



分析师

三一重工 (600031)

买入(持平)

专用设备制造业



机械行业研究组 联络人 杜朴

电话: 010-88085971

Email: dupu@hysec.com

短期地产调控无碍公司长期投资价值

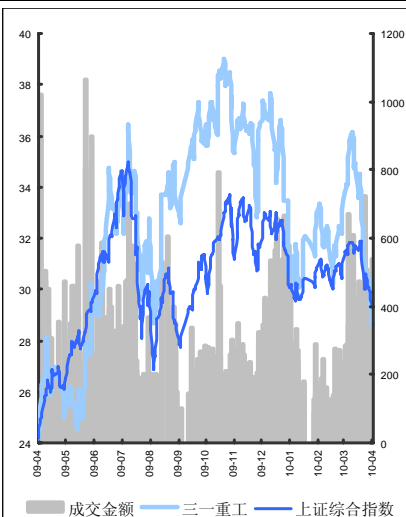
公司数据

总股本(万股)	160713
流通股(万股)	148800
每股净资产	4.68
主要股东	三一集团有限公司
主要股东持股比例	37.83%

交易数据

一年价格波动区间	23.5~38.79
半年绝对表现	3.46%
半年相对表现	7.96%
半年换手率	0.45%

市场表现



相关研究：

投资要点：

- **公司产品线不断优化。**公司目前主导产品普遍需求前景优良，技术具备优势，产品毛利率较高。随着公司注入挖掘机以及未来注入汽车起重机等资产，公司产品线将不断优化。
- **混凝土机械仍有较大的成长空间。**我们认为未来几年混凝土机械需求仍将保持较快的增长，其原因包括：（1）3-5 年内房地产投资难以下滑；（2）1-2 年内基建项目累积施工量仍将增长；（3）商品混凝土在二三线城市加快普及，混凝土机械潜在市场正在扩大。预计未来 3 年我国房地产行业仍可达到 15%-20% 的投资增速，三一重工混凝土机械收入增速则可达到 25%-40% 的增速水平。
- **新产品培育结硕果。**过去几年公司在保持传统产品混凝土机械优势地位的同时，接连实现了履带起重机、旋挖钻机业务的爆发增长，预计未来挖掘机和汽车起重机将复制这种爆发增长。
- **机制优势是公司核心竞争力的来源。**三一重工充分发挥了民营企业制度方面的优势，制订了全面到位的激励机制，为企业带来了技术、销售、服务等方面的强大竞争力，使得“三一模式”的爆发增长一再成功复制。
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.89、2.46 元/股。鉴于未来 3-5 年公司仍将实现年均复合 30% 的收入、利润增长速度，目前股价明显偏低，维持三一重工的“买入”评级以及 2010 年目标价格 43.3 元。
- **风险提示。**地产调控力度超出预期（物业税、经适房受益人群严格认定等政策出台）；挖掘机销量达 1 万台后无法持续高速增长；出口业务开拓低于预期。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	13745	16496	24991	31770
同比增长率	50.3%	20.0%	51.5%	27.1%
净利润	1474	2370	3666	4766
同比增长率	-22.6%	60.7%	54.7%	30.0%
每股收益(元)	0.77	1.22	1.89	2.46
净资产收益率	21.1%	26.1%	29.4%	28.3%

目录

1. 公司产品线持续优化	4
2. 混凝土机械仍有较大的成长空间	4
3. 新产品培育结硕果	6
4. 机制优势是公司的核心竞争力来源	8
5. 盈利预测及估值	8
6. 风险提示	9

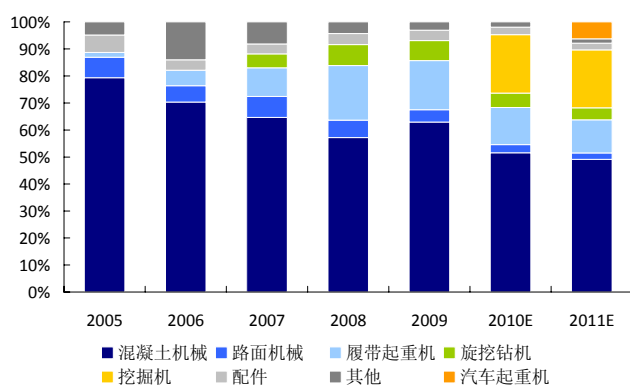
图表目录

表 1: 三一重工分业务收入预测	9
表 2: 三一重工分业务毛利率预测	9
表 3: 三一重工分业务收入增速预测	10
表 4: 三一重工预测利润表	10
表 5: 三一重工预测资产负债表	11
表 6: 三一重工预测现金流量表	11
图 1: 三一重工收入构成变化	4
图 2: 经济欠发达地区房地产投资增速高于全国	5
图 3: 113 个地级市房地产投资增速高于全国	5
图 4: 三一重工混凝土机械收入增速远超房地产行业投资增速	5
图 5: 近 2 年公司新业务增长状况	6
图 6: 履带起重机市场份额变化	6
图 7: 2009 年挖掘机市场份额分布	7
图 8: 2009 年挖掘机国内市场份额构成	7
图 9: 三一挖掘机市场份额快速提升	7
图 10: 三一汽车起重机市场份额快速提升	7

1. 公司产品线持续优化

目前公司产品线主要包括混凝土机械、路面机械、履带起重机、旋挖钻机等，这些工程机械均为需求前景优良，技术含量较高的品种，竞争激烈程度相对较低，产品毛利率较高。随着公司注入挖掘机以及未来注入汽车起重机资产，公司的混凝土机械收入占比将逐步接近 40%，地产行业周期性对公司经营的影响将逐步减弱，经营更趋平稳。

图 1：三一重工收入构成变化



数据来源：宏源证券研究所

2. 混凝土机械仍有较大的成长空间

混凝土机械中，泵车主要用于房地产施工、水利工程等领域。混凝土泵、混凝土搅拌车除用于以上两领域外，还大量用于高铁、高速公路建设。

我们认为未来几年混凝土机械需求仍将保持较快速的增长，其原因包括：

- （1）3-5 年内房地产投资增速难以大规模下滑。
- （2）包括高铁建设在内的基建项目是长期工程，1-2 年内累积施工量仍将保持增长。
- （3）商品混凝土在二三线城市加快普及，混凝土机械潜在市场正在扩大。

对于房地产市场，我们认为房地产投资建设仍处于快速发展阶段，而且在近 3-5 年内增速不会下滑，其原因包括：

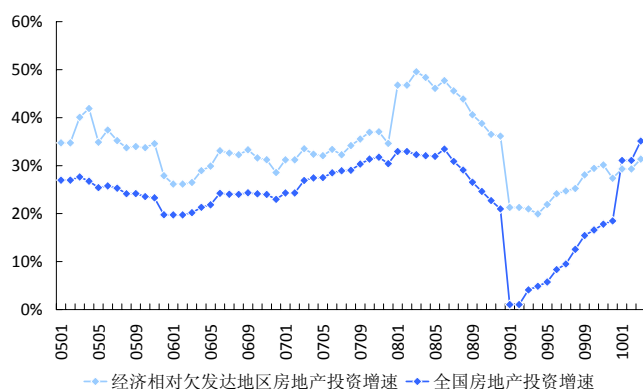
(1) 受益于人口结构以及经济增长，我国住宅和商业地产需求将不断增长。

(2) 大量存量空置住宅短期内不会进入二手房市场增加供给。预计几年内真正遏制住房投资需求的政策（如物业税、大力建设经适房并合理认定受益人群等）无法出台，在投资、自住需求中期内（3-5 年）依然旺盛的局面下，住房供给仍将保持紧张，地产开发商盈利能力仍强，地产建设投资增长仍将保持强劲。

(3) 我国二三线城市城镇化进程加快，可以弥补短期内一线城市地产投资的下滑。

预计未来 3 年我国房地产行业仍可达到 15%-20% 的投资增速，三一重工混凝土机械收入增速则可达到 25%-40% 的增速水平。2008 年投资者担心混凝土机械将会受到房地产市场的负面影响，但结果是 2008 年、2009 年三一混凝土机械收入分别实现了 25% 和 40% 的增长，这种局面将可能在 2010 年重演。

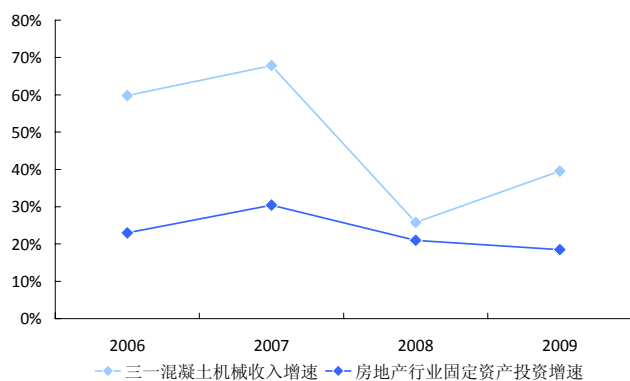
图 2：经济欠发达地区房地产投资增速高于全国



数据来源：CEIC、宏源证券研究所

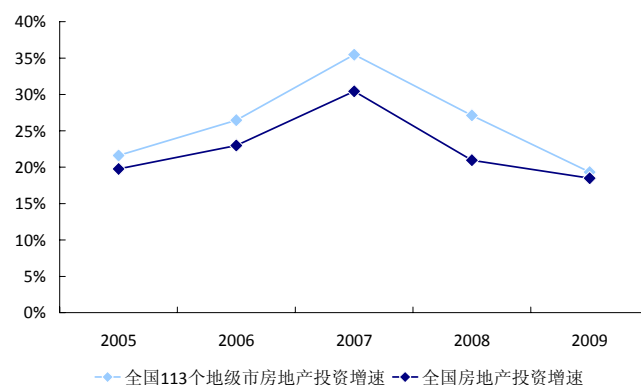
注：经济相对欠发达地区包括冀辽鲁晋吉黑皖赣豫黔陕甘宁共 13 省区

图 4：三一重工混凝土机械收入增速远超房地产行业投资增速



数据来源：宏源证券研究所

图 3：113 个地级市房地产投资增速高于全国



数据来源：CEIC、宏源证券研究所

3. 新产品培育结硕果

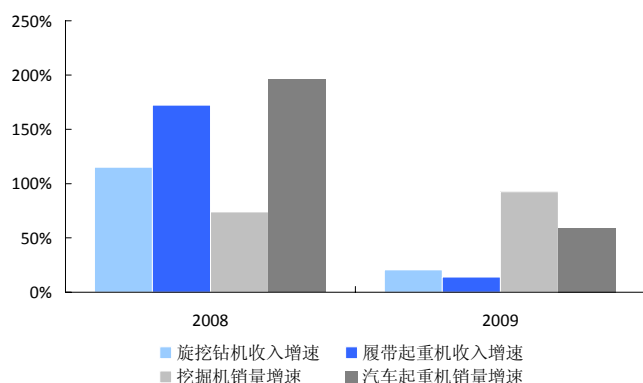
经过过去几年的培育公司的履带起重机和旋挖钻机业务取得了收入的高速增长，目前挖掘机和汽车起重机业务已经接过了爆发增长的接力棒。

履带起重机、旋挖钻机业务

履带起重机主要用于电力、石化、水利、桥梁等施工建设，旋挖钻机属于桩工机械，广泛应用于高铁、桥梁、水利、港口等领域的建设施工。预计由于风电、大型石化项目、高速铁路建设投资的持续增长，履带起重机和旋挖钻机需求将水涨船高。

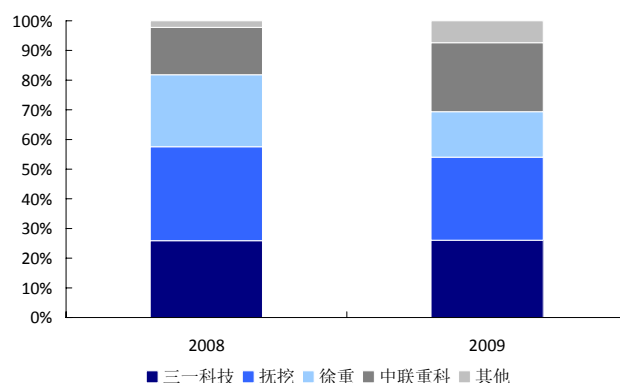
2004 年三一进入旋挖钻机市场，用较短的时间就实现了进口替代并占据了国内一半的市场份额，成为行业龙头。2004 年同年三一进入履带起重机市场，很快实现全系列产品销售，2009 年公司市场占有率由 25.9% 上升至 26.1%，预计未来公司的领先优势将继续加强。

图 5：近 2 年公司新业务增长状况



数据来源：工程机械协会、宏源证券研究所

图 6：履带起重机市场份额变化



数据来源：工程机械协会、宏源证券研究所

挖掘机、汽车起重机业务

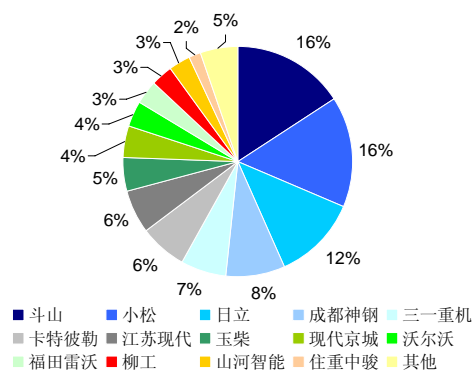
目前挖掘机市场仍主要由国外品牌主导，斗山、小松、日立三家企业占据约 44% 的市场份额，产品依赖进口较为严重。国产品牌挖掘机基本依靠消化国外技术发展，关键功能部件如液压件主要来自国外进口，结构件如挖掘臂、回转装置、行走机构及转向机构大多自制或外协。总体上国产品牌在质量上与国外产品有一定差距，但

价格也相对低廉。

随着近几年国内技术水平的提高，进口替代趋势比较明显，行业协会统计的国内企业内需销量增速始终高于进口增速，进口单价不断提高。2009 年国内挖掘机市场构成中，内资和合资企业份额提升明显，其中内资份额提升主要来自于三一重机销售快速增长的贡献。三一挖掘机业务刚刚注入上市公司，预计未来几年受需求增长和进口替代因素的激励，三一挖掘机可保持年均约 40%的收入增速。

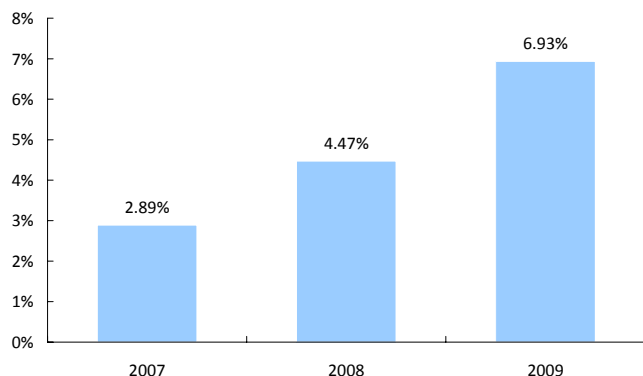
三一于 2003 年进入汽车起重机业务，通过消化吸收国内外技术，目前已形成包括 QY20、QY25、QY50、QY100、QY130 在内的系列产品线。2008 年以来三一汽车起重机产品同样实现销售收入和市场份额的快速增长。预计汽车起重机连同混凝土搅拌车业务将于今明两年实现资产注入。

图 7：2009 年挖掘机市场份额分布



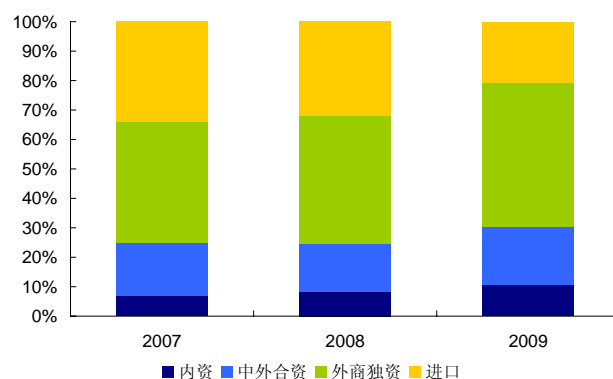
数据来源：工程机械工业协会、宏源证券研究所

图 9：三一挖掘机市场份额快速提升



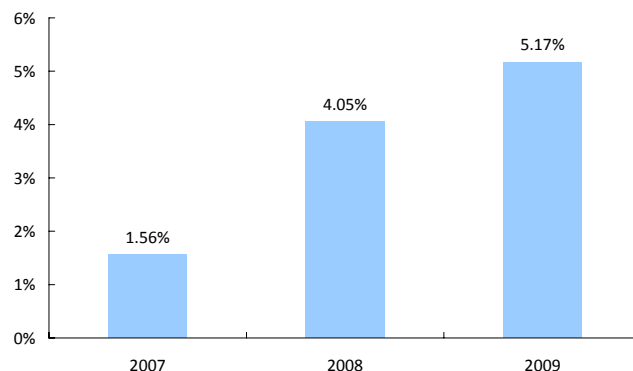
数据来源：工程机械工业协会、宏源证券研究所
注：计算未计入进口

图 8：2009 年挖掘机国内市场份额构成



数据来源：工程机械工业协会、宏源证券研究所

图 10：三一汽车起重机市场份额快速提升



数据来源：工程机械工业协会、宏源证券研究所

4. 机制优势是公司的核心竞争力来源

公司作为国内工程机械行业为数不多的民营企业，在过去 10 年间迅速由不为人知的小企业成长为国内的工程机械领袖，正是由于企业充分发挥了其体制优势。公司激励机制全面、到位，充分调动了研发、销售、管理人员的积极性，吸引了大量行业内的顶尖人才。

在研发领域，公司不断填补国内技术空白，在一些领域实现国际领先，公司技术突破速度领先于行业，在不少产品中实现了性价比优势；在服务领域，公司建立了完善的售后服务网络体系，通过建立各种机制和使用信息化技术实现了服务的快速反应，售后服务的软硬件配套水平均处于国内领先水平；在销售领域，近几年公司多种产品均实现了远超行业的收入增速水平。

这些三一创造的辉煌历史均来自于其充分发挥了民营企业的制度优势，三一模式的增长已经在混凝土机械上取得了成功，并且在履带起重机和旋挖钻机上成功复制，我们预计挖掘机、汽车起重机和海外业务将会再次印证公司的实力。

5. 盈利预测及估值

三一重工产品线不断优化，主要产品混凝土机械、履带起重机、旋挖钻机、挖掘机需求旺盛，同时公司擅长发挥机制优势，实现跨越式发展，在实现收入增速超越行业的同时保证盈利能力。

对于目前市场担忧的房地产市场调控问题，我们认为其影响只是短期的，2008、2009 年的局面可能在 2010 年重演。

预计公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.89、2.46 元/股。对应 2010 年 4 月 27 日收盘价 28.37 元，市盈率分别为 15.0、11.5 倍。鉴于未来 3-5 年公司仍将实现年均复合 30% 的收入、利润增长速度，目前股价明显偏低，建议投资者坚持价值投资理念，利用目前市场对公司基本面的错误判断，分享三一重工的高速成长，维持三一重工的“买入”评级以及 2010 年目标价格 43.3 元。

6. 风险提示

如果房地产调控提出并执行（1）征收物业税（2）明确合理的经适房受益人群并彻查已受益人群等政策，将在减少商品房需求的同时增加二手房供给，对房地产投资、施工，进而对混凝土机械需求造成实质的不利影响，但是我们认为这些政策近 5 年内基本不可能出台。

由于目前国内挖掘机市场三巨头斗山、小松、日立公司的年销量仅为 1 万多台，三一挖掘机业务在达到年销量 1 万台以后是否还能继续快速增长值得继续观察。

公司出口市场空间能否打开。

表 1：三一重工分业务收入预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
混凝土机械	3217	5400	6791	9475	12886	16494
其他工程机械及配件	1357	2956	5086	5589	12105	15276
路面机械	278	654	765	691	760	798
履带起重机	261	882	2402	2738	3422	4107
旋挖钻机		431	927	1117	1341	1501
挖掘机					5400	7500
配件	176	308	482	578	694	833
其他	642	682	510	466	489	538
总计	4574	8356	11876	15064	24991	31770

数据来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

表 2：三一重工分业务毛利率预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
混凝土机械	36.1%	41.6%	36.1%	38.8%	37.0%	37.0%
其他工程机械及配件	31.7%	28.4%	30.0%	28.5%	28.2%	28.1%
路面机械	26.2%	33.7%	28.1%	28.1%	27.0%	27.0%
履带起重机	29.4%	27.2%	27.0%	22.3%	25.0%	24.0%
旋挖钻机		52.1%	52.7%	45.4%	47.0%	45.0%
挖掘机					27.0%	28.0%
配件	39.1%	33.9%	31.8%	34.3%	33.0%	33.0%
其他	32.9%	7.3%	3.7%	17.4%	8.0%	8.0%
总计	34.8%	34.6%	30.0%	32.3%	32.7%	32.7%

数据来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

表 3：三一重工分业务收入增速预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
混凝土机械	59.8%	67.8%	25.8%	39.5%	36.0%	28.0%
其他工程机械及配件	159.0%	117.8%	72.0%	9.9%	116.6%	26.2%
路面机械	44.2%	135.0%	17.0%	-9.7%	10.0%	5.0%
履带起重机	501.1%	237.5%	172.4%	14.0%	25.0%	20.0%
旋挖钻机			115.1%	20.5%	20.0%	12.0%
挖掘机			73.9%	92.5%	74.1%	38.9%
配件	6.8%	75.2%	56.6%	19.9%	20.0%	20.0%
其他	421.5%	6.2%	-25.2%	-8.7%	5.0%	10.0%
总计	80.3%	82.7%	42.1%	26.8%	65.9%	27.1%

数据来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

表 4：三一重工预测利润表

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	9145	13745	16496	24991	31770
减： 营业成本	5984	9628	11161	16806	21373
营业税金及附加	7	18	49	80	95
销售费用	883	1331	1681	2624	3272
管理费用	504	772	771	1250	1588
财务费用	121	133	89	72	16
资产减值损失	81	84	94	85	100
加： 投资收益	399	-64	-73	0	0
营业利润	2063	1532	2624	4074	5325
加： 其他非经营损益	20	9	5	0	0
利润总额	2083	1541	2629	4074	5325
减： 所得税费用	177	66	259	407	559
净利润	1906	1474	2370	3666	4766
减： 少数股东损益	228	242	407	630	819
归属母公司所有者 的净利润	1678	1232	1963	3036	3947
全面摊薄每股收益	1.044	0.767	1.221	1.889	2.456
增长率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	75.5%	50.3%	20.0%	51.5%	27.1%
营业利润	128.4%	19.0%	40.3%	53.4%	30.0%
净利润	157.1%	-22.6%	60.7%	54.7%	30.0%

数据来源：Wind、宏源证券研究所

表 5：三一重工预测资产负债表

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	2721	2754	4046	5083
应收和预付款项	4111	4713	6362	8253
存货	3013	2940	4063	4842
其他流动资产	14	3	3	3
长期股权投资	186	207	207	207
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	3149	4013	3984	4510
无形资产和开发支出	322	632	564	495
其他非流动资产	2	5	4	2
资产总计	13518	15266	19231	23394
短期借款	962	941	0	209
应付和预收款项	3205	3719	4695	5191
长期借款	3017	1823	2323	1323
其他负债	149	499	499	499
负债合计	7333	6982	7517	7222
股本	1488	1488	1606	1606
资本公积	721	721	603	603
留存收益	3629	5318	8117	11757
归属母公司股东权益	5838	7527	10326	13966
少数股东权益	347	758	1388	2207
股东权益合计	6185	8285	11714	16173
负债和股东权益合计	13518	15266	19231	23394

数据来源：Wind、宏源证券研究所

表 6：三一重工预测现金流量表

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
经营现金流	631	2473	2642	3452
投资现金流	-968	-1104	-600	-1300
融资现金流	689	-1208	-750	-1115
现金及现金等价物净增加额	323	141	1292	1037

数据来源：Wind、宏源证券研究所

销售人员：
曾利洁

联系电话：010-88085790

电子信箱：zenglijie@hysec.com

雷增明

联系电话：010-88085989

电子信箱：leizengming@hysec.com

刘爽

联系电话：010-88085798

电子信箱：liushuang@hysec.com

李晔

联系电话：010-88085956

电子信箱：liye@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上