

2011年3月21日

# 三一重工

2010年业绩同比增长186%

**买入**

**A**

600031.SS - 人民币 27.80

目标价格: 人民币 31.80(▲29.20)

史祺,CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@boclgroup.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(%)	29	20	25	182
相对新华富时	26	20	26	194
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

## 重要数据

发行股数(百万)	5,062
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	57,696
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,202
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
三一集团	59

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  
具备证券投资咨询业务资格**

三一重工公告2010年净利润同比上升186%至56.2亿人民币, 收入同比增长106%至340亿人民币, 在经济复苏、四万亿投资的收尾效应以及出口市场逐渐回暖的背景下, 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高速增长。由于期间原材料价格下降以及产品结构的改善, 公司整体毛利率同比上升4.5个百分点。我们预计挖掘机是公司2011年增长最快的产品, 增速将超过100%。我们维持该股买入评级, 将目标价格上调至31.80元。

## 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, 2010年混凝土泵车的销量创出历史新高。
- 三一在国内已经涉及主要工程机械产品并占据很高的市场份额, 未来5-10年公司的发展将依赖国际市场, 因此2011年公司H股发行将对公司长期发展有利。
- 我们预计2011年的公司销售收入同比增长51%, 销售额达到513亿元, 预计2011年净利润同比增长65%, 净利润达到92.6亿元, 每股收益1.59元。

## 评级面临的主要风险

- 国内宏观信贷紧缩将有可能导致需求放缓。

## 估值

- 2011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20倍2011年预测市盈率, 我们将该股目标价格从29.20元提升至31.80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	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	16,496	33,955	51,266	73,797	99,158
变动(%)	20	106	51	44	34
净利润(人民币百万)	1,963	5,615	9,256	12,840	16,476
全面摊薄每股收益(人民币)	0.43	1.11	1.59	2.21	2.83
变动(%)	59	160	43	39	28
市盈率(倍)	65.2	25.1	17.5	12.6	9.8
每股现金流量(人民币)	0.15	0.40	0.60	0.83	1.32
价格/每股现金流量(倍)	180.3	69.1	46.3	33.5	21.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.4	18.8	14.0	10.4	8.3
每股股息(人民币)	0.07	0.03	0.03	0.03	0.00
股息率(%)	0.3	0.8	1.1	1.6	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**估值。**2011 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 20 倍 2011 年预测市盈率，我们将该股目标价格从 29.20 元提升至 31.80 元。对该股维持买入评级。

**2010 年盈利同比上升 186%。**三一重工公告 2010 年净利润同比上升 186% 至 56.2 亿人民币，收入同比增长 106% 至 340 亿人民币，在经济复苏、四万亿投资的收尾效应以及出口市场逐渐回暖的背景下，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高速增长。由于期间原材料价格下降以及产品结构的改善，公司整体毛利率同比上升 4.5 个百分点；由于为了配合挖掘机以及其他新产品的营销而采取的促销手段和员工激励，因此公司的销售费用以及管理费用率均出现小幅上升，公司经营利润率水平提升 4.2 个百分点；净利润率上升了 4.6 个百分点。

**2010 年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，2010 年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 100% 以上，混凝土泵车的销量也达到了旺季的销售水平，整个混凝土机械的增速在 88%。我们认为 2009 年的 4 万亿投资有超过一半的项目将在 2010 年实施，因此 2010 年工程机械行业实现快速增长。公司 2010 年销售挖掘机超过 1.2 万台，同比增长 105%，我们认为公司 2011 年挖掘机有望实现 2.5 万台的销售目标，超额完成 2010 年 4.5 亿元的业绩承诺。

**增发 H 股。**公司拟发行 H 股并申请在香港联交所主板挂牌上市。发行的 H 股股数不超过发行后公司总股本的 15%（按转增摊薄后计算总股本不超过 27.7 亿股），并授予全球簿记管理人不超过上述发行的 H 股股数 15% 的超额配售权。募投方向主要为：1) 公司产品的产能扩大和技术改造、产品升级；2) 境内外产业园建设；3) 境内外销售网络及服务体系的建设和完善；4) 补充流动资金，改善公司资本结构以及用于其他公司一般用途。由于国内工程机械行业市场的跑马圈地已经基本告一段落，公司在国内已经涉及主要工程机械产品以及占据一定的市场地位，未来 5-10 年公司的发展将必须依赖国际市场，因此此次 H 股增发将对公司长期发展有利。

成为综合型的工程机械厂商。2010年公司完成了对湖南汽车和三一汽车的收购，公司已经形成包括混凝土机械、挖掘机、起重机、平地机、旋挖钻机等完整的工程机械产品链，有利于进一步强化公司竞争力，减少关联交易，增强公司盈亏能力和抗风险能力，提升公司核心价值，符合公司发展战略。

**盈利预测。**我们预计2011年的公司销售收入同比增长51%，销售额达到513亿元，预计2011年净利润同比增长65%，净利润达到92.6亿元，每股收益1.59元。

**图表 2. 2010 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%
经营收入	16,496	33,955	106
销售成本	(11,210)	(21,573)	92
毛利润	5,286	12,382	134
销售费用	(1,681)	(3,205)	91
管理费用	(771)	(1,922)	149
经营利润	2,834	7,256	156
财务成本	(89)	(298)	236
投资及其它收益	(117)	(19)	(84)
税前利润	2,629	6,938	164
税金	(259)	(774)	199
少数股东权益	(407)	(549)	35
净利润	1,963	5,615	186
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	32.0	36.5	
经营利润率	17.2	21.4	
净利率	11.9	16.5	

资料来源：公司数据

**损益表(人民币百万)**

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	16,496	33,955	51,266	73,797	99,158
销售成本	(11,210)	(21,573)	(32,415)	(47,620)	(64,788)
经营费用	(2,120)	(4,727)	(7,024)	(10,270)	(13,926)
息税折旧前利润	3,166	7,655	11,826	15,906	20,443
折旧及摊销	(332)	(400)	(426)	(454)	(483)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>2,834</b>	<b>7,256</b>	<b>11,401</b>	<b>15,452</b>	<b>19,960</b>
净利润收入/(费用)	(89)	(201)	(157)	349	333
其他收益/(损失)	(117)	(19)	45	35	27
<b>税前利润</b>	<b>2,629</b>	<b>7,035</b>	<b>11,289</b>	<b>15,836</b>	<b>20,320</b>
所得税	(259)	(774)	(1,129)	(1,742)	(2,235)
少数股东权益	(407)	(549)	(904)	(1,254)	(1,609)
<b>净利润</b>	<b>1,963</b>	<b>5,712</b>	<b>9,256</b>	<b>12,840</b>	<b>16,476</b>
<b>核心净利润</b>	<b>1,963</b>	<b>5,712</b>	<b>9,256</b>	<b>12,840</b>	<b>16,476</b>
每股收益(人民币)	1.319	1.128	1.590	2.206	2.830
核心每股收益(人民币)	1.319	1.128	1.590	2.206	2.830
每股股息(人民币)	0.074	0.027	0.026	0.030	0.000
收入增长(%)	20	106	51	44	34
息税前利润增长(%)	42	156	57	36	29
息税折旧前利润增长(%)	40	142	54	34	29
每股收益增长(%)	59	(14)	41	39	28
核心每股收益增长(%)	59	(14)	41	39	28

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,762	3,830	19,381	21,446	27,133
应收帐款	2,712	5,582	8,427	12,131	16,300
库存	4,006	7,696	11,563	16,991	23,118
其他流动资产	2,229	4,318	6,390	9,087	12,122
<b>流动资产总计</b>	<b>10,708</b>	<b>21,425</b>	<b>45,762</b>	<b>59,655</b>	<b>78,673</b>
固定资产	3,602	3,738	3,894	4,050	4,140
无形资产	118	117	118	120	122
其他长期资产	184	240	297	354	411
<b>长期资产总计</b>	<b>3,904</b>	<b>4,095</b>	<b>4,309</b>	<b>4,523</b>	<b>4,673</b>
<b>总资产</b>	<b>14,612</b>	<b>25,520</b>	<b>50,070</b>	<b>64,179</b>	<b>83,346</b>
应付帐款	1,835	3,525	5,296	7,782	10,588
短期债务	2,228	3,495	3,740	3,199	4,265
其他流动负债	1,609	2,591	3,245	4,006	4,673
<b>流动负债总计</b>	<b>5,672</b>	<b>9,611</b>	<b>12,281</b>	<b>14,988</b>	<b>19,526</b>
长期借款	500	500	500	500	500
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	1,488	5,062	5,821	5,821	5,821
储备	6,057	8,959	29,266	39,538	52,719
<b>股东权益</b>	<b>7,545</b>	<b>14,021</b>	<b>35,087</b>	<b>45,359</b>	<b>58,540</b>
少数股东权益	895	1,389	2,202	3,331	4,780
<b>总负债及权益</b>	<b>14,612</b>	<b>25,520</b>	<b>50,070</b>	<b>64,179</b>	<b>83,346</b>
每股帐面价值(人民币)	5.07	2.77	6.03	7.79	10.06
每股有形资产(人民币)	4.99	2.75	6.01	7.77	10.04
每股净负债/(现金)(人民币)	0.65	0.03	(2.60)	(3.05)	(3.84)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,629	7,035	11,289	15,836	20,320
折旧与摊销	(332)	(400)	(426)	(454)	(483)
净利息费用	89	201	157	(349)	(333)
运营资本变动	(1,162)	(5,977)	(6,358)	(8,580)	(9,857)
税金	(259)	(774)	(1,129)	(1,742)	(2,235)
其他经营现金流	(919)	1,152	(891)	(783)	(719)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>709</b>	<b>2,037</b>	<b>3,494</b>	<b>4,836</b>	<b>7,658</b>
购买固定资产净值	(518)	(410)	(432)	(452)	(386)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(89)	(101)	(113)	(125)	(137)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(607)</b>	<b>(511)</b>	<b>(545)</b>	<b>(577)</b>	<b>(523)</b>
净增权益	0	0	13,662	0	0
净增债务	75	1,268	244	(540)	1,065
支付股息	(246)	(489)	(1,123)	(1,851)	(2,568)
其他融资现金流	(66)	(236)	(180)	198	54
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(237)</b>	<b>542</b>	<b>12,603</b>	<b>(2,194)</b>	<b>(1,449)</b>
现金变动	(135)	2,067	15,552	2,065	5,686
期初现金	1,897	1,762	3,830	19,381	21,446
公司自由现金流	159	1,578	3,064	4,840	7,778
权益自由现金流	88	2,592	3,036	4,067	8,533

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	19.2	22.5	23.1	21.6	20.6
息税前利润率	17.2	21.4	22.2	20.9	20.1
税前利润率	15.9	20.7	22.0	21.5	20.5
净利率	11.9	16.8	18.1	17.4	16.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.9	2.2	3.7	4.0	4.0
利息覆盖率(倍)	19.5	28.5	41.9	66.4	64.3
净权益负债率(%)	11.4	1.1	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.4	2.8	2.8	2.8
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	65.2	25.1	17.5	12.6	9.8
核心业务市盈率	65.2	25.1	17.5	12.6	9.8
目标价对应核心业务市盈率	74.6	28.7	20.0	14.4	11.2
<b>盈率</b>					
市净率	5.1	9.3	4.3	3.3	2.6
价格/现金流	180.3	69.1	46.3	33.5	21.1
企业价值/息税折旧前利润	40.4	18.8	14.0	10.4	8.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	124.5	99.0	108.4	109.4	113.0
应收账款周转天数	53.3	44.6	49.9	50.8	52.3
应付账款周转天数	38.4	28.8	31.4	32.3	33.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	5.6	2.4	1.6	1.3	0.0
净资产收益率	29.0	53.0	37.7	31.9	31.7
资产收益率	18.9	32.2	27.1	24.1	24.1
已运用资本收益率	28.4	47.8	37.8	34.1	34.2

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期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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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