

11年业绩略低于预期，盈利能力将下滑

投资要点：2011年年报

● 业绩略低于预期，经营性现金流同比大幅下滑

2011年收入508亿元，同比增长50%；净利润86亿元，同比增长54%；2011年EPS1.14元，略低于预期；扣非后的EPS为1.04元，比预期低9%。经营性现金流0.30元/股，同比大幅下滑，但与中联重科相当。ROE为56%，扣非后的ROE为51%，在历史高位。资产负债率约60%，股权融资紧迫性上升。非经常性损益净额同比增长64%，占净利润9.3%，其中计入当期损益的政府补助9亿。公司拟每10股派现3元（含税）。

● 主营产品收入大幅增长，龙头产品盈利能力提升

公司主营产品混凝土机械收入占比51%，收入同比增长46%；挖掘机、汽车起重机收入同比分别增长68%、65%。综合毛利率下降0.37个百分点，销售净利率提升0.50个百分点。工程机械毛利率下降0.11个百分点，其中收入占比最大的混凝土机械毛利率增加0.14个百分点，挖掘机和汽车起重机毛利率分别下降0.32和0.48个百分点。

● 净利润增速、盈利能力均逐季下滑

2011年单季净利润同比分别增长186%、69%、10%、-17%，利润增速逐季明显回落，四季度出现负增长。2011年单季毛利率分别为38%、39%、37%、31%，单季净利率分别为19%、20%、16%、10%。由于毛利率最高的混凝土机械4季度销售占比大幅下降和公司对经销商降价让利，致4季度毛利率环比下滑6个百分点。4季度净利润率环比大幅下滑，主要由于管理费用大幅增加，高出前三季度平均水平50%。

● 混凝土机械行业龙头地位继续巩固，挖掘机市占率跃居市场第一

2011年我国混凝土机械销售收入约1千亿元，三一占25%稳居行业第一，其中三一泵车销量市占率超过50%。2011年三一挖掘机销量市占率达12%，同比增加3.1个百分点，超越小松跃居行业第一。2011年三一起重机市场份额继续稳步进步提升，达8%，同比增加2.6个百分点。

● 投资建议

预计2012~2014年EPS分别为1.32元、1.50元、1.67元，对应2012~2014年PE为9.3倍、8.2倍、7.4倍。评级为“推荐”。

三一重工(600031.SH)
推荐 维持评级

分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

电话：(8621) 2025 2602

 邮箱：qjushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

电话：(8621) 2025 2629

 邮箱：zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511080003

鞠厚林 机械行业分析师

电话：(8610) 6656 8946

 邮箱：juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010007

特此鸣谢

王华君 电话：(8610) 6656 8477

 邮箱：wanghuajun@chinastock.com.cn
陈显帆 电话：(8621) 20257807

 邮箱：chenxianfan@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2012.03.28

A股收盘价(元)	12.85
A股一年内最高价(元)	20.03
A股一年内最低价(元)	11.10
上证指数	2252.16
市净率	4.76
总股本(万股)	759370.61
实际流通A股(万股)	703080.00

相关研究

2季度策略：《2012年2季度策略——传统与转
型机会同存：回归利润增速》 2012-03-16
公司点评——三一重工(600031)：收购中长期将提升三一技术水平，助推国际化进程；11年业绩略低预期

2012-01-31

公司点评——三一重工(600031)：中报符合预期，龙头竞争凸显

2011-8-16

附录 1：公司分产品情况表、财务会计指标表

表 1：分产品情况预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	340	508	629	756	884
混凝土机械(亿元)	178	260	313	359	395
汽车起重机	26	42	53	61	73
旋挖钻(亿元)	20	22	24	25	26
路面机械(亿元)	13	17	20	24	29
履带起重机(亿元)	16	15	15	17	19
配件(亿元)	9	21	31	44	66
挖掘机	62	105	141	184	221
其他(亿元)	15	25	32	42	55
营业成本	214	323	408	504	600
混凝土机械(亿元)	104	152	188	223	253
汽车起重机	18	30	38	45	54
旋挖钻(亿元)	11	12	13	14	15
路面机械(亿元)	8	11	13	16	19
履带起重机(亿元)	11	9	9	10	11
配件(亿元)	6	14	20	29	43
挖掘机	43	73	99	132	159
其他(亿元)	13	22	28	36	47
营业利润	125	185	222	252	283
混凝土机械(亿元)	74	109	125	137	142
汽车起重机	7	12	15	17	19
旋挖钻(亿元)	9	11	10	11	11
路面机械(亿元)	5	6	7	8	10
履带起重机(亿元)	5	6	6	7	7
配件(亿元)	3	7	11	15	23
挖掘机	19	31	42	51	62
其他(亿元)	2	3	5	6	8
毛利率	36.5%	36.5%	35.2%	33.4%	32.1%
混凝土机械(%)	41.7%	41.8%	40.0%	38.0%	36.0%
汽车起重机	28.7%	28.2%	28.0%	27.0%	26.0%
旋挖钻(%)	46.9%	46.9%	44.0%	44.0%	44.0%
路面机械(%)	35.9%	36.7%	35.0%	35.0%	35.0%
履带起重机(%)	30.7%	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%
配件(%)	35.7%	34.8%	35.0%	35.0%	35.0%
挖掘机	30.3%	30.0%	30.0%	28.0%	28.0%
其他(%)	14.9%	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
收入构成					

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

混凝土机械(%)	52.5%	51.3%	49.7%	47.5%	44.7%
汽车起重机	7.5%	8.3%	8.4%	8.1%	8.3%
旋挖钻(%)	5.9%	4.4%	3.7%	3.3%	2.9%
路面机械(%)	3.8%	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%
履带起重机(%)	4.8%	3.0%	2.4%	2.2%	2.1%
配件(%)	2.8%	4.1%	5.0%	5.8%	7.5%
挖掘机	18.4%	20.6%	22.5%	24.3%	25.0%
其他(%)	4.3%	4.9%	5.2%	5.6%	6.2%
增速	79%	50%	24%	20%	17%
混凝土机械(%)	88%	46%	20%	15%	10%
汽车起重机	89%	65%	25%	16%	20%
旋挖钻(%)	79%	12%	5%	5%	5%
路面机械(%)	87%	30%	20%	20%	20%
履带起重机(%)	-5%	-6%	0%	8%	12%
配件(%)	61%	122%	50%	40%	50%
挖掘机	109%	68%	35%	30%	20%
其他(%)	39%	69%	30%	30%	30%

资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

表 2：分行业、产品情况表

分行业或分产品	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	营业利润率(%)	营业收入比上年同期 增减(%)	营业成本比上年同期 增减(%)	营业利润率比上年同期 增减(%)
分行业						
工程机械行业	49,066.43	30,790.45	37.25%	48.85%	49.11%	降低 0.11 个百分点
分产品						
混凝土机械类	26,045.92	15,151.61	41.83%	46.10%	45.75%	增加 0.14 个百分点
路面机械类	1,674.22	1,059.80	36.70%	29.87%	28.31%	增加 0.77 个百分点
履带起重机类	1,531.95	909.84	40.61%	-6.10%	-19.54%	增加 9.92 个百分点
汽车起重机类	4,218.29	3,029.59	28.18%	65.04%	66.15%	降低 0.48 个百分点
挖掘机械类	10,471.77	7,327.70	30.02%	67.95%	68.71%	降低 0.32 个百分点
桩工机械类	2,240.82	1,191.17	46.84%	12.09%	12.28%	降低 0.09 个百分点
配件	2,095.13	1,364.92	34.85%	122.33%	125.20%	降低 0.83 个百分点
其他	788.32	755.81	4.12%	63.10%	63.34%	降低 0.14 个百分点
合计	49,066.43	30,790.45	37.25%	48.85%	49.11%	降低 0.11 个百分点

资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

表 3：分地区收入情况表

地区	营业收入(百万元)	营业收入比上年增减
国际	3,425.04	60.72%
国内	45,641.38	48.03%
合计	49,066.43	48.85%

资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

表 4: 公司主要财务指标

主要财务指标	2011 年	2010 年	本年比上年增减 (%)	2009 年
基本每股收益(元/股)	1.139	0.739	54.02%	0.348
稀释每股收益(元/股)	1.139	0.739	54.02%	0.348
扣除非经常性损益后的基本每股收益(元/股)	1.043	0.68	53.35%	0.283
加权平均净资产收益率(%)	55.96%	54.67%	增加 1.29 个百分点	34.09%
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率(%)	51.26%	51.68%	降低 0.42 个百分点	29.73%
每股经营活动产生的现金流量净额(元/股)	0.3	0.889	-66.23%	0.616
项目	2011 年末	2010 年末	本年末比上年末增减 (%)	2009 年末
归属于上市公司股东的每股净资产(元/股)	2.589	1.495	73.23%	1.176
资产负债率(%)	59.55%	62.11%	降低 2.56 个百分点	56.30%

资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

表 5: 公司主要会计数据

主要会计数据	2011 年(百万元)	2010 年(百万元)	本年比上年增减 (%)	2009 年(百万元)
营业收入	50,776.30	33,954.94	49.54%	18,975.81
营业利润	9,847.20	6,896.88	42.78%	3,354.94
利润总额	10,792.27	6,938.25	55.55%	3,356.51
归属于上市公司股东的净利润	8,648.90	5,615.46	54.02%	2,639.90
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	7,922.78	5,134.57	54.30%	1,991.49
经营活动产生的现金流量净额	2,279.03	6,749.12	-66.23%	4,679.93
项目	2011 年末	2010 年末	本年末比上年末增减 (%)	2009 年末
资产总额	51,306.72	31,452.04	63.13%	22,075.95
负债总额	30,553.11	19,533.51	56.41%	12,428.59
归属于上市公司股东的所有者权益	19,662.71	11,350.32	73.23%	8,926.85
总股本	7,593.71	5,062.47	50.00%	1,488.00

资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

表 6: 2011 年静态对比：三一重工和中联重科销售净利率相当

	收入(亿元)	净利润(亿元)	净资产(亿元)	总资产(亿元)	ROE	销售净利率	经营现金流
三一重工	508	87	197	513	56%	17.03%	0.3
中联重科	463	81	356	716	22%	17.60%	0.27

资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

附录 2: 三一重工子行业销售情况

表 7: 挖掘机单月销量同比：11 下半年开始持续低迷

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度
2009	-9%	236%	118%	66%	82%	53%	18%	158%	75%	226%	170%	74%	99%
2010	418%	15%	155%	126%	133%	109%	160%	121%	91%	51%	297%	118%	129%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

2011	154%	265%	106%	128%	7%	30%	8%	-4%	15%	-6%	-38%	17%	46%
2012	-62%	3%											

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 8：挖掘机累计销量同比：11 年逐月回落持续至今

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2009	-9%	118%	118%	100%	96%	89%	79%	85%	84%	97%	102%	99%
2010	418%	96%	131%	130%	130%	127%	130%	129%	125%	113%	131%	129%
2011	154%	206%	140%	136%	112%	101%	92%	82%	75%	66%	49%	46%
2012	-62%	-25%										

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 9：挖掘机单月销量环比

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2008		8%	185%	-7%	-28%	0%	-6%	-41%	94%	-18%	-18%	89%
2009	-68%	298%	84%	-29%	-21%	-16%	-27%	29%	32%	52%	-32%	21%
2010	-3%	-12%	310%	-37%	-19%	-24%	-9%	9%	14%	20%	78%	-34%
2011	13%	27%	131%	-31%	-62%	-8%	-24%	-2%	36%	-1%	18%	25%
2012	-63%	243%										

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 10：起重机单月销量同比：11 年除 11 月份外均大幅正增长

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度
2009	13%	281%	122%	65%	92%	55%	78%	60%	41%	44%	33%	66%	70%
2010	184%	-6%	63%	115%	127%	89%	28%	40%	27%	62%	108%	7%	62%
2011	95%	124%	98%	106%	34%	35%	51%	46%	72%	33%	-15%	28%	57%
2012	-66%	26%											

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 11：起重机累计销量同比：11 年月增速逐步放缓，12 年 1-2 表现不佳

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2009	13%	113%	117%	101%	99%	90%	88%	84%	78%	74%	70%	70%
2010	184%	57%	60%	73%	86%	86%	77%	72%	67%	67%	69%	62%
2011	95%	107%	102%	104%	84%	76%	73%	70%	70%	67%	60%	57%
2012	-66%	-26%										

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 12：起重机单月销量环比

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2008		-41%	141%	-8%	0%	10%	-1%	12%	-1%	4%	-22%	45%
2009	-39%	100%	40%	-32%	16%	-11%	13%	1%	-13%	6%	-28%	80%
2010	4%	-34%	142%	-10%	23%	-26%	-23%	10%	-21%	36%	-7%	-7%

2011	90%	-23%	114%	-6%	-20%	-25%	-14%	6%	-7%	5%	-41%	40%
2012	-49%	180%										

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

附录 3：按揭业务情况

公司全权委托湖南中发和昆山中发办理本公司客户向银行申请工程机械按揭贷款购买本公司生产的工程机械设备的手续。截至 2011 年 12 月 31 日止本公司客户通过湖南中发及昆山中发办理的按揭贷款余额为 210.22 亿元。湖南中发和昆山中发与本公司共同承担因客户逾期付款按揭贷款业务的债务代偿责任。按工程机械行业经营惯例，承购人以所购买的工程机械作抵押，向银行办理按揭，按揭合同规定单个承购人贷款金额为购工程机械款的 70%-80%，期限通常为 2-4 年。按公司与按揭贷款银行的约定，如承购人未按期归还贷款，本公司负有回购义务。截止 2011 年 12 月 31 日，本公司负有回购义务的累计贷款余额为 210.22 亿元，客户逾期按揭款及回购款余额为 11.61 亿元，本公司已将代垫和回购的客户逾期按揭款余额转入应收账款并按相应账龄计提坏账准备。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.HK）

A股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、张化机（002564.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、天马股份（002111.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn