入交流。

点评：

- **上半年成绩骄人。**公司上半年取得营业收入303.63亿元，净利润73.32亿元，与去年同期相比分别增长79.18%和104.07%。公司主要产品的市场销售和竞争力稳步提升，尤其是挖掘机销售70.46亿元，同比增长107.3%，稳居国内挖掘机第一品牌，取代了日本品牌在国内多年的优势地位；混凝土机械销售158.43亿元，同比增长80.58%，混凝土泵车、拖泵继续保持国内第一品牌地位；汽车起重机销售22.14亿元，同比增长79.81%，市场地位实现质的飞跃。
- **未来行业前景光明。**行业未来发展的愿景主要有以下几个方面。首先，我国城镇化建设与西方发达国家相比依然落后。我国城镇化率约为50%，西方发达国家普遍达到了90%以上。每提高1%的城镇化率，需要固定资产投资约6.6万亿人民币，未来固定资产投资规模巨大。其次，我国东部和西部发展不平衡，国家对西部地区的投入将极大的促进工程机械行业未来发展。再次，在我国人口红利逐渐殆尽，刘易斯拐点预计于2014年前后到来，人工成本的提高会促使机械化程度的提升，这也是工程机械大有作为的一大原因。之后，地铁、水利工程、经济区规划等投资都会不同程度的带动工程机械行业向前发展。最后，虽外资品牌依然占据了较大的市场份额，例如我国挖掘机市场中内资品牌占比约为4成，但是随着国产品牌在质量和服务等方面的提升，本土优势将在竞争中逐渐显现，市场格局将进一步改变。
- **产品线拓展，向规模要效益。**不同种类的工程机械在机械结构和运行原理方面有很多共同之处，特别是通用零部件的大规模使用将极大的降低产品的制造成本。这就意味着三一这样的企业在开发新产品方面有先天的优势，产品的性能质量也能得到保证。三一不断适应市场需要，开发出有竞争力的新产品，在拓展产品线的同时，不断提高自身毛利率水平，成为行业内盈利能力最强的企业。未来三一在现有产品的基础上，将陆续推出高空消防车，大型矿车，风电起重机，盾构机等一大批新产品，为公司发展锦上添花。
- **紧贴“十二五”行业发展规划，提升关键零部件自给率。**“十二五工程机械发展规划”特别强调了发展核心零部件将成为工程机械行业未来发展的重点。三一重工在这方面提早布局，其中油缸已经实现了全面自给。未来公司将继续推进其它几种核心零部件关键技术研发、制造、大规模生产以及应用等，逐步减轻核心零部件受制于人局面。零部件成本约占总成本的40%，未来公司零部件自给

率的提升，将带动公司毛利率和利润率的进一步提升。

- **享受外币贷款，降低资金使用成本。**三一重工是湖南省最早使用外币贷款的企业之一，在外币借款的使用上积累了相当的经验。外币贷款的利率相比常规人民币贷款利率低，此外随着人民币近年升值速度的加快，升值幅度又可以对冲一部分贷款利息，使得资金使用成本处于较低水平，有利于公司发展和长期战略扩张。
- **注重全生命周期服务，拒入价格“红海”。**三一涉足的产品基本上维持在30%以上的毛利率水平，是同行业中的佼佼者。这主要与公司高管注重产品质量与产品全生命周期服务的经营理念有关。公司高管表示不仅拒绝使用价格赢取市场空间的竞争手段，此外要利用优质的服务提高客户忠诚度，为产品赢取定价权。

表1: 企业4种产品毛利率(%)

产品名称	三一重工	中联重科	徐工机械	山河智能
挖掘机	31.35	NA	NA	23.66
混凝土机械	43.66	36.30	31.22	NA
桩工机械	47.41	NA	NA	25.96
路面机械	37.80	NA	29.85	NA

资料来源: 同花顺 公司公告 中原证券

- **打造国际化品牌，走出中国，走向世界。**三一是一较早进行海外布局的国内工程机械制造企业，现已在美国亚特兰大，德国科隆，巴西圣保罗，印度普纳建立了自己的海外生产和研发基地。此外，公司在印尼爪哇省以西的卡拉旺投资2亿美元兴建三一印尼产业园，一期工程预计挖掘机等重型机械设备产能可达5000台。未来公司还将在中东建立基地，真正做到全球化。此外，公司在港交所挂牌已经获批。三一重工计划在香港发行超过15.4亿股股票，募集资金约为30亿美元，主要用于海外业务扩张。此次登陆香港市场，将有助于构建海外融资和信息平台，扩大公司国际知名度，推进公司国际化进程，对未来发展将产生积极作用。未来“SANY”将被打造成具有国际竞争力的制造业品牌。

表2: 三一重工海外战略规划

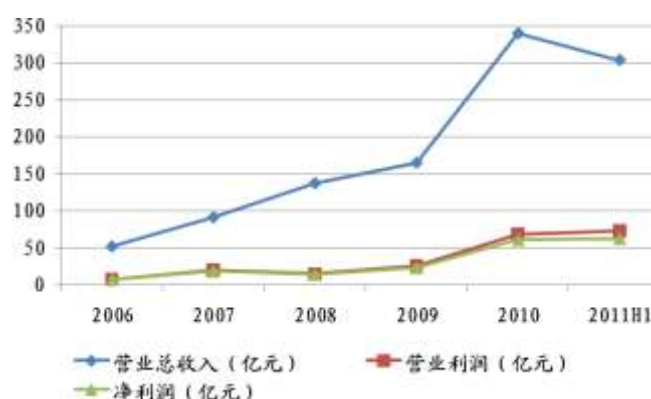
	主要产品	经营目标	经营战略(五年规划)
印度	混凝土机械	2015 年达到 60 亿元	混凝土设备、履带起重机达到印度市场第一品牌，挖掘机械(两头忙)，跃入前三
	履带起重机械		
	两头忙		
	挖掘机		
	旋挖钻机		
	汽车起重机		
巴西	挖掘机械	2011 年将实现销售额 1.3 亿美元，2015 年 12 亿美元，年均复合增长率达 50%	起重机、挖机、泵送产品的市场占有率分别达到 1、2、2 名
	起重机械		
	混凝土泵送机械		
德国	泵车	2011 年预计销售额 1.5 亿元，2015 年突破 20 亿，年均增长率 81%	2014 年，市场占有率在德国以外的欧洲市场超过大象，成为欧洲第一
	拖泵		
	搅拌车		
	搅拌站		
美国	履带起重机	2015 年销售额达到 3.5	2015 年履带起重机第一，

	越野起重机	亿美元，年均增长率 39%	越野起重机第二，平地机第三，挖掘机第三
	挖掘机		
	平地机等土方机械产品		

资料来源:公司公告 中原证券

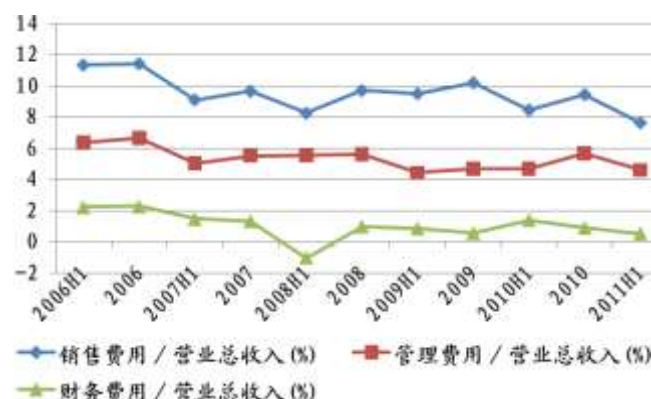
- **盈利预测:** 预计2011年, 2012年公司每股收益分别为1.29元和1.76元。
- **投资建议:** 按9月8日15.43元的收盘价计算, 2011年和2012年对应PE分别为11.96倍和8.76倍, 估值偏低。综合考虑公司的创新能力、市场营销能力、公司在行业中龙头地位、以及“十二五”期间工程机械行业迎来的发展机遇, 给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 国际经济形势进一步恶化, 以及国内宏观经济转向或出现较大波动所带来的系统性风险。

图1: 2006-2011年公司营业收入, 营业利润和净利润



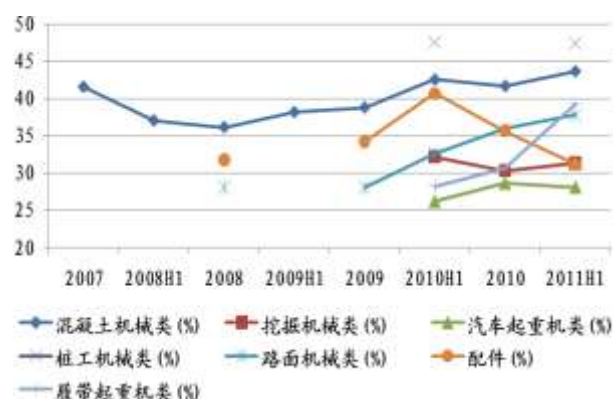
数据来源: Wind, 中原证券

图2: 2006-2011年公司三项费用



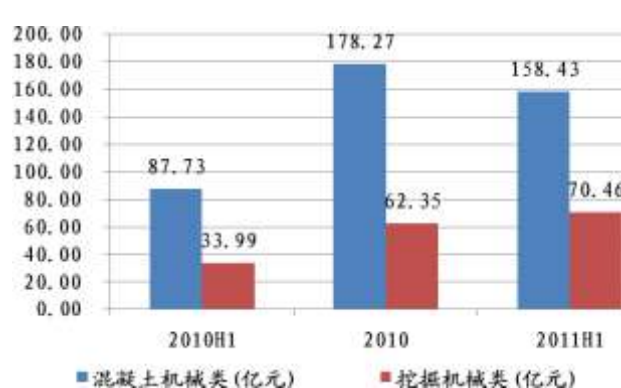
数据来源: Wind, 中原证券

图3: 公司主要产品毛利率



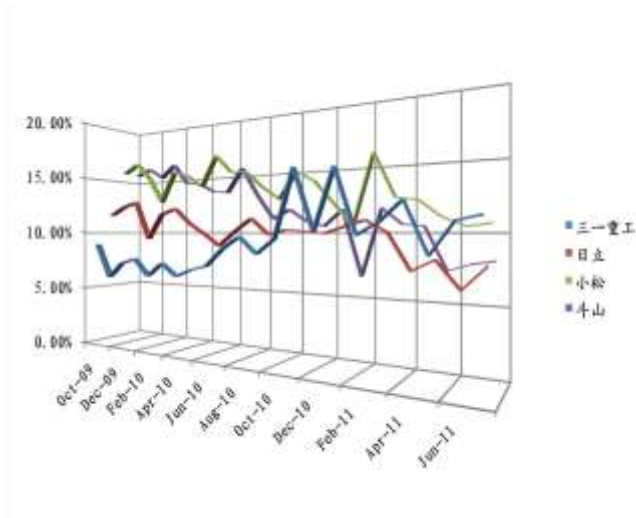
数据来源: Wind, 中原证券

图4: 公司主要产品销售收入



数据来源: Wind, 中原证券

图5：2009年10月至2011年7月四家公司挖掘机产品市场占有率



数据来源：中国工程机械信息网，中原证券

图6：国内挖掘机行业销售量与三一重工市场占有率



数据来源：中国工程机械信息网，中原证券

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(亿元)	164.96	339.55	560.26	834.78
增长比率(%)	20.00%	106.00%	65.00%	49.00%
归属股东净利润(亿元)	19.63	56.15	98.02	133.56
增长比率(%)	59.27%	112.71%	74.66%	36%
每股收益(元)	1.32	1.11	1.29	1.76
市盈率(倍)	11.68	13.90	11.96	8.76

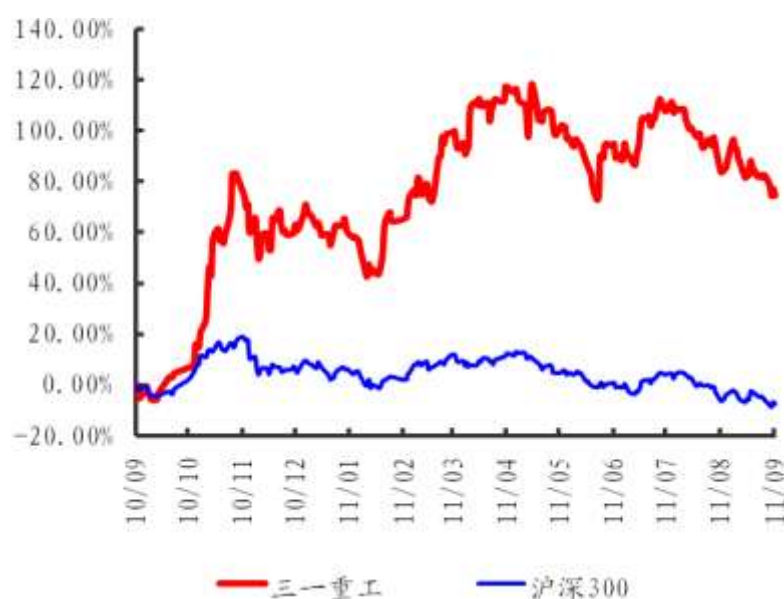
市场数据 (2011年09月08日)

收盘价 (元)	15.43
一年内最高/最低 (元)	20.03/12.31
沪深300指数	2779.09
市净率 (倍)	6.91
流通市值 (亿元)	1084.85

基础数据 (2011年06月30日)

每股净资产 (元)	2.23
每股经营现金流 (元)	0.03
毛利率 (%)	38.13
净资产收益率-摊薄 (%)	34.82
资产负债率 (%)	64.31
总股本/流通股 (亿股)	75.93/70.30
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。