

**建筑机械**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

署名人: 欧阳俊

S0960512080005

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

**6-12 个月目标价:** 12 元

当前股价: 10.42 元

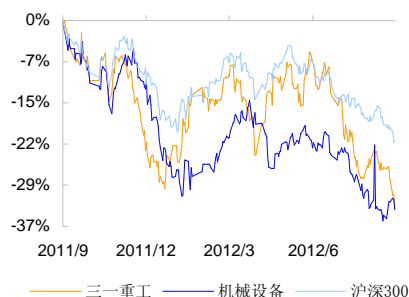
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2053.24
总股本(百万)	7593
流通股本(百万)	7030
流通市值(亿)	732
EPS	1.14
每股净资产(元)	2.59
资产负债率	59.55%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
三一重工	-8.65	-26.76	-23.55
机械设备	-3.67	-17.41	-23.28
沪深 300 指数	-4.71	-13.01	-15.74



**相关报告**

三一重工 - 混凝土机械业务促一季度逆势小幅增长 2012-05-02

三一重工 - 业绩符合预期, 静待行业回暖 2012-03-29

三一重工 - 收购全球混凝土机械巨头, 加速国际化进程 2012-01-31

**三一重工**

**600031**

**推荐**

**业绩低于预期, 盈利能力下滑**

公司今日公布 2012 年中报: 实现营业收入 317.60 亿 (+4.60%), 归属上市公司净利润 51.60 亿 (-13.12%)。基本每股收益 0.68 元, 低于市场预期。

**投资要点:**

- **受下游需求低迷拖累, 上半年业绩表现不佳。**①混凝土机械: 受益需求下沉、商混率提升, 混凝土机械子行业仍保持旺盛需求, 公司混凝土机械业务实现销售收入 171.44 亿 (+8.21%)。②挖掘机: 实现挖掘机销量约 1.16 万台 (-16%)、但仍大幅超越行业增长 (-38%), 销售收入 66.16 亿 (-6.10%); 市场份额达到近 15%, 稳居行业第一。③起重机械: 汽车起重机实现销售收入 24.42 亿 (+10.30%), 履带起重机实现销售收入 7.09 亿 (-16.43%)。
- **盈利能力下滑。**上半年公司综合毛利率为 35.45%, 比上年同期下降 2.68 个百分点, 主要原因是公司各产品毛利率均出现不同程度下滑, 其中占比最大的混凝土机械 (54%) 下降 1.44 个百分点, 占比第二的挖掘机 (21%) 下降 1.43 个百分点。受财务费用大幅提升影响 (比上年同期提升 2.05 个百分点), 期间费用率比上年同期提高 2.38 个百分点。净利率为 16.25%, 较上年同期下降 3.31 个百分点。
- **经营现金流和应收账款有待改善。**期末公司经营活动现金流净流出约 17.46 亿, 去年同期净流入 2.51 亿。主要原因是公司采用信用销售模式, 导致应收账款 (229.23 亿, +71.64%) 和应收票据 (11.54 亿, +73.80%) 大幅增加, 显著高于公司营收增速。同时, 公司负有回购担保义务的余额 92.27 亿 (+52.11%)。
- **国际化进程稳步推进, 海外业务快速增长。**上半年公司收购普茨迈斯特、与奥地利帕尔菲格合资成立起重机械子公司, 国际化进程加快。同期实现海外销售收入 32.67 亿 (+176.71%), 表现优异。
- **维持“推荐”的投资评级。**我们预计公司 2012-2014 年每股收益为 1.14、1.35 和 1.62 元。目前股价对应 2012 年 9.01 倍 PE, 估值处于较低水平, 维持“推荐”的投资评级。

**风险提示:** 宏观经济持续低迷、信用销售风险

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	50776	55153	64703	76088
收入同比(%)	50%	9%	17%	18%
归属母公司净利润	8649	8667	10221	12320
净利润同比(%)	54%	0%	18%	21%
毛利率(%)	36.5%	35.1%	35.2%	35.1%
ROE(%)	44.0%	32.5%	27.7%	25.1%
每股收益(元)	1.14	1.14	1.35	1.62
P/E	9.03	9.01	7.64	6.34
P/B	3.97	2.93	2.12	1.59
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

## 附：公司营业数据和具体业务情况

图 1：公司营业收入单季度同比增速

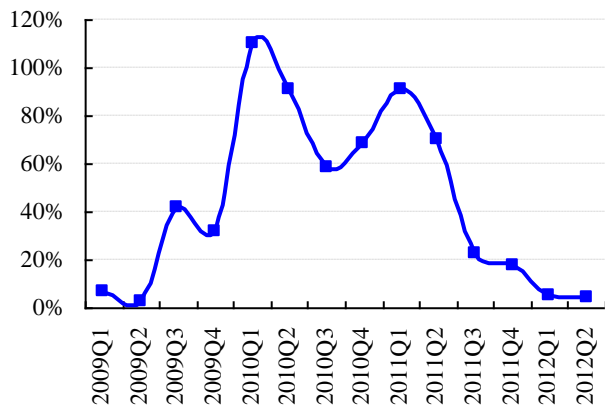
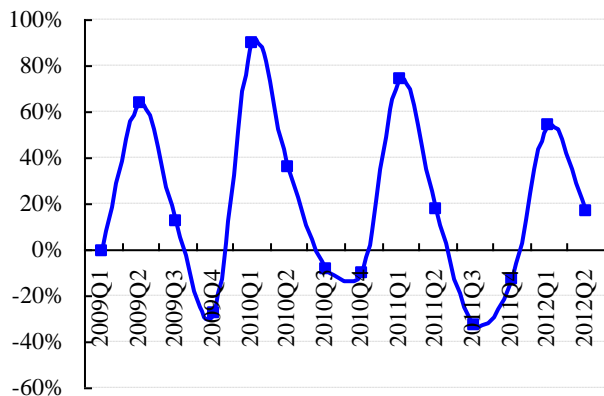


图 2：公司营业收入单季度环比增速



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3：公司单季度毛利率

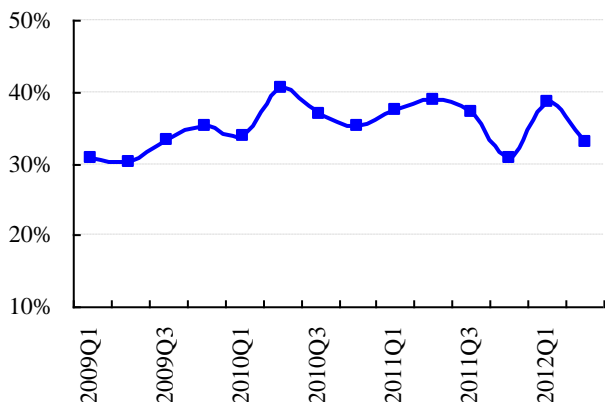
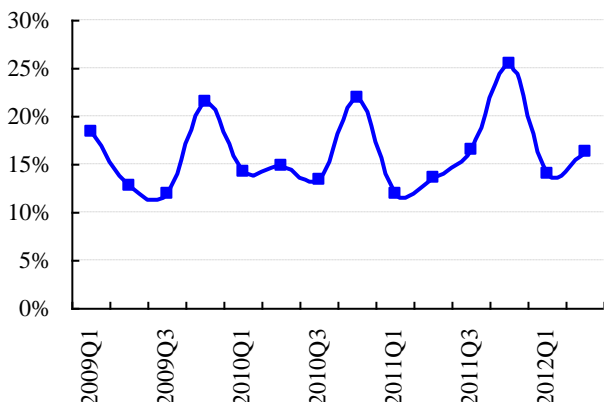


图 4：公司单季度三项费用率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 5：公司营业收入构成

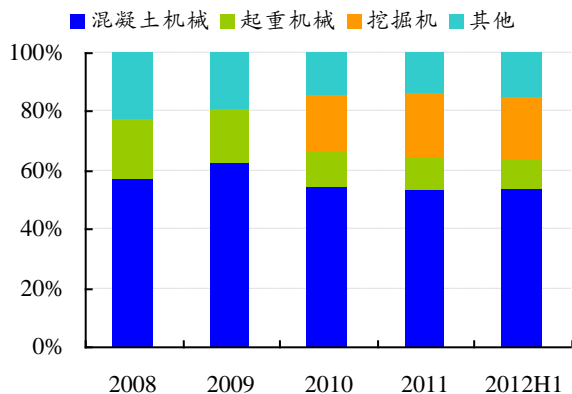
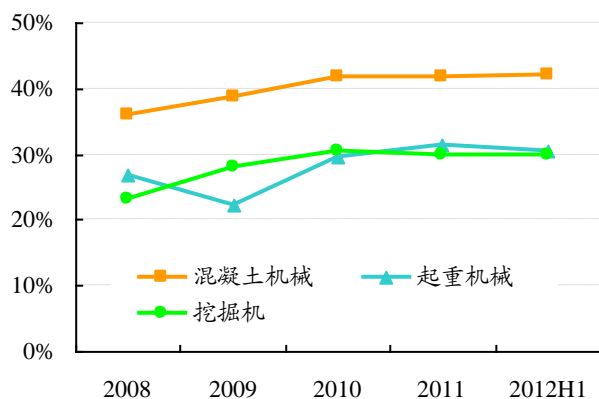


图 6：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 7: 公司挖掘机年销量及市场份额

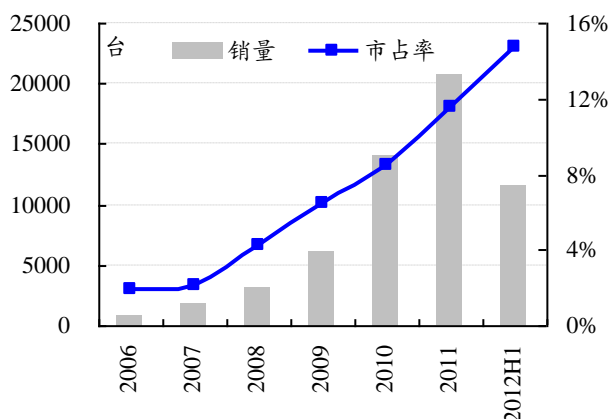
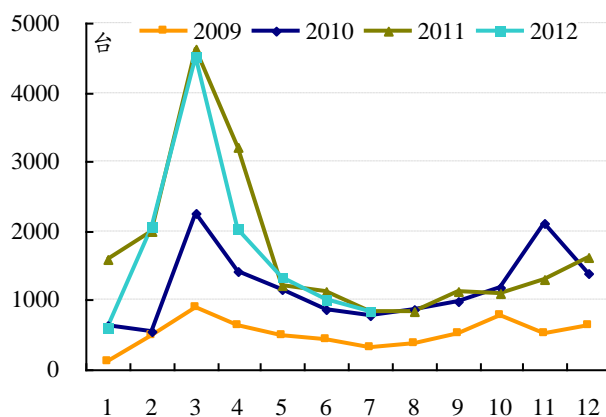


图 8: 公司挖掘机月度销量



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

图 9: 公司汽车起重机年销量及市场份额

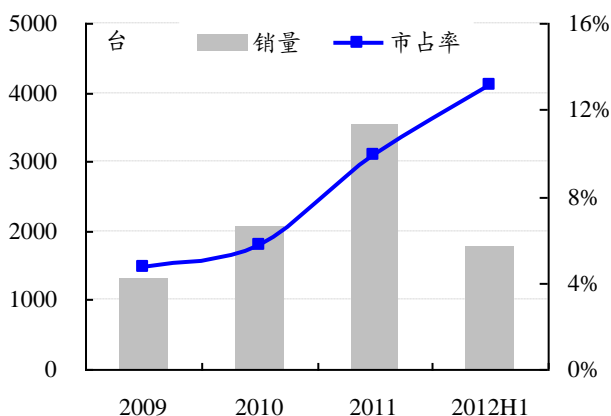
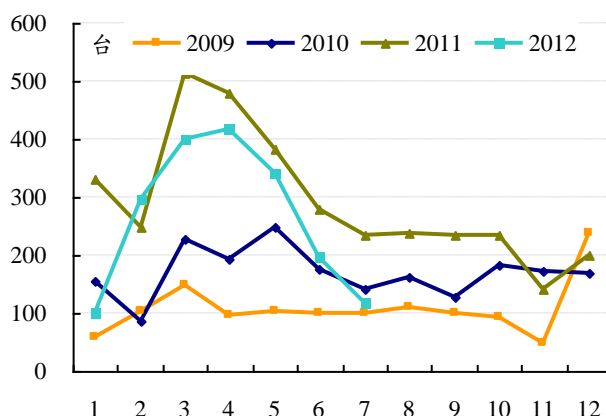


图 10: 公司汽车起重机月度销量



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

图 11: 公司履带起重机年销量及市场份额

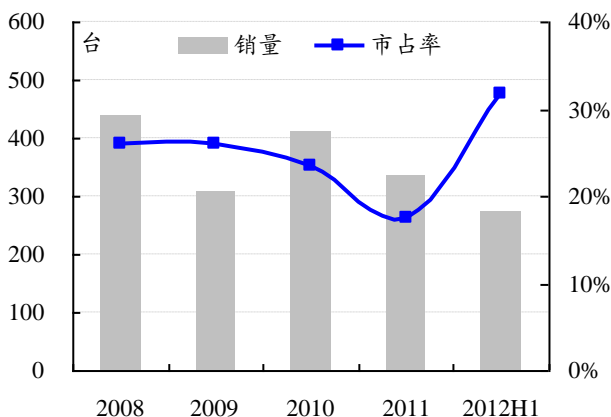
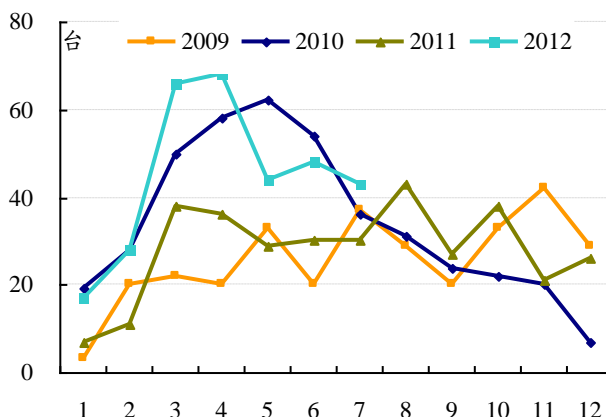


图 12: 公司履带起重机月度销量



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	33784	34289	44362	60270
现金	10247	7774	16516	27523
应收账款	11305	13788	12941	15218
其他应收款	784	827	971	1141
预付账款	1977	1789	2097	2468
存货	8134	8947	10484	12339
其他流动资产	1337	1163	1354	1582
<b>非流动资产</b>	17523	18420	19210	17927
长期投资	329	200	200	200
固定资产	10529	14731	15520	14237
无形资产	2160	2160	2160	2160
其他非流动资产	4505	1329	1329	1329
<b>资产总计</b>	51307	52709	63572	78197
<b>流动负债</b>	23132	16059	17100	18685
短期借款	9502	3000	3000	3000
应付账款	4067	5368	5452	5923
其他流动负债	9563	7691	8649	9762
<b>非流动负债</b>	7421	8418	7418	7418
长期借款	6680	7680	6680	6680
其他非流动负债	741	738	738	738
<b>负债合计</b>	30553	24478	24519	26103
少数股东权益	1091	1591	2191	2911
股本	7594	7594	7594	7594
资本公积	10	465	465	465
留存收益	12194	18582	28804	41124
归属母公司股东权益	19663	26641	36862	49182
<b>负债和股东权益</b>	51307	52709	63572	78197

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	2279	9915	12663	11707
净利润	9362	9167	10821	13040
折旧摊销	723	951	1210	1283
财务费用	807	1600	1000	800
投资损失	-141	-70	-90	-100
营运资金变动	-8574	-990	-279	-3316
其他经营现金流	102	-744	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-7940	-1834	-1910	100
资本支出	7136	2000	2000	0
长期投资	-136	-135	0	0
其他投资现金流	-940	32	90	100
<b>筹资活动现金流</b>	9002	-10554	-2011	-800
短期借款	4508	-6502	0	0
长期借款	5468	1000	-1000	0
普通股增加	2531	0	0	0
资本公积增加	0	455	0	0
其他筹资现金流	-3505	-5507	-1011	-800
<b>现金净增加额</b>	3343	-2473	8742	11007

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	50776	55153	64703	76088
<b>营业成本</b>	32252	35787	41936	49354
<b>营业税金及附加</b>	260	165	194	228
<b>营业费用</b>	4216	4412	5176	6087
<b>管理费用</b>	3063	3337	3979	4679
<b>财务费用</b>	807	1600	1000	800
<b>资产减值损失</b>	404	525	210	220
<b>公允价值变动收益</b>	-69	0	0	0
<b>投资净收益</b>	141	70	90	100
<b>营业利润</b>	9847	9397	12297	14819
<b>营业外收入</b>	1022	1100	0	0
<b>营业外支出</b>	77	80	0	0
<b>利润总额</b>	10792	10417	12297	14819
<b>所得税</b>	1431	1250	1476	1778
<b>净利润</b>	9362	9167	10821	13040
<b>少数股东损益</b>	713	500	600	720
<b>归属母公司净利润</b>	8649	8667	10221	12320
<b>EBITDA</b>	11378	11948	14507	16902
<b>EPS (元)</b>	1.14	1.14	1.35	1.62

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	49.5%	8.6%	17.3%	17.6%
营业利润	42.8%	-4.6%	30.9%	20.5%
归属于母公司净利润	54.0%	0.2%	17.9%	20.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.5%	35.1%	35.2%	35.1%
净利率	17.0%	15.7%	15.8%	16.2%
ROE	44.0%	32.5%	27.7%	25.1%
ROIC	32.5%	30.8%	36.1%	39.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.5%	46.4%	38.6%	33.4%
净负债比率	57.75	43.68%	39.48	37.08%
流动比率	1.46	2.14	2.59	3.23
速动比率	1.10	1.58	1.98	2.57
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.23	1.06	1.11	1.07
应收账款周转率	6	4	5	5
应付账款周转率	7.63	7.59	7.75	8.68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.14	1.35	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	1.31	1.67	1.54
每股净资产(最新摊薄)	2.59	3.51	4.85	6.48
<b>估值比率</b>				
P/E	9.03	9.01	7.64	6.34
P/B	3.97	2.93	2.12	1.59
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

欧阳俊，中投证券研究所机械行业分析师，中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所，负责工程机械、冶金矿采化工设备和机械基础件等子行业研究。

宋怡桥，中投证券研究所机械行业分析师，清华大学工学博士。2011 年加入中投证券研究所，负责机床、仪器仪表、船舶制造和重型机械等子行业研究。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434