

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

联系人：张宇 zhangyu00@ccnew.com

瑕不掩瑜 国际化提速

——三一重工（600031.SH）年报点评

研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期：2012年04月09日

报告关键要素：

快速扩张的发展步调一直以来成就了公司在工程机械市场的龙头地位。短期看逆周期扩张增加公司运营风险，长期看公司低成本扩张、提早布局有利于把握先机赢得市场。

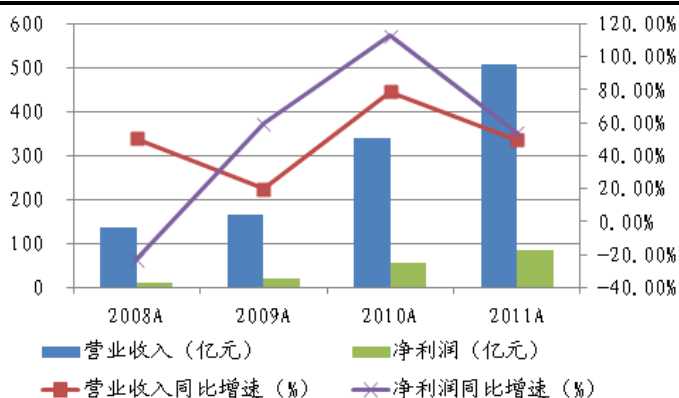
事件：

三一重工（600031.SH）公布2011年年报。公司实现营业收入约507.76亿元，较2010年的339.55亿元增长49.54%；实现净利润86.49亿元，较2010年的56.15亿元增长54.02%，全面摊薄后每股收益1.14元。收入、利润、合同额均创历史新高。同时，公司公布利润分配预案每10股派发现金红利3元（含税）。

点评：

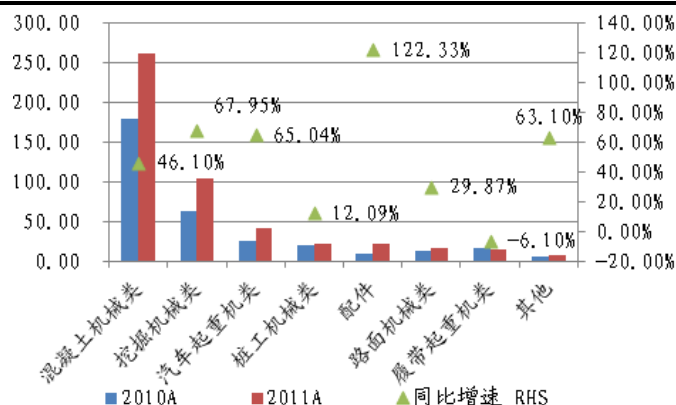
- **业绩基本符合预期。**2011年每股收益1.14元，基本符合我们之前预期1.17元。截止2011年12月31日，公司总资产513.07亿元，净资产196.63亿元，净资产收益率为55.96%。混凝土机械销售收入突破260亿元，同比增长46.10%，进一步巩固了“世界最大混凝土机械制造商”的龙头地位。挖掘机销售额突破100亿元，同比增长67.95%，与国内外所有挖机品牌相比，市场占有率跃居国内市场第一。

图1：2008-2011年公司营业收入和净利润



数据来源：WIND，中原证券研究所

图2：2010-2011年公司分业务收入增长



数据来源：WIND，中原证券研究所

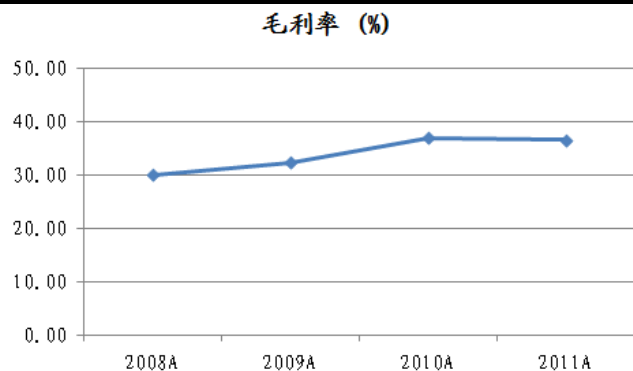
- **盈利能力远高于工程机械行业平均水平。**毛利率36.48%，较上年小幅下降0.37个百分点。主要原因是公司收入结构并未发生太大改变，毛利水平较高的混凝土机械依然是公司利润增长的最主要来源。

管理费用：30.63亿元，较上年增长59.41%，主要是员工薪酬增加和研发费用增长所致。其中，公司研发开支13.64亿元，同比增速高达94.86%，占公司收入比重2.69%，比例接近创业板上市公司。

销售费用：42.16亿元，同比增长31.55%，这一增速与公司销售规模增长幅度相符。销售费用中最大的一部分（约37%）仍然是销售佣金，这与行业销售模式有关。

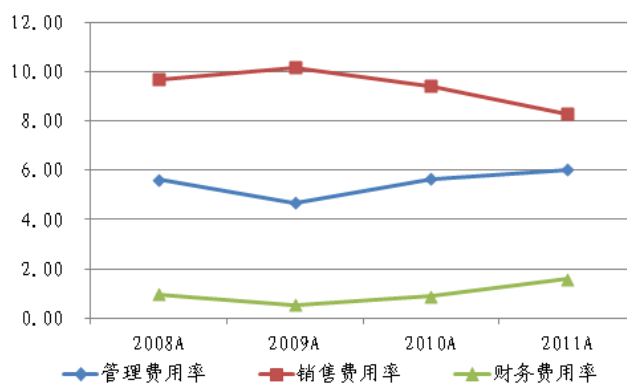
财务费用：8.07亿元，同比增长170.60%，主要源于借款利息支出及手续费增加。公司上年度利息支出7.65亿元，同比增长276.09%，主要系公司短期借款和长期借款大幅增加所致。其中，公司信用借款较2010年增加约42亿元，虽然一定程度上确保公司逆周期扩张中资金链不会断裂，但是增加了公司财务负担。我们预计今年三一重工H股上市将使资金成本大幅下降。

图3： 2008年-2011年公司毛利率 (%)



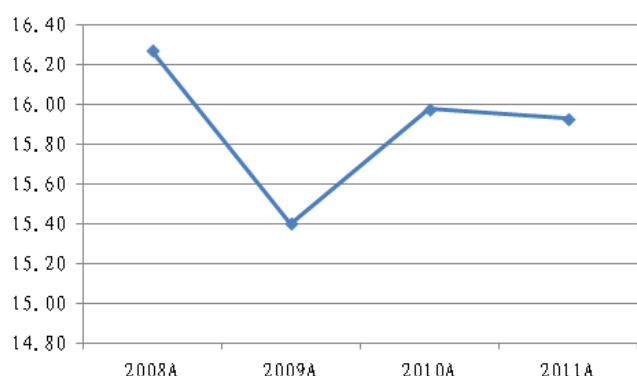
数据来源：WIND，中原证券研究所

图4： 2008年-2011年公司三项费用率 (%)



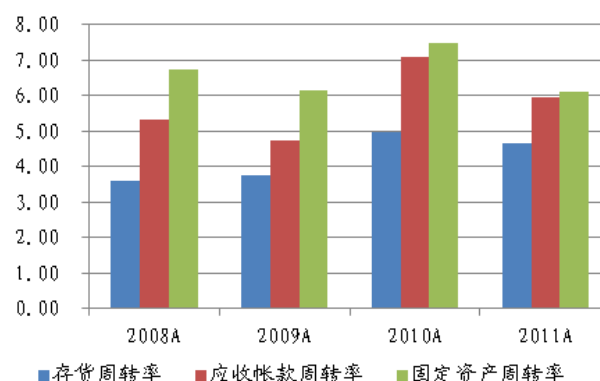
数据来源：WIND，中原证券研究所

图5： 2008年-2011年公司期间费用率 (%)



数据来源：WIND，中原证券研究所

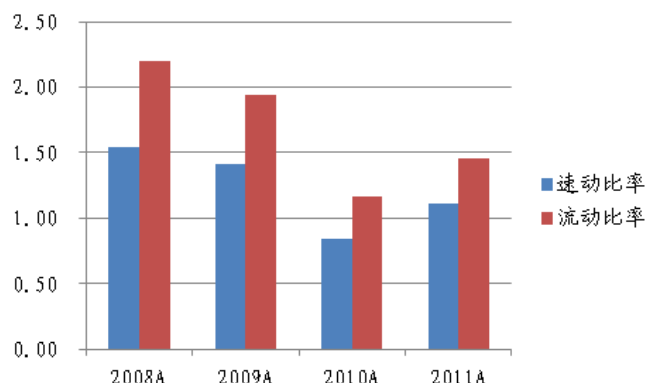
图6： 2008年-2011年公司营运能力



数据来源：WIND，中原证券研究所

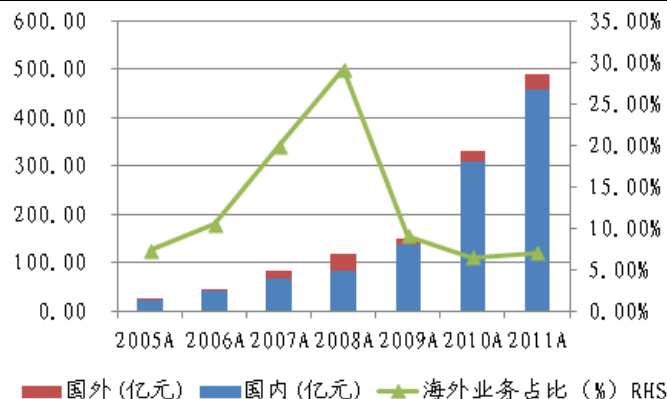
- **公司营运能力较去年下降。**主要原因与公司业务规模扩大，存货采购及储备增加，以及公司扩大产能，在建和技改项目使固定资产增速较高所致。2010年未完工在建工程有包括印度、德国、美国在内的12个产业园，2011年公司又新增固定资产投资，新建西北重工产业园、中阳产业园和中兴产业园等三个基地。公司应收账款大幅增长97.36%，一方面与公司业务增长有关，另一方面与2011年固定资产投资领域资金链紧张有关。公司已计提应收账款坏账准备1.06亿元，同比增长59.38%。
- **公司偿债能力。**公司流动比率和速动比率分别为1.46和1.11，偿债能力略好于2010年的1.17和0.84，预计今年H股融资成功，公司偿债能力将进一步提高，59.55%的资产负债率也将有所改善。

图7：2008年-2011年公司偿债能力



数据来源：WIND，中原证券研究所

图8：2005年-2011年公司海外业务占比



数据来源：WIND，中原证券研究所

- **国际化步伐加速。**三一扩张的脚步从未停止，从国内各地区建立产业园区，陆续在印度、美国、德国投资建厂、到收购普茨迈斯特，携手帕尔菲格。三一正在逐步实现由中国走向世界的扩张过程。特别是公司收购普茨迈斯特，并与帕尔菲戈成立合资公司将有利于提高自身产品质量、有利于提升公司产品国内外市场占有率、有利于提升三一的品牌价值。
- **投资建议：**混凝土机械主要受益于出口增长和城市化建设，同时挖掘机销售受益进口替代加速。此外，收购普茨迈斯特后，两家公司并表，以2011年PM收入5.6亿欧元计算，将为三一混凝土机械贡献营收增长约18个百分点。总体来说，预计公司12年混凝土机械和挖掘机销量都会保持增长势头，但是增速会略有放缓，分别为30%和35%。公司随车起重机与帕尔菲戈合作后在一定程度上提升了产品质量，拓宽了销售渠道，预计随车起重产品可以达到50%以上的同比增速。再次，公司产品销售量逐年增加，市场占有率不断提升，配件销售将保持35%以上的增速。预计12年和13年公司每股收益分别为1.43元，1.65元。按照4月6日收盘价13.14元计算，对应市盈率为9.19倍和7.96倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；宏观经济下滑的系统性风险。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	339.55	507.76	640.33	787.15
增长比率(%)	105.84%	49.54%	26.11%	22.93%
净利润(亿元)	56.15	86.49	108.77	125.12
增长比率(%)	186.13%	54.02%	25.76%	15.03%
全面摊薄每股收益(元)	0.74	1.14	1.43	1.65
市盈率(倍)	17.76	11.53	9.19	7.96

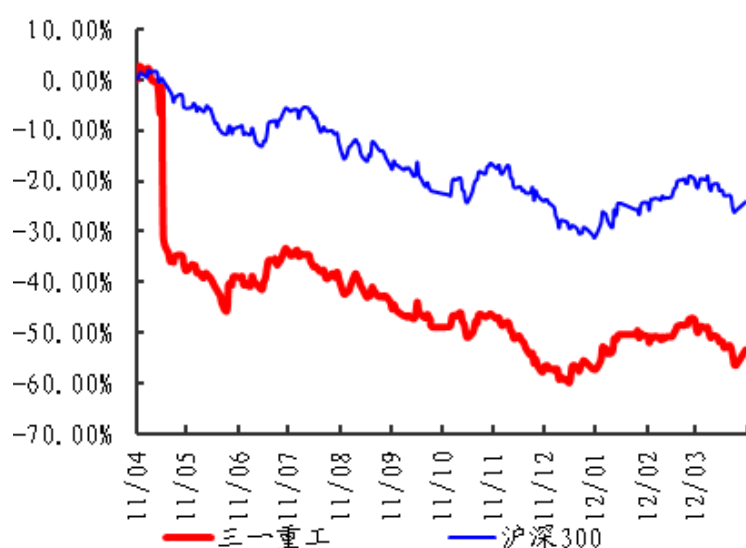
市场数据 (2012年04月06日)

收盘价(元)	13.14
一年内最高/最低(元)	30.11/11.10
沪深300指数	2519.83
市净率(倍)	5.07
流通市值(亿元)	923.85

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	2.59
每股经营现金流(元)	0.44
毛利率(%)	36.48
净资产收益率-摊薄(%)	40.29
资产负债率(%)	59.55%
总股本/流通股(亿股)	75.94/70.31
B股/H股(亿股)	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分析师资格。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。

免责条款

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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。