

三一重工 (600031) / 7.09 元

-混凝土机械行业盈利持续下降，维持中性投资评级

王海涛

86-10-82295577-673

Wanghaitao@ccs.com.cn

周期性投资品 · 混凝土机械

估值区间：6.20-7.20 元

中性 A (维持)

投资要点

- 今年上半年公司实现每股收益为 0.329 元，主要业务指标：主营业务收入 12.72 亿元，净利润 1.58 亿元，同比分别下降了 18.77%、22.61%。其中二季度实现净利润 1.06 亿元，较一季度的 0.52 亿元环比增长 106%。
- 公司中期实现净利润与我们预期相符。但销售收入低于预期，而毛利率的涨升超过预期；我们预计今年下半年公司销售收入将略好于去年同期、环比上升 15%，全年销售收入调低为 27 亿元；同时由于混凝土机械产品价格面临下降的趋势，预计下半年毛利率将小幅下滑，预计全年综合毛利率为 29.9%。全年盈利预期微调，每股收益预计为 0.67 元（调高了 0.03 元）。
- 公司上半年产品出口实现销售收入 1035 万美元，较去年同期增长 320%；但绝对量依然较小，仅占销售收入的 6.5%；由于人民币汇率的上升，预计下半年出口的绝对量与上半年基本持平，预计全年出口对净利润的贡献维持在 6% 左右，因此 05 年出口对公司净利润的影响并不大。
- 混凝土行业由于竞争加剧，同时近年来个体用户增多，银行收缩对其影响较大，因此盈利水平不断下降。体现在上市公司上就是公司存货、应收账款居高不下，经营性现金流较差。

投资建议

- 公司目前股价与估值合理，维持中性 A 的投资评级。

上证指数：1192

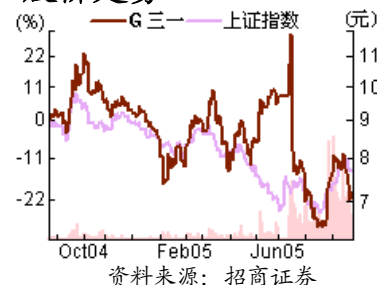
股本数据

A 股总股本(万)	48000
流通 A 股(万)	48000
流通市值(亿)	34.56

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月	5.13%	-2.26%
6 个月	12.82%	25.00%
1 年	10.27%	23.51%
52 周波动(元)	15.18—25.45 (复权)	

股价走势



相关研究

三一重工股权分置改革方案分析
3/14/2005

三一重工调研简报
6/13/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	265623	268279	293360	311918
同比增长率(%)	27.21%	1.00%	9.35%	6.33%
营业利润(万元)	35233	36769	38372	41337
同比增长率(%)	-9.49%	4.36%	4.36%	7.73%
净利润(万元)	32730	32261	31853	34316
同比增长率(%)	0.77%	-1.43%	-1.26%	7.73%
主营利润率(%)	31.59%	29.42%	30.52%	30.52%
营业利润率(%)	13.26%	13.71%	13.08%	13.25%
净利润率(%)	12.32%	12.03%	10.86%	11.00%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	1.36	0.67	0.66	0.71
每股净资产(元)	7.94	5.14	5.81	6.52
净资产收益率(%)	17.13%	13.04%	11.36%	10.89%
每股股息(元)	0.20	0	0	0
股息收益率(%)	1.16	0	0	0
负债率(%)	54.70%	45.46%	30.48%	28.61%
P/E(倍)	10.43	10.58	10.74	9.99
P/B(倍)	1.79	1.38	1.22	1.09
EV/EBITDA(倍)	7.20	7.18	7.12	6.70

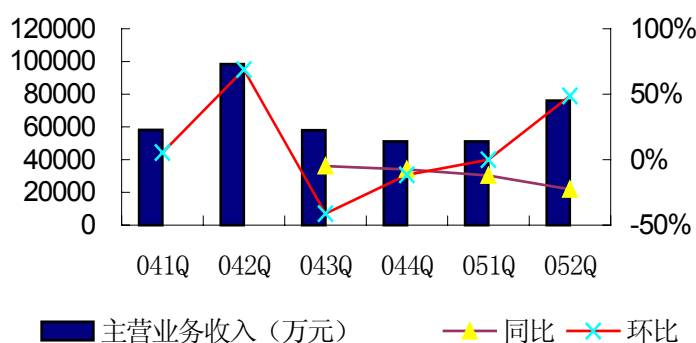
一、上半年经营业绩概述

今年上半年公司实现每股收益为 0.329 元，主要业务指标：主营业务收入 12.72 亿元，净利润 1.58 亿元，同比分别下降了 18.77%、22.61%。其中二季度实现净利润 1.06 亿元，较一季度的 0.52 亿元环比增长 106%。

（一）主营业务收入低于预期

公司 05 年中期实现主营业务收入 7.61 亿元，低于我们预期；同比仍然呈现加速下降的趋，主要原因是 04 年上半年的异常火爆所致。从环比来看，环比从今年 1 季度开始为正增长，2 季度的环比更是达到了 49%。因此我们预计 05 年下半年会略微好于 04 年下半年，但预计大幅增长的的可能不大，为此我们调低了公司全年的收入预期，调整为 27 亿元。

图 1、041Q-052Q 销售收入示意图

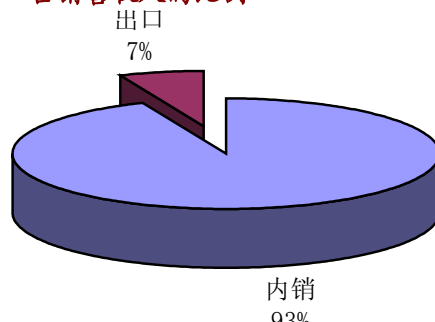


数据来源：公司定期报告、招商证券

（二）出口的绝对量较小，占销售收入的比例仅为 6.5%

公司上半年产品出口实现销售收入 1035 万美元，较去年同期增长 320%；但绝对量依然较小，仅占销售收入的 6.5%；由于人民币汇率的上升，预计下半年出口的绝对量与上半年基本持平，预计全年出口对净利润的贡献维持在 6% 左右，因此 05 年出口对公司净利润的影响并不大。

图 2、出口占销售收入的比例

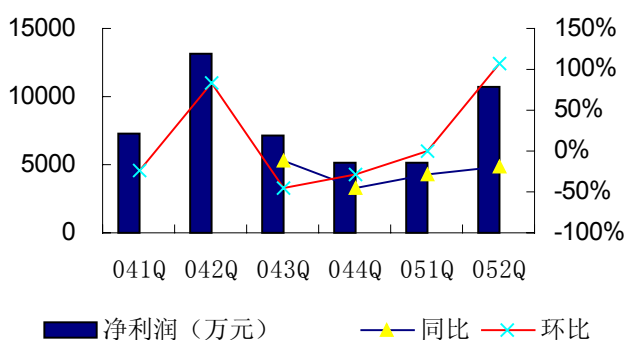


数据来源：公司定期报告、招商证券

（三）净利润下降快于销售收入的下降

05 年 2 季度实现净利润实现净利润 1.06 亿元，同比下降 19.4%；环比增长 106%；05 年中期实现净利润同比下降的幅度大于销售收入的下降幅度，主营业务利润下降的幅度小于销售收入的下降幅度。因此主要原因在于公司的三项费用增加；同时我们发现报告期，公司存货、应收账款依然居高不下，这一方面影响了公司经营性现金流，另一方面直接加大了公司的三项费用。

图 3、2004-2005 各季度净利润同比、环比趋势图(万元)

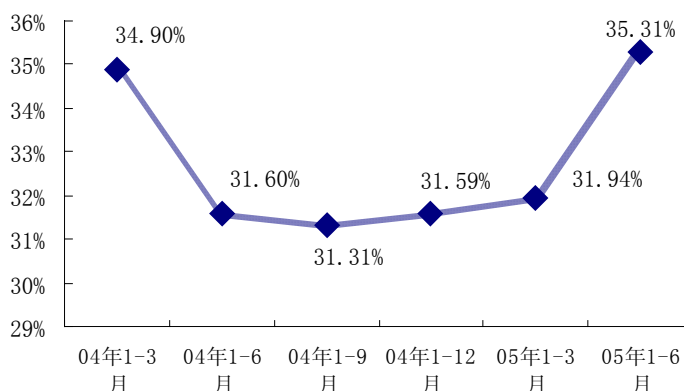


数据来源：公司定期报告、招商证券

（四）预计下半年毛利率将小幅降低

公司产品毛利率今年上半年同比上升 3.67 个百分点，毛利率上升的理由公司中报中的解释是本年度调整了产品结构，减少了低毛利产品的销售。由于混凝土机械的市场竞争日趋激烈，产品价格下降是必然趋势，因此我们预计如此高的毛利率下半年难以维持，我们预计全年毛利率为 29.9%。

图 4、041Q-052Q 毛利率变化趋势图



数据来源：公司定期报告、招商证券

二、混凝土机械行业竞争加剧、盈利下降

静观近几年混凝土机械的发展，我们发现混凝土机械市场呈现以下几个特征：

第一，行业竞争加剧，面临重新洗牌。

近几年，混凝土机械行业持续保持高速增长势头，众多企业抢拼进入。进而导致行业投资加大，市场出现过热现象，主要表现在潜在需求减少，资金回笼困难，投资短期难以回收，行业整体利润下降。此外，继 2004 年 4 月国家宏观调控政策出台后，行业过热现象凸显，竞争更加激烈，行业将面临重新洗牌，一些技术水平低的产品，实力弱、机制不灵活的企业将被清理出局。

第二，价格继续走低。

目前，我国混凝土机械行业有生产企业 200 多家，其中，混凝土拖式泵生产企业 150 多家，年产量已超过 5000 台；混凝土泵车生产企业 30 多家，年产量已逾千台；混凝土搅拌车生产企业近 30 家，年产量近万台。专家指出，我国混凝土机械已经出现生产过剩的情况，产品价格将继续走低。

第三，个体用户增多，银行收缩对其影响较大

以前，混凝土机械的购买者主要集中在铁路、建工、电力水利、搅拌站等系统。近几年，用户群开始发生新的变化，个体用户群异军突起。个体用户属低端购买者，付款方式通常为分期付款，2004 年银行收缩个人信贷范围，提高贷款利率，将大大降低个体用户的购买能力。从 2004 年混凝土机械的销售数据来看，个体用户的购买力占到总销售量的 30%。

第四，盈利水平下降

2004 年上半年行业各主要混凝土机械生产厂家的销售收入比上年同期均有大副的增长，但毛利率同比下降大约 10 个百分点，尤其是混凝土搅拌运输车，毛利率仅维持在百分之十几，个别厂家甚至为负。

三、目前股价基本合理、维持中性评级

PE 估值法

用 PE 方法来估值，选择工程机械行业中有代表性的上市公司桂柳工、中联重科、安徽合力来进行比较。其中产品与三一相似度最高的是中联重科，中联重科 05 年的动态市盈率仅为 6.69 倍，05 年行业平均的 PE 值为 8.88 倍，综合考虑我们取 10 倍的 PE 值，这样估算出三一重工的合理价位为 6.70 元。见表 3。

表 1、公司估值

代码	名称	股价	每股盈利			P/E		
			04	05E	06E	04	05E	06E
600031*	三一重工	7.2	1.36	0.67	0.66	10.43	10.58	10.74
000528	桂柳工	4.35	0.52	0.42	0.42	8.37	10.36	10.36
000157	中联重科	6.88	0.76	0.65	0.68	5.72	6.69	6.4
600761	安徽合力	5.97	0.4	0.48	0.55	10.88	9.06	7.91

DCF 估值

根据 DCF 方法估值，得出的合理价位为 6.62 元。

表 2：DCF 法估值相关参数

指标	数值
行业平均 Beta	0.906
无风险利率	3.60%
风险溢价	8.00%
行业平均权益成本 (Ka)	10.85%
所得税率	16.95%
债务成本	4.93%
股票 Beta	0.98
公司权益成本	11.44%
加权平均资本成本 (WACC)	10.47%

表 3 敏感性分析

折现率/长期增长率	0%	1%	2%	3%	4%
9.47%	6.73	7.16	7.70	8.41	9.39
10.47%	5.90	6.22	6.62	7.12	7.78
11.00%	5.52	5.80	6.14	6.56	7.10
11.47%	5.22	5.46	5.75	6.12	6.58

附：盈利预测表

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	80691	0	16901	42515
应收帐款净额	60710	46639	49108	52215
其他应收款净额	10994	13361	4102	4102
存货净额	114068	172627	113262	123269
流动资产合计	299919	318012	260819	304387
固定资产合计	125799	139554	138675	132554
资产总计	432353	464089	409904	447237
短期借款	118855	30649	0	0
应付帐款	42245	65672	27333	26421
预收帐款	13161	26009	16678	17137
应付福利	2223	2856	2767	2767
其他应付款	8597	9000	0	0
流动负债合计	216484	190989	104951	107969
长期负债合计	20000	20000	20000	20000
负债合计	236484	210989	124951	127969
少数股东权益	5239	6209	6209	6209
股本	24000	48000	48000	48000
资本公积金	84352	84352	84352	84352
股东权益合计	190631	246891	278744	313060
负债股东权益合计	432353	464089	409904	447237

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	(1038)	6690	54177	27592
投资活动现金流量净额	5978	(20500)	(5500)	(1004)
筹资活动现金流量净额	(7413)	(66881)	(31776)	(974)
现金期末余额	37632	0	16901	42515
现金期初余额	40106	80691	0	16901
现金净增加额	(2474)	(80691)	16901	25614

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	265623	268279	293360	311918
减：主营业务成本	180283	188064	202418	215223
主营业务税金及附加	1417	1288	1408	1497
主营业务利润	83923	78928	89533	95197
加：其他业务利润	1919	678	130	140
营业费用	23024	19960	23469	24953
管理费用	22253	20201	26696	28073
财务费用	5333	2675	1127	974
营业利润	35233	36769	38372	41337
加：投资收益	200	448	0	0
营业外收入	756	600	32	32
减：营业外支出	317	219	600	600
利润总额	35872	37762	38354	41319
减：所得税	1866	4531	6501	7004
净利润	32730	32261	31853	34316

财务比率	2004	2005E	2006E	2007E
盈利能力				
销售毛利率	32.13%	29.90%	31.00%	31.00%
销售净利率	12.32%	12.03%	10.86%	11.00%
净资产收益率	17.17%	13.07%	11.43%	10.96%
负债能力				
流动比率	1.39	1.67	2.49	2.82
速动比率	0.86	0.76	1.41	1.68
资产负债比率	0.55	0.45	0.30	0.29
现金流量				
每股经营现金流	-0.04	0.14	1.13	0.57
净利润现金含量	-0.03	0.21	1.70	0.80
营运能力				
应收账款周转率	517.66%	499.83%	612.78%	615.69%
存货周转率	202.85%	131.19%	141.61%	181.98%
发展能力				
主营业务收入增长率	27.21%	1.00%	9.35%	6.33%
净利润增长率	0.77%	-1.43%	-1.26%	7.73%
净资产增长率	12.11%	29.51%	12.90%	12.31%
总资产增长率	61.24%	7.34%	-11.68%	9.11%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。