

2012年10月22日

专用设备

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 9.51

三一重工(600031)

目标价(元):

变更会计估计为了什么?

投资评级: B--中性(下调)

高端制造: 王合绪

执业证书编号: S0890510120008

电话: 021-68778302

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

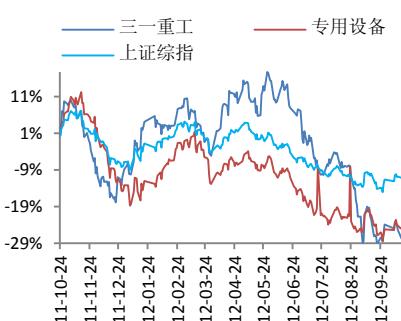
联系人: 夏 元

电话: 021-68778072

公司基本数据

总股本(万股)	759370.61
流通 A 股/B 股(万股)	703080.00/0.00
资产负债率(%)	66.52
每股净资产(元)	2.94
市净率(倍)	3.23
净资产收益率(加权)	23.33
12个月内最高/最低价	15.46/8.74

股价走势图



相关研究报告

1《业绩增长持续，现金流有所改善》，

2011.08.15

2《业绩大增，经营性现金流恶化》，

2011.04.29

◎事项:

10月20日，三一重工公告 对应收款项坏账准备计提比例会计估计进行变更，总体来说，变更后的坏账计提比例全面降低，变更后的坏账计提比例与中联重科持平。

◎主要观点:

◆原政策较为谨慎，变更后与中联齐平。从应收款坏账准备计提比例来看，厦工股份和中联重科的计提比例是行业内最低的两家公司，三一重工给此次变更之后与中联重科齐平，未到合同款日、1年以内、2-3年以及3-4年应收款计提比例分别为1%、1%、6%、15%和40%，而变更前分别为2%、5%、10%、20%和50%。

◆修改后有望保住行业利润第一的位置。正考虑到1年以内应收款占90%以上，总体坏账计提比例大约降低2.5个百分点以上，总体应收款在200亿元左右，坏账计提将减少5亿元左右，公司给出的前三季度数字是4.7亿元，考虑到应收款金额将有一定程度减少，全年少计提的坏账准备从而增加的净利润金额估算将不会超过4.7亿元。从中报来看，中联重科净利润超越三一重工3.16亿元，全年三一重工有望超越中联重科维持行业内利润第一的位子。

◆此次变更的意义。三一重工此次变更应收账款坏账计提比例选择在一个敏感时刻，目的应该很明确，就是保住公司行业内上市公司利润第一的位子，虽然短期内会有一些非议，但是从中期来看还是有积极意义的，因为如果不变更，公司年度净利润下滑到行业第二位是大概率事件，公司市值第一的位子有可能会失去，这对公司的市场营销和香港上市以及后续的融资等方面都会产生消极影响。

◆风险提示。在市场环境恶化，应收账款大幅增加之时，坏账风险不是在减小，而是会增加，公司本应该采取更为谨慎的原则，但是由于竞争所迫，公司不得不出此下策，现在确认的利润未来也可能还会吐出来，行业内所有的公司都面临相似的风险。

◆盈利预测与估值。我们认为今年净利润下滑是比较确定的，明年也难有大幅增长，每股收益预测分别为1.10元、1.28元。

	2010A	2011A	2012Q2	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	33954.94	50776.30	17082.50	53315.12	58646.63	67443.62
同比增速(%)	78.94	49.54	16.38	5.00	10.00	15.00
净利润(百万)	5615.46	8648.90	2355.87	8381.51	9683.61	10923.84
同比增速(%)	112.71	54.02	-15.99	-3.09	15.54	12.81
毛利率(%)	36.85	36.48	32.90	35.45	35.97	35.71
每股盈利(元)	1.11	1.14	0.31	1.10	1.28	1.44
ROE(%)	51.72	45.11	9.93	33.09	28.58	25.48
PE(倍)	0.00	0.00		8.67	7.50	6.65

表 1 工程机械主要上市公司应收账款坏账计提比例

	未到合同款日应收款	1年以内	1-2年(含1年)	2-3年(含2年)	3-4年	4-5年	5年以上
中联重科	1	1	6	15	40	70	100
三一重工 (变更后)	1	1	6	15	40	70	100
三一重工	2	5	10	20	50	50	50
徐工机械	0	0	10	50	100	100	100
柳工	0	5	10	30	50	70	100
山推股份	0	5	15	30	50	80	100
山河智能	0	5	10	15	35	50	100
厦工股份	0	1	5	10	20	50	100

资料来源：wind 资讯

注：从表中可以发现除了厦工股份，中联重科的坏账计提比例是最低的，三一重工变更后跟中联重科完全一致。

表 2 三一重工 2012 年中报应收款和坏账计提构成

	账面余额	比例(%)	原政策坏账计提比例	原政策坏账计提金额	新政策坏账计提比例	新政策坏账计提金额
未到合同款日应收款	112.07	48.13	2%	2.24	1%	1.12
1年以内	103.12	44.29	5%	5.16	1%	1.03
1-2年	8.77	3.77	10%	0.88	6%	0.53
2-3年	5.14	2.21	20%	1.03	15%	0.77
3年以上	3.72	1.6	50%	1.86	40%	1.49
合计	232.82	100	5%	11.16	2%	4.94

资料来源：wind 资讯

注：从表中可以发现一年以内和未到合同款日应收款占比超过 90%，

表 3

资料来源：

图 1 ()

资料来源:

图 2 ()

资料来源:

图 3 ()

资料来源:

注:。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	33783.78	37069.80	43901.78	52016.57
现金	10246.99	20820.69	16350.39	29331.32
应收账款	11304.87	5573.03	13530.22	8125.01
其它应收款	783.86	864.55	800.97	1195.71
预付账款	1977.12	1426.83	2357.86	1971.21
存货	8134.41	6998.09	9302.42	9640.39
其他	1336.53	1386.61	1559.92	1752.92
非流动资产	17522.94	21703.73	26317.98	30207.58
长期投资	328.90	356.17	388.87	418.85
固定资产	10528.84	13871.10	17627.87	20824.38
无形资产	2160.85	2583.62	3050.04	3476.33
其他	4504.35	4892.84	5251.20	5488.01
资产总计	51306.72	58773.53	70219.76	82224.15
流动负债	23131.80	24233.51	26850.00	30021.84
短期借款	9502.13	7248.28	11814.39	7811.75
应付账款	4066.82	5767.22	4501.97	7615.91
其他	9562.84	11218.00	10533.63	14594.19
非流动负债	7421.31	6928.76	6570.88	5561.33
长期借款	7170.46	6708.11	6335.13	5333.13
其他	250.85	220.65	235.75	228.20
负债合计	30553.11	31162.27	33420.88	35583.17
少数股东权益	1090.90	1845.15	2679.69	3641.88
归属母公司股东权益	19662.71	25766.11	34119.19	42999.09
负债和股东权益	51306.72	58773.53	70219.76	82224.15

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2185.34	21594.68	-981.39	26202.26
净利润	9361.55	9135.76	10518.15	11886.03
折旧摊销	723.44	1003.39	1332.67	1638.07
财务费用	807.27	1063.49	846.61	956.21
投资损失	-141.23	-91.76	-116.50	-104.13
营运资金变动	-8475.43	10462.34	-13595.08	11798.96
其它	-90.26	21.47	32.75	27.11
投资活动现金流	-7205.25	-5133.85	-5853.20	-5455.64
资本支出	6395.45	4199.78	4558.43	3871.18
长期投资	-130.96	-27.27	-32.70	-29.98
其他	-940.76	-961.34	-1327.47	-1614.45
筹资活动现金流	9352.19	-5887.14	-1074.89	-4326.50
短期借款	4507.70	-2253.85	1126.92	-563.46
长期借款	5469.67	-462.35	-372.98	-1002.00
其他	-625.18	-3170.93	-1828.84	-2761.04
现金净增加额	4332.28	10573.70	-7909.48	16420.12

利润表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	50776.30	53315.12	58646.63	67443.62
营业成本	32252.23	34414.91	37553.86	43360.90
营业税金及附加	259.52	239.28	281.47	313.19
营业费用	4216.00	4318.52	4809.93	5497.18
管理费用	3063.14	3116.69	3483.14	3974.11
财务费用	807.27	1063.49	846.61	956.21
资产减值损失	403.52	331.93	415.59	448.91
公允价值变动收益	-68.66	-9.16	-38.91	-24.04
投资净收益	141.23	91.76	116.50	104.13
营业利润	9847.20	9912.90	11333.60	12973.21
营业外收入	1022.07	586.44	804.26	695.35
营业外支出	77.00	93.23	85.12	89.17
利润总额	10792.27	10406.11	12052.75	13579.39
所得税	1430.71	1270.35	1534.59	1693.35
净利润	9361.55	9135.76	10518.15	11886.03
少数股东损益	712.66	754.25	834.54	962.19
归属母公司净利润	8648.90	8381.51	9683.61	10923.84
EBITDA	12013.26	11673.26	13613.31	15312.08
EPS (元)	1.14	1.10	1.28	1.44

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	49.54%	5.00%	10.00%	15.00%
营业利润	42.78%	0.67%	14.33%	14.47%
归属母公司净利润	54.02%	-3.09%	15.54%	12.81%
获利能力				
毛利率	36.48%	35.45%	35.97%	35.71%
净利率	18.44%	17.14%	17.93%	17.62%
ROE	45.11%	33.09%	28.58%	25.48%
ROIC	25.81%	22.57%	19.70%	20.46%
偿债能力				
资产负债率	59.55%	53.02%	47.59%	43.28%
净负债比率	87.38%	56.62%	54.76%	33.01%
流动比率	1.46	1.53	1.64	1.73
速动比率	1.11	1.24	1.29	1.41
营运能力				
总资产周转率	1.23	0.97	0.91	0.88
应收账款周转率	5.96	6.32	6.14	6.23
应付帐款周转率	7.63	7.00	7.31	7.16
每股指标(元)				
每股收益	1.14	1.10	1.28	1.44
每股经营现金	0.29	2.84	-0.13	3.45
每股净资产	2.73	3.64	4.85	6.14
估值比率				
P/E	0.00	8.67	7.50	6.65
P/B	0.00	2.82	2.13	1.69
EV/EBITDA	0.76	5.95	5.82	4.08

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。