

三一重工(600031)建筑、农业机械 —资产注入形成利好，明显增厚公司业绩

2010年1月5日

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	36.41	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：

中国证监会核准公司向梁稳根等 10 名自然人合计发行 119,133,574 股股份购买三一重机投资有限公司 100% 股权，同时核准豁免梁稳根及其一致行动人因以资产认购公司本次发行股份而增持公司 115,702,527 股股份，导致合计持有公司 1,019,314,094 股股份，约占公司总股本的 63.43% 而应履行的要约收购义务。

结论：

不考虑三一重机的注入，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年的收入将达到 165.15 亿元、202.99 亿元、243.58 亿元，增速分别为 20.15%、22.91%、20%；2009 年、2010 年、2011 年归属母公司的净利润将达到 19.61 亿元、26.68 亿元、34.06 亿元，每股收益分别为 1.32 元、1.79 元、2.29 元。

预计三一重机在今年年底能顺利注入，按照其承诺，介时将给公司 2010 年和 2011 年增加 4.5 亿元和 5 亿元的净利润，则注入后公司 2010 年和 2011 年的全面摊薄每股收益分别为 1.94 元和 2.43 元，考虑到公司的发展潜力，维持对其推荐的投资评级。

正文：

● 工程机械行业龙头企业

公司主要从事工程机械的研发、制造、销售，产品包括建筑机械、筑路机械、起重机械等 25 大类 120 多个品种，以 2009 年中报披露的数据计算，混凝土机械业务占公司收入的比重为 53.87%，为公司的主营业务。

● 挖掘机资产和业务整体注入上市公司

证监会核准公司向梁稳根等 10 名自然人合计发行 119,133,574 股股份购买三一重机投资有限公司 100% 股权。三一重机投资有限公司间接持有三一重机有限公司 100% 股权，而三一重机有限公司主要从事挖掘机设计、生产和销售业务，这样，此次定向增发就是将挖掘机资产和业务整体注入上市公司。

联系方式

研究员:	张微
电 话:	021-51097188-1932
电 邮:	zhangwei2@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

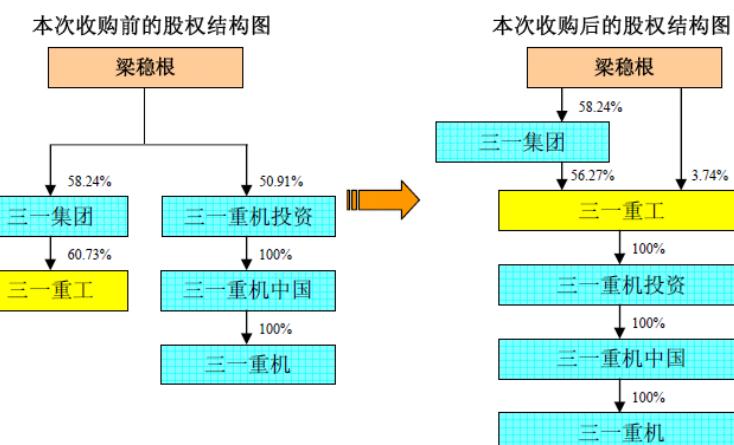
图 1：三一重机股权结构



资料来源：公司公告

三一重机投资是在英属维尔京群岛合法注册的有限公司，为持股性公司，其自身无实际生产经营业务。三一重机投资通过三一重机（中国）有限公司（注册地：维尔京）间接持有三一重机有限公司（注册地：中国昆山）100%股权。三一重机主要从事挖掘机设计、生产和销售业务，此次定向增发就是将挖掘机资产和业务整体注入上市公司。

图 2：本次收购前后公司的股权结构变化



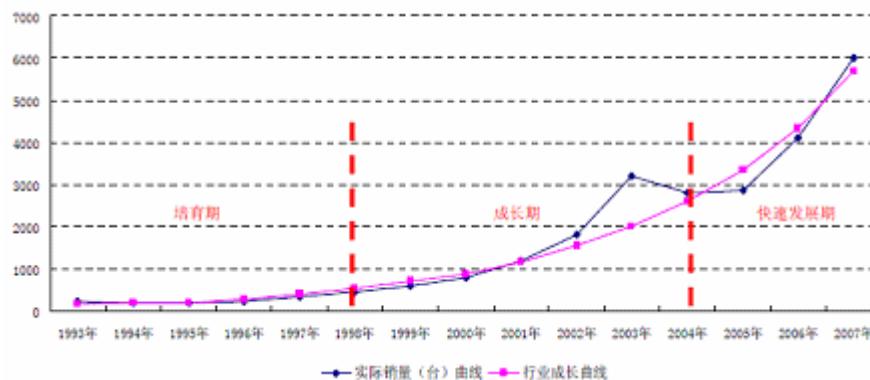
资料来源：公司公告

● 挖掘机行业市场潜力巨大

挖掘机是高效的土石方施工机械，主要应用于公路、水利、铁路、矿山建设的土方作业，这四个行业的需求约占全部需求的70%。据有关专家估算，全世界各种施工作业场所约有65%~70%的土石方工作量是由挖掘机来完成的。

我国正处于工业化、城市化和国际化的快速发展阶段，新农村建设、中西部开发建设稳步推进，产业升级和产业地区间转移不断加快，这些因素成为中国未来投资继续攀升的支撑，工程机械行业将继续高速增长。挖掘机行业受益于工程机械行业整体上扬的带动而高速发展，成为整个工程机械行业中产、销量增长最快的机种之一。从产品的生命周期来看，目前，我国挖掘机产品已经从培育期、成长期进入了快速发展期。

图 3：我国挖掘机行业生命周期曲线



资料来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会

目前，中国经济正处在高速发展阶段，为了实现到2020年GDP翻两番的目标，很大程度上要依靠基础投资来拉动，这也就意味着工程机械特别是液压挖掘机需求量会逐年上升。在未来10年，国内建设将会为挖掘机行业的稳定发展提供一个良好的宏观经济环境。

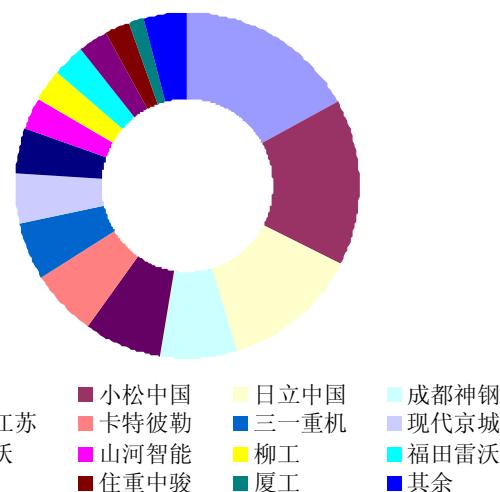
挖掘机相对装载机效率更高、更节能，而且能够实现装载机的全部功能，并具备装载机所没有的功能（例如开挖河道、开凿路面、破碎建筑等）。未来随着建筑企业实力的提升，挖掘机的应用领域将会扩展。我国目前的挖掘机和装载机销量的比例大约为1: 2.7，从发达国家的经验来看，这个比例应该更高（欧洲是1: 1，日本是1.5: 1）。未来随着中国建筑企业的经济竞争实力增强，挖掘机必然替代装载机，因此国内挖掘机需求还有进一步提升的空间。

● 贡献业绩预测

从全球范围看，挖掘机市场已处于成熟发展期，需求稳定并呈上升趋势，而新兴国家因为经济增长快速，对挖掘机的需求大幅上升。欧美日韩生产制造商处于市场主导地位，如卡特彼勒、小松、日立、神钢、斗山、现代、雷沃等企业。

尽管我国挖掘机市场大多数份额为国外企业占据，近几年国内自主品牌市场占有率逐步上升，国内三一重机、柳工、徐工、玉柴、厦工、山河智能等国内知名企业纷纷进入挖掘机行业。内资品牌通过自主创新、改善服务，以及丰富产品系列而快速崛起，市场占有率达到10%以上。

图 4：我国挖掘机行业市场占有率情况



资料来源：中国机械工业联合会

挖掘机械产品主要用于道路交通、高铁建设、土地开发等基础设施建设，由于基础建设需求旺盛，2006年起我国挖掘机已供不应求，市场呈明显的卖方市场，从产品的生命周

期来看，挖掘机产品已经从培育期、成长期进入了快速发展期。受行业需求的拉动，公司挖掘机业务已进入高速增长期，今年1-9月同比增长77%，市场占有率达到6%以上。通过本次交易，三一重机挖掘机业务和资产整体注入公司，有利于优化公司产业布局，丰富公司产品结构，将形成混凝土机械、路面机械、桩工机械、履带起重机械以及挖掘机械等五大业务板块协同发展的局面，进一步提升公司技术、产品、客户、品牌资源优势，巩固和提高公司在工程机械行业的地位，从而进一步提升公司的核心竞争力、盈利能力及可持续发展能力。

三一重机承诺2009年实现净利润不低于3.8亿元、2010年实现净利润不低于4.5亿元、2011年实现净利润不低于5亿元，则梁稳根等10名自然人负责向公司补偿净利润差额。因此预计三一重机有限公司2009年、2010年、2011年实现净利润将分别不低于3.8亿元、4.5亿元、5亿元，收购完成后将增厚公司业绩。

● 其余可预期注入资产

2007年4月，三一集团有限公司和实际控制人梁稳根出具了承诺函，承诺：根据三一集团战略规划，三年之内逐步将三一集团工程机械产品（挖掘机、汽车起重机、混凝土搅拌运输车）及业务全部整合进入上市公司，三一集团及其关联企业不再开发、研制新的工程机械产品，三一重工将专注工程机械领域，而三一集团不再从事工程机械业务，专注于其他装备制造领域。

除了此次注入的挖掘机业务，集团还有汽车起重机业务和混凝土搅拌运输车业务，但由于混凝土搅拌运输车毛利较低，汽车起重机生产规模较小，目前这两种产品盈利能力较低，尚属于风险产品，为了提高上市公司盈利能力，使上市公司稳健发展，待其有一定规模和稳定的盈利能力后，再整合进入上市公司。

图5：公司此次及预期可注入资产



资料来源：公司公告

● 盈利预测与投资建议

不考虑三一重机资产注入对公司业绩的影响，盈利预测如下表所示：

表 1：盈利预测

单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	13,745	16,515	20,299	24,358
营业成本	9,628	11,065	13,499	16,077
营业税金及附加	18	18	24	28
营业费用	1,331	1,598	1,965	2,358
管理费用	772	950	1,150	1,385
财务费用	133	171	133	115
资产减值损失	84	76	79	79
公允价值变动收益	-184	46	59	68
投资净收益	-64	-68	-15	39
营业利润	1,532	2,615	3,494	4,425
营业外收入	44	35	38	38
营业外支出	35	23	26	26
利润总额	1,541	2,627	3,506	4,436
所得税	66	198	245	300
净利润	1,474	2,429	3,262	4,136
少数股东损益	242	413	551	697
归属母公司净利润	1,232	1,961	2,668	3,406
EBITDA	1,869	2,986	3,846	4,768
EPS（元）	0.83	1.32	1.79	2.29

资料来源：国元证券研究中心

不考虑三一重机的注入，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年的收入将达到 165.15 亿元、202.99 亿元、243.58 亿元，增速分别为 20.15%、22.91%、20%；2009 年、2010 年、2011 年归属母公司的净利润将达到 19.61 亿元、26.68 亿元、34.06 亿元，每股收益分别为 1.32 元、1.79 元、2.29 元。

预计三一重机在今年年底能顺利注入，按照其承诺，介时将给公司 2010 年和 2011 年增加 4.5 亿元和 5 亿元的净利润，则注入后公司 2010 年和 2011 年的全面摊薄每股收益分别为 1.94 元和 2.43 元，考虑到公司的发展潜力，维持对其推荐的投资评级。

● 风险提示

1) 行业景气度风险

如果国内宏观经济形势和政策发生变化，以及全球经济出现衰退的情况发生，国内和国际投资需求将下降，从而影响工程机械行业的景气度，并对公司盈利能力财务状况产生不利影响。

2) 汇率变动风险

未来公司将面临人民币逐步升值带来的汇兑损失和出口产品价格竞争力下降的风险。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级	公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	A 公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	B 公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	C 公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上	

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn