

三一重工 (600031.SH)

工程机械行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

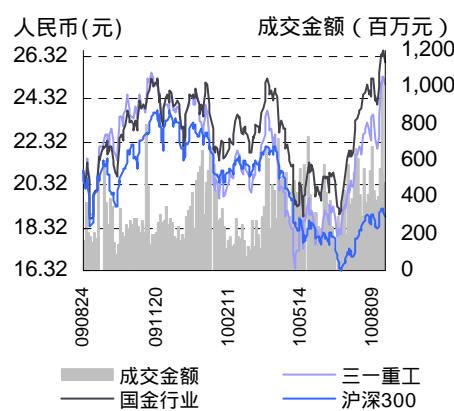
市价（人民币）：25.02 元

收入大幅增长，毛利率明显提高

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,232.00
总市值(百万元)	60,315.72
年内股价最高最低(元)	25.61/16.42
沪深 300 指数	2898.33
上证指数	2642.31



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.828	1.319	2.105	2.586	3.125
每股净资产(元)	3.92	5.06	5.31	7.74	10.71
每股经营性现金流(元)	0.43	1.66	1.91	1.45	2.49
市盈率(倍)	16.92	27.91	11.89	9.67	8.01
行业优化市盈率(倍)	16.13	35.64	35.64	35.64	35.64
净利润增长率(%)	-26.57%	59.27%	158.55%	22.87%	20.82%
净资产收益率(%)	21.11%	26.07%	39.60%	33.41%	29.19%
总股本(百万股)	1,488.00	1,488.00	2,410.70	2,410.70	2,410.70

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

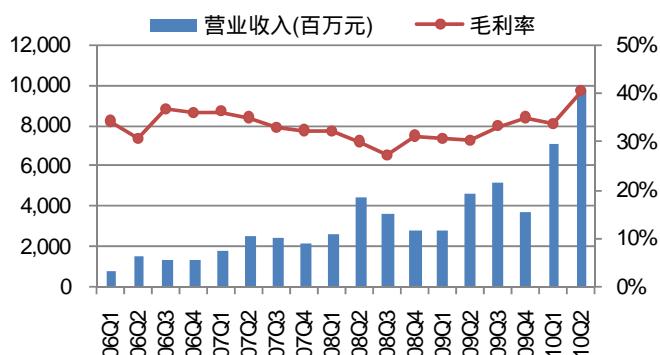
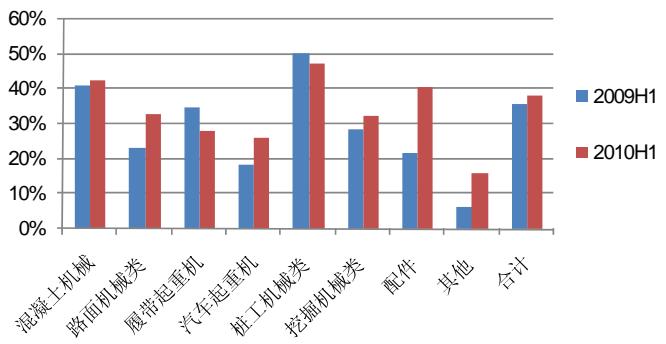
- 上半年公司实现营业收入 16,946 百万元，同比增长 98.43%；归属母公司股东的净利润 2,875 百万元，同比增长 162.39%；EPS 为 1.19 元，扣除非经常性损益后 EPS 为 1.05 元。上半年利润分配预案为每 10 股送红股 11 股，派现金 1.3 元（含税）。

经营分析

- 主要产品热销：**受益于投资的全面回升，上半年公司的混凝土机械、挖掘机、汽车起重机等核心业务销售收入分别达到 8,773 百万元、3,399 百万元和 1,232 百万元，同比分别增长 117%、128% 和 162%。桩工机械、路面机械、配件等的销售也很好，均实现 50% 以上的同比增长；而履带起重机收入为 860 百万元，仅增长 16%。
 - 混凝土机械：**上半年混凝土机械销售形势非常火爆，公司处于满负荷生产。公司泵车产能在 09 年达到 3,000 台后，今年又有明显提升，单月产量首次突破 600 台，创造了行业单月产能翻番的奇迹。
 - 挖掘机：**根据行业协会统计，上半年公司挖掘机销量约 6,800 台，同比增长 125%，市场占有率达到 7.1%，首先进入行业前 5 名。在“挖掘机国产化”的进程中，公司虽然起步较晚，但技术进展很快，销售策略得当，目前已在国内品牌中居于领先地位。
 - 起重机械：**上半年公司汽车起重机销量约 1,100 台，同比增长 78%；履带起重机销量 270 多台，同比增长 130%。起重机械销量和销售收入的增速差别可能主要来自于销量结构和均价等的变化。
- 毛利率创近年来新高：**上半年综合毛利率为 37.60%，比去年同期增加 3.1 个百分点；其中 2 季度单季综合毛利率为 40.47%，是 05 年以来的新高。其中混凝土机械、挖掘机、汽车起重机的毛利率分别提升了 1.2%、3.7 和 7.9 个百分点，而路面机械、配件等产品的毛利率也均大幅提升。毛利率提升应主要受益于规模效益，其次是较低的原材料成本。

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

- **费用控制良好**：上半年公司的销售费用率为 8.46%，比去年同期下降了 1.98 个百分点；管理费用率分别为 4.66%，比去年同期下降了 0.35 个百分点，显示公司费用控制情况良好。在毛利率提升明显、费用率有所下降的情况下，公司净利润率（含少数股东损益）上升了 3.94 个百分点，达到 18.62%。
- **应收账款有所增加**：公司上半年经营活动产生的现金流量净额为 2,505 百万元，与去年同期基本持平；经营现金流增长低于净利润主要是因为应收账款增加较多、预付账款也小幅增加。上半年末公司应收账款为 8,118 百万元，比年初增加了 3,670 百万元。截止 6 月 30 日，公司按揭销售生产的负有回购义务的累计贷款余额为 11,170 百万元，客户逾期按揭及回购款余额为 568 百万元。上半年计提应收账款坏账准备 227 百万元。
- 根据公司董事会和股东大会决议，公司分别以 2.21 亿元和 20.58 亿元完成对三一集团旗下的湖南汽车和三一汽车的 100% 股权的收购，截止 10 年 6 月 30 日，公司已办理完相关手续并实现了合并报表，上述两家企业成为其全资子公司。

图表1：单季度营业收入和毛利率**图表2：分项业务的毛利率**

来源：公司公报，国金证券研究所

盈利预测和投资建议

- 鉴于公司目前的销售情况和合并报表口径变化，我们将公司 10-11 年的 EPS 预测由原先的 1.45 和 1.75 元调整为 2.11 和 2.59 元，目前公司股价对应 10 年 11.89 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 公司的混凝土机械、挖掘机需求与房地产投资关联度较大，需要关注房地产调控和地方政府融资平台清理所带来的负面影响。

图表3：分项业务预测

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
混凝土机械						
销售收入(百万元)	5,395.37	6,790.78	9,474.90	14,212.35	17,054.82	19,613.04
增长率(YOY)	67.71%	25.86%	39.53%	50.00%	20.00%	15.00%
毛利率	41.60%	36.13%	38.79%	42.50%	40.00%	40.00%
销售成本(百万元)	3,150.86	4,337.23	5,799.84	8,172.10	10,232.89	11,767.82
增长率(YOY)	53.29%	37.65%	33.72%	40.90%	25.22%	15.00%
毛利(百万元)	2,244.52	2,453.55	3,675.05	6,040.25	6,821.93	7,845.22
增长率(YOY)	93.22%	9.31%	49.79%	64.36%	12.94%	15.00%
占总销售比重	59.00%	49.40%	57.44%	46.52%	43.64%	40.48%
占主营业务利润比重	71.01%	59.59%	68.89%	53.27%	50.07%	46.67%
路面机械						
销售收入(百万元)	653.71	764.73	690.50	1,104.80	1,325.76	1,590.91
增长率(YOY)	134.97%	16.98%	-9.71%	60.00%	20.00%	20.00%
毛利率	33.67%	28.11%	28.09%	32.00%	32.00%	32.00%
销售成本(百万元)	433.62	549.78	496.54	496.54	901.52	1,081.82
增长率(YOY)	111.08%	26.79%	-9.68%	0.00%	81.56%	20.00%
毛利(百万元)	220.09	214.95	193.96	353.54	424.24	509.09
增长率(YOY)	202.41%	-2.33%	-9.77%	82.27%	20.00%	20.00%
占总销售比重	7.15%	5.56%	4.19%	3.62%	3.39%	3.28%
占主营业务利润比重	6.96%	5.22%	3.64%	3.12%	3.11%	3.03%
履带起重机						
销售收入(百万元)	881.91	2,402.00	2,737.77	2,437.77	3,047.22	3,656.66
增长率(YOY)	237.53%	172.36%	13.98%	-10.96%	25.00%	20.00%
毛利率	27.22%	26.98%	22.26%	28.00%	28.00%	29.50%
销售成本(百万元)	641.88	1,753.94	2,128.29	1,755.20	2,194.00	2,577.95
增长率(YOY)	247.84%	173.25%	21.34%	-17.53%	25.00%	17.50%
毛利(百万元)	240.03	648.06	609.48	682.58	853.22	1,078.72
增长率(YOY)	212.76%	169.99%	-5.95%	11.99%	25.00%	26.43%
占总销售比重	9.64%	17.48%	16.60%	7.98%	7.80%	7.55%
占主营业务利润比重	7.59%	15.74%	11.42%	6.02%	6.26%	6.42%
桩工机械						
销售收入(百万元)	431.02	926.94	1,117.10	1,619.79	1,862.76	2,049.04
增长率(YOY)		115.06%	20.52%	45.00%	15.00%	10.00%
毛利率	52.13%	52.68%	45.44%	47.50%	47.50%	47.50%
销售成本(百万元)	206.33	438.60	609.54	850.39	977.95	1,075.75
增长率(YOY)		112.58%	38.97%	39.51%	15.00%	10.00%
毛利(百万元)	224.70	488.34	507.56	769.40	884.81	973.29
增长率(YOY)		117.33%	3.94%	51.59%	15.00%	10.00%
占总销售比重	4.71%	6.74%	6.77%	5.30%	4.77%	4.23%
占主营业务利润比重	7.11%	11.86%	9.51%	6.78%	6.49%	5.79%
挖掘机						
平均售价(千元台)				560.00	588.00	617.40
增长率(YOY)					5.00%	5.00%
销售数量(台)				11,000	15,000	20,000
增长率(YOY)					36.36%	33.33%
销售收入(百万元)				6,160.00	8,820.00	12,348.00
增长率(YOY)					43.18%	40.00%
毛利率				32.00%	32.00%	32.00%
销售成本(百万元)				4,188.80	5,997.60	8,396.64
增长率(YOY)					43.18%	40.00%
毛利(百万元)				1,971.20	2,822.40	3,951.36
增长率(YOY)					43.18%	40.00%
占总销售比重					20.16%	22.57%
占主营业务利润比重					17.38%	20.71%
						23.51%

汽车起重机						
销售收入(百万元)				1,944.00	3,499.20	5,248.80
增长率(YOY)				80.00%	50.00%	
毛利率				27.00%	27.00%	27.00%
销售成本(百万元)				1,419.12	2,554.42	3,831.62
增长率(YOY)				80.00%	50.00%	
毛利(百万元)				524.88	944.78	1,417.18
增长率(YOY)				80.00%	50.00%	
占总销售额比重				6.36%	8.95%	10.83%
占营业利润比重				4.63%	6.93%	8.43%
配件						
销售收入(百万元)		307.78	482.05	578.13	982.82	1,179.38
增长率(YOY)		75.16%	56.62%	19.93%	70.00%	20.00%
毛利率		33.86%	31.80%	34.27%	41.00%	41.00%
销售成本(百万元)		203.56	328.76	379.98	579.86	695.83
增长率(YOY)		90.27%	61.50%	15.58%	52.60%	20.00%
毛利(百万元)		104.22	153.29	198.15	402.95	483.55
增长率(YOY)		51.65%	47.08%	29.26%	103.36%	20.00%
占总销售额比重		3.37%	3.51%	3.50%	3.22%	3.02%
占营业利润比重		3.30%	3.72%	3.71%	3.55%	3.45%
其他						
销售收入(百万元)		1,475.15	2,378.76	1,897.48	2,087.23	2,295.95
增长率(YOY)		129.73%	61.25%	-20.23%	10.00%	10.00%
毛利率		8.62%	6.71%	7.94%	16.00%	17.00%
销售成本(百万元)		1,347.96	2,219.24	1,746.89	1,746.89	1,905.64
增长率(YOY)		252.02%	64.64%	-21.28%	0.00%	9.09%
毛利(百万元)		127.20	159.52	150.59	333.96	390.31
增长率(YOY)		-50.93%	25.41%	-5.60%	121.76%	16.88%
占总销售额比重		16.13%	17.31%	11.50%	6.83%	5.87%
占营业利润比重		4.02%	3.87%	2.82%	2.94%	2.88%
销售总收入(百万元)		9,144.95	13,745.26	16,495.88	30,548.76	39,085.09
销售总成本(百万元)		5,984.20	9,627.55	11,161.08	19,208.90	25,459.84
毛利(百万元)		3,160.75	4,117.71	5,334.80	11,339.86	13,625.25
平均毛利率		34.56%	29.96%	32.34%	37.12%	34.88%
						34.70%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	4	9	27
买入	0	0	0	3	6
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.16	1.21

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-11-05	买入	8.02	N/A
2	2009-04-21	买入	16.04	N/A
3	2009-04-26	买入	15.58	N/A
4	2009-08-26	买入	21.52	34.50
5	2009-10-29	买入	23.41	N/A
6	2010-04-26	买入	19.93	35.00 ~ 40.00
7	2010-05-01	买入	18.52	N/A
8	2010-06-11	买入	19.06	N/A

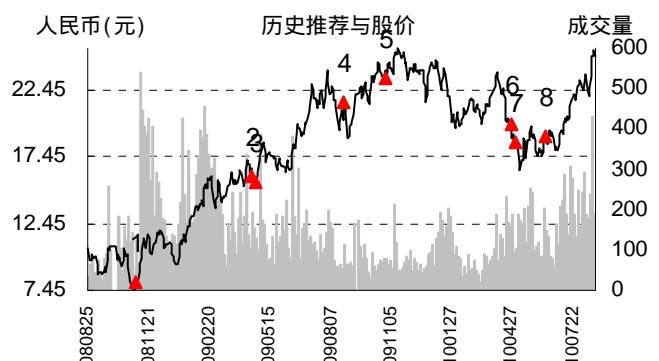
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室