



三一重工 (600031)

公司评级：买入

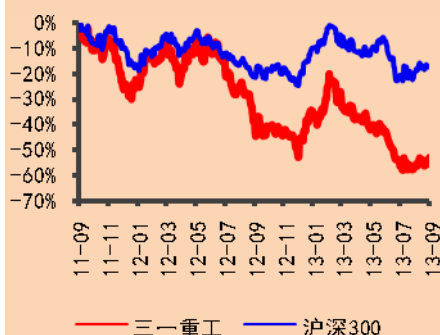
评级时间：2013-09-02

目标价格 (元)：8.67

当前价格 (元)：7.22

前次评级：2013-05-30

股价走势：



相关研究

联系人

华安证券研究所机械研究组

电话：021-60958361

Email: gyz802100@163.com

新品突围孕育希望，国际化进程取得新进展

事件：

公司公布 2013 年半年度报告，实现营业收入 220.85 亿元，同比下降 30.5%；实现归属于母公司所有者的净利润 26.51 亿元，同比下降 48.53%；全面摊薄 EPS 为 0.35 元。

评论：

- **国内市场持续低迷，工程机械产品整体下滑超出之前预期。**工程机械上半年营业收入总计 215.62 亿元，同比减少 29.60%，综合毛利率 31.9%，同比下滑 4.7%。其中混凝土机械下滑最为严重，同比减少 39.60%，毛利率下滑 11.5%；挖掘机械同比减少 21.2%，但毛利率上升 3.5%，主要原因是毛利润较高的大型挖掘机销量增加及出口的高附加值产品增加，而且挖掘机事业部大力开展整体制造成本管控，增加整机部件的自给率，使得挖掘机产品的毛利率增加。
- **国外市场销售超出预期，国外市场仍然为公司业绩突围市场低迷围城的关键要点之一。**公司 2013 年上半年国外市场实现营收 54.39 亿元，同比上涨 66.5%。其中三一美国同比增长 55.8%；三一亚太较去年同期增长 90.1%；普茨迈斯特销售 26.6 亿元，实效销售业绩平稳增长。德国技术与中国制造的融合将会随着欧美经济的强劲复苏创造更多的市场份额，在美国履带起重机、巴西、印度等的挖掘机、起重机的销售都实现了业绩的突破，预计 2013 年下半年仍然会延续上半年的增长态势，实现业绩上的突破。
- **高质量的产品、高品质的服务仍然为公司的绝对核心竞争力，未来业绩突围出当前市场状态的关键还在于公司产品市场竞争力的提升。**公司丰富的产品组合，高质量的产品是未来业绩希望所在，中德技术融合的 C8 系列泵车、全球首创的 A8 系列湿拌砂浆成套设备、适应农村市场的 V8 城镇先锋系列成套设备以及 C9 系列履带式液压挖掘机等。值得关注的是公司的液压主泵、主阀等液压核心部件已经实现了小批量装机，核心部件的研发取得里程碑式的突破，也为工程产品的盈利能力提升创造了空间。
- **成本控制取得成效，期间费用率降低。**上半年，公司销售费用较去年同期减少 26.3%，管理费用较去年同期减少 17.3%，财务费用较去年同期减少 65.4%。主要原因是公司加强了成本控制，各事业部加强成本费用控制，从研发降成本、制造端、销售、物流端等多方面严格落实预算倒逼机制，各方面开源节流（比如昆山事业部绿色蔬菜基地，实现公司食堂自给，实现成本管控等）从而使期间费用率大为降低，成本控制取得成效，而且成本管控方式一经公司实施，将会长期、持续的推动成本管控的实施，期间费用率的降低具有一定的持续性。
- **研发支出大幅减少，研发精简将会对公司产生一定的影响。**公司上半年研发支出费用为 11.64 亿元，同比减少 27.6%，使得研发支出同比大幅减少。同时公司董事会提出的“控风险、抓市场、降成本、选人才”计划，将会使研发人员稳定性的不确定因素增加，目前泵送事业部由于上半年市场大幅下滑已经开始实施“选人才”计划。从长期来看，人员精简有利于公司研发实力的提升，但短期会对公司具有较为负面的影响。
- **风险因素。**（1）研发人员动荡对公司产生负面影响；（2）市场持续下滑，房地产、铁路交通等基础设施建设恢复不及预期。
- **盈利预测与估值。**鉴于行业下滑速度幅度超出预期、以及公司主要工程机械产品的下滑速度超出预期，我们向下调整公司 2013-2015 年营收分别为 491.72、552.74、649.09 亿元。全面摊薄 EPS 分别为 0.73、1.07、1.28 元，当前股价对应的 PE 为 9.9、6.8、5.6 倍，6 个月目标价 8.67 元。给予公司继续“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	9631	10215	14611	19363
应收款项	18021	16840	18930	22229
存货净额	10511	9086	9622	11375
其他流动资产	1639	291	327	385
流动资产合计	39883	36513	43571	53432
固定资产	18768	17201	15497	13760
无形资产及其他	4755	4564	4374	4184
投资性房地产	745	745	745	745
长期股权投资	310	330	330	330
资产总计	64461	59354	64517	72452
短期借款及交易性金融负债	7320	200	200	200
应付款项	5821	13273	14055	16616
其他流动负债	9552	1192	1282	1513
流动负债合计	22693	14665	15537	18330
长期借款及应付债券	16184	16184	16184	16184
其他长期负债	971	971	971	971
长期负债合计	17155	17155	17155	17155
负债合计	39848	31820	32692	35485
少数股东权益	1594	1756	1994	2280
股东权益	23019	25778	29831	34687
负债和股东权益总计	64461	59354	64517	72452

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.75	0.73	1.07	1.28
每股红利	0.54	0.36	0.53	0.64
每股净资产	3.03	3.39	3.93	4.57
ROIC	15%	17%	28%	32%
ROE	25%	21%	27%	28%
毛利率	32%	31%	35%	35%
EBIT Margin	16%	16%	19%	19%
EBITDA Margin	18%	19%	23%	22%
收入增长	-8%	5%	12%	17%
净利润增长率	-34%	-3%	47%	20%
资产负债率	64%	57%	54%	52%
息率	7.4%	5.0%	7.4%	8.9%
P/E	9.6	9.9	6.8	5.6
P/B	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.0	9.2	7.0	6.2

利润表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	46831	49172	55274	64909
营业成本	31963	33929	35928	42191
营业税金及附加	167	172	221	260
销售费用	3974	4008	4698	5517
管理费用	3367	3386	3783	4409
财务费用	1358	770	548	433
投资收益	161	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(65)	(35)	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	6097	6872	10096	12099
营业外净收支	783	0	0	0
利润总额	6881	6872	10096	12099
所得税费用	870	1031	1514	1815
少数股东损益	325	324	476	571
归属于母公司净利润	5686	5517	8105	9713

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	5686	5517	8105	9713
资产减值准备	(484)	5517	15	21
折旧摊销	1233	(24)	1910	1936
公允价值变动损失	65	1776	0	0
财务费用	1358	35	548	433
营运资本变动	(3759)	770	(1774)	(2296)
其它	576	3022	223	265
经营活动现金流	3317	186	8479	9638
资本开支	(4469)	10513	(30)	(30)
其它投资现金流	(60)	(30)	0	0
投资活动现金流	(4510)	0	(30)	(30)
权益性融资	309	(50)	0	0
负债净变化	9012	0	0	0
支付股利、利息	(4071)	0	(4053)	(4857)
其它融资现金流	(9613)	(2759)	0	0
融资活动现金流	577	(7120)	(4053)	(4857)
现金净变动	(616)	(9879)	4396	4751
货币资金的期初余额	10247	584	10215	14611
货币资金的期末余额	9631	9631	14611	19363
企业自由现金流	(566)	10215	9152	10262
权益自由现金流	(1167)	11294	8687	9893

资料来源: wind、华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

股票投资评级

- 1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
- 3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

- 1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 2、中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。