



## 三一重工 (600031)

公司评级：增持

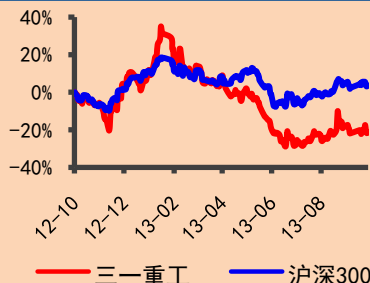
评级时间：2013-11-13

目标价格（元）：8.67

当前价格（元）：7.06

前次评级：2013-09-02

### 股价走势：



### 主要数据

沪深300指数	2426.05点
总股本/流通股本	7616/7616百万股
近12月最高/最低价	13.19元/6.75元
近1月绝对涨幅	-3.22%
近6月绝对涨幅	-23.61%
2013年来绝对涨幅	-26.49%
12个月日均成交额	336.03百万元

### 相关研究

13.09.02 新品突围孕育希望，国际化进程取得新进展

华安证券研究所机械研究组  
021-60958361  
gyz802100@163.com

## 静待时变、谋划长远

### 事件概述：

近期我们对三一重工进行了现场调研，就行业现状及未来发展状况、公司产品研发、市场开拓、风险控制等经营状况与公司董秘、副总裁梁林河进行了交流。

### 分析与判断：

- 从行业层面来看，工程机械行业目前处于低迷状态，但行业低点已过，中长期孕育向上拐点。工程机械行业整体上从2011年开始已经连续出现调整，连续3年同比均为负增长，且到目前为止，工程机械下游需求产业比如房地产、铁路、公路等基础设施建设需求均无较大幅度的改变，触动工程机械市场需求的总体因素变化不大，但行业最坏的时候已经过去。国际市场方面，欧美经济已经出现明显增长趋势，将会带动国际市场对工程需求量的增加；在国内，随着新政府新措施的稳定落实，内需扩大的推动将会逐步释放市场需求，从而推动行业摆脱底部徘徊状态，助推行业业绩向上。
- 从公司在售新品来看，C8泵车市场表现符合之前预期，但A8砂浆大师的市场发展不及预期，在产品质量实现改善后销量有望在2014年得到释放。公司推出的新品C8市场销量基本符合之前预期，在产品质量、耐久性、油耗等客户满意程度较高，据梁总的市场描述，目前处于“供不应求”状态，预计2014年度会有较好的市场预期；而A8砂浆大师全系列虽然市场需求量大，但由于在质量上还需改进，公司也不急于将其大力推向市场，待产品各方面性能达到要求后，再开拓该领域的市场，目前产品整改均按照计划进行，预计该类产品在2014年将会得到释放，按照每台套1千万、2014年销售150台套计算，2014年将带来增加营收15亿元，该细分市场存在较大市场空间。
- 从对公司具有里程碑意义的战略产品来看，公司新品研发取得突破，核心部件驾驶室已经具备实现完全自给能力。公司的核心部件液压主泵、主阀、工程机械核心控制器及其工程机械驾驶室的研究，已经取得了较大进展，据梁总介绍驾驶室在泵送装车已达80%，在挖机中也实现了100%的装机；主泵、主阀等在挖机、泵车部分产品实现了小批量装机，待试验论证合格之后将会实现全部批量切换，产品的国产化率提高，使得公司产品毛利率大幅度提升。
- 从公司经营风险方面来看，公司经营风险完全可控，公司目前现在在行业中仍然“属于不差钱”的优秀公司。虽然2013年中期报告中经营活动现金流为-13.97亿，但是考虑到工程机械回款特点（一般是年末收款），以及公司现金流同期增长3.5亿元，预计2013年现金流将会突破60亿元，充沛的资金将使得公司收购帕尔菲格将不会出现财务问题。
- 从公司未来发展战略方面来看，国际化仍然为市场开拓利器，而产品、技术、资源的国际化整合是关键。公司收购大象、帕尔菲格后，公司将会加大对原公司的技术、人才、资源、以及市场的开拓，实现公司的国际化战略。
- 风险因素。市场持续下滑，房地产、铁路、水利等基础设施建设不及预期。
- 盈利预测与估值。我们向下调整公司2013-2015年营收分别为444.89、500.10、587.27亿元。全面摊薄EPS分别为0.74、0.86、1.01元，当前股价对应的PE为10.14、8.79、8.44倍，以14年10倍PE计算，6个月目标价8.67元。给予公司“增持”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	39,883	45,279	53,317	63,859	<b>营业收入</b>	46,831	44,489	50,010	58,727
现金	9,631	17,245	22,060	27,458	营业成本	31,963	30,253	34,007	39,934
应收账款	16,314	16,129	18,196	21,483	营业税金及附加	167	160	180	211
其他应收款	1,340	893	1,069	1,371	销售费用	3,974	3,782	4,251	4,992
预付账款	997	1,276	1,259	966	管理费用	3,367	3,114	3,501	4,111
存货	10,752	8,673	9,955	12,191	财务费用	1,358	1,022	926	846
其他流动资产	849	1,062	780	389	资产减值损失	(75)	(116)	30	55
<b>非流动资产</b>	24,578	22,849	21,609	20,313	公允价值变动收益	(139)	(203)	35	45
长期投资	310	281	307	299	投资净收益	161	160	160	160
固定资产	14,927	13,982	13,036	12,091	<b>营业利润</b>	6,097	6,231	7,310	8,782
无形资产	4,755	4,438	4,142	3,866	营业外收入	1,008	1,007	1,007	1,007
其他非流动资产	4,586	4,149	4,124	4,057	营业外支出	224	224	224	224
<b>资产总计</b>	64,461	68,127	74,926	84,171	<b>利润总额</b>	6,881	7,014	8,093	9,565
<b>流动负债</b>	22,693	21,859	23,254	26,709	所得税	870	1,052	1,214	1,435
短期借款	5,659	5,615	5,552	5,476	<b>净利润</b>	6,011	5,962	6,879	8,130
应付账款	4,192	4,658	4,661	5,620	少数股东损益	325	322	371	439
其他流动负债	12,842	11,586	13,041	15,612	<b>归属母公司净利润</b>	5,686	5,640	6,508	7,691
<b>非流动负债</b>	17,155	16,888	16,791	16,536	EBITDA	8,689	8,515	9,477	10,849
长期借款	15,692	15,692	15,692	15,692	EPS (元)	0.75	0.74	0.85	1.01
其他非流动负债	1,463	1,195	1,099	843					
<b>负债合计</b>	39,848	38,746	40,046	43,244					
少数股东权益	1,594	1,916	2,287	2,726					
股本	7,594	7,617	7,617	7,617					
资本公积	3	(264)	(264)	(264)					
留存收益	15,602	20,112	25,241	30,848					
归属母公司股东权益	23,019	27,465	32,593	38,201					
<b>负债和股东权益</b>	64,461	68,127	74,926	84,171					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	
<b>经营活动现金流</b>	5,682	9,465	6,926	8,239	<b>成长能力</b>				
净利润	6,011	5,640	6,508	7,691	营业收入	-7.77%	-5.00%	12.41%	17.43%
折旧摊销	1,233	1,262	1,241	1,222	营业利润	-38.08%	2.19%	17.32%	20.14%
财务费用	1,211	1,022	926	846	归属于母公司净利润	-34.26%	-0.81%	15.38%	18.19%
投资损失	(161)	(160)	(160)	(160)	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	(2,365)	1,698	(2,025)	(1,899)	毛利率(%)	31.75%	32.00%	32.00%	32.00%
其他经营现金流	(247)	3	436	539	净利率(%)	12.14%	12.68%	13.01%	13.10%
<b>投资活动现金流</b>	(6,482)	340	169	192	ROE(%)	24.42%	20.29%	19.72%	19.87%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	25.76%	17.95%	17.39%	19.25%
长期投资	18	30	(26)	7	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	(6,500)	310	196	185	资产负债率(%)	61.82%	56.87%	53.45%	51.38%
<b>筹资活动现金流</b>	870	(2,716)	(2,250)	(2,992)	净负债比率(%)	11.33%	-3.07%	-18.62%	-26.02%
短期借款	(3,844)	(44)	(63)	(76)	流动比率	1.76	2.07	2.29	2.39
长期借款	9,012	0	0	0	速动比率	1.28	1.67	1.86	1.93
普通股增加	(0)	23	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	(7)	(267)	0	0	总资产周转率	0.81	0.67	0.70	0.74
其他筹资现金流	(4,292)	(2,429)	(2,187)	(2,916)	应收账款周转率	3.56	2.95	3.09	3.15
<b>现金净增加额</b>	70	7,089	4,846	5,439	应付账款周转率	11.34	10.05	10.73	11.42

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.74	0.85	1.01	P/E	9.5	9.5	8.3	7.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	1.24	0.91	1.08	P/B	2.3	2.0	1.6	1.4
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.61	4.28	5.02	EV/EBITDA	10.98	8.27	7.08	5.89

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。