

## 盈利能力环比大幅改善、业绩略超预期

投资要点： 2011 年一季报

### 1、事件

一季度收入 146.8 亿，同比增长 4.9%；净利润 28 亿，同比增长 5.3%； EPS0.37 元；扣非后 EPS0.35 元，同比增长 2.4%； ROE13.3%，比上年同期下降 7.7 个百分点。经营性现金流-0.58 元/股，同比下滑 28.9%。

### 2、我们的判断与分析

#### （1）逆势增长超预期，毛利提升源于混凝土以及大挖占比提升

销售及利润略超预期，在持续紧缩下能公司能实现正增长，凸显了龙头的竞争力。一季度毛利率 38.4%，同比提升 0.9%，环比大幅提升 7.8 个百分点；净利率同比提升 0.1 百分点，环比大幅提升 8.8 百分点。 ROE 环比提升，同比大幅下降，但仍处行业领先水平。受季节性影响和应收账款大幅增加，公司经营现金流类似于行业下降明显。

盈利能力同比下降，但环比改善明显，主要原因为毛利较高的混凝土机械和挖掘机产品销量回升。公司 11 年混凝土、挖掘机、起重机、其它构成占比分别为 53: 21: 12: 14，一季度混凝土继续增长，挖掘机等销量下滑，但大挖销量上升，高毛利产品占比提升导致综合毛利率上升。

#### （2）混凝土机械销售超预期，挖掘机超越外资市占率第一

主营产品混凝土机械一季度同比增长超过 10%，得益于混凝土行业商混率的提升以及产品的不断升级换代；挖掘机一季度同比小幅下滑 12%，但市占率达 16%，市占率进一步提升并大幅超越外资龙头 7 个百分点。目前公司中小挖产品行业地位稳固难撼，大挖 2011 年市占率 6%，3 月份市占率 14%，问鼎月度销量冠军，打破了外资品牌长期垄断格局，三一挖绝技的迅速崛起，体现了三一挖机的高端制造水平更实现了全系列产品的整体提升。

#### （3）土方机械销量环比将改善，未来关注整合进展和国际化

一季度铁路基建、水利投资进度缓慢，仅完成全年计划十分之一，预计二季度政府将加快投资力度，加上大部分保障房将于五月份开工，工程机械需求将逐步回暖，相对于 3 月份来说，土方机械销量跌幅同比将收窄，而三一作为具备竞争力的龙头企业，将首先受益于行业复苏。

4 月 17 日，三一与德国大象正式宣布收购完成交割。收购完成后如

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

■：(8621) 2025 2602

✉：[qjushiliang@chinastock.com.cn](mailto:qjushiliang@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

■：(8621) 2025 2629

✉：[zourunfang@chinastock.com.cn](mailto:zourunfang@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130511080003

特此鸣谢

王华君 ■：(8610) 6656 8477

✉：[wanghuajun@chinastock.com.cn](mailto:wanghuajun@chinastock.com.cn)

陈显帆 ■：(8621) 20257807

✉：[chenxianfan@chinastock.com.cn](mailto:chenxianfan@chinastock.com.cn)

对此报告编制提供信息

市场数据	时间 2012.04.28
A 股收盘价(元)	14.13
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	4.78
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)：11 年业绩略低预期，盈利能力将下降 2012-3-29

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)：业绩略低预期 未来关注整合和国际化 2012-01-30

公司点评——三一重工 (600031)：中报符合预期，龙头竞争凸显 2011.8.16

果整合成功，将显著提升三一重工的技术水平、丰富公司的产品组合、新增大象 50 年多来建立起来的全球销售网络、增加三一国际运营经验、和加快三一国际化进程；此外三一近几年前瞻性的大力布局海外销售网络，目前公司也意识到国际市场重要性，未来海外收入增长将弥补国内增速下滑的事实。

### 3、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 10.7 倍、9.4 倍、8.5 倍。维持“推荐”评级。

**风险：**公司现金流下降的风险；下游行业不景气带来混凝土行业下滑风险；未来行业增速下降以及竞争加剧带来行业盈利能力下滑的风险。

## 附录 1：行业财务比较表、单季度利润表、公司分产品情况表

表 1：一季度主要工程机械上市公司财务指标比较：三一盈利能力处于行业领先水平

	营业收入 (百万元)	yoY %	净利润(百 万元)	yoY %	EPS	ROE%	销售毛 利率 %	yoY(百分 点)	销售净 利率 %	yoY (百 分点)	每股现金 流(元/股)	yoY %
三一重工	14678	4.9	2804.3	5.3	0.37	13.3	38.4	0.9	19.1	0.1	-0.58	-28.9
中联重科	11609	8.1	2088.7	3.2	0.27	5.7	32.1	0.6	18.0	-0.9	-0.19	-11.2
徐工机械	7988	-17.8	740.8	-27.3	0.36	4.8	20.7	0.0	9.3	-1.2	-0.70	-1.4
柳工	3425	-42.3	147.6	-75.8	0.13	1.6	15.3	-5.4	4.3	-6.0	0.29	123.1
厦工股份	2237	-38.5	265.5	3.5	0.34	6.9	15.6	-3.7	11.9	4.9	-0.78	23.0
山推股份	2823	-41.6	50.2	-84.0	0.07	1.2	13.2	-1.7	1.8	-4.7	0.29	167.6
安徽合力	1413	-4.8	92.2	5.0	0.22	3.3	18.7	1.3	6.5	0.6	0.10	-18.8

资料来源：公司一季报、WIND、中国银河证券研究部

表 2：单季度利润表：毛利率、净利润率环比大幅回升，费用率同比上升 2 个百分点

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
营业收入	139889	16375	10940	9473	14678
同比增速	94.9%	67.6%	22.1%	17.7%	4.9%
毛利率	37.5%	38.7%	37.0%	30.6%	38.4%
销售费用	1012	1309	772	1122	1180
销售费用率	7.2%	8.0%	7.1%	11.9%	8.0%
管理费用	691	701	610	1061	760
管理费用率	4.9%	4.3%	5.6%	11.2%	5.2%
财务费用	-33	192	422	226	94
财务费用率	-0.2%	1.2%	3.9%	2.4%	0.6%
三费和率	11.9%	13.5%	16.5%	25.4%	13.9%
所得税	463	542	335	91	539
所得税率	14.1%	13.4%	15.0%	7.5%	15.5%
归属母公司净利润	2663	3276	1732	978	2804
同比增速	185.8%	68.6%	10.3%	-16.5%	5.3%
净利润率	19.0%	20.0%	15.8%	10.3%	19.1%
EPS	0.35	0.43	0.23	0.13	0.37

资料来源：公司一季报、WIND、中国银河证券研究部

表 3：分产品情况预测表：未来盈利能力有下滑风险，但下降平缓

	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
<b>营业成本</b>	<b>214</b>	<b>323</b>	<b>408</b>	<b>504</b>	<b>600</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>125</b>	<b>185</b>	<b>222</b>	<b>252</b>	<b>283</b>
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
<b>毛利率</b>	<b>36.5%</b>	<b>36.5%</b>	<b>35.2%</b>	<b>33.4%</b>	<b>32.1%</b>
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%
<b>收入构成</b>					
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%
<b>增速</b>	<b>79%</b>	<b>50%</b>	<b>24%</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>

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

## 附录 2：三一重工子行业销售情况

表 4：挖掘机同比：2-3 月表现稳定

	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%
2011	154%	265%	106%	128%	7%	30%	8%	-4%	15%	-6%	-38%	17%	46%
2012	-62%	3%	-2%										

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 5：挖掘机累计同比：11 年至今增速持续放缓，12 年一季度负增长，但仍领先行业

	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%	-12%									

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 6：挖掘机环比：2-3 月环比改善明显

	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%	119%									

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

表 7：起重机同比：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%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

2012 -66% 26% -15%

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

**表 10：起重机累计同比：11 年月增速逐步放缓，12 年一季度负增长，但小于行业下滑速度**

	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%	-21%									

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

**表 11：起重机环比：2-3 月环比改善明显**

	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%	43%									

资料来源：中国工程机械商贸网、中国银河证券研究部

## 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](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区: 于淼 021-20257811 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)

深广地区: 詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)