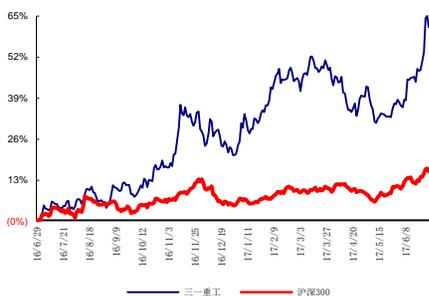


机械设备 专用设备

工程机械龙头，显著受益于行业复苏

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7,658/7,594
总市值/流通(百万元)	62,259/61,737
12 个月最高/最低(元)	8.32/5.13

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

联系人: 刘瑜

电话: 010-88695233

E-MAIL: liuyubj@tpyzq.com

报告摘要

公司是国内工程机械龙头企业，受益于行业复苏及集中度提升：

工程机械行业从 2016 年下半年开始强势复苏。今年 1-5 月份挖机销量延续高增长态势，累计达到 6.6 万台，同比增长 100%。考虑到目前下游开工量充足。我们认为，这一轮工程机械复苏主要逻辑在于工程量上升激发的存量设备更新，且厂商和下游购机用户相比 2010-2011 年高峰期更加理性，需求持续性好，下半年销量有望持续超预期，明年实现正增长概率大。

公司为国内工程机械龙头，混凝土机械、挖掘机械市场占有率均为国内第一，起重机为国内前三，将明显受益于行业复苏。而且考虑到工程机械行业过去几年处于调整阶段，行业集中度进一步提升，公司挖掘市场占有率处于持续提升状态，业绩向上弹性非常大。

一带一路带来工程机械新成长空间，军工等新业务助推多元化：

一带一路沿线国家基础设施需求大，国内工程机械厂商充分受益。公司通过服务国内企业海外项目、设立海外产业园，加快布局一带一路区域市场。2016 年，公司海外收入达到 92.85 亿元，占比达到 40%，领先行业其他公司，未来将持续受益一带一路带来的新成长空间。

公司大力布局军工业务，已陆续和国防科技大学、保利科技、中船重工等多家军工单位建立合作关系，并计划 6.5 亿投向军工“512”项目。此外，公司于 2016 年成立昆山三一住工，规划五年投资 60 亿元打造建筑面积 1000 万平方米以上的年产能，目前公司已完成对混凝土预制件装备和产品、运输装备、吊装组件装备等全链条覆盖。

盈利预测及投资建议：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.69 元。考虑到公司作为行业龙头享受估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级，六个月目标价 11 元。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23280.	37189.92	43192.37	50202.49
增长率	-0.37%	59.75%	16.14%	16.23%
归属母公司净利润(百万元)	203.46	3226.67	4088.74	5256.88
增长率	46.81%	1485.92%	26.72%	28.57%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.42	0.53	0.69
PE	306	19	15	12
PB	2.65	2.21	2.04	1.86

目录

1 公司是国内工程机械龙头企业.....	4
2 工程机械行业底部复苏，存量更新是主因.....	5
2.1 行业底部复苏，从去年下半年开始销量不断超预期	5
2.2 下游需求转暖，刺激存量设备更新	7
2.3 “一带一路”打开行业成长空间	10
3 三一龙头优势显著，强者恒强.....	11
3.1 市场集中度提升，公司龙头地位凸显	11
3.2 处置部分应收款，资产状况持续改善	12
3.3 布局军工、建筑工业化，业务多元化发展	13
4 盈利预测及估值	15
5 风险提示	15

图表目录

图表 1: 公司主要产品	4
图表 2: 公司大股东及实际控制人 (2016 年年报)	4
图表 3: 公司 2007-2016 年毛利构成	4
图表 4: 公司 2007-2017 年 Q1 营收及增速情况 (单位: 亿元)	5
图表 5: 公司 2007-2017Q1 净利润及增速情况 (单位: 亿元)	5
图表 6: 2006-2016 年挖掘机销量及增速情况	6
图表 7: 固定资产投资完成额: 累计同比	6
图表 8: 小松挖掘机开机小时数	6
图表 9: 挖掘机月度销量数据及增速	6
图表 10: 装载机月度销量数据及增速	7
图表 11: 汽车起重机月度销量数据及增速	7
图表 12: 压路机月度销量数据及增速	7
图表 13: 叉车月度销量数据及增速	7
图表 14: 房地产和基建固定资产投资完成额及增速	8
图表 15: 不同吨级挖掘机份额变化情况	8
图表 16: 商品房销售面积及增速情况	8
图表 17: 房屋新开工面积及增速情况	8
图表 18: PPP 项目总投资额、进入执行阶段项目投资额及项目落地率情况	9
图表 19: 动力煤 (Q5500, 秦皇岛) 价格 (单位: 元/吨)	9
图表 20: 2017-2023 年更新需求推算	10
图表 21: 工程机械公司海外营收占比逐年提升	11
图表 22: 挖掘机行业市场集中度情况	12
图表 23: 挖掘机行业市场集中度情况	12
图表 24: 公司 2010-2016 年营收和应收款情况	13
图表 25: 公司经营性现金流净额及增速情况	13
图表 26: 公司持续布局军工业务	14
图表 27: 三一住工建筑工业化项目	15
图表 28: 分业务预测 (单位: 亿元)	15

1 公司是国内工程机械龙头企业

公司于 1994 年由三一集团投资创建，2003 年登陆上交所，2005 年成为首家完成股权分置改革的上市公司。公司是国内工程机械龙头企业，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，其中泵车、拖泵、挖掘机、履带起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品已成为中国第一品牌，混凝土机械、挖掘机械、旋挖钻机等产品市占率均为国内第一，起重机为国内前三。

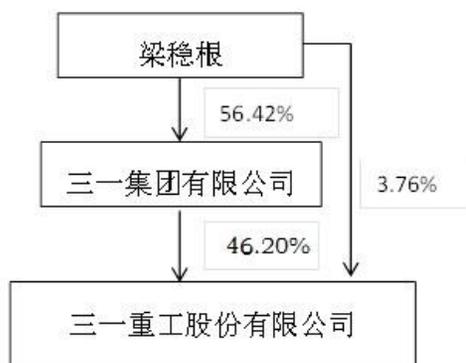
图表 1：公司主要产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

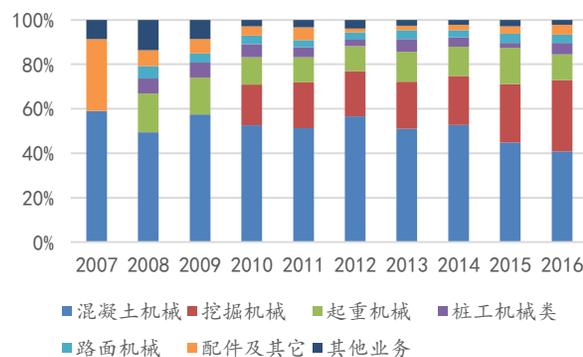
公司大股东三一集团实力雄厚，除了三一重工资产，集团还有风电设备、港口机械、石油装备、煤炭设备、精密机床等资产，实际控制人梁稳根先生是三一集团的主要创始人。公司作为民营企业，机制更为灵活。以激励机制为例，公司于 2016 年 3 月推出员工持股计划（2016 年 9 月完成股票购买），于 2016 年 10 月推出股票期权与限制性股票激励计划（2017 年完成登记），公司管理层、核心员工与公司利益深度绑定，激励机制良好。

图表 2：公司大股东及实际控制人（2016 年年报）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 3：公司 2007-2016 年毛利构成



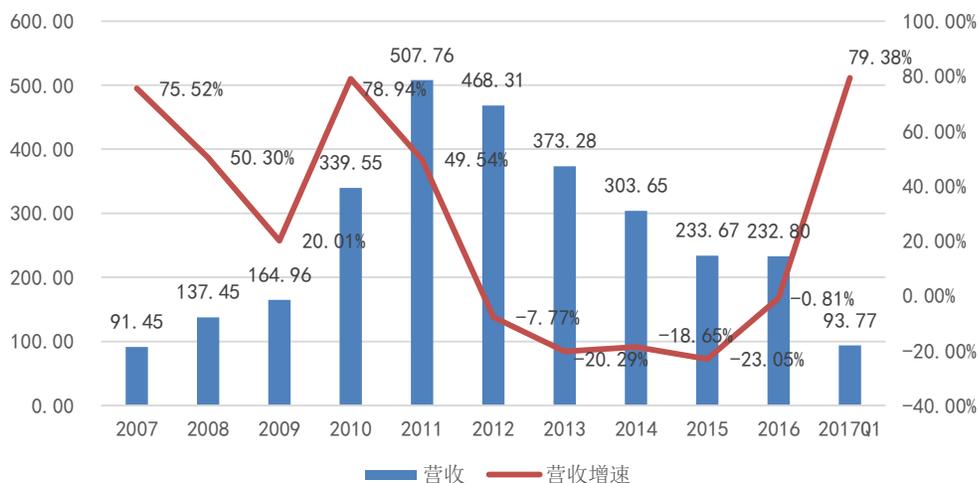
资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司于 2008 年成为全球最大的混凝土机械厂商，并于 2012 年收购全球混凝土机械第一品牌——德国普茨迈斯特，改变了全球混凝土机械竞争格局。从公司上市以来，混凝土机械一直是公司毛利的最大来源。2010 年，公司收购三一重机，进入工程机械领域市场容量最大、技术门槛最高的挖掘机业务，并不断发展壮大。2016 年，公司挖掘机业务贡献毛利 24.22 亿，首次超越混凝土

土机械毛利 20.39 亿，成为公司最大的利润来源。

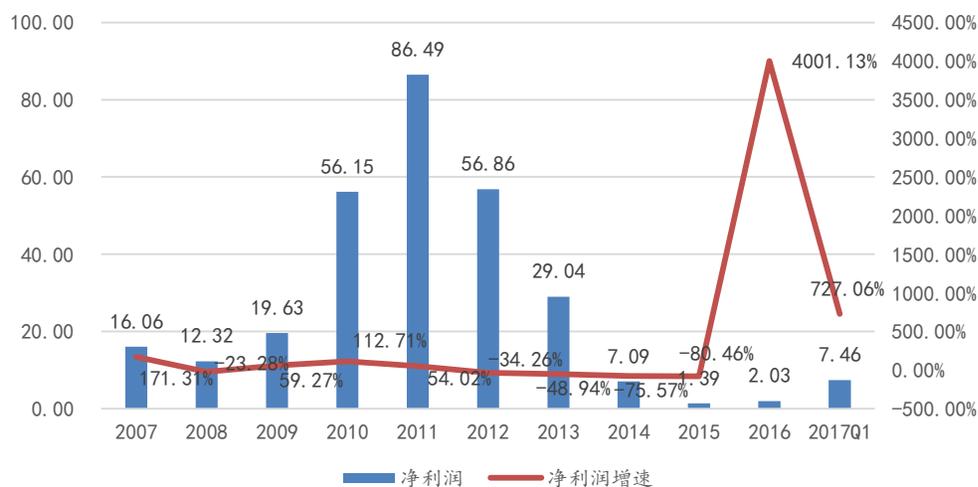
以近十年公司的经营情况来看，2011 年之前公司营收和净利润高速增长，在 2011 年达到历史最高点，收入和净利润分别为 507.76 亿元和 86.49 亿元，随后从 2012 年开始了长达五年的调整期，收入和净利润不断下滑。到 2016 年，公司收入 232.80 亿元，同比微跌 0.81%，净利润 2.03 亿元，同比大增 40 倍，业绩企稳回升。2017 年一季度，公司产品销量同比高增长，营收和净利润分别为 93.77 亿和 7.46 亿，同比分别增长 79.38%和 727.06%，全年高增长有望延续。

图表 4：公司 2007-2017 年 Q1 营收及增速情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 5：公司 2007-2017Q1 净利润及增速情况（单位：亿元）



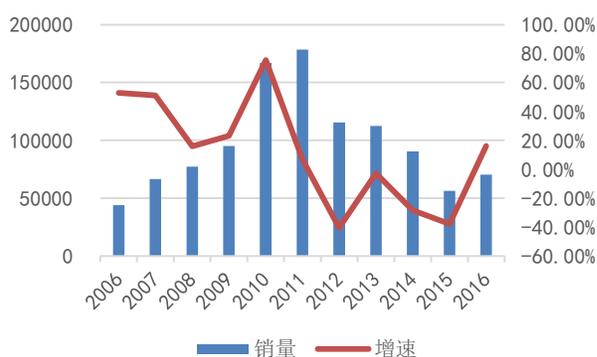
资料来源：WIND，太平洋证券整理

2 工程机械行业底部复苏，存量更新是主因

2.1 行业底部复苏，从去年下半年开始销量不断超预期

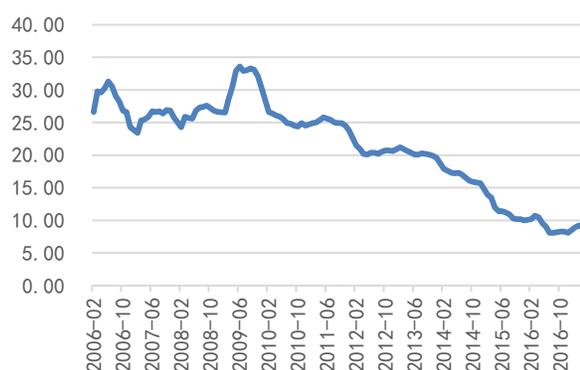
以挖掘机为例，过去十年经历了“起”与“伏”两个阶段。第一阶段是2006到2011年，这一阶段国内固定资产投资增速常年保持在20%以上，挖掘机保持高速增长。08年金融危机后，政府随即出台“四万亿”刺激计划，从而推动了新一轮的地产和基建热潮，固定资产投资增速甚至上升到了30%以上，挖掘机在2011年达到历史高位17.8万台。第二阶段是2011到2015年，随着国内开始新一轮的宏观经济调控，基建和地产开始降温，固定资产投资增速逐年回落，挖掘机行业进入了长达五年的低迷期。到2015年，挖掘机全年销量5.6万台，不及2011年最高点销量的1/3。2016年下半年以来，挖掘机销量开始同比大幅增长，全年销售回升到7万台，行业开始回暖。

图表 6：2006-2016 年挖掘机销量及增速情况



资料来源：中国工程机械协会，太平洋证券整理

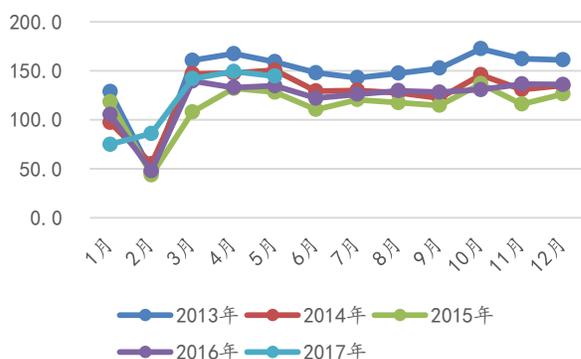
图表 7：固定资产投资完成额：累计同比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

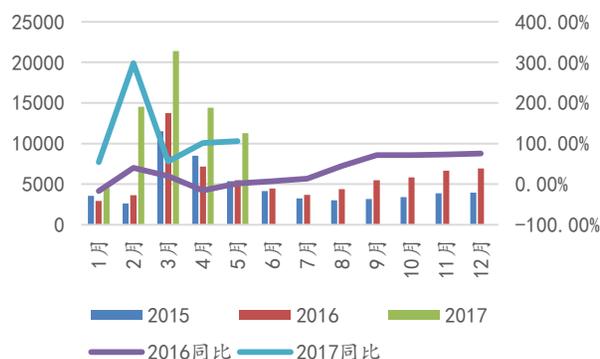
小松挖掘机开机小时数是衡量下游开工量的先行指标。经历了2014、2015年两年的下滑，小松开机小时数从2016年上半年开始回升，全年月平均开工小时数122小时，同比增长7.04%。2017年1-5月份，平均开机小时数为119.2小时(春节因素影响，小于去年全年平均)，同比增长6.5%，下游工程开工量充足。

图表 8：小松挖掘机开机小时数



资料来源：小松，太平洋证券整理

图表 9：挖掘机月度销量数据及增速



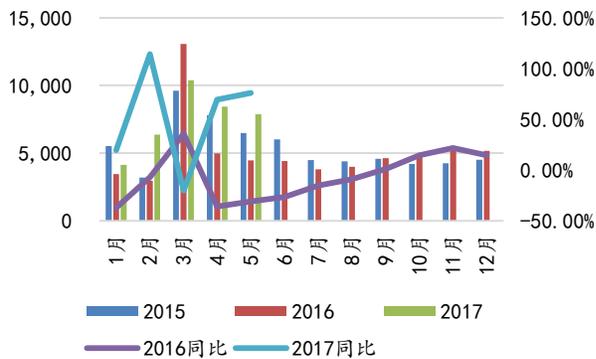
资料来源：WIND，太平洋证券整理

挖掘机销量在2016年2、3月份出现了大幅度的回升，因为有“国二换国三”因素，高增长

并未持续，但已呈现复苏迹象。随后到7月份开始，增长呈现出加速的态势，9月份之后，连续四个月同比增速达到70%以上。2017年，挖机销量延续16年高速增长态势，前五个月累计销量达到6.6万台，接近去年总销量，同比增长100%。我们认为，这一轮挖掘机复苏主要逻辑在于存量设备更新，且厂商和下游购机用户相比2010-2011年高峰期更加理性，需求持续性好，下半年有望延续高速增长态势，全年销量有望超过12万台，明年实现正增长概率大。

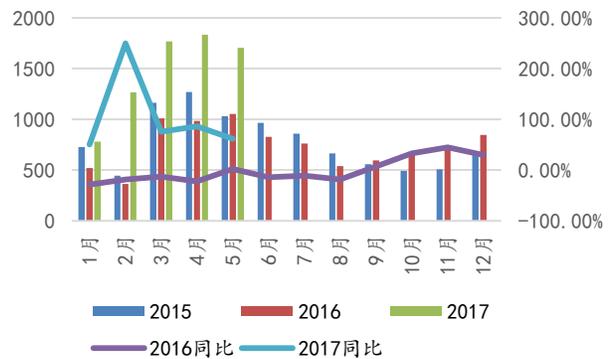
除了挖掘机以外，其他工程机械品种从16年下半年也开始逐步增长，总体看来复苏的时间点滞后挖掘机，且增长幅度小于挖掘机。从今年上半年最新数据来看，装载机1-5月份累计同比增长28.51%，汽车起重机1-5月份累计同比增长87.12%，压路机1-5月份累计同比增长50.38%，叉车1-4月份累计同比增长35.32%。

图表 10：装载机月度销量数据及增速



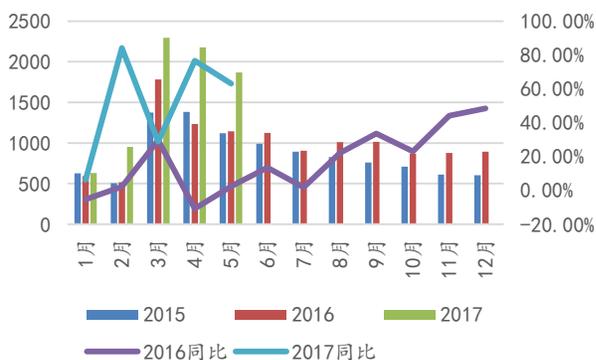
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 11：汽车起重机月度销量数据及增速



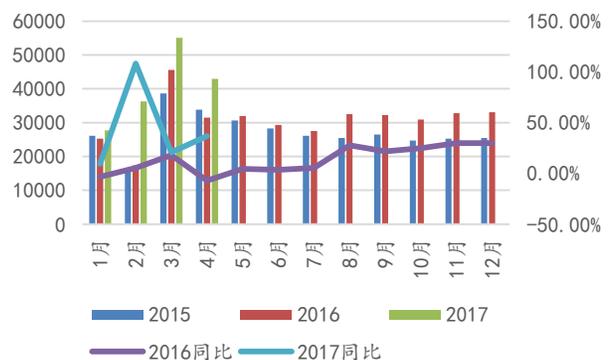
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 12：压路机月度销量数据及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13：叉车月度销量数据及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2.2 下游需求转暖，刺激存量设备更新

(1) 挖掘机下游三大需求回暖

不同工程机械品种，下游应用差异较大。就挖掘机而言，地产、基建和煤炭矿山构成其三大

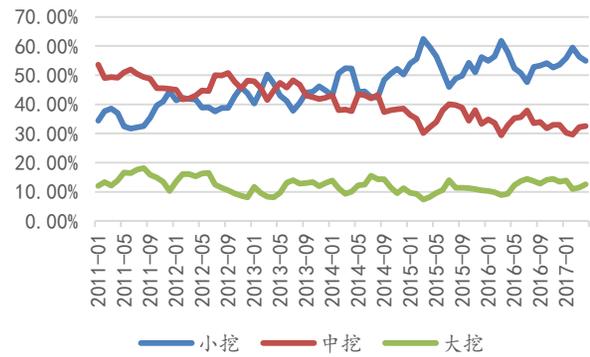
需求来源。从地产和基建固定资产投资完成额及增速对比来看，近几年基建增速维持高位，对挖掘机的增量需求贡献提升。

图表 14: 房地产和基建固定资产投资完成额及增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 15: 不同吨级挖掘机份额变化情况

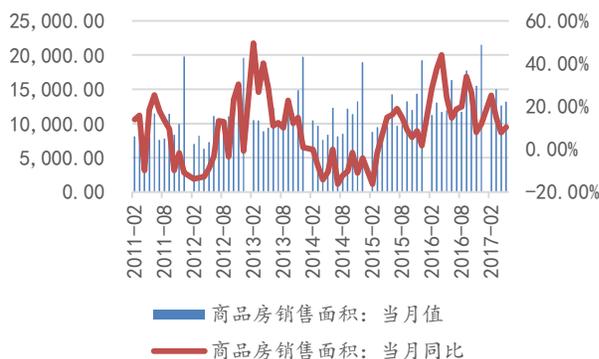


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

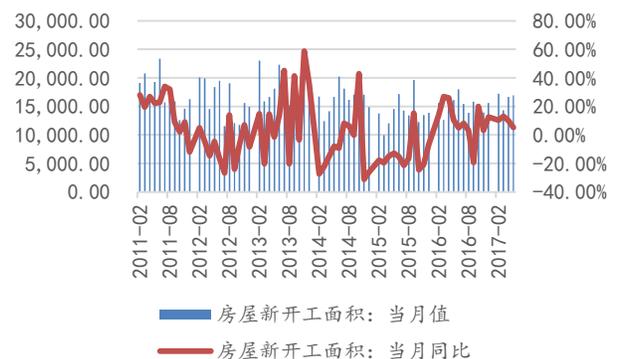
按吨级划分，挖掘机可分为小挖（0-13t）、中挖（13-30t）和大挖（30t 以上），其中小挖多用于市政工程、农田水利等，中挖多用于地产和基建项目土方施工等，大挖多用于煤炭矿山开采和大型基建项目等。近几年，由于小挖下游受宏观地产、大型基建工程项目影响较小，市场份额持续提升，而中挖受地产和基建影响较大，份额有所下降，大挖份额持平，整体销量跟随行业下滑。本轮挖掘机行业复苏主要来源于下游地产、基建和矿山三大领域需求同时回暖。

第一，三四线城市房地产销售超预期。在去库存政策影响下，商品房销售从 15 年开始逐步回升，进入 16 年后更是火爆，全年销售面积同比增速在 20% 以上。商品房销售的火爆带动房地产投资的迅速回暖，从 16 年底开始，房屋新开工面积增速同比由负转正，除了 15、16 年 9 月份数据有异常之外，整体增速在 10% 上下波动。从 16 年 10 月份开始，为遏制房价过快上涨，各个城市出台了一系列限购限贷政策，整体销量增速有所下降，但环一二线周边的三四线城市销量持续超预期。短期内，库存下降带来补库存需求，房地产投资增速将维持正增长。

图表 16: 商品房销售面积及增速情况



图表 17: 房屋新开工面积及增速情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

资料来源：WIND，太平洋证券整理

第二，PPP 为基建注入活力，增速将维持高位。根据《中长期铁路网规划》、《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》等国家规划，2016 年重点推进铁路、公路和城市轨道交通等交通基础设施项目建设，基建需求维持高位，全年增长 15.71%。进入 17 年后，基建投资延续 16 年增长基调，前五个月累计增长 16.66%。PPP 项目从 2016 年开始进入收获期，解决了基建项目实际开工量不足、资金落实不到位的问题，为基建投资注入了活力。截止 2017 年 3 月，总入库 PPP 项目 12,287 万个，总金额 14.57 万亿，其中已进入执行阶段的项目总金额 2.87 万亿，落地率 34.50%。交通运输、市政工程和片区开发是最大的三类项目，占总投资额的 67.50%。从近期出台 PPP 项目资产证券化等政策来看，PPP 项目推进力度将进一步加大。预计 2017 年 PPP 项目落地规模或达 3.8 万元，将迎来落地高峰期。我们认为，2017-2018 年基建投资增速仍将保持高位，是下游工程机械需求稳定器。

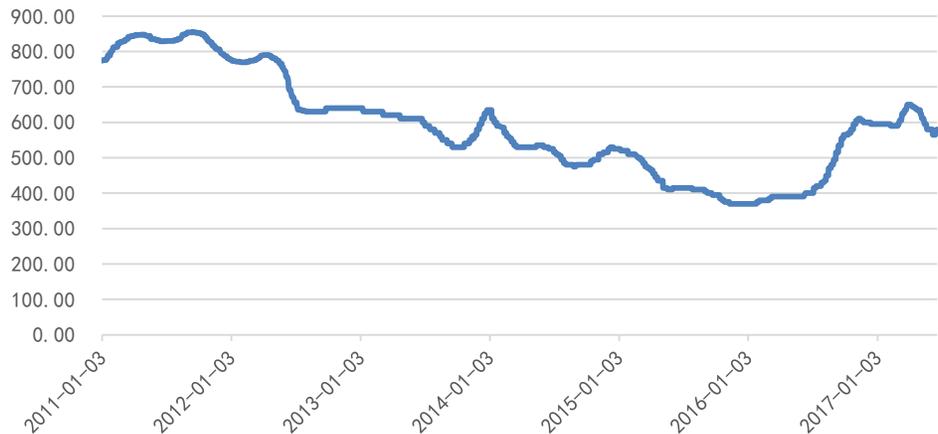
图表 18：PPP 项目总投资额、进入执行阶段项目投资额及项目落地率情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

第三，煤炭矿山行业盈利改善，开工量增长。2016 年初，国内钢铁、煤炭等行业启动供给侧改革。以煤炭为例，全年压缩煤炭产能 2.9 亿吨，关停约 1500 个小煤矿。受益于供给减少，2016 年煤炭价格大幅增长，下游煤炭开采企业盈利状况大幅改善，开工量回升。煤炭矿山行业的回暖直接带动大型挖掘机的需求回暖。

图表 19：动力煤（Q5500，秦皇岛）价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(2) 工程量上升激发更新换代需求

目前挖掘机平均使用寿命在 1.2-1.5 万小时，假设按照每个月的开机小时数为 120 小时计算（2016 年平均开机小时数为 122 小时），更新周期大约为 8-10 年。根据工程机械协会的销售数据统计，从 2007 年至 2016 年，我国挖掘机累计销售总量约 102.9 万台。若按此简单估计，按照 9 年的更新周期，每年的更新量将超过 10 万台。

事实上，从 07 年开始，挖掘机的销量快速增长，并在 11 年达到 17.8 万台的峰值水平，判断更新周期的高峰将在未来 3-4 年到来。我们用具体的模型测算，假设设备平均更新周期为 9 年，由于在使用过程中受到开机时间、工况等因素影响，假定在第 7-11 年的区间内更新且更新概率相同，由此推算 17 年更新需求将达到 9 万台，18 年超过 10 万。我们认为，本轮工程机械的复苏主因是工程量上升激发的更新换代需求。未来 2-3 年，在工程开工量不发生大幅滑坡的前提下，预计挖机销量将保持在 10-15 万台的水平。

图表 20：2017-2023 年更新需求推算

时间	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
销量(万台)	4.41	6.66	7.72	9.50	16.68	17.84	11.56	11.24	9.05	5.63	7.03	
时间	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023					
更新(万)	8.99	11.68	12.66	13.36	13.27	11.06	8.90					

资料来源：太平洋证券整理

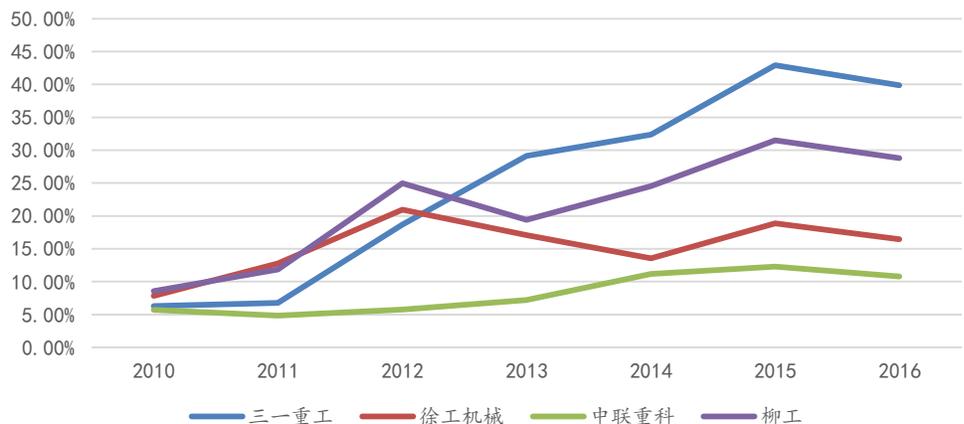
从 2012-2015 年，由于下游工程量开工不足导致各厂商和渠道积压了大量的二手机设备。根据我们近期的调研来看，这一轮挖机新机销售高增长的同时，二手机市场也得到出清，基本上厂商和渠道商所积压的二手机已处理完毕，这为后续的新机销售打开了空间。

2.3 “一带一路”打开行业成长空间

“一带一路”沿线大多是新兴经济体和发展中国家，基础设施建设需求大。2016年，我国企业在“一带一路”沿线61个国家新签对外承包工程项目合同8158份，新签合同额1260.3亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的51.6%，同比增长36%；完成营业额759.7亿美元，占同期总额的47.7%，同比增长9.7%。落实到建筑类上市公司，2016年中国中铁海外新签合同额为1025.1亿元，同比增长496%；中国电建海外新签合同额为1177.73亿元，同比增长18.11%；中国建筑新签合同额为18612亿元（包括国内和国外），同比增长22.5%；中国交建新签合同额为7308.02亿元（包括国内和国外），同比增长12.38%。总体上看，建筑企业新签海外合同增长较快。

在建筑企业出海承包工程项目、与沿线国家进行产能合作的大背景下，国内工程机械设备出口逐年增长。从挖掘机的出口占比来看，2010年出口占比为1.3%左右，到2016年达到10.7%，占比增长了8倍，销量绝对值也增长了3-4倍。2017年1-5月份，挖机出口销量绝对值增长约17%，由于国内基数上升，出口占比下降至5.4%，全年来看，预计出口增幅在20%-30%之间，出口占比在6%-7%之间。随着海外需求不断增长，工程机械行业公司的海外营收占比也在不断提升。从长远看，“一带一路”将为国内工程机械企业提供巨大的增量空间。

图表 21：工程机械公司海外营收占比逐年提升



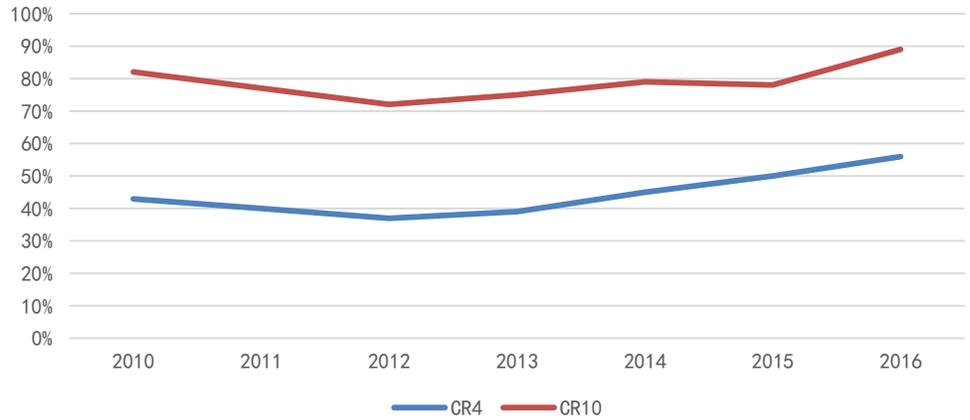
资料来源：WIND，太平洋证券整理

3 三一龙头优势显著，强者恒强

3.1 市场集中度提升，公司龙头地位凸显

经过几年的调整，工程机械行业竞争格局发生了巨大的变化，龙头优势更为突出，市场集中度提升。以挖掘机行业为例，行业在10-11年达到历史高点，之后从2012-2015年，行业进入深度调整期，各大企业开始裁员并缩减产能，全行业生产厂商从最高点的110家逐步减少到目前20多家，在此期间，前几大厂商市场份额明显提升。

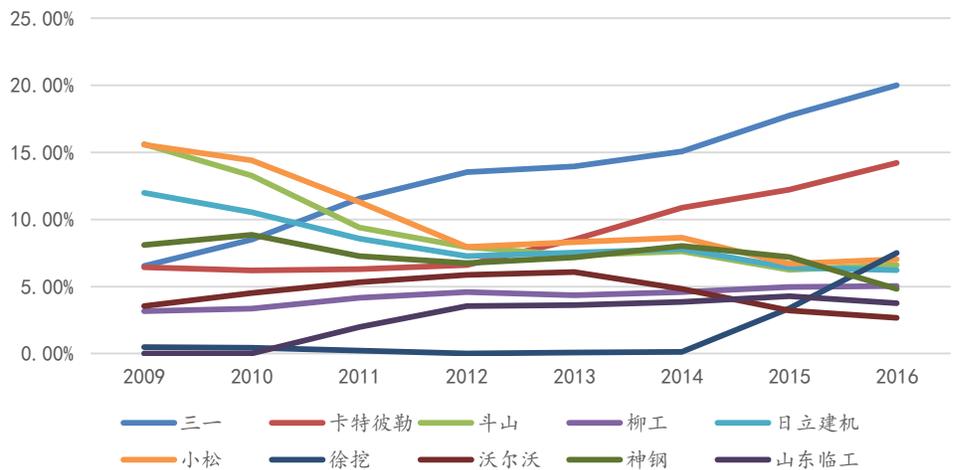
图表 22：挖掘机行业市场集中度情况



资料来源：中国工程机械协会，太平洋证券整理

从品牌份额变化来看，国产品牌有较大提升，从 2009 年的 26% 上升到 2017 年 1-5 月份的 55%。公司作为国产品牌的龙头企业，凭借前期巨大的渠道和售后服务投入，并持续推出性能可靠的产品，市场份额从 2009 年的 6.5% 提升到 2017 年 1-5 月份的 21.8%，市场份额已连续六年位居第一，且有望继续上升。其他品牌方面，国产品牌中徐工和柳工份额有所提升，徐工在近两年快速上升至 10% 左右。合资品牌中，小松、神钢和斗山三家总体下滑超过 15%，卡特彼勒凭借其高端品牌打入中低端市场，份额提升从 2009 年的 6% 提升至目前的 15% 左右。

图表 23：挖掘机行业市场集中度情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

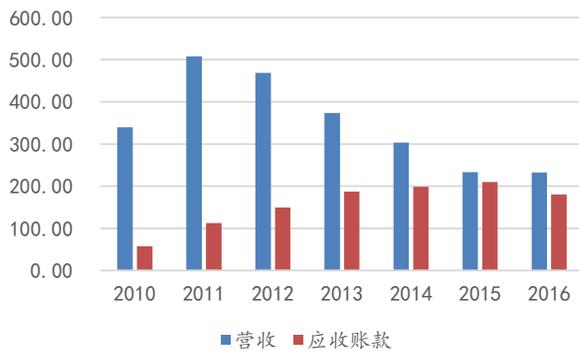
3.2 处置部分应收款，资产状况持续改善

2010-2011 年期间，工程机械厂商为扩大销售规模，进行了大量的低首付甚至零首付的信用销售，11 年以后国内地产和基建投资增速开始下滑，工程机械下游开工量急剧下滑，厂商除了新

机销售下滑以外，遇到了另一个行业普遍性的问题——债权问题。购机用户由于开工减少，无法按期偿还款项，影响逐步从代理商向厂商传导，工程机械厂商的应收款快速增长。三一在整体销售下滑的情况下，应收款也出现了大幅的上升，直到 2016 年有所改善。

2016 年，公司通过不同方式处置部分应收账款，改善公司现金流。第一，向三一集团出售部分应收账款，包括三一汽车制造公司部分应收账款，转让价格 25.34 亿（账面价值 35.87 亿），三一汽车起重机部分应收账款，转让价格 7.7 亿（账面价值 10.91 亿）。第二，发行应收账款 ABS，一期发行规模 13.15 亿元，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，并由三一集团全额认购。此外，公司通过向三一集团出售固定资产，包括转让深圳三一科技 80% 股权，出售北京三一重机 100% 股权共获得现金 45.3 亿，改善公司的现金流状况。

图表 24：公司 2010-2016 年营收和应收款情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 25：公司经营性现金流净额及增速情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

另一方面，整体市场环境的好转也将改善公司的资产和经营情况。首先，工程机械的销量持续火爆，销售收入和经营性现金流快速增长。其次，工程机械下游开工量回升，用户的还款能力提升，有利于前期公司应收账款的回收。

3.3 布局军工、建筑工业化，业务多元化发展

公司除了坚持工程机械主业为立身之本外，还努力拓展多元化业务发展，而军工和住宅工业化业务就是公司业务创新的两个重要抓手。

(1) 军工：民参军，大有可为

2015 年以来，公司在军工领域逐步拓展，已陆续和国防科技大学、保利科技、中船重工 705 所多家军工单位合作研制新型装备。此外，由公司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，实现首台军品交付。2017 年 3 月，公司变更可转换公司债募集资金投向，投资军工“512”项目，主要项目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，总投资额 6.5 亿元，预计 2019-2021 销售收入为 32.69 亿元，税后利润 65,298 万元。

图表 26：公司持续布局军工业务

时间	事件
2015 年 9 月	与国防科技大学签订《联合研制“无人装备”战略合作协议》，双方共同研发无人作业装备，共同组建“无人装备工程中心”，面向军方共同开发高智能装备技术。
2016 年 2 月	子公司三一汽车获武器装备科研生产许可证。
2016 年 7 月	与保利科技防务投资有限公司及其关联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股份有限公司，其中三一重工占合资公司注册资本的 50%、保利科技占合资公司注册资本的 30%、中天引控占合资公司注册资本的 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。
2016 年 11 月	多项产品亮相珠海航展。
2017 年 3 月	公司拟将可转换公司债券募集资金 45 亿元中的 10.18 亿元拟投资项目，由原“巴西产业园建设项目（一期）”变更为“一带一路沿线国家及海外市场挖掘机研发与服务项目”和“军工 512 项目”。
2017 年 5 月	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。

资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司军工业务走两个路径：1、国内军队列装，相对来说周期更长；2、海外军贸，借助和保利成立的合资公司，通过保利的渠道走出去，同时引进海外的先进军品技术，这条路可能效率会更高。公司涉足军工业务时间不长，但已经与保利集团、中船重工等重量级军品企业开展了一系列的合作，同时在军工技术研发方面也有了一定的布局，充分彰显了公司雄厚的实力和完善的前期铺垫，目前军工业务尚处于培育期，我们也将对其未来的发展保持密切关注。

(2) 住宅工业化：契合新兴市场国家建设需求

住宅工业化是指用工业化生产的方式来建造住宅，是机械化程度不高和粗放式生产的生产方式升级换代的必然要求，以提高住宅生产的劳动生产率，提高住宅的整体质量，降低成本，降低物耗、能耗。随着人力成本提升、建造技术日趋成熟标准化以及环保要求日益严格，住宅工业化将成为建筑发展的大趋势。

三一集团于 2014 年收购中山快而居住宅工业有限公司而正式进入住宅工业化行业；随后 2015 年，上市公司三一重工发行可转债收购湖南三一快而居 100% 股权，并投资 6.5 亿元建设建筑工业化研发项目（一期）；2016 年，公司成立昆山三一住工，规划分五年计划投资 60 亿元打造可承担建筑工业化方式建筑面积 1000 万平方米以上的年产能。到目前为止，公司已经完成了对混凝土预制品装备及产品、运输装备、吊装组件装备等全链条覆盖，再结合集团的房地产开发平台，三一已经具备了实施整体解决方案的能力。

结合公司“第三次创业”的全球化战略，相比于国内市场，我们认为目前来讲海外新兴市场将更有希望为公司住宅产业化提供发展空间。新兴市场国家（如印度）正处于快速城市化的发展阶段，随着城市人口增长，当地政府对住宅建设最大的诉求就是在满足基本生活需求的条件快速

上量，且由于当地建筑建设水平限制，建设过程中越便捷越标准化越好，而住宅产业化最重要的特点就是标准化、批量化、便捷化，正好契合的新兴市场国家的需求。

图表 27：三一住工建筑工业化项目



资料来源：中国工程机械协会，太平洋证券整理

4 盈利预测及估值

我们预计公司 2017-2019 年的收入分别达到 371.90 亿、431.92 亿和 502.02 亿元，归母净利润分别为 32.27 亿、40.88 亿和 52.57 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.69 元。考虑到公司作为行业龙头享受估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级，六个月目标价 11 元。

图表 28：分业务预测（单位：亿元）

业务	项目	2016	2017E	2018E	2019E
混凝土机械	营收	95.03	152.05	174.86	201.08
	增速		60%	15%	15%
	毛利率	21.46%	22%	22%	22%
挖掘机械	营收	74.70%	130.73	156.87	188.24
	增速		75%	20%	20%
	毛利率	32.42%	35%	34%	33%
起重机械	营收	27.10	43.36	49.86	57.34
	增速		60%	15%	15%
	毛利率	34.04%	30%	30%	30%
桩工机械	营收	11.87	16.62	18.28	20.11
	增速		40%	10%	10%
	毛利率	25.24%	40%	40%	40%
路面机械	营收	8.75	12.25	13.48	14.82
	增速		40%	10%	10%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

5 风险提示

宏观政策面可能趋紧，项目新开工可能下滑。

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23280.0	37189.9	43192.3	50202.4
营业成本	17179.4	26743.2	31167.6	36366.6
营业税金及附加	219.56	277.02	333.97	397.65
销售费用	2359.07	3499.43	4088.51	4798.53
管理费用	2120.81	3273.47	3829.50	4460.70
财务费用	875.39	514.72	473.87	317.88
资产减值损失	948.42	0.00	0.00	0.00
投资收益	2181.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-563.37	-563.37	-563.37	-563.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1195.52	2318.64	2735.53	3297.68
其他非经营损益	-1132.5	-538.54	-655.23	-695.89
利润总额	62.97	1780.10	2080.30	2601.79
所得税	-100.83	-1446.5	-2008.4	-2655.0
净利润	163.80	3226.67	4088.74	5256.88
少数股东损益	-39.66	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	203.46	3226.67	4088.74	5256.88
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	7442.06	3718.99	4319.24	5020.25
应收和预付款项	23486.7	34330.7	38186.8	42084.9
存货	6220.30	9878.59	11551.9	13516.7
其他流动资产	843.18	992.39	1147.60	1328.86
长期股权投资	1527.94	1527.94	1527.94	1527.94
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	14980.2	13077.5	11174.9	9272.29
无形资产和开发支出	4713.46	4151.58	3589.71	3027.83
其他非流动资产	2341.08	2337.50	2333.92	2330.34
资产总计	61554.9	70015.3	73832.1	78109.2
短期借款	8908.49	9687.62	7935.62	5564.12
应付和预收款项	9250.09	13071.5	15536.9	18249.6
长期借款	9412.95	9412.95	9412.95	9412.95
其他负债	10530.7	9644.27	10430.9	11355.4
负债合计	38102.2	41816.4	43316.4	44582.1
股本	7657.95	7657.95	7657.95	7657.95
资本公积	594.60	594.60	594.60	594.60
留存收益	16228.9	19343.8	21660.5	24671.9
归属母公司股东权益	22717.4	27463.6	29780.3	32791.7
少数股东权益	735.30	735.30	735.30	735.30
股东权益合计	23452.7	28198.9	30515.6	33527.0
负债和股东权益合计	61554.9	70015.3	73832.1	78109.2
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	4168.66	5301.46	5677.50	6083.66
PE	306.01	19.30	15.23	11.84
PB	2.65	2.21	2.04	1.86
PS	2.67	1.67	1.44	1.24
EV/EBITDA	18.52	14.99	13.59	12.17

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	163.80	3226.67	4088.74	5256.88
折旧与摊销	2097.75	2468.10	2468.10	2468.10
财务费用	875.39	514.72	473.87	317.88
资产减值损失	948.42	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	2476.79	-9641.4	-2435.2	-2411.5
其他	-3312.7	527.92	566.03	567.95
经营活动现金流净额	3249.45	-2904.0	5161.51	6199.23
资本支出	1093.56	0.00	0.00	0.00
其他	1168.94	-403.78	-563.37	-563.37
投资活动现金流净额	2262.50	-403.78	-563.37	-563.37
短期借款	-2662.0	779.12	-1752.0	-2371.5
长期借款	710.76	0.00	0.00	0.00
股权融资	-126.91	0.00	0.00	0.00
支付股利	-76.11	-111.74	-1772.0	-2245.4
其他	-2506.8	-1082.6	-473.87	-317.88
筹资活动现金流净额	-4661.1	-415.29	-3997.9	-4934.8
现金流量净额	743.12	-3723.0	600.25	701.01
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	-0.37%	59.75%	16.14%	16.23%
营业利润增长率	601.04%	93.94%	17.98%	20.55%
净利润增长率	18.57%	1869.90%	26.72%	28.57%
EBITDA 增长率	27.50%	27.17%	7.09%	7.15%
获利能力				
毛利率	26.21%	28.09%	27.84%	27.56%
三费率	23.00%	19.60%	19.43%	19.08%
净利率	0.70%	8.68%	9.47%	10.47%
ROE	0.70%	11.44%	13.40%	15.68%
ROA	0.27%	4.61%	5.54%	6.73%
ROIC	13.12%	11.86%	13.17%	15.06%
EBITDA/销售收入	17.91%	14.26%	13.14%	12.12%
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.57	0.60	0.66
固定资产周转率	1.59	2.85	3.87	5.42
应收账款周转率	1.19	1.62	1.49	1.60
存货周转率	2.81	3.21	2.84	2.84
销售商品提供劳务收	111.53%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	61.90%	59.72%	58.67%	57.08%
带息债务/总负债	59.07%	55.68%	49.71%	42.98%
流动比率	1.60	1.78	1.90	2.05
速动比率	1.33	1.42	1.50	1.60
每股指标				
每股收益	0.03	0.42	0.53	0.69
每股净资产	3.06	3.68	3.98	4.38
每股经营现金	0.42	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。