

三一重工(600031)/专用设备

“一带一路”：三一印度、三一欧洲迎来快速发展

评级：增持(维持)

市场价格：7.3

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.qlzq.com.cn

联系人：范炜

Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

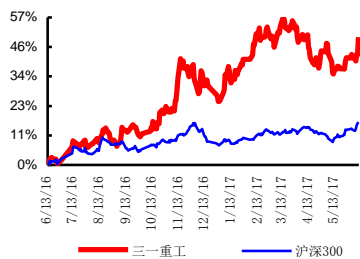
联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.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)	7.3
市值(百万元)	55,903
流通市值(百万元)	55,434

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《三一重工(600031)深度：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》-2017.5.7
- 2 《三一重工(600031)：首台军品交付，“军民融合”战略性突破》-2017.6.1
- 3 《工程机械：挖机销量引领，持续性有望超市场预期》-2017.3.12
- 4 《三一重工(600031)：拟实施大力度员工持股计划；军工、建筑工业化推动战略转型》-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

备注：

投资要点

- **事件 1：根据三一集团官方报道：2016 年三一印度销售近 10 亿元。今年一季度销售额近 4 亿元，同比大增 90%。**公司 2002 年开始进入印度市场，目前已打开局面，销售数据同比大幅增长。同时，“印度制造”已全面深入周边五国：孟加拉、尼泊尔、不丹、斯里兰卡、马尔代夫。未来还有望融入风电、住宅工业化等新项目。
- **事件 2：三一欧洲业绩蓄势猛增，挖机销售增长超 200%。**2016 年，三一欧洲公司销售业绩大幅增长，其中挖掘机销售较 2015 年增长 227%。
- **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：首台军品交付，“军民融合”战略性突破**
近期，由三一重工自主研制的首台系留艇锚泊车成功交付中国航天科工集团某基地，这也是三一重工首台军品实现交付。产品技术先进，具有广阔市场前景。公司从 2016 年 2 月正式取得《武器装备科研生产许可证》。2016 年 7 月，公司牵手保利+中天引控，开展相关新型装备的设计、研发、制造、销售、服务等业务。2017 年 3 月，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。除国内军工订单，更有望在“一带一路”沿线国家打开军品市场。
- **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。
- **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。**
- **对标企业卡特彼勒：卡特彼特近期市值屡创新高，达 600 亿美元，PB 约 4.5 倍。**(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

一、“一带一路”取得突破，三一海外市场迎来高速发展期.....	- 3 -
(1) 三一印度 2017 年一季度销售近 4 亿元，同比大增 90%.....	- 3 -
(2) 三一欧洲业绩大幅增长，挖机销售同比增长超 200%.....	- 3 -
二、海外业务占比达 40%，产业布局与“一带一路”高度吻合.....	- 3 -
(1) 公司 2016 年海外业务收入占比达 40%.....	- 3 -
(2) 公司海外产业布局与“一带一路”高度吻合.....	- 4 -
三、“民参军”实现重大突破，首台军车交付航天科工.....	- 4 -
(1) 公司产品技术先进，市场空间广阔.....	- 5 -
(2) 公司研发实力得到军方认可.....	- 5 -
(3) 背景：2015 年起抓住“军民融合”趋势，开始强力切入军工领域 ...	- 5 -
四、公司销售回暖、经营质量回升；挖掘机已成业绩最大贡献.....	- 6 -
(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.....	- 7 -
(2) 混凝土机械全球第一，汽车起重机行业前三.....	- 7 -
(3) 一季度业绩同比增长 7 倍；经营性现金流量净额达 30 亿元.....	- 8 -
(4) 2017 年公司收入目标 278 亿元；业绩有望持续超预期.....	- 8 -
五、股票激励及员工持股：激励机制良好.....	- 8 -
六、发行 45 亿可转债，目标海外投资+产能升级.....	- 9 -
(1) 可转债募投项目：包含一带一路海外投资、军工项目等.....	- 9 -
(2) 可转债转股价 7.46 元，强制转股价 9.7 元.....	- 10 -
七、对标国际工程机械龙头——美国卡特彼勒.....	- 10 -
(1) 卡特彼特近期市值屡创新高，达 600 亿美元，PB 约 4.5 倍.....	- 10 -
(2) 三一 VS.卡特彼特：规模差距较大，成长空间广阔.....	- 10 -
(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.....	- 11 -
八、投资建议.....	- 11 -
九、风险提示.....	- 11 -

一、“一带一路”取得突破，三一海外市场迎来高速发展期

(1) 三一印度 2017 年一季度销售近 4 亿元，同比大增 90%

- **事件 1：根据三一集团官方报道：2016 年三一印度销售近 10 亿元。今年一季度销售额近 4 亿元，同比大增 90%。**
- **背景：**公司 2002 年开始进入印度市场，目前已打开局面，销售数据同比大幅增长。同时，“印度制造”已全面深入周边五国：孟加拉、尼泊尔、不丹、斯里兰卡、马尔代夫。
- **本土化生产助力快速发展：**三一印度本地化生产始于 2010 年的公司首家海外工厂投产，其投资、设计、生产、销售和服务均立足于印度。近年，三一印度的挖掘机、汽车起重机和泵送等产品的本地化进展显著。2017 年 4 月，三一印度生产的第 4000 台设备在普纳产业园下线。
- **深入辐射周边市场，取得长足进步：“三一印度”的产品和服务已全面深入周边五国：孟加拉国、尼泊尔、不丹、斯里兰卡、马尔代夫，在这些国家的市场取得了长足发展，例如：**
 - 三一印度从最初进入孟加拉时的 40 余台设备，新机占有率不到 5%，发展到现在的 400 台，新机市场占有率稳居第一。
 - 三一印度开发马尔代夫市场，主要提供销售、服务和配件支持。截止目前，共有 100 余台三一设备参与其机场、道路、桥梁、港口建设。

(2) 三一欧洲业绩大幅增长，挖机销售同比增长超 200%

- **事件 2：根据三一集团官方报道：2016 年，三一欧洲公司销售业绩大幅增长，其中挖掘机销售较 2015 年增长 227%。**
- **背景：**三一于 2006 年开始在德国设立办事处，2011 年，投资 1 亿欧元的三一贝德堡产业园正式投产，同时公司在欧洲成立研发中心，结合“中国制造+欧美技术”的优势，在欧洲本土化市场实现产品的 CE 认证，逐渐打开市场空间。
- **三一欧洲经营方向的转变：**2012 年收购普茨迈斯特后，三一欧洲又将经营方向从混凝土机械转变为流动港机设备、挖掘机、履带吊和桩机。其中，堆高机、正面吊等港机产品在欧洲市场迅速打开了局面。
- **三一欧洲 2016 年挖掘机销售同比增长 227%：**2015 年，三一欧洲以挖掘机打入欧洲市场。通过欧盟产品安全认证后，在慕尼黑宝马展期间收获了近 7 亿元意向订单。三一欧洲 2016 年挖掘机销售较 2015 年增长 227%。
- **欧洲市场的经营目标：**公司的初步目标是在欧洲市场实现 1000 台挖机销售，力争在未来将三一挖机在欧洲的市场份额提升至 5%至 10%。

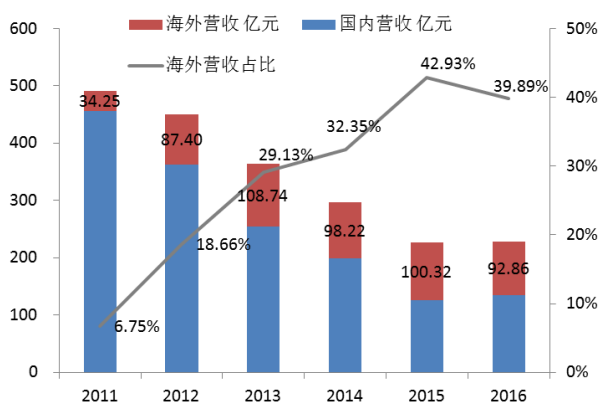
二、海外业务占比达 40%，产业布局与“一带一路”高度吻合

(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

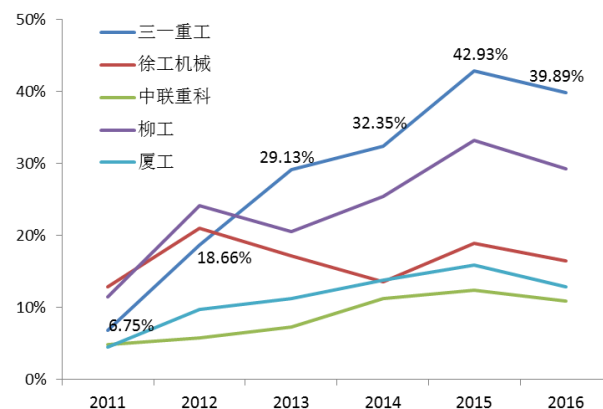
升，印度、欧洲、南非、中东等区域均实现了快速增长。

图表 1: 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 2: 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 3: 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

三、“民参军”实现重大突破, 首台军车交付航天科工

- 事件: 近期, 由三一军工自主研发的首台系留艇锚泊车成功交付中国航

天科工集团某基地，这也是三一重工首台军品实现交付。

(1) 公司产品技术先进，市场空间广阔

- 锚泊车主要用于系留艇的升空、滞空、回收和锚泊作业。2015年11月，三一与中国航天科工集团达成战略合作伙伴关系，双方共同在浮空器等产品的研制生产、市场拓展等方面开展深入合作。
- 传统锚泊车机动性较差，三一军工充分发挥自身在装备研发、制造、工艺等优势，进行自主创新，推出国内首创集底盘与锚泊装置于一体的系留艇锚泊车。这款产品不仅重量轻，而且车身短、转弯半径小，具有极强的机动性。产品拥有多项核心专利技术，填补了国内同类型产品空白。
- 此次三一交付的锚泊车为军民两用装备，军用可进行战场机动侦察、通信中继、指挥控制、协同制导等；民用可进行森林防火、防震、减灾、应急通信等，具有广阔的前景。

(2) 公司研发实力得到军方认可

- 据中国航天科工集团某基地的项目负责人表示，三一军工此次交付的系留艇锚泊车具有高机动性、高便捷性、高可靠性等特点，并在智能化控制、操作性能、质量标准等方面均高于国内同类产品。
- 作为装备制造领域的龙头企业，公司从2016年2月正式取得《武器装备科研生产许可证》，到此次首台军品完美交付仅用了一年多的时间。公司此次交付的产品得到军方认可，有利于后续军工产品的顺利交付。

(3) 背景：2015年起抓住“军民融合”趋势，开始强力切入军工领域

- **2014年“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。
- **公司谋求战略转型：**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，公司开始着手向军工装备建设进行战略转型。

图表 4：公司从 2015 年开始着手积极拓展军工业务

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	三一军工亮相第 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。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司从 2016 年 2 月正式取得《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。2016 年 7 月，公司牵手保利+中天引控，成立合资子公司，开展相关新型装备的设计、研发、制造、销售、服务等业务。2017 年 3 月，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，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。

图表 5：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	
	轻型高机动防雷装甲车项目一期	20,000
	智能化特种保障平台项目	35,000
	军民两用系留装备项目	10,000
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

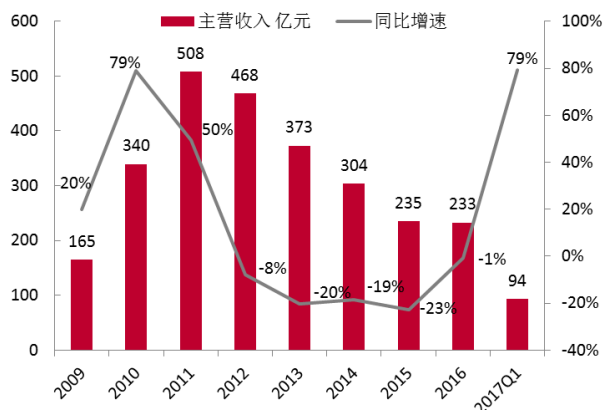
- 借助“一带一路”，目标国际市场：公司 2015 年才正式进入军工装备制造领域，短时间内即取得多项突破性进展，足见公司的行业地位与市场开拓能力。在国家“一带一路”战略大背景下，公司牵手保利与中天引控，凭借保利的军品国际贸易经验和中天引控的军品开发能力，有望率先在“一带一路”沿线国家打开军品市场。

四、公司销售回暖、经营质量回升；挖掘机已成业绩最大贡献

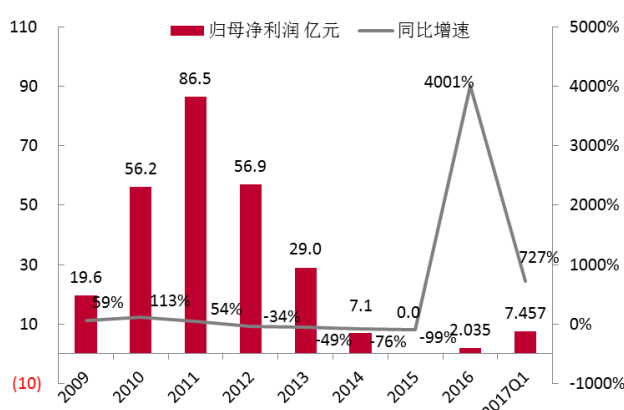
- 挖掘机等主要产品销量回暖，带动公司 2016 年度业绩企稳：公司 2011 年业绩达到高点，主营业务收入和归母净利润分别达 508 亿元、86.5 亿元。之后在受宏观经济不振的影响，工程机械行业迎来了 5 年的下滑和调整。2016 年公司营收 233 亿元，同比微跌 0.81%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比增长约 40 倍，企稳迹象明显。公司业绩大幅反弹的原因主要为 2015 年的低基数，以及以挖掘机为代表的主要产品销售回暖。

图表 6：公司 2016 年主营收入止跌企稳

图表 7：公司净利润 16 年触底反弹，增速达 4001%



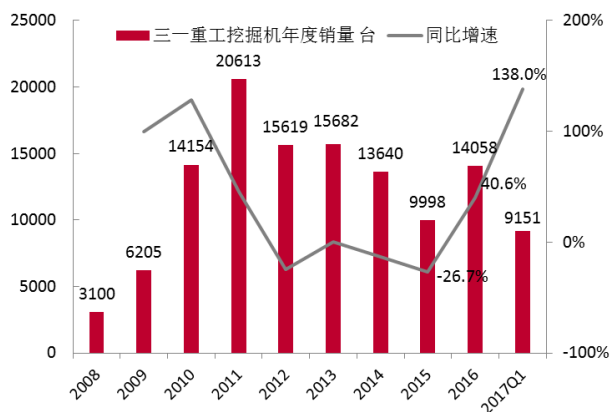
来源：公司公告，中泰证券研究所



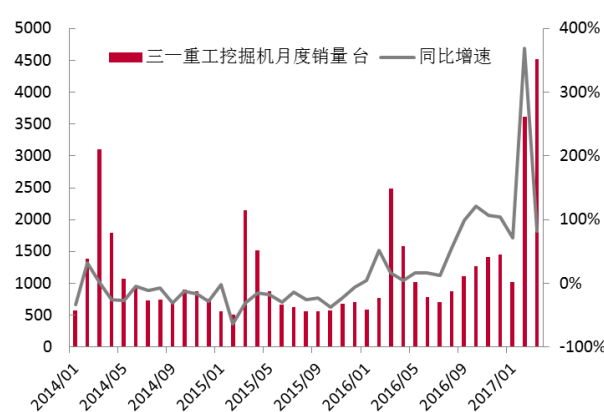
来源：公司公告，中泰证券研究所

(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 8：公司 2017Q1 挖掘机销量同比增长 138%


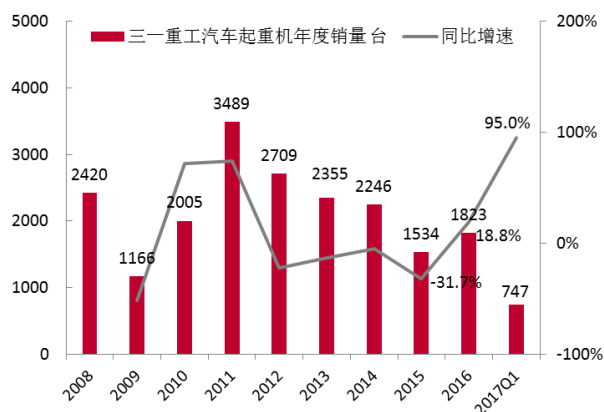
来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

图表 9：公司挖掘机销量 2016H2 迅速增加


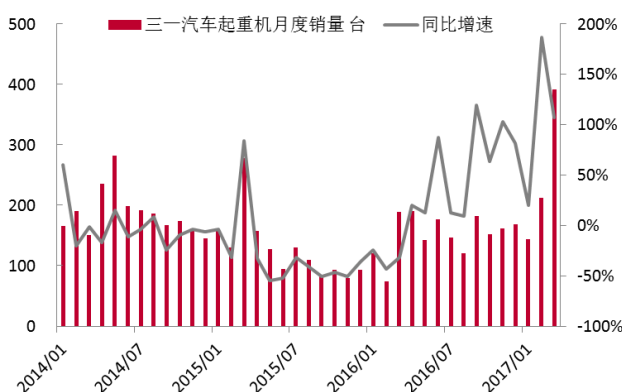
来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

(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 10: 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 11: 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) 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。

(4) 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。

五、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 12: 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。

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 13：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

(2) 可转债转股价 7.46 元，强制转股价 9.7 元

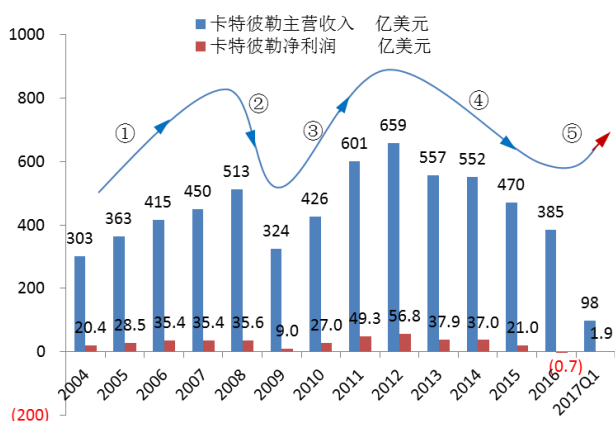
- 公司发行的 45 亿元可转债，每张面值 100 元，共 4500 万张，期限 6 年，债券利率第 1 年为 0.2%、第 2 年为 0.5%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.6%、第六年为 2.0%。截至目前转股价格为 7.46 元/股。
- **有条件赎回条款：**在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%时，即股价不低于 9.70 元/股，公司有权决定按照以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

七、对标国际工程机械龙头——美国卡特彼勒

(1) 卡特彼特近期市值屡创新高，达 600 亿美元，PB 约 4.5 倍

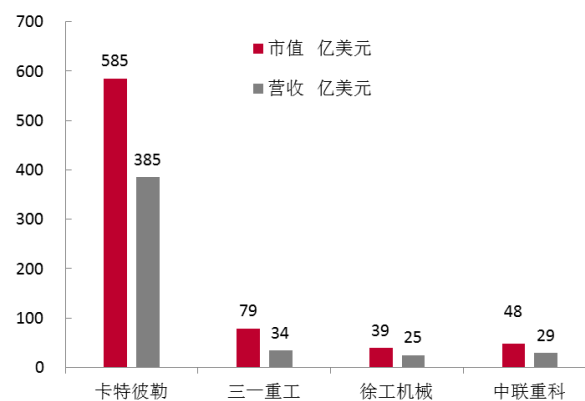
- 2016 年，卡特彼勒全球销售及收入总额为 385.37 亿美元，同比下降 18%，全年亏损 6700 万美元。
- 2017 年一季度公司营收 98 亿美元，同比增长 3.8%，首次实现了季度销售和收入同比增长。主要是受益于大幅的成本削减及重组举措改善了现金流，使资产负债表更加强健。一季度实现盈利 1.92 亿美元，每股盈利 0.33 美元，同比下降-29.2%，若不考虑重组成本，每股盈利将达 1.28 美元，同比增长 100%。

图表 14：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 15：卡特彼勒 VS 三一：三一成长空间巨大



来源：wind，中泰证券研究所

(2) 三一 VS.卡特彼特：规模差距较大，成长空间广阔

- **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，成长空间广阔。

(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

- 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。

图表 16：卡特彼勒 VS 三一的成长路径

相似点	卡特彼勒	三一
1	刚性需求+营销手段保证了初期高成长；	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；
2	跟随美国霸权主义，输出产能走向国际；	国内产能饱和，跟随国家战略走向国际；
3	主动改革应对市场变化；	股权分置改革引领公司体制变革，激活公司活力；
4	注重研发创新。	公司产品注重研发创新。

来源：中泰证券研究所

八、投资建议

- 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。

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。