

三一重工 (600031.SH) 工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 14.13 元

业绩小幅增长, 现金流亟待改善

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	7,030.80
总市值(百万元)	107,299.07
年内股价最高最低(元)	18.78/11.30
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 《品牌提升价值, 营销改革体现增长拉》, 2012.3.29
- 《收购德国普茨迈斯特公司》, 2012.1.31
- 《3 季度收入和利润增速放缓》, 2011.10.30

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

刘芷君 联系人
(8687)21485949
liuzj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.109	1.139	1.291	1.528	1.803
每股净资产(元)	2.24	2.59	3.74	4.86	6.51
每股经营性现金流(元)	1.33	0.30	0.95	1.65	1.83
市盈率(倍)	19.50	11.01	10.94	9.25	7.84
行业优化市盈率(倍)	33.65	25.21	25.21	25.21	25.21
净利润增长率(%)	186.13%	54.02%	13.37%	18.36%	17.97%
净资产收益率(%)	49.47%	43.99%	34.54%	31.41%	27.70%
总股本(百万股)	5,062.47	7,593.71	7,593.71	7,593.71	7,593.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

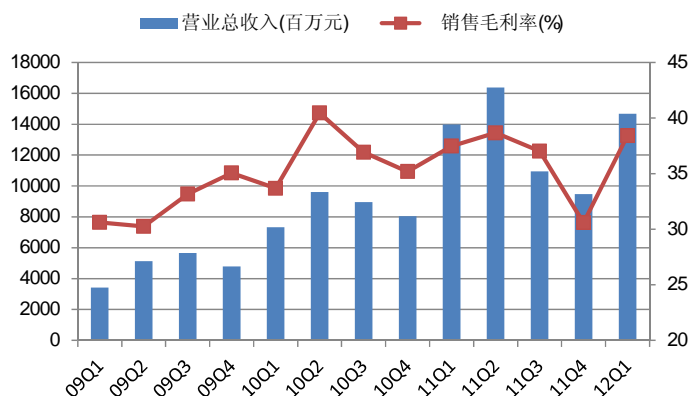
业绩简评

- 公司 11 年共实现营业收入 14,678 百万元, 同比增长 4.93%; 归属上市公司股东的净利润 2,804 百万元, 同比增长 5.30%, EPS 为 0.369 元, 符合预期。

经营分析

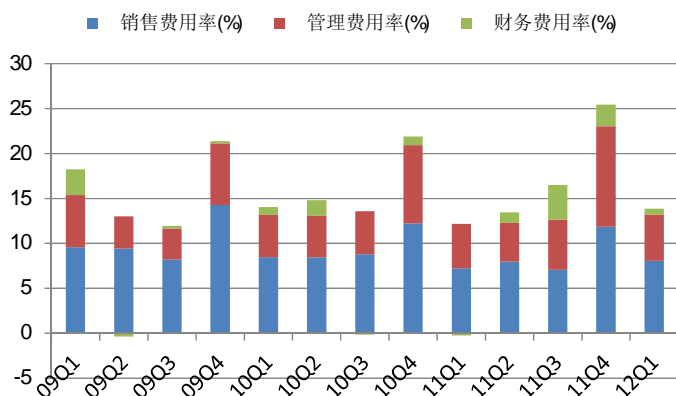
- 收入和毛利率增长依靠混凝土机械业务:** 作为占收入比重超过 50% 和毛利率超过 40% 的最大业务, 我们估计 1 季度公司混凝土机械收入同比增长 20% 以上, 由此保持总体收入略有增长。同时使得当季公司综合毛利率为 38.42%, 同比提高 1 个百分点, 也高于 11 年全年 36.48% 的水平。但目前公司的混凝土机械业务也面临着较大的竞争压力。
- 挖掘机和汽车起重机市占率进一步提高:** 12 年 1 季度工程机械普遍需求下降, 但公司挖掘机和汽车起重机产品市场份额均有所提升。根据协会统计, 当季公司销售挖掘机约 7,200 台, 同比下滑 12.30%, 市场份额较 11 年提高 4.6 个百分点至 16.31%, 挖掘机市场龙头地位稳固; 公司汽车起重机实现销售约 800 台, 同比减少 26.97%, 市场份额较 11 年提高 2 个百分点至 11.89%。
- 财务费用快速增长:** 1 季度公司的期间费用为 2,034 百万元, 期间费用率为 13.86%, 较 11 年同期上升了 1.9 个百分点。其中销售费用和管理费用分别同比增加 16.68% 和 9.92%, 增速均高于收入增速; 财务费用因为利息支出增长较快而达到 94 百万元, 较去年同期的 -33 百万元大幅提升。期末公司的短期借款和长期借款分别为 12,828 和 7,808 百万元, 较 11 年同期分别增加 1,533 和 3,892 百万元, 财务压力明显增加。
- 应收账款大幅增加, 经营现金流明显减少:** 1 季度末公司的应收账款达到 20,123 百万元, 较期初增加 8,800 百万元; 虽然应收账款的增加有年初铺货和混凝土机械业务采用代理制的因素, 但如此增幅可能也反映了公司促销力度和下游客户的回款难度在加大。公司当期的经营活动现金流因此为净流出 4,389 百万元, 较 11 年同期减少 983 百万元, 远低于净利润水平。

图表1: 公司单季度营业收入和毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司单季度三项费用率



- **资金压力较大:** 由于经营现金流的减少, 1 季度末公司的帐面货币资金为 6,893 百万元, 较年初减少了 3,353 百万元, 较 11 年同期减少了 30.29%, 在完成收购德国大象公司后, 公司的货币资金可能较为紧张, 我们认为公司需要进一步融资。

盈利预测与投资建议

- 公司 1 季度业绩符合我们预期, 我们维持对公司 2012~2014 年的盈利预测, 预计营业收入分别为 60,009、71,326 和 81,532 百万元, 净利润分别为 9,805、11,798 和 13,844 百万元, 同比增长 13.37%、18.36% 和 17.97%; EPS 分别为 1.291、1.528 和 1.803 元。
- 公司是工程机械行业龙头企业, 具备领先的综合实力, 当前股价对应 2011 年 11 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示

- 公司拟发行 H 股, 对业绩会有摊薄。
- 房地产调控对房屋新开工面积和房地产投资增速的负面影响正在显现, 如果持续时间较长, 可能对公司的混凝土机械等产品需求产生不利影响。

图表3: 分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
混凝土机械						
销售收入 (百万元)	9,474.90	17,827.00	26,045.92	31,255.10	35,943.37	39,537.71
增长率 (YOY)	39.53%	88.15%	46.10%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	38.79%	41.68%	41.83%	41.00%	41.00%	41.00%
销售成本 (百万元)	5,799.84	10,395.87	15,151.61	18,440.51	21,206.59	23,327.25
增长率 (YOY)	33.72%	79.24%	46.75%	21.71%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	3,675.05	7,431.14	10,894.31	12,814.59	14,736.78	16,210.46
增长率 (YOY)	49.79%	102.20%	46.60%	17.63%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	57.44%	52.50%	51.30%	52.08%	50.39%	48.49%
占主营业务利润比重	68.89%	59.39%	58.81%	59.26%	57.39%	55.46%
路面机械						
销售收入 (百万元)	690.50	1,289.14	1,674.22	2,260.20	2,599.23	2,989.12
增长率 (YOY)	-9.71%	86.70%	29.87%	36.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.09%	35.93%	36.70%	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	496.54	825.99	1,059.80	1,446.53	1,663.51	1,913.03
增长率 (YOY)	-9.68%	66.35%	28.31%	36.49%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	193.96	463.15	614.43	813.67	935.72	1,076.08
增长率 (YOY)	-9.77%	138.79%	32.66%	32.43%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	4.19%	3.80%	3.30%	3.77%	3.64%	3.67%
占主营业务利润比重	3.64%	3.70%	3.32%	3.76%	3.64%	3.68%
履带式起重机						
销售收入 (百万元)	2,737.77	1,631.51	1,531.95	1,914.94	2,202.18	2,422.39
增长率 (YOY)	13.98%	-40.41%	-6.10%	25.00%	15.00%	10.00%
毛利率	22.26%	30.69%	40.61%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	2,128.29	1,130.75	909.84	1,148.96	1,321.31	1,453.44
增长率 (YOY)	21.34%	-46.87%	-19.54%	26.28%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	609.48	500.76	622.11	765.97	880.87	968.96
增长率 (YOY)	-5.95%	-17.84%	24.23%	23.13%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	16.60%	4.80%	3.02%	3.19%	3.09%	2.97%
占主营业务利润比重	11.42%	4.00%	3.36%	3.54%	3.43%	3.31%
桩工机械						
销售收入 (百万元)	1,117.10	1,999.10	2,240.82	2,352.86	2,470.51	2,717.56
增长率 (YOY)	20.52%	78.95%	12.09%	5.00%	5.00%	10.00%
毛利率	45.44%	46.93%	46.84%	47.00%	47.00%	47.00%
销售成本 (百万元)	609.54	1,060.92	1,191.17	1,247.02	1,309.37	1,440.31
增长率 (YOY)	38.97%	74.05%	12.28%	4.69%	5.00%	10.00%
毛利 (百万元)	507.56	938.17	1,049.66	1,105.85	1,161.14	1,277.25
增长率 (YOY)	3.94%	84.84%	11.88%	5.35%	5.00%	10.00%
占总销售额比重	6.77%	5.89%	4.41%	3.92%	3.46%	3.33%
占主营业务利润比重	9.51%	7.50%	5.67%	5.11%	4.52%	4.37%
挖掘机						
平均售价 (千元/台)		566.84	507.99	492.75	507.54	522.76
增长率 (YOY)			-10.38%	-3.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (台)		11,000	20,614	24,000	30,000	35,000
增长率 (YOY)			87.40%	16.43%	25.00%	16.67%
销售收入 (百万元)		6,235.20	10,471.77	11,826.08	15,226.08	18,296.67
增长率 (YOY)			67.95%	12.93%	28.75%	20.17%
毛利率		30.34%	30.02%	30.00%	31.00%	31.00%
销售成本 (百万元)		4,343.30	7,327.70	8,278.26	10,505.99	12,624.70
增长率 (YOY)			68.71%	12.97%	26.91%	20.17%
毛利 (百万元)		1,891.89	3,144.07	3,547.82	4,720.08	5,671.97
增长率 (YOY)			66.19%	12.84%	33.04%	20.17%
占总销售额比重		18.36%	20.62%	19.71%	21.35%	22.44%
占主营业务利润比重		15.12%	16.97%	16.41%	18.38%	19.40%

汽车起重机						
平均售价 (千元/台)		851.95	1,198.38	1,198.38	1,198.38	1,198.38
增长率 (YOY)			40.66%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)		3,000	3,520	3,800	4,800	6,000
增长率 (YOY)			17.33%	7.95%	26.32%	25.00%
销售收入 (百万元)		2,555.86	4,218.29	4,553.84	5,752.22	7,190.27
增长率 (YOY)			65.04%	7.95%	26.32%	25.00%
毛利率		28.66%	28.18%	28.00%	28.00%	29.00%
销售成本 (百万元)		1,823.36	3,029.59	3,278.76	4,141.60	5,105.09
增长率 (YOY)			66.15%	8.22%	26.32%	23.26%
毛利 (百万元)		732.50	1,188.70	1,275.07	1,610.62	2,085.18
增长率 (YOY)			62.28%	7.27%	26.32%	29.46%
占总销售额比重		7.53%	8.31%	7.59%	8.08%	8.82%
占主营业务利润比重		5.85%	6.42%	5.90%	6.27%	7.13%
配件						
销售收入 (百万元)	578.13	942.34	2,095.13	2,723.67	3,540.77	4,248.93
增长率 (YOY)	19.93%	63.00%	122.33%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	34.27%	35.68%	34.85%	34.00%	34.00%	34.00%
销售成本 (百万元)	379.98	606.10	1,364.92	1,797.62	2,336.91	2,804.29
增长率 (YOY)	15.58%	59.51%	125.20%	31.70%	30.00%	20.00%
毛利 (百万元)	198.15	336.23	730.21	926.05	1,203.86	1,444.63
增长率 (YOY)	29.26%	69.69%	117.17%	26.82%	30.00%	20.00%
占总销售额比重	3.50%	2.78%	4.13%	4.54%	4.96%	5.21%
占主营业务利润比重	3.71%	2.69%	3.94%	4.28%	4.69%	4.94%
其他						
销售收入 (百万元)	1,897.48	1,474.80	2,498.19	3,122.74	3,591.15	4,129.83
增长率 (YOY)	-20.23%	-22.28%	69.39%	25.00%	15.00%	15.00%
毛利率	7.94%	14.87%	11.23%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本 (百万元)	1,746.89	1,255.55	2,217.59	2,748.01	3,160.22	3,634.25
增长率 (YOY)	-21.28%	-28.13%	76.62%	23.92%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	150.59	219.26	280.60	374.73	430.94	495.58
增长率 (YOY)	-5.60%	45.59%	27.98%	33.55%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	11.50%	4.34%	4.92%	5.20%	5.03%	5.07%
占主营业务利润比重	2.82%	1.75%	1.51%	1.73%	1.68%	1.70%
销售总收入 (百万元)	16,495.88	33,954.94	50,776.30	60,009.44	71,325.50	81,532.47
销售总成本 (百万元)	11,161.08	21,441.84	32,252.23	38,385.67	45,645.48	52,302.36
毛利 (百万元)	5,334.80	12,513.10	18,524.07	21,623.76	25,680.02	29,230.11
平均毛利率	32.34%	36.85%	36.48%	36.03%	36.00%	35.85%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：财务报表预测
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	16,496	33,955	50,776	60,009	71,326	81,532
增长率		105.8%	49.5%	18.2%	18.9%	14.3%
主营业务成本	-11,161	-21,442	-32,252	-38,386	-45,645	-52,302
%销售收入	67.7%	63.1%	63.5%	64.0%	64.0%	64.1%
毛利	5,335	12,513	18,524	21,624	25,680	29,230
%销售收入	32.3%	36.9%	36.5%	36.0%	36.0%	35.9%
营业税金及附加	-49	-131	-260	-307	-365	-417
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,681	-3,205	-4,216	-4,741	-5,635	-6,278
%销售收入	10.2%	9.4%	8.3%	7.9%	7.9%	7.7%
管理费用	-771	-1,922	-3,063	-3,542	-4,210	-4,731
%销售收入	4.7%	5.7%	6.0%	5.9%	5.9%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	2,834	7,256	10,985	13,034	15,471	17,804
%销售收入	17.2%	21.4%	21.6%	21.7%	21.7%	21.8%
财务费用	-89	-298	-807	-807	-798	-614
%销售收入	0.5%	0.9%	1.6%	1.3%	1.1%	0.8%
资产减值损失	-94	-153	-404	-326	-243	-202
公允价值变动收益	45	50	-69	90	0	0
投资收益	-73	42	141	70	60	60
%税前利润	n.a	0.6%	1.3%	0.6%	0.4%	0.4%
营业利润	2,624	6,897	9,847	12,062	14,491	17,048
营业利润率	15.9%	20.3%	19.4%	20.1%	20.3%	20.9%
营业外收支	5	41	945	180	50	50
税前利润	2,629	6,938	10,792	12,242	14,541	17,098
利润率	15.9%	20.4%	21.3%	20.4%	20.4%	21.0%
所得税	-259	-774	-1,431	-1,653	-1,963	-2,308
所得税率	9.8%	11.2%	13.3%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	2,370	6,164	9,362	10,589	12,578	14,790
少数股东损益	407	549	713	784	972	1,098
归属于母公司的净利润	1,963	5,615	8,649	9,805	11,606	13,691
净利率	11.9%	16.5%	17.0%	16.3%	16.3%	16.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	2,370	6,164	9,362	10,589	12,578	14,790
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	359	651	1,012	1,324	1,431	1,466
非经营收益	109	242	472	838	967	924
营运资金变动	-373	-156	-8,574	-5,569	-2,442	-3,304
经营活动现金净流	2,465	6,901	2,272	7,182	12,534	13,876
资本开支	-1,005	-4,072	-7,018	127	-549	-450
投资	-116	-2,334	-195	-39	0	0
其他	17	-368	-727	160	60	60
投资活动现金净流	-1,104	-6,774	-7,940	249	-489	-390
股权募资	3	120	3	0	-1,835	0
债权募资	-812	3,423	10,760	-4,675	-4,918	-653
其他	-419	-2,734	-1,758	-1,003	-2,292	-2,249
筹资活动现金净流	-1,228	809	9,005	-5,678	-9,045	-2,902
现金净流量	133	936	3,336	1,753	3,000	10,584

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,077	5,970	10,247	12,000	15,000	25,584
应收款项	4,202	7,391	13,140	16,696	18,706	21,269
存货	2,940	5,687	8,134	10,517	11,880	12,896
其他流动资产	514	1,388	2,263	2,344	2,786	3,192
流动资产	10,733	20,437	33,784	41,556	48,373	62,942
%总资产	67.8%	65.2%	65.8%	71.6%	75.3%	80.7%
长期投资	207	198	329	389	388	388
固定资产	4,013	8,990	14,835	13,802	13,246	12,522
%总资产	25.3%	28.7%	28.9%	23.8%	20.6%	16.1%
无形资产	638	1,566	2,177	2,262	2,210	2,159
非流动资产	5,104	10,904	17,523	16,454	15,845	15,071
%总资产	32.2%	34.8%	34.2%	28.4%	24.7%	19.3%
资产总计	15,837	31,341	51,307	58,010	64,218	78,013
短期借款	1,402	6,027	10,964	5,571	653	0
应付款项	3,719	9,917	10,647	11,545	12,880	13,543
其他流动负债	425	1,674	1,626	2,602	2,864	3,075
流动负债	5,545	17,618	23,237	19,718	16,398	16,618
长期贷款	1,336	1,212	6,680	7,540	7,540	7,540
其他长期负债	672	592	636	490	490	490
负债	7,552	19,422	30,553	27,748	24,428	24,649
普通股股东权益	7,527	11,350	19,663	28,387	36,943	49,419
少数股东权益	758	568	1,091	1,875	2,847	3,945
负债股东权益合计	15,837	31,341	51,307	58,010	64,218	78,013

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.319	1.109	1.139	1.291	1.528	1.803
每股净资产	5.059	2.242	2.589	3.738	4.865	6.508
每股经营现金净流	1.661	1.333	0.300	0.946	1.651	1.827
每股股利	0.180	0.160	0.190	0.160	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	26.07%	49.47%	43.99%	34.54%	31.41%	27.70%
总资产收益率	12.39%	17.92%	16.86%	16.90%	18.07%	17.55%
投入资本收益率	21.87%	32.75%	24.48%	25.70%	27.61%	25.08%
增长率						
主营业务收入增长率	20.01%	105.84%	49.54%	18.18%	18.86%	14.31%
EBIT增长率	41.95%	155.99%	51.41%	18.65%	18.69%	15.08%
净利润增长率	59.27%	186.13%	54.02%	13.37%	18.36%	17.97%
总资产增长率	13.39%	97.90%	63.71%	13.07%	10.70%	21.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.9	51.5	61.2	90.0	85.0	85.0
存货周转天数	97.3	73.4	78.2	100.0	95.0	90.0
应付账款周转天数	40.3	48.1	47.8	45.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	65.3	66.1	75.7	75.8	64.1	53.8
偿债能力						
净负债/股东权益	1.75%	14.30%	37.91%	5.29%	-15.87%	-32.89%
EBIT利息保障倍数	32.0	24.3	13.6	16.1	19.4	29.0
资产负债率	47.69%	61.97%	59.55%	47.83%	38.04%	31.60%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	14	20	42
买入	0	0	11	12	19
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	1	1
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.41	1.43	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-24	买入	8.31	N/A
2 2010-10-31	买入	14.13	N/A
3 2011-03-18	买入	18.50	N/A
4 2011-04-29	买入	18.34	N/A
5 2011-08-16	买入	17.13	N/A
6 2011-10-30	买入	15.11	N/A
7 2012-01-31	买入	14.21	N/A
8 2012-03-29	买入	12.32	N/A

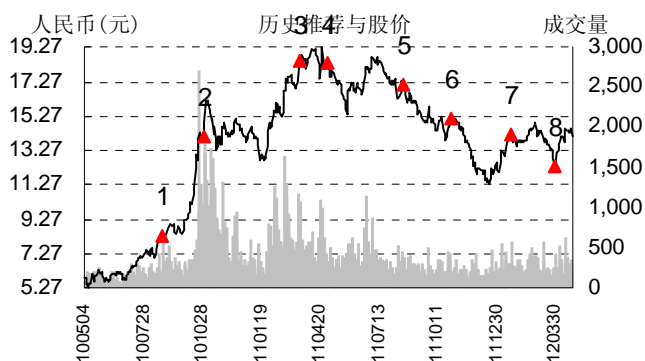
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B