

**2013 年 03 月 08 日**
**韩伟琪**

WeiQi\_Han@e-capital.com.cn

**目标价(元)**

RMB 13.50

**公司基本资讯**

产业别	机械设备		
A 股价(2013/3/7)	10.78		
上证综指(2013/3/7)	2347.18		
股价 12 个月高/低	15.24/7.62		
总发行股数(百万)	7616.50		
A 股数(百万)	7593.71		
A 市值(亿元)	821.06		
主要股东	三一集团有限公司(56.38%)		
每股净值(元)	3.04		
股价/账面净值	3.55		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-4.7	25.3	-25.7

**近期评等**

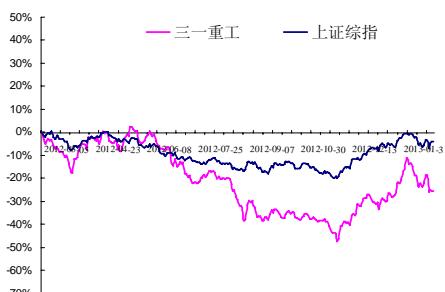
出刊日期	前日收盘	评等
2012-10-30	9.08	持有

**产品组合**

混凝土机械	53.98%
挖掘机	20.83%
汽车起重机	7.69%
旋挖钻机	2.87%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	1.7%
一般法人	61.5%

**股价相对大盘走势**

**三一重工 (600031.SH)**
**Buy 买入**
**挖掘机坐稳国内龙头, Q2 起增速预计转正**
**结论与建议:**

近日我们前往三一重机上海临港基地拜访, 与高管交流了 2013 年挖掘机产业的近况与前景。目前 Q1 下滑已成定局, 不过 3 月份订单情况已显明显好转, 预计 Q2 挖掘机将有望实现正增长; 全年公司给予了 30% 左右的增长目标, 可谓雄心壮志。

预计公司 2012~14 年 EPS 分别为 0.839 元、0.984 元和 1.184 元, YoY 分别下降 26.30% 和增长 17.29% 和 20.30%; 目前 13 年 P/E 为 11 倍, 给予买入的建议, 目标价 13.5 元 (2013 年 14x)。

- **一季度挖机有所改善但降幅仍明显:** 2013 年 1、2 月, 三一重机累计销售挖掘机 2400 台左右, YoY-10% 左右。3 月份目前计划出厂约 2500 台, 照此预期, Q1 三一重机挖机销量 YoY 降幅将超过 25%。从订单以及排产的情况来, 较去年景气低谷已有明显改善。
- **预计 Q2 起 YoY 增速将转正, 全年目标 YoY+30%:** 公司方面介绍, 春节以后, 挖机订单情况较去年同期有较好的改善, 客户对挖机需求的“紧迫性”也有所增加。预计 Q2 挖掘机销量 YoY 将转正, 且 4 月份销售情况很可能好于 3 月。公司方面给出了挖机 YoY+30% 的目标, 即年销量突破 2 万台, 这一目标不可不谓雄心壮志。
- **国内龙头地位加固, 全球化战略持续:** 2012 年三一重机完成挖机销售 1.56 万台, YoY-24.2%, 国内市场占有率提升 2.6 个百分点至 14.15%, 进一步拉开了同小松等竞争对手的差距。13 年公司除了加固国内市场的地位外, 将持续全球化的战略, 计划全年出口量实现翻番。
- **现金流情况有所改善, 负债率环比下降:** 截至 Q3 末, 公司经营性现金流净流入 8.3 亿元, 较去年同期净流出 15 亿元有明显改善, 不过应收账款和票据总额仍有 212.7 亿元之多, 较年初增加 70% 左右, 资产负债率 63.2%, 环比 Q2 末下降了 3.3 个百分点, 不过较年初仍高出 4 个百分点。公司方面也大力加强账款回收和负债结构改善, 走长期发展的道路。
- **行业开工率回暖, 后市较为乐观:** 2013 年以来, 工程机械显现出了回暖的迹象, 春节过后, 公司统计的 GPS 开工率已经达到 40%, 而年初的设备使用时间也达到了 130 小时/月, 虽然离理想水准尚有差距, 但行业回升趋势已有所显现。
- **看淡日元贬值影响, 全年毛利率预继续提升:** 根据经验, 挖掘机行业出现恶性价格竞争的概率很小; 同时公司历经数年的管道网络建设已较为成熟, 因日元贬值而可能造成的竞争对手 (如: 小松等) 产品跌价并不是左右行业的决定性因素, 加之经销商博取利润空间的作为很可能填补这一跌价的空间, 故我们认为外币因素对公司影响十分有限。预计公司挖机业务毛利率将在去年 28% (群益预计) 的基础上进一步提升。
- **盈利预测:** 预计公司 2012~14 年营收将分别达到 511.12 亿元、580.07 亿元和 675.03 亿元, YoY 分别增加 0.66%、13.49% 和 16.37%; 实现净利润分别为 63.74 亿元、74.76 亿元和 89.93 亿元, YoY 分别下降 26.30% 和增长 17.29% 和 20.30%; EPS 分别为 0.839 元、0.984 元和 1.184 元。

目前 13 年 P/E 为 11 倍, 给予买入

14x)。

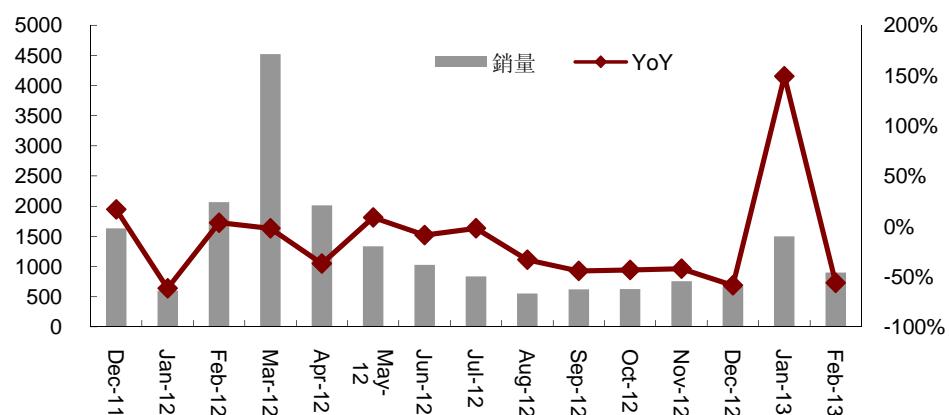
的建议, 目标价 13.5 元 (2013 年

接续下页 . . . . .

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012F	2013F	2014F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	5615	8649	6374	7476	8993
同比增减	%	112.71%	54.02%	-26.30%	17.29%	20.30%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.109	1.139	0.839	0.984	1.184
同比增减	%	-37.48%	2.68%	-26.30%	17.29%	20.30%
A 股市盈率(P/E)	X	9.63	9.38	12.72	10.85	9.02
股利(DPS)	RMB 元	0.190	0.300	0.200	0.220	0.250
股息率(Yield)	%	1.78%	2.81%	1.87%	2.06%	2.34%

图表一：三一挖掘机月度销量及 YoY

单位：台



资料来源：工程机械协会，群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
营业收入	33955	50776	51112	58007	67503
经营成本	21442	32252	34536	38754	44690
营业税金及附加	131	260	174	197	230
销售费用	3205	4216	4345	4931	5738
管理费用	1922	3063	3527	3915	4523
财务费用	298	807	1687	1914	2160
资产减值损失	153	404	50	100	101
投资收益	42	141	155	171	188
营业利润	6897	9847	6949	8367	10251
营业外收入	151	1022	1000	1000	1001
营业外支出	109	77	80	80	80
利润总额	6938	10792	7869	9287	11172
所得税	774	1431	1102	1347	1620
少数股东损益	549	713	393	464	559
归属于母公司所有者的净利润	5615	8649	6374	7476	8993

**附二：合并资产负债表**

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
货币资金	5970	10247	12296	13526	16231
应收帐款	6841	12356	19769	21746	23268
存货	5687	8134	10249	11069	12176
流动资产合计	20548	33784	45608	49257	54675
长期投资净额	198	329	332	382	439
固定资产合计	6148	10529	14214	15635	17199
在建工程	2166	3142	3928	4321	4753
无形资产	1560	2160	3521	4929	6901
资产总计	31452	51307	68783	76070	85255
流动负债合计	17642	23132	25445	30025	35430
长期负债合计	1891	7421	17811	17455	17804
负债合计	19534	30553	43256	47480	53234
少数股东权益	568	1091	1636	1800	1980
股东权益合计	11919	20754	25527	28590	32021
负债和股东权益总计	31452	51307	68783	76070	85255

**附三：合并现金流量表**

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	6749	2279	8099	6641	7305
投资活动产生的现金流量净额	-6774	-7940	-1297	-1102	-937
筹资活动产生的现金流量净额	819	9002	696	710	724
现金及现金等价物净增加额	794	3341	7498	6249	7093

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。