

建筑机械**署名人:** 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

三一重工**600031****推荐****收购全球混凝土机械巨头，加速国际化进程**

公司今日发表公告，公司控股子公司三一德国联合中信基金共同收购国际混凝土机械巨头-德国普茨迈斯特 100% 股权，其中三一德国出资 3.24 亿欧元（折合人民币 26.54 亿元）收购 90%，中信基金收购 10%。我们认为本次收购对公司短期业绩贡献有限，但中长期协同效应潜力巨大，且将加速公司国际化进程。

投资要点:

- **普茨迈斯特是国际混凝土机械巨头。** 相关数据显示，普茨迈斯特在全球除中国外混凝土机械市场占有率长期高达 40% 左右，而且 90% 以上的销售收入来自于海外，海外市场遍布全球 110 多个国家。预计 2011 年实现销售收入 5.6 亿欧元，净利润 600 万欧元。
- **收购价格合理。** 截止 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。本次收购对应 2010 年 PB 为 1.83 倍，低于国内及世界工程机械平均估值水平，收购价格合理。
- **收购对公司短期业绩贡献有限。** 我们预计公司 2011 年收入超过 500 亿，普茨迈斯特 2011 年收入占收购后公司合并收入的 10% 以内，利润占比几乎可以忽略不计，因此本次收购对公司短期业绩贡献有限。
- **收购后中长期协同效应潜力巨大。** 若能成功完成整合，公司与普茨迈斯特之间将产生较强的协同效应：（1）产品制造与技术：公司将共享普茨迈斯特的技术研究成果，加快创新步伐；合并后公司采购规模加大，将增强与供应商的议价能力，降低采购成本；（2）品牌与销售网络：普茨迈斯特定位高端市场，公司定位中低端市场，且两公司在销售网络布局方面有很强的互补性，并购后将有效促进二者在对方市场内的销售。
- **维持“推荐”的投资评级。** 假设 2012 年普茨迈斯特与公司财务并表，我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.15、1.37 和 1.74 元。目前股价对应 2012 年 10.21 倍市盈率，估值基本合理，维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示：宏观调控持续紧缩、原材料成本上升、信用销售风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	33955	51428	62264	78504
收入同比(%)	79%	51%	21%	26%
归属母公司净利润	5615	8713	10414	13177
净利润同比(%)	113%	55%	20%	27%
毛利率(%)	36.9%	36.7%	36.7%	36.6%
ROE(%)	49.5%	42.8%	33.8%	30.0%
每股收益(元)	0.74	1.15	1.37	1.74
P/E	21.76	14.02	11.73	9.27
P/B	10.76	6.00	3.97	2.78
EV/EBITDA	16	11	9	7

资料来源：中投证券研究所

相关报告

三一重工：业绩符合预期，逆势增长凸显竞争力 2011-10-31

三一重工：受益战略布局，行业龙头成长空间广阔 2011-09-19

附：普茨迈斯特公司简介

1958 年机械工程师卡尔-施勒赫特在德国斯图加特成立了普茨迈斯特，公司从灰浆机起家，后发展成为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已成为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。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。

50 多年来，普茨迈斯特一直坚持稳健的聚焦原则。普茨迈斯特的产品线从未涉足过灰浆、混凝土机械以外的业务。而在这个领域里，它一直保持着全球最杰出的技术和产品质量。闭式液压系统、管分配阀等技术都是由它首创。

普茨迈斯特在全球市场占有率为长期高达 40% 左右，而且 90% 以上的收入来自于海外，海外市场遍布全球 110 多个国家。由于公司产品定位高端，欧洲和北美市场贡献收入高达 80% 左右，新兴市场占比较小。

由于专注于细分市场，普茨迈斯特一直保持稳健但不迅猛的增长速度，到现在仍只算是中型企业。截止 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 年实现销售收入 5.6 亿欧元，净利润 600 万欧元。

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	5970	4692	10643	21382
应收账款	5728	10286	12453	15701
其他应收款	550	771	934	1178
预付账款	1335	1628	1972	2487
存货	5687	8141	9860	12437
其他流动资产	1166	1089	1305	1630
非流动资产	10904	12236	13309	12301
长期投资	198	200	200	200
固定资产	6148	9649	10722	9714
无形资产	1560	1560	1560	1560
其他非流动资产	2998	827	827	827
资产总计	31341	38843	50477	67116
流动负债	17531	14190	15335	17400
短期借款	4994	3000	3000	3000
应付账款	4389	4885	5127	5970
其他流动负债	8148	6305	7208	8430
非流动负债	1891	2950	1950	1950
长期借款	1212	2212	1212	1212
其他非流动负债	679	738	738	738
负债合计	19422	17140	17285	19351
少数股东权益	568	1336	2411	3809
股本	5062	7594	7594	7594
资本公积	10	465	465	465
留存收益	6380	12258	22672	35849
归属母公司股东权益	11350	20366	30780	43957
负债和股东权益	31341	38843	50477	67116

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6749	3307	9142	10889
净利润	6164	9481	11489	14575
折旧摊销	524	674	926	1008
财务费用	298	293	270	250
投资损失	-42	-77	-90	-100
营运资金变动	-156	-6637	-3453	-4844
其他经营现金流	-39	-427	0	0
投资活动现金流	-6774	-1920	-1910	100
资本支出	4426	2000	2000	0
长期投资	-54	-7	0	0
其他投资现金流	-2402	74	90	100
筹资活动现金流	819	-2666	-1281	-250
短期借款	4054	-1994	0	0
长期借款	-123	1000	-1000	0
普通股增加	3574	2531	0	0
资本公积增加	-711	455	0	0
其他筹资现金流	-5975	-4658	-281	-250
现金净增加额	784	-1279	5951	10739

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	33955	51428	62264	78504
营业成本	21442	32565	39442	49750
营业税金及附加	131	206	249	314
营业费用	3205	4629	5604	7065
管理费用	1922	2911	3524	4443
财务费用	298	293	270	250
资产减值损失	153	199	210	220
公允价值变动收益	50	50	0	0
投资净收益	42	77	90	100
营业利润	6897	10753	13056	16562
营业外收入	151	65	0	0
营业外支出	109	44	0	0
利润总额	6938	10774	13056	16562
所得税	774	1293	1567	1987
净利润	6164	9481	11489	14575
少数股东损益	549	768	1075	1398
归属母公司净利润	5615	8713	10414	13177
EBITDA	7719	11720	14252	17820
EPS (元)	1.11	1.15	1.37	1.74

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	78.9%	51.5%	21.1%	26.1%
营业利润	105.6	55.9%	21.4%	26.9%
归属于母公司净利润	112.7	55.2%	19.5%	26.5%
盈利能力				
毛利率	36.9%	36.7%	36.7%	36.6%
净利率	16.5%	16.9%	16.7%	16.8%
ROE	49.5%	42.8%	33.8%	30.0%
ROIC	46.0%	43.3%	43.5%	48.0%
偿债能力				
资产负债率	62.0%	44.1%	34.2%	28.8%
净负债比率	37.27	30.47%	24.37	21.77%
流动比率	1.17	1.88	2.42	3.15
速动比率	0.84	1.30	1.78	2.44
营运能力				
总资产周转率	1.44	1.47	1.39	1.34
应收账款周转率	7	6	5	6
应付账款周转率	7.59	7.02	7.88	8.97
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	1.15	1.37	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	0.44	1.20	1.43
每股净资产(最新摊薄)	1.49	2.68	4.05	5.79
估值比率				
P/E	21.76	14.02	11.73	9.27
P/B	10.76	6.00	3.97	2.78
EV/EBITDA	16	11	9	7

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2011-10-31	三一重工：业绩符合预期，逆势增长凸显竞争力
2011-09-19	三一重工：受益战略布局，行业龙头成长空间广阔

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

欧阳俊，中投证券研究所机械行业分析师，中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所，负责工程机械、冶金矿采化工设备、铁路设备和机械基础件等子行业研究。

宋怡桥，中投证券研究所机械行业分析师，清华大学工学博士。2011 年加入中投证券研究所，负责机床、仪器仪表、船舶制造和重型机械等子行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际 大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434