



收购普茨迈斯特，成世界混凝土泵送机械行业领导者

——三一重工（600031）

2012 年 1 月 31 日

推荐/维持

三一重工

事件点评

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：韩庆

电话：010-66554026

邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

事件：

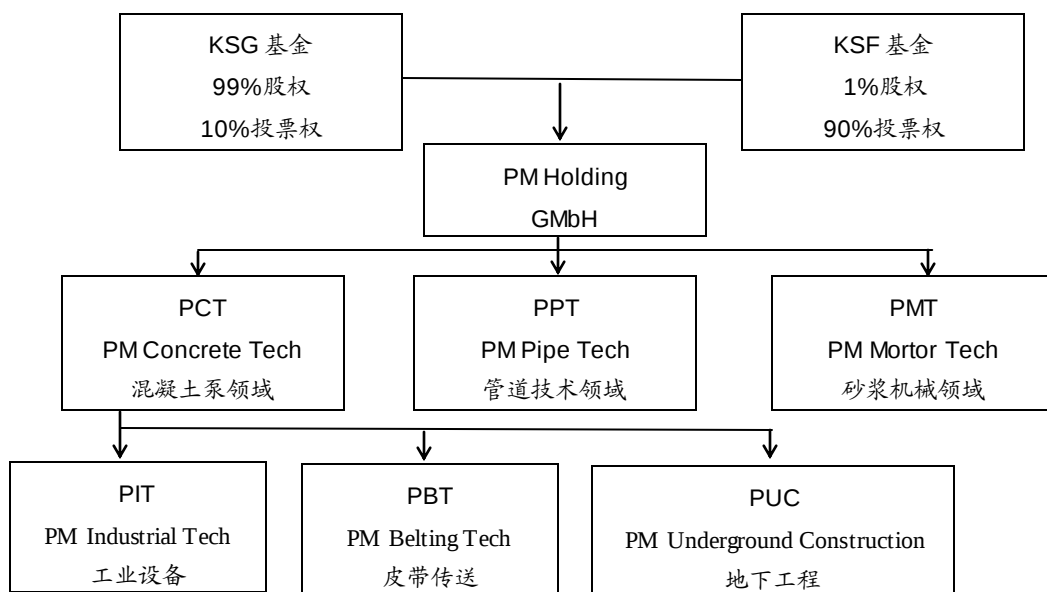
2012 年 1 月 31 日公司发布公告，称公司控股子公司三一德国有限公司联合中信产业投资基金（香港）顾问有限公司，于 2012 年 1 月 20 日与德国普茨迈斯特公司(Putzmeister Holding GmbH)的股东 Karl Schlecht Stiftung(持普茨迈斯特 99%股份)和 Karl Schlecht Familienstiftung(持普茨迈斯特 1%股份)签署了《转让及购买协议》，三一德国和中信基金共同收购普茨迈斯特 100%股权，其中三一德国收购 90%，中信基金收购 10%。三一德国的出资额为 3.24 亿欧元(折合人民币 26.54 亿元)，占公司最近一期经审计净资产的 13.5%。

普茨迈斯特公司简介：

普茨迈斯特公司创建于 1958 年，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，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。

普茨迈斯特公司是一家由共同基金控股的公司，公司的主要持有人为以创始人 Karl Schlecht 先生命名的基金，股票份额占到普茨迈斯特股份有限公司总股本的 99%，另外 1%为 Karl Schlecht 家庭基金的份额。

图 1：普茨迈斯特公司组织结构图



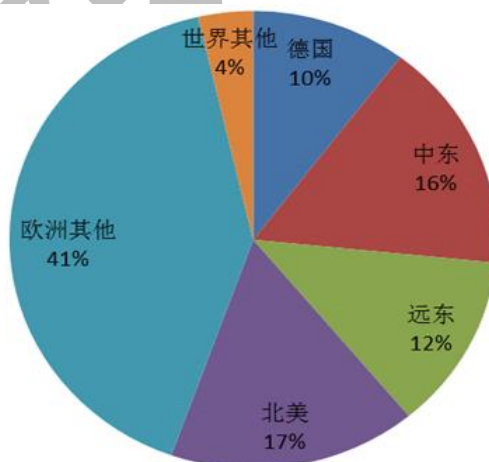
资料来源：公司网站

观点：

1. 此次收购将加快公司的国际化步伐

三一将通过此次收购获得普茨迈斯特的全球渠道网络和国际化管理人才，从而帮助自己拓展海外市场。普茨迈斯特公司是一家依赖于全球销售网络开展营销活动的公司，其海外市场的销售额的贡献度超过 90%，它在世界各地的业务主要依靠当地合格的代理商来开展。公司在世界范围内，已建立起以德国、美国和中国三点为支撑的全球化生产网络。并在英国、法国、意大利、西班牙、南非、日本、韩国等 13 个国家建立了子公司，其销售和服务网络遍布世界各地。目前普茨迈斯特在德国、中国、美国、土耳其、印度拥有制造工厂，在意大利、西班牙、英国、法国、南非、日本、韩国拥有组装工厂，在全球拥有近 300 个经销商。目前三一泵车在国内的市场占有率已达 50% 以上，收购普茨迈斯特后，三一在全球泵车市场的占有率将超过 50%，成为世界混凝土泵送机械市场的领导者。

图 2：普茨迈斯特公司收入来源

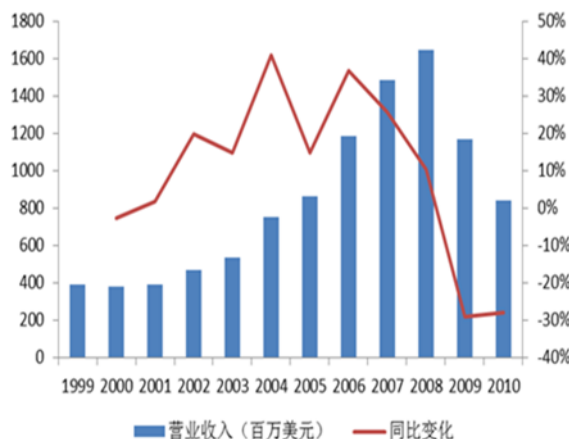


资料来源：公司 2008 年年报

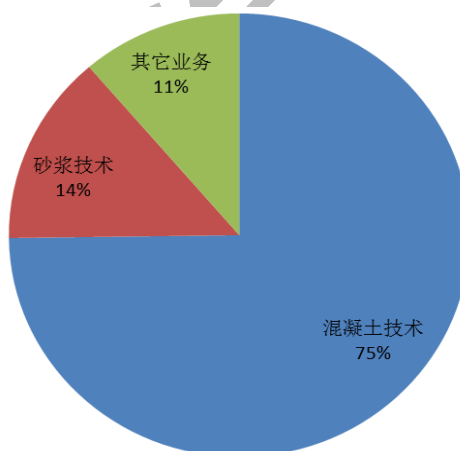
2. 此次收购对公司业绩增长短期内贡献有限

普茨迈斯特公司 2010 年销售收入为 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。收购完成后，预计普茨迈斯特每年为三一重工贡献 5000 万人民币左右的利润，折合成 eps 在 0.007 元左右。收购行为对公司业绩影响有限。

在普茨迈斯特公司的收入结构中，混凝土泵送机械销售收入占公司总收入的 70% 以上，还有 25% 左右的收入来自砂浆机械、高压清洗设备等业务。由于公司的主要销售市场在欧洲和北美，受金融危机的影响，公司的销售收入近几年快速下滑，2010 年的销售收入为 5.5 亿欧元，仅为 2007 年高峰期时的 54%。

图 3：普茨迈斯特营业收入变化情况


资料来源：《世界建筑机械》，东兴证券研究所

图 4：普茨迈斯特业务收入结构


资料来源：公司 2008 年年报

结论：

三一重工此次收购普茨迈斯特的行为有助于公司的国际化发展。普茨迈斯特公司在全球工程机械制造商中排名 33 位，是全球知名的工程机械企业，是在中国之外的国际混凝土机械市场的领导者，其品牌在行业内有很强的影响力。三一重工通过收购将丰富自己的国际运营管理经验，完善国际营销、服务水平，提升自身品牌价值，巩固自己在混凝土机械制造领域的全球领导者地位。此次收购价格为 3.6 亿欧元，普茨迈斯特公司截至 2010 年底的总资产 4.91 亿欧元、净资产 1.77 亿欧元、销售收入 5.5 亿欧元，收购定价符合国际并购惯例。由于此次收购行为短期内难以对公司业绩做出明显贡献，我们仍维持对公司“推荐”的评级。

表 1：盈利预测与估值

百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	16,495.88	33,954.94	52,630.16	65,787.69
营业收入增长率	20.01%	105.84%	55.29%	25.17%
EBITDA	2,997.71	7,717.53	11,533.67	14,626.98
EBITDA 增长率	43.01%	152.01%	49.45%	26.82%
净利润	1,962.58	5,615.46	8,952.10	11,178.94
净利润增长率	59.27%	112.71%	59.42%	24.88%
每股净收益（元）	1.32	1.11	1.18	1.47

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人

韩庆

工学学士，管理学硕士，2年工程机械行业从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。