

三一重工 (600031) 深度报告

三一重工：国之重器、一带一路助力新起点

增持（维持）

投资要点

■ 2016年三一重工的业绩开始触底反弹

由于房地产行业复苏和基建投资加速,国内工程机械行业自2016Q3开始触底反弹。行业龙头三一重工复苏速度快于行业整体,2016年,公司实现归属母公司股东净利润2.03亿元,同比增长46%。此外,公司的ROE、ROA、利润率、应收账款周转率、经营现金流量净额等指标均有所好转。

■ 公司通过业务及收入来源多样化增强危机中抗风险能力

(1) 挖机业务成为新的盈利中心。三一重工不满足于做全球最大的混凝土机械制造商,自2010年以来加大在挖掘机业务上的投入,目前挖掘机营收已占三一总营收的32%。当传统主业混凝土机械的毛利率受行业不景气打击从42%下滑到21%时,挖掘机业务的毛利率一直维持在30%左右,成为公司的一个新的盈利中心。这轮的挖掘机销售火爆主要是受到更新需求、基建投资以及海外出口三个因素的共同促进所致,预计具有持续性。

(2) 公司自2006年起就着手布局海外,现已取得卓越成果。2016年海外市场为三一贡献营收93亿元,占比总收入的40%,远高于同工程机械行业其他公司的水平。业务及收入来源的多样化为三一的业绩提供了良好的保证,营收增长率的波动率较小表明了三一的抗风险能力强于竞争对手。

■ “一带一路”战略为三一带来新起点

(1) 一带一路沿线的65个国家的人口基数大,基建水平较低,处于高速成长期,发展潜力巨大。2015年国内企业与一带一路沿线国家新签工程合同3971份,占海外合同总数的比例达到新高46%,合同金额926亿美元,同比增长9%,预计未来3-5年海外合同将带来超过1500亿元的工程机械需求。

(2) 三一在“一带”和“一路”两线均有所布局,海外业务与一带一路范围重合度80%,将充分受益于一带一路。2016年“一带一路”总共为三一贡献营收约70亿元,沿线的俄罗斯、中亚大区和三一印度业绩同比增长分别达115%、50%和42%。随着“一带一路”国际合作高峰论坛的召开,三一海外将会迎来更大的发展机遇。

■ 他山之石：对比小松和卡特,三一重工具有成为世界工程机械龙头的潜质

马歇尔计划曾助力卡特彼勒走向世界,并最终成为全球行业龙头,具备相似点的一带一路战略也为三一带来了国际化契机。卡特彼勒2016年首次出现亏损,股价却创新高;三一重工作为国内龙头,也应享受类似的估值溢价。日本小松顺从历史进程,进击海外市场,成为另一世界龙头,2016年小松本土收入仅占比19.4%。**我们认为,基于公司未来成长性和龙头效应,公司估值仍有较大的上升空间。**

■ 投资建议与盈利预测

预计公司2017/18/19年净利润分别为20.3, 25.1, 29.4亿元,对应EPS分别为0.26, 0.33, 0.38元,对应PE为25, 20, 17X。考虑到公司未来的成长性,尤其是受益于一带一路战略,其在海外市场的业务将会迎来较快增长,其作为行业龙头具备估值溢价,故维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 一带一路发展低于预期;基建投资增速放缓。

2017年5月16日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码: S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

13915521100

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.70
一年最低价/最高价	4.84/7.84
市净率	2.18
流通A股市值(亿元)	508.78

基础数据

每股净资产(元)	3.03
资产负债率	59.9%
总股本(亿股)	76.6
流通A股(亿股)	75.9

相关研究

- 公司点评: 年报符合预期, 一季报业绩亮眼, 行业复苏强者恒强 2017. 4. 28
- 公司点评: 资产处置加速出清为转型扫除障碍, 彰显坚定转型决心 2016. 12. 15
- 行业点评: 挖机继续高速增长, 继续看好龙头三一重工 2017. 5. 10
- 行业点评: 数据详解3月挖机销量继续大涨(+56%) 2017. 4. 20
- 行业点评: 详细数据解读2月挖机销量超预期, 同比298% 2017. 3. 8
- 行业深度: “一带一路”如何受益中国高端装备 2017. 1. 31

投资案件

1、关键假设、驱动因素以及主要预测

关键假设：

1) 工程机械行业发展周期特点：顺经济周期；2) 工程机械的更新、基建、出口需求继续旺盛；3) 更新需求可占未来挖掘机国内销售量的 40-55%。4) 未来 3 至 5 年海外年均工程机械需求额可能达到 1500 亿以上，约占我国工程机械总销售额 15% 左右。5) “一带一路”沿线国家经济高速增长，“一带一路”政策落实到位；

驱动因素：

1) 房地产、基建回暖，带动投资和消费，供给侧结构性改革深入推进。
2) 2016 年，基建投资增速在 15.7% 的高位，固定资产投资 50% 的增量由基建贡献——高于 2008 年“四万亿刺激计划”下基建的贡献率（40%）。
3) 挖掘机成为三一重工新盈利中心。
4) 一带一路战略刺激工程机械海外出口需求。

主要预测：

1) 预计 2017 年工程机械的销量还会出现同比高增长，挖掘机销量增速将在 40%-50%。
2) 未来 3 至 5 年海外年均工程机械需求额可能达到 1500 亿以上，三一重工的海外业务占比与小松和卡特彼勒的发展路径类似，出口比例不断提升，预计达到 50% 以上。
3) 我们预计三一重工 2017 年-2019 年的营业收入分别为 442 亿元，513 亿元，564 亿元，同比分别增长 90%，16%，10%；归属于母公司的净利润分别为 20.26 亿元，25.06 亿元，29.38 亿元，分别同比+895.9%，+23.7%，+17.2%；2017 年-2019 年的每股收益分别为 0.26 元，0.33 元，0.38 元。

2、我们与市场不同的观点

1) **抗风险能力与其业绩快速增长的能力同样重要。**而市场往往只关注后者而忽视了前者。对于具有明显顺经济周期特点的工程机械行业，应对行业萧条的抗风险能力就非常重要。三一重工通过开辟挖掘机等新业务以及拓展海外市场，对冲了一部分行业波动风险，使得公司业绩更为稳定。

2) **三一重工的估值仍有较大的上升空间。**三一重工的海外布局与一带一路范围高度重合，2016 年一带一路沿线国家为三一贡献营收约 70 亿元，故公司股价与一带一路指数相关度极高。然而市场因前几年工程机械行业的萧条而过分低估三一，一带一路指数自其概念提出以来已累计上涨了 73.18%，可是相同的时间内，三一的股价却下跌了 7.12%。2016 年下半年以来，受益于工程机械行业回暖，三一的股价已相对于一带一路指数多上涨了 18 个百分点。我们认为基于公司未来成长性，公司估值仍有较大的上升空间。

3) **本轮工程机械复苏由于更新需求，基建和出口的共同拉动，持续性确定。**市场认为，本轮工程机械行业复苏是由更新需求主导的，存量更新完成后，持续性较短。我们认为，这轮的挖掘机销售火爆主要是受到更新需求、基建投资以及海外出口三个因素的共同促进所致，销量数据会持续高增长，并且会带给上市公司更多和更长久的盈利。

4) **“一带一路”战略的作用将超越市场预期，带动大量工程机械需求。**一带一路将会帮助中国消耗过剩产能，实现经济转型，甚至对全球格局产生深远影响。出口增长是推动工程机械行业复苏的长期因素。

3、**股价催化剂：**“一带一路”国际合作高峰论坛召开；一带一路订单落地；主要机型（挖掘机，起重机，推土机，压路机等）月度销售情况良好

4、**主要风险因素：**军工新业务发展低于预期；一带一路发展低于预期；基建投资增速放缓

目录

1. 经历了工程机械完整周期，2016年否极泰来	6
1.1. 从巅峰到低谷，三一迎来复苏.....	6
1.2. 挖掘机成为公司新的盈利中心.....	10
1.3. 海外收入成为稳定三一重工业绩的利器.....	13
2. “一带一路”助力三一拓展海外业务	16
2.1. 潜力巨大的“21世纪海上丝绸之路”和“丝绸之路经济带”	16
2.2. 一带一路战略将刺激工程机械海外需求爆发.....	19
2.3. 三一重工积极布局“一带一路”	21
2.4. 丝路基金、亚投行等金融机构为三一的现金流保驾护航	26
3. 他山之石：从世界龙头看中国龙头三一重工	28
3.1. 卡特彼勒：全球第一工程机械企业.....	28
3.2. 温故知新：由小松历史看三一国际化的必要性与必然性	33
4. 盈利预测与投资建议	35
5. 风险提示：	36

图表目录

图表 1: 三一重工的营业收入于 2011 年达到巅峰, 2015 年触底, 收入同比增速近期有回升趋势.....	6
图表 2: 公司的归母净利润自 2011 年高点下跌以来, 增速于 2016 年开始触底上升...	6
图表 3: 2012-2015 年, 三一的 ROE、ROA、毛利率、净利率受衰退所累而下滑, 但近期有所反弹.....	7
图表 4: 山推工程机械受行业衰退的打击更重, 甚至在 2015 年出现亏损.....	7
图表 5: 公司的应收账款周转率自 2011 年一路下滑, 应收账款周转天数上升至将近一年.....	7
图表 6: 公司的应收账款占营业收入比例在 2015 年曾高达 90%, 但近期有所下降...	7
图表 7: 2016 年经营现金流量净额为正 32.5 亿元, 同比增长 52%, 改善明显.....	8
图表 8: 三一的坏账损失于 2016 年达到新高, 占应收账款比例也快速上升.....	8
图表 9: 公司的三项费用率中, 销售费用率保持平稳, 但管理和财务费用率正在上升.....	9
图表 10: 公司员工总数自 2011 年高位跌落, 已减员超过七成.....	9
图表 11: 挖掘机近期高增长, 低基数效应下销量仍处于历史低水平.....	10
图表 12: 2008 年前出产二手挖机平均使用时间超过 10000h.....	10
图表 13: 挖机与房地产新开工面积增速对比: 2016Q1 高度正相关, 2016Q3 开始出现背离.....	11
图表 14: 2013 年开始, 基建投资和地产投资二者发生一定的结构变化, 地产投资需求在逐步降低, 基建投资需求拉动作用上升.....	12
图表 15: 公司各项业务占比动态变化显示其挖掘机械业务迅猛发展.....	13
图表 16: 挖掘机毛利率受衰退影响较小, 现已高于公司整体毛利率.....	13
图表 17: 三一重工在全球的布局.....	14
图表 18: 国内工程机械企业海外收入占比比较 (灰色阴影表示除三一重工之外的其他 7 家公司的平均海外收入占比).....	15
图表 19: 三一重工积极进行全球产业布局, 开拓海外市场.....	15
图表 20: 凭借较高的海外收入比例, 三一重工营收表现最为稳定.....	16
图表 21: 一带一路国家 (不含中国) 人口规模稳定增加, 全球占比已达 43% 以上.....	17
图表 22: 一带一路沿线国家 (不含中国) 经济总量仅占全球 16% 左右, 与人口占比不相符.....	17
图表 23: 一带一路沿线国家 2014 年的工业增加值占 GDP 比重普遍低于中国.....	19
图表 24: 2005 年以来中国签订的海外承包工程合同金额与完成营业额双双稳步上升.....	20
图表 25: 一带一路战略提出以来, 中国对外承包工程合同数量中一带一路国家占比快速上升.....	20
图表 26: 近年来中国在一带一路沿线国家承包工程合同金额一直在增长.....	21
图表 27: 三一重工在一带一路沿线国家参与的部分重大工程.....	23
图表 28: 三一重工 2016 年 1-11 月海外区域出口同比增长迅猛.....	24
图表 29: 三一重工 (600031.SH) 与“一带一路指数” (399991.SZ) 的月涨幅显示三一的股价表现与“一带一路指数”的相关度非常高.....	25

图表 30: 一带一路指数的累计涨幅已超出三一重工 80 个百分点.....	26
图表 31: 2016 年下半年以来, 三一股价缩小了与一带一路指数涨幅的差距.....	26
图表 32: 卡特彼勒和小松分别位列 2017 年全球工程机械制造商 50 强排行榜第一第二, 三一重工排名第 11.....	28
图表 33: 卡特彼勒各项业务的营业收入(单位: 亿美元).....	29
图表 34: 2016 年卡特彼勒各项业务收入占比.....	29
图表 35: 2011 年卡特彼勒全球各区收入占比.....	30
图表 36: 2016 年卡特彼勒全球各区收入占比.....	30
图表 37: 卡特彼勒的营业收入也受行业衰退打击, 2012 年以来一直下滑.....	31
图表 38: 卡特彼勒的净利润自 2012 年高点下跌, 甚至在 2016 年首次录得亏损.....	31
图表 39: 卡特彼勒于三一重工的毛利率比较.....	31
图表 40: 卡特彼勒于三一重工的净利率比较.....	31
图表 41: 2016 年下半年以来, 卡特彼勒累计涨幅已超出道琼斯工业指数 17 个百分点.....	32
图表 42: 由于市场的差异, 历史上三一重工的 PE 常远高于卡特彼勒.....	33
图表 43: 2016 年小松的业务构成中建筑、采矿和公用设备占比最大, 为 85.4%.....	33
图表 44: 小松的海外收入来源很广泛, 2016 年海外收入占比高达 80.6%.....	33
图表 45: 小松股价与市值和挖机销售数据相关度大.....	34
图表 46: 2012 年以前, 小松靠出口维持增长, 出口承压后, 小松营收放缓.....	35
图表 47: 工程机械行业同类型公司对比.....	36

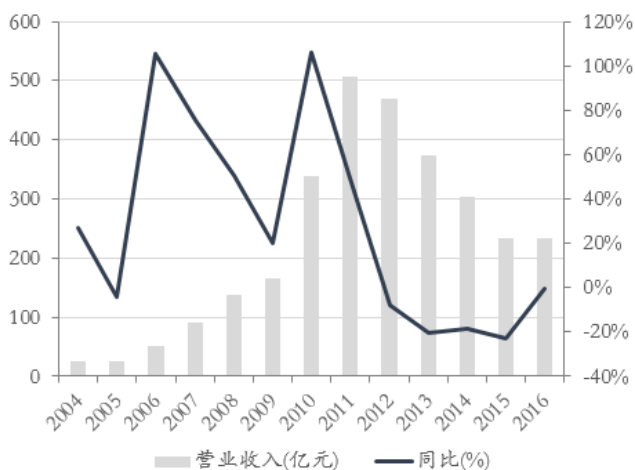
1. 经历了工程机械完整周期，2016 年否极泰来

1.1. 从巅峰到低谷，三一迎来复苏

三一重工（600031.SH），以下简称（“三一”）是中国最大、全球第五的工程机械制造商。由于工程机械行业服务于房地产和基础设施建设，其上下游产业皆与宏观经济形势关联度较高，所以呈现出明显的“顺周期”特点。过去十年来，三一重工的业绩也伴随着宏观经济环境走过了**巅峰与低谷**。

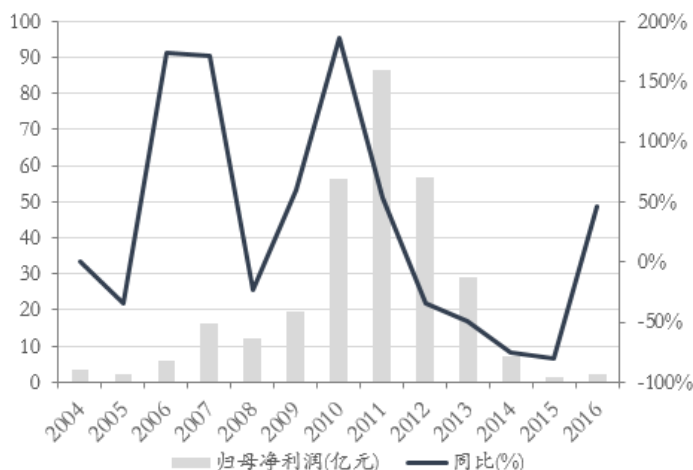
如图表 1 所示，三一重工自 2003 年在中国 A 股上市之后，从 2004 年到 2011 年一直迅猛发展，其营业总收入近乎以指数增长，并于 2011 年达到 507.76 亿元的巅峰。然而 2011 年之后“四万亿”逐渐退出，房地产投资收缩，新一轮的宏观政策从紧，此外温州高铁事故导致基建大规模停工，在这些事件共同作用之下，工程机械行业迅速从繁荣转入衰退，公司营收的同比增速也从 2010 年的高点 106% 骤跌至 2013 年的 -20%。此后自 2013 年到 2015 年的萧条期，公司营收一直在收缩，增速在 -20% 左右的谷底震荡。2016 年以来，受益于更新需求和基建回暖，行业进入复苏期。2016 年，公司实现归属母公司股东净利润 2.03 亿元，同比增长自 2012 年以来首次转正，并达 46%。这表明下游投资需求正在回升，间接受益于供给侧改革和一带一路等因素也促使着工程机械行业走出低迷期，三一作为行业龙头，比行业整体的增速更快。

图表 1：三一重工的营业收入于 2011 年达到巅峰，2015 年触底，收入同比增速近期有回升趋势



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：公司的归母净利润自 2011 年高点下跌以来，增速于 2016 年开始触底上升

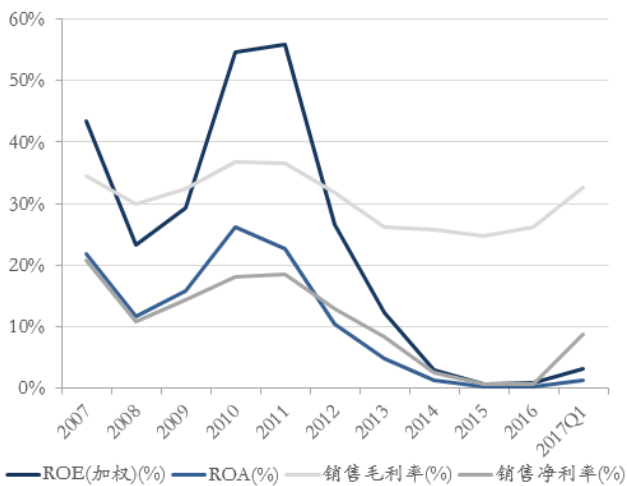


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

盈利能力分析：2011 年后的行业衰退期，盈利能力迅速下滑，但好于竞争对手。受到行业衰退的影响，三一重工的 ROE、ROA 分别从 2011 年的 55.96% 和 22.65% 双双跌至 1% 以下，但 2016 年有轻微反弹。如下图所示，在 2012-2015 年衰退-萧条期间，三一重工的毛利率也从繁荣期的顶点 37% 下滑到了 2015 年的 25%，而其净利率更是从 18% 跌至 0 盈利左右，足见此次衰退的威力之大。2016 年，公司的毛利率、净利润率曲线

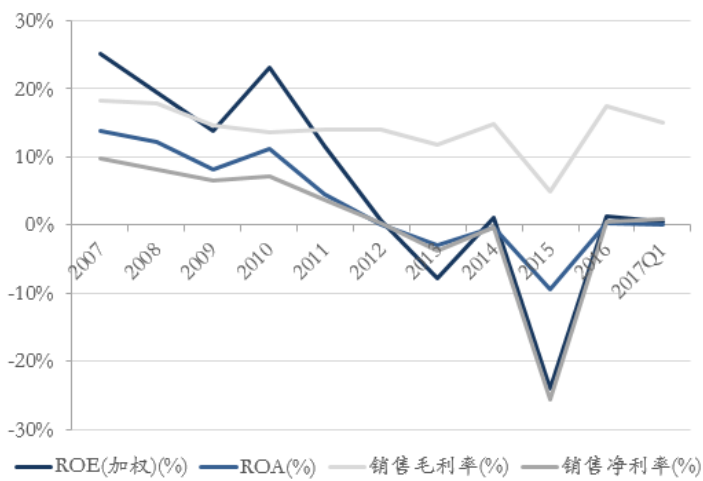
终于有所上升，迎来了行业改善的曙光。但是对比另一同行业公司山推股份，三一重工应对经济周期风险的能力是令人满意的，因为山推在行业低谷时中甚至出现了比较严重的亏损，净利率曾在 2015 年下滑到了 -25.68%。

图表 3: 2012-2015 年, 三一的 ROE、ROA、毛利率、净利率受衰退所累而下滑, 但近期有所反弹



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

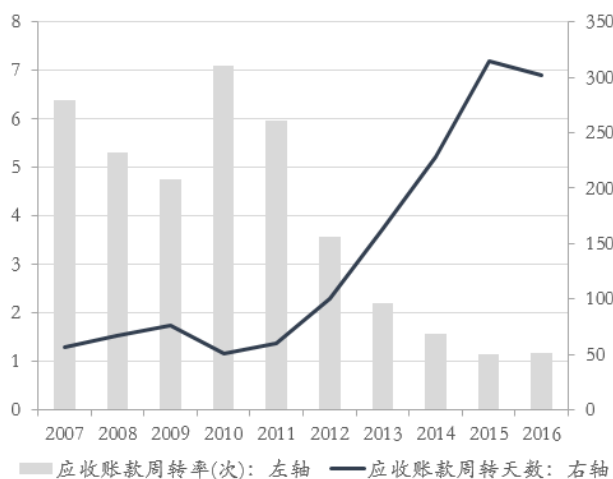
图表 4: 山推工程机械受行业衰退的打击更重, 甚至在 2015 年出现亏损



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

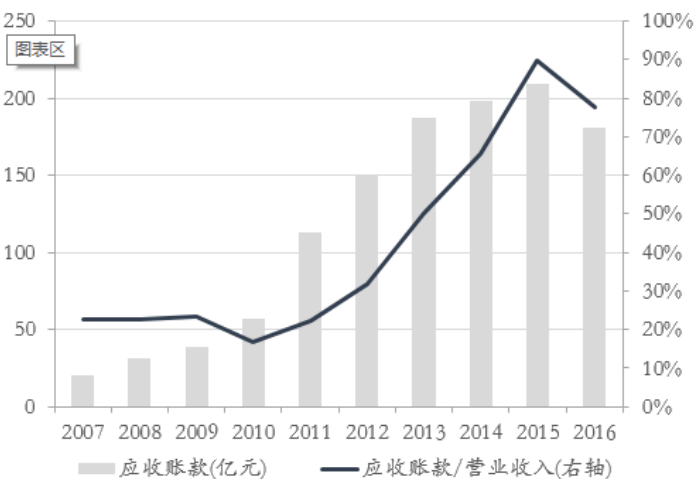
营运能力: 在 2011 到 2015 年不断恶化, 但在 2016 年明显好转。在资金流动性方面, 三一的应收账款周转率从 2010 年的 7.1 次递减至 2015 年的 1.1 次, 而应收账款周转天数也相应从 50.8 天上升为 314.4 天。在 2015 年, 公司的应收账款达到了历史高点 209.6 亿元, 占营业收入的 90%。幸而 2016 年由于行情转暖, 以上指标均有所好转, 应收账款降为 181 亿元, 占营收总额 77.7%, 与 2016 年底相当。2017 年持续好转, 第一季度应收账款为 184 亿元, 在 Q1 收入比 2016 年 Q4 单季度收入增加 25.86 亿的情况下, 应收账款仅增加 3 亿元, 说明了销售回款控制良好。

图表 5: 公司的应收账款周转率自 2011 年一路下滑, 应收账款周转天数上升至将近一年



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

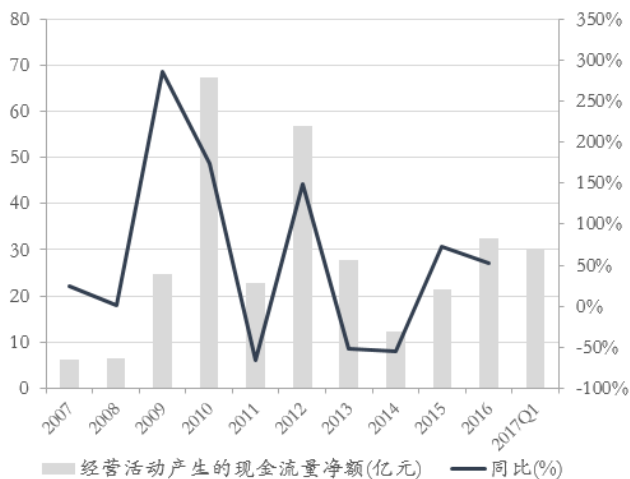
图表 6: 公司的应收账款占营业收入比例在 2015 年曾高达 90%, 但近期有所下降



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

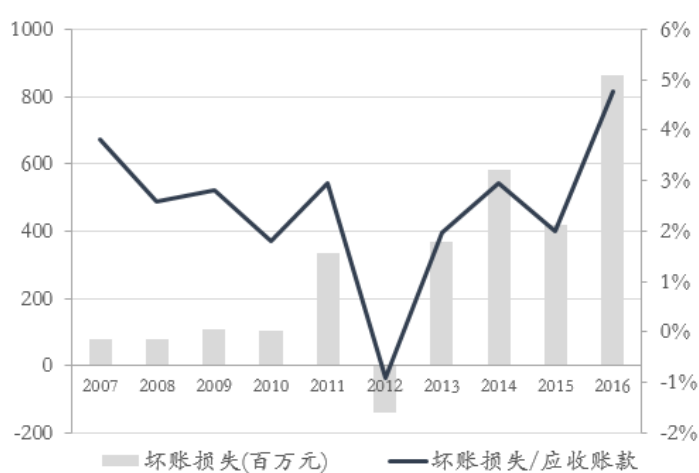
2016 年经营现金流量净额改善明显，为正的 32.5 亿元，同比增长 52%；2017 年第一季度为 30 亿元，相对于 2016 年同期的 -2.8 亿元也显著好转。但是值得注意的是公司的坏账损失于近期 2016 年达到新高 8.6 亿元，占应收账款比例也上升至 4.77%，我们认为公司在 2016 年对坏账的计提比例的上升，也是将不良资产加速出清，从而可以 2017 年轻装上阵。

图表 7：2016 年经营现金流量净额为正 32.5 亿元，同比增长 52%，改善明显



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 8：三一的坏账损失于 2016 年达到新高，占应收账款比例也快速上升

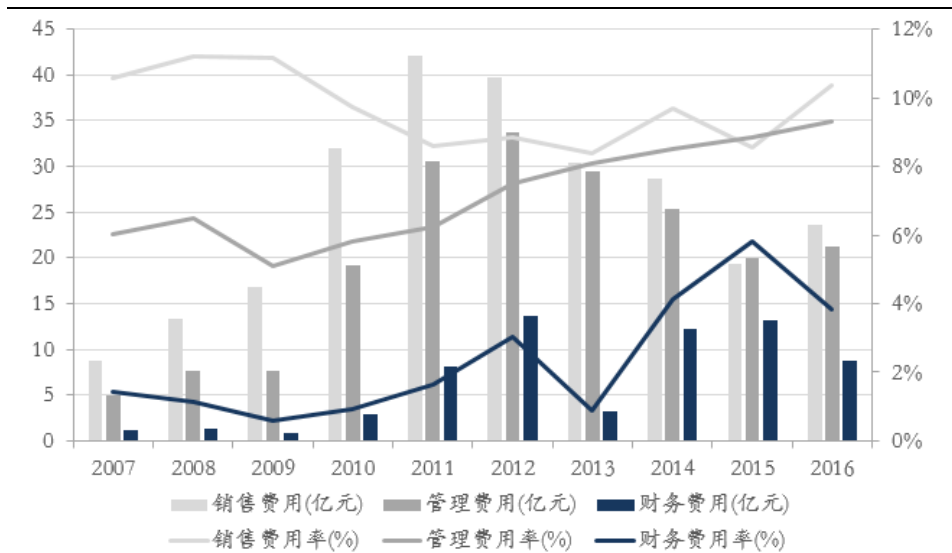


资料来源：公司公告，Wind 资讯，东吴证券研究所

在企业的三项费用率中，销售费用率在这轮经济周期中一直保持平稳，在行业萧条期间一直维持在 9% 左右。2016 年由于市场回暖，销售薪金及福利项增加较多，销售费用率上涨到了 10.36%，但仍低于 2008-2009 年的高点 11.2%，这得益于三一在过去的几年里一直努力严控风险以及公司在行业内的龙头地位。但是管理费用率近几年一直在上升，这一方面是由于行业需求在衰退期下滑，计算这个数据所用的基数——主营业务收入在经历繁荣之后一直在减少，导致虽然管理费用的总量有所减小，但是比率却在上升。另一方面，在管理费用明细中可以看出三一的折旧及摊销开支一直在上升，由 2011 年的 2.28 亿元逐年增加到了 2016 年的 6.13 亿元，年复合增长率为 21.9%。这主要是由于三一在行业繁荣期大量投入固定资产，给之后遭受行业衰退影响，给公司带来了沉重的折旧压力。

财务费用方面，在 2013-2015 年财务费用率上涨期间，利息支出变动并不大，2013 年为 9.56 亿元，2015 年为 9.10 亿元。但是汇兑损益从 2013 年的 -6.47 亿元上涨到了 2015 年的 4.34 亿元，变动十分明显。这与人民币 2014 年以来的汇率波动以及三一响应 2013 年提出的一带一路战略号召有关。2016 年三一的汇兑损益控制在了 -0.87 亿元，从而使财务费用率从 2015 年的 5.83% 下降到了 3.84%。这一方面是由于去年人民币贬值利好出口企业，另外也得益于三一加强了外汇风险管理。

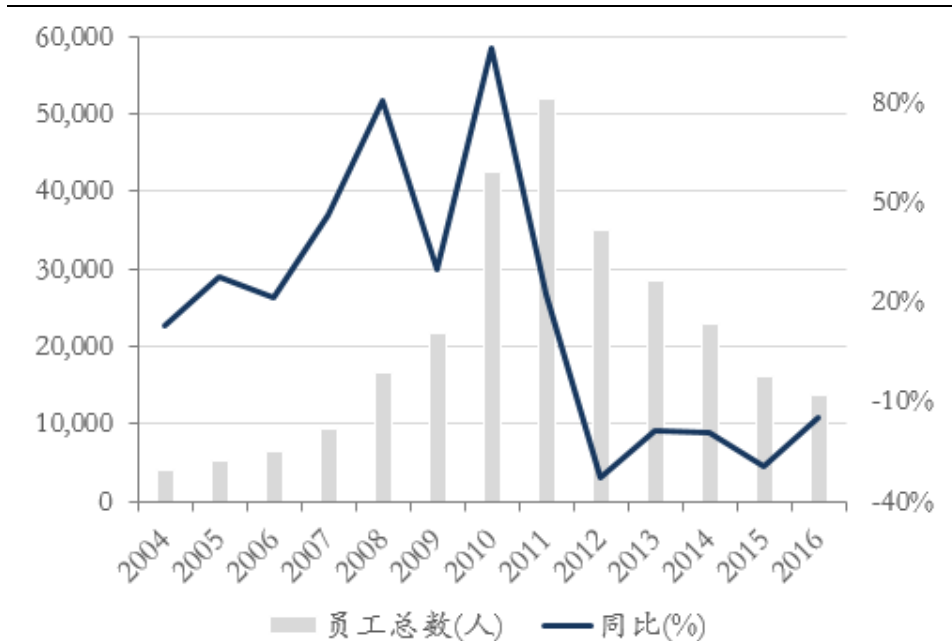
图表 9: 公司的三项费用率中, 销售费用率保持平稳, 但管理和财务费用率正在上升



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

公司的员工总数的变动与总营收类似, 高速扩张至 2011 年 51,827 人之后骤然回落, 至 2016 年已减为 13,760 人, 仅相当于高峰时期的 26.5%。2016 年公司的总员工数仍在下滑, 但近期受益于业绩回暖, 公司已有扩招迹象, 2017 年计划招聘 1000 名应届生。按照公司员工的教育程度统计信息, 大专学历及以上的比例为 45.77%。如果假设公司招聘的新员工成分不变, 则 1000 名应届生对应的员工增量为 2185 人, 这还未考虑社会招聘的人数。所以预计 2017 年公司的员工总数将迎来正增长, 同比增速至少为 15%-20%。

图表 10: 公司员工总数自 2011 年高位跌落, 已减员超过七成



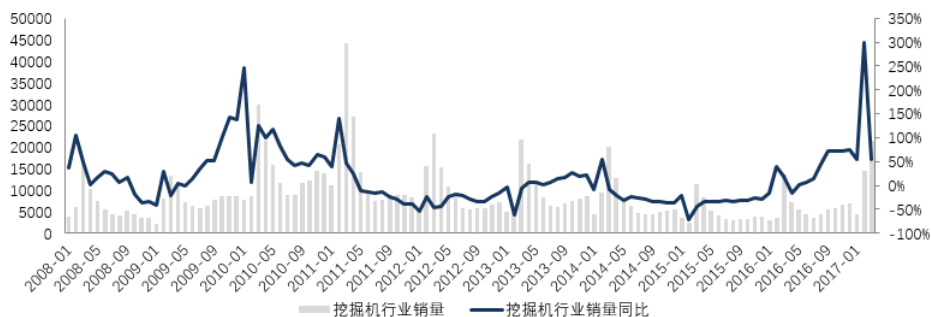
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.2. 挖掘机成为公司新的盈利中心

1.2.1. 更新、基建、出口需求齐助挖掘机销量触底反弹

挖掘机是工程机械中最具代表性的机种之一，广泛应用于房地产建设以及铁路、公路、采矿等基础设施建设。2016年8月-12月，挖掘机销量增速连续5个月超过70%，2016年增速为25%，结束了连续4年增速下滑的态势。2017年1-3月维持高增长，销量累计增速同比接近190%。预计2017年挖机行业增速将在40%-50%。

图表 11：挖掘机近期高增长，低基数效应下销量仍处于历史低水平



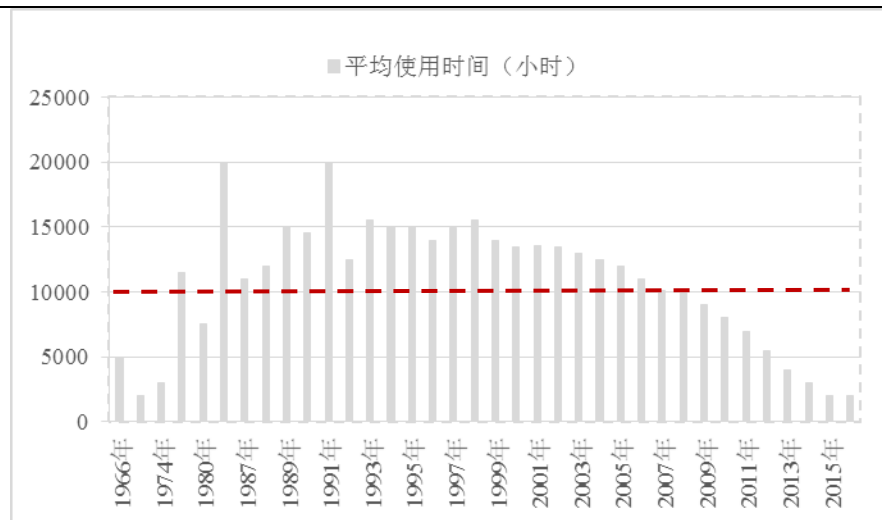
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

我们认为，这轮的挖掘机销售火爆主要是受到更新需求、基建投资以及海外出口三个因素的共同促进所致。我们会在本篇深度报告的后面部分着重探讨一带一路推动的工程机械海外出口这个因素，在这里先简要介绍一下前两个因素。

1. 挖机更新需求逐步显现

根据工程机械行业协会挖掘机分会的统计数据，2008年前出产的挖掘机的平均使用年限均达到了10000小时左右，按照一天开工8小时，一个月开工20天，一年11个月计算，使用年限达到了约6年左右，再过3-4年均全部达到预计的10年使用寿命。约在2019-2022年左右将迎来存量更新的需求高峰。

图表 12：2008年前出产二手挖机平均使用时间超过10000h



资料来源：工程机械行业协会，东吴证券研究所整理

另有 1997 年左右投入市场的挖机的平均使用时间为 15000 小时左右，按照一天开工 8 小时，一个月开工 20 天，一年 11 个月计算，使用年限达到了约 9 年。2016-2017 年已经进入这批设备的更新高峰。

我们根据挖机销量数据可以发现，面临更新需求的 1997 年到 2008 年投入市场的挖机总数量为 30 万台。

由于挖机的售价和吨位直接相关，一台大挖的价格可能是一台小挖价格的 8 倍到 10 倍，分析更新需求必须按照吨位分析。我们按照 2017 年 1 月工程机械行业协会的最新的销量结构，小挖占比 55%，中挖占比 30%，大挖占比 15% 的吨位结构分析，2016 年-2022 年的一波更新需求对应 16.5 万台小挖，9 万台中挖，4.5 万台大挖。

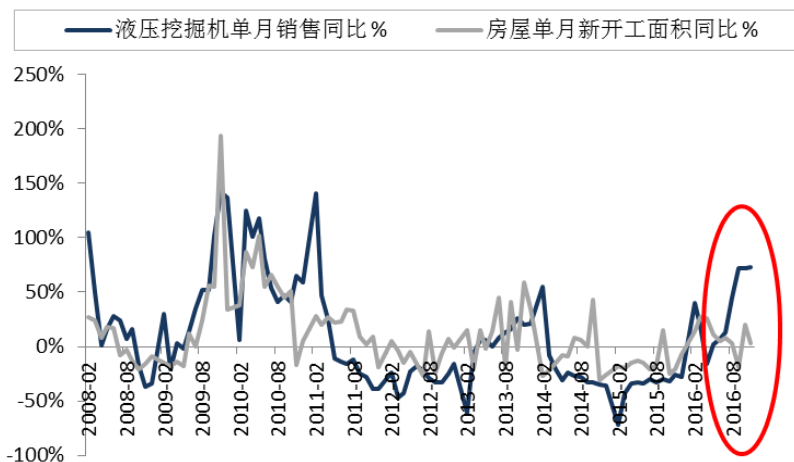
再按照一台大挖售价 80 万，一台中挖售价 30 万，一台小挖售价 10 万估算，整个更新市场的规模为 800 亿元。按照平均分配原则，预计 2017-2022 年的每年的更新需求可以达到 130 亿元左右。2015 年三一重工，柳工的挖机销售额分别为 61 亿元，22 亿元，市占率分别为 22% 和 7%。假设市占率不变，挖掘机行业未来 5 年每年增长 20% 左右，我们判断，更新需求可占未来挖掘机国内销售量的 40-55%。

2. 基建投资接棒房地产成为推动工程机械发展的助力

根据我们草根调研工程机械厂商的结果，可以推断出：挖机的下游市场需求约有 40-50% 来自于房地产投资，20-30% 来自于基础设施建设，10-20% 来自于矿产开采，其余为制造业投资等。

然而从 2016 年开始，挖机销量增速与新开工面积增速不再高度相关，挖机销量增速趋势线的斜率远高于新开工面积增速趋势线的斜率，呈现挖机销量的绝对反弹。特别是 2016 年下半年开始，房地产新开工面积环比回落，同比几乎无增长，但是挖机反而继续高速增长，甚至连续 4 个月出现了 70% 的单月同比增长，两者有相互背离的趋势。我们认为，从整体看，2016 年国内新开工面积增长 8.0%，略有复苏，是工程机械行业回暖的原因之一，但绝不足以支撑此次的大反弹，房地产投资对此次复苏的贡献度较低。

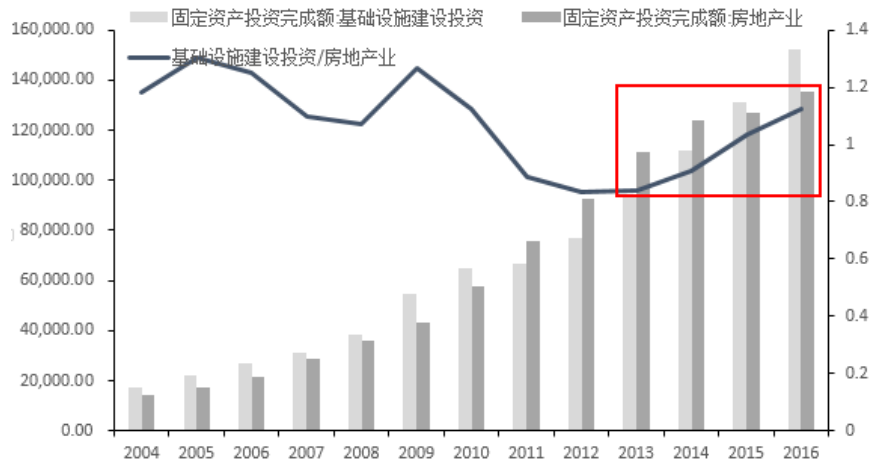
图表 13：挖机与房地产新开工面积增速对比：2016Q1 高度正相关，2016Q3 开始出现背离



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

以基建和地产投资完成金额的比值作为贡献度衡量指标可看出，从2009年起基建投资贡献度相对与地产投资在逐渐下降，直至2013年发生转折，基建投资和地产投资二者发生一定的结构变化，地产投资需求在逐步降低，基建投资需求拉动作用上升。基建投资和地产投资对固定资产投资贡献比例从2013年的0.833:1上升至2016年的1.124:1。

图表 14: 2013年开始，基建投资和地产投资二者发生一定的结构变化，地产投资需求在逐步降低，基建投资需求拉动作用上升



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

作为工程项目开工建设的主力军，工程机械行业将直接受益于基建项目。我们东吴机械组预计，2017年预计房地产投资增速将下降至3%-4%之间，如GDP增速和固定资产投资需保持底线增长，基建投资增速将需要上升至20%左右，基建需求将持续。

根据我们的预测，未来基建需求占比总销量的比例维持在60%左右，销量从2016年的4.2万台也上升至2020年8.7万台。未来房地产需求占比总销量的比例从10%下降到8%，销量从2016年的0.7万台上升到2020年的1.2万台。

1.2.2. 挖掘机业务成为三一重工新的盈利中心

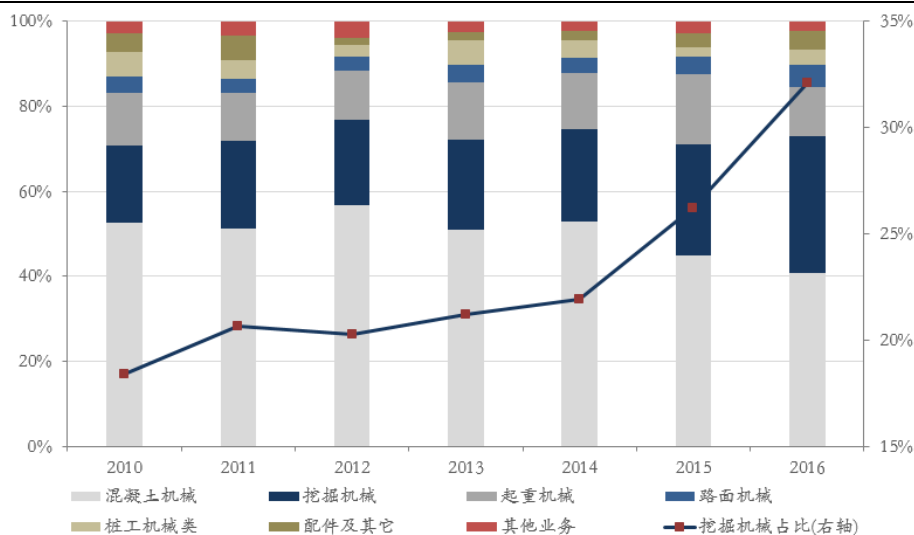
自2009年年底三一重工收购三一重机挖掘机业务及资产以来，挖机销售在公司营业收入中的重要性逐年攀升。目前混凝土机械业务仍然占据公司收入的最大份额，三一重工也是全球最大的混凝土机械制造商，但是挖机业务的异军突起已将混凝土业务占比由高点的56.61%压缩至40.82%，而挖掘机占比也从2010年的18.36%一路上升到了2016年的32.09%。

同时，挖掘机业务的盈利质量也非常高。虽然公司的整体毛利率受到衰退打击，从2010年的36.85%下降到了2016年的26.21%。公司业务的大头——混凝土机械的毛利率更是从高点的41.83%下滑到21.46%，但是挖掘机业务的毛利率却并没有被影响，一直维持在30%左右。这表明挖掘机业务正在成为三一重工一个新的盈利中心，它也将是三一未来的一个重点发展方向。

此外，公司业务的多样化也有助于公司业绩的稳定。尤其对于工程机械这种周期行业来说，对周期波动风险的抵御能力是至关重要的。较

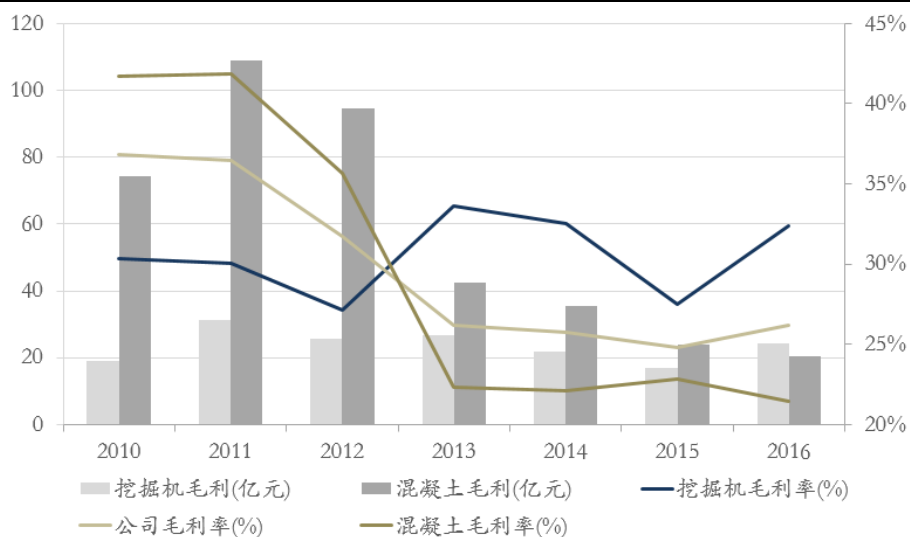
为稳定的营收有助于公司度过萧条衰退时期，避免利润、费用率的大起大落，也可以尽可能地减少裁员数。作为对比，同为国内工程机械龙头的柳工在2010年至2016年期间其挖机业务占比一直维持为18%左右较低的水平，这也是图表中虽然柳工海外收入占同样比较高，收入增长率却不如三一重工稳定的一个原因。

图表 15：公司各项业务占比动态变化显示其挖掘机械业务迅猛发展



资料来源：Wind 资讯，公司公告，东吴证券研究所

图表 16：挖掘机毛利率受衰退影响较小，现已高于公司整体毛利率



资料来源：Wind 资讯，公司公告，东吴证券研究所

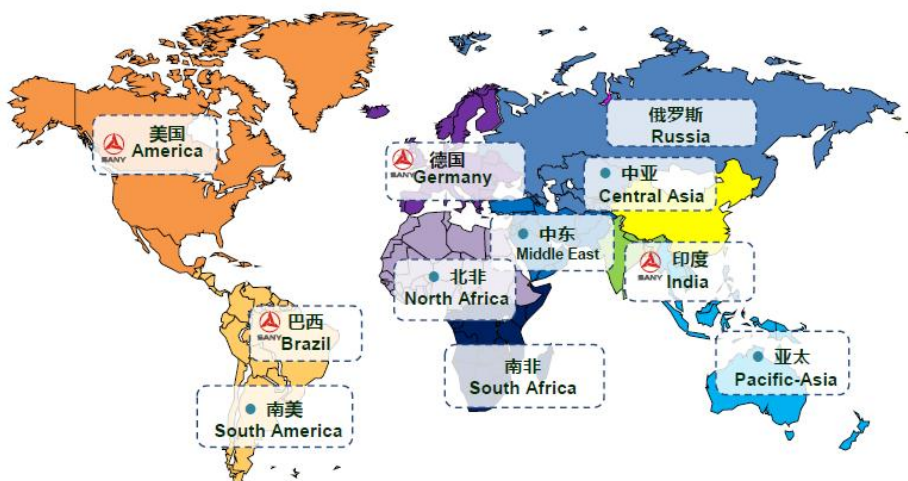
1.3. 海外收入成为稳定三一重工业绩的利器

日本以挖掘机为代表的工程机械行业经历了“内需拉动”-“内需饱和”-“出口主导”-“出口承压”四个阶段。类似地，中国的工程机械行业已渡过“内需拉动”阶段，正处于由“内需饱和”向“出口发展”的过渡期。一路一带战略的适时推出刺激了工程机械海外出口需求，同时

也有助于国内工程机械公司的健康稳定成长。

三一重工在海外市场的表现可谓后来居上。在 2011 年，其海外收入占比仅为 6.75%，远落后于柳工、山推股份、杭叉集团、徐工机械、安徽合力等一众国内其他工程机械公司的平均水平 13.34%（在图表 7 中其他公司的平均占比以灰色阴影表示）。到了 2015 年，虽然其他 7 家公司的海外收入平均占比也攀升到了 20%，但已被三一重工远远甩下，因为其海外收入占比在短短 4 年中跃升了 36 个百分点，到了 43%。如此快速的进步依托于三一系统且有前瞻性的全球布局。虽然直至 2012 年三一的海外收入占比才开始显山露水，但早在 2006 年公司就落下海外布局第一子，在人口大国印度斥资 6000 万美元投建了第一个海外研发中心，并于 2009 年建成了三一重工印度产业园并投入使用。目前，公司在海外员工超过 4000 人，设有印度、美国、德国、巴西 4 个海外研发制造基地，还设有亚太、拉美、南非、北非、中亚、中东和俄罗斯等 7 个海外销售大区 and 成员公司，在全球 70 多个国家和地区建立了由 1700 多个服务中心组成的产品销售网络，产品出口至 130 多个国家和地区。

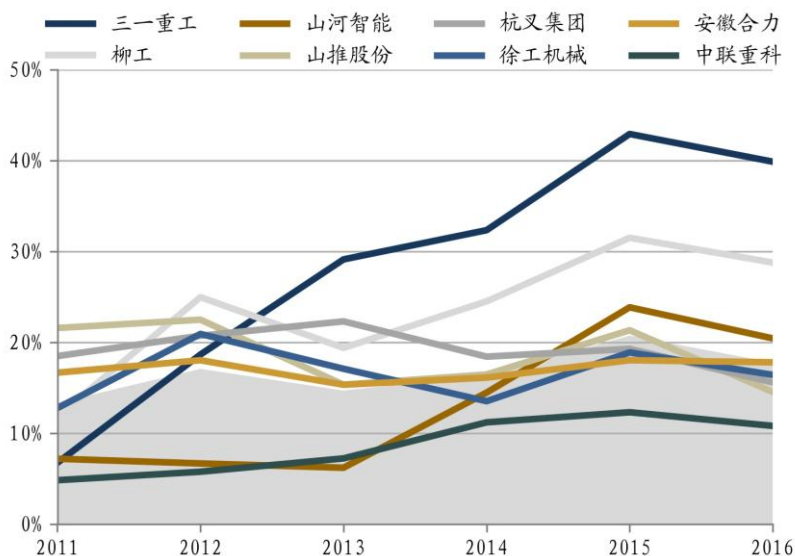
图表 17：三一重工在全球的布局



资料来源：公司宣传资料，东吴证券研究所

三一在硬件方面布局全球，但也没有忽视软件方面的精耕细作，在国际化的同时还强调本土化。三一美国员工的本土化率达到 70%，而三一德国、三一印度的这一比率则为 80%。公司也没有忘记作为一个企业应负的社会责任。在 2010 年智利矿难救援和 2011 年福岛核危机救援中都可以看到三一重工产品的身影。此外，三一还积极投身其海外公司当地的各项慈善与社会公益活动，不仅大幅提高了三一的海外知名度，还促进了三一海外业务的开展。

图表 18: 国内工程机械企业海外收入占比比较 (灰色阴影表示除三一重工之外的其他 7 家公司的平均海外收入占比)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 19: 三一重工积极进行全球产业布局, 开拓海外市场

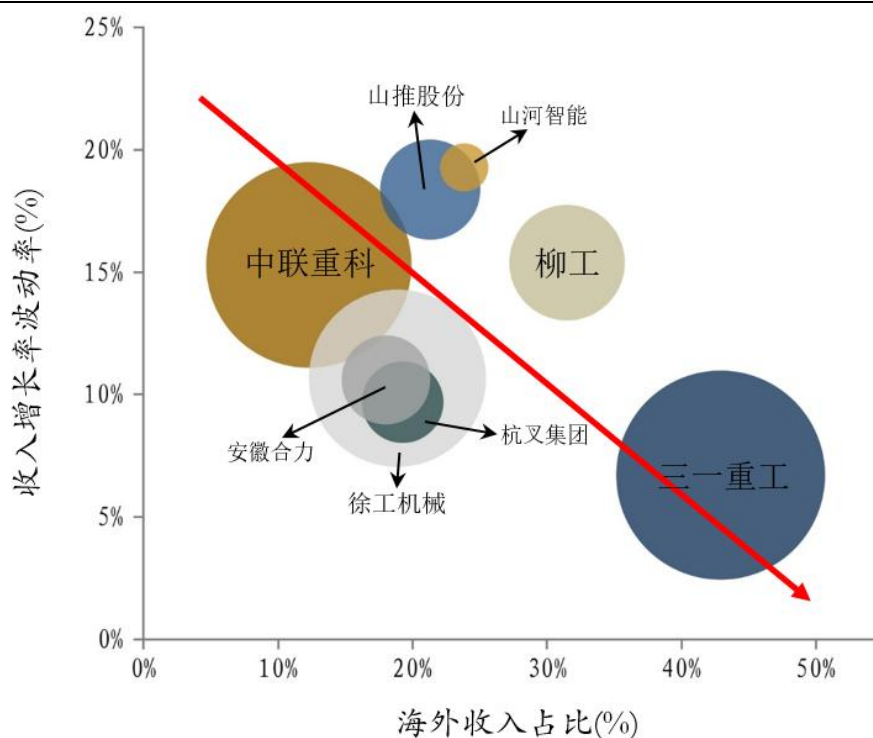
时间	三一重工海外大事件
2006	<ul style="list-style-type: none"> 在印度投建第一个海外研发和制造基地, 经营泵车、拖泵、挖机、平地机、履带起重机、汽车起重机、桩工机械、港口机械及摊铺机等业务
2007	<ul style="list-style-type: none"> 在美国投建第二个海外研发和制造基地, 经营履带起重机、越野起重机、轮胎起重机、挖掘机、正面吊和堆高机等业务, 产品销往美国, 加拿大, 墨西哥等国
2009	<ul style="list-style-type: none"> 在德国投建第三个海外研发和制造基地, 经营起重机、挖掘机等业务
2010	<ul style="list-style-type: none"> 在巴西投建第四个海外研发和制造基地, 经营起重机、挖掘机等业务, 生产服务范围包括巴西、哥伦比亚、阿根廷、秘鲁和委内瑞拉等 三一的履带起重机在智利矿难救援中承担起吊救援舱的重任, 被赞为“国家骄傲”
2011	<ul style="list-style-type: none"> 三一无偿捐赠一台 62 米的泵车参与日本福岛核危机救援
2012	<ul style="list-style-type: none"> 三一重工收购“全球混凝土机械第一品牌”德国普茨迈斯特 与随车起重机巨头奥地利帕尔菲格签约成立合资公司
2014	<ul style="list-style-type: none"> 三一重工旗下起重机公司与奥地利帕尔菲格公司实现交叉持股 公司的哥伦比亚团队紧急调集挖机参与哥伦比亚矿难救援
2015	<ul style="list-style-type: none"> 三一重工在印尼建立“三亚太物流中心”, 立足印尼并辐射马来、菲律宾、新加坡、泰国等周边国家

资料来源: 公司公告, 公司网站, 东吴证券研究所

海外收入占比的上升对三一在国内业绩收缩提供了良好的风险对冲。在国内工程机械行业衰退期间, 三一的国内营收从 2011 年的 456.4 亿元节节下滑到了 2015 年的 126.5 亿元, 但是同期海外收入却逆势从 34.3

亿元上升至 100.3 亿元。如果假设公司没有大力开拓海外市场，仅根据国内营收数据计算，三一在衰退期间最低谷的 2015 年的营收相比较 2011 年，下滑幅度为 72.3%。但是计入海外收入之后，公司在 2015 年的的总营收相比较 2011 年下滑了 53.8%，相较于不拓展海外市场，出口后改善了 18.5 个百分点，足见海外收入对稳定公司业绩的帮助之大。下面图表是国内各个工程机械公司 2012-2015 年收入增长率的波动率关于各自 2015 年海外收入占比的散点图，每个散点的大小正比于各个公司 2015 年的总营收。从散点的分布可以大致看出收入增长率的波动率随海外收入占比的增加而降低。以图中的两个极端——三一重工和中联重科为例，虽然两者的体量也即圆圈的面积相近，但是由于三一重工的海外收入占比在 2012-2015 年期间一直高于中联重科的 5.76%-12.31%，三一重工的营收增长相较于中联重科更为稳定。反映在营收增长率的波动率上面，2012-2015 年期间，三一重工的数值为 6.79%，而中联重科为 15.28%。

图表 20：凭借较高的海外收入比例，三一重工营收表现最为稳定



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. “一带一路”助力三一拓展海外业务

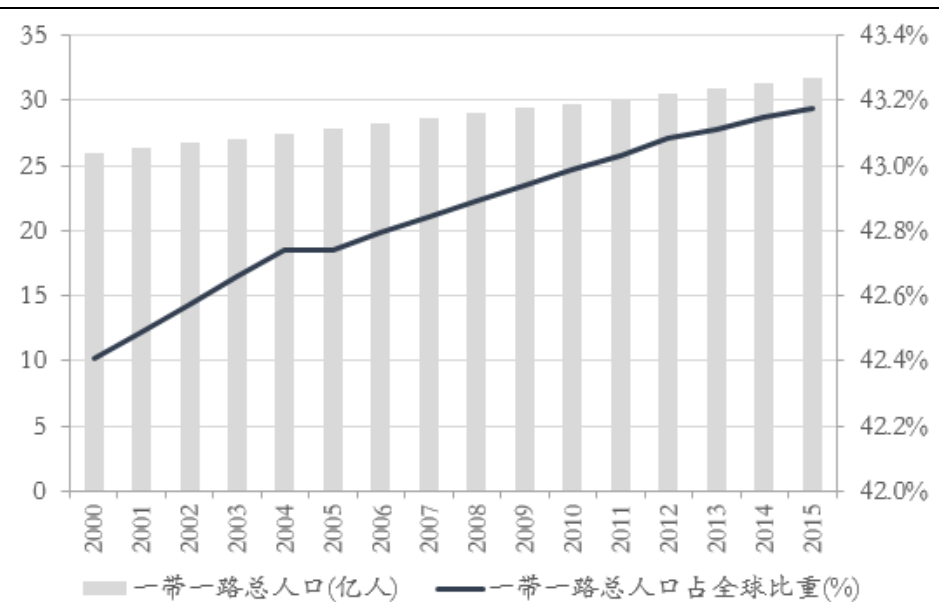
2.1. 潜力巨大的“21 世纪海上丝绸之路”和“丝绸之路经济带”

2013年9月和10月，中国国家主席习近平在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”（简称一带一路）的重大倡议，得到国际社会高度关注。中国国务院总理李克强参加 2013 年中国-东盟博览会时强调，铺就面向东盟的海上丝绸之路，打造带动腹地发展的战略支点。加快一带一路建设，有利于促进沿

线各国经济繁荣与区域经济合作，加强不同文明交流互鉴，促进世界和平发展，是一项造福世界各国人民的伟大事业。

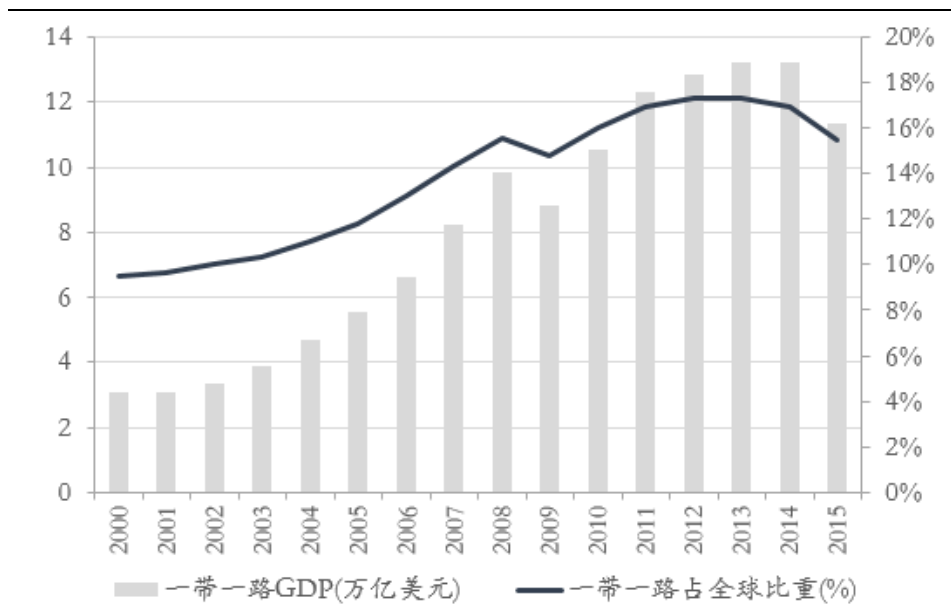
当前，“丝绸之路经济带”和“海上丝绸之路经济带”涉及65个国家和地区的人口总数自2000年以来一直稳步增长，至2015年共计31.72亿人，占全球人口比例也从2000年的42.4%增加到了2015年的43.17%。然而由于这些国家多以新兴经济体和发展中国家为主，其2015年的经济总量为11.35亿美元，仅占全球GDP的15.45%，人口占比与经济占比严重不符，发展潜力非常之大。一带一路国家近5年GDP平均增速为4.7%，普遍高于以欧盟为代表的发达国家的-0.5%的水平。其中陆上丝绸之路沿线国家的增长略高，在5.1%左右。人均GDP水平与中国相近，为欧盟的1/3左右，而陆上丝绸之路国家人均GDP较低，为5千美元/年左右，低于中国的7千美元/年；海上丝绸之路国家的人均GDP在1.4万美元/年左右。所以目前一带一路国家的总体人均GDP水平与中国相近，且处于高速成长期，中国提出的一带一路共荣战略，符合国家经济发展的根本利益，有共同的合作现实基础。

图表 21：一带一路国家（不含中国）人口规模稳定增加，全球占比已达43%以上



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

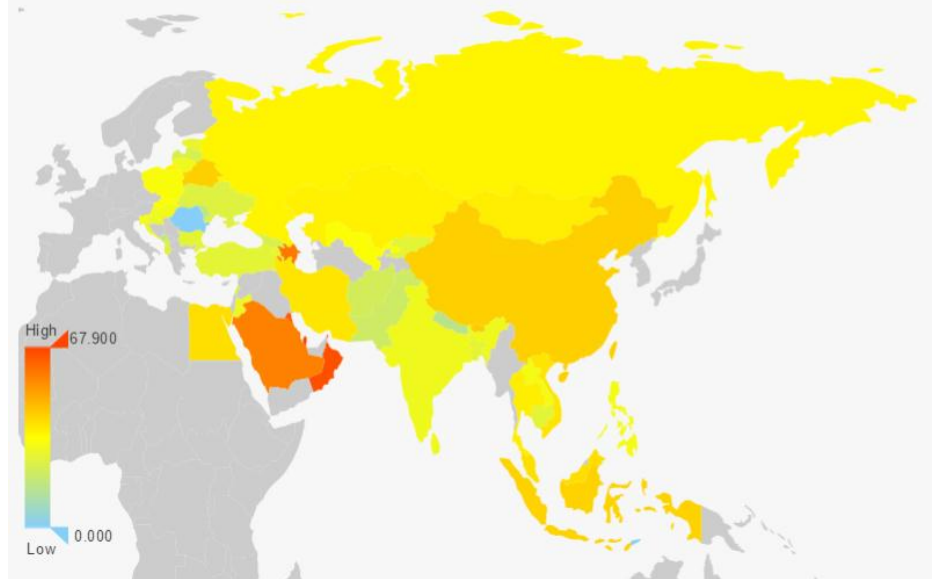
图表 22：一带一路沿线国家（不含中国）经济总量仅占全球16%左右，与人口占比不相符



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

一带一路 65 个国家中除了沙特阿拉伯、阿曼、科威特、阿塞拜疆、卡塔尔这 5 个国家的工业增加值占 GDP 比重高于中国，其他大部分沿线国家都处于 21%到 37%之间，低于中国 42.7%的水平。所以沿线国家的基础工业、基础设施建设都比较落后。以铁路为例，虽然中国近几年高铁大跃进，但是 2015 年中国国内铁路密度仍然只有 0.8km/万人，明显低于美国 7.4km/万人水平，也低于日本的 1.6km/万人。然而从陆上丝绸之路国家来看，周边国家经济发展大多更不及中国，铁路基建技术也相对落后。近二十年来，一带一路国家的总人口在持续增长，十年内从 2005 年的 28.22 亿人增加到 2015 年的 31.72 亿人，增长了 12.4%，而同期的铁路总里程从 32.08 万公里增加到 32.90 万公里，仅增加了 2.56%，这远远低于同地区人口的增速，也低于同期中国的铁路里程 56.94%的增速。因此，一带一路的道路联通前提必将首先带动沿线的铁路和高铁建造，进而轮动到其他基建领域，从而为工程机械等行业提供海量的需求，成为我国工程机械行业装备出口和产能外移的重要对象。

图表 23：一带一路沿线国家 2014 年的工业增加值占 GDP 比重普遍低于中国

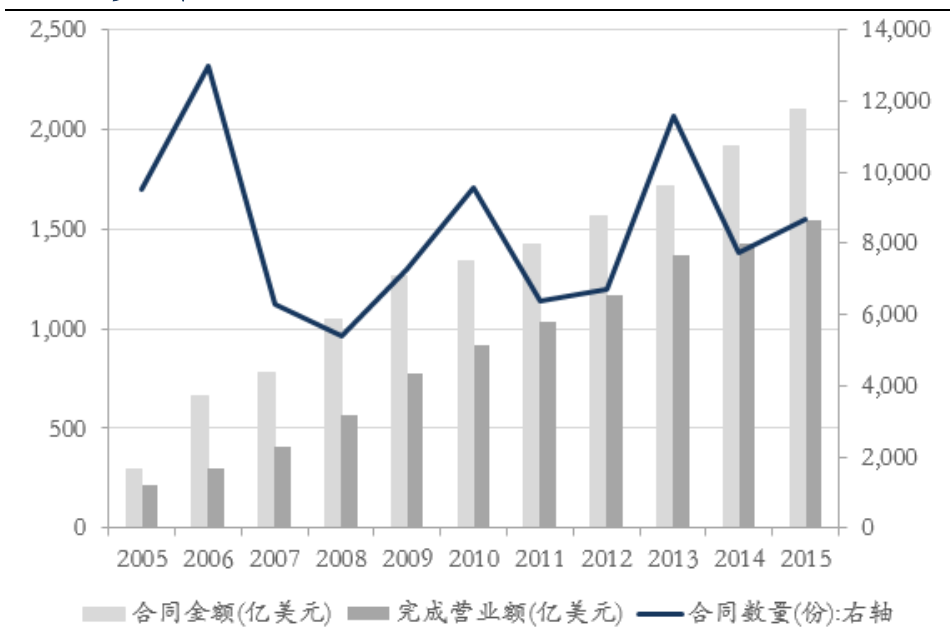


资料来源：一带一路大数据综合服务门户，东吴证券研究所

2.2. 一带一路战略将刺激工程机械海外需求爆发

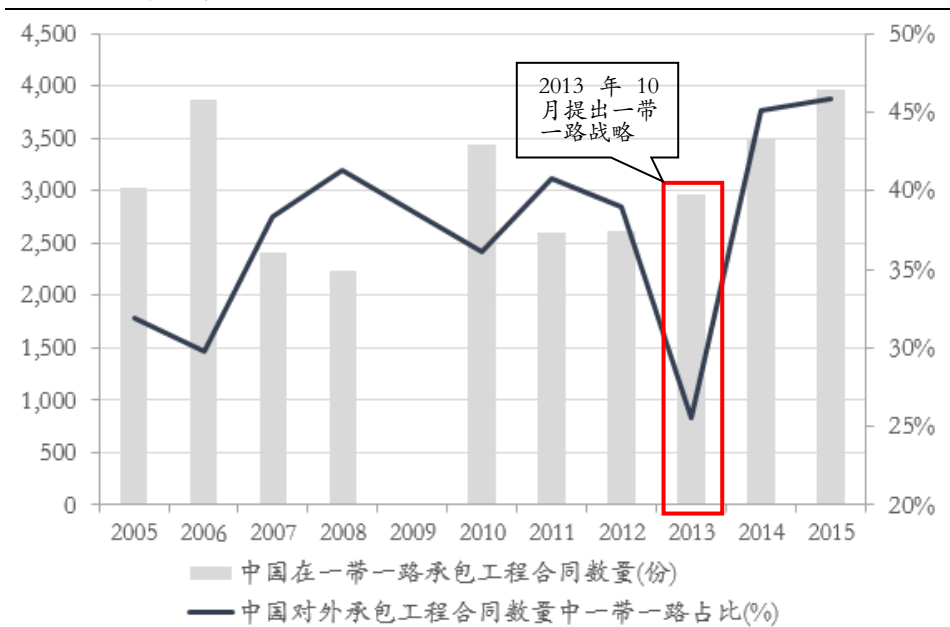
虽然 2005 年以来,我国签订的对外承包工程的合同数量一直在波动,且振幅较大,但更具说服力的指标——合同金额和完成营业额一直都在稳步上升。2011 年我国对外承包工程营业额首次突破 1000 亿美元,而 2015 年的工程营业额则超过了 1500 亿美元,增长速度达到了 8.2%。这一部分需要归功于一带一路的贡献,因为自 2013 年 10 月一带一路战略提出以来,中国企业在一带一路相关的 65 个国家签订的对外承包工程项目合同的数量与金额都在增长,其中 2015 年新签合同 3971 份,占海外工程合同总数的比例达到了新高 46%,合同金额 926 亿美元,同比增长 9%。

图表 24: 2005 年以来中国签订的海外承包工程合同金额与完成营业额双双稳步上升



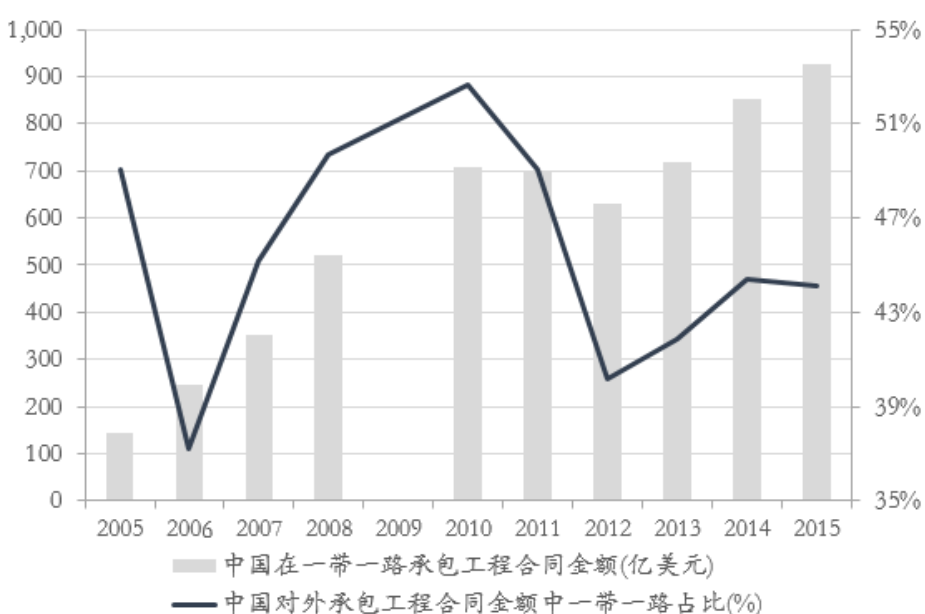
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 25: 自 2013 年 10 月一带一路战略提出以来, 中国对外承包工程合同数量中一带一路国家占比快速上升



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 26: 近年来中国在一带一路沿线国家承包工程合同金额一直在增长



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

受“一带一路”政策推进影响, 2016 年前三季度大型建筑央企的订单普遍高增长, 像中国中铁 (118.70%)、中国电建 (82.81%)、中国化学 (61.27%)、中国建筑 (35.24%)。从建筑类公司的订单传导到工程机械类公司, 平均周期是半年到一年。据历史经验, 工程机械造价一般占固定资产总投资的 1.5%-2%, 我们估计未来 3 至 5 年海外年均工程机械需求额可能达到 1500 亿以上, 约占当前我国工程机械总销售额 15% 左右。因此我们推测 2017 年工程机械设备类公司的海外业务可能会有同比高增长, 海外业绩有望超预期。

2.3. 三一重工积极布局“一带一路”

在三一的全球布局中, “一带一路” 占据了重要地位, 公司早年在海外的布局已经奠定了良好基础, 2013 年 10 月提出的一带一路战略则为三一三一如何走出去指明了方向和路径。三一重工在“一带”和“一路”这两条线上一步一个脚印, 走得稳重而富有成效。

2.3.1. 三一在“丝绸之路经济带”上西行

1. 三一西北产业园

2011 年三一落户新疆, 成立三一西北, 从而打造出其在西北和中亚地区一个新的增长极。三一是唯一一个在新疆建立起大型生产基地的工程机械企业。2013 年, 随着三一西北中亚大区的落地, 一个面向西北、辐射中亚的总体布局也正式宣告完成。2013 年, 三一西北成立中亚大区营销公司, 负责哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦、巴基斯坦、阿富汗的市场营销工作。

2. 三一德国产业园

2011 年三一建立德国产业园，这是三一继印度、美国之后，在海外设立的第三个研发制造基地。三一计划借助于国际化，摆脱过度依赖已经产能过剩的国内市场。而国际化战略主要包括两个方面，一是依托大企业大项目，即依托“一带一路”工程，扩大在海外的销售，以“借船出海”。二是通过并购海外知名龙头企业来进一步增加三一的海外市场份额和技术优势。

2013 年 7 月，三一重工斥资 5489.77 万美元，收购国际混凝土巨头企业德国普茨迈斯特，并获得了其在土耳其、比利时、西班牙、俄罗斯的 10 多家制造工厂。

3. 三一中东大区

同样分布在“丝绸之路经济带”关键点上的，还有三一中东大区、俄罗斯大区。根据三一 2014 年年报，中东大区 2014 年实现销售较上年增长 24%，起重机销量连续两年保持第一，挖掘机在中资品牌出口量中占比第一。其他区域也表现出较好的增长潜力。

4. 三一俄罗斯大区

三一俄罗斯大区 2013 年销售 1.8 亿，其泵送产品在俄罗斯非常受欢迎，已经占据 20% 的市场，加上已被收购的普茨迈斯特所占有的 30% 市场份额，三一的泵送产品在俄罗斯市场已经占据了半壁江山。另外，旋挖钻机也得到了迅猛发展，其在俄罗斯的市场占有率已达到 30%。

2.3.2. 三一沿“21 世纪海上丝绸之路”南下

1. 三一亚太大区

三一亚太大区是三一发展最为迅猛的国际单元之一，2013 年销售就突破了 18 亿元。2014 年 1 至 11 月，亚太大区销售额超 10 亿元，在多个重点市场的出口额位居中国同行业第一。而后市场持续发力，配件销售超过 3000 万元，同比 2013 年增长了 35%。

三一的亚太总部设在泰国，并在印尼巴淡岛建立“三一亚太物流中心”，占地 225 亩，与国内的重点沿海港口（包括福州、泉州、广州、湛江、海口）通过海运遥相呼应，辐射印尼、马来、菲律宾、新加坡、泰国等周边国家，助推东南亚工程机械发展和城市建设。

2. 三一印度产业园

作为“一带一路”战略中“孟中印缅经济走廊”最重要的部分，印度是中国企业拓展海外市场的首选。三一 2002 年开始进入印度市场。2007 年就在普纳投资 6000 万美元建设产业园。印度普纳产业园是三一在海外建立的第一个生产基地，也是中国工程机械行业到海外建厂的第一例。作为三一国际化的排头兵，三一印度公司立足当地，引入本土化人才，大量培养本土化营销服务人员（目前三一印度公司 96% 的员工为印度籍），贴近客户，在印度市场渐入佳境。2013 年，三一挖机、履带吊、汽车吊等产品已成为三一印度主打产品。2014 年，三一印度一举坐上了履带吊市场份额的头把交椅。目前，随着“一带一路”中印高铁项目的最终敲定，以及印度基础设施建设的巨大潜力，三一印度公司的增长前景看好。2016 年销售达到近 10 亿元，今年一季度销售额近 4 亿元，同比增长达到 90%。

三一在印度不仅招募了包括 CEO、营销总监等大批本地人才，还基本

实现了挖机、搅拌车及部分起重机产品的本地化生产。目前，印度各大重点工程的建设基本都有三一设备的身影，还有部分“印度制造”的产品已出口至南亚、中东及非洲等多个国家。未来，三一将持续加大对印度的投资，除工程机械领域外，还将积极与印度政府和企业开展风电、住宅工业化等方面的多方位合作。

3. 三一南非、北非大区

近年来，非洲国家和平与安全形势大为改善，区域一体化稳步推进，工业化和城镇化加速发展，人民生活水平不断提高。国际货币基金组织预测，2015 年全球经济增长最快的 10 个国家，将有 7 个在非洲。三一正是看准了非洲振兴经济的强烈愿望，强势拓展非洲市场。三一于 2002 年将第一台泵送产品卖到非洲。截止目前，公司在非洲经营已有 13 年，形成了以南非大区和北非大区两大区域阵营为中心的经营格局，业务覆盖整个非洲大陆。

三一在非洲发展迅猛，南非大区年销售同比增长在 100% 以上。2006 年三一重工在南非最大城市约翰内斯堡设立子公司，这里地处世界最大金矿区和南非经济中枢区的中心，市场辐射能力强。2012 年公司在此基础上进一步成立南非大区，辐射范围包括南非、安哥拉、赞比亚等近 30 个国家，主打产品包括起重机、挖掘机、压路机等设备。南非大区在它成立的同一年实现了盈利。

2.3.3. 目前三一的一带一路布局初步形成，三一将迎来收获季

三一重工凭借以上这些在一带一路的布局，在各种海外工程中收获颇丰。下表是选取的一些具有代表性的精品工程，其中既有“超级工程”，也有海外国家重点项目，更有世界第一高楼。施工环境涉及沙漠高温、永久冻土带、花岗岩地质等等。但是这些恶劣的施工条件都没有妨碍三一设备的正常工作，为三一重工的产品质量做了最好的广告。

图表 27：三一重工在一带一路沿线国家参与的部分重大工程

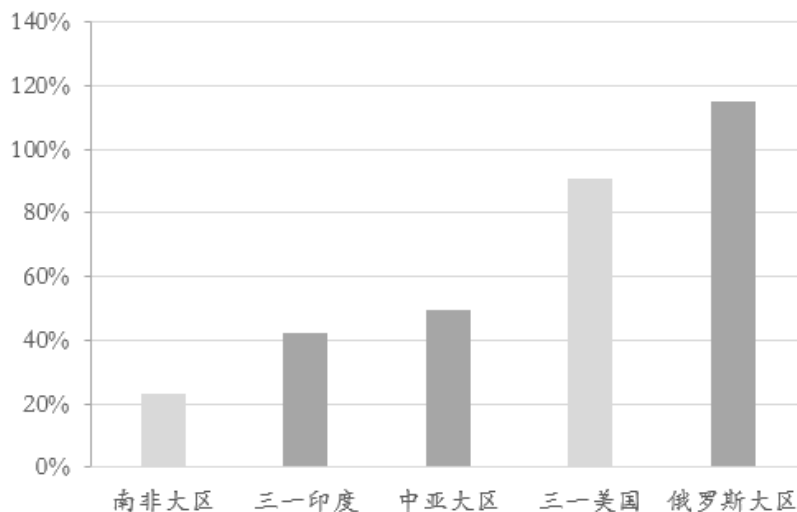
项目	项目金额	涉及的三一设备	项目备注
中泰国际铁路	233 亿美元	汽车起重机、挖掘机、旋挖钻机、压路机、平地机、混凝土搅拌站和搅拌车等 170 台三一设备	全长 1830 公里，被称为亚洲“超级工程”
中国-老挝铁路	400 亿人民币	泵车、搅拌车、平地机、压路机等 20 台三一设备	全长 400 多公里的，旱季赶工
斯里兰卡南部铁路	一期项目合同 2.78 亿美元	挖掘机、泵车、拖泵、汽车吊、旋挖钻等 20 台三一设备	全长 127 千米，一期工程长 26.7 千米，花岗岩地质，高温施工
沙特吉达国际机场	53 亿美元	三一 STC250、STC750 起重机	占地约 106 平方公里，世界上最大的机场，身处沙漠，施工场地气候恶劣
印尼公主港燃煤电厂项目	27 亿美元	三一 SCC4000 履带起重机	电厂总容量 10000MW，是当地能源建设的核心工程

阿联酋 Habshan 石油钻井工程		三一 SRC550H 越野轮胎起重机	之一 项目位于撒哈拉沙漠地区, 白天温度高达 60 度, 施工环境恶劣
俄罗斯诺亚布里斯克石油、天然气输送站项目		三一 SR150 旋挖钻机	是俄罗斯国家重点工程, 接近北极圈, 处于永久冻土带, 最低温度达零下 60°C。
卡塔尔 Lusail 新城建设	450 亿美元	三一起重机、履带吊、泵车、旋挖钻机等	打造一座 21 世纪独特的标志性城市
卡塔尔国家战略储备水池	60 亿美元	三一挖掘机, 平地机, 拖泵等	卡塔尔的第一个国家发展五年计划中投资最大的项目
阿联酋商业湾广场		三一布料杆、泵车和拖泵	总覆盖面积达 4690 万平方英尺, 高温环境下施工
俄罗斯 Sayano-Shushenskaya 水力发电站重建		三一泵车及拖泵	俄罗斯最大、世界第六大水力发电站, 零下 20 摄氏度的环境下施工
约旦 Jordan Gate Towers 项目	4 亿美元	三一泵车、拖泵及布料杆	约旦首都安曼第一高楼
印尼莫罗瓦利青山工业园	24.5 亿美元	三一汽车起重机、履带起重机、挖掘机和混凝土机械	是印尼与中国的重要经济合作项目
阿联酋迪拜塔工程	15 亿美元	21 台三一泵送设备	世界第一高楼

资料来源: 公司网站, 公司微信公众号, 东吴证券研究所

2016 年, 三一的海外区域出口同比增长非常迅猛, 尤其是一带一路沿线的俄罗斯、中亚大区和三一印度的表现非常抢眼, 同比增速分别为 115%、50% 和 42%。

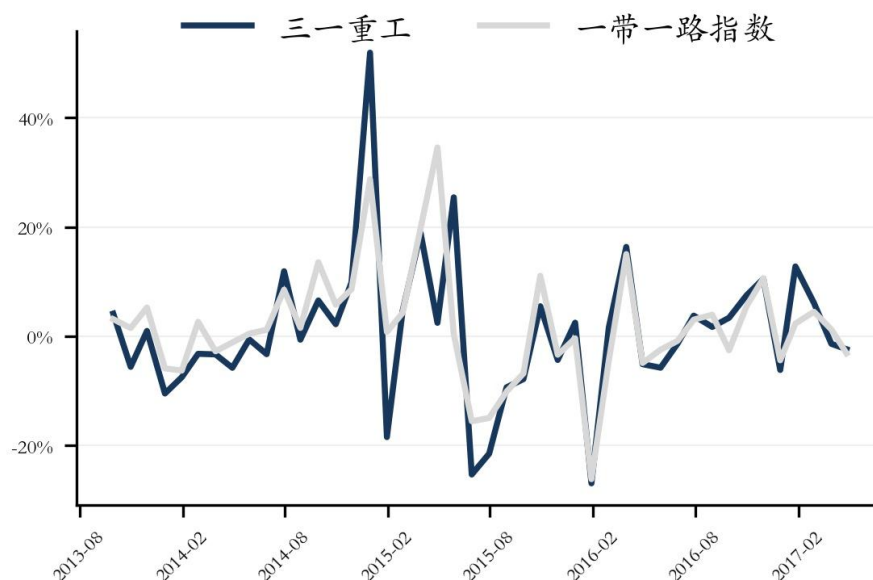
图表 28: 三一重工 2016 年 1-11 月海外区域出口同比增长迅猛, 一带一路沿线的俄罗斯、中亚大区和三一印度表现抢眼



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

目前公司 70%至 80%的海外市场就在这条世界跨度最长的经济走廊上,按照三一 2016 年海外收入占比 39.89%以及总营收 232.8 亿元的数据,2016 年“一带一路”总共为三一贡献营收约 70 亿元,已成为三一业务一个不可或缺的重要组成部分。这也解释了为什么三一重工的股价(600031.SH)走势与“一带一路指数”(399991.SZ)十分类似。据计算,自 2013 年 10 月一带一路战略提出以来,三一重工股价与一带一路指数两者的月涨幅的皮尔逊相关系数为 0.76,属于强相关,而其双尾 p 值为 2.47E-9,十分接近于零,说明相关性极其显著。

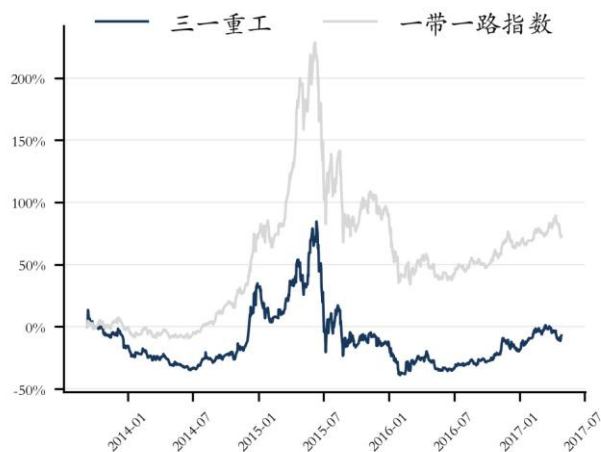
图表 29: 三一重工(600031.SH)与“一带一路指数”(399991.SZ)的月涨幅显示三一的股价表现与“一带一路指数”的相关度非常高



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

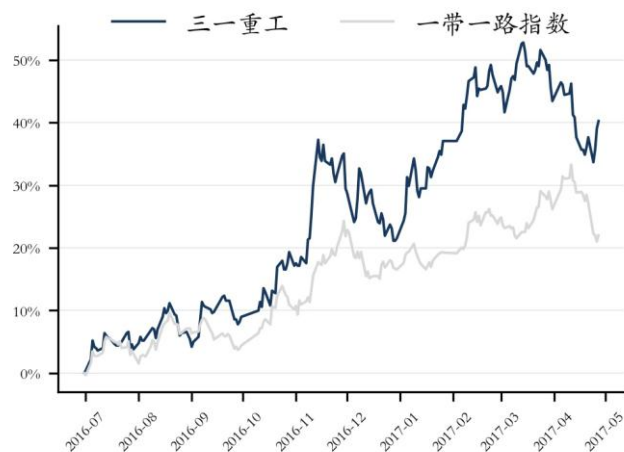
然而,如果我们观察两者走势的话会发现虽然两者的走势曲线形状很像,但是一带一路指数自其概念提出以来已累计上涨了 73.18%,可是相同的时间内,三一的股价却下跌了 7.12%。我们认为,是受到 2013-2015 年期间工程机械行业不景气,三一的股价被过分低估所致。可喜的是 2016 年下半年以来,受到行业回暖的激励,三一的股价已相对于一带一路指数多上涨了 18 个百分点。这可以认为是投资者的偏差受到纠正,使得三一股价能够回归其真正价值。从三一股价目前仍远远落后于一带一路指数的涨幅这个现实来看,三一重工未来估值的向上空间较大。

图表 30: 自一带一路概念提出以来(2013 年 10 月), 一带一路指数的累计涨幅已超出三一重工 80 个百分点



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 31: 2016 年下半年以来, 三一股价得到补涨, 缩小了与一带一路指数涨幅的差距



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.4. 丝路基金、亚投行等金融机构为三一的现金流保驾护航

开发资金短缺是一带一路发展中国家投资基础设施建设、融入全球市场的重要制约因素。同时, 现金流的健康程度对于三一重工这类大型工程机械厂商来说也至关重要。过去行情较好时, 工程机械企业为了抢占市场份额, 往往采用非常激进的扩张策略, 一个典型的例子就是信用销售政策, 许多商家采用低首付甚至零首付来促进销售额。2012 年三一、雷沃和徐工的首付比例仅为 10%, 即便较为保守的小松其首付比例也较低, 为 20%。三一的销售模式是通过经销商信用销售给最终客户, 客户在首付之后, 一般会立即将设备投入使用, 以赚取资金清还后期款项, 这其中任何资金环节的断裂都会使三一的应收账款形成坏账, 给企业造成流动性风险。而丝路基金、亚投行等金融机构可以为一带一路项目的推进与区域间合作的巩固提供资金保障, 在很多程度上也保证了三一的现金流安全。

1. 丝路基金

丝路基金总规模为 400 亿美元, 首期资本金 100 亿美元中, 目前初定该基金的资金来源于外汇储备以及中国进出口银行、中国投资有限责任公司、国家开发银行三家机构, 其中外汇储备出资占比 65%, 中国进出口银行和中投公司各出资占比 15%, 国家开发银行出资占比 5%。

从模式来说, 丝路基金更接近于主权投资基金, 与多边合作机构相比, 中国具有决策权, 因而具备效率上的优势, 但仍需面临法律环境、税收政策等国别风险。基金先期将以交通、电力、通信等基础设施规划投资为主, 起点为国内相关省份, 项目也以铁路、公路、管道等基础设施的新建和扩建为主, 后期或将在文化、旅游、贸易方面有更多进展。

2. 亚洲基础设施投资银行

亚洲基础设施投资银行的最初设想由中国财政部于 2013 年年初提出, 筹备工作在 2014 年骤然提速, 2014 年 10 月 24 日, 中国、印度、新

加坡等 21 个首批意向创始成员共同签署了《筹建亚投行备忘录》，自此，亚投行作为一个专为亚洲量身打造的基础设施开发机构正式登上了国际舞台。截至 2016 年 8 月 31 日，亚投行有 57 个正式成员国。正式申请加入亚投行的国家已经超过 20 家。正式成员国按大洲分，亚洲 34 国，欧洲 18 国，大洋洲 2 国，南美洲 1 国，非洲 2 国。

亚投行的法定资本为 1000 亿美元，中国从外汇储备出资 50%，即 500 亿美元。注册资本金由成员分期缴纳，一期实缴资本金为初始认缴目标的 10%，即 50 亿美元，其中中国出资 25 亿美元，其他创始成员共同筹集一期资本金的其余 25 亿美元，其中部分国家或由中国提供的贷款出资。就资金管理方式而言，亚投行是一个政府间的金融开发机构，要按照多边开发银行的模式和原则运营，是迄今为止中国规模最大、规格最高的政府多边合作基金，并且中国已表明将持开放的态度，不追求亚投行的绝对主导地位，因此其他国家的资本投入仍存在进一步增加的空间。

首批推进的项目或将集中于与中国基本没有领土纠纷、没有历史问题的传统友好国家，而在中长期，亚投行牵头提供融资方案能够被更多的区域内国家所接受，便于推进更大规模的基建项目，也便于建立起更具普遍适用性的融资模式。

3. 金砖国家新开发银行

2014 年 7 月 15 日，金砖五国在巴西福塔莱萨宣布成立“金砖国家开发银行”，宗旨是对成员国、新兴市场国家和其他发展中国家提供基础设施和项目建设融资，在不到两年的时间内，金砖国家开发银行完成了从概念提出到签署建立协议，2015 年 7 月 21 日，金砖国家开发银行开业，总部设于上海。

金砖国家新开发银行法定资本金 1000 亿美元，首批到位资金 500 亿美元，金砖五国平分金砖发展银行的股权，这意味着中国出资额将达 100 亿美元。金砖国家开发银行主要资助金砖国家以及其他发展中国家的基础设施建设，对金砖国家具有非常重要的战略意义。巴西、南非、俄罗斯、印度的基础设施缺口很大，在国家财政力所不及时，需要共同的资金合作。金砖国家开发银行不只面向 5 个金砖国家，而是面向全部发展中国家，作为金砖成员国，可能会获得优先贷款权。金砖国家开发银行在 2016 年一共批准了 7 个投资项目，同时，金砖银行副行长、首席运营官祝宪介绍，2017 年新开发银行的投资项目将达 15 个，投资总额将达 25 亿美元。

4. 上海合作组织开发银行

上海合作组织成员国元首理事会第十四次会议于 2014 年 9 月 11 日至 12 日在杜尚别举行。与会元首共同签署并发表了《上海合作组织成员国元首杜尚别宣言》。李克强总理 12 月 15 日在上海合作组织成员国政府首脑理事会第十三次会议上表示，将稳妥推进组建上合组织开发银行进程。上合组织成员国为中国、俄罗斯联邦、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦。

上述几大资金池几乎覆盖了一带一路沿线的国家和地区，其逐步筹建和投入运营将为这些地域的基础设施建设、资源开发、产业合作等有关项目提供投融资支持，有助中国消化过剩产能，弥补亚洲发展中国家在基础设施建设等领域存在的巨大资金缺口，促进区域乃至全球经济增

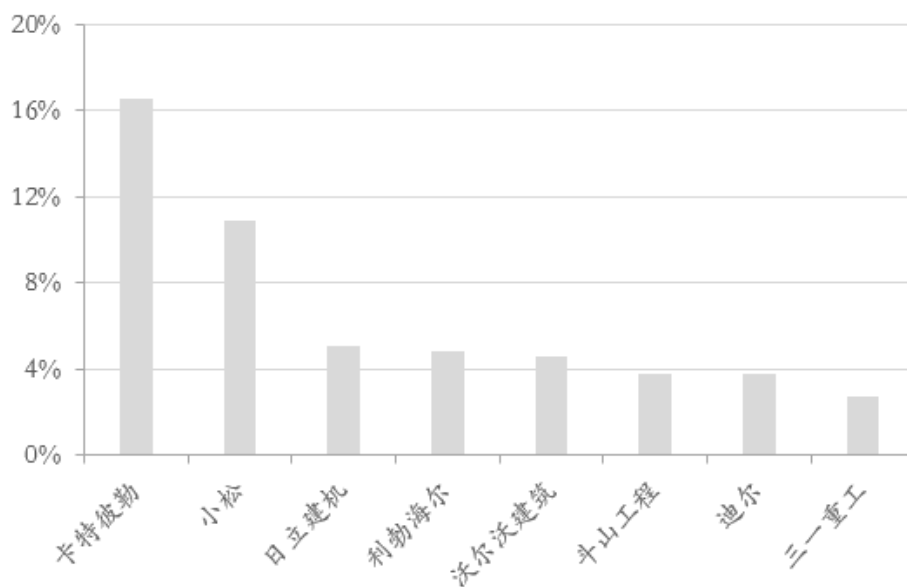
长。2015 年以来，一带一路相关投资的国外合作方以经济组织、中央政府和国有企业为主，并且投入项目以交通、能源等基础设施建设为主。丝路基金、亚投行和金砖国家新开发银行目前在投和已列入未来投资计划的项目呈现出基建占比大，新兴产业跟进的特点。

丝路基金、金砖国家新开发银行和亚洲基础设施投资银行 2015 和 2016 年项目总数 27 个，其中基础设施项目数占比超 85%，已投项目主要集中在清洁能源、交通、输电线路等基础设施领域，根据目前已签订的谅解备忘录，三大机构未来投资领域仍将以清洁能源、道路交通等基础设施建设为主。这也为三一重工的工程机械带来了巨大的机会。

3. 他山之石：从世界龙头看中国龙头三一重工

美国的卡特彼勒和日本的小松是目前全球工程机械市场的两个龙头。在世界领先的工程机械信息提供商——英国 KHL 集团每年发布一次的工程机械制造商 50 强排行榜中，虽然后面 48 名排名一直都在变动，但是卡特彼勒和小松已分别占据第一第二名达 15 年之久。在 2016 年发布的排行榜中，卡特彼勒占全球市场份额由 16 年的 18.1% 下降到了 16.5%，但仍蝉联第一，小松以 10.9% 的市占率位居第二，而三一重工仅占全球份额的 2.7%，排名第 11 位。以市场份额计算，卡特彼勒和小松的体量分别为三一重工的 6 倍和 4 倍。

图表 32：卡特彼勒和小松分别位列 2017 年全球工程机械制造商 50 强排行榜第一第二，三一重工排名第 11



资料来源：KHL 集团 Yellow Table 2017，东吴证券研究所整理

无论质量还是技术，卡特彼勒和小松都是行业标杆，将国内龙头三一重工与这两个同行的世界龙头作比较也是非常有意义的。

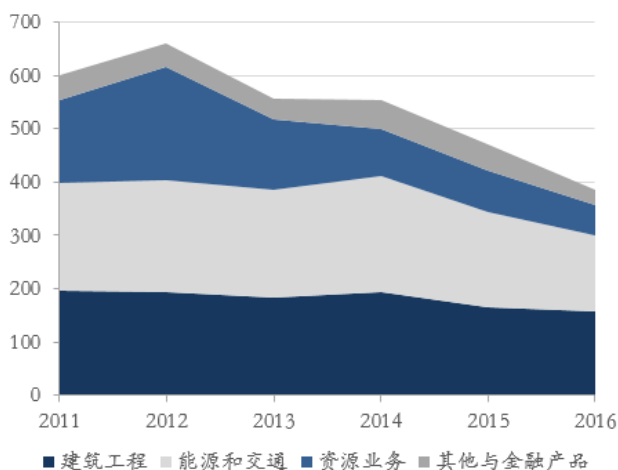
3.1. 卡特彼勒：全球第一工程机械企业

卡特彼勒有限公司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，它也因此成为道琼斯工业平均指数的三十家公司之一。

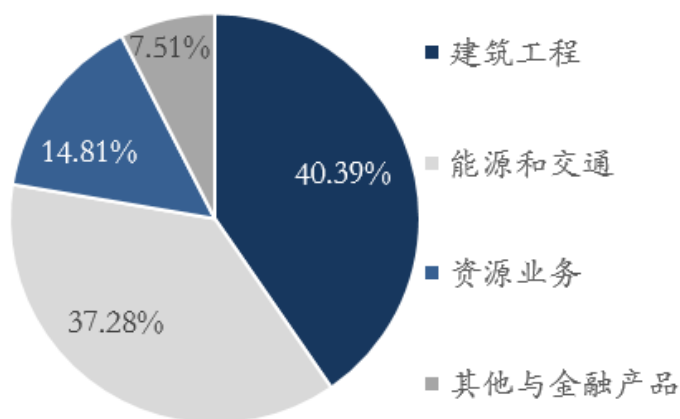
作为专业机械制造业的龙头，卡特彼勒有 300 多种机械设备，从采伐机到推土机，从井下作业机到挖掘机样样皆有。目前，卡特彼勒的主营业务可以分为三大板块：建筑工程、能源与运输、资源产业。建筑工程机械业务一直是公司最重要的业务板块之一，其业绩收入相较于其他板块也更为稳定。虽然卡特彼勒的建筑工程机械业务收入从 2011 年的 197 亿美元下降到了 2016 年的 156 亿，但是其占营业总收入的比例却在 2016 年达到了 40.39%，比 2011 年提高了 7.7 个百分点。

图表 33：卡特彼勒各项业务的营业收入(单位：亿美元)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 34：2016 年卡特彼勒各项业务收入占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.1.1. 纵向类比：一带一路能否起到“马歇尔计划”类似作用？

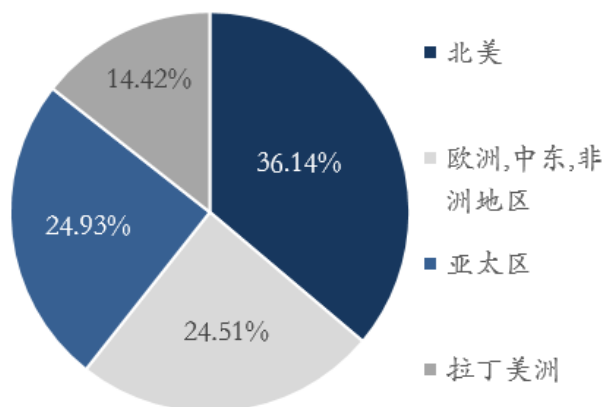
马歇尔计划的官方名称为欧洲复兴计划，是二战后美国对被战争破坏的西欧各国进行经济援助、协助重建的计划，对欧洲国家的发展和世界政治格局产生了深远的影响。

因此，为了消耗过剩产能，开拓海外市场，并希望通过培养和复兴欧洲的消费品市场，拉动欧洲庞大人口对于基本消费品的需求力，美国于 1948 年 4 月正式启动了马歇尔计划。在此计划中，西欧各国通过参加经济合作发展组织（OECD）总共接受了美国包括金融、技术、设备等各种形式的援助合计 131.5 亿美元（若考虑通货膨胀因素，这笔援助约相当于现在 1800 亿美元）。这些美国输欧的资金中，赠款占 90%，贷款占 10%，其中 88 亿流入货品采购，27 亿进入原料市场，16 亿进入工业机械。大规模的资金输入，使得欧洲快速恢复战前水平，并且盘活了美国找不到出口的战争期间积累的大量资本。

卡特彼勒在第二次世界大战期间也发挥了重要作用，其履带式拖拉机被美军用于修复布满弹坑的道路和修筑新道路，以保持重要供应线的畅通。然而这个阶段卡特彼勒公司发展仍然比较缓慢。马歇尔计划提出之前，作为一家发源于美国的公司，卡特彼勒自 1925 年 4 月 15 日成立起就一直偏安于美国发展。直到二战结束，公司也只在伊利诺伊州皮奥里亚东部和加利福尼亚拥有两家工厂。

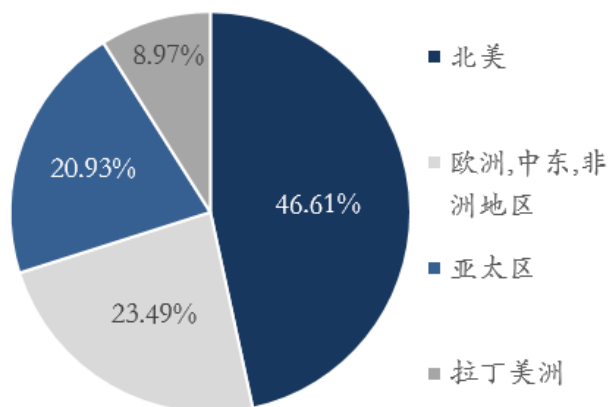
由于欧洲的战后重建涉及海量基建项目，需要非常多的工程机械，马歇尔计划的提出为卡特彼勒走向世界提供了契机。1950 年，卡特彼勒在英国成立其第一家海外分公司，往后的 15 年中，卡特彼勒增设了 15 间工厂，其中包括位于巴西和日本的海外工厂。到 1950 年代末，卡特彼勒已经发展成一家初具规模的跨国公司。1970 年，卡特彼勒在美国以外的销售额首次超过美国本土。2016 年，卡特彼勒北美区营收占比 46.61%，在 2011 年，由于中国的“四万亿”拉动以及拉丁美洲的大量需求，公司的海外收入大涨，北美区营收占比曾被压缩至 36.14%。

图表 35：2011 年卡特彼勒全球各区收入占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 36：2016 年卡特彼勒全球各区收入占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

马歇尔计划一方面帮助了欧洲重建家园，一方面又能帮美国消耗其过剩产能，实现了经济转型，卡特彼勒也借此实现了国际化，并最终成为了世界行业龙头。虽然在意识形态和政治目的上有着本质区别，“一带一路”战略与二战之后美国实行的“马歇尔计划”在经济层面上仍有一定的相似之处。目前的中国同样面临着产能过剩，经济结构亟待转型的困境，国内企业也有着走出去的需求。我们相信一带一路战略足以解决以上两个问题，这点从卡特彼勒高度重视马歇尔计划就可以看出来。作为一家曾经充分享受马歇尔计划红利的公司，卡特彼勒于 2016 年 11 月 29 日发布了《一带一路：共赢的愿景和承诺》白皮书，结合卡特彼勒长期积累的业务实践和全球经验，提出“一带一路”项目成功的五大关键因素：1. 促进创新及产业转型；2. 协作开发基础设施；3. 打造可持续性的影响力；4. 分享全球经验及风险管理工具；5. 为本地利益相关方创造价值。

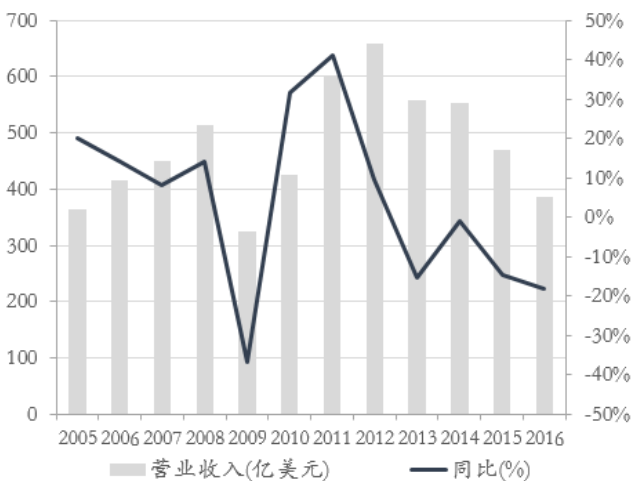
而国内龙头三一重工作为早就着手布局一带一路的排头兵，一定可以借此东风，进入发展的快车道。

3.1.2. 横向对比：三一重工能否与卡特彼勒一样享受估值溢价？

过去十几年来，卡特彼勒同样经历了跌宕起伏的行业荣衰周期。作为一家以美国作为大本营的公司，它受美国次贷危机的打击更甚，所以在 2009 年营业收入曾下探到低点 323.96 亿美元，但在美国、欧洲、日本等相继的量化宽松以及中国“四万亿”的经济刺激措施的帮助下，其

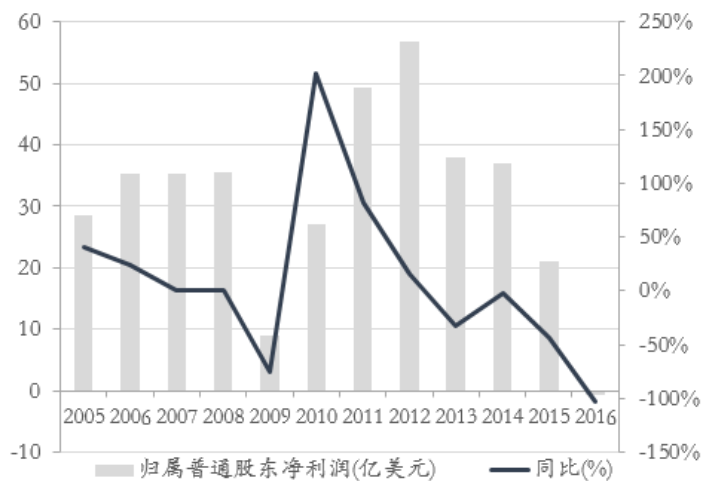
业绩在 2010-2012 年迎来了小高点。2012 年之后，随着量化宽松效果的钝化以及宏观政策的收紧，公司营收与三一重工一样逐年下滑，2016 年公司营业收入为 385.37 亿美元，较 2015 年减少 84.74 亿美元，同比下降 18.03%。在净利润方面，公司在 2016 年更是录得十多年来的首次亏损，亏损额为 6700 万美元。

图表 37: 卡特彼勒的营业收入也受行业衰退打击, 2012 年以来一直下滑



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

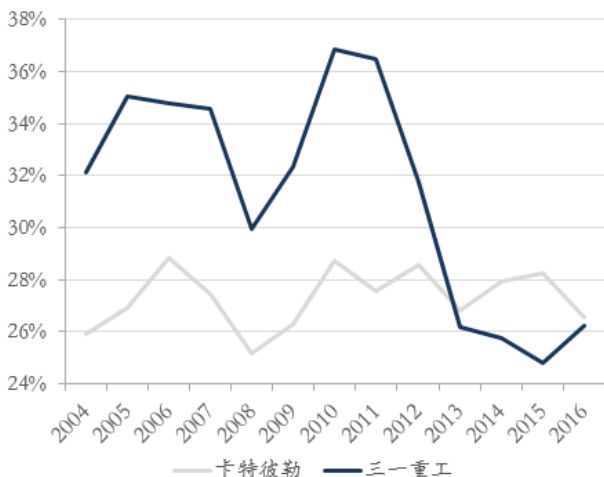
图表 38: 卡特彼勒的净利润自 2012 年高点下跌, 甚至在 2016 年首次录得亏损



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

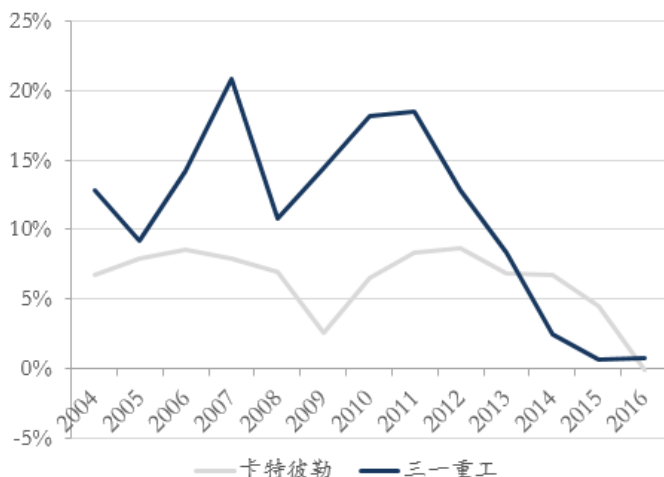
相较于三一重工的大起大落, 卡特彼勒的毛利率更为平稳, 2004-2016 年期间一直保持在 26%-28% 的区间内。在 2004-2013 年期间, 三一重工的毛、净利率都高于卡特彼勒, 2014 年被卡特彼勒超过之后, 两公司的毛、净利率在 2016 年又趋于相等。

图表 39: 卡特彼勒于三一重工的毛利率比较



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 40: 卡特彼勒于三一重工的净利率比较

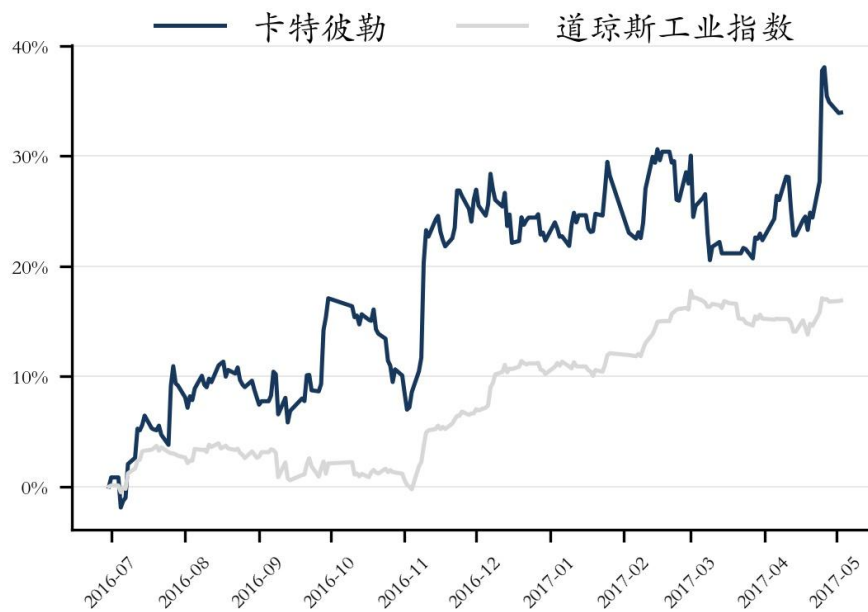


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

虽然卡特彼勒在 2016 年年报中披露了十多年来的首次亏损, 其股价却并没有大幅下跌, 其受益于美国制造业回归和作为成长股的龙头, 反

而在2017年4月26日创出历史新高，达到105.98美元/股，公司市值也触及621.6亿美元的高点。截止2017年5月3日，虽然公司股价已相对历史新高有所回调，但是其自2016年下半年以来的累计涨幅仍然超出道琼斯工业指数17个百分点。

图表 41：2016 年下半年以来，卡特彼勒的累计涨幅已超出道琼斯工业指数 17 个百分点，并且其于 2017 年 4 月 26 日创出历史新高



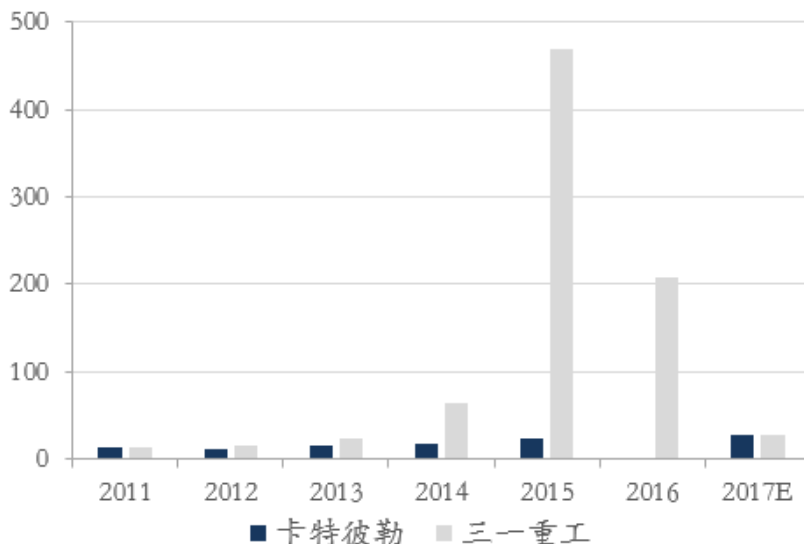
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

卡特彼勒股价凶猛的涨势一方面是由于2016年下半年以来公司受益于中国基建和矿产资源开采的需求回升，机械设备销量出现较大复苏增长。公司也因此上调了2017年净利润预期，由之前的17亿美元上调至22亿美元，收入预测也由360亿美元上调至410亿美元。收入和利润预测皆高于之前的市场预期。

另一方面，我们认为卡特彼勒股价高涨是因为其作为全球高端装备龙头，享受了一定的估值溢价，这体现了美国成熟市场对于高端装备龙头企业核心竞争力、无形资产、技术优势、企业战略等的认可。三一重工作为国内的工程机械龙头企业，也理应享受类似的估值溢价。

具体地，从相关估值指标分析，按卡特彼勒上调后的业绩预测计算得到的PE为28倍。同时，我们预计三一重工2017年的净利润为20亿元，由此计算的得到的PE为27倍，与卡特彼勒接近。但是考虑到A股与美国市场的差异性，从历史记录看，三一重工的PE常高于卡特彼勒，我们认为基于公司未来成长性，公司估值仍有较大的上升空间。

图表 42：由于市场的差异，历史上三一重工的 PE 常远高于卡特彼勒



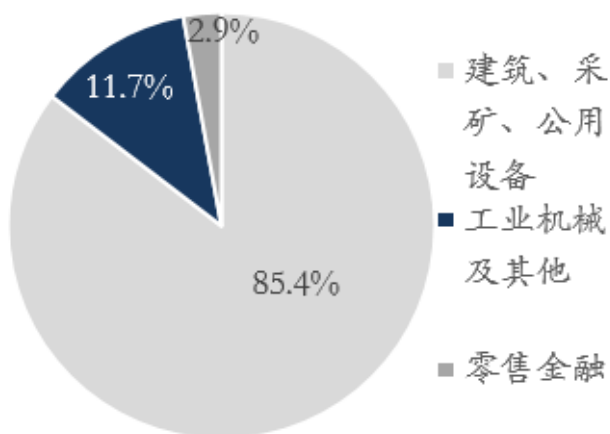
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.2. 温故知新：由小松历史看三一国际化的必要性与必然性

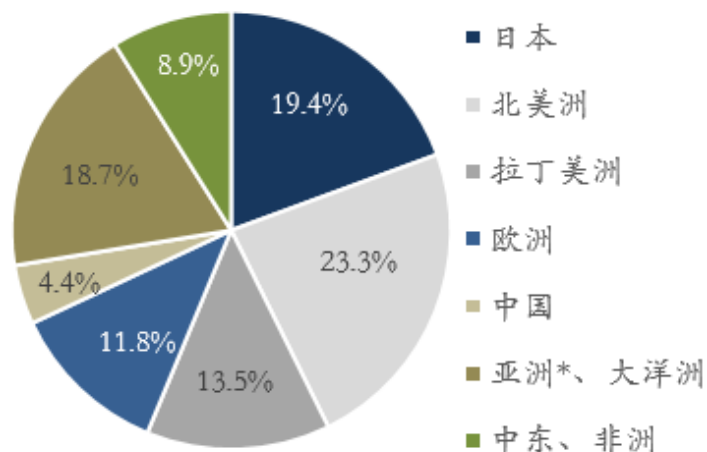
小松制作所同样也是全球工程机械行业的龙头，产品涉及工程机械、产业机械、地下工程机械、电子工程和材料工程以及环境工程等。小松的主营业务可以分为三大板块：1. 建筑、采矿及公用设备；2. 工业机械及其他；3. 零售金融。其中，建筑、采矿及公用设备是其最主要的业务，相关收入占了公司 2016 年总营收 18550 亿日元（153.6 亿美元）的 85.4%。

小松是一家真正意义上的国际化公司，其海外收入来源广泛且占比较为均匀。在 2016 年，公司仅有 19.4% 的收入来自于本土日本。然而在小松成立之初，它也曾是一家依赖日本当地的城镇化进程而快速发展的本土化企业。长时间的经济环境的变迁促使小松走向了全球化。

图表 43：2016 年小松的业务构成中建筑、采矿和公用设备占比最大，为 85.4%



图表 44：小松的海外收入来源很广泛，2016 年海外收入占比高达 80.6%



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

我们在之前的深度报告中曾提到，日本境内以小松为代表的工程机械企业曾经历了“内需拉动”-“内需饱和”-“出口主导”-“出口承压”四个阶段。以“工程机械之王”挖掘机为例，可如下划分：

第一阶段，内需拉动：自 1965 年至 1990 年，整体工程机械设备产值发展到 1990 年的突破 2 万亿，在 25 年时间内产值提升 20 倍。而挖掘机的增速更甚，由 1965 年的 50 亿日元，跃升至 1990 年的突破 9000 亿，产值提升逾 180 倍。众所周知，这一阶段，日本经历经济了快速发展，创造了日本经济奇迹。国内的固定资产投资大幅增加，造成工程机械设备，尤其是挖掘机的跨越式发展。

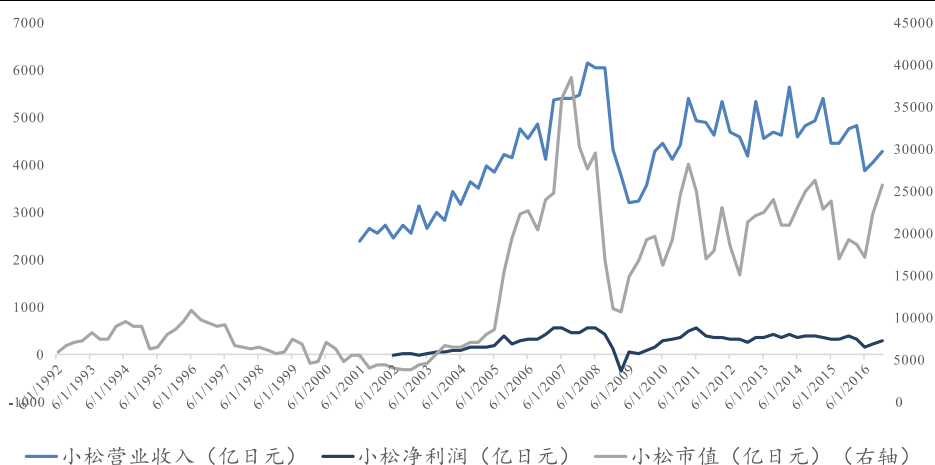
第二阶段，内需饱和滞涨：自 1991 年至 2001 年，随着日本经济增速放缓，挖掘机需求企稳回落，而 1998 年以来的亚洲金融危机则加剧日本挖掘机市场饱和。值得注意的是，这段时间，虽然挖掘机出口量在 1990 年至 2001 年未出现较大波动，但国内需求降低导致的挖掘机总需求降低，导致虽然出口绝对量并没有增加，但是出口挖机在总销量的占比显著提高。1990 年至 2001 年挖掘机出口占比由 20% 上升至 46%。

第三阶段，出口主导：自 2001 年至 2008 年：在日本国内经济增速缓慢，国内需求企稳，甚至有所下滑的基础上，出口扛起了挖掘机增长的主要任务。从出口占比分析，挖掘机出口占比由 2001 年的 46% 提升至 2008 年的 75%，从产量来看，出口量由 3.4 万提升至 12.3 万，6 年内产量提升 262%，出口年复合增速达到 23.9%。

第四阶段，出口承压：2009 年以来，日本挖掘机出口承压，一方面，挖掘机出口量再也没有达到 2008 年 12.3 万台的高位，另一方面，海外出口的占比也跌破 70%，近几年平均值在 65% 左右，这主要是源于中国挖掘机市场的崛起、以及美国挖掘机产品销量持续强势的影响。

小松制造所作为日本挖掘机龙头公司，其股价走势与日本挖掘机发展息息相关：1991 年至 2002 年处于内需饱和阶段，这段时间小松股价承压，市值由最高的突破万亿日元，跌至 2002 年的 6 千亿日元。随后，随着出口提升，小松市值也飙升至逼近 4 万亿日元。随着出口逐渐承压，公司营收、净利均企稳，市值也在 2 万亿日元附近波动。

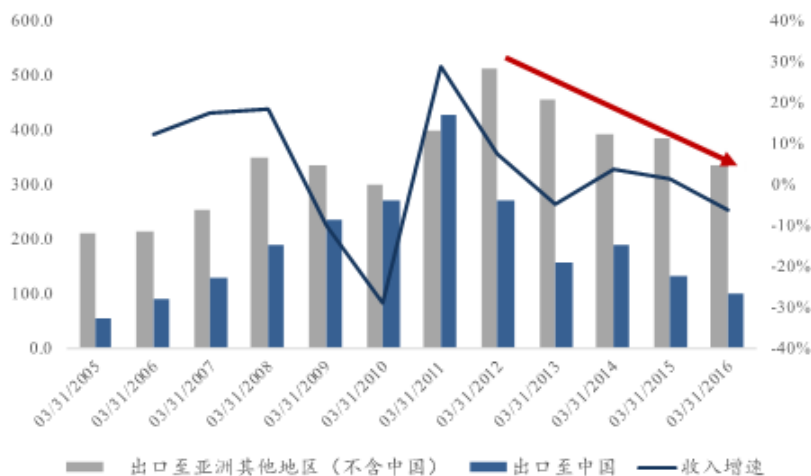
图表 45：小松股价与市值和挖机销售数据相关度大



资料来源：彭博，东吴证券研究所

此外，从小松的总体收入与其出口至中国等亚洲地区销售占比可以看出，随着出口承压，公司销售收入近几年保持稳定。但由于中国挖掘机的兴起，小松在中国以及亚洲其他地区的销量明显下降。

图表 46：2012 年以前，小松靠出口维持增长，出口承压后，小松营收放缓



资料来源：彭博，东吴证券研究所

而目前，中国工程机械企业已处于由“内需饱和”向“出口发展”的过渡期。这是因为我国已经逐渐步入经济发展的“新常态”，经济增速较改革开放以来有所放缓。以此角度考虑，国内目前不存在大的刺激因素，带动工程机械行业的快速发展。因此，拓展海外业务就成了中国工程机械企业的必要及必然的选择。未来 3 至 5 年海外年均工程机械需求额可能达到 1500 亿以上，约占我国工程机械总销售额 15% 左右。

“一带一路”的发展，首先是基建投资，而基建投资，离不开挖掘机等工程机械的大量使用。在一带一路的带动下，我们相信国内优秀工程机械龙头公司三一重工一定可以积极拓展海外市场，开辟新的利润增长点。

4. 盈利预测与投资建议

(1) 盈利预测：

我们预计三一重工 2017 年-2019 年的营业收入分别为 442 亿元, 513 亿元, 564 亿元, 同比分别增长 90%, 16%, 10%; 归属于母公司的净利润分别为 20.26 亿元, 25.06 亿元, 29.38 亿元, 分别同比+895.9%, +23.7%, +17.2%; 2017 年-2019 年的每股收益分别为 0.26 元, 0.33 元, 0.38 元。

(2) 估值方法：

PE 法估值分析：对标国内其他工程机械企业，三一重工盈利能力最强，估值低于行业平均（2017 年三一中国 26X 低于平均的 99X, 2018 年三一重工 20X 低于行业平均的 36X, 2019 年三一重工 18X 低于行业平均的 27X）。我们认为，鉴于公司的龙头地位，三一的市盈率有望接近于行业平均的估值中枢。

PB 法估值分析：目前三一重工的 PB 为 2.18，高于中联重科的 0.88，和徐工机械的 1.18。对标历史 PB 水平看，三一仍然处于其自身历史最低

的 PB 水平，具有一定的安全边际。

图表 47：工程机械行业同类型公司对比

代码	公司	股价	16EPS	17EPS (E)	18EPS (E)	19EPS (E)	17PE	18PE	19PE	投资 评级
600031.SH	三一重工	6.70	0.03	0.26	0.33	0.38	25	20	17	增持
000157.SZ	中联重科	4.25	-0.12	0.01	0.05	0.07	425	85	61	增持
000425.SZ	徐工机械	3.48	0.03	0.04	0.09	0.18	87	39	19	暂未评级
000528.SZ	柳工	7.93	0.04	0.22	0.34	0.48	36	23	17	暂未评级
000680.SZ	山推股份	5.73	0.04	0.08	0.12	0.15	72	48	38	暂未评级
002097.SZ	山河智能	8.25	0.00	0.26	0.33	0.3	32	25	28	暂未评级
600761.SH	安徽合力	12.21	0.64	0.78	0.95	1.15	16	13	11	买入
平均							99	36	27	

数据来源:Wind、东吴证券研究所(股价更新至5月15日;暂未评级的公司,其盈利预测均采用Wind一致预期)

(3) 投资建议: 公司是全球工程机械最有竞争力的企业之一,也将是国家一带一路战略最受益的装备公司之一。当前股价对应2017年-2019年的PE为25,20,17X,故维持“增持”评级。

(4) 股价催化剂: “三一重工(600031.SH)”和“一带一路指数(399991.SZ)”的月度涨幅显著正相关,但是一带一路指数自其概念提出以来已累计上涨了73.18%,可是相同的期间内,三一的股价却下跌了7.12%。我们认为,是受到2013-2015年工程机械行业不景气,三一的投资价值被市场过分低估所致。2016年下半年以来,受到工程机械行业回暖的刺激,三一的估值已经得到一定修复。由于公司的海外业务直接受益于一带一路建设,我们认为若一带一路的政策或相关建设超预期将会对公司业绩及估值形成利好。

5. 风险提示:

(1) 公司军工转型不及预期:

公司全资子公司三一汽车制造有限公司于2016年2月已取得《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。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。但是军工业务的利润可能低于预期,何时可以贡献利润,具有不确定性。

(2) 工程机械行业整体销售数据不景气:

工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关,固定资产投资增速的变化,将对公司下游客户需求造成影响,进而影响业绩。

(3) 一带一路战略低于预期: 1、一带一路政策的推进可能低于预期,政策落实不到位; 2、国际经济环境与金融市场大幅波动,全球经济复苏低于预期; 3、一带一路战略受到外在国家干扰,推进可能不及预期。

三一重工财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	37992.3	70597.0	75462.1	79863.7	营业收入	23280.1	44232.1	51309.3	56440.2
现金	7442.1	7000.0	7500.0	8000.0	营业成本	17179.4	31847.1	36429.6	40636.9
应收款项	23149.3	50897.3	53417.9	55667.1	营业税金及附加	219.6	132.7	153.9	169.3
存货	6220.3	11342.8	12974.9	14473.4	营业费用	2359.1	3582.8	4104.7	4515.2
其他	1180.6	1357.0	1569.3	1723.2	管理费用	2515.2	4120.5	4654.8	4654.8
非流动资产	23562.7	24310.9	21875.8	20634.0	财务费用	875.4	2250.6	3124.6	3076.3
长期股权投资	1527.9	1527.9	1527.9	1527.9	投资净收益	2181.5	0.0	1400.0	0.0
固定资产	15096.8	15984.5	13689.0	12586.8	其他	-1117.4	139.6	-1230.4	139.6
无形资产	4187.8	4048.2	3908.6	3769.0	营业利润	1195.5	2438.0	3011.2	3527.2
其他	2750.2	2750.2	2750.2	2750.2	营业外净收支	-1132.6	-18.0	-18.0	-18.0
资产总计	61555.0	94907.9	97337.9	100497.7	利润总额	63.0	2420.0	2993.2	3509.2
流动负债	23800.3	56109.3	57248.1	58894.1	所得税费用	-100.8	363.0	449.0	526.4
短期借款	11107.7	41697.9	40766.3	40567.3	少数股东损益	-39.7	30.9	38.2	44.7
应付账款	7528.6	10470.3	11976.9	13360.1	归属母公司净利润	203.5	2026.2	2506.0	2938.1
其他	5164.0	3941.1	4505.0	4966.7	EBIT	1401.2	4688.6	6105.8	6603.5
非流动负债	14301.9	14301.9	14301.9	14301.9	EBITDA	3496.2	6354.9	7931.4	8518.2
长期借款	9412.9	9412.9	9412.9	9412.9					
其他	4889.0	4889.0	4889.0	4889.0	重要财务与估值				
负债总计	38102.3	70411.2	71550.0	73196.1	指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	735.3	766.2	804.3	849.1	每股收益(元)	0.03	0.26	0.33	0.38
归属母公司股东权益	22717.4	23730.5	24983.5	26452.6	每股净资产(元)	2.91	3.10	3.26	3.45
负债和股东权益总计	61555.0	94907.9	97337.9	100497.7	发行在外股份(百万股)	7657.9	7657.9	7657.9	7657.9
					ROIC(%)	7.6%	6.4%	6.6%	7.1%
					ROE(%)	0.9%	8.5%	10.0%	11.1%
					毛利率(%)	25.3%	27.7%	28.7%	27.7%
					EBIT Margin(%)	6.0%	10.6%	11.9%	11.7%
					销售净利率(%)	0.9%	4.6%	4.9%	5.2%
					资产负债率(%)	61.9%	74.2%	73.5%	72.8%
					收入增长率(%)	-0.4%	90.0%	16.0%	10.0%
					净利润增长率(%)	46.8%	895.9%	23.7%	17.2%
					P/E	252.18	25.32	20.47	17.46
					P/B	2.26	2.16	2.05	1.94
					EV/EBITDA	25.57	19.15	15.49	14.62

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>