

收购资产 提升公司盈利能力

谨慎推荐 维持评级

分析师: 鞠厚林 邮箱: juhoulin@chinastock.com.cn 电话: 010-66568946 执业证书编号: S0130207091557

1. 事件

6月11日, 公司发布公告, 公司与三一集团签署了《湖南汽车制造有限公司股权转让协议》, 公司拟以22,136万元的价格收购三一集团持有的湖南汽车100%股权。公司与三一集团、易小刚签署了《三一汽车制造有限公司股权转让协议》, 公司拟以205,880万元的价格收购三一集团、易小刚分别持有的三一汽车98.24%、1.76%股权, 共计100%。上述收购合计价款228,016万元。

2. 我们的分析与判断

1) 湖南汽车从事汽车、汽车底盘、农用车、汽车及农用车零配件制造与销售; 三一汽车从事汽车、起重机械、塑料机械和零部件的制造与销售, 及相关进出口业务。本次收购后公司的产品线将更加齐全, 通过充分发挥不同产品间的协同效应, 三一重工的市场竞争力和市场占有率将得到进一步提升。根据审计报告, 三一汽车和湖南汽车合计归属于母公司的净资产94,945万元, 收购市净率为2.42倍。

2) 湖南汽车和三一汽车2010年1-5月经审计的净利润合计为28,107万元。根据利安达出具的盈利预测审核报告, 预计三一汽车2010年的营业收入283,829万元、归属于母公司的净利润24,356万元, 较2009年分别同比增长126.65%和151.49%; 根据六合正旭出具的报告, 2010-2014年三一汽车的营业收入年复合增长率超过25%, 净利润年复合增长率超过30%。

同时, 三一集团和易小刚承诺: 三一重工完成本次收购三一汽车的股权后, 三一汽车2010年实现的净利润数不低于2.44亿元, 2011年实现的净利润数不低于4.17亿元, 2012年实现的净利润数不低于5.53亿元。因此我们认为, 此次收购湖南汽车和三一汽车将进一步提高公司的盈利能力和经营业绩。

3) 2010年以来, 三一重工的混凝土机械和挖掘机两大主业呈现较好发展势头。混凝土机械受益于房地产投资的快速增长和高速铁路等的建设, 一直高速增长, 不过在房地产面临调控的背景下, 未来混凝土机械增长的持续性将面临压力。公司前期收购的三一重机, 在挖掘机行业增长超预期的推动下, 2010年挖掘机销量增速将达到50%左右。根据公司的相关承诺, 三一重机2010年的净利润不低于4.5亿元、2011年至2013年每年实现净利润不低于5亿元; 我们认为, 根据挖掘机行业的发展趋势, 公司达到上述业绩水平是有较大保障的。

3. 投资建议

在不考虑此次收购资产的前提下, 根据公司主营业务的发展势头, 我们预计公司2010年和2011年的每股收益分别为1.95元和2.06元, 按2010年不低于15倍市盈率进行估值, 公司合理估值为30元左右, 给予“谨慎推荐”的投资评级。

股价驱动因素: 公司此次资产收购事项如果顺利推进, 将有助于股价上升; 此外如果公司销售数据和中报经营数据超出市场预期, 也将推动股价上升。

公司的主要投资风险: (1) 如果未来房地产销售压力加大, 将影响房地产投资力度, 从而影响混凝土设备的增长; (2) 如果海外市场需求低迷, 或者发生贸易摩擦, 将影响公司出口业务的成长。

表 1: 三一重工 (600031.SH) 关键指标预测

指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
销售收入(百万元)	9144	13745	16495	25346	28956
销售收入增长率	75.0%	50.3%	20.0%	53.7%	14.2%
净利润(百万元)	1606	1232	1962	2901.6	3310.4
净利润增长率	171.0%	-23.3%	59.3%	47.9%	14.1%
摊薄 EPS(元)	1.65	0.82	1.32	1.95	2.06
PE(X)	17.5	35.1	21.8	14.8	14.0
PB(X)	6.0	7.3	5.7	4.1	3.2
PS(X)	3.1	3.1	2.8	1.8	1.6
ROE(%)	34.6	20.9	26.1	27.7	22.6

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 2: 公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	4.6
优势	主导产品混凝土机械在国内市场上处于龙头地位, 在研制技术、生产规模、品牌和销售渠道方面具有明显优势。	4.8
劣势	公司主导产品混凝土机械比重较大, 抗风险能力不强。	4.3
机会	公司产品与房地产、建筑行业紧密相关, 在城市化建设和国家基础建设的拉动下, 公司产品中长期空间较大; 国际产业向中国转移的速度加快, 公司的品牌和技术优势增强国际竞争力。	4.8
威胁	近年来公司规模扩张较快, 受金融危机的影响明显, 如果全球及国内经济增长低于预期, 公司的业绩增长压力较大。	4.4

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3: 波特“五力”评价

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.7
供应商力量	钢铁供应商规模较大, 谈判力量与公司相当; 其它部件供应商谈判力量较小。总体上看, 公司的谈判能力较强	4.7
新进入壁垒	公司产品属于中高端的工程机械产品, 技术含量较高, 技术壁垒较强, 新进入行业有一定的难度。	4.7
客户力量	下游客户包括经销商和最终用户, 由于客户比较分散, 谈判力量较小, 因此公司的谈判力量较强。	4.8
替代产品	公司的泵车等有替代产品, 替代品的价格可能较低, 但效率低于公司的产品, 因此很难形成有效的替代	4.3
竞争对手	主要的竞争对手规模和技术力量对公司有一定的竞争力。	4.8

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

中国银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：中国船舶（600150.SH）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、火箭股份（600879.SH）、航天通信（600677.SH）、洪都航空（600316.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908