

三一重工(600031)/专用设备

工程机械龙头：王者归来！

——受益一带一路、军民融合；对标美国卡特彼勒

**评级：增持(维持)**

市场价格：6.99

目标价格：8.5-9.5

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qizq.com.cn

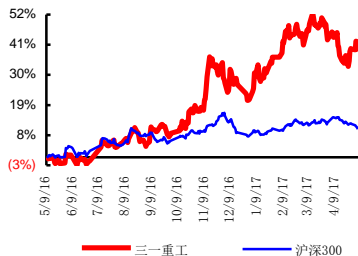
联系人：于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	7,658
流通股本(百万股)	7,594
市价(元)	6.99
市值(百万元)	53,529
流通市值(百万元)	53,080

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

《王者归来——工程机械龙头，业绩有望持续超预期》2017.5.2

《汽车起重机：继挖掘机之后，销量有望超预期》2017.3.14

《工程机械：挖机销量引领，持续性有望超市场预期》2017.3.12

《三一重工(600031)：拟实施大幅度员工持股计划；军工、建筑行业推动战略转型》2016.3.10

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23,470.34	23,280.07	31,947.24	39,534.71	47,358.63
增长率 yoy%	-22.71%	-0.81%	37.23%	23.75%	19.79%
净利润	4.96	203.46	2,495.13	3,489.84	4,178.90
增长率 yoy%	-99.3%	4001.1%	1126.6%	39.8%	19.8%
每股收益(元)	0.00	0.03	0.33	0.46	0.55
每股现金流量	0.35	0.42	0.47	0.51	0.53
净资产收益率	0.02%	0.90%	9.93%	12.19%	12.74%
P/E	10,102.1	229.6	21.6	15.4	12.9
PEG	—	0.06	0.02	0.39	0.65
P/B	2.21	2.06	2.14	1.88	1.64

**投资要点**

■ **三一重工：工程机械龙头，王者归来！**

公司为中国工程机械行业龙头。混凝土机械、挖掘机销量国内排名第一；起重机销量国内排名第二或第三。公司受益一带一路、军民融合，近期业绩强劲复苏，有望重现辉煌；未来有望对标美国卡特彼勒，收入及市值空间具较大潜力。

■ **工程机械行业：经5年调整，新增需求、更新需求拉动增长，行业集中度提升**

(1) 国内市场：基础设施建设拉动有效需求，新增需求和更新需求叠加 (2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设；(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显。

■ **三一重工：销售回暖、经营质量回升；挖掘机已成业绩最大贡献**

挖掘机国内连续6年第一，已成2016年利润最大贡献板块。混凝土机械全球第一，汽车起重机行业前三。公司主导产品销售回暖，业绩逐季向上。

公司挖掘机械2016年销售收入74.7亿元，国内市场占有率超过20%。挖掘机已经成为公司2016年业绩最大贡献板块。2016年三一重机(挖掘机械的研发、生产、销售)收入70.25亿元，净利润达到8.52亿元。

■ **三一重工：海外业务占比达40%，产业布局与“一带一路”高度吻合**

2016年，公司实现国际销售收入92.86亿元，领跑行业。公司海外收入占比达到40%。公司坚决推进国际化、深耕“一带一路”，总体产业布局分布和“一带一路”区域吻合度高。

■ **三一重工：转型军工装备，受益军民融合，未来有望获得突破**

公司与保利科技防务投资有限公司、中天引控科技股份有限公司签订《投资合作协议》并根据协议成立合资公司。2015年，公司的可转债募集资金拟投资项目变更军工“512项目”：总投资6.5亿元。2019-2021年预计销售收入为32.69亿元，预计实现税后利润6.53亿元。

■ **公司发行45亿可转债：转股价7.46元，强制转股价9.7元。**

■ **员工持股计划：公司2016年3月推出员工持股计划。第一期已经认购完成，成交金额为7.04亿元，成交均价5.34元/股，锁定期12个月。**

■ **国际对标企业卡特彼勒：(1) 公司规模：从市值到营收三一约为卡特彼勒的1/10，三一的成长空间较大；(2) 经营战略上：体制+战略+时代机遇+技术，两者间极度相似，我们认为三一有希望发展成为国际工程机械行业的龙头。**

■ **公司为工程机械龙头，受益“一带一路”、军民融合。我们判断公司二季度业绩将好于一季度，全年业绩有望持续超市场预期。预计2017-2019年EPS分别为0.33、0.46、0.55元，对应PE为22x、15x、13x。45亿可转债的转股价为7.46元，强制转股价9.7元。目前安全边际较高，维持“增持”评级。**

■ **风险提示：周期性行业反弹持续性风险；军工业务拓展低于预期；主要产品销量增速低于预期风险；宏观经济波动风险。**

## 内容目录

<b>一、三一重工：工程机械龙头，海外收入占比达 40%</b> .....	<b>- 6 -</b>
1. 工程机械龙头，产品实现全产业链布局.....	- 6 -
2. 国内最大的民营工程机械企业，具备全球竞争力.....	- 6 -
3. 股票激励及员工持股：激励机制良好.....	- 7 -
<b>二、工程机械：经 5 年调整，新增需求、更新需求、集中度提升</b> .....	<b>- 8 -</b>
1. 工程机械行业：2011 年为前期高点，后经历 5 年深度调整.....	- 8 -
2. 工程机械行业：基建拉动需求、更新需求增加、行业集中度提升.....	- 8 -
(1) 国内市场：基础设施建设拉动有效新增需求+存量更新需求.....	- 8 -
(2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设.....	- 9 -
(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显，竞争格局改善.....	- 10 -
3. 工程机械细分产品竞争格局：三一挖掘机、混凝土机械均为国内第一..	- 10 -
(1) 挖掘机市场：三一重工位居国内第一，外资品牌约占 50%.....	- 10 -
(2) 起重机市场：三一重工占据第二或第三地位.....	- 11 -
(3) 混凝土机械市场：三一重工混凝土机械全球第一.....	- 13 -
<b>三、三一重工：销售回暖、经营质量回升、业绩复苏</b> .....	<b>- 14 -</b>
1. 挖掘机等主要产品销售回暖，带动公司 2016 年度业绩企稳.....	- 14 -
(1) 公司挖掘机国内连续 6 年第一，已成 2016 年利润最大贡献板块....	- 15 -
(2) 混凝土机械全球第一，汽车起重机行业前三.....	- 15 -
(3) 主导产品销售回暖，业绩逐季向上.....	- 16 -
(4) 一季度业绩同比增长 7 倍；经营性现金流量净额达 30 亿元.....	- 16 -
(5) 2017 年公司收入目标 278 亿元；业绩有望持续超预期.....	- 16 -
2. 公司稳健经营，财务、管理情况稳步提升.....	- 16 -
3. 主动处置应收账款与固定资产，修复资产负债表.....	- 17 -
<b>四、海外业务占比达 40%，产业布局与“一带一路”高度吻合</b> .....	<b>- 18 -</b>
1. 公司 2016 年海外业务收入占比达 40%.....	- 18 -
2. 公司海外产业布局与“一带一路”高度吻合.....	- 19 -
<b>四、大力转型军工装备，受益军民融合，未来有望获突破</b> .....	<b>- 19 -</b>
1. 公司抓住“军民融合”趋势，强力切入军工领域.....	- 19 -
2. 牵手保利，开拓“一带一路”国际市场.....	- 21 -
<b>五、工业化住宅项目进入快速发展阶段，有望获突破</b> .....	<b>- 22 -</b>
1. 住宅工业化：国内外发展阶段差距较大.....	- 22 -
2. 三一为国内工业化住宅龙头，进入快速发展阶段.....	- 22 -
<b>六、发行 45 亿可转债，目标海外投资+产能升级</b> .....	<b>- 24 -</b>
1. 可转债募投项目：包含一带一路海外投资、军工项目等.....	- 24 -
2. 可转债转股价 7.46 元，强制转股价 9.7 元.....	- 25 -
<b>七、对标国际工程机械龙头——美国卡特彼勒</b> .....	<b>- 25 -</b>
1. 卡特彼勒近年保持较快发展，近期市值屡创新高，达 600 亿美元.....	- 26 -
2. 三一 VS. 卡特彼勒：公司规模，从市值到营收，差距均较大.....	- 27 -
3. 三一 VS. 卡特彼勒：经营模式，体制+战略+时代机遇+技术的相似性.....	- 27 -
<b>八、盈利预测与估值</b> .....	<b>- 29 -</b>

1. 盈利预测 .....	- 29 -
2. 估值分析与投资建议 .....	- 29 -
九、风险提示 .....	- 30 -

## 图表目录

图表 1: 三一产品线丰富, 实现全产业链布局.....	- 6 -
图表 2: 公司主要产品的市场地位皆处于前列.....	- 6 -
图表 3: 从营收规模和市值上看, 三一均为龙头.....	- 7 -
图表 4: 三一为国内最大的民营工程机械上市公司.....	- 7 -
图表 5: 股票期权的行权时间、行权比例及行权条件.....	- 7 -
图表 6: 房地产开发投资增速 1-3 月累计达 9.1%.....	- 9 -
图表 7: 基础设施固定资产投资增速 1-3 月累计达 19%.....	- 9 -
图表 8: 小松挖掘机产品国内月平均工作小时数.....	- 9 -
图表 9: 中国工程机械行业规模 (单位: 亿元人民币).....	- 9 -
图表 10: 国内挖掘机销量 2016 年企稳回升.....	- 10 -
图表 11: 国内挖掘机销量 2017Q1 同比增长 98.87%.....	- 10 -
图表 12: 不同吨位挖掘机 2017Q1 销量同比增长高于 100%.....	- 11 -
图表 13: 2017Q1 挖掘机品牌销量, 三一稳居第一.....	- 11 -
图表 14: 2017Q1 挖掘机市场, 中资约占半壁江山.....	- 11 -
图表 15: 汽车起重机经过 5 年的销量下滑, 有望触底反弹.....	- 12 -
图表 16: 2017Q1 国内汽车起重机总销量同比增长 101.7%.....	- 12 -
图表 17: 国内主要厂商 2017Q1 汽车起重机销量.....	- 13 -
图表 18: 汽车起重机 CR3 约 90%.....	- 13 -
图表 19: 2003 年以来国内混凝土泵车销量.....	- 13 -
图表 20: 2003 年以来国内混凝土搅拌车销量.....	- 13 -
图表 21: 公司 2016 年主营收入止跌企稳.....	- 14 -
图表 22: 公司净利润 16 年触底反弹, 增速达 4001%.....	- 14 -
图表 23: 混凝土/挖掘/起重机械为公司前三大主营.....	- 14 -
图表 24: 2016 年挖掘机的毛利占比上升至 39.70%.....	- 14 -
图表 25: 公司 2017Q1 挖掘机销量同比增长 138%.....	- 15 -
图表 26: 公司挖掘机销量 2016H2 迅速增加.....	- 15 -
图表 27: 公司一季度汽车起重机销量同比增长 95%.....	- 15 -
图表 28: 公司汽车起重机销量 16 年下半年复苏.....	- 15 -
图表 29: 公司员工人数仅约为巅峰时期的 1/4.....	- 17 -
图表 30: 经营性现金流净额改善, 一季度达 30 亿.....	- 17 -
图表 31: 公司 2016 年财务费用开始大幅降低.....	- 17 -
图表 32: 公司 2016 年应收账款规模减小.....	- 17 -
图表 33: 2016 年三一重工通过资产处置, 改善财务质量.....	- 17 -

图表 34: 公司海外营收占比逐年提升, 16 年达 40%.....	- 18 -
图表 35: 国际化在国内工程机械行业遥遥领先.....	- 18 -
图表 36: 三一布局全球, 建立多个海外生产研发基地.....	- 19 -
图表 37: 国家积极推进“军民融合”国家战略.....	- 19 -
图表 38: 国内工程机械行业公司近年积极拓展军工业务.....	- 20 -
图表 39: 三一珠海航展展出的轻突车、无人作战平台及车载式系留艇.....	- 21 -
图表 40: 军工“512 项目”2019-2021 年预计累计利润 6.53 亿元.....	- 21 -
图表 41: 国内外住宅工业化发展阶段, 差距较大.....	- 22 -
图表 42: 三一工业化住宅项目发展迅速.....	- 23 -
图表 43: 三一快而居生产车间.....	- 23 -
图表 44: 三一 PC 生产线产出的混凝土预制件.....	- 23 -
图表 45: 公司发行 45 亿可转债投资项目.....	- 24 -
图表 46: 公司主营收入中工程机械、资源、能源交通占比最大.....	- 26 -
图表 47: 卡特彼勒近年来发展可划分为 5 个阶段.....	- 26 -
图表 48: 拉美、亚太区域的营收占比总体上升.....	- 26 -
图表 49: 卡特彼勒对比三一重工: 三一重工成长空间巨大.....	- 27 -
图表 50: 卡特彼勒海外业务发展史.....	- 28 -
图表 51: 工程机械产业链公司估值比较: 三一重工估值相对偏低.....	- 29 -
图表 52: 横向比较, 估值享受龙头溢价; 纵向比较, 处于历史低位.....	- 29 -
图表 53: 三一重工三张表预测.....	- 31 -

## 一、三一重工：工程机械龙头，海外收入占比达 40%

### 1. 工程机械龙头，产品实现全产业链布局

- 三一重工股份有限公司是由其母公司三一集团投资创建于 1994 年，并于 2003 年在 A 股上市，主要从事工程机械的研发、制造、销售和服务。三一重工不仅是全球最大的混凝土机械制造商，也是中国最大、全球领先的工程机械制造商之一。
- 公司产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、筑路机械等，其中泵车、拖泵、挖掘机、履带起重机、旋挖钻机的主导产品已成为中国第一品牌，混凝土输送泵车、混凝土输送泵和全液压压路机市场占有率居国内首位，泵车产量居世界首位。

图表 1：三一产品线丰富，实现全产业链布局



来源：三一官网，中泰证券研究所

图表 2：公司主要产品的市场地位皆处于前列

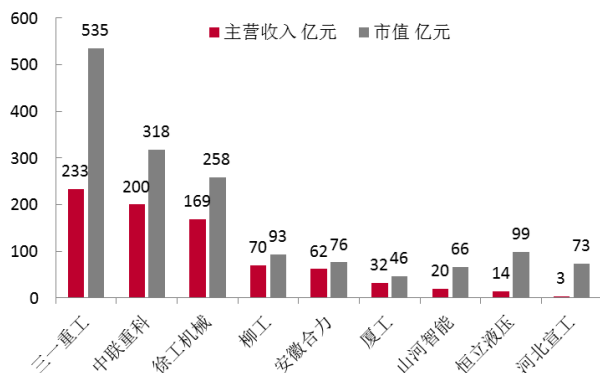
产品	国内市场地位排名
混凝土机械	第一
挖掘机	第一
汽车起重机	第二/第三
履带式起重机	第二
随车起重机	第三
沥青混凝土摊铺机	第三
旋挖钻机	第一

来源：中国工程机械工业年鉴，中泰证券研究所

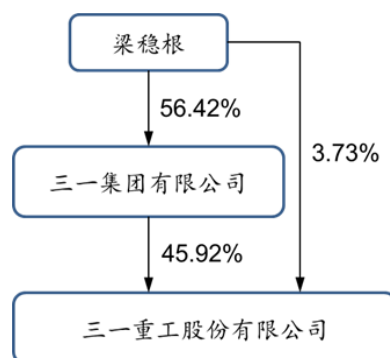
### 2. 国内最大的民营工程机械企业，具备全球竞争力

- **国际工程机械行业第一梯队：**从全球工程机械行业的竞争格局看，传统工程机械强国包括美国、日本和德国、瑞典等欧洲国家。近年来，中国工程机械制造商在技术实力、服务能力、生产规模等方面的不断提升，已进入世界工程机械制造商第一梯队。《International Construction》杂志发布的 2017 Yellow Table 榜单中，三一重工位列第 11 名。根据 2016 年年报数据，三一的营收和市值规模在国内的工程机械行业上市公司中均遥遥领先。
- **民营企业机制，经营灵活：**2005 年 6 月 10 日，三一重工股权分置改革试点成功，打响了“中国股改第一枪”。目前三一重工实际控制人为梁稳根先生，截至 2017 年一季度，梁稳根直接持有公司 3.73% 的股份，通过三一集团间接控制公司 45.92% 的股份。

作为国内最大的民营工程机械行业上市公司，三一与国内主要的国有竞争对手相比，其竞争优势主要体现在灵活的民营企业机制上，它使得公司在吸引人才、成本控制、对市场的反应和市场营销方面体现出较大的优势。

**图表 3：从营收规模和市值上看，三一均为龙头**


来源：wind，公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：三一为国内最大的民营工程机械上市公司**


来源：公司公告，中泰证券研究所

### ■ 超前的国际化布局，海外收入占比已达 40%

2012 年 1 月，三一重工成功收购“世界混凝土第一品牌”德国普茨迈斯特（Putzmeister），一举改变全球行业的竞争格局。借助于老牌机械巨头在国际上的市场地位，三一重工迅速提升了国际市场上的知名度，大大加快了三一的国际化的进程。同年，三一重工与随车起重机巨头奥地利帕尔菲格签约成立合资公司。

2012 年 11 月，三一集团宣布职能总部和各核心事业部将全部迁往北京市昌平区，长沙基地将仅保留泵送事业部。国际化战略布局的需要也是三一北上的重要因素之一。

2014 年，公司通过间接全资子公司 SANY Germany GmbH 持有帕尔菲格 10% 的股份，帕尔菲格通过其全资子公司 Palfinger SLS Holding Pte Ltd 持有三一汽车起重机械有限公司 10% 的股权，实现交叉持股，国际化进程再进一步。

目前，三一在美国、德国、印度和巴西已经建成制造研发基地，并规划在全球 30 多个国家建立服务中心、产品的组装中心等。三一重工的产品销售和服务体系已经扩展到 100 多个国家，基本上已经完成国际化布局。公司的海外营收占比也从 2011 年的 6.75% 迅速增长至 2016 年的 40%。

### 3. 股票激励及员工持股：激励机制良好

- **股票激励计划，股票期权行权价格 5.64 元：**2016 年 10 月，公司公告拟向 1684 名激励对象（公司董事、高级管理人员、中层管理人员与核心技术业务人员）授予 2.67 亿份股票期权，约占当时公司总股本的 3.52%；并预留 0.48 亿份股票期权。其中，首次授予部分股票期权的行权价格为 5.64 元/股。业绩考核指标为 2016 年-2019 年间净利润每年增长 10% 以上。

**图表 5：股票期权的行权时间、行权比例及行权条件**

行权安排	行权时间	行权比例	业绩考核目标
首次授予（预留）的股票期权第一个行权期	自首次授予日起 16 个月后的首个交易日起至首次授予日起 28 个月内的最后一个交易日当日止	50%	2017 年净利润较 2016 年增长 10% 或以上

首次授予（预留）的股票期权第一个行权期	自首次授予日起 28 个月后的首个交易日起至首次授予日起 40 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2017 年净利润较 2016 年增长 10%或以上
首次授予（预留）的股票期权第一个行权期	自首次授予日起 40 个月后的首个交易日起至首次授予日起 52 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2017 年净利润较 2016 年增长 10%或以上

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **员工持股均价 5.34 元：**公司 2016 年 3 月推出两期员工持股计划。其中第一期 2016 年 9 月实施完成，第二期择机实施。两期员工持股计划募集资金上限为 4 亿元，总额上限为 8 亿元。其中第一期员工持股计划认购人中董监高比例为 19%，中层和核心人员比例为 81%。

截至 2016 年 9 月，公司第一期员工持股计划认购的“国信三一众享集合资产管理计划”通过二级市场累计买入公司股票 1.32 亿股，占公司总股本的 1.73%，成交均价 5.34 元/股，总金额为 7.04 亿元，锁定期 12 个月。

## 二、工程机械：经 5 年调整，新增需求、更新需求、集中度提升

### 1. 工程机械行业：2011 年为前期高点，后经历 5 年深度调整

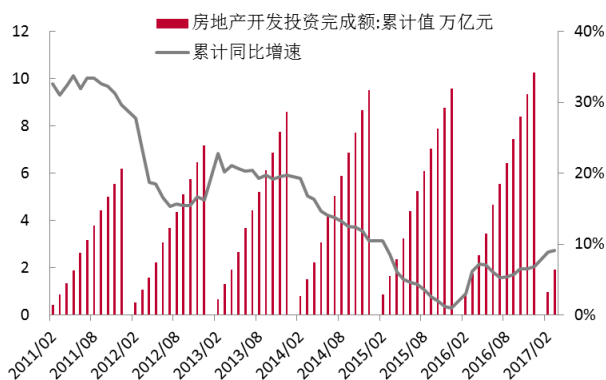
- 工程机械行业是中国机械工业的重要产业之一。其产品市场需求受国家固定资产和基础设施建设投资规模的影响较大，下游客户主要为基础设施、房地产等投资密集型行业，这些行业与宏观经济周期息息相关。
- 2008 年，为了缓解全球金融危机的冲击，我国出台了“四万亿”经济刺激政策，并陆续推出多个区域经济振兴计划，保证社会固定资产投资的持续增长，从而带动了工程机械行业的高速发展。2012 年，随着全球经济复苏乏力，国内经济增速和固定资产投资增速均呈现放缓趋势，行业经历了长时间的深度调整。
- 2016 年下半年以来，国内外经济企稳复苏势头明显，受基建投资增速与 PPP 项目落地执行率提升、设备更新升级的影响，工程机械行业的市场需求回暖，行业整体盈利水平逐步上升。

### 2. 工程机械行业：基建拉动需求、更新需求增加、行业集中度提升

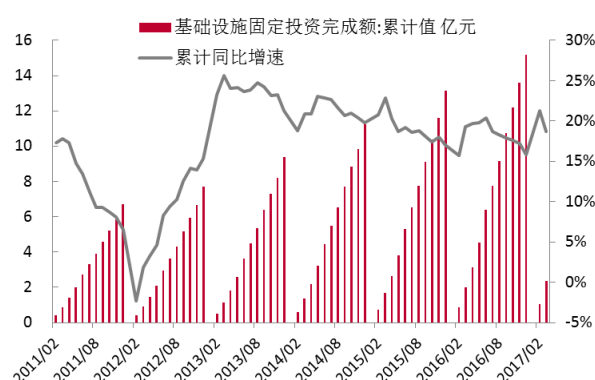
#### (1) 国内市场：基础设施建设拉动有效新增需求+存量更新需求

- 国内工程机械行业依然具有长远广阔的市场前景。实施京津冀协同战略、长江经济带战略、泛珠江三角洲经济区战略，设立雄安新区；推进以城市群为主体形态的新型城镇化建设；打造美丽乡村、建设新农村。
- 我国在铁路、公路、机场、港口航道、水利、地下管廊、环保等基础设施投资的巨大需求，将为工程机械产业带来发展机遇。2017 年，国家实施积极财政政策，基础设施建设保持较高增速、PPP 项目加速落地；我国基础设施和民生领域有许多短板，产业亟需改造升级，有效投资仍有很大空间。



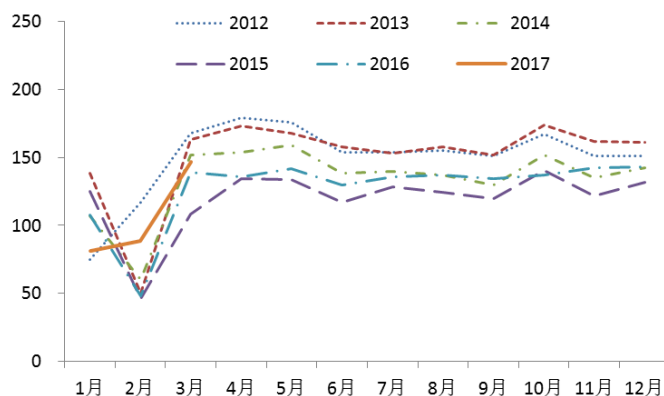
**图表 6：房地产开发投资增速 1-3 月累计达 9.1%**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 7：基础设施固定投资增速 1-3 月累计达 19%**


来源：wind，中泰证券研究所

- 根据《中国工程机械工业年鉴》，我国工程机械同类产品的使用寿命和平均无故障间隔时间均约为国外产品的 1/2。譬如挖掘机的使用寿命：国外产品平均使用寿命 12000~20000h（液压挖掘机）；中国产品 6000~8000h（液压挖掘机）。

**图表 8：小松挖掘机产品国内月平均工作小时数**


来源：小松官网，中泰证券研究所

- 以挖掘机为例，测算更新换算的市场空间：国外产品平均使用寿命约 16000h，根据挖掘机设备月工作小时约 140h 来计算，更新周期约为 8-9 年；国内产品的平均使用寿命约 7000 小时，根据 100h 的月均工作小时数来测算，更新周期约为 6 年。考虑到国内工程机械行业规模从 2007-2011 年开始迅速发展，那时销售的工程机械设备将开始逐步退出市场，今后 5 年时间的更新替代需求将逐步扩大。

**图表 9：中国工程机械行业规模（单位：亿元人民币）**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中国工程机械行业规模	2224	2773	3157	4367	5465	5626	5663	5157	4570
同比增速	—	24.7%	13.8%	38.3%	25.1%	2.9%	0.7%	-8.9%	-11.4%

来源：中国工程机械行业协会，中泰证券研究所

## (2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设

- 从全球看，“一带一路”推动基础设施互联互通，推动基建工程建设与中

国对外工程承包加快增长，且需求量巨大。特朗普政府推行积极财政与加大基础设施建设的经济政策，并已于 2017 年 3 月向美国国会提交了超万亿美元的基础设施建设计划，超竞选承诺的 5500 亿美元，带来海外市场重大的战略发展机遇。

**(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显，竞争格局改善**

- 自 2012 年以来，工程机械行业经过 5 年的持续深度调整，部分缺乏核心技术与竞争力的中小品牌企业退出市场，工程机械行业总体呈现市场份额集中度不断提高的趋势。
- 从产品来看，混凝土机械市场以三一重工为代表的国产品牌占主导地位，市场份额稳固且继续提升。例如挖掘机械市场呈现市场份额不断向大企业集中的趋势，具有品牌、规模、技术、服务优势的龙头企业将获得更大的竞争优势。

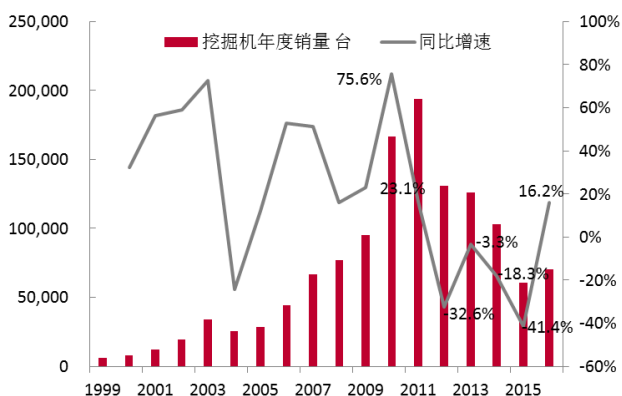
**3. 工程机械细分产品竞争格局：三一挖掘机、混凝土机械均为国内第一**

- 根据基建、房地产的建设流程可以容易理解工程机械产品的复苏周期。首先是挖掘机、推土机销量引领，其次是起重机为代表的地面运输设备，最后传导到混凝土设备进行标的物建设。

**(1) 挖掘机市场：三一重工位居国内第一，外资品牌约占 50%**

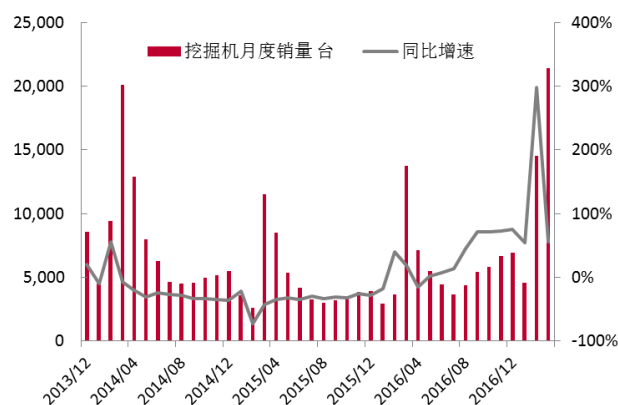
- 挖掘机械用途广泛，其主要作修建地基及挖渠等泥土移除用途。挖掘机下游需求来自房地产、水利、铁路公路、建筑和采矿等行业的固定资产投资。挖掘机按吨位不同可分为大型挖掘机（≥30t）、中型挖掘机（13~30t）和小型挖掘机（≤13t）。大挖主要应用于大规模露天矿山的开采、大型基础建设等大型施工。中型挖掘机多用于房地产开发、道路基建中。小型挖掘机主要应用于道路、市政、园林、水利等小工程。
- **挖掘机引领工程机械行业增长**：据工程机械协会统计数据，2016 年全年国内挖机销量达 70320 台，实现了近 5 年来首次正增长。2017 年 3 月挖掘机销量 21389 台，同比增长 56.2%；一季度累计销量 40467 台，同比增长 98.87%。

**图表 10：国内挖掘机销量 2016 年企稳回升**



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

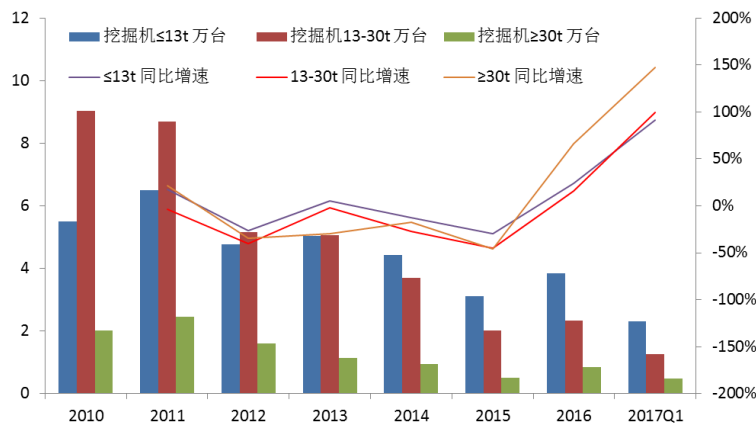
**图表 11：国内挖掘机销量 2017Q1 同比增长 98.87%**



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

- 从大挖、中挖和小挖历史销量数据可以看出，2012年~2013年之前中挖的销量占比最大，其主要原因是房地产领域的投资旺盛。2012年~2013年以后，房地产投资增速减缓，基建投资代替房地产投资成为国家稳定经济的重要手段，此时小挖的销量占比迅速提升。

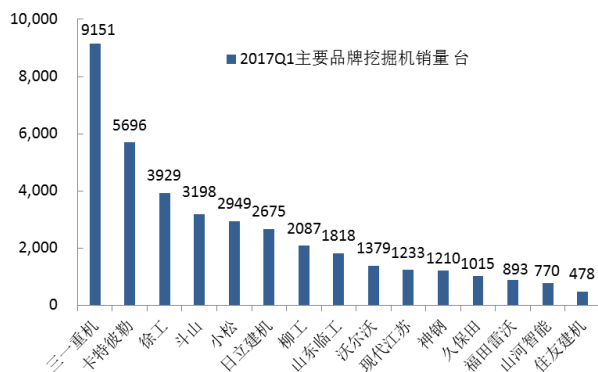
**图表 12：不同吨位挖掘机 2017Q1 销量同比增长高于 100%**



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

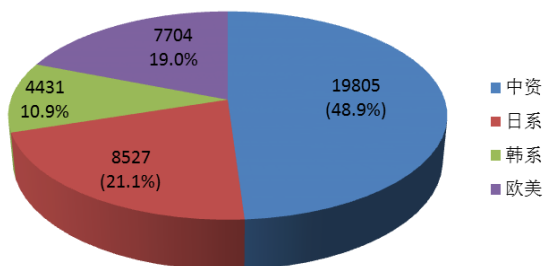
- **国内市场竞争格局：**自上世纪九十年代以来，中国的挖掘机械行业一直由外国公司，特别是韩国公司（斗山重工、现代重工等）、日本公司（如小松、日立建机等）及欧美公司（卡特彼勒、沃尔沃等）所主导。近年来，随着以本公司为代表的国内企业发展，中国挖掘机技术不断改进、生产能力的提升，外资品牌市场占有率呈下降趋势。根据 2017Q1 销量粗略统计，目前国内挖掘机市场中资品牌市场占有率为 48.9%。三一重工在国内市场的总销量居行业第一。

**图表 13：2017Q1 挖掘机品牌销量，三一稳居第一**



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

**图表 14：2017Q1 挖掘机市场，中资约占半壁江山**



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

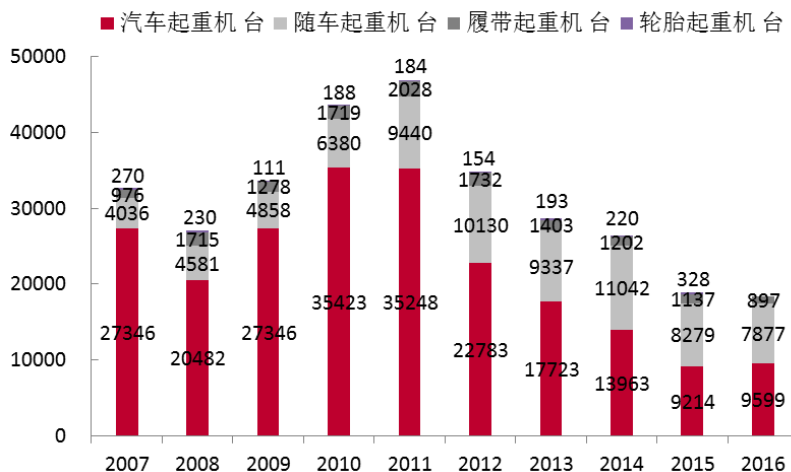
**(2) 起重机市场：三一重工占据第二或第三地位**

- 工程起重机主要包括汽车起重机、轮胎起重机、随车起重机、履带式起重机等。它广泛应用于交通、油田、矿山、港口、水电、军工以及各种工程建设行业，是目前应用非常广泛的起重运输设备。
- 不同的工程起重机由于自身设计限制、价格等因素被应用于不同的场合。

2015 年，国内汽车起重机与随车起重机合计占超 90%。履带起重机和轮胎起重机销量占比不足 10%。

- 汽车起重机作为弹性最大的品种，经过 5 年的缩量调整，2016 年年中开始触底反弹。

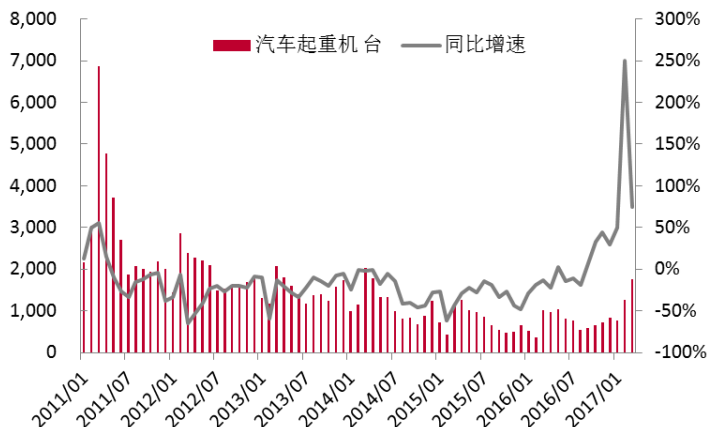
**图表 15：汽车起重机经过 5 年的销量下滑，有望触底反弹**



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

- **2017 年汽车起重机销量继续同比高速增长**：根据工程机械行业协会最新数据，2017 年 3 月，国内汽车起重机销量达 1767 台，同比增长 75.1%。整个一季度，汽车起重机总销量 3814 台，同比增长 101.7%。

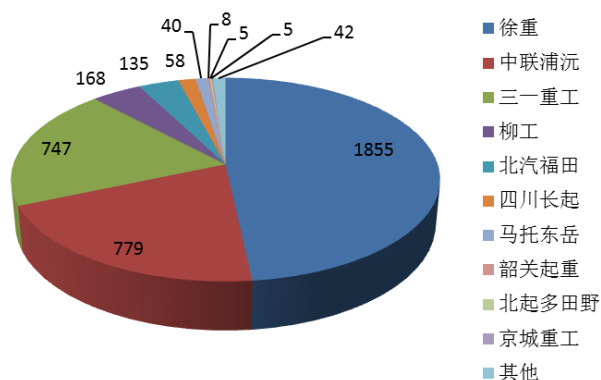
**图表 16：2017Q1 国内汽车起重机总销量同比增长 101.7%**



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

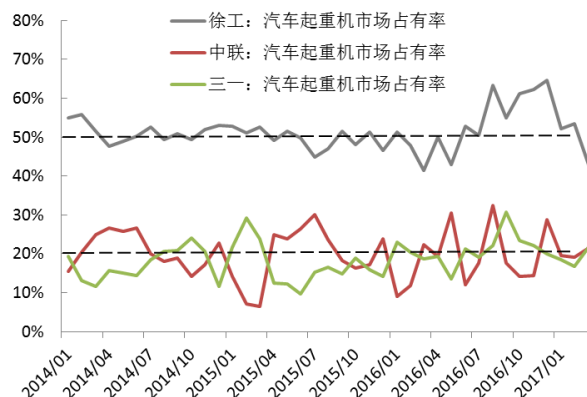
- **汽车起重机徐工市占率约 50%，三一、中联各 20%左右**：国产品牌中，汽车起重机 3 月份徐工销量 770 台，同比增长 84.2%。2017 年一季度徐工销量 1855 台，占市场份额的 48.3%，居行业第一位。中联重科销量 779 台，三一重工占销量 747 台。徐工、中联和三一的汽车起重机市占率总和近 90%。

图表 17: 国内主要厂商 2017Q1 汽车起重机销量



来源: wind, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 18: 汽车起重机 CR3 约 90%

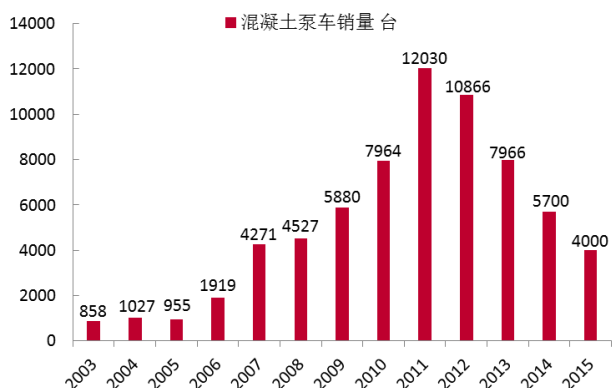


来源: wind, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

### (3) 混凝土机械市场: 三一重工混凝土机械全球第一

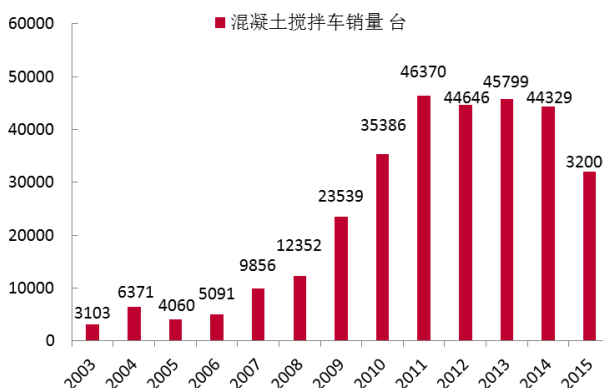
- 混凝土机械主要包括: 混凝土泵车、混凝土拖泵、混凝土搅拌运输车和混凝土搅拌站等。混凝土机械主要用于房地产和大型建筑项目铁路、公路、地铁、水电站、冶金建筑工程等。
- 国家政策性支持混凝土机械发展: 近年来, 受我国关于混凝土相关政策的支持、房地产和基础建设的拉动, 需求量总体保持增长态势。2003 年, 商务部等部委发布了《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》, 确定了 124 个禁止现场搅拌的城市, 并且明确规定了城区禁止现场搅拌的时间表。2004 年国家七部局又统一出台了《散装水泥管理办法》, 鼓励发展预拌混凝土和预拌砂浆。

图表 19: 2003 年以来国内混凝土泵车销量



来源: 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 20: 2003 年以来国内混凝土搅拌车销量



来源: 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

- 国内市场竞争格局: 国内混凝土机械市场相对稳定, 三一重工和中联重科是混凝土机械行业的两大巨头, 三一重工和中联重科占据了国内混凝土泵车市场的主要份额, 而搅拌车、搅拌站、拖泵等其他混凝土机械市场则相对分散。

近年来国外知名的三大混凝土机械制造企业德国普茨迈斯特、德国

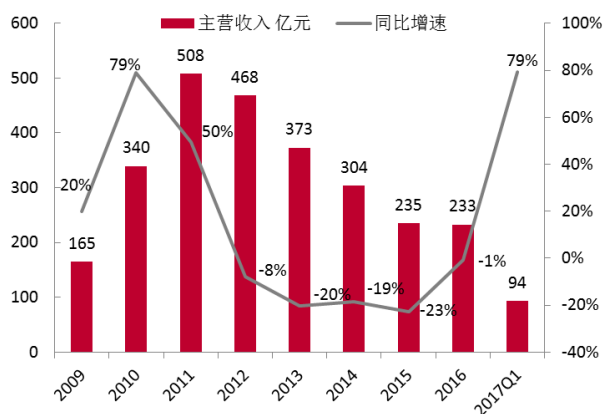
施维英和意大利 CIFA 分别被三一重工、徐工集团和中联重科收购。三一成功收购普茨迈斯特后，市场占有率稳居全球第一。

### 三、三一重工：销售回暖、经营质量回升、业绩复苏

#### 1. 挖掘机等主要产品销量回暖，带动公司 2016 年度业绩企稳

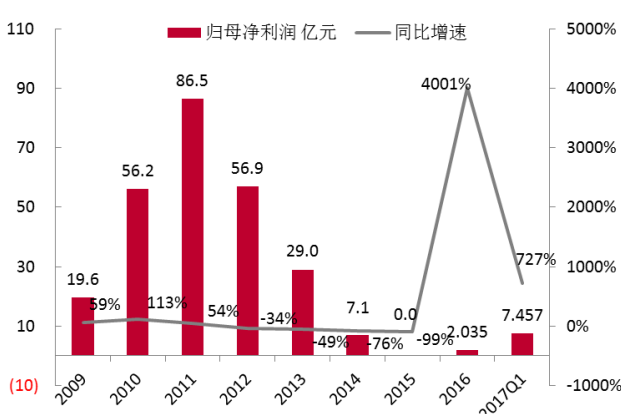
- 公司 2011 年业绩达到高点，主营业务收入和归母净利润分别达 508 亿元、86.5 亿元。之后在受宏观经济不振的影响，工程机械行业迎来了 5 年的下滑和调整。2016 年公司营收 233 亿元，同比微跌 0.81%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比增长约 40 倍，企稳迹象明显。公司业绩大幅反弹的原因主要为 2015 年的低基数，以及以挖掘机为代表的主要产品销售回暖。

图表 21：公司 2016 年主营收入止跌企稳



来源：公司公告，中泰证券研究所

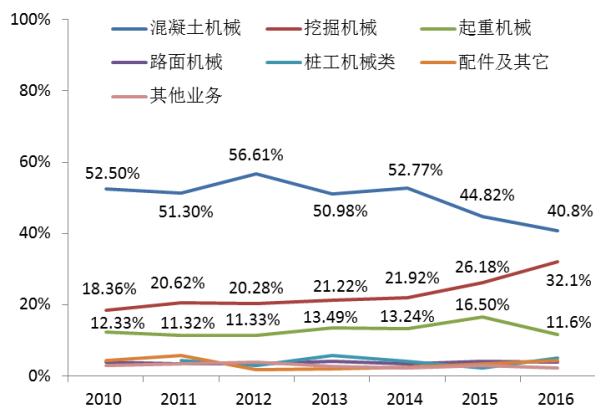
图表 22：公司净利润 16 年触底反弹，增速达 4001%



来源：公司公告，中泰证券研究所

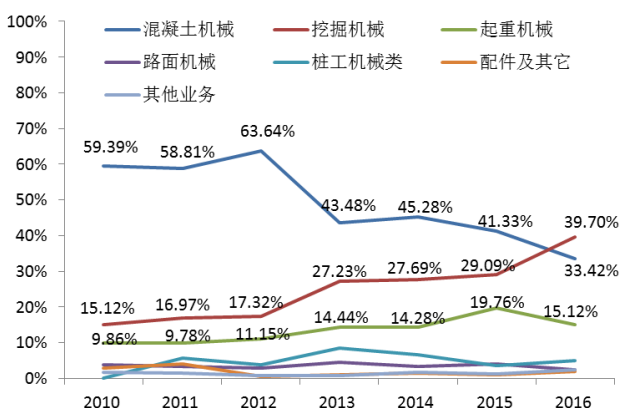
- 挖掘机为工程机械回暖的先行指标，销量率先提升：公司主营收入中，2016 年全年混凝土机械、挖掘机械、起重机械占据前三大业务占比分别为 40.8%、32.1%和 11.6%。其中挖掘机的营收占比继续稳步增长。混凝土机械和起重机械略有下滑，这也符合工程机械回暖，率先反映在挖掘机上，随后再传导至起重机、混凝土机械。

图表 23：混凝土/挖掘/起重机械为公司前三大主营



来源：公司公告，中泰证券研究所

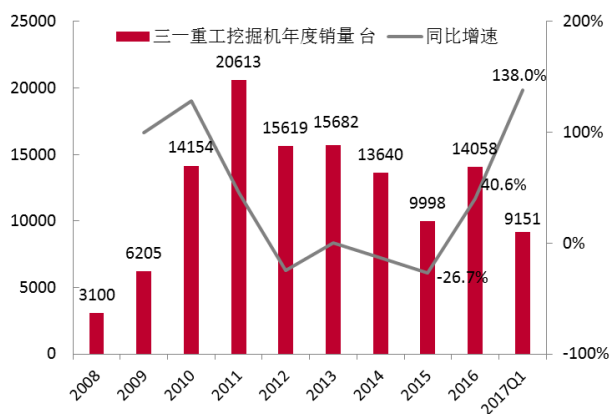
图表 24：2016 年挖掘机的毛利占比上升至 39.70%



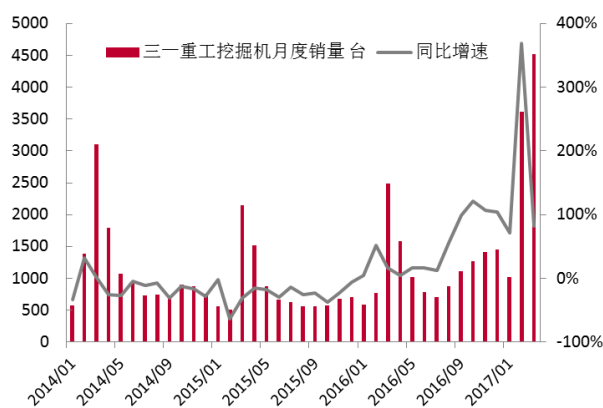
来源：公司公告，中泰证券研究所

**(1) 公司挖掘机国内连续 6 年第一，已成 2016 年利润最大贡献板块**

- 2016 年，公司销售挖掘机 14058 台，同比增长 40.6%，实现销售收入 74.7 亿元，国内市场上已连续六年蝉联销量冠军，市场占有率超过 20%。
- 2016 年，公司挖掘机械毛利率达到 32.42%，同比增加 4.89 个百分点。挖掘机已经成为公司 2016 年业绩最大贡献板块，净利润达到 8.52 亿元，毛利占比上升至 39.7%。
- 2017 年一季度，公司挖掘机销量 9151 台，同比增长 138%，增速比行业平均增速高 39 个百分点。

**图表 25：公司 2017Q1 挖掘机销量同比增长 138%**


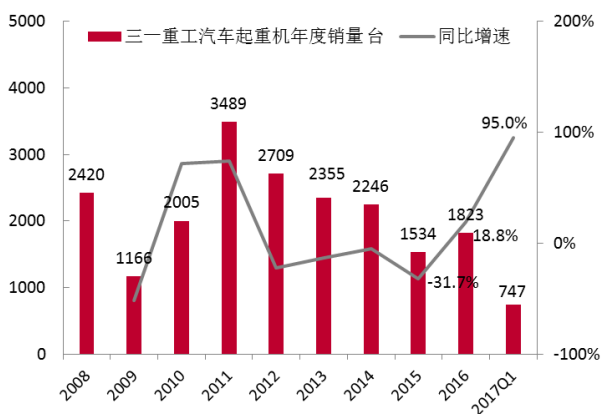
来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

**图表 26：公司挖掘机销量 2016H2 迅速增加**


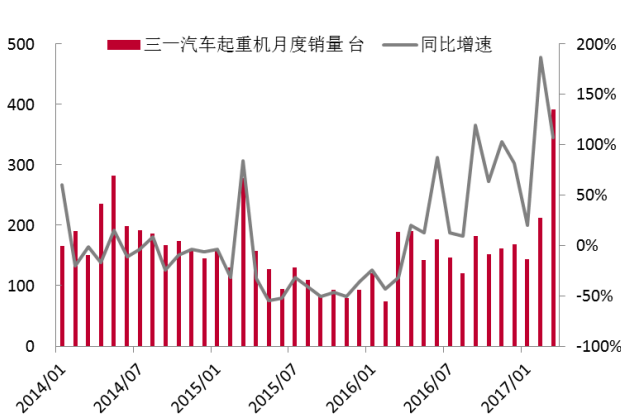
来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

**(2) 混凝土机械全球第一，汽车起重机行业前三**

- 起重机械、桩工机械等产品继续稳固市场地位，市场占有率稳步提升；其中，履带起重机 250 吨级以上产品市场占有率仍保持行业龙头地位；汽车起重机 50 吨及以上产品市场份额居于行业前三位。
- 2016 年全年，汽车起重机销量达 1823 台，同比增长 18.8%。2017 年一季度销量 747 台，同比增长 95.0%，销量增速继续提高。

**图表 27：公司一季度汽车起重机销量同比增长 95%**


来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

**图表 28：公司汽车起重机销量 16 年下半年复苏**


来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

- 2016年，公司混凝土机械实现销售收入95.03亿元，同比下降9.27%；毛利率为21.46%，同比下降1.39个百分点。在工程机械复苏的周期中，混凝土机械相对较为滞后。我们判断2017年公司混凝土机械板块将止跌回升，保持20%左右的速度增长。

### (3) 主导产品销售回暖，业绩逐季向上

- 2016年下半年，公司销售收入120.60亿元，同比增长24.72%，其中第三季度同比增长10.02%，第四季度同比增长39.14%，增速环比加快29.12个百分点。
- 受销售增长及成本控制影响，主要产品盈利水平提升，2016年公司总体毛利率同比增加1.12个百分点。
- 2016年公司经营活动净现金流32.49亿元，同比（追溯调整前）大幅增长52.13%。

### (4) 一季度业绩同比增长7倍；经营性现金流量净额达30亿元

- 公司发布2017年一季报。一季度收入93.77亿元，同比增长79%；实现净利润7.46亿元，同比增长727%。销售毛利率达到32.55%，同比、环比均提高近7个百分点。
- 公司2017年一季度经营性现金流量净额达30亿元；主要系公司一季度销售大幅增长，销售回款增加。

### (5) 2017年公司收入目标278亿元；业绩有望持续超预期

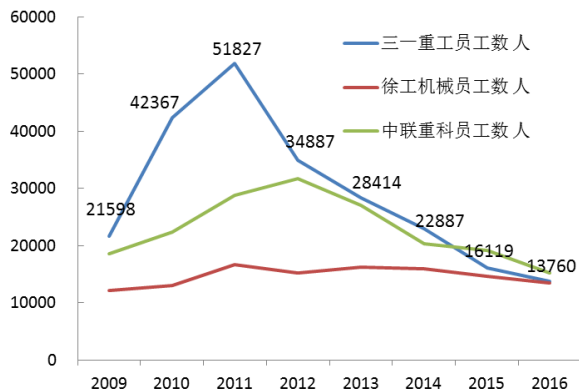
- 公司年报披露：2017年公司力争实现营业收入278亿元。
- 公司以追求经营质量为第一，现金流为王，而不是追求没有现金流质量的利润，力争2017年现金流状况比2016年更为优异；严格控制逾期、存货、成本费用等，培育新的利润增长点，提升公司盈利能力，努力降低盈亏平衡点。

## 2. 公司稳健经营，财务、管理情况稳步提升

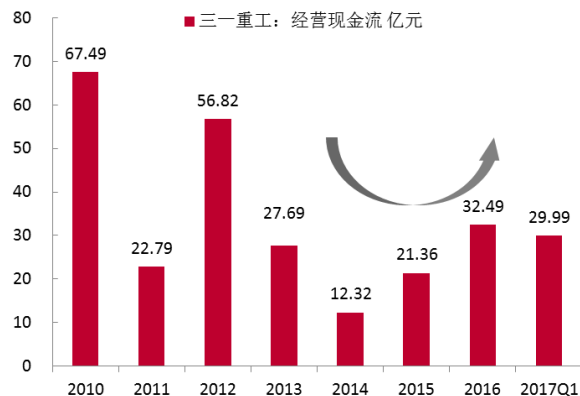
- **民营体制具有高弹性：**公司在2011年行业巅峰时期有员工51827人，目前员工数仅约为2011年的1/4。民营的体制使得公司相对于国有企业在经营层面具有高弹性。当行业处于上升期时，增加员工数量，释放产能，抢占市场；当行业处于调整期时，减少员工数量，降低经营成本。
- **经营性现金流：**公司从2013年开始已紧缩销售政策，清理应收账款，控制逾期，今年将进一步强化风险控制，逐步提升信用销售首付比例，杜绝零首付甚至低首付现象，鼓励银行按揭。目前公司经营性现金流已经有明显好转。
- **销售费用增长明显，财务费用大幅下降：**公司2016Q4财务费用开始大幅下降，销售费用的上升也印证了产品销量的提升。2017Q1财务费用3.35亿，同比减少2.63亿，销售费用10.21亿，同比增加5.87亿元。
- **充分计提应收账款：**公司应收账款按照账龄分类计提，计提比例1年以内（含1年）为1%，1-2年为6%，2-3年为15%，3-4年为40%，3-4年为70%，5年以上100%。2016年末公司应收账款180.8亿，同比降



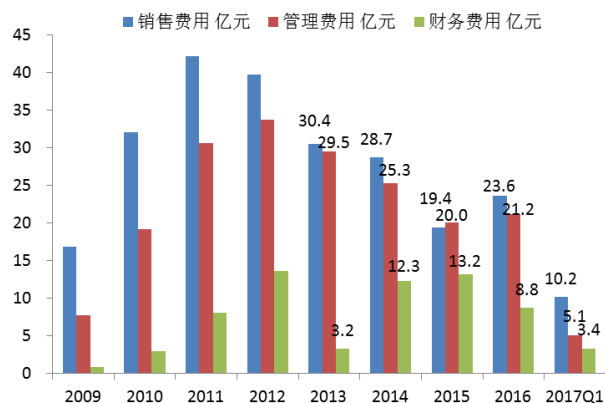
低 13.7%，主要系坏账准备计提增加。公司确认资产减值损失 9.48 亿，同比增长 93%。

**图表 29：公司员工人数仅为约为巅峰时期的 1/4**


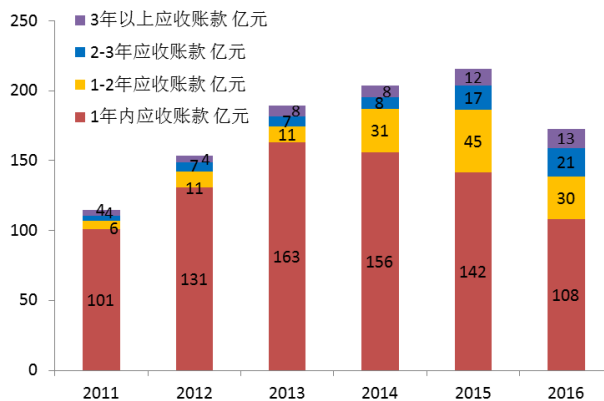
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 30：经营性现金流净额改善，一季度达 30 亿**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 31：公司 2016 年财务费用开始大幅降低**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 32：公司 2016 年应收账款规模减小**


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 3. 主动处置应收账款与固定资产，修复资产负债表

- 2016 年，三一重工进行了较大规模的资产处置提高资产质量。
- 处置应收账款，优化资产结构：三一重工对应收账款的处置主要集中在 2016 年下半年，公司 6 月 30 日应收账款总规模约为 218.4 亿，处理应收账款（74.7 亿）占比达到了 2016 年年中公司总应收规模的 34.2%。

**图表 33：2016 年三一重工通过资产处置，改善财务质量**

项目	时间	方式	资产	规模	备注
应收账款处置	2016.7.23	第一期资产证券化	上海三一重机股份有限公司、三一重机有限公司应收账款及附属权益。	13.2 亿	
	2016.9.14(拟)	第二期资产证券化	三一汽车起重机械有限公司、三一汽车制造有限公司应收账款	≤14.7 亿	
	2016.12.31	向三一集团出售	三一汽车制造公司和三一汽车起重机械	46.8 亿	亏 13.7 亿

公司的部分应收账款						
<b>应收账款小计</b>				<b>74.7 亿</b>		
固定资产处置	2016.3.19	向三一集团出售	深圳市三一科技有限公司 81% 股权	4.5 亿	按净资产转让	
	2016.12.31	向兄弟公司出售	北京三一重机（拥有北京上海两块土地共 500 亩）100% 股权	40.8 亿	盈利 14 亿	
	<b>固定资产处置小计</b>				<b>45.3 亿</b>	
	<b>上述合计</b>				<b>120.0 亿</b>	

来源：公司公告，中泰证券研究所

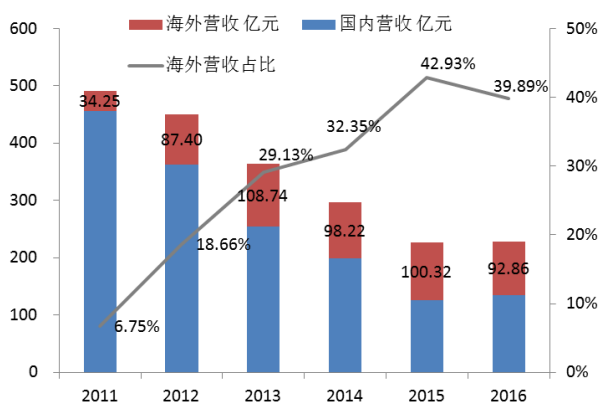
- 1) 设立应收账款资产支持专项计划：**专项计划基础资产为上海三一重机股份有限公司、三一重机有限公司的应收账款及附属权益。两期专项计划的资产支持证券规模合计不超过 27.9 亿元，有利于盘活公司存量资产、提高资金使用效率、降低融资成本。
- 2) 出售应收账款：**三一汽车制造公司转让 41.6 亿应收（净值 35.9 亿）给三一集团，转让价格 25.3 亿元，减值损失约 10.6 亿。起重机械公司转让 12.9 亿应收（净值 10.9 亿）给三一集团，转让价格 7.7 亿元，减值损失约 3.1 亿。
- 3) 固定资产处置：**转让深圳三一科技 80% 股权给三一集团，获得投资收益 4.5 亿。以 40.8 亿出售北京、上海两块共计 500 亩工业用地。公司通过处置固定资产获得 45.3 亿现金。
- 4) 公司处置应收账款与固定资产后，**有望获得约 100 亿现金（13.2+14.7+33.1+4.5+40.8）。若以 4% 的利率测算公司的融资成本，则 2017 年将减少 4 亿左右的财务费用。

## 四、海外业务占比达 40%，产业布局与“一带一路”高度吻合

### 1. 公司 2016 年海外业务收入占比达 40%

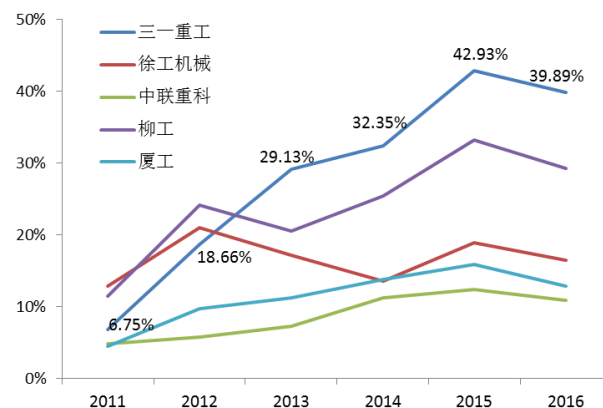
- 2016 年，公司国际业务稳步推进，实现国际销售收入 92.86 亿元，领跑行业。公司海外收入占比达到 40%。公司海外各大区域经营质量持续提升，印度、欧洲、南非、中东等区域均实现了快速增长。

图表 34：公司海外营收占比逐年提升，16 年达 40%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35：国际化在国内工程机械行业遥遥领先



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 与国内工程机械同行相比，三一的国际化最为成功，海外营收占比遥遥

领先于徐工机械与中联重科。

## 2. 公司海外产业布局与“一带一路”高度吻合

- 公司坚决推进国际化、深耕“一带一路”，总体产业布局分布和“一带一路”区域吻合度高。
- 2016年，三一聘用突尼斯前政要 Tarek amri 为公司副总裁；南非总统祖玛会见三一重工董事长梁稳根先生；埃塞俄比亚总理会见三一重工总裁向文波先生，双方共商国际产能合作，为三一国际化发展打下坚实基础。
- 公司在“一带一路”沿线及重点发达国家建立了海外生产研发基地，其中印度作为一带一路沿线的重点国家，基础设施建设落后，市场空间广阔，公司目标在印度市场“再造一个三一”。

**图表 36：三一布局全球，建立多个海外生产研发基地**

海外基地	基地详情	主营业务
三一巴西	2010年投资建立，投资总额2亿美元，位于巴西圣保罗州，总面积55.8万平方米。	主要经营挖掘机械、起重机械等产品。
三一欧洲	2009年投资建立，投资额1亿欧元，位于德国北威州贝德堡市，总面积25万平方米。	包括研发中心、产业基地等一套完整的产业链。
三一美国	2007年投资建立，投资额6000万美元，位于美国佐治亚州，总面积3.7万平方米。	主要经营混凝土泵车、液压挖掘机、履带起重机、越野起重机。
三一印度	2006年投资建立，投资额6000万美元，位于印度普纳市，总面积34万平方米。	主要经营混凝土机械、挖掘机械、起重机械、路面机械等。

来源：公司官网，中泰证券研究所

## 四、大力转型军工装备，受益军民融合，未来有望获突破

### 1. 公司抓住“军民融合”趋势，强力切入军工领域

- “军民融合”上升为国家战略：从2014年起，国家扶持军民融合的政策密集出台，引导优势国营、民营企业进入装备科研生产建设领域。工程机械行业作为传统装备制造业，具有资金密集度高、技术密集度高等特点，参与军工装备建设具有很大的优势。

**图表 37：国家积极推进“军民融合”国家战略**

时间	部门	政策	主要内容
2010.10	国务院、中央军委	《关于建立和完善军民结合寓军于民武器装备科研生产体系的若干意见》	加快推动军民融合，引导社会资源进入武器装备科研生产领域。
2011.11	国家国防科技工业局、总装备部	《关于鼓励和引导民间资本进入国防科技工业领域的实施意见》	进一步扩大民间资本进入国防科技工业的领域和范围，完善鼓励和引导的政策措施，促进武器装备和国防科技工业发展。坚持积极鼓励、正确引导、同等对待、确保安全的原则，吸引和鼓励民间资本进入国防科技工业领域。
2014.6	国家总装备部	《鼓励和引导优势民营企业进入装备科研生产和维修领域的具体措施》	建立健全军品竞争采购管理机制、完善军品市场定价机制、建立竞争采购保护制度、完善税收和投资政策，鼓励民企参与装备预研，推

			进军民标准深度融合、完善国防知识产权制度、探索装备采购仲裁制度等，以更好统筹军队装备建设和民用建设相融合。
2015.4	工信部	《军民融合深度发展 2015 专项行动实施方案》	启动军民融合深度发展 2015 专项行动，加大对民参军项目、军民结合产业发展等的资金支持力度，引导更多社会资金进入军民融合发展领域。
2016.3		国家成立军民融合工作领导小组	将军民融合工作提升至国家战略高度

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 受国内宏观经济形势的影响，工程机械行业近年来景气程度不佳，面临行业发展的瓶颈。从 2015 年起，国内工程机械公司均开始着手向军工装备建设进行战略转型。

**图表 38：国内工程机械行业公司近年积极拓展军工业务**

公司	时间	事件	措施
三一重工	2015.9	与国防科技大学签订《联合研制“无人装备”战略合作协议》，共同组建成立了“无人装备工程中心”，面向军方共同开发高智能装备技术产品。	1) 国防科技大学将利用自身在人才、技术及科研与检测条件等方面的优势，对该合作提供支撑。 2) 三一重工将利用自身在研发、制造、工艺等方面的优势，具体承担工程机研制和转化工作，并负责实施中国相关尖端装备产品产业化。
	2016.2	全资子公司三一汽车收到国防科技工业局颁发的《武器装备科研生产许可证》，	具备了从事许可范围内武器装备科研生产活动的资格。
	2016.9	三一重工与保利科技、中天引控签订《投资合作协议》，三方拟共同出资组建合资公司。	合资公司拟开展相关新型装备的设计、研发、制造、销售、服务等业务。
	2016.11	三一重工亮相第 11 届中国国际航空航天博览会	展示轻突车、车载式系留艇、轻型无人作战平台“沙漠苍狼”和“战狼”装备。
	2017.1	武警交通指挥部与三一重工等首批 14 家军民融合重点项目单位在北京举行签约仪式。	双方将就军民两用技术双向转化应用、救援合作、士兵技能培训等多个领域展开合作，共同推动军民融合深度发展。
	2017.3	可转债募集资金拟投资项目变更军工“512 项目”	主要包括：轻型高机动防地雷装甲车项目，智能化特种保障平台项目，军民两用系留装备项目，满足国家防务及军民两用需要。
徐工机械	2015.8	设立军工部	加快推进军民融合步伐，2015 全年集团军工收入超过 10 亿，同比增长 2.1 倍。
	2016.5	与解放军理工大学野战工程学院签订战略合作协议	进一步深化军民融合，双方将在无人化装备、抢险抢建装备、高速机动装备等方面开展全面合作。
山河智能	2016.5	拟与秋石资产共同发起设立山河秋石产业投资基金	主要用于投资航空、军工等产业领域内的优质企业及资产。
	2017.4	与中国兵器科学研究院签署《战略合作框架协议》	开展长航时、大载荷察打一体固定翼无人机的研制开发，适时完成无人机武器系统的定型和外贸生产；

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 39：三一珠海航展展出的轻突车、无人作战平台及车载式系留艇**


来源：公司官网，中泰证券研究所

## 2. 牵手保利，开拓“一带一路”国际市场

■ **公司 2015 年正式进入军工领域：**三一重工从 2015 年与国防科技大学签订《联合研制“无人装备”战略合作协议》开始，正式进入军工装备建设领域。

■ **牵手保利+中天引控，成立合资子公司：**2016 年 7 月 29 日，三一重工与保利科技防务投资有限公司、中天引控科技股份有限公司签订了《投资合作协议》。三方拟共同出资组建合资公司，公司第一期注册资本拟为 1 亿元，其中三一重工占 50%、保利科技占 30%、中天引控占 20%。

合资公司拟开展相关新型装备的设计、研发、制造、销售、服务等业务。合资公司拟通过加强三方股东相互之间的商务和技术合作，发挥各自在技术、管理、运营、营销等方面的优势，采取先进而适用的技术，对资本、技术、管理、营销资源优化组合，提高合资公司的市场竞争力。

三一拟定于合资公司成立 3 年内完成第二期增资，增资额暂定为 1 亿元，增资方式及比例在第二期增资时由三方另行确定。

■ **可转债募集资金拟投资项目变更军工“512 项目”：**公司 2015 年发行 45 亿元可转债，其中原定 10.18 亿元投资额的“巴西产业园建设项目（一期）”已变更成“一带一路沿线国家及海外市场挖掘机研发与服务项目”与“军工 512 项目”，其中军工“512 项目”总投资 6.5 亿元。

军工“512 项目”主要包括：轻型高机动防雷装甲车项目，智能化特种保障平台项目，军民两用系留装备项目，满足国家防务及军民两用需要。其中轻型高机动防雷装甲车项目一期总投资 2 亿元；智能化特种保障平台项目投资 3.5 亿元；军民两用系留装备项目投资 1 亿元。2019-2021 年预计销售收入为 32.69 亿元，预计实现税后利润 6.53 亿元。

**图表 40：军工“512 项目”2019-2021 年预计累计利润 6.53 亿元**

序号	项目	数额(万元)
1	项目总投资	65,000
2	销售收入	326,900
3	毛利	125,856

4	费用总额	49,035
5	利润总额	76,821
6	所得税	11,523
7	税后利润	65,298

来源：公司公告，中泰证券研究所

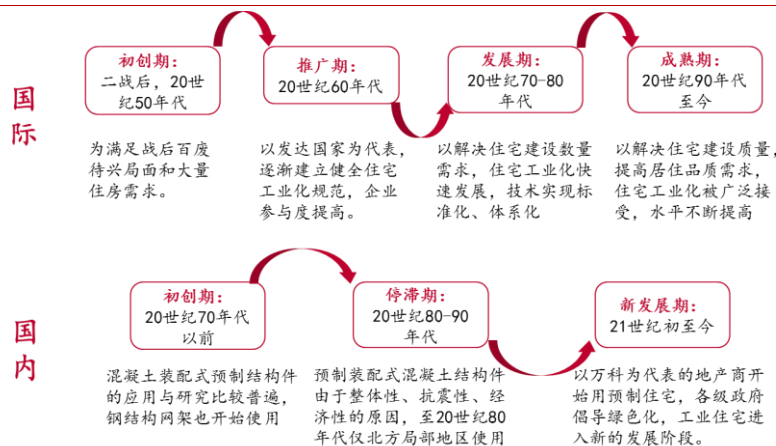
- **借助“一带一路”，目标国际市场：**公司 2015 年才正式进入军工装备制造领域，短时间内即取得多项突破性进展，足见公司的行业地位与市场开拓能力。在国家“一带一路”战略大背景下，公司牵手保利与中天引控，凭借保利的军品国际贸易经验和中天引控的军品开发能力，有望率先在“一带一路”沿线国家打开军品市场。

## 五、工业化住宅项目进入快速发展阶段，有望获突破

### 1. 住宅工业化：国内外发展阶段差距较大

- 以美国、日本、法国为代表的发达国家在上世纪 70-80 年代，工业化住宅均已取得快速发展。国内由于特殊的历史以及房地产政策的原因，真正实现住宅工业化的快速发展是在 21 世纪初。近年来，随着各地政府倡导绿色化住宅，技术逐渐成熟，各地房地产开发商也推出工业化住宅项目。

**图表 41：国内外住宅工业化发展阶段，差距较大**



来源：中泰证券研究所

### 2. 三一为国内工业化住宅龙头，进入快速发展阶段

- **公司 2012 年开始布局，2014 年正式进军住宅工业化：**2012 年，三一集团组建 200 多人的研发团队，进军建筑产业现代化领域。2014 年，三一集团收购了国内最早进入建筑产业现代化领域企业——中山市快而居住宅工业有限公司，组建了湖南三一快而居住宅工业有限公司。2015 年，公司利用可转债募集资金 3.3 亿元收购湖南三一快而居 100% 股权，6.5 亿元用于建筑工业化研发项目（一期）。

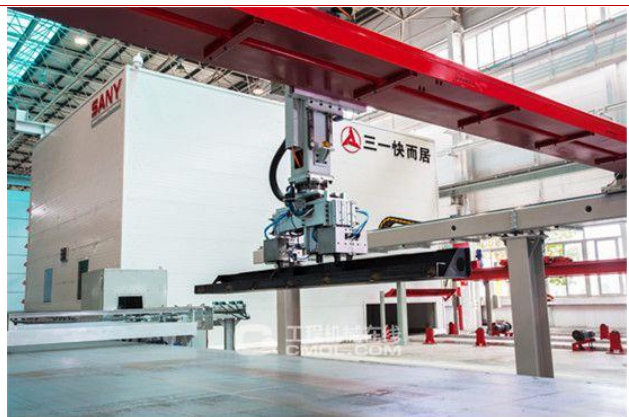
**图表 42：三一工业化住宅项目发展迅速**

时间	事件
2012	三一集团决定进军建筑产业现代化领域，组建 200 多人的研发团队。
2014	三一重工以 8 亿元收购中山快而居，组建湖南三一快而居住宅工业有限公司，正式挺进住宅工业化领域。
2015	三一重工利用可转债募集资金 3.3 亿元收购湖南三一快而居 100% 股权，6.5 亿元用于建筑工业化研发项目（一期）。
2016	公司与昆山区管委会签署投资合作协议，计划投资成立“昆山三一住工”，从事建筑工业化的研发、预制构件的生产及销售、用建筑工业化方式总承包施工工程项目等。
2016	三一集团官方宣布将在马来西亚登嘉楼州参与建设房屋建设项目
2017	三一与阿尔迈瑞投资公司签署合作备忘录，双方将从 2017 年起分期建设 5000 至 50000 套的住宅房屋。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司为国内工业化住宅龙头，市占率稳居第一：**目前公司已发展成为住宅产业化龙头企业，是国内唯一的 PC 成套设备生产企业，能提供搅拌站、PC 自动生产线、异型构件生产设备、钢筋加工、构件专用运输车、重型叉车、重型塔吊、生产管理系统等生产、运输、安装的成套装备。

**图表 43：三一快而居生产车间**



来源：公司官网，中泰证券研究所

**图表 44：三一 PC 生产线产出的混凝土预制件**



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **整条产业链贯通，合作打开市场空间：**三一通过与国内的建筑设计、建筑施工、房地产开发等领域，全产业链的公司开展广泛合作，共同推进住宅工业化。

**建筑设计领域：**三一集团与中国建筑标准设计研究院、深圳华阳国际、上海现代设计院等单位开展广泛合作。2014 年 9 月，三一集团与中国建筑标准设计研究院在北京举行战略合作签约仪式。两家企业将首先在国家建筑工业化标准的研究和制订、工业化建筑的设计与实施、人才培养等领域开展合作。

**建筑施工领域：**三一集团与中国建筑及下属各工程局；中国铁建各工程局；各省属大型建工企业（如上海建工、陕西建工、湖南建工等）；大型民营建工集团（如东方红、中天、宝业等）在建筑产业现代化领域开展具体的合作，全国实力雄厚的建工企业均已成为了三一的战略合作伙伴。

**房地产开发领域：**三一集团与全国多家大型房地产企业（如万科、

天津住宅集团、湖南华盛麓峰集团等) 达成意向或签署合作协议, 共同开发住工业化住宅项目。

**国际合资合作:** 三一集团与国际先进的软件和设备制造商合资合作共同开发相关的软件和机械设备产品。2015 年三一集团与德国梅切克集团合作, 共同打造目前国内唯一授权 BIM 培训中心, 旨在实现以建筑信息化引领并推动现代建筑产业化的科学发展。

- **可转债募集资金发展工业化住宅:** 公司 2015 年发行的 45 亿可转债中有 9.8 亿用于工业化住宅, 包括: 3.3 亿元收购湖南三一快而居 100% 股权, 6.5 亿元用于建筑工业化研发项目 (一期)。坚实的资金后盾支持公司工业化住宅项目快速发展。
- **瞄准“一带一路”国际市场, 工业化住宅项目取得突破:** 三一集团先后邀请南美洲、非洲、东南亚、俄罗斯等国家驻华大使或政府官员访问三一, 商讨在当地实施工业化住宅项目, 并已与上述地区国家达成了合作意向。

2016 年 8 月, 三一集团官方宣布将在马来西亚登嘉楼州参与建设房屋建设项目, 为三一集团在马来西亚当地承建的首个房屋建设项目。

2017 年 3 月, 沙特国王萨勒曼访华期间, 三一与阿尔迈瑞投资公司签署合作备忘录, 双方将从 2017 年起分期建设 5000 至 50000 套的住宅房屋。根据合作备忘录, 三一与阿尔迈瑞投资公司将共同完成项目的开发、设计、建设、调试、逐步完成 5000 至 50000 套的住宅房屋, 项目将从 2017 年起分期推进。

## 六、发行 45 亿可转债, 目标海外投资+产能升级

### 1. 可转债募投项目: 包含一带一路海外投资、军工项目等

- 2015 年公司发行 45 亿元可转债, 用于投资及研发项目、收购项目, 目标海外投资与产能升级。

**图表 45: 公司发行 45 亿可转债投资项目**

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
1.1	一带一路沿线国家及海外市场挖掘机研发与服务项目	4.17	4.00
1.2	军工“512 项目”	6.50	6.18
2	建筑工业化研发项目 (一期)	6.51	6.50
3	工程机械产品研发及流程信息化提升项目	18.24	18.21
3.1	工程机械产品研发项目	12.26	12.26
3.2	流程信息化提升项目	5.97	5.95
4	收购项目	10.12	10.11
4.1	收购索特传动设备有限公司 100% 股权	9.79	9.78
4.2	收购湖南三一快而居住宅工业有限公司 100% 股权	0.33	0.33



合计

45.00

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **一带一路沿线国家及海外市场挖掘机研发与服务项目**：项目总投资 4.17 亿，主要用于中国、印度、印尼、泰国、土耳其、美国和欧洲等一带一路沿线国家及海外市场的挖掘机研发与服务能力提升，通过形成在当地的及服务核心竞争力，扩大销量。
- **军工“512 项目”**：项目总投资 6.50 亿，主要项目包括：轻型高机动防地雷装甲车项目，智能化特种保障平台项目，军民两用系留装备项目，公司目标成为中国知名防务装备企业。
- **建筑工业化研发项目（一期）**：2013 年 1 月 1 日，国务院办公厅印发了《国务院办公厅关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》。在第三部分“重点任务”的第八项明确要求，推动建筑工业化。  
本项目总投资 6.51 亿，主要进行建筑工业化相关设备及住宅技术研发、试验检测，以公司丰富的设备制造经验，结合公司在混凝土行业内的资源整合能力，推进建筑工业化相关的 PC、钢构、钢筋加工、ALC 板等自动化生产线设备及相关住宅技术的研发、试验检测，成为国内第一、世界领先、具有实践创新性的标杆研发中心。
- **工程机械产品研发项目**：项目总投资 12.26 亿，研发项目主要集中于国际化（提高国际市场占有率）、升级换代（生产高价值量产品）、新领域（多元化业务）、关键零部件（进口替代）、研发能力提升五大领域。
- **流程信息化提升项目**：项目总投资 5.97 亿，为建立流程化组织提升运营效率，推动业务变革和企业转型，提升公司整体的核心竞争力。
- **收购索特传动 100%股权**：项目总投资 9.79 亿，索特传动作为专业从事研发、制造减速机、回转支承等传动成套设备。全资收购将有利于降低上市公司关联交易，提高上市公司独立性，并可提高上市公司配套能力。
- **收购湖南三一快而居 100%股权**：项目总投资 0.33 亿，三一快而居在构件生产流水线、构件生产配套技术等领域具有国内领先地位。收购将成为公司布局预制设备领域的重要举措。

## 2. 可转债转股价 7.46 元，强制转股价 9.7 元

- 公司发行的 45 亿元可转债，每张面值 100 元，共 4500 万张，期限 6 年，债券利率第 1 年为 0.2%、第 2 年为 0.5%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.6%、第六年为 2.0%。截至目前转股价格为 7.46 元/股。
- **有条件赎回条款**：在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%时，即股价不低于 9.70 元/股，公司有权决定按照以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

## 七、对标国际工程机械龙头——美国卡特彼勒

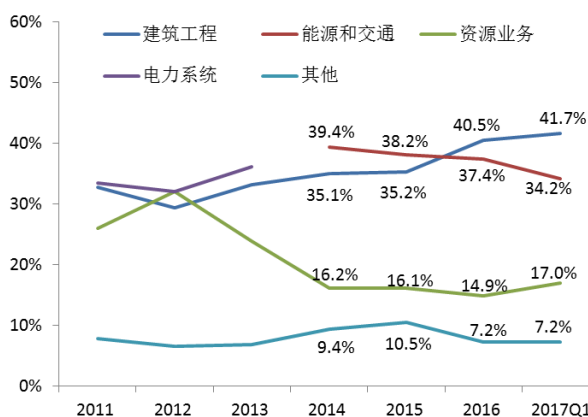
- **我们看好三一未来能够成长为对标卡特彼勒的国际龙头**：  
中国作为新兴大国，国内的基础设施、房地产建设以及海外资本扩张将促进三一未来保持高速增长。

从经营模式到技术水平等，三一都在不断地向卡特彼勒靠拢，甚至在某些领域，已经完成超越。

**1. 卡特彼特近年保持较快发展，近期市值屡创新高，达 600 亿美元**

- 卡特彼勒公司成立于 1925 年，公司总部位于美国伊利诺州。是世界上最大的工程机械和矿山设备生产厂家、燃气发动机和工业用燃气轮机生产厂家之一，也是世界上最大的柴油机厂家之一。公司运营主要涉及三大业务板块：工程机械、资源行业、能源和交通。

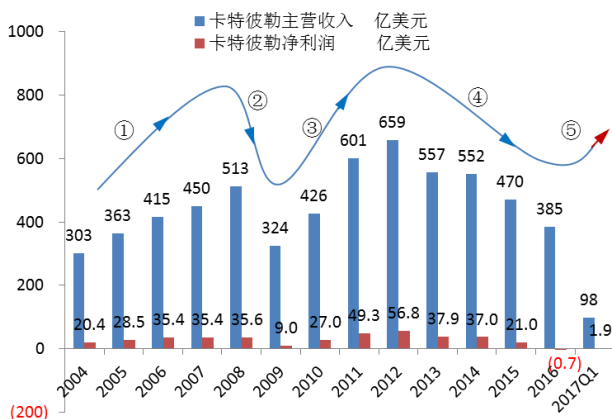
**图表 46：公司主营收入中工程机械、资源、能源交通占比最大**



来源：公司公告，中泰证券研究所

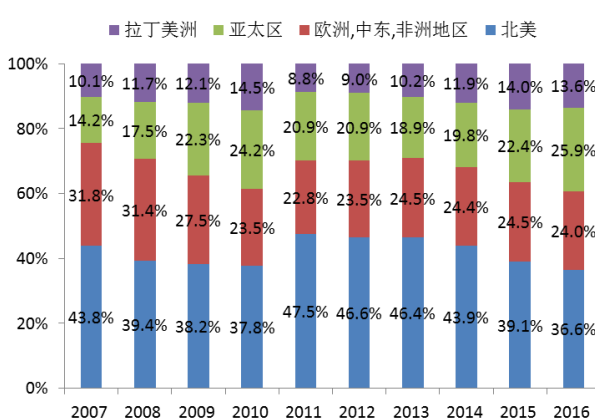
- 2016 年，卡特彼勒全球销售及收入总额为 385.37 亿美元，同比下降 18%，全年亏损 6700 万美元。
- 2017 年一季度公司营收 98 亿美元，同比增长 3.8%，首次实现了季度销售和收入同比增长。主要是受益于大幅的成本削减及重组举措改善了现金流，使资产负债表更加强健。一季度实现盈利 1.92 亿美元，每股盈利 0.33 美元，同比下降-29.2%，若不考虑重组成本，每股盈利将达 1.28 美元，同比增长 100%。

**图表 47：卡特彼勒近年来发展可划分为 5 个阶段**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 48：拉美、亚太区域的营收占比总体上升**



来源：公司公告，中泰证券研究所

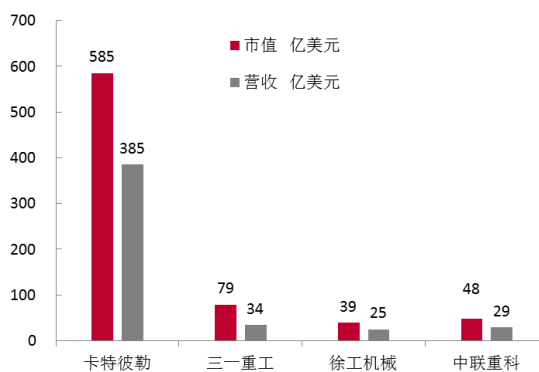
- 卡特彼勒 2000 年以来的发展主要可以划分为 5 个阶段：

- 1) 全球市场繁荣发展阶段: 在这个阶段公司营收与净利润持续稳定增长;
- 2) 08 年金融危机阶段: 金融危机持续到 2009 年, 公司营收剧烈下滑至前一年的 60%, 利润仅为 1/4。
- 3) 反弹阶段: 公司依靠海外市场走出低迷, 尤其中国的 4 万亿经济刺激计划, 使得公司在亚太区域的营收占比上升至 25% 左右。
- 4) 调整阶段: 全球宏观经济不景气, 工程机械行业经历数年调整, 公司营收持续下滑, 2016 年出现首次亏损。
- 5) 行业反转: 卡特彼勒对 2017 年其销售收入预期由 360 亿美元上调至 410 亿美元, 盈利预期由 17 亿美元上调至 22 亿美元。卡特彼勒对 2017 年工程机械行业的展望为: 2016 年中国销售开始回暖; 欧洲销售似已稳定, 2017 年可能出现一定程度改善; 巴西经济若开始走出衰退, 从峰值回落 80% 的销售或可复苏。

## 2. 三一 VS. 卡特彼特: 公司规模, 从市值到营收, 差距均较大

- **国际龙头 VS 国内龙头:** 卡特彼勒的营收规模居世界工程机械行业企业首位。销售网络遍布近 200 个国家和地区, 同时还在全球分布 1500 多个租赁网点。相比较而言, 三一重工 2016 年营收约 34 亿美元, 在国内工程机械企业中排名第一, 但与卡特彼勒有超过 10 倍的差距。另外, 三一截至目前在国外建立了 4 个生产研发基地, 国际化与卡特彼勒仍存在较大差距。

**图表 49: 卡特彼勒对比三一重工: 三一重工成长空间巨大**



来源: wind, 中泰证券研究所

## 3. 三一 VS. 卡特彼特: 经营模式, 体制+战略+时代机遇+技术的相似性

- **注重国外市场, 打开市场空间, 降低经营风险:** 研究卡特彼勒的发展史, 可以发现, 其在特殊的历史时期抓住历史机遇做大做强, 简单可以概括为以下几点:
  - 1) **刚性需求+营销手段保证了初期高成长:** 在第一次世界大战和第二次世界大战中, 卡特彼勒将商标印在陆军坦克上, 大肆宣传和战后重建的海量需求保证了卡特彼勒销售额的高增长。
  - 2) **跟随美国霸权主义, 输出产能走向国际:** 二战后公司实施国际化发展战略, 从 1950 英国第一家子公司成立, 经过 60 多年的发展, 卡特彼勒拥有在海外 200 多个国家和地区拥有销售点。

- 3) **主动改革应对市场变化：**卡特彼勒的扩张初期的竞争对手有日本小松。面对竞争对手，卡特彼勒转变不灵活的官僚作风，重建商业团体，实现自动化生产，进而战胜对手，成为国际龙头。
- 4) **注重研发创新：**卡特彼勒不仅是世界最大的工程机械厂家，还是最大的燃气发动机、工业用燃气轮机、柴油机厂家之一。公司的工程机械产品从设计研发到核心零部件生产，再到整车制造，都能自主完成。

**图表 50：卡特彼勒海外业务发展史**

时间	事件
1950s	成立首个海外分公司：位于英格兰的卡特彼勒拖拉机有限公司。
1960s	与三菱重工在日本成立第一家由美国公司有用部分股权的合资企业。
1970s	在美国以外的销售额首次超过美国本土。
1980s	收购燃气轮机制造商索拉透平。
1990s	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 收购英国 Pekins 发动机公司和德国 MaK Motoren 公司，成为世界领先的柴油发动机制造商；</li> <li>➢ 与徐工机械成立挖掘机合资公司。</li> </ul>
2000s~	更加深入布局欧美（如意大利、德国、加拿大等）与亚太国家（重点中国）。

来源：卡特彼勒公司官网，中泰证券研究所

- **对标卡特比特，国内最有可能成长为国际龙头的公司就是三一重工：**三一的成长路劲与卡特比特惊人的相似：
  - 1) **国内房地产的黄金十年与巨额基建投资保证了初期高成长：**三一自 03 年上市即遇上房地产发展和国家基建投资的黄金时代，以混凝土机械起家的三一重工主营收入以 50% 的速度增长至 2011 年。
  - 2) **体制变革，激活公司活力：**三一 2005 年率先成功进行股权分置改革。梁稳根先生作为公司实际控制人，领导着国内最大的民营工程机械行业上市公司。灵活的经营体制使得公司在转型升级等方面表现出了更大的优势。
  - 3) **国内产能饱和，跟随国家战略走向国际：**08 年金融危机，国内“四万亿”经济刺激政策，再次推动了工程机械行业的高速发展。2012 年后，国内工程机械饱和，工程机械行业经历了近 5 年的持续深度调整。公司为开拓海外市场，收购普茨迈斯特，并陆续建立 4 个海外生产研发基地。现在跟随国家“一带一路”战略，有望在沿线国家打开更大的市场。
  - 4) **注重研发创新：**相比较于卡特比特的全产业链自给的技术优势，三一在如发动机、液压件等核心零部件都依赖于厂商供应，但公司近年来将销售收入的 3%-5% 以上投入研发，取得大量成果。如公司自主研制的 86 米长臂架泵车、世界第一台全液压平地机、世界第一台三级配混凝土输送泵、世界第一台无泡沥青砂浆车、亚洲首台 1000 吨级全路面起重机等高端产品将助力公司争取到更大的市场。
- 三一作为国内工程机械龙头，沿着巨头的成长轨迹，乘着“一带一路”的东风，有望在海外市场取得更大突破。

## 八、盈利预测与估值

### 1. 盈利预测

- **核心假设：**宏观经济复苏平稳，工程机械行业反弹可持续，行业竞争格局稳定，主要产品销量增速稳定，核心产品毛利率稳定，军工业务顺利拓展。
- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 319 亿元、395 亿元、474 亿元，同比分别增长 37.23%、23.75%、19.79%；归属于母公司净利润分别为 24.95 亿元、34.90 亿元、41.79 亿元，同比分别增长 1126.6%、39.8%、19.8%；对应 EPS 分别为 0.33 元、0.46 元、0.55 元。

### 2. 估值分析与投资建议

- **PE 估值分析：**对工程机械产业链龙头公司估值比较，三一重工估值相对偏低，考虑到公司在工程机械行业的龙头地位，应享受高于行业平均估值的溢价。

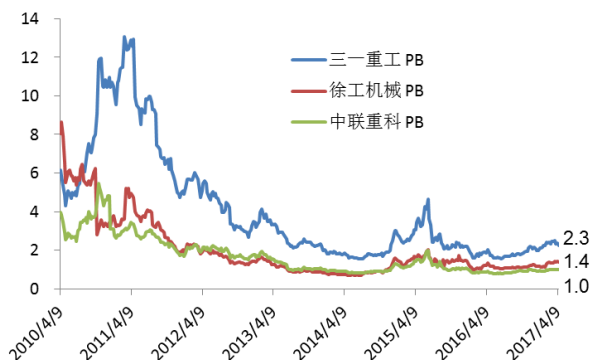
图表 51：工程机械产业链公司估值比较：三一重工估值相对偏低

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
三一重工	600031.SH	7.02	0.02	0.03	0.33	0.46	0.55	351	264	21	15	13
徐工机械	000425.SZ	3.82	0.01	0.03	0.09	0.14	0.18	529	128	42	27	21
安徽合力	600761.SH	12.64	0.64	0.64	0.81	0.98	1.09	20	20	16	13	12
恒力液压	601100.SH	15.46	0.10	0.11	0.33	0.45	0.64	153	138	47	34	24
中联重科	000157.SH	4.51	0.01	-0.12	0.10	0.16	0.21	414	-	45	28	21
平均								293	103	34	24	18

来源：中泰证券研究所（估价更新至 2017.05.02，除三一重工外估值均为 wind 一致性预期）

- **PB 估值分析：**横向比较，公司的 PB 估值相对高于徐工机械、中联重科，这也符合三一作为行业龙头的地位。纵向来看，三一目前的估值处于历史低位。

图表 52：横向比较，估值享受龙头溢价；纵向比较，处于历史低位



资料来源：wind，中泰证券研究所整理

- 公司为工程机械龙头，受益“一带一路”。我们判断公司二季度业绩将好

于一季度，全年业绩有望持续超市场预期。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.33、0.46、0.55 元，对应 PE 为 22x、15x、13x。同时考虑到公司 45 亿可转债的转股价为 7.46 元，强制转股价 9.7 元。目前公司股价安全边际较高，维持“增持”评级。

## 九、风险提示

- 周期性行业反弹持续性风险；
- 军工业务拓展低于预期；
- 主要产品销量增速低于预期风险；
- 宏观经济波动风险。

**图表 53：三一重工三张表预测**

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	30,364,721	23,470,343	23,280,072	31,947,243	39,534,713	47,358,633
增长率	-18.65%	-22.7%	-0.8%	37.2%	23.8%	19.8%
营业成本	-22,538,670	-17,691,357	-17,179,402	-22,153,816	-26,949,628	-32,369,152
% 销售收入	74.2%	75.4%	73.8%	69.3%	68.2%	68.3%
毛利	7,826,051	5,778,986	6,100,670	9,793,427	12,585,085	14,989,481
% 销售收入	25.8%	24.6%	26.2%	30.7%	31.8%	31.7%
营业税金及附加	-183,149	-121,158	-219,562	-220,436	-272,790	-326,775
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-2,872,171	-1,948,019	-2,359,066	-2,971,094	-3,676,728	-4,404,353
% 销售收入	9.5%	8.3%	10.1%	9.3%	9.3%	9.3%
管理费用	-2,532,522	-2,089,373	-2,120,805	-2,804,968	-3,471,148	-4,158,088
% 销售收入	8.3%	8.9%	9.1%	8.8%	8.8%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	2,238,209	1,620,436	1,401,237	3,796,930	5,164,420	6,100,265
% 销售收入	7.4%	6.9%	6.0%	11.9%	13.1%	12.9%
财务费用	-1,230,348	-1,330,556	-875,393	-1,136,735	-1,459,624	-1,747,436
% 销售收入	4.1%	5.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.7%
资产减值损失	-682,327	-499,635	-948,421	-710,217	-836,592	-963,823
公允价值变动收益	-15,276	282,359	-563,369	-98,762	-131,806	-146,973
投资收益	407,171	-26,973	2,181,468	853,889	1,002,795	1,346,050
% 净利润	41.3%	—	346.4%	35.7%	31.0%	34.2%
营业利润	717,429	45,631	1,195,522	2,705,104	3,739,192	4,588,084
营业利润率	2.4%	0.2%	5.1%	8.5%	9.5%	9.7%
营业外收支	267,701	-74,450	-1,132,553	-313,101	-506,701	-650,785
税前利润	985,130	-28,819	62,969	2,392,004	3,232,491	3,937,299
利润率	3.2%	-0.1%	0.3%	7.5%	8.2%	8.3%
所得税	-229,158	33,345	100,830	-301,392	-407,294	-496,100
所得税率	23.3%	115.7%	-160.1%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	755,972	4,526	163,799	2,090,611	2,825,197	3,441,199
少数股东损益	-46,766	-435	-39,658	-404,518	-664,643	-737,704
归属于母公司的净利润	709,206	4,961	203,457	2,495,129	3,489,840	4,178,903
净利润率	2.3%	0.0%	0.9%	7.8%	8.8%	8.8%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	755,972	4,526	163,799	2,090,611	2,825,197	3,441,199
少数股东损益	0	0	0	-404,518	-664,643	-737,704
非现金支出	2,311,886	2,345,077	2,301,333	2,557,682	2,681,609	2,765,720
非经营收益	597,511	783,115	-156,655	-442,026	-364,287	-548,292
营运资金变动	-2,433,430	-435,802	940,973	-5,557,175	-4,050,611	-3,721,972
经营活动现金净流	1,231,939	2,696,916	3,249,450	-1,755,426	427,265	1,198,951
资本开支	1,076,480	1,118,824	224,991	-605,783	126,960	279,777
投资	-1,436,720	-101,091	2,095,701	1,028,576	1,846,273	2,146,873
其他	258,682	1,000,779	391,786	755,127	870,989	1,199,077
投资活动现金净流	-2,254,518	-219,136	2,262,496	2,389,485	2,590,302	3,066,173
股权募资	939,813	5,298	132,759	240,173	302,183	324,535
债权募资	1,937,449	503,900	-2,804,239	-8,908,494	-10,385,722	-11,154,739
其他	-2,634,235	-1,248,654	-2,097,347	-115,366	-76,579	-65,283
筹资活动现金净流	243,027	-739,456	-4,768,827	-8,783,687	-10,160,118	-10,895,487
现金净流量	-779,552	1,738,324	743,119	-8,149,628	-7,142,552	-6,630,363

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,049,269	6,840,875	7,442,062	10,082,585	14,759,490	21,149,484
应收账款	23,471,859	23,851,077	23,149,320	29,643,540	35,124,155	40,427,405
存货	7,269,154	5,630,365	6,220,299	7,975,374	9,701,866	11,652,895
其他流动资产	1,322,077	1,006,517	1,180,585	1,197,637	1,274,370	1,361,082
流动资产	38,112,359	37,328,834	37,992,266	48,899,136	60,859,881	74,590,866
% 总资产	60.5%	61.0%	61.7%	70.2%	76.6%	82.0%
长期投资	1,901,146	1,683,747	2,478,039	2,478,039	2,478,039	2,478,039
固定资产	17,574,442	16,319,997	15,096,767	13,350,897	11,634,502	9,919,780
% 总资产	27.9%	26.7%	24.5%	19.2%	14.6%	10.9%
无形资产	4,918,217	4,912,646	4,749,250	3,728,773	3,220,409	2,762,226
非流动资产	24,897,086	23,898,906	23,562,701	20,796,353	18,571,595	16,398,690
% 总资产	39.5%	39.0%	38.3%	29.8%	23.4%	18.0%
资产总计	63,009,445	61,227,740	61,554,967	69,695,489	79,431,476	90,989,556
短期借款	8,469,809	17,785,082	11,107,746	12,584,974	13,353,991	14,481,880
应付账款	11,604,392	9,286,853	10,888,420	13,422,748	16,425,898	19,785,663
其他流动负债	775,424	732,068	1,804,178	1,940,235	2,093,735	2,352,989
流动负债	20,849,625	27,804,003	23,800,344	27,947,958	31,873,625	36,620,532
长期贷款	16,131,591	8,702,183	9,412,947	9,412,947	9,412,947	9,412,947
其他长期负债	1,287,400	1,090,830	4,888,973	4,888,973	4,888,973	4,888,973
负债	38,268,616	37,597,016	38,102,264	42,249,878	46,175,545	50,922,452
普通股股东权益	23,785,431	22,670,708	22,717,403	25,135,953	28,625,793	32,804,696
少数股东权益	955,398	960,016	735,300	2,309,658	4,630,139	7,262,409
负债股东权益合计	63,009,445	61,227,740	61,554,967	69,695,489	79,431,476	90,989,556

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.093	0.001	0.027	0.326	0.456	0.546
每股净资产 (元)	3.123	2.977	2.967	3.282	3.738	4.284
每股经营现金净流 (元)	0.162	0.354	0.424	0.465	0.509	0.527
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.010	0.010	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.98%	0.02%	0.90%	9.93%	12.19%	12.74%
总资产收益率	1.13%	0.01%	0.33%	3.58%	4.39%	4.59%
投入资本收益率	4.08%	-0.60%	9.49%	8.04%	10.46%	11.93%
增长率						
营业总收入增长率	-18.65%	-22.71%	-0.81%	37.23%	23.75%	19.79%
EBIT增长率	-36.99%	-27.60%	-13.53%	170.97%	36.02%	18.12%
净利润增长率	-75.57%	-99.30%	4001.13%	1126.37%	39.87%	19.74%
总资产增长率	-1.25%	-2.83%	0.53%	13.22%	13.97%	14.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	231.9	317.4	306.1	287.5	276.4	265.9
存货周转天数	135.1	133.1	125.9	131.4	131.4	131.4
应付账款周转天数	86.7	83.9	87.6	86.3	86.3	86.3
固定资产周转天数	194.0	243.4	229.2	151.4	108.2	78.4
偿债能力						
净负债/股东权益	76.84%	85.11%	73.48%	58.55%	36.57%	17.22%
EBIT利息保障倍数	1.8	1.2	1.6	3.3	3.5	3.5
资产负债率	60.73%	61.41%	61.90%	60.62%	58.13%	55.97%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。