

2010 年 4 月 27 日

三一重工

2009 年业绩同比增长 59%

A
买入

600031.SS – 人民币 30.08

目标价格: 人民币 40.08

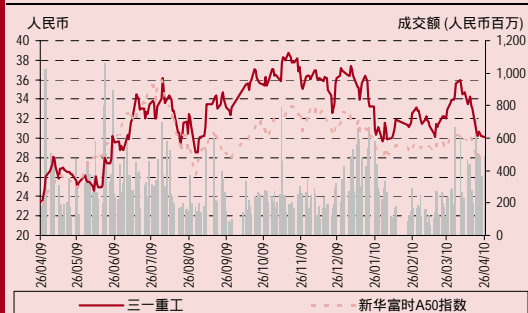
史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(18)	(9)	(2)	28
相对新华富时 A50 指数(%)	(2)	(2)	5	12

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,607
流通股 (%)	39
流通股市值 (人民币 百万)	18,852
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	262
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
三一集团	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

三一重工公告 2009 年净利润同比上升 59% 至 19.6 亿人民币, 收入同比增长 20% 至 165 亿人民币, 在全球经济危机以及整个工程机械行业出现结构调整的背景下, 作为行业龙头, 公司通过产品结构的优化和新产品的开发, 保证了公司收入和业绩稳定增长。我们维持该股目标价格 40.08 元人民币和买入评级。

支撑评级的要点

- 受二三线城市禁止混凝土现场搅拌的影响, 混凝土相关产品的销售情况非常好, 最近几个月混凝土泵车的销量创出历史新高。
- 目前, 在三一集团还未进入上市公司的工程机械资产是汽车起重机, 2009 年汽车起重机销售了 1,400 台左右, 收入 15 亿元, 我们认为公司汽车起重机业务在 2010 年将有爆发式的增长, 有望实现 80-100% 的增速
- 我们预计 2010 年的公司销售收入同比增长 71%, 销售额达到 281 亿元, 预计 2010 年净利润同比增长 61%, 净利润达到 34.1 亿元, 每股收益 2.12 元。

评级面临的主要风险

- 由于全球经济出现下滑, 公司的出口业务在未来一段时间内将不会出现和前几年一样需求旺盛的情况。

估值

- 2010 年在挖掘机业务高速增长以及城市化建设的背景下, 我们预计公司完全有能力实现利润大幅增长。参考 15 倍 2011 年预测市盈率, 我们维持该股目标价格 40.08 元人民币。对该股维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	13,745	16,496	28,154	35,267	41,248
变动(%)	50	20	71	25	17
净利润(人民币百万)	1232	1963	3406	4350	5101
全面摊薄每股收益(人民币)	0.83	1.32	2.12	2.71	3.17
变动(%)	(27)	59	61	28	17
市盈率(倍)	36.3	22.8	14.2	11.1	9.5
每股现金流量(人民币)	0.57	0.48	1.31	1.63	2.45
价格/每股现金流量(倍)	52.9	62.4	23.0	18.5	12.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.2	14.6	9.9	8.0	7.4
每股股息(人民币)	0.17	0.26	0.42	0.54	0.63
股息率(%)	0.6	0.9	1.4	1.8	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

估值。2010年在挖掘机业务高速增长以及城市化建设的背景下，我们预计公司完全有能力实现利润大幅增长。参考 15 倍 2011 年预测市盈率，我们维持该股目标价格 40.08 元人民币。对该股维持**买入**评级。

2009 年盈利同比上升 59%。三一重工公告 2009 年净利润同比上升 59%至 19.6 亿人民币，收入同比增长 20%至 165 亿人民币，在全球经济危机以及整个工程机械行业出现结构调整的背景下，作为行业龙头，公司通过产品结构的优化和新产品的开发，保证了公司收入和业绩稳定增长。由于期间原材料（尤其是钢材）价格大幅下降，公司整体毛利率同比上升 2.2 个百分点；由于管理层在成本控制上有所加强，公司的管理费用出现下降，导致经营利润率水平提升 27 个百分点；净利润率上升了 2.9 个百分点。

1 季度的销售情况符合预期。受二、三线城市禁止混凝土现场搅拌的影响，09 年下半年开始混凝土相关产品的销售情况非常好，混凝土搅拌站的增速在 140%，混凝土泵车的销量也达到了旺季的销售水平，1 月和 2 月份达到了往年旺季的销售水平，3 月份的销量更是创历史新高。我们认为 2009 年的 4 万亿投资有超过一半的项目将集中在 2010 年实施，此外，加快土地开发和建设的政策也催生部分新的需求。履带式起重机受到下游核电以及风电市场的带动，我们预计今年将表现不错，预计全年可以实现 50%以上的增长。

收入水平分析。2009 年公司混凝土机械收入同比增长 39.5%，达到 95 亿元，主要是受益于高铁建设的投资拉动以及二三线城市禁止混凝土现场搅拌的推广；履带式起重机收入同比增长 14%，达到 27 亿元，2010 年受到核电建设的拉动，有望实现 50%的增长；旋挖钻机收入同比增长 21%，收入达到 11 亿元，公司在旋挖钻机领域保持行业龙头的地位；路面机械同比下滑 10%，收入达到 7 亿元。随着工程机械市场需求回暖以及原材料价格的明显下降，公司的毛利率开始出现显著回升，09 年 4 季度毛利率达到 34.8%。2010 年在持续产品结构调整以及内部成本控制的努力下，我们预计毛利率有望和 2009 年持平。

资产注入。挖掘机业务已经注入到上市公司。从目前的行业数据看，三一重工凭借技术优势及相对国际品牌的价格优势，有希望将每年的挖掘机销量由 09 年的 6,000 台左右提高到 2010 年的 10,000 台。公司承诺挖掘机业务 09 年、10 年和 11 年的盈利贡献分别达到 3.8 亿人民币 4.5 亿和 5 亿人民币，如果挖掘机业务的净利润达不到业绩承诺的部分，公司大股东将以现金方式全额补偿。目前，在三一集团还未进入上市公司的相关工程机械资产有汽车起重机，2009 年汽车起重机销售了 1,400 台左右，收入 15 亿元，我们认为公司汽车起重机业务在 2010 年将有爆发式的增长，有望实现 80-100% 的增速。

盈利预测。我们预计 2010 年的公司销售收入同比增长 71%，销售额达到 281 亿元，预计 2010 年净利润同比增长 61%，净利润达到 34.1 亿元，每股收益 2.12 元。

图表 2. 09 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
经营收入	13,745	16,496	20
销售成本	(9,645)	(11,210)	16
毛利润	4,100	5,286	29
销售费用	(1,331)	(1,681)	26
管理费用	(772)	(771)	(0)
经营利润	1,997	2,834	42
财务成本	(133)	(89)	(33)
投资及其它收益	(323)	(117)	(64)
税前利润	1,541	2,629	71
税金	(66)	(259)	292
少数股东权益	(242)	(407)	68
净利润	1,232	1,963	59
盈利能力(%)			
毛利率	29.8	32.0	
经营利润率	14.5	17.2	
净利率	9.0	11.9	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	13,745	16,496	28,154	35,267	41,248
销售成本	(9,645)	(11,210)	(19,069)	(23,914)	(28,087)
经营费用	(1,838)	(2,111)	(3,898)	(4,961)	(5,848)
息税折旧前利润	2,262	3,174	5,186	6,393	7,313
折旧及摊销	(265)	(340)	(409)	(436)	(463)
经营利润 (息税前利润)	1,997	2,834	4,776	5,957	6,850
净利息收入/(费用)	(133)	(89)	(159)	(85)	0
其他收益/(损失)	(323)	(117)	(47)	(35)	(5)
税前利润	1,541	2,629	4,571	5,837	6,845
所得税	(66)	(259)	(457)	(584)	(684)
少数股东权益	(242)	(407)	(707)	(903)	(1,059)
净利润	1,232	1,963	3,406	4,350	5,101
核心净利润	1,232	1,963	3,406	4,350	5,101
每股收益(港币)	0.828	1.319	2.120	2.707	3.174
核心每股收益(港币)	0.828	1.319	2.120	2.707	3.174
每股股息(港币)	0.061	0.077	0.083	0.090	0.107
收入增长(%)	50	20	71	25	17
息税前利润增长(%)	13	42	69	25	15
息税折旧前利润增长(%)	12	40	63	23	14
每股收益增长(%)	(51)	59	61	28	17
核心每股收益增长(%)	(51)	59	61	28	17

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,910	1,784	3,477	4,445	6,027
应收帐款	2,109	2,712	4,628	5,797	6,780
库存	3,640	4,006	6,816	8,548	10,042
其他流动资产	1,889	2,229	3,624	4,476	5,193
流动资产总计	9,549	10,730	18,545	23,266	28,042
固定资产	2,596	3,581	3,717	3,873	4,029
无形资产	119	118	117	118	120
其他长期资产	201	184	190	196	202
长期资产总计	2,916	3,883	4,024	4,187	4,351
总资产	12,465	14,612	22,569	27,453	32,392
应付帐款	1,635	1,835	3,122	3,915	4,599
短期债务	2,093	2,228	2,915	2,604	1,832
其他流动负债	1,673	1,609	2,247	2,356	2,349
流动负债总计	5,401	5,672	8,285	8,875	8,780
长期借款	560	500	500	500	500
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,488	1,488	1,607	1,607	1,607
储备	4,487	6,057	10,647	14,127	18,208
股东权益	5,975	7,545	12,254	15,734	19,815
少数股东权益	528	895	1,531	2,344	3,297
总负债及权益	12,465	14,612	22,569	27,453	32,392
每股帐面价值(港币)	4.02	5.07	7.63	9.79	12.33
每股有形资产(港币)	3.94	4.99	7.55	9.72	12.26
每股净负债(现金)	0.50	0.63	(0.04)	(0.83)	(2.30)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,541	2,629	4,571	5,837	6,845
折旧与摊销	(265)	(340)	(409)	(436)	(463)
净利息费用	133	89	159	85	0
运营资本变动	(1,494)	(1,162)	(4,196)	(2,850)	(2,516)
税金	(66)	(259)	(457)	(584)	(684)
其他经营现金流	468	(919)	1,617	(311)	(176)
经营活动产生的现金流	846	718	2,103	2,614	3,932
购买固定资产净值	(475)	(518)	(410)	(432)	(432)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(158)	(89)	(101)	(113)	(125)
投资活动产生的现金流	(633)	(607)	(511)	(545)	(557)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	340	75	687	(311)	(772)
支付股息	(336)	(246)	(393)	(681)	(870)
其他融资现金流	(233)	(66)	(194)	(108)	(151)
融资活动产生的现金流	(229)	(237)	101	(1,101)	(1,793)
现金变动	(16)	(127)	1,693	968	1,582
期初现金	1,927	1,910	1,784	3,477	4,445
公司自由现金流	270	168	1,645	2,173	3,508
权益自由现金流	419	97	2,121	1,672	2,603

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	16.5	19.2	18.4	18.1	17.7
息税前利润率	14.5	17.2	17.0	16.9	16.6
税前利润率	11.2	15.9	16.2	16.6	16.6
净利率	9.0	11.9	12.1	12.3	12.4
流动性(倍)					
流动比率	1.8	1.9	2.2	2.6	3.2
利息覆盖率(倍)	10.5	19.4	22.5	31.5	51.4
净权益负债率(%)	11.4	11.2	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.2	1.4	1.7	2.1
估值(倍)					
市盈率	36.3	22.8	14.2	11.1	9.5
核心业务市盈率	36.3	22.8	14.2	11.1	9.5
目标价对应核心业务	30.2	19.0	11.8	9.3	7.9
市盈率					
市净率	7.5	5.9	3.9	3.1	2.4
价格/现金流	52.9	62.4	23.0	18.5	12.3
企业价值/息税折旧前	20.4	14.7	9.6	7.7	6.6
利润					
周转率					
存货周转天数	115.4	124.5	103.6	117.3	120.8
应收帐款周转天数	45.3	53.3	47.6	53.9	55.7
应付帐款周转天数	35.4	38.4	32.1	36.4	37.7
回报率(%)					
股息支付率	7.3	5.8	3.9	3.3	3.4
净资产收益率	22.5	29.0	34.4	31.1	28.7
资产收益率	17.1	18.9	23.1	21.4	20.6
已运用资本收益率	24.5	28.5	34.1	31.6	30.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371