

证券研究报告—动态报告公司快评
机械设备
建筑机械 II
三一重工 (600031)

重大事件快评

谨慎推荐

(维持评级)

2012 年 2 月 1 日

收购全球混凝土机械第一品牌——德国普茨迈斯特

证券分析师： 陈玲

0755-82130646

chenling2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070002

证券分析师： 郑武

0755-82130422

zhengwu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120022

事项：

三一公告收购普茨迈斯特事宜：公司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（Putzmeister Holding GmbH）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：

■ “该并购若成功，将诞生出新一任世界混凝土泵车的领导者”

普茨迈斯特是世界著名的建筑机械制造商，全球混凝土输送机械设备的领导者，2011 年实现收入 5.7 亿欧元。自 1968 年公司进入混凝土泵行业以来，公司以其创新的技术、丰富的产品线、卓越的品质而闻名于业内外。至今，公司仍保持着两项世界纪录：1994 年垂直泵送高度 532 米，以及 1997 年 2015 米水平泵送距离。

2009 年起，三一重工超过普茨迈斯特位列混凝土机械销售额榜首。若此次能够收购成功，两者将形成良好的互补。在中国，普茨迈斯特的市场份额不足 5%，但其品牌、产品可靠性、使用成本、安全性、效率等多个方面在用户口碑中仍排名第一。此外，普茨迈斯特在全球拥有多个生产基地以及广泛的营销渠道。成功收购普茨迈斯特将帮助三一重工在上述短板领域形成跨越式发展。

■ 收购价格合理，略好于市场预期；交易对公司的整体财务影响较小

普茨迈斯特的收购作价为 3.60 亿欧元，三一重工通过三一德国出资 90% 比例合 3.24 亿欧元，为三一重工最近一期经审计净资产的 13.5%，对公司财务影响较为有限。

交易定价合理，略好于市场预期。截至 2010 年 12 月 31 日，普茨迈斯特总资产 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。对应 PS 为 0.64、PB 为 2.03、PE 为 60 倍。2008 年，中联收购 CIFA 的 PS 为 1.24、PB 为 7.22、PE 为 43 倍。考虑到净利润的弹性较大，从 PS 和 PB 角度，此次交易的定价较中联收购 CIFA 低。

相较于收购价格的高低，我们更看好此次交易对公司技术、渠道和品牌等方面的提升，倾向于用长期和发展的眼光看待该收购。

■ 预计 11~13 年 EPS 为 1.16、1.20 和 1.49 元/股，对应 PE12.1X、11.7X 和 9.4X，维持“谨慎推荐”评级

三一同时公告 11 年业绩预增 50%~60%，符合我们在国信机械年度策略报告中 EPS1.16 元，净利润增速 56% 的预测。但考虑到工程机械行业竞争加剧、公司财务成本可能进一步上升等因素，下调 2012 年 EPS 预测 12% 至 1.20 元/股。

风险提示：对于相对缺乏并购经历的三一而言，交易后，技术是否可以转移，能否成功应对企业文化差异，能否充分整合资源产生协同效应，是判断能否给股东带来最大回报的关键。

附：全球混凝土机械第一品牌——德国普茨迈斯特

■ 全球混凝土机械设备领导者

普茨迈斯特由 Karl Schlecht 先生创办于 1958 年，主要主从事开发、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。运营领域包括土木工程、采矿和隧道工程、大型工业工程项目、发电厂、废水处理和垃圾焚化炉等。

普茨迈斯特是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已成为混凝土技术的全球领导者。由于其以泵车专利技术——C 型换向阀著称，且 C 型阀形似象鼻阀，因而又被称为“大象”。

普茨迈斯特混凝土泵车特点包括：臂架折叠方式多为 M 型；泵送排量大、规格多；支腿型式主要采用 X 型支腿、前摆式多级伸缩支腿；减震技术；智能化控制等。

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。截至 2010 年 12 月 31 日，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。

图 1：公司产品一览



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 2：公司组织架构与业务构成

Putzmeister Holding GmbH (PMH)							
1. Putzmeister Concrete Technology (PCT) BMEA Europe Middle East Africa	1. Putzmeister Concrete Technology (PCT) AP Asia Pacific	1. Putzmeister Concrete Technology (PCT) America	2. Putzmeister Underground Concreting (PUC)	3. Putzmeister Mortar Technology (PMT)	4. Putzmeister Pipe Technology (PPT)	5. Putzmeister Solid Pumps (PSP)	6. Engineering (PEG)
1.1 Truck-mounted concrete pumps 1.2 Stationary concrete pumps 1.3 Stationary placing booms 1.4 PUMI® 1.5 Pre cast plant applications PCA 1.6 Telebet®			2.1 Concrete spraying machines	3.1 Mortar machines	4.1 Delivery lines	5.1 Industrial pumps / Industrial plants Mining	

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

2006 年，普茨迈斯特总部（Putzmeister AG）重组为四个事业部——混凝土技术业务部(PCT)、混凝土灰浆技术业务部(PMT)、混凝土工业技术业务部(PIT)、混凝土水处理技术业务部(PWT)；并通过收购新增管道等新业务。

表 1：公司分业务销售收入

百万欧元	2006		2007	
按业务划分	销售额	占比	销售额	占比
混凝土技术业务部(PCT)	748.1	83%	812.9	80%
混凝土灰浆技术业务部(PMT)	118.8	13%	137.3	14%

混凝土工业技术业务部(PIT)	24.2	3%	26.7	3%
混凝土水处理技术业务部(PWT)	8.3	1%	10.7	1%
管道业务部(PPT)	4.1	0%	22.7	2%
合计	903.5	100%	1010.3	100%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

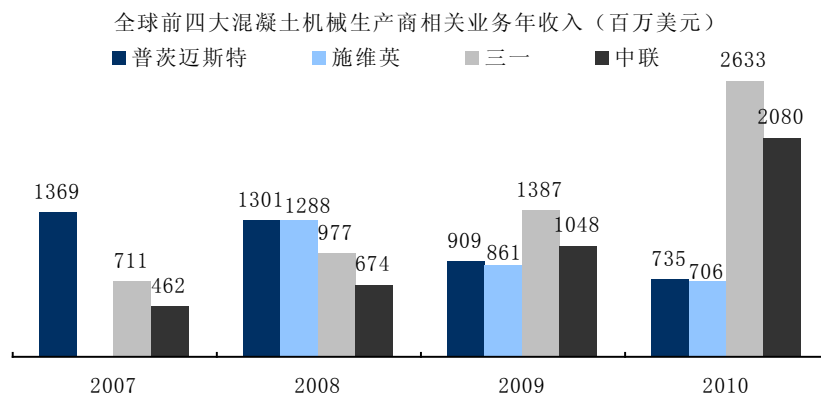
表 2: 普茨迈斯特历史上的里程碑事件

年份	事件
1961	第一个工厂建立在 - Filderstadt-斯图加特机场附近
1963	取了新名“普茨迈斯特”——德语意为灰浆机大师
1965	世界第一台用于粉刷石膏连续作业的搅拌机 (Gypsomat) 问世, 标志着灰浆机技术的新一轮革命
1968	普茨迈斯特开始生产 2 米冲程的水液压缸活塞混凝土泵, 开始进入混凝土泵行业
1971	位于 Aichtal 的生产基地开工, 交付第一千台混凝土泵车。最早系列的“大象”C 形换向阀在全球取得了专利。
1976	开发出带臂架的混凝土搅拌机 -PUMI
1978	在瑞士的哥达隧道创下了垂直泵送 340 米, 水平泵送 600 米的世界纪录
1980	建立了第四个产品事业部: 隧道机械
1983	又一项新的创新成果-"Shotcrete Buffalo"-全球最大的混凝土喷射机诞生
1985	另一项混凝土泵送纪录: 432 米的西班牙抽水蓄能电站
1986	交付世界上最长的 62 米臂架泵车, 至此普茨迈斯特是世界上销售最多的混凝土泵的公司
1987	交付了第 5000 台大象泵车。普茨迈斯特研发出配有密封装置的特殊防辐射泵车。这台泵车的问世呈现出机械零配件数字化的新概念
1994	创造全球世界纪录——在意大利“Riva del Garda”抽水蓄能电站——垂直泵送高度 532 米
1996	全球第三个生产制造基地-普茨迈斯特上海在中国建立, 在美国建立了 -“普茨迈斯特 Gera 服务基地”
1997	在法国的 2015 Le Refrain 创下的 2015 米水平泵送世界记录;
2001	开发出新的 46M 4 节臂配有单侧支撑系统得产品, 在狭窄的建筑工地更为灵活
2002	在美国市场推出了 58 米 6 桥底盘的紧凑型大臂架泵车。
2003	和瑞士的 SIKAG 合作开发出 PM500 隧道喷射机
2004	推出新的 62 米 6 节臂泵车
2005	普茨迈斯特总部 (Putzmeister AG) 重组为四个事业部-混凝土技术业务部(PCT); 混凝土灰浆技术业务部(PMT); 混凝土水处理技术业务部(PWT); 混凝土工业技术业务部(PIT);
2005	普茨迈斯特为迪拜高楼提供泵车, 布料杆和输送管。开发出压力超过 300 巴的超高压混凝土拖泵 BSA 14000 SHPD
2006	收购一家专注于图层技术的公司 Strobl Beschichtungstechnik GmbH、收购管道业务生产商 delivery line manufacturer Esser
2008	从 2008 年 2 月 21 日起普茨迈斯特集团改为普茨迈斯特混凝土泵控股公司。

资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

2006 年, 普茨迈斯特全球混凝土机械市场份额约 21.5%, 施维英为 15%, 当时中国混凝土机械市场仍规模较小, 三一、中联折算到全球的市场份额约 8% 和 3%。但随后的几年中, 国际市场金融动荡, 而中国市场 4 万亿投资极大地刺激了混凝土机械市场的成长, 到 2010 年, 三一的销售规模已经约是普茨迈斯特 3.6 倍。

图 3: 2007-2010 年全球前四大混凝土机械生产商相关业务年收入



资料来源：全球工程机械企业 50 强排名、公司年报、国信证券经济研究所整理

表 3: 普茨迈斯特与施维英在全球工程机械企业中的排名

	普茨迈斯特		施维英	
	混凝土机械销售额	全球 50 强排名	混凝土机械销售额	全球 50 强排名
2007	1369	25	-	-
2008	1301	26	1288	27
2009	909	29	861	37
2010	735	36	706	38

资料来源：全球工程机械企业 50 强排名、国信证券经济研究所整理

■ 普茨迈斯特中国市场印象：产品性能卓越，而销售条件缺乏灵活性

尽管普茨迈斯特在中国市场的占有率不到 5%，但是其品牌和产品深受客户认可。

根据 10 年 8 月的一份国内混凝土泵车用户需求调查数据（260 份样本），普茨迈斯特与三一、中联和徐工的产品相比，在品牌、可靠性、使用成本、安全性、效率和底盘这 6 个方面排名第一，而在价格和付款方式上排名末尾，售后服务也有所欠缺。

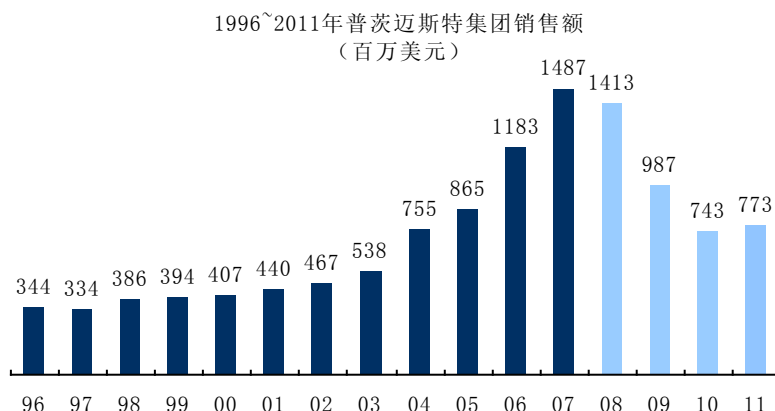
表 4: 国内泵车用户对普茨迈斯特产品、销售条件的评价与比较

	普茨迈斯特排名
价格	4
品牌	1
付款方式	4
售后服务	3
可靠性	1
使用成本	1
安全性	1
效率	1
技术支持	2
底盘	1

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所整理

■ 近期经营状况

08 年金融危机成为公司发展的转折点。96 年至 07 年，公司销售额从 3.4 亿美元攀升到 14.87 亿美元，到 11 年下降为 7.73 亿美元。

图 4: 1996~2010 年普茨迈斯特集团销售额


*07 年混凝土业务占集团总销售额 92%；08~09 年数据在混凝土机械业务数据基础上并按此比例估算集团销售额；10、11 年为 5.5 亿欧元、5.6 亿欧元按照美元折算

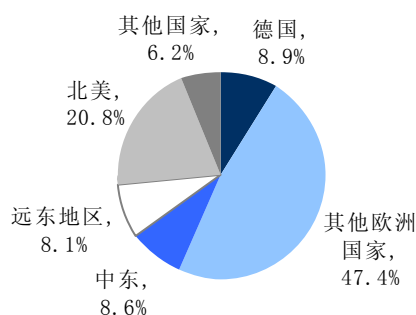
资料来源：全球工程机械企业 50 强排名、公司年报、国信证券经济研究所整理

公司的发展重心主要集中在欧洲。

欧洲贡献了超过 55% 的集团销售额，北美是公司第二大销售市场。而公司在增长迅速的远东地区表现一般，估计 2007 年在远东地区的销售额折合成人民币约 7 亿元，较以中国销售为主的三一、中联 54 和 35 亿的销售总额差距明显。在中国市场较低的占有率，也造成了公司 08 年后错失了一次关键性的发展机遇。

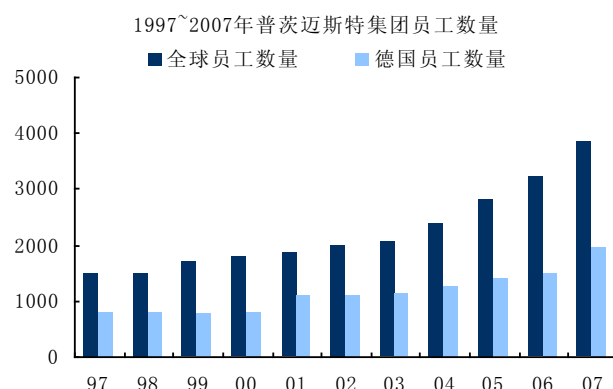
不仅是市场开拓，生产布局方面，公司依然以欧洲为主。集团员工总数量约 3800 人，其中约 50% 的员工为德国本国员工。

图 5: 2007 年集团销售额分区域占比



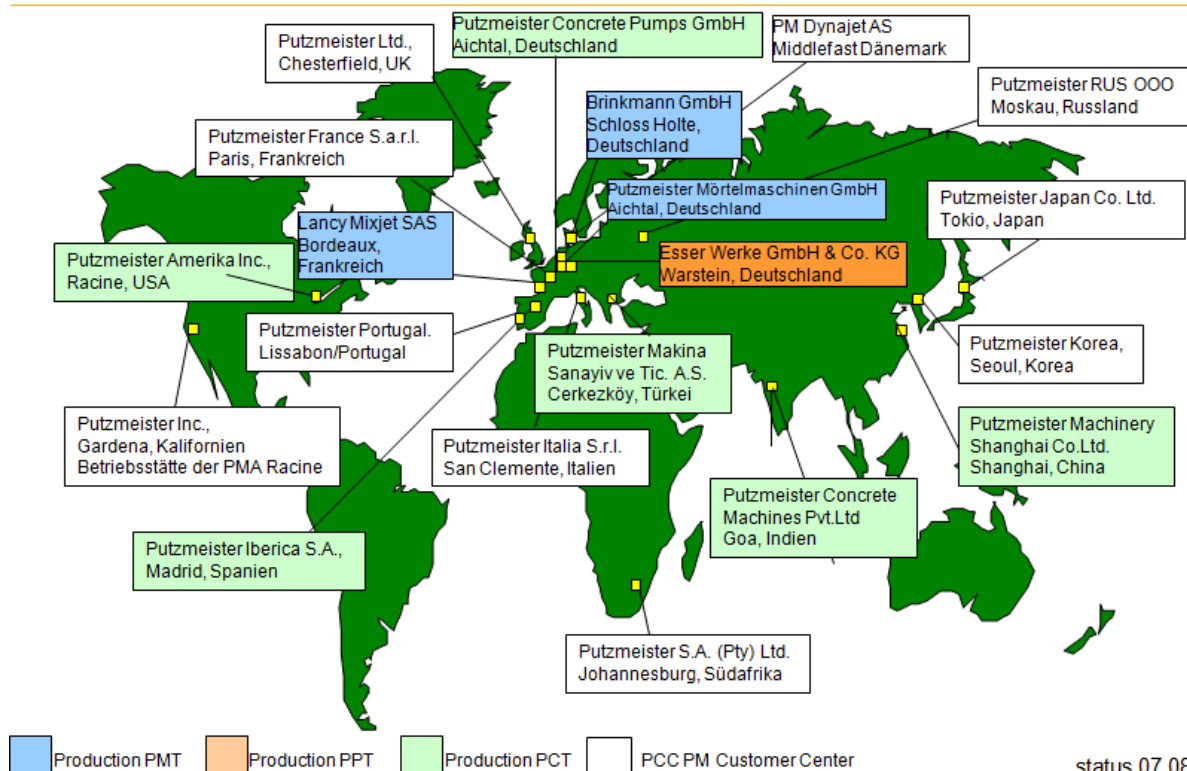
资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 6: 1997~2007 年集团员工数量



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司生产基地构成



status 07.08

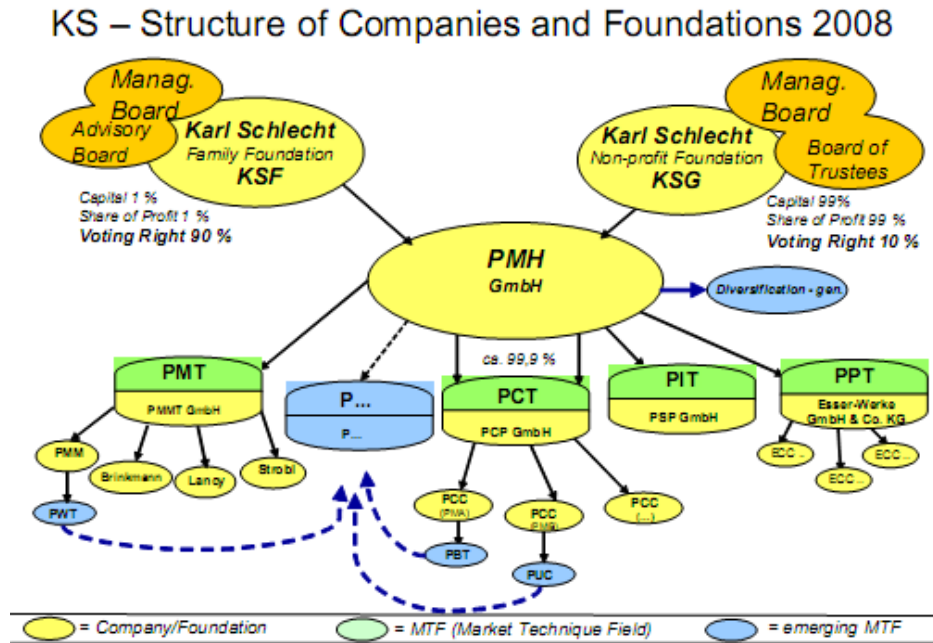
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 股权架构

KSF: Karl Schlecht 家族基金拥有 1%的普茨迈斯特控股的股份，以及 90%的投票权；

KSG: Karl Schlecht 慈善基金会（Karl Schlecht Gemeinnützige Stiftung）拥有 99%的普茨迈斯特控股的股份，以及另外 10%的投票权。

图 8: 公司股权架构与业务结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5970	3000	7269	10168
应收款项	7391	15896	18654	23317
存货净额	5687	9448	11345	14309
其他流动资产	1335	2002	2280	2850
流动资产合计	20437	30346	39548	50645
固定资产	8990	14462	17729	18841
无形资产及其他	1560	1508	1456	1404
投资性房地产	156	210	0	0
长期股权投资	198	198	198	198
资产总计	31341	46724	58930	71088
短期借款及交易性金融负债	6027	5066	5000	5000
应付款项	6666	8761	10213	12882
其他流动负债	4838	6506	7637	9608
流动负债合计	17531	20334	22851	27490
长期借款及应付债券	1701	6564	8564	6564
其他长期负债	190	460	554	647
长期负债合计	1891	7024	9118	7212
负债合计	19422	27358	31969	34702
少数股东权益	568	1212	1878	2705
股东权益	11350	18154	25083	33681
负债和股东权益总计	31341	46724	58930	71088

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.11	1.16	1.20	1.49
每股红利	0.28	0.26	0.29	0.36
每股净资产	2.24	2.39	3.30	4.44
ROIC	43%	43%	32%	34%
ROE	49%	49%	36%	34%
毛利率	37%	38%	36%	35%
EBIT Margin	21%	23%	21%	20%
EBITDA Margin	23%	25%	23%	22%
收入增长	106%	50%	14%	25%
净利润增长率	186%	57%	3%	24%
资产负债率	64%	61%	57%	53%
息率	2.0%	2.8%	3.1%	3.8%
P/E	18.9	12.1	11.7	9.4
P/B	6.2	3.9	2.8	2.1
EV/EBITDA	11.6	7.8	7.9	6.6

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	33955	50895	57985	72481
营业成本	21442	31741	37343	47161
营业税金及附加	131	279	239	299
销售费用	3205	4173	5379	6723
管理费用	1922	2800	3051	3749
财务费用	298	968	913	578
投资收益	42	100	100	100
资产减值及公允价值变动	(103)	(300)	(201)	(201)
其他收入	0	0	200	0
营业利润	6897	10733	11160	13870
营业外净收支	41	150	100	100
利润总额	6938	10883	11260	13970
所得税费用	774	1214	1256	1559
少数股东损益	549	860	890	1105
归属于母公司净利润	5615	8808	9113	11307

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5615	8808	9113	11307
资产减值准备	55	(127)	0	0
折旧摊销	522	721	1086	1414
公允价值变动损失	103	300	201	201
财务费用	298	968	913	578
营运资本变动	759	(9081)	(2046)	(3465)
其它	356	771	666	827
经营活动现金流	7410	1392	9020	10284
资本开支	(5415)	(6314)	(4502)	(2676)
其它投资现金流	(51)	53	0	0
投资活动现金流	(5456)	(6261)	(4502)	(2676)
权益性融资	120	0	0	0
负债净变化	(123)	4864	2000	(2000)
支付股利、利息	(1413)	(2005)	(2184)	(2709)
其它融资现金流	3893	(961)	(66)	0
融资活动现金流	940	1898	(249)	(4709)
现金净变动	2893	(2970)	4269	2899
货币资金的期初余额	3077	5970	3000	7269
货币资金的期末余额	5970	3000	7269	10168
企业自由现金流	3094	(4100)	5175	8199
权益自由现金流	6863	(1058)	6476	5686

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《期待世界级的工程机械企业在中国诞生》 —— 2011-06-20
- 《三一重工-600031-2010 年中报点评: 业绩及分红方案均好于预期, 维持“推荐”》 —— 2010-08-23
- 《三一重工 09 年三季报点评: 季报业绩明显超预期, 明年继续高增长可能性大》 —— 2009-10-29
- 《三一重工中报点评: 业绩符合预期, 维持“推荐”评级》 —— 2009-08-26
- 《季度业绩环比显著好转, 维持“推荐”》 —— 2009-04-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料, 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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行