

新产品推出将为公司带来新增长点

——三一重工（600031）调研报告

2013年3月22日

推荐/维持

三一重工

调研报告

韩庆

分析师

执业证书编号：S1480512060001

电话：010-66554026

邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

事件：

近日我去三一重工进行了实地调研，并就公司经营情况，发展规划与公司进行了交流。

观点：

1、推广 A8 砂浆成套设备，开辟新增长点

公司今年向市场推出自己的预拌砂浆成套生产设备。与目前市场上主流的干混砂浆设备不同，公司的 A8 砂浆成套设备拥有独家技术，部分采用湿沙直接搅拌，减少了沙子的加热烘干工艺，具有成本优势。并且 A8 搅拌站可以在施工现场附近直接搅拌，减少了背罐车的使用，设备数量大幅减少。A8 砂浆成套设备的售价仅是市场上同类干混砂浆成套设备的一半，大幅降低了客户的投资门槛，提高了投资回报率。

预拌砂浆生产工艺分为干混砂浆和湿混砂浆两类。干混砂浆是经干燥筛分处理的集料与水泥以及根据性能确定的各种组分，按一定比例在工厂混合而成，在使用地点按规定比例加水或配套液体拌合使用的干混拌合物。湿混砂浆是将水、水泥、细集料及外加剂以及根据性能确定的各种组分，按一定比例，在搅拌站经计量、拌制后，采用搅拌运输车运至使用地点放置专用容器储存，并在规定时间内使用完毕的湿拌拌合物。

图 1：干混砂浆生产工艺流程



资料来源：中国散装水泥推广发展协会网站

图 2：湿混砂浆生产工艺流程



资料来源：中国散装水泥推广发展协会网站

表 1：干混砂浆工艺与湿混砂浆工艺比较

类别	优点	缺点
干混砂浆生产工艺	以干物料形式出售，可以储存较长时间，比较方便灵活，在施工时根据需要随用随拌。施工企业可以选择合适的时候组织施工以保证施工质量。	对原材料的选择比较严格，必须严格控制水分。必须进行烘干处理，导致生产成本增加。质量不便于控制。
湿混砂浆生产工艺	直接用于施工，工地不需任何加工设备，使用比较方便，便于质量控制。节能环保、不污染环境。生产成本比干混砂浆更低。	湿拌砂浆施工的灵活性较小，必须随到随用，储备时间短，施工受限制条件多。

资料来源：中国散装水泥推广发展协会网站，东兴证券

预拌砂浆设备市场未来几年将成为一个快速发展的市场。预拌砂浆的产品属性、政策环境、工程条件与当年预拌混凝土非常相似。而当年预拌混凝土市场是通过国家强制推行而发展起来的。根据商务部等的规定，现在国内已经有超过 127 个城市禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆，国内预拌砂浆市场发展的政策环境已经逐步形成。目前推广预拌砂浆最大的阻力是价格较高，预拌砂浆价格比现场搅拌砂浆高 50% 以上，建筑商往往因工程造价增加不愿使用预拌砂浆。而三一 A8 砂浆成套设备的机械化施工方法将有助于预拌砂浆在国内的推广。之前散装水泥推广发展协会曾做过研究，机械化施工不仅省时、省人工、减少材料用量，并且降低建筑造价，根据估算，每平方米可以降低房屋造价 2~3 元左右，这将基本弥补预拌砂浆与现拌砂浆成本上的差距。

与公司原有产品销售模式不同，A8 砂浆成套设备采取特许加盟方式，每个区域只设立一个加盟商。这种做法将保护加盟商的利益，维护市场秩序，形成赚钱示范效应，有利于产品的推广。预计今年预拌砂浆成套的销售收入能达到 30 亿元。由于目前商品混凝土行业竞争激烈，预拌砂浆市场作为一个新兴市场，对原来的商品混凝土搅拌站客户有很大的吸引力。预计未来会有相当一批商品混凝土企业进入预拌砂浆市场。

2、新款 C8 系列泵车提升公司市场竞争优势

公司在去年收购普茨迈斯特之后，双方共同研发了 C8 系列混凝土泵车，并在今年全面推广。与老款泵车相比，C8 泵车在浇注精准度、泵送的稳定性、泵送效率、智能操作、节能各方面具有明显的提升。与竞争对手相比，公司泵车传统的优势是泵送排量大。新款 C8 系列泵车在此基础上，又在减震及稳定性方面有了明显提升。

表 2：C8 系列泵车与老款泵车相关性能比较

项目	C8 泵车优势
减震性能比较	C8 泵车臂架与老款泵车相比，在泵送过程中的振动减少高达 50%。
稳定性比较	C8 泵车旋转防摆控制技术使臂架摆动幅度降低 60%，解决了旋转时臂架摇摆不定的难题。
臂架技术	智能臂架系统使 C8 泵车可实现一键收展臂架。此外，公司新的 50 米以上泵车均已采用 6 节臂架技术，提高了实际布料高度和范围。
故障检测系统	C8 泵车新搭载的故障自诊断系统，可以自动定位故障部位及诱因，并可以协助解决 200 余项故障，故障排除时间缩短 70% 以上。
节能技术	C8 泵车相对老款产品泵送效率提升达 25%，油耗下降 10%。

资料来源：公司网站，东兴证券

我们认为，今年在三、四线城市房地产业发展放缓的影响下，泵送设备的市场竞争将进一步加剧。C8 系列泵车有助于公司稳固其在高端市场的地位，增强产品竞争力。

结论：

新政府换届后，首要工作是推动经济转型和改革，意味着将容忍较低的经济增速。我们认为今年工程机械行业仍将面临较大的增长压力。公司在加强传统产品市场开拓的基础上，积极寻找新的有较大发展空间的细分市场切入。根据行业协会预计，未来预拌砂浆设备市场每年的容量在百亿以上，将弥缓解预拌混凝土市场发展放缓带来的压力。我们预计公司 2012-2014 年每股收益 0.82 元、0.96 元和 1.10 元，对应的 PE 分别为 13 倍、11 倍和 10 倍。维持公司“推荐”评级。

风险提示:

1) 国内固定资产投资增速大幅下降; 2) 公司新产品推广不达预期。

表 4: 盈利预测与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	50,776.30	48,458.86	53,331.87	61,358.99
主营收入增长率	49.54%	-4.56%	10.06%	15.05%
EBITDA (百万元)	11,372.90	9,146.95	10,737.82	13,503.57
EBITDA 增长率	47.36%	-19.57%	17.39%	25.76%
净利润 (百万元)	8,648.90	6,259.09	7,300.68	8,351.03
净利润增长率	54.02%	-27.63%	16.64%	14.39%
ROE	43.99%	25.64%	24.45%	23.11%
EPS (元)	1.139	0.822	0.959	1.096
P/E	9.40	13.03	11.17	9.77
P/B	4.14	3.34	2.72	2.25

资料来源: 东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率 %	2013E	增长率 %	2014E	增长率 %
营业收入	50,776.30	48,458.86	-4.56%	53,331.87	10.06%	61,358.99	15.05%
营业成本	32,252.23	32,576.01	1.00%	35,503.53	8.99%	40,369.18	13.70%
营业费用	4,216.00	4,603.59	9.19%	5,066.53	10.06%	5,829.10	15.05%
管理费用	3,063.14	3,392.12	10.74%	3,199.91	-5.67%	3,681.54	15.05%
财务费用	807.27	945.33	17.10%	870.32	-7.93%	1,611.74	85.19%
投资收益	141.23	40.00	-71.68%	40.00	0.00%	40.00	0.00%
利润总额	10,792.27	8,069.51	-25.23%	9,294.92	15.19%	10,530.62	13.29%
所得税	1,430.71	1,210.43	-15.40%	1,394.24	15.19%	1,579.59	13.29%
净利润	9,361.55	6,859.09	-26.73%	7,900.68	15.19%	8,951.03	13.29%
归属母公司所有者的净利润	8,648.90	6,259.09	-27.63%	7,300.68	16.64%	8,351.03	14.39%
NOPLAT	9,242.02	6,872.12	-25.64%	7,764.96	12.99%	9,360.51	20.55%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率 %	2013E	增长率 %	2014E	增长率 %
货币资金	10,246.99	351.00	-96.57%	9,066.42	2483.03%	10,431.03	15.05%
交易性金融资产	20.73	53.14	156.38%	53.14	0.00%	53.14	0.00%
应收帐款	11,304.87	7,965.84	-29.54%	8,766.88	10.06%	10,086.41	15.05%
预付款项	1,977.12	1,977.12	0.00%	1,977.12	0.00%	1,977.12	0.00%
存货	8,134.41	8,640.23	6.22%	9,416.70	8.99%	10,707.23	13.70%
流动资产合计	33,783.78	21,593.47	-36.08%	32,121.84	48.76%	36,484.33	13.58%
非流动资产	17,522.94	23,095.90	31.80%	28,417.83	23.04%	32,946.02	15.93%
资产总计	51,306.72	44,689.37	-12.90%	60,539.67	35.47%	69,430.35	14.69%
短期借款	9,502.13	40.00	-99.58%	16,267.21	40568.02%	25,119.61	54.42%
应付帐款	4,066.82	6,576.78	61.72%	7,167.82	8.99%	8,150.15	13.70%
预收款项	892.12	1,691.69	89.63%	2,571.67	52.02%	3,584.09	39.37%
流动负债合计	23,131.80	16,659.12	-27.98%	34,668.22	108.10%	46,032.06	32.78%
非流动负债	7,421.31	1,130.85	-84.76%	1,207.99	6.82%	1,225.18	1.42%
少数股东权益	1,090.90	1,690.90	55.00%	2,290.90	35.48%	2,890.90	26.19%
母公司股东权益	19,662.71	24,412.58	24.16%	29,865.29	22.34%	36,128.57	20.97%
净营运资本	10,651.98	4,934.35	-53.68%	(2,546.38)	N/A	(9,547.74)	N/A
投入资本 IC	28,422.34	27,483.99	-3.30%	41,115.51	49.60%	55,665.02	35.39%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率 %	2013E	增长率 %	2014E	增长率 %
净利润	9,361.55	6,859.09	-26.73%	7,900.68	15.19%	8,951.03	13.29%
折旧摊销	718.44	0.00	N/A	1,602.57	N/A	2,491.20	55.45%
净营运资金增加	7,746.22	(5,717.64)	N/A	(7,480.73)	N/A	(7,001.35)	N/A
经营活动产生现金流	2,279.03	13,901.29	509.97%	10,502.52	-24.45%	12,727.54	21.19%
投资活动产生现金流	(7,940.19)	(6,885.89)	N/A	(7,581.79)	N/A	(7,581.79)	N/A
融资活动产生现金流	9,001.68	(2,596.68)	N/A	13,519.04	N/A	5,169.58	-61.76%
现金净增（减）	3,340.52	4,418.71	32.28%	16,439.77	272.05%	10,315.32	-37.25%

分析师简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业上市公司从业经验，2011 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。