

收购之年 融资之年

——三一重工（600031）调研简报——

调研概况:

- 三一重工 2011 年度营业收入 508 亿元，同比增速 49.5%，每股收益 1.14 元；2012 年一季度公司营收 146.8 亿元，同比增速 5%，净利润 29.4%，同比增速 4%，每股收益 0.37 元，营业收入和净利润均有较大回落。藉此时机，我们于 6 月 14 日对三一重工进行了实地调研。通过公司调研和对国内外经济形势，以及中西部、二三线城市城镇化发展的综合分析，我们预计三一重工 2012 年营业收入增速在 25-30%，2014 年将超过 30%。

投资看点:

- **看点一，收购混凝土机械世界第一品牌普茨迈斯特（简称普）：**三一重工 26.5 亿元收购普 90% 股权并于 4 月完成交割。普混凝土机械市占率在德国占比 10%，西欧占比 33%，印度占比 60%，全球占比 21.5%，为世界混凝土机械龙头企业。2012 年普的营收目标为 7 亿欧元，同比增速 25%。收购后，三一重工混凝土机械业务将同普混凝土机械业务实现优势互补效应。三一重工引用普混凝土机械核心生产技术，提升混凝土机械整体性能，并充分发挥普在全球完善的销售体系；普的零部件采购将纳入三一重工整体采购体系，降低普的生产成本，并着力对普的产品系进行拓展，如增加生产混凝土泵站。近期，三一重工将推出引进普技术后的首款新品“轻量化臂架混凝土泵车”，在整车整体性能方面较现有泵车将有较大提升。
- **看点二，同奥地利帕尔菲格集团成立起重机生产和销售合资公司：**2 月末，三一重工同帕尔菲格成立两家合资公司，分别生产随车起重机和销售汽车起重机，股权各占 50%。随车起重机规划总产能 1 万台，目前正处于 1 期工程 2000 台的规划阶段。起重机未来发展有两个方向，一是大吨位机械，二是轻量化小吨位机械，即随车吊。三一重工将把握后者、着力发展，并有望成为三一起重机业务新的增长点。
- **看点三，在港 IPO：**三一重工在去年推迟的在港 IPO 事项，有望于今年重启，由于相关必要程序和审批已于 2011 年完成，因此三一重工在港 IPO 将只待市场时机的选择。此次在港募资以三一重工整体资产增发的方式在港上市，所募资金将用于海外销售网络建设、产能扩大、补充流动资金等方面。募资后三一重工将重拳打造海外销售体系，采用“先布网、后销售”的方式。2015 年，三一重工海外销售营收占比目标为 30%（这一目标包括已收购的普茨迈斯特销售业绩），2011 年出口销售占比 6.7%。

分析师

李慧
执业证号：S1250511010006
电话：010-57631192
邮箱：lih@swsc.com.cn

联系人

任燕楠
电话：023-63786436
邮箱：renyannan@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)	75.94
流通A股(亿股)	70.31
52周内股价区间(元)	11.10-30.11
总市值(亿元)	1108.68
总资产(亿元)	626.45
每股净资产(元)	2.96
当前价(元)	19.70

三力分析:

- **三力分析之销售力:** 三一挖机在 2011 年市占率达到 11.6%，一举超过小松成为国内销售龙头企业。这不仅得力于三一挖机较高的性价比，而且得力于完善的销售模式。三一重工销售收入中，全款销售占比 25% 左右，银行按揭占比 45% 左右，分期付款占比 15% 左右，融资租赁占比 15% 左右。银行按揭销售模式相比于其他两种信用销售模式，优势有二：一是较高的首付款，同保证金相加接近三成，而融资租赁首付款仅为 1.5 成；二是客户实力较强，银行信用高，首付款资金充裕。三一挖机以代理销售为主，2011 年混凝土机械和汽车起重机全部由直接销售转为代理销售。这一方面提高了经销商的积极主动性，获取盈利、返利“双收入”，另一方面降低了三一重工的管理风险和期间费用。目前，三一挖机订单为 12000 台，订单饱满，从 2012 年前 5 月销售量看，三一挖机市占率仍居首位，并较去年同期有较大增长。
- **三力分析之生产力:** 产能方面，三一挖机产能接近 3 万台，包括昆山的大挖与小挖基地和上海临港的中挖基地，规划最终产能 8 万台；混凝土搅拌车产能 1.2 万台，泵车产能 7000 台，拖泵产能 3000 台；随车吊规划产能 1 万台，目前在建产能 2000 台。零配件构成方面，自制件占比 80% 左右，外购件占比 20% 左右，无外协件。其中，部分关键零配件仍需进口，在生产和订单排产中起到重大影响作用。成本控制方面，钢材成本占比 11% 左右，三一重工专门成立了钢材采购部，进行成本管理，2011 年通过钢材价格风险管理节约采购成本 1 亿元，在一定程度上降低生产成本，提高毛利率。
- **三力分析之研发力:** 三一重工每年研发投入占比 3%-5%，研发投入力度超过小松。关键零部件方面，油缸已批量生产，可满足部分生产需求，其余仍需进口，三一重工自主研发油缸在故障率方面优于大部分进口件，11 年故障率 0.4%，12 年目标故障率为 0.24%，若能实现此目标三一油缸将达到一流品质；减速机、驾驶室已批量生产，液压系统正在试制阶段。关键零部件的自主化，不仅能有效降低生产成本，进行精益生产，而且有利于订单排产，减小采购风险和延时生产成本。
- **2013、2014 年业绩预测:** 13、14 年三一重工将依托海外生产总部普茨迈斯特完善全球营销网络建设，着力扩大海外销售份额。2011 年三一重工出口销售占比为 6.7%，2015 年三一重工海外销售占比目标为 30%，这一目标将超过公司历史上海外销售收入占比最好时期 10 个百分点。在国内市场，三一重工将重点进军中西部地区、填补中东部省份二三线县市低商品混凝土使用率和无商品混凝土使用的空白。根据国内外经济形势、企业产能扩大和全球营销体系逐步完善以及工程机械行业十二五规划中年均 17% 符合增速预期的综合分析，我们预测 2014 年三一重工营收增速将超过 30%。计算每股收益时，考虑 2012 年公司可能在港 IPO 增发的股份。
- **风险提示:** 下游需求低迷期远超预期；对收购资产的整合进程低于公司规划；行业产能扩大，加剧竞争；银行信贷收缩。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入(百万)	33954.94	50776.30	64034.64	80201.76	104295
增长率(%)	105.84	49.54	26.11	25.25	30.04
归属母公司净利	5615.46	8648.90	10245.37	12832.91	16687.74
增长率(%)	186.13	54.02	9.44	25.25	30.04
每股收益-摊薄(元)	1.11	1.12	1.23	1.54	1.99
市盈率	19.50	11.01	12.11	9.68	7.49

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631234 (总机)

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://www.swsc.com.cn/>