



买入 **23% ↑**

目标价格: 人民币 17.16

原先目标价: 人民币 22.14

股票代码: 600031.SS

价格: 人民币 13.99

目标价格基础: 13 倍 12 年市盈率

板块评级: 中立

主要催化剂/事件

- 未来宏观政策以及信贷层面是否放松将是关键

股价表现

	今年至今 (%)	1月 (%)	3月 (%)	12月 (%)
		月度	月度	月度
绝对	16	12	(7)	(3)
相对新华富时 A50 指数	8	5	(3)	10

发行股数(百万)	7,594
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	43,558
3个月日均交易额(人民币 百万)	293
净负债比率(%) (2011E)	42
主要股东(%)	
三一集团	59

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年1月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械

史祺, CFA

(8621) 2032 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120008

三一重工

长期投资价值显现

三一重工公告, 公司旗下三一德国和中信基金将共同收购普茨迈斯特 100% 的股权, 其中三一德国以 3.24 亿欧元 (折合人民币 26.5 亿元) 收购 90% 的股权, 普茨迈斯特是全球混凝土机械行业第一品牌, 由于中国市场以及中国企业的崛起, 普茨迈斯特失去了全球混凝土销量第一的宝座。2011 年预计普茨迈斯特的全年销售收入 5.6 亿欧元, 净利润 600 万欧元, 如果按照市盈率来看, 收购价格相当于 60 倍 2011 年的盈利, 如果按照市销率来看, 收购价格相当于 0.64 倍 2011 年的收入, 如果按照市净率来看, 收购价格相当于 2 倍 2010 年净资产。收购普茨迈斯特从短期看对三一的帮助不大, 三一主要是看中普茨迈斯特现有在欧美市场的营销网络以及技术研发能力。我们依然维持公司买入评级, 目标价格下调至 17.16 元。

支撑评级的要点

- 三一重工发布 2011 年业绩预告, 2011 年公司净利润同比增长 50-60%, 我们推算 2011 年 4 季度公司的净利润同比增长 10%, 增速相比上半年有明显的回落, 我们下调之前 2011 年全年 92.5 亿元的盈利预测至 87.8 亿元。
- 随着此次工程机械行业市场回调, 目前为止宏观政策尚未出现明显放松迹象。考虑到 2011 年 1 季度的行业销售数据基数较高, 2012 年 1 季度公司营业收入及利润增速难有较大改善。
- 由于国内工程机械行业的跑马圈地已经基本告一段落, 三一重工在国内已经涉及主要工程机械产品并且占据非常高的市场份额, 未来 5-10 年公司的发展将必须依赖国际市场, 我们认为此次收购以及正在筹备的 H 股发行将对公司长期发展有利。

评级面临的主要风险

- 固定资产投资低于预期。

估值

- 由于 2011 年公司的业绩预告比我们之前预测低 6%, 因此我们调降了公司 2011 和 2012 年的每股收益预测, 参考 13 倍 2012 年预测市盈率, 我们公司目标价格由 22.14 元下调至 17.16 元人民币, 我们对该股维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	16,496	33,955	50,137	56,205	66,184
变动(%)	20	106	48	12	18
净利润(人民币 百万)	1,963	5,712	8,775	9,988	11,785
全面摊薄每股收益(人民币)	1.319	1.128	1.156	1.315	1.552
变动(%)	59.3	(14.4)	2.4	13.8	18.0
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.234	1.670	2.156
调整幅度(%)	-	-	(6.4)	(11.2)	(13.0)
全面摊薄市盈率(倍)	10.6	12.4	12.1	10.6	9.0
每股现金流量(人民币)	0.48	0.40	(0.03)	1.51	1.18
价格/每股现金流量(倍)	29.3	34.8	n.a.	9.2	11.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.2	9.5	9.6	7.9	6.6
每股股息(人民币)	0.352	0.296	0.308	0.351	0.414
股息率(%)	2.5	2.1	2.2	2.5	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩预告。三一重工发布 2011 年业绩预告，2011 年公司净利润同比增长 50-60%，业绩增长主要是受益于上半年特别是 1 季度工程机械产品的销售旺季。我们推算 2011 年 4 季度公司的净利润同比增长 10%，增速相比上半年有明显的回落，我们下调之前 2011 年全年 92.5 亿元的盈利预测至 87.8 亿元。2012 年 3 季度末，随着信用销售规模扩大以及信用销售条件放宽，公司应收账款达 148.87 亿元，较年初大幅增长 160%，1-9 月累计经营活动现金流量净额为 -15.16 亿元（去年同期为 38.87 亿元），公司资金周转压力加剧。

收购普茨迈斯特。三一重工公告，三一德国和中信基金将共同收购普茨迈斯特 100% 的股权，其中三一德国以 3.24 亿欧元（折合人民币 26.5 亿元）收购 90% 的股权，普茨迈斯特是全球混凝土机械行业第一品牌，由于中国市场以及中国企业的崛起，普茨迈斯特失去了全球混凝土销量第一的宝座。2011 年预计普茨迈斯特的全年销售收入 5.6 亿欧元，净利润 600 万欧元，如果按照市盈率来看，收购价格相当于 60 倍 2011 年的盈利，如果按照市销率来看，收购价格相当于 0.64 倍 2011 年的收入，如果按照市净率来看，收购价格相当于 2 倍 2010 年净资产。收购普茨迈斯特从短期看对三一的帮助不大，三一主要是看中普茨迈斯特现有在欧美市场的营销网络以及技术研发能力。

未来行业前景。随着此次工程机械行业市场回调，目前为止宏观政策尚未出现明显放松迹象。考虑到 2011 年 1 季度的行业销售数据基数较高，2012 年 1 季度公司营业收入及利润增速难有较大改善。长期来看，公司依托前瞻性的战略布局、高品质的产品及丰富的产品线、完善的营销服务体系、优秀的人才及经销商激励机制，龙头优势凸显，市场竞争力及市场份额有望进一步提升；此外，公司海外市场拓展进展顺利，海外收入规模及占比有望迅速提升。

增发 H 股。由于受到海外市场大幅下跌的影响，香港市场目前并不适合融资，因此三一将在未来择机发行 H 股，公司的募投方向主要为：1) 公司产品的产能扩大和技术改造、产品升级；2) 境内外产业园建设；3) 境内外销售网络及服务体系的建设和完善；4) 补充流动资金，改善公司资本结构以及用于其他公司一般用途。由于国内工程机械行业的跑马圈地已经基本告一段落，公司在国内已经涉及主要工程机械产品以及占据一定的市场地位，未来 5-10 年公司的发展将必须依赖国际市场，因此此次 H 股增发将对公司长期发展有利。即使短期内 H 股的融资受阻，但是我们认为公司将会坚定的发展海外市场。

估值。由于国内工程机械行业的跑马圈地已经基本告一段落，三一重工在国内已经涉及主要工程机械产品并且占据非常高的市场份额，未来 5-10 年公司的发展将必须依赖国际市场，我们认为此次收购以及正在筹备的 H 股发行将对公司长期发展有利。由于 2011 年公司的业绩预告比我们之前预测低 6%，因此我们调降了公司 2011 和 2012 年的每股收益预测，参考 13 倍 2012 年预测市盈率，我们下调公司目标价格至 17.16 元人民币，我们对该股维持买入评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	16,496	33,955	50,137	56,205	66,184
销售成本	(11,210)	(21,573)	(31,643)	(35,757)	(42,399)
经营费用	(2,120)	(4,727)	(7,030)	(7,631)	(9,038)
息税折旧前利润	3,166	7,655	11,463	12,816	14,748
折旧及摊销	(332)	(400)	(426)	(454)	(483)
经营利润(息税前利润)	2,834	7,256	11,038	12,363	14,265
净利息收入/(费用)	(89)	(201)	(210)	(116)	82
其他收益/(损失)	(117)	(19)	(125)	(65)	27
税前利润	2,629	7,035	10,703	12,182	14,374
所得税	(259)	(774)	(1,070)	(1,218)	(1,437)
少数股东权益	(407)	(549)	(857)	(976)	(1,151)
净利润	1,963	5,712	8,775	9,988	11,785
核心净利润	1,963	5,712	8,775	9,988	11,785
每股收益(人民币)	1.319	1.128	1.156	1.315	1.552
核心每股收益(人民币)	1.319	1.128	1.156	1.315	1.552
每股股息(人民币)	0.352	0.296	0.308	0.351	0.414
收入增长(%)	20	106	48	12	18
息税前利润增长(%)	42	156	52	12	15
息税折旧前利润增长(%)	40	142	50	12	15
每股收益增长(%)	59	(14)	2	14	18
核心每股收益增长(%)	59	(14)	2	14	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,629	7,035	10,703	12,182	14,374
折旧与摊销	(332)	(400)	(426)	(454)	(483)
净利润利息费用	89	201	210	116	(82)
运营资本变动	(1,162)	(5,977)	(8,871)	248	(4,063)
税金	(259)	(774)	(1,070)	(1,218)	(1,437)
其他经营现金流	(919)	1,152	(1,613)	(281)	(306)
经营活动产生的现金流	709	2,037	(216)	11,500	8,969
购买固定资产净值	(518)	(410)	(432)	(452)	(386)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(89)	(101)	(113)	(125)	(137)
投资活动产生的现金流	(607)	(511)	(545)	(577)	(523)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	75	1,268	164	(1,199)	419
支付股息	(246)	(489)	(1,123)	(1,755)	(1,998)
其他融资现金流	(66)	(236)	590	(267)	(197)
融资活动产生的现金流	(237)	542	(369)	(3,221)	(1,776)
现金变动	(135)	2,067	(1,130)	7,702	6,670
期初现金	1,897	1,762	3,830	2,700	10,402
公司自由现金流	159	1,578	(646)	11,004	8,758
权益自由现金流	88	2,592	(807)	9,608	8,947

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,762	3,830	2,700	10,402	17,072
应收帐款	2,712	5,582	9,341	9,239	10,880
库存	4,006	7,696	13,097	12,758	15,128
其他流动资产	2,229	4,318	6,255	6,982	8,177
流动资产总计	10,708	21,425	31,392	39,380	51,256
固定资产	3,602	3,738	3,894	4,050	4,140
无形资产	118	117	118	120	122
其他长期资产	184	240	297	354	411
长期资产总计	3,904	4,095	4,309	4,523	4,673
总资产	14,612	25,520	35,701	43,904	55,929
应付帐款	1,835	3,525	5,170	5,843	6,929
短期债务	2,228	3,495	3,660	2,461	2,880
其他流动负债	1,609	2,591	3,171	3,030	3,087
流动负债总计	5,672	9,611	12,000	11,334	12,895
长期借款	500	500	500	500	500
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,488	5,062	7,594	7,594	7,594
储备	6,057	8,959	13,447	21,437	30,866
股东权益	7,545	14,021	21,041	29,031	38,460
少数股东权益	895	1,389	2,160	3,038	4,074
总负债及权益	14,612	25,520	35,701	43,904	55,929
每股帐面价值(人民币)	5.07	2.77	2.77	3.82	5.06
每股有形资产(人民币)	4.99	2.75	2.76	3.81	5.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.2	22.5	22.9	22.8	22.3
息税前利润率(%)	17.2	21.4	22.0	22.0	21.6
税前利润率(%)	15.9	20.7	21.3	21.7	21.7
净利率(%)	11.9	16.8	17.5	17.8	17.8
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.2	2.6	3.5	4.0
利息覆盖率(倍)	19.5	28.5	34.0	62.8	61.9
净权益负债率(%)	11.4	1.1	41.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.4	1.5	2.3	2.8
估值					
市盈率(倍)	10.6	12.4	12.1	10.6	9.0
心业务市盈率(倍)	10.6	12.4	12.1	10.6	9.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	19.0	22.2	21.7	19.0	16.1
市净率(倍)	2.8	5.1	5.0	3.7	2.8
价格/现金流(倍)	29.3	34.8	n.a.	9.2	11.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.2	9.5	9.6	7.9	6.6
周转率					
存货周转天数	124.5	99.0	119.9	132.0	120.0
应收帐款周转天数	53.3	44.6	54.3	60.3	55.5
应付帐款周转天数	38.4	28.8	31.6	35.8	35.2
回报率					
股息支付率(%)	26.7	26.2	26.7	26.7	26.7
净资产收益率(%)	29.0	53.0	50.1	39.9	34.9
资产收益率(%)	18.9	32.2	32.5	28.0	25.7
已运用资本收益率(%)	28.4	47.8	47.7	39.9	36.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371