

建筑机械

李勤 S0960200010107

010-66276909

liqin@cjis.cn

三一重工

600031

推荐

调控不改混凝土机械增长趋势

投资要点

- **09 年超高的 FAI 将继续发挥后续拉动作用**，09 年中国固定资产投资以令人瞩目的速度超高增长，全年可达到 30.5%，工程机械并未以相对应的速度高增长，全年增长率仅 20%，并未达到我们模型预测的 29.1%，我们预计 09 年的 FAI 在 10 年仍将发挥后续拉动作用，2010 年 26% 的 FAI 增速将维持工程机械上升。我们预测 2010 年工程机械同比至少上升 17.4%，而且上半年同比上升可能超过 40%。
- **房地产调控政策无碍混凝土机械增长** 房地产价格的过快上涨已经引起了中央高度重视，连续出台多项调控政策，以遏制房价的过快上涨。但同时各地也出台了严厉的打击囤地行为措施，中央和地方加大保障性住房建设都将促进房地产投资，拉动混凝土机械的需求。由于目前房价一直持续高位，房地产企业利润丰厚，和缓的抑制政策不会抑制房地产企业的开发热情。10 年 1-2 月泵车销量同比增长达到 83%。这当然有 09 年 1-2 月销量过低的因素，但市场繁荣无疑是泵车销量在 1-2 月淡季高速增长的主因。我们认为，房地产的调控政策并不会减缓房地产开发速度，混凝土机械仍将保持高速增长。混凝土机械公司等市场的价值回归。
- **混凝土机械继续保持领先地位** 公司尽管面临各种挑战，但在混凝土泵车方面仍然保持技术、质量领先地位，销量长期保持国内质量第一，销量第一，价格第一、规格第一。09 年泵车销量 2400 台左右，预计 10 年销量有望到 3500 台。
- **挖掘机械由基建、房地产、实业投资三驾马车拉动** 09 年挖掘机销售前低后高，年末实现正增长，全年实现挖掘机销售 5300 台左右，虽然没有达到年初 6000 台的目标，但是由于公司产品单价提高，经营管理的流程的完善，挖掘机产品仍然可达到公司承诺的 3.8 亿目标，随着基础设施建设的在 10 年的继续展开，公司挖掘机产品在 10 年有望增长 50%
- **估值与投资建议** 预计 09、10、11 年三一重工 EPS 可达到 1.21, 2.02, 2.40 元/股，按 10 年 20 倍 PE 估值，合理价值 40.00 元，推荐。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	13745	18390	30263	34066
同比(%)	50%	34%	65%	13%
归属母公司净利润(百万元)	1232	1807	3251	3876
同比(%)	-23%	47%	80%	19%
毛利率(%)	30.0%	29.9%	30.2%	30.8%
ROE(%)	21.1%	24.1%	25.5%	23.3%
每股收益(元)	0.83	1.21	2.02	2.41
P/E	41.90	28.57	17.14	14.38
P/B	8.84	6.87	4.37	3.35
EV/EBITDA	31	21	12	10

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 34.70 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3145.35
总股本(百万)	1607
流通股本(百万)	1488
流通市值(亿)	516
EPS (TTM)	1.05
每股净资产(元)	3.85
资产负债率	55.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三一重工	7.46	-4.67	-0.69
上证综合指数	2.48	-1.58	8.02

相关报告

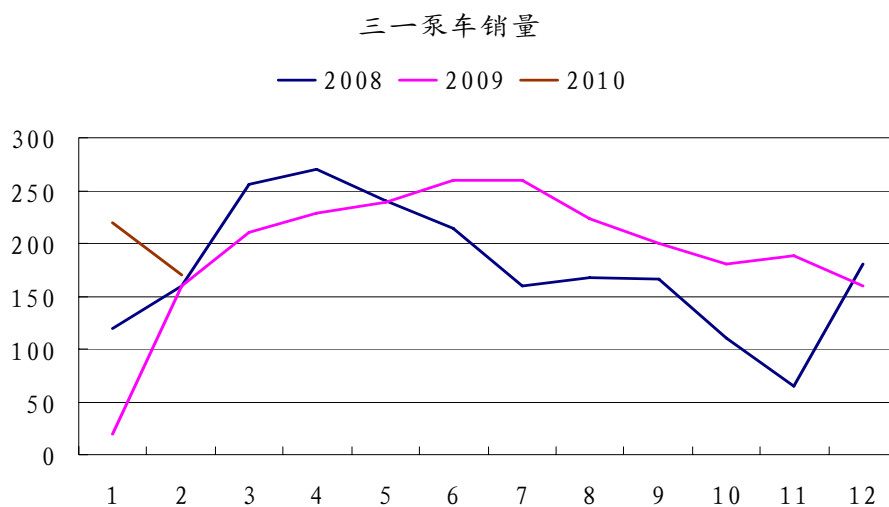
《三一重工-放宽中小城市和城镇户籍限制的机遇》2009-12-10

《三一重工-混凝土机械好于预期》2009-8-26

《三一重工-基建及房地产推动混凝土机械》2009-7-5

图表 1：三一重机泵车

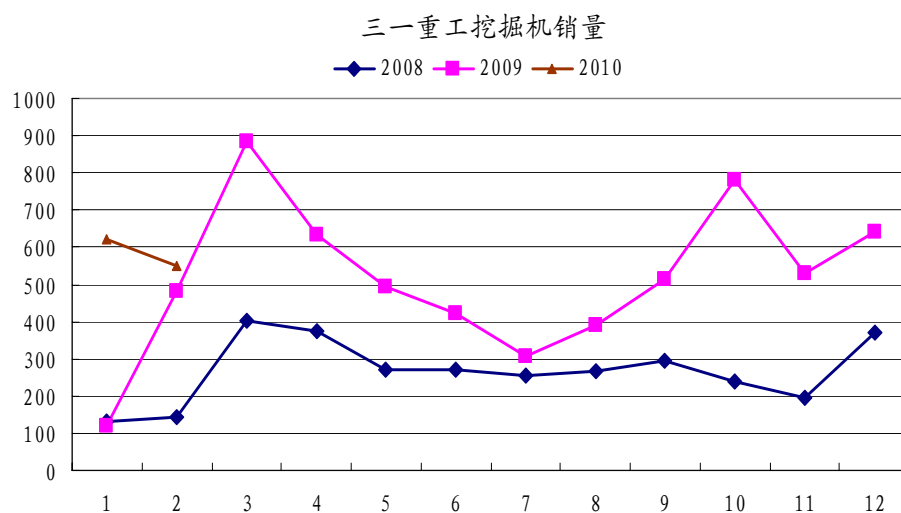
单位：台



资料来源：中投证券研究所

图表 2：三一重机挖掘机销量

单位：台



资料来源：中投证券研究所

盈利预测假设

。图表 3：公司分产品销售收入假设		单位：百万			
		2008	2009E	2010E	2011E
泵车		5185.68	5854.80	8096.76	8744.50
	毛利率	37.00%	37.00%	36.00%	37.00%
拖泵和车载泵		990.00	2320.00	3248.00	3442.88
	毛利率	40.00%	38.00%	39.00%	40.00%
搅拌站		616.00	672.00	752.64	782.75
	毛利率	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
履带起重机		2402.30	1950.00	3054.40	2944.00
	毛利率	26.98%	26.50%	26.50%	26.50%
旋挖钻		753.90	1152.00	2188.80	2407.68
	毛利率	52.68%	53.00%	52.00%	52.00%
挖掘机		2070.00	3519.00	5520.00	7590.00
	毛利率	25.30%	25.30%	25.30%	25.30%
路面机械		764.01	1146.02	1581.50	2182.47
	毛利率	28.11%	28.11%	28.11%	28.11%
配件		482.06	626.68	752.02	902.43
	毛利率	31.80%	31.80%	31.80%	31.80%
其他机械		509.89	2800.00	3200.00	3200.00
	毛利率	3.71%	3.71%	3.71%	3.71%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	10076	12614	19804	24808	营业收入	13745	18390	30263	34066
现金	2938	2737	3764	6740	营业成本	9628	12891	21133	23570
应收账款	3102	4330	7125	8020	营业税金及附加	18	37	41	53
其它应收款	150	241	396	446	营业费用	1331	1781	2931	3300
预付账款	669	896	1469	1639	管理费用	772	1033	1699	1913
存货	3013	3932	6445	7189	财务费用	133	180	135	93
其他	204	479	604	775	资产减值损失	84	122	0	0
非流动资产	3891	4505	5224	5903	公允价值变动收益	-184	36	0	0
长期投资	186	181	183	182	投资净收益	-64	-51	0	0
固定资产	2420	3277	4108	4846	营业利润	1532	2331	4324	5137
无形资产	314	314	314	314	营业外收入	44	34	0	0
其他	971	733	619	561	营业外支出	35	19	0	0
资产总计	13967	17119	25028	30711	利润总额	1541	2346	4324	5137
流动负债	4574	5414	7465	8558	所得税	66	171	402	514
短期借款	962	0	0	0	净利润	1474	2175	3921	4623
应付账款	1201	2174	3101	3717	少数股东损益	242	313	628	715
其他	2411	3240	4365	4841	归属母公司净利润	1232	1807	3251	3876
非流动负债	3208	3532	3532	3532	EBITDA	1869	2742	4776	5637
长期借款	2532	3532	3532	3532	EPS (元)	0.83	1.21	2.02	2.41
其他	677	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	7782	8945	10997	12089	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	347	659	1287	2002	成长能力				
股本	1488	1488	1606	1606	营业收入	50.3	33.8%	64.6%	12.6
资本公积	721	721	2582	2582	营业利润	-25.7	52.2%	85.5%	18.8
留存收益	3729	5269	8520	12396	归属于母公司净利润	-23.3	46.7%	79.9%	19.2
归属母公司股东权益	5838	7514	12744	16620	获利能力				
负债和股东权益	13967	17119	25028	30711	毛利率	30.0	29.9%	30.2%	30.8
现金流量表					净利率	9.0%	9.8%	10.7%	11.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	21.1	24.1%	25.5%	23.3
经营活动现金流	640	1664	220	4155	ROIC	23.4	29.2%	33.2%	34.7
净利润	1474	2175	3921	4623	偿债能力				
折旧摊销	204	230	317	406	资产负债率	55.7	52.3%	43.9%	39.4
财务费用	133	180	135	93	净负债比率				
投资损失	64	51	0	0	流动比率	2.20	2.33	2.65	2.90
营运资金变动	-1305	-628	-4112	-936	速动比率	1.54	1.60	1.79	2.06
其它	71	-345	-42	-33	营运能力				
投资活动现金流	-968	-895	-1036	-1085	总资产周转率	1.09	1.18	1.44	1.22
资本支出	1196	858	1033	1087	应收账款周转率	5	5	5	4
长期投资	172	-5	3	-1	应付账款周转率	7.79	7.64	8.01	6.91
其他	400	-43	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	689	-970	1844	-94	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.21	2.18	2.60
短期借款	-226	-962	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	1.12	0.15	2.79
长期借款	1152	1000	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.92	5.05	8.56	11.17
普通股增加	496	0	118	0	估值比率				
资本公积增加	-298	0	1861	0	P/E	41.90	28.57	17.14	14.38
其他	-436	-1008	-134	-94	P/B	8.84	6.87	4.37	3.35
现金净增加额	332	-201	1028	2976	EV/EBITDA	31	21	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434