

强烈推荐-A (维持)

三一重工 600031.SH

目标估值: 20.00 元

当前股价: 13.99 元

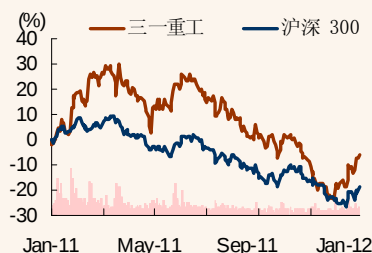
2012 年 1 月 31 日

基础数据

上证综指	2319
总股本 (万股)	759371
已上市流通股 (万股)	703080
总市值 (亿元)	1062
流通市值 (亿元)	984
每股净资产 (MRQ)	2.5
ROE (TTM)	47.3
资产负债率	63.9%
主要股东	三一集团有限公司
主要股东持股比例	56.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	-21	6
相对表现	5	-5	23



资料来源: 港澳资讯、招商证券

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
研究助理

蔡宇滨

0755-82960064
caiyyb@cmschina.com.cn

事件:

三一重工今日公告: 控股子公司三一德国有限公司联合中信产业投资基金(香港)顾问有限公司, 于 2012 年 1 月 20 日与德国普茨迈斯特公司的股东 Karl Schlecht Stiftung (持普茨迈斯特 99%股份) 和 Karl Schlecht Familienstiftung (持普茨迈斯特 1%股份) 签署了《转让及购买协议》, 三一德国和中信基金共同收购普茨迈斯特 100%股权, 其中三一德国收购 90%, 中信基金收购 10%。三一德国的出资额为 3.24 亿欧元(折合人民币 26.54 亿元), 占公司最近一期经审计净资产的 13.5%。

评论:

1、Putzmeister 简介及发展回顾

Putzmeister 成立于 1958 年, 是全球最知名的工程机械制造商之一, 全球混凝土机械第一品牌, 一直创造并保持着液压柱塞泵领域的众多世界纪录。在中国之外的国际市场上是混凝土技术的全球领导者, 主要从事开发、生产和销售各类混凝土输送泵、布料杆和部件、高密度固体泵送设备、适用于地下工程的混凝土布料和废土运送设备、自动化材料处理设备、灰泥设备、砂浆设备、砂浆机械和碎片运输设备、专业用高压喷水设备和特殊应用产品等。普茨迈斯特运营总部位于毗邻德国斯图加特的 Aichtal, 拥有员工 3000 人。创始人 Karl Schlecht 于 1998 年将其 99%股份转入其个人名义的非营利性基金, 而保留 1%的股份于家族基金(但拥有 90%投票权)。截至 2010 年 12 月 31 日, 公司总资产 4.91 亿欧元, 净资产 1.77 亿欧元。2010 年全年实现销售收入 5.5 亿欧元, 净利润 150 万欧元, 预计 2011 年全年实现销售收入 5.6 亿欧元, 净利润 600 万欧元。

Putzmeister 60 年代末开始生产混凝土泵, 1972 年就成为德国最大的混凝土泵生产商, 市场占有率 40% (168/420); 1976 年 Putzmeister 实现了第一个世界纪录——泵送 310 米的 Frankfurt 通讯塔; 80 年代其泵车泵送高度达到 46 和 50 米。2007 年公司销售收入达到 10 亿欧元, 销售覆盖全球 154 个国家, 公司具有年产 3400 台混凝土泵、4300 台砂浆泵、700 台专业用高压喷水设备的能力。Putzmeister 拥有着辉煌的全球泵送纪录: 2008 年 2 月成功泵送迪拜 BURJ 塔高度 606 米; 2008 年 5 月生产出 70m 泵车。

公司 2000 年收入仅 4 亿欧元, 2003 年开始, 伴随全球经济增长公司进入了高成长期, 2006 年销售收入翻倍, 2007 年达到历史高点 10 亿欧元。2008 年后受全球金融危机影响和中国竞争对手的竞争, 销售和盈利开始下滑, 2008 年收入 4.5 亿欧元并出现 50 年来第一次亏损。2008 年后受全球债务危机影响, 回升缓慢, 2011 年预计收入 5.6 亿欧元, 仅为历史最高 57%, 净利润约为最高时的 1/10。

一个家族式企业之所以成为全球的顶级混凝土机械厂商，创始人 Karl Schlecht 在五十年庆时总结经验：技术创新、高质量、稳定的经验、精细化管理和全球扩张（2006-2007 年之间，公司大约投资了 1.13 亿欧元用于扩建 Putzmeister 工厂和销售公司。）

2、此次收购是世界工程机械史上的里程碑事件

2008 年之前没有人可以想象中国工程机械企业可以收购全球工程机械龙头企业，随着中国工程机械行业的发展壮大，近年来中联收购了 CIFA、柳工收购波兰 HSW、三一收购 Putzmeister，这些跨国收购说明中国工程机械行业国际化进程正在加快进行。虽然这个进程很缓慢，但是回顾国际工程机械巨头的成长，如卡特彼勒、Putzmeister 等都是通过不断的收购兼并、全球扩张成长为跨国工程机械企业。

目前中国工程机械企业正面临天时、地利、人和的优势。

天时：全球经济危机给欧美一些制造企业尤其是家族式企业带来经营压力，投资基金退出，资金压力增大。

地利：虽然“十二五”期间中国投资也面临着增速放缓的问题，但和欧洲、北美等地区相比，高铁、城际快速轨道交通建设、西部区域经济发展仍将支持投资平稳增长，政治经济稳定，资本市场健康发展为优势企业也提供了融资支持；

人和：中国企业家正处于成长期，年富力强，具有创新精神，以三一和 Putzmeister 为例，三一的管理层平均年龄在 50 岁左右，而 Putzmeister 的创始人公司董事长接近 80 岁，企业家是企业的灵魂，也决定了企业所处的生命周期。

3、三一收购 Putzmeister 利于提高产品技术与品质

虽然过去三年三一重工混凝土机械业务在销量和销售额上已超过 Putzmeister，但是 Putzmeister 仍毫无争议的是全球混凝土机械的第一品牌，主要表现在产品的技术指标（泵送高度、压力、臂长）、可靠性、稳定性、质量控制标准和流程等方面，德国制造技术和工艺处于全球顶尖水平。三一收购 Putzmeister 有利于提升产品品质和丰富高档产品系列，Putzmeister 作为高端产品系列将定位全球高端市场，此次收购也有利于三一也提升其精益制造和质量控制水平。

4、三一收购 Putzmeister 将加快国际化进程

Putzmeister 拥有其在全球经营了 53 年的销售与服务网络，销售覆盖全球 154 个国家，根据维基百科数据，公司 2006 年销售 10%来自德国国内，20%来自美国，50%来自欧洲其他地区，值得注意的是，PM 是全球水泥用量第二的印度地区的混凝土泵领导者，2010 年其泵车市场占有率 60%，拖泵市场占有率也上升至 30%。印度一年的量约 1500 台，其中拖泵约 100 台。中国工程机械产品在北美、日本、欧洲、印度的占有率非常低，通过收购 Putzmeister，三一找到了进入欧美和印度市场的“金钥匙”。

5、收购价格大大低于市场预期

本次收购 Putzmeister 100%价格为 3.6 亿欧元，以 2011 年的数据测算 PS 约 0.64 倍，PB 约为 2 倍，由于 2010、2011 年受欧洲经济危机的影响，盈利处于过去十年的低谷，PE 不具有参考意义，我们取上一轮经济周期 2002-2007 六年净利润的平均值为 3568 万欧元，收购 PE 仅为 10 倍。（注：由于 Putzmeister 非上市公司，数据未经过审计，仅供参考。）

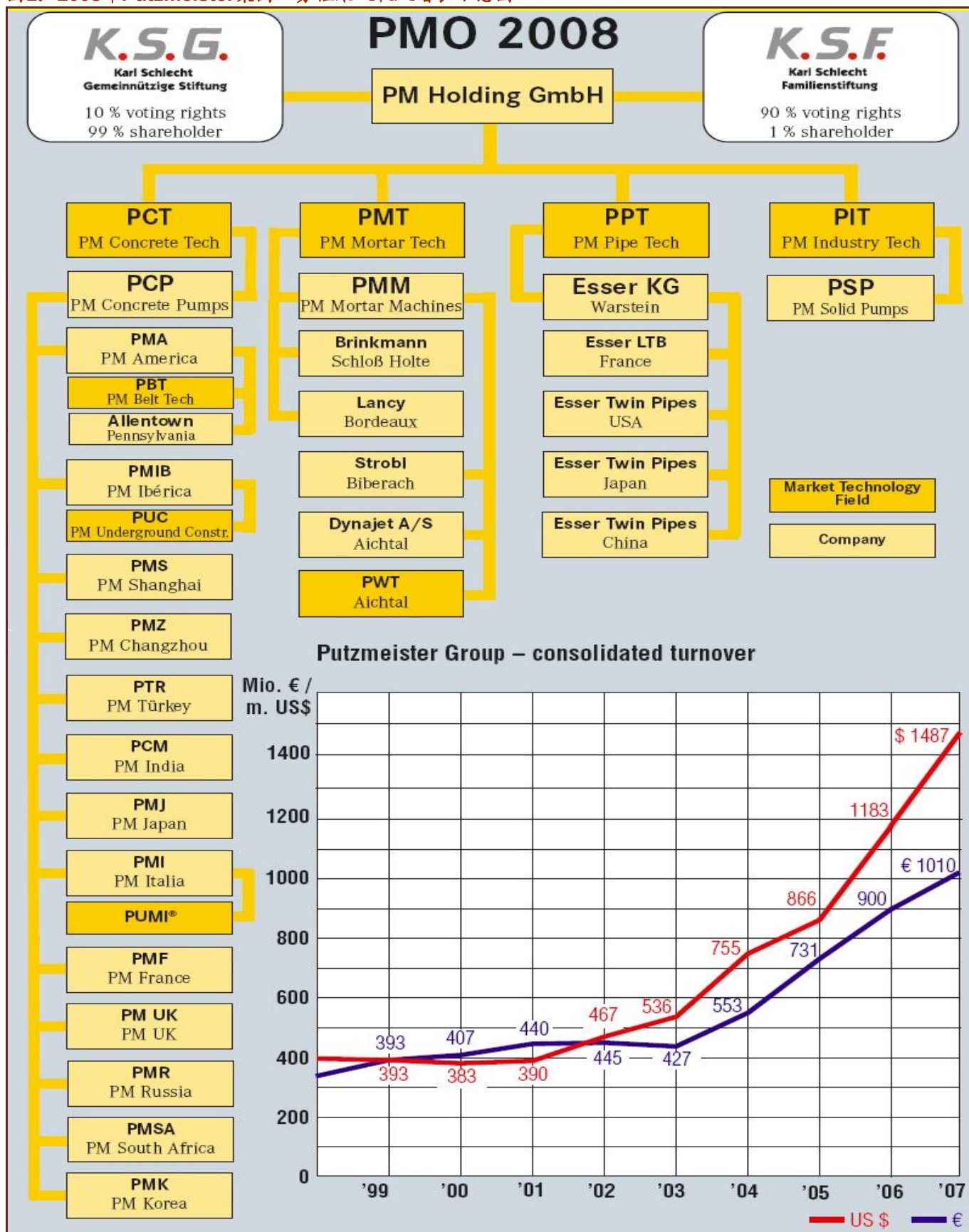
投资建议:

通过上述分析,我们认为三一重工收购 Putzmeister 是公司长期发展的重大利好,也是世界工程机械史上的里程碑,公司把握住了一次难得的跨国并购、强强联合的机会,国际化进程将加快,通过此次收购三一将成为全球工程机械龙头!我们基本维持原业绩预测,暂不考虑 H 股发行和收购 Putzmeister 带来的协同效应,预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.18、1.54、1.95 元,未来两年复合增长率 25%-30%,动态 PE 仅 10 倍左右。此次事件再次证明了,三一重工在创新、战略及投资等方面的竞争优势,同时,此次收购为上市公司自有资金收购,一定程度消除了市场对公司资金紧张的担忧。我们认为三一重工目前股价明显低估,维持“强烈推荐-A”的投资评级,目标价 20 元。

风险因素:

欧美经济复苏缓慢,盈利难有大的贡献;收购兼并引发的文化冲突。

图1：2008年Putzmeister集团业务框架及收入增长示意图

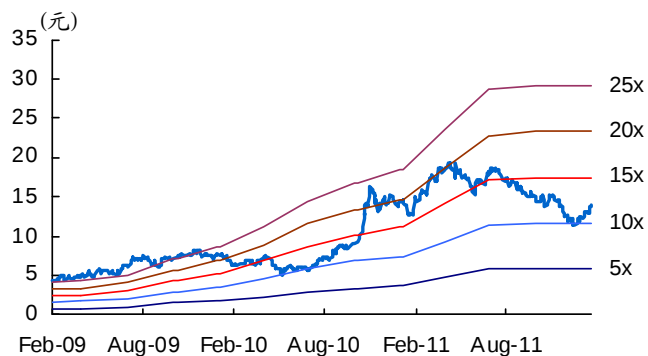


资料来源：Putzmeister50 年回顾

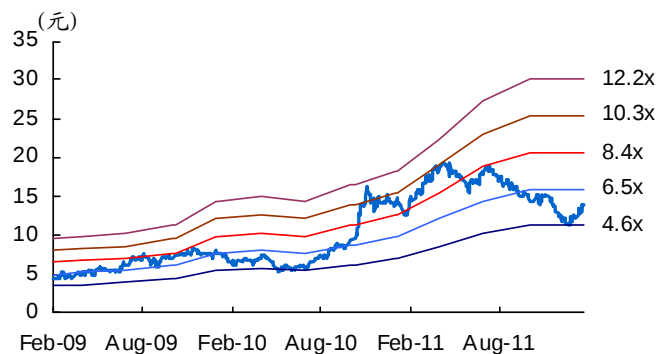
表1: Putzmeister Group 2002-2006 部分财务指标

Putzmeister Group		2006 EUR	2005 EUR	2004 EUR	2003 EUR	2002 EUR
Consolidated sales	mill.	899.4	730.5	553.5	426.5	445.4
Income from ordinary operations	mill.	91.2	65.9	45.9	32.5	27.5
Return on Sales (ROS)	%	10.1	9.0	8.1	7.2	6.0
Earnings before interest and taxes (EBIT)	mill.	98.3	71.0	49.7	35.3	34.1
EBIT-Margin	%	10.9	9.7	9.0	8.3	7.7
EBITDA	mill.	106.7	78.2	56.3	42.4	44.1
Net income for the year	mill.	51.3	37.1	28.5	17.9	19.3
Equity	%	38.9	47.7	50.9	51.9	47.0
Return on Capital Employed (ROCE)	%	33.2	29.3	25.5	19.1	17.1
Investments	mill.	47.9	25.5	20.5	6.9	11.4
Employees		3,203	2,775	2,357	2,019	2,001

资料来源: Putzmeister 网站, 2006 年度报告

图 2: 三一重工历史 PE Band


资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 3: 三一重工历史 PB Band


资料来源: 港澳资讯、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	33720	44441	61968
现金	3077	5970	8203	11568	21664
交易性投资	3	53	5	5	5
应收票据	184	1113	1641	2141	2677
应收款项	3852	5728	12579	15759	18878
其它应收款	166	550	547	714	892
存货	2940	5687	9349	12402	15532
其他	512	1335	1396	1852	2320
非流动资产	5104	10904	10911	10951	10797
长期股权投资	207	198	198	198	198
固定资产	2949	6148	6391	6622	6645
无形资产	631	1560	1404	1264	1137
其他	1317	2998	2918	2868	2818
资产总计	15837	31341	44631	55392	72766
流动负债	5519	17531	15171	16964	20470
短期借款	941	4994	2126	1000	1000
应付账款	1264	4389	6981	9260	11598
预收账款	441	958	1745	2315	2900
其他	2873	7189	4318	4388	4973
长期负债	2034	1891	6597	4597	4597
长期借款	1336	1212	6012	4012	4012
其他	698	679	584	584	584
负债合计	7552	19422	21768	21560	25067
股本	1488	5062	7594	7594	7594
资本公积金	721	10	10	10	10
留存收益	5318	6278	13911	23862	36441
少数股东权益	758	568	1349	2367	3654
母公司所有者权益	7527	11350	21514	31465	44045
负债及权益合计	15837	31341	44631	55392	72766

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2471	6749	1627	9279	13081
净利润	1963	5615	8980	11707	14800
折旧摊销	0	0	790	805	804
财务费用	0	0	482	222	155
投资收益	0	0	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	0	0	(10070)	(4739)	(4221)
其它	509	1134	1485	1324	1584
投资活动现金流	(1104)	(6774)	(873)	(850)	(650)
资本支出	0	0	(1000)	(850)	(650)
其他投资	(1104)	(6774)	127	0	0
筹资活动现金流	(1208)	819	1480	(5064)	(2335)
借款变动	0	0	899	(3126)	0
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	(1347)	(1756)	(2220)
其他	(1208)	819	(604)	(182)	(115)
现金净增加额	159	794	2233	3365	10096

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	16496	33955	54689	71373	89217
营业成本	11161	21442	34907	46302	57991
营业税金及附加	49	131	164	214	268
营业费用	1681	3205	4922	6424	8030
管理费用	771	1922	3063	3854	4639
财务费用	89	298	482	222	155
资产减值损失	94	153	200	200	200
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	10992	14197	17975
营业外收入	45	151	150	150	150
营业外支出	40	109	50	50	50
利润总额	2629	6938	11092	14297	18075
所得税	259	774	1331	1573	1988
净利润	2370	6164	9761	12725	16086
少数股东损益	407	549	781	1018	1287
母公司所有者净利润	1963	5615	8980	11707	14800
EPS (元)	1.32	1.11	1.18	1.54	1.95

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	20%	106%	61%	31%	25%
营业利润	71%	163%	59%	29%	27%
净利润	59%	186%	60%	30%	26%
获利能力					
毛利率	32.3%	36.9%	36.2%	35.1%	35.0%
净利率	11.9%	16.5%	16.4%	16.4%	16.6%
ROE	26.1%	49.5%	41.7%	37.2%	33.6%
ROIC	22.2%	33.4%	32.6%	33.0%	30.6%
偿债能力					
资产负债率	47.7%	62.0%	48.8%	38.9%	34.4%
净负债比率	17.3%	23.1%	18.2%	9.0%	6.9%
流动比率	1.9	1.2	2.2	2.6	3.0
速动比率	1.4	0.8	1.6	1.9	2.3
营运能力					
资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2
存货周转率	3.8	5.0	4.6	4.3	4.2
应收帐款周转率	4.7	7.1	6.0	5.0	5.2
应付帐款周转率	9.1	7.6	6.1	5.7	5.6
每股资料(元)					
每股收益	1.32	1.11	1.18	1.54	1.95
每股经营现金	1.66	1.33	0.21	1.22	1.72
每股净资产	5.06	2.24	2.83	4.14	5.80
每股股利	0.16	0.19	0.18	0.23	0.29
估值比率					
PE	10.6	12.6	11.8	9.1	7.2
PB	2.8	6.2	4.9	3.4	2.4
EV/EBITDA	72.6	28.1	17.6	14.2	11.4

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，招商证券机械行业首席分析师，研发中心研究董事。连续 5 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，两年第二名。连续三年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

蔡宇滨，清华大学管理科学与工程硕士，机械工程学士，2009 年加盟招商证券，2011 年新财富机械行业最佳分析师第二名(团队)。

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。