

三一重工 (600031.SH) 点评报告

2017年7月25日

H2 销量将保持高增长、盈利能力回升将超预期
 投资评级：增持（维持）

投资要点

■ **预计 2017 年挖掘机同比增速 70%，大挖占比持续提升**

2017 年 H1 挖掘机行业销量增速 100%，公司销量增速 123%，市占率 21.5%；其中小挖、中挖、大挖占比分别为 55.97%、34.56%、9.47%，同比-5.14pct、+2.19pct、+2.95pct。大挖增速明显高于中小挖，预计收入增速将高于销量增速。

在供给侧改革推动下，大宗商品价格大幅上涨驱动矿山投资，同时基建托底作用明显，1-6 月份增速 21.1%，预计全年增速 20%；房地产投资比预期要好，1-6 月份增速 8.5%，预计全年增速 6%。预计三季度挖掘机销量将淡季不淡，7 月份销量将保持翻倍增长，8 月份以后增速有望保持 50% 以上增长，上调 2017 年挖机总销量预测 12 万台以上，全年+70%，预计公司销量增速将超越行业增速。

■ **预计混凝土机械 H2 增长有望超预期，起重机保持高速增长**

预计 2017 年 H1 混凝土泵车和搅拌车增长 100% 以上，预计泵车收入占比将大幅提升。由于房地产投资比预期好，预计 H2 混凝土泵车增长有望加速。2017 年 H1 起重机行业销量增速 92%，公司增速为 60% 预计下半年公司起重机仍将保持 50% 以上增长。预计 H1 公司桩工机械销量增速超过 100%，需求主要来自于基建。

■ **盈利能力回升将超预期，H2 有望继续提升**

Q1 毛利率 32.9%，同比大幅提升 7 个百分点，较 2016 年底提升 7.8 个百分点；分产品看，Q1 混凝土机械、挖掘机、起重机、桩工机械毛利率分别为 27.6%、38.9%、27.2%、32.8%，同比分别为+6.1pct、+6.4pct、-6.9pct、+7.5pct；由于泵车和大挖产品占比大幅提升，混凝土机械、挖掘机业务毛利率回升超预期，预计 Q2 仍将保持或高于 Q1 毛利率水平。H2 泵车大挖销量高增长将有望提升毛利率水平。

■ **经营性现金流和应收账款质量将持续改善**

Q1 经营活动现金流净额 30 亿元，自 2016 年 Q2 以来持续正流入，2017 年公司仍注重控制应收账款风险采取保守销售政策，预计分期和融资按揭首付比例均在 30% 以上。二手机和潜在逾期风险应收账款加速处理，预计经营现金流和应收账款质量将持续改善，资产减值风险不断减小。管理费用有望保持平稳，经过近几年来人员不断精简，员工从 2011 年 5.2 万人下降至 2016 年 1.38 万人，年管理费用从高峰期的 33 亿元降低至 2016 年 21 亿元。由于销售旺盛，包括渠道建设和经销商让利，预计销售费用将同比增加。收入规模效应下，预计管理销售费用率将下降。2016 年和 2017 年 Q1 公司筹资活动现金净流出分别为 47 亿元和 45 亿元，主要用于偿还银行贷款，预计资产负债率将不断降低。我们判断公司目前产能利用率在 30-50% 左右，预计资本支出不会大幅增加。

■ **投资建议与盈利预测**

上半年基建房地产下游投资超预期，公司在品牌效应、产品线、成本控制 and 风险控制、全球布局均具备最强的竞争力，市场份额持续提升、盈利弹性最大；中长期看，国防装备、出口业务均值得期待。上调公司 2017/18/19 年净利润分别至 30、36、40 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.47/0.53 元，对应 PE 分别为 22/18/16 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示**:销量和下游投资低于预期、资产减值。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

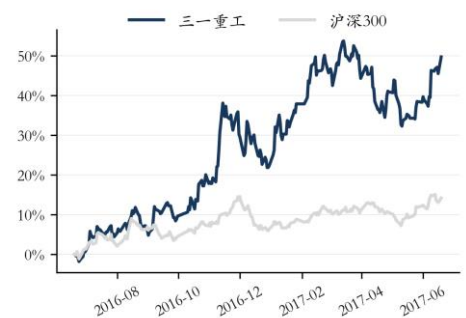
证券分析师 周尔双

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)	8.50
一年最低价/最高价	5.12/8.70
市净率	2.8
流通 A 股市值 (亿元)	645

基础数据

每股净资产 (元)	3.08
资产负债率	59.95%
总股本 (亿股)	76.58
流通 A 股 (亿股)	75.94

相关研究

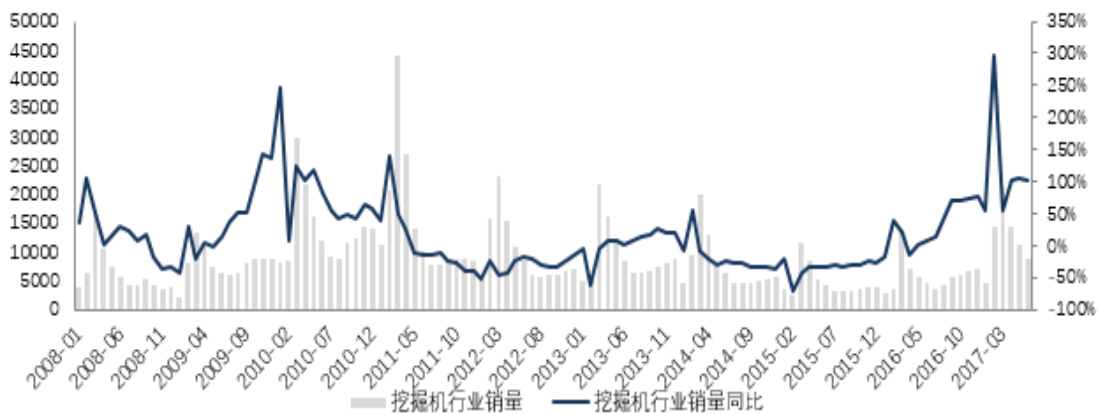
- 公司点评：三一重工：牵手中船重工七〇五所，“民参军”助力未来发展 2017.6.27
- 公司深度：三一重工：国之重器、一带一路助力新起点 2017.5.16
- 行业点评：挖机继续高增长，继续看好龙头三一重工 2017.5.10
- 公司点评：年报符合预期，一季报业绩亮眼，行业复苏强者恒强 2017.4.28
- 公司点评：资产处置加速出清为转型扫除障碍，彰显坚定转型决心 2016.12.15
- 行业深度：“一带一路”如何受益中国高端装备 2017.1.31

1. 预计 2017 年挖掘机同比增速 70%，大挖占比持续提升

根据工程机械行业协会的数据，2017 年 6 月份挖机销量 8933 台，同比 100.8%，环比-21%，累计同比+100.4%。其中三一重工 6 月份销量 1716 台，同比增长 119%，环比-24%、累计同比+123%。三一重工 6 月份为市占率 19%，继续保持第一；卡特彼勒，徐工，斗山，小松分列第二到第五，市占率分别为 13%、10%、9%、8%。行业继续呈现强者恒强格局。

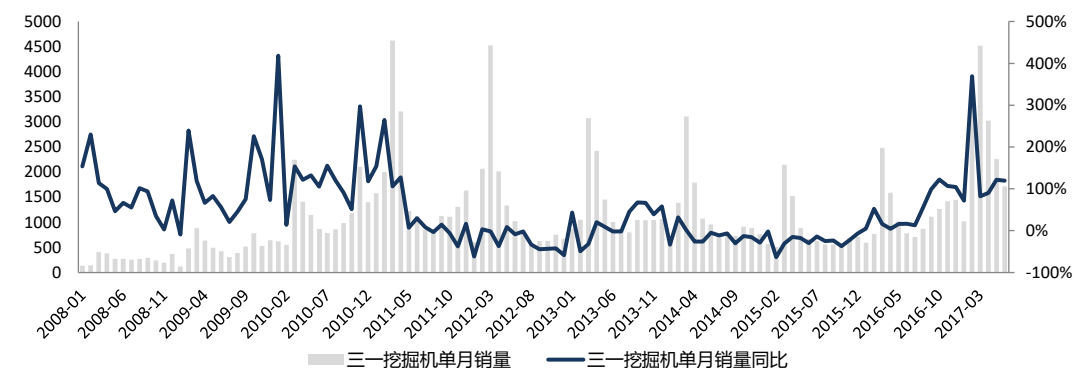
在供给侧改革推动下，大宗商品价格大幅上涨驱动矿山投资，同时基建托底作用明显，1-6 月份增速 21.1%，预计全年增速 20%；房地产投资比预期要好，1-6 月份增速 8.5%，预计全年增速 6%。预计三季度挖掘机销量将淡季不淡，7 月份销量将保持翻倍增长，8 月份以后增速有望保持 50% 以上增长，上调 2017 年挖机总销量预测 12 万台以上，全年增长 70%，预计公司销量增速将超越行业增速。

图表 1：2017 年 6 月挖掘机同比增长 100.8%，环比-21%



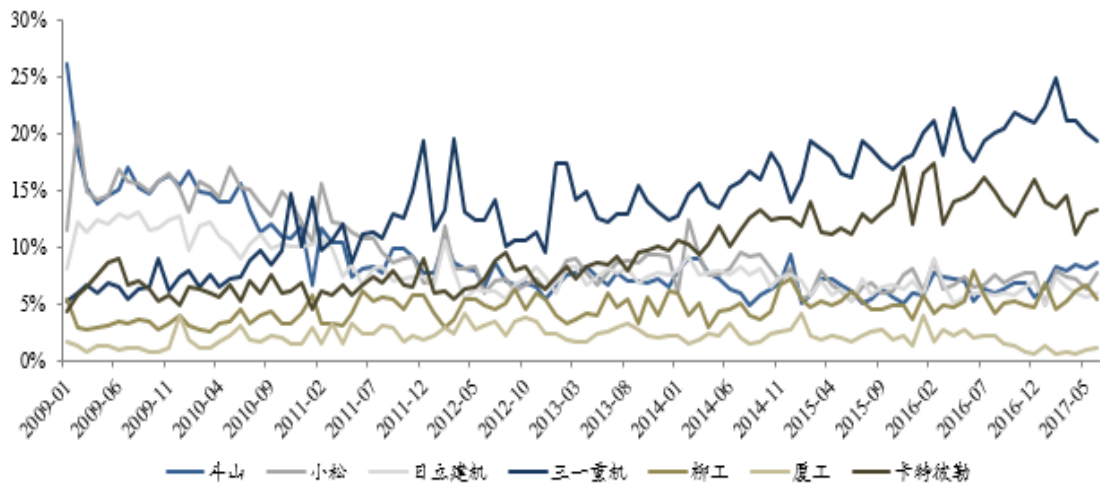
资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

图表 2：2017 年 6 月三一挖掘机同比增长 119%，环比-24%



资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

图表 3: 三一市占率维持在 20% 左右, 2017 年 6 月为 19%, 稳居所有品牌之首



资料来源: 工程机械协会, 东吴证券研究所

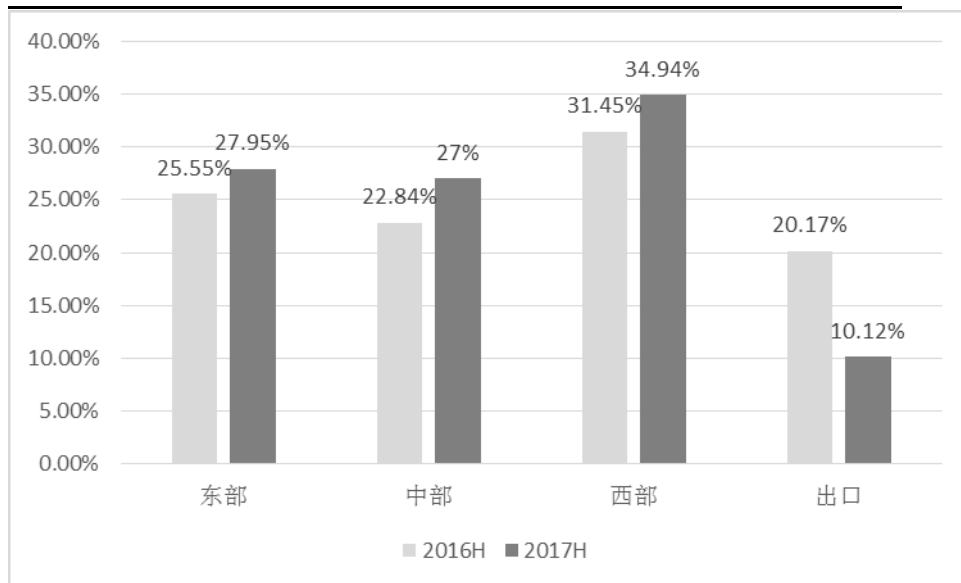
2. H1 大挖增速明显高于中小挖, 预计三一收入增速将高于销量增速。

2017 年上半年, 三一挖掘机累计销售 16154 台, 累计同比+123.54%, 累计市占率 21.52%。

2017 年 1-6 月, 三一小挖、中挖、大挖占比分别为 55.97%、34.56%、9.47%, 同比-5.14pct、+2.19pct、+2.95pct。三一各机型销量中, 中挖的占比提升明显。大挖增速明显高于中小挖, 预计收入增速将高于销量增速。

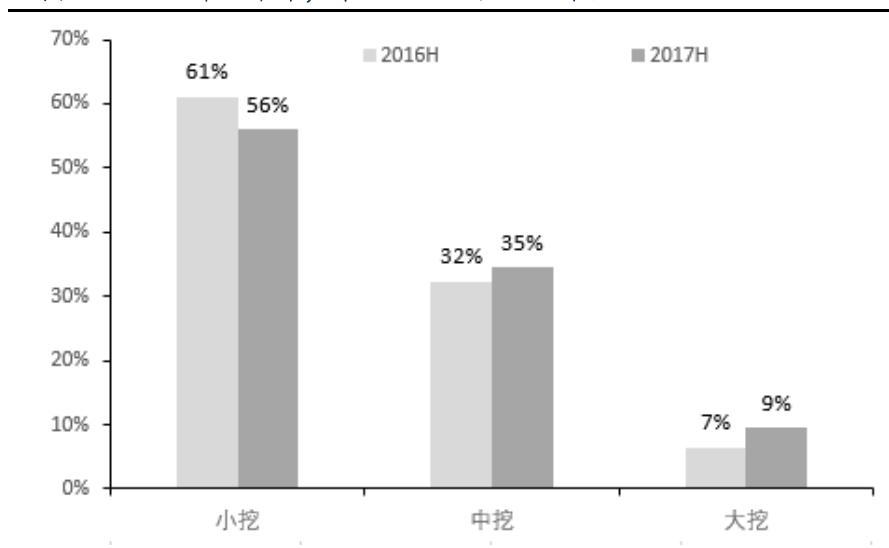
2017 年 6 月, 三一挖掘机销量按区域分析, 东部、中部、西部、出口占比为 28.26%、26.46%、32.28%、13.00%, 同比+3.07pct、+6.64pct、+6.19pct、-15.90pct。2017 年 1-6 月, 东部、中部、西部、出口占比为 27.95%、27.00%、34.94%、10.12%, 同比+2.40pct、+4.16pct、+3.49pct、-10.05pct。出口销量的实际数量与 2016 年同期变化不大, 市占率明显下降是因为国内市场需求高增长所致。国内各区域中, 中西部市占率高于东部, 所以, 此轮高增长的主要需求区域在中西部地区。

图表 4：2017 年上半年，国内市场需求上升明显



资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

图表 5：2017 年上半年，中挖、大挖占比上升明显

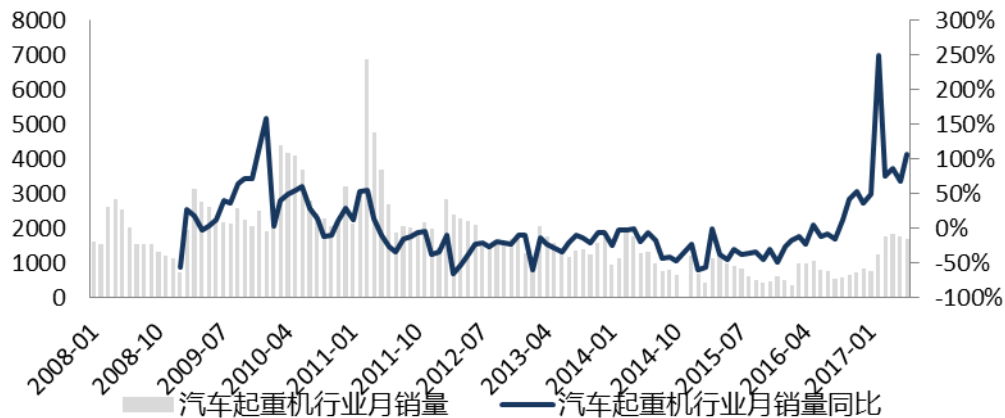


资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

3. 预计三一起重机下半年继续保持 50% 的高速增长， 预计混凝土机械 H2 增长有望超预期

预计 2017 年 H1 混凝土泵车和搅拌车增长 100% 以上，预计泵车收入占比将大幅提升。房地产投资比预期好，预计 H2 混凝土泵车增长有望加速。2017 年 H1 起重机行业销量增速 92%，公司增速为 60% 预计下半年公司起重机仍将保持 50% 以上增长。预计 H1 公司桩工机械销量增速超过 100%，需求主要来自于基建。

图表 6：2017 年 6 月起重机同比增长 106%，环比-4%



资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

图表 7：2017 年 6 月三一起重机没有销售；5 月销售 294 台，位列国内第三



资料来源：工程机械协会，东吴证券研究所

4. 盈利能力回升将超预期，H2 有望继续提升

Q1 毛利率 32.9%，同比大幅提升 7 个百分点，较 2016 年底提升 7.8 个百分点；分产品看，Q1 混凝土机械、挖掘机、起重机、桩工机械毛利率分别为 27.6%、38.9%、27.2%、32.8%，同比分别为+6.1pct、+6.4pct、-6.9pct、+7.5pct；由于泵车和大挖产品占比大幅提升，混凝土机械、挖掘机业务毛利率回升超预期，预计 Q2 仍将保持或高于 Q1 毛利率水平。H2 泵车大挖销量高增长将有望提升毛利率水平。由于销售旺盛，包括渠道建设和经销商让利，预计销售费用将同比增加。收入规模效应下，预计管理销售费用率将下降。

图表 8：公司各产品主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品名称	2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
混凝土机械	104.74	46.18	22.85	95.03	41.73	21.46	30.30	32.80	27.55
挖掘机械	61.18	26.98	27.53	74.70	32.80	32.42	37.09	40.15	38.85
起重机械	38.55	17.00	29.68	27.10	11.90	34.04	10.26	11.11	27.15
桩工机械	4.99	2.20	40.11	11.87	5.21	25.24	5.70	6.17	32.75
路面机械	9.64	4.25	24.50	8.75	3.84	17.40	2.66	2.88	20.94
其他	7.69	3.39	7.90	10.30	4.52	11.58	6.38	6.91	38.28
合计	226.79	100.00	25.22	227.73	100.00	25.15	92.38	100.00	32.91

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

对于零部件供应商，泵阀主要供货商是日本川崎、德国博世力士乐，油缸方面主要采购恒立液压的产品，发动机供应商主要是三菱。对于供应商的选择，公司的战略是注重整体匹配，不过分强调品牌，特别最近川崎供应紧张，公司需要扩充供应范围。

图表 9：2016 年公司主要原材料采购情况表

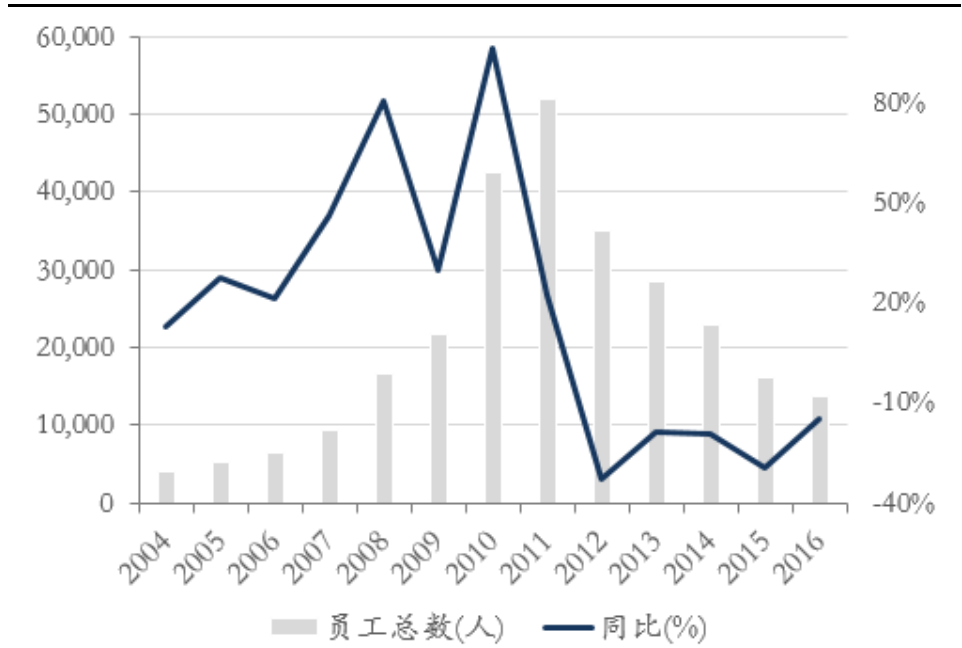
序号	类别	主要品牌	主要供应地
1	汽车底盘	中国重汽、五十铃、奔驰	中国/日本/德国
2	减速机、泵、阀	力士乐、川崎、SEW	德国/日本/中国
3	马达、发动机及配件	五十铃、日野、三菱、康明斯、潍柴	日本/美国/中国
4	钢材	武钢、济钢、湘钢	中国
5	电子电气件	金杯电缆、日本电装、丹佛斯	中国/日本/美国
6	轴承	FAG、NSK、LYC	德国/中国/日本
7	其他	道达尔、雪佛龙等	德国/美国/日本/中国

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 三一费用率控制良好，资产负债率将进一步下降

管理费用有望保持平稳，经过近几年来人员不断精简，员工从 2011 年 5.2 万人下降至 2016 年 1.38 万人，年管理费用从高峰期的 33 亿元降低至 2016 年 21 亿元。由于销售旺盛，包括渠道建设和经销商让利，预计销售费用将同比增加。2016 年和 2017 年 Q1 公司筹资活动现金净流出分别为 47 亿元和 45 亿元，主要用于偿还银行贷款，预计资产负债率将不断降低。我们判断公司目前产能利用率在 30-50% 左右，预计资本支出不会大幅增加。

图表 10：公司员工总数自 2011 年高位跌落，已减员超过七成

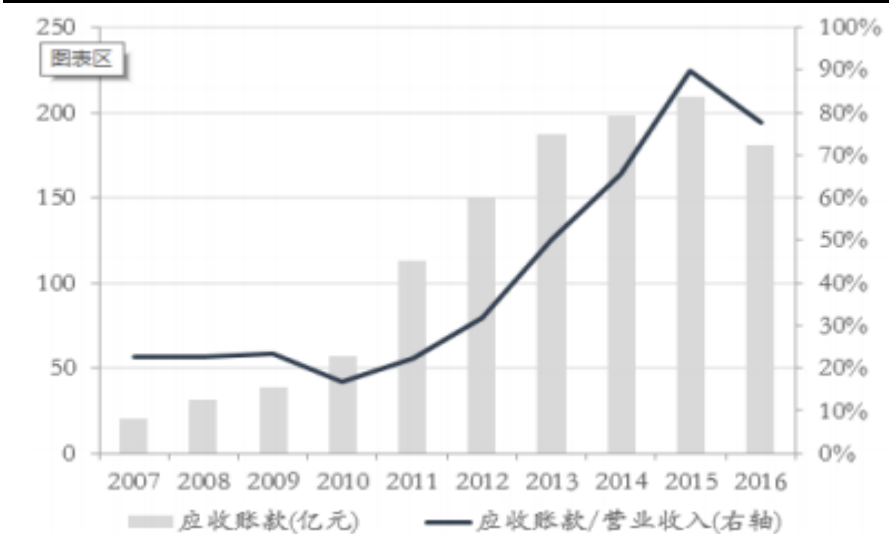


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

6. 三一应收回款情况比较好，经营现金流将持续上升

公司应收回款情况比较好，截至 2016 年末，公司应收账款账面价值为 180.85 亿元，较年初减少 14.06%。在账龄方面：一年期贷款在 70%，两三年相对较少。公司应收账款账面余额中，来自前五名单位的应收账款合计占比 14.12%，集中度较低。公司目前销售状况为：融资租赁按揭比例 30%，分期+全款占比 70%，全款的占比不到 20%，分期首付都在 30% 以上；公司 2017 年一季度筹资现金流负 40 多亿，银行端的借款在下降。

图表 11：三一应收账款占营业收入比例 2016 年开始下降



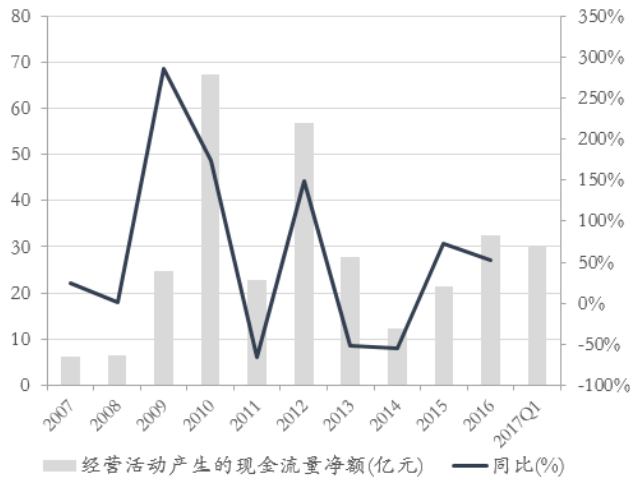
资料来源：wind，东吴证券研究所

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。

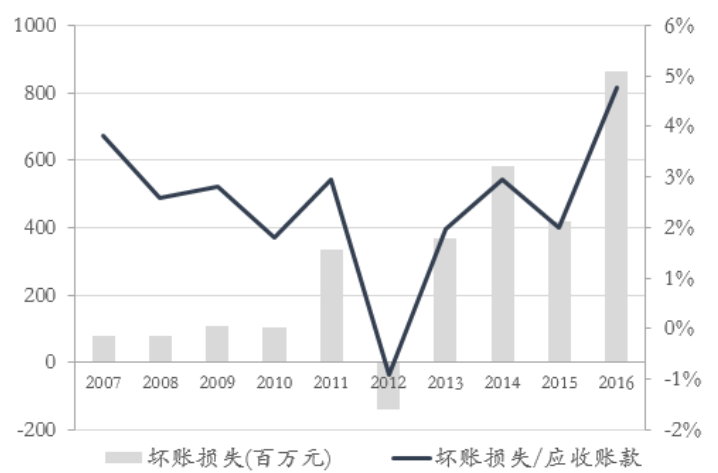
但是值得注意的是公司的坏账损失于近期 2016 年达到新高 8.6 亿元,占应收账款比例也上升至 4.77%,我们认为公司在 2016 年对坏账的计提比例的上升,也是将不良资产加速出清,从而可以 2017 年轻装上阵。

图表 12: 2017Q1 年经营现金流量净额为正 30 亿元,改善明显(2016Q1 为-2.8 亿元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 13: 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

7. 投资建议与盈利预测:

上半年基建房地产下游投资超预期,公司在品牌效应、产品线、成本控制和风险控制、全球布局均具备最强的竞争力,市场份额持续提升、盈利弹性最大;中长期看,国防装备、出口业务均值得期待。上调公司 2017/18/19 年净利润分别至 30、36、40 亿元(原 2017 年预测 20 亿元),对应 EPS 分别为 0.39/0.47/0.53 元,对应 PE 分别为 22/18/16 倍,维持“增持”评级。

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	36865.6	41660.5	45326.9	营业收入	23280.1	32222.4	36868.4	40365.4
现金	7442.1	7000.0	7500.0	8000.0	营业成本	17179.4	22430.3	25644.0	27869.1
应收款项	23149.3	21187.3	24242.3	26541.7	营业税金及附加	219.6	96.7	110.6	121.1
存货	6220.3	7681.6	8782.2	9544.2	销售费用	2359.1	3028.9	3502.5	4036.5
其他	1180.6	996.7	1136.1	1241.0	管理费用	2120.8	2072.9	2351.7	2561.5
非流动资产	23562.7	24310.9	23245.8	22069.6	财务费用	875.4	1367.5	1399.0	1378.7
长期股权投资	1527.9	1527.9	1527.9	1527.9	投资净收益	2181.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	15096.8	15984.5	15059.0	14022.5	其他	-1511.8	139.6	139.6	139.6
无形资产	4187.8	4048.2	3908.6	3769.0	营业利润	1195.5	3365.7	4000.2	4538.0
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	61176.5	64906.3	67396.5	利润总额	63.0	3383.7	4018.2	4556.0
流动负债	23800.3	21876.3	23770.9	24180.1	所得税费用	-100.8	338.4	401.8	455.6
短期借款	11107.7	11762.7	12204.1	11584.8	少数股东损益	-39.7	45.7	54.2	61.5
应付账款	7528.6	7374.3	8430.9	9162.5	归属母公司净利	203.5	2999.7	3562.1	4038.9
其他	5164.0	2739.3	3135.9	3432.8	EBIT	1401.2	4733.2	5399.2	5916.7
非流动负债	14301.9	14301.9	14301.9	14301.9	EBITDA	3496.2	6399.5	7224.7	7834.2
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	36178.3	38072.8	38482.0	指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	735.3	781.0	835.2	896.7	每股收益(元)	0.03	0.39	0.47	0.53
归属母公司股					每股净资产(元)	2.97	3.16	3.39	3.66
东权益	22717.4	24217.2	25998.3	28017.8	发行在外股份(百				
负债和股东权益					万股)	7657.9	7657.9	7657.9	7657.9
总计	61555.0	61176.5	64906.3	67396.5	ROIC(%)	7.6%	8.9%	9.7%	10.3%
					ROE(%)	0.9%	12.4%	13.7%	14.4%
					毛利率(%)	25.3%	30.1%	30.1%	30.7%
现金流量表 (百万					EBIT Margin(%)	6.0%	14.7%	14.6%	14.7%
元)	2016	2017E	2018E	2019E	销售净利率(%)	0.9%	9.3%	9.7%	10.0%
经营活动现金流	3249.5	2453.3	2600.2	3880.0	资产负债率(%)	61.9%	59.1%	58.7%	57.1%
投资活动现金流	2262.5	-2050.5	-760.5	-741.3	收入增长率(%)	-0.4%	38.4%	14.4%	9.5%
筹资活动现金流	-4661.1	-844.8	-1339.7	-2638.7	净利润增长率(%)	46.8%	1374.3%	18.8%	13.4%
现金净增加额	743.1	-442.1	500.0	500.0	P/E	319.93	21.70	18.27	16.12
折旧和摊销	2095.0	1666.3	1825.6	1917.5	P/B	2.87	2.69	2.50	2.32
资本开支	1266.5	-2210.9	-760.5	-741.3	EV/EBITDA	29.52	15.82	14.28	13.22
营运资本变动	1834.1	-2258.4	-2841.7	-2137.9					
企业自由现金流	6583.6	1457.0	3082.6	4363.3					

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

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>