

机械/工程机械

三一重工(600031)

增持

-----三季度需求仍将放缓，四季度销量有望回升

2012年07月09日

公司研究/一般报告

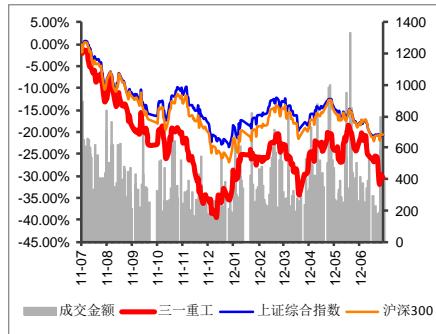
市场数据

收盘价(元)	13.14
一年内最高/最低(元)	15.42/13.08
市净率	3.33
市盈率	10.67
流通A股市值(百万元)	92,384.71

基础数据

每股净资产(元)	3.26
资产负债率%	55.20
总股本/流通A股(百万)	7593/7031
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股票价格走势



分析师：李争东

执业证书编号：S0760512060001

电话：0351-8686900

邮箱：caolinyan@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：zhangxiaoling@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要财务数据：

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	50776	105.84%	5615	160.09%	1.14	36.85%	31.58%	19.49
2012E	54376	65.75%	9351	60.91%	1.23	37.86%	29.67%	10.67
2013E	62124	14.25%	11844	19.42%	1.56	38.08%	26.59%	8.42
2014E	70228	13.05%	13579	14.64%	1.79	38.18%	23.31%	7.35

核心观点：

- 由于目前行业处于并将长期处于供过于求状态，我们主要从短期需求角度分析下游行业景气程度，并且结合我们与上市公司的交流情况对三一重工全年业绩做出预测。本篇报告我们不再赘述我国城镇化及三、四线城市商混率提升等概念对公司带来的长期利好。
- 短期内需求持续放缓，公司存货有所增加。房地产行业土地购置面积增速放缓，行业仍处于去库存阶段，导致三一重工大部分产品短期内销售收入增速大幅下滑，存货周转情况持续放缓；下游需求减少导致公司净利润增长率必将有所降低，我们必须接受三一重工走入低PE阶段这一现实。
- 由于2012年下半年房地产行业购置土地面积增速和投资增速持续下滑，我们预计公司混凝土机械增速至25%，桩工机械销量增速为4%。
- 公司挖掘机销量下滑，但市场份额扩大至14.98%，较2011年底提高3.6个百分点。但由于行业景气程度较低，我们预计公司全年挖掘机销量增速下滑10%左右。
- 受基建投资下滑影响，公司汽车起重机销量增速下降；履带起重机下游需求预期有所提高，考虑到核电项目重启预期提前，以及未来高铁工程复工等因素，我们预测公司履带起重机销量增速将维持在30%左右的增长。

投资建议：

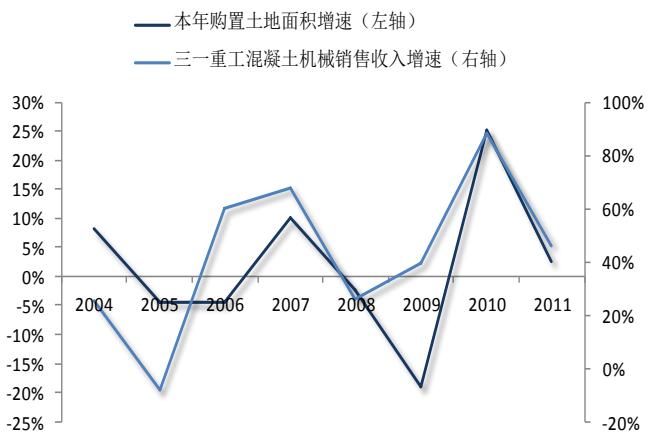
我们预测公司2012-2014年每股收益为1.23元、1.56元和1.79元。以7月4日收盘价12.85元为基础，对应PE是10.67倍、8.42倍和7.35倍。给予公司“增持”评级。

混凝土机械需求不足，供给增加

房地产行业仍处于去库存阶段

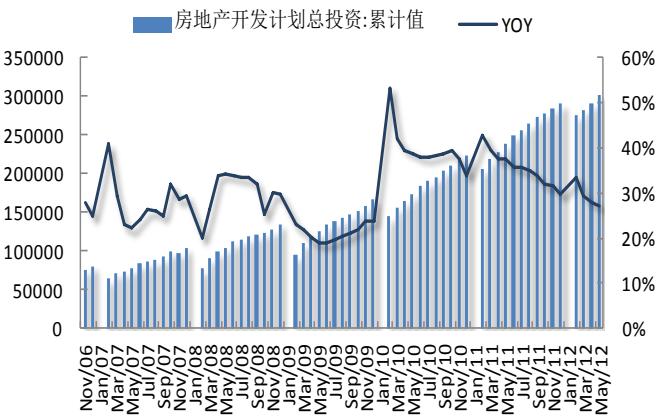
由于2010年我国房地产政策有所放松，导致2011年新开工面积快速增加。2011年政策收紧以后，房地产行业待售面积不断增加，直到2012年增速才有所放缓，但仍然保持在33%左右的水平。我们认为，由于商品房待售面积增速显著高于新开工面积增速，房地产业下半年去库存仍将持续。如果按照目前房地产平均每月实现2亿平米左右的交易情况测算，10月份将会迎来待售面积增速低点。

图表 1：房地产购置土地面积增速与三一重工混凝土机械营业收入增速对比
单位：%



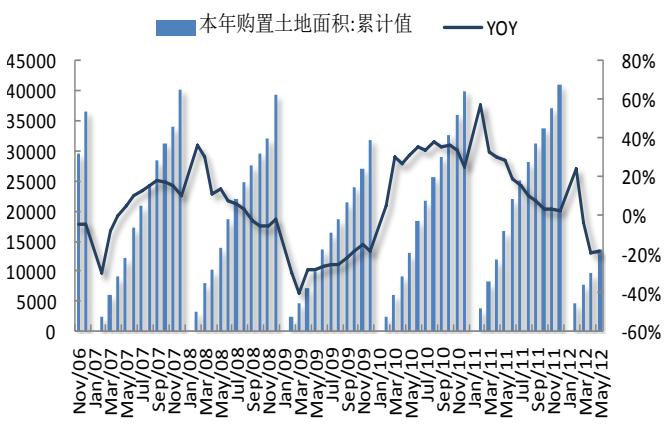
资料来源：山西证券

图表 3：月度房地产开发计划投资额及其增速
单位：亿元/%



资料来源：wind、山西证券研究所

图表 2：月度房地产购置土地面积及其增速
单位：万平方米/%



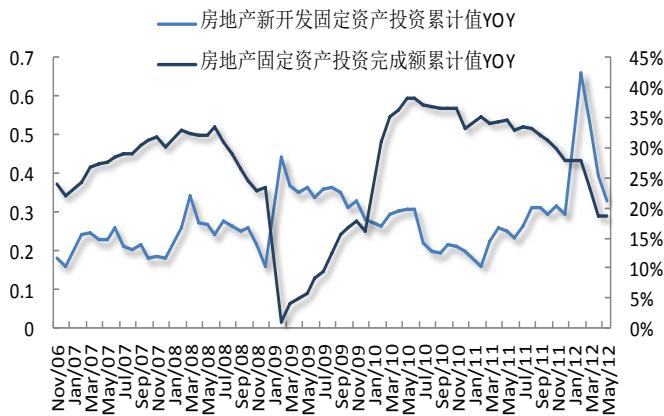
资料来源：山西证券

图表 4：年度房地产开发计划投资额及其增速
单位：亿元/%



资料来源：wind、山西证券研究所

图表 5：月度房地产购置土地面积及其增速 单位：%



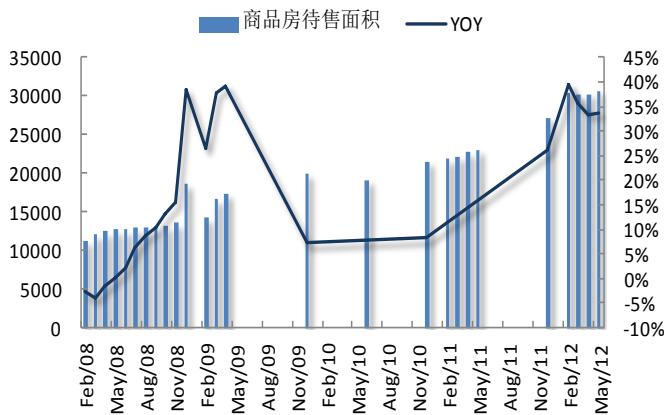
资料来源：wind、山西证券研究所

图表 6：房屋新开工面积及其增速 单位：万平方米/%



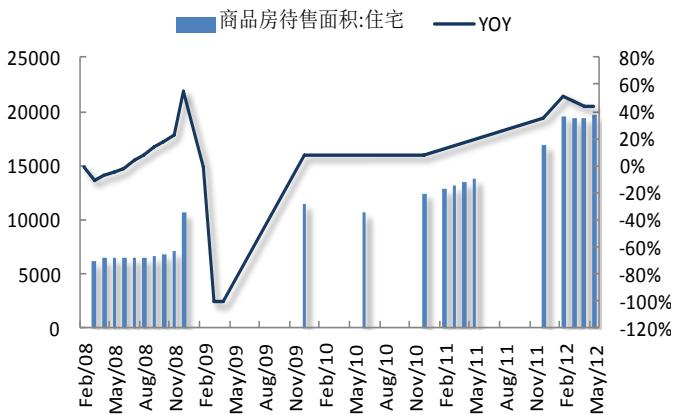
资料来源：wind、山西证券研究所

图表 7：商品房待售面积及其增速 单位：万平方米/%



资料来源：wind、山西证券研究所

图表 8：住宅待售面积及其增速 单位：万平方米/%



资料来源：wind、山西证券研究所

房地产行业设备购置额增速下滑

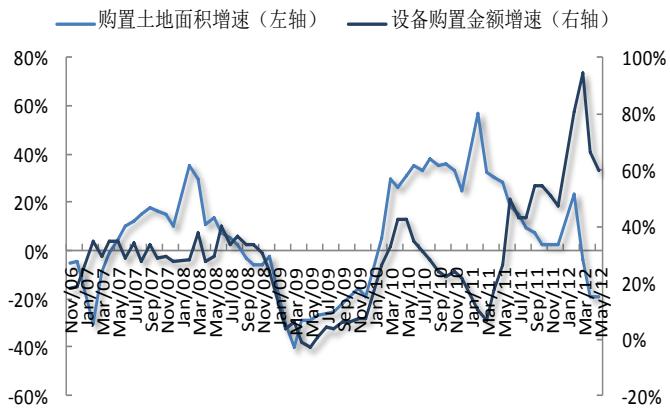
从购置土地面积和设备购置金额增速对比情况来看，2010年以前的增速保持一致，2010年以后增速出现差异，主要在于房地产公司存货周转率下降，以及房地产相关设备制造企业加大销售力度所致。2012年1-5月，购置土地面积增速和设备购置金额增速走势再次趋同，由于房地产购置土地面积增速同比下滑18%，房地产开发设备工器具月度购置额增速二季度以来快速下滑，预计下半年混凝土机械需求依然减弱。

图表 9：房地产开发设备工具购置额及其增速 单位：亿元/%



资料来源：wind、山西证券研究所

图表 10：购置土地面积和设备购置金额增速对比 单位：%



资料来源：wind、山西证券研究所

供给增加：混凝土机械行业产量增速较高

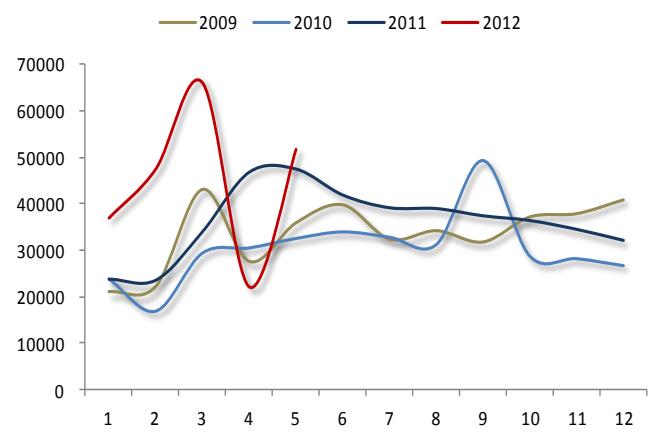
2012年1-5月混凝土机械行业产量增速为27.6%，我们同时观察一季度工程机械上市公司财务报表可以看出，行业主要上市公司应收账款周转率保持在8倍左右，存货增长率上升至37.5%，存货周转率下滑幅度很大，下降至1.14倍左右。

图表 11：混凝土机械产量及其增速 单位：台/%



资料来源：wind、山西证券研究所

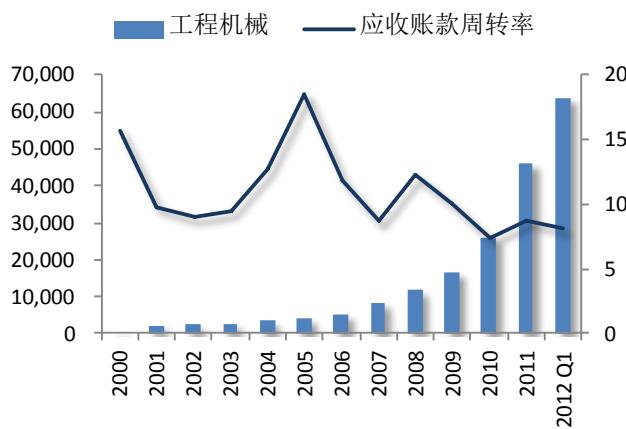
图表 12：混凝土机械月度产量对比 单位：台



资料来源：wind、山西证券研究所

图表 13: 混凝土机械产量及其增速

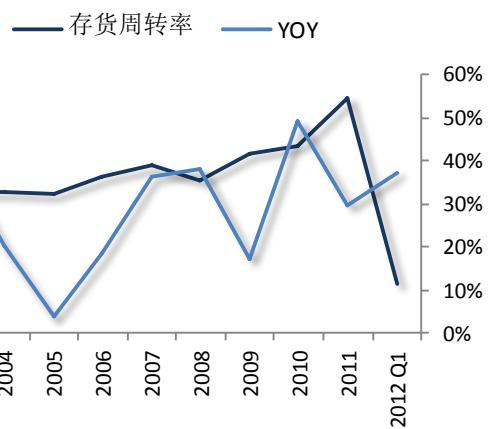
单位: 台/%



资料来源: wind、山西证券研究所

图表 14: 混凝土机械月度产量对比

单位: 台



资料来源: wind、山西证券研究所

分产品预测

混凝土机械

我们预测公司混凝土机械销售收入增速在20%左右。下调增速的主要原因在于本年购置土地面积增速下滑幅度较大，2012年1-5月，我国房地产购置土地面积同比下滑20%。历史数据显示，三一重工混凝土机械营业收入增速波动幅度是购置土地面积增速波动幅度的2倍，我们有理由大幅下调混凝土机械销售收入增速。考虑到天气原因导致部分工程进度放缓，2012年上半年混凝土机械产量仍然保持较快速度增长，存货有所增加，但随着下半年工程进度恢复正常，公司混凝土机械销售情况将有所改善。

桩工机械

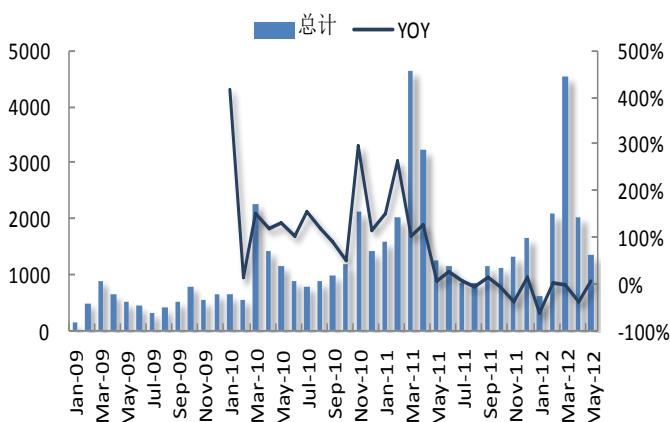
2012年1-5月房地产和铁路建设投资持续下滑，桩工机械销售受影响较大，我们预计公司桩工机械营业收入增速在4%左右。

挖掘机械

挖掘机销量下滑，但市场份额有所扩大。2012年1-5月，公司累计销售挖掘机10540台，同比下滑16.6%，市场份额约为15%，较去年全年市场占有率提高约2.6个百分点。虽然公司挖掘机销量增速出现下滑，但下滑幅度小于全行业下滑水平，同时，公司市场占有率有所提高，值得说明的是，1-5月公示累计实现出口近1000台，同比销量翻了一番，说明公司在挖掘机市场保持较强的竞争力。受行业景气程度拖累，我们预计公司全年挖掘机销量下滑幅度在10%左右。

图表 15：挖掘机月度销量及增速

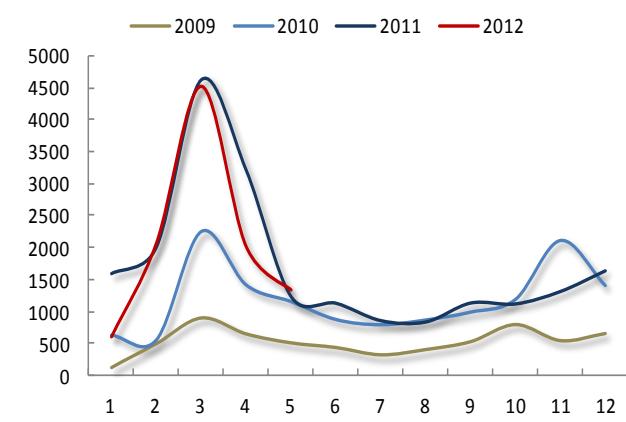
单位：辆/%



资料来源：山西证券

图表 16：近年挖掘机月度销量对比

单位：辆



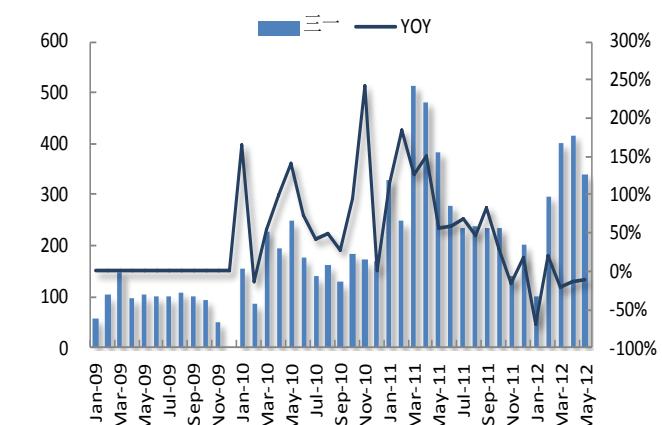
资料来源：山西证券

汽车起重机

2012年1-5月，公司累计销售汽车起重机1553台，同比下降20.6%。三一汽车起重机市场占有率为13.87%，较2011年全年市场占有率为4个百分点。虽然公司销量有所下滑，但下滑幅度同步于全行业，市场份额继续扩大，从战略角度上来说，汽车起重机取得一定成功。由于基础设施建设投资放缓，我们预计公司汽车起重机全年销量下滑幅度为13%。

图表 17：汽车起重机月度销量及增速

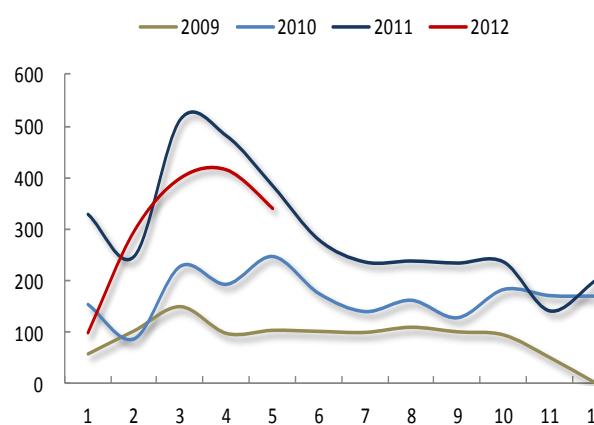
单位：辆/%



资料来源：山西证券

图表 18：汽车起重机月度销量对比

单位：辆



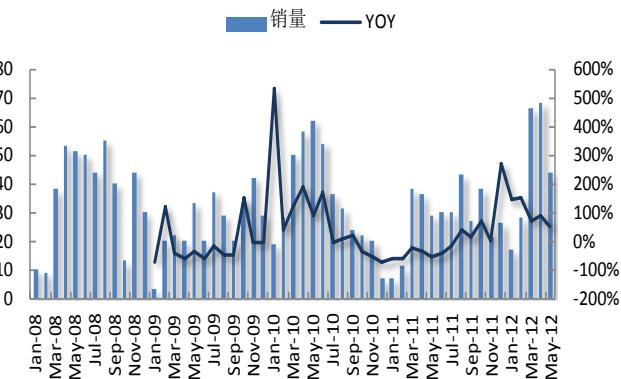
资料来源：山西证券

履带起重机

由于2012年重点项目建设重启，履带起重机需求提高，2012年1-5月三一重工累计销售履带起重机44台，同比增长约52%。考虑到核电项目重启预期提前，以及未来高铁工程复工等因素，我们预测公司履带起重机销量增速将维持在30%左右的增长。



图表 19: 三一重工履带起重机月度销量及增速 单位: 辆/%

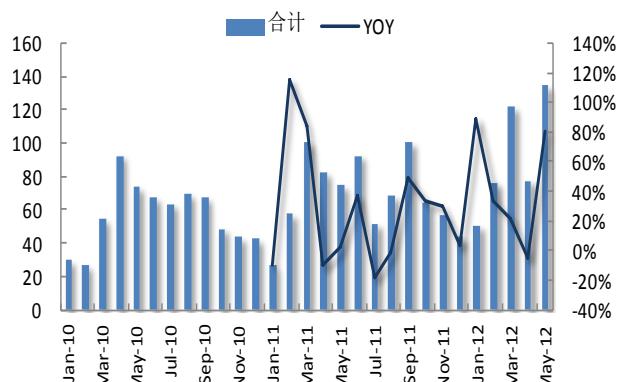


资料来源：山西证券

路面机械

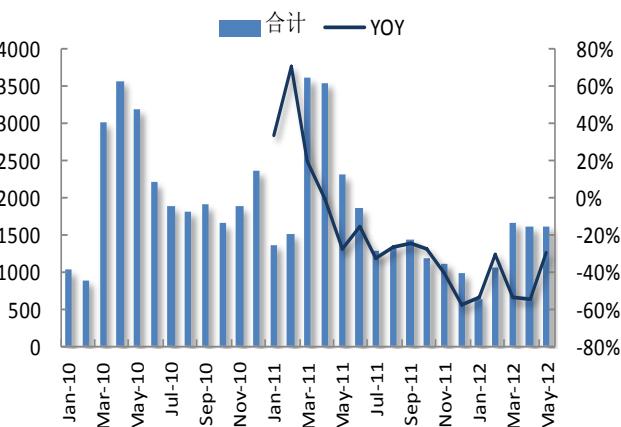
公司销售情况明显好于行业。2012年1-5月，三一重工累计销售压路机463台，同比增长34.6%。由于路面机械主营收入贡献率较小，预计全年贡献利润约7.2亿元。

图表 21: 三一重工压实机械行业产量及增速 单位: 辆/%



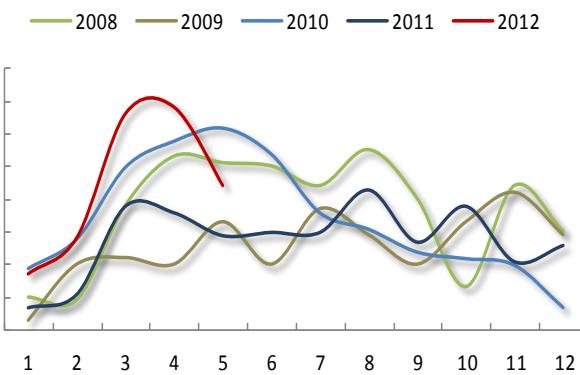
资料来源：山西证券

图表 23: 三一重工压实机械行业产量及增速 单位: 辆/%



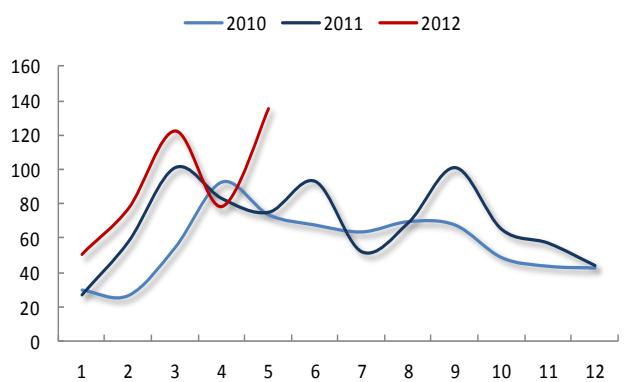
资料来源：山西证券

图表 20: 三一重工履带起重机月度销量对比 单位: 辆



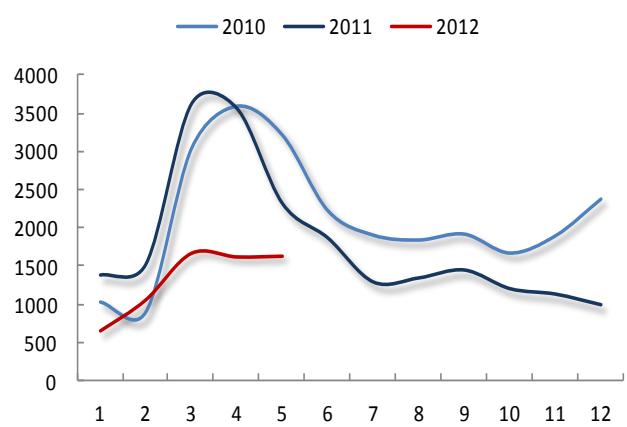
资料来源：山西证券

图表 22: 三一重工压实机械行业月度产量对比 单位: 辆



资料来源：山西证券

图表 24: 三一重工压实机械行业月度产量对比 单位: 辆



资料来源：山西证券

盈利预测

我们预测公司2012-2014年每股收益为1.23元、1.56元和1.79元。以7月4日收盘价12.85元为基础，对应PE是10.67倍、8.42倍和7.35倍。给予公司“增持”评级。

简式财务报表

单位：百万

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	50776.30	54375.76	62124.08	70228.38	货币资金	10246.99	14000.00	23252.36	38800.15
营业成本	32252.23	33790.00	38469.99	43418.18	金融资产	349.63	273.00	273.00	273.00
营业税金及附加	259.52	277.91	317.52	358.94	应收票据	1050.92	1812.53	2070.80	2340.95
期间费用	8086.40	8602.48	9504.19	10589.83	应收账款	11304.87	18125.25	17749.74	17557.09
EBITDA	10985.42	12895.30	14873.85	16887.71	其他应收款	783.86	725.01	727.74	737.40
折旧	668.38	615.85	647.51	671.26	预付款项	1977.12	2703.20	3077.60	3473.45
摊销	55.06	68.69	85.32	101.92	长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	10876.09	11612.00	13585.45	15478.18	存货	8134.41	10875.15	12424.82	14045.68
非业务性支出	403.52	681.27	638.08	718.85	非核心流动性资产	264.89	0.00	0.00	0.00
非业务性收益	72.57	-17.49	-17.49	-17.49	流动资产合计	33783.78	48271.37	59333.28	76984.95
营业利润	9847.20	11389.21	13620.02	15629.27	核心固定资产	14834.52	16123.08	15905.88	14234.62
营业外收支净额	945.07	100.00	100.00	100.00	核心无形资产	2160.85	2591.84	3005.52	3401.60
利润总额	10792.27	11489.21	13720.02	15729.27	非核心固定资产	198.67	251.94	296.56	336.74
所得税	1430.71	1570.66	1875.63	2150.31	非流动资产合计	17522.94	19209.65	19450.74	18215.73
净利润	9361.55	9918.54	11844.38	13578.95	资产总计	51306.72	67481.01	78784.01	95200.68
少数股东损益	712.66	567.70	0.00	0.00	短期负债	11000.39	5660.14	1349.46	1349.46
归属母公司股东的净利润	8648.90	9350.85	11844.38	13578.95	经营性应付款	12131.41	19550.20	22135.06	24830.49
基本每股收益	1.14	1.23	1.56	1.79	经营性流动负债	23131.80	25210.34	23484.52	26179.95
稀释每股收益	1.14	0.00	0.00	0.00	其他经营性流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	流动负债合计	23131.80	25210.34	23484.52	26179.95
净利润	9361.55	9350.85	11844.38	13578.95	非流动负债合计	7421.31	10757.25	10757.25	10757.25
经营性应收款(减少)	-6390.81	-8249.22	-259.89	-483.01	负债合计	30553.11	35967.58	34241.76	36937.19
经营性应付款(增加)	996.24	7411.48	2584.86	2695.43	实收资本(或股本)	7593.71	7593.71	7593.71	7593.71
其他营运资产(减少)	-2447.14	-2740.74	-1549.66	-1620.86	资本公积金	9.69	9.69	9.69	9.69
经营性现金流量净额	2146.90	8040.10	14461.75	16061.95	盈余公积金	1835.00	2826.86	4011.30	4011.30
投资性现金流量净额	-5940.26	-2932.31	-1484.88	-134.34	未分配利润	10358.59	19709.44	31553.82	45132.78
融资性现金流量净额	18154.95	-1354.78	-3724.51	-379.82	少数股东权益	1090.90	1516.02	1516.02	1516.02
现金净变动	14361.59	3753.01	9252.36	15547.80	归属母公司股东的权益	19662.71	29997.41	43026.24	56747.47
期初现金余额	5970.40	10246.99	14000.00	23252.36	所有者权益合计	20753.61	31513.43	44542.25	58263.49
期末现金余额	10246.99	14000.00	23252.36	38800.15	负债和股东权益总计	51306.72	67481.01	78784.01	95200.68

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。