



**买入**

**20% ↑**

目标价格:人民币 10.24

600031.CH

价格:人民币 8.53

目标价格基础:20倍 18年市盈率

板块评级:未有评级

# 三一重工

## 再显国内龙头雄风，全球化布局进入收获期

工程机械行业经历了长达5年调整之后，16年下半年迎来全面复苏，本轮周期性调整，使得对标卡特彼勒的国内龙头公司三一重工脱颖而出，率先走出低谷，迎来新一轮增长。公司在本轮挖机、起重机等工程机械市场复苏中，市占率进一步提升，销量增速快于同业。展望未来，我们认为公司经营环境已回归良性竞争，国内业务有望平稳增长，海外布局也将步入收获期。公司具备以下几点投资亮点：(1)国内工程机械寡头，议价能力提高；(2)全球化成效日趋显著；(3)盈利弹性大。我们给予买入评级，目标价格10.20元。

### 支撑评级的要点

- **2017年工程机械有望维持高景气度。**工程机械从去年下半年开始复苏，今年1-6月多类产品销量增速均创出历史新高。结合开工情况和草根调研，我们认为大多数终端用户趋于理性，年初销量暴增不会透支全年需求。我们也认为本轮工程机械需求更多来自于基建&采掘，而非房地产，房地产不再是工程机械需求的决定性因素，PPP项目落地带动的基建投资将使工程机械需求边际改善。总之我们认为，2017年的工程机械有望维持高景气度。
- **一带一路、海外市场持续发力，打造全球装备制造业的领先企业。**公司业务覆盖全球150多个国家及地区，2016年海外业务收入占比40%以上，到2022年，公司目标将实现100亿美元海外销售额。海外产业园和销售渠道布局与“一带一路”沿线国家重合度达80%，在行业内遥遥领先，将率先受益于“一带一路”政策东风。
- **行业集中度提升，龙头三一是最值得投资的标的。**基于对行业景气度延续性的判断，我们认为行业龙头三一重工当前最具备投资价值。原因有三点：1、从发展潜力角度，公司最有希望成为国内工程机械的寡头；2、从产品角度，公司挖掘机和起重机业务最受益本轮工程机械上升周期；3、从报表的角度，公司毛利率在行业内率先回升，且已经走出偿债周期，未来盈利能力的向上修复空间最大。
- **催化剂：**1、工程机械销量超预期；2、PPP加速落地；3、“一带一路”取得实质性进展。

### 评级面临的主要风险

- 地产、基建投资增速低于预期；资产减值高于预期。

### 盈利预测及目标价

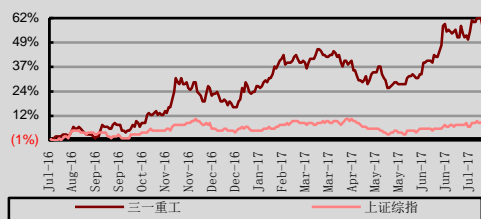
- 预测公司2017-18年每股收益为0.38、0.51元，对应市盈率为23、17倍。公司股价目前仍被低估，考虑到龙头溢价，我们给予公司2018年20倍市盈率，目标价10.24元，首次给予买入评级。

### 投资摘要

年结日:12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币百万)	23,367	23,280	38,318	45,500	52,141
变动(%)	(23)	(0)	65	19	15
净利润(人民币百万)	138	124	2,872	3,863	4,835
全面摊薄每股收益(人民币)	0.018	0.027	0.38	0.51	0.63
变动(%)	(80.5)	46.0	1,310.6	34.6	25.1
全面摊薄市盈率(倍)	468.8	321.1	22.8	16.9	13.5
每股现金流量(人民币)	30.4	20.1	13.4	(132.8)	9.4
价格/每股现金流量(倍)	0.28	0.42	0.63	(0.06)	0.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.1	29.9	13.0	10.7	8.9
每股股息(人民币)	0.010	0.004	0.112	0.151	0.189
股息率(%)	0.1	0.0	1.3	1.8	2.2

资料来源:公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	36.7	4.9	21.5	60.9
相对上证指数	32.3	2.5	17.1	51.1

发行股数(百万)	7,658
流通股(%)	99
流通股市值(人民币百万)	63,028
3个月日均交易额(人民币百万)	464
净负债比率(%) (2017E)	41
主要股东(%)	
三一集团有限公司	46

资料来源:公司数据,聚源及中银证券  
以2017年8月2日收市价为标准

### 相关研究报告

《机械2017年中期投资策略》2017.6.30

《三一重工:深化军民融合创造发展新机遇》  
2017.6.19

《工程机械2017年中报预告点评:上半年业绩符合预期,全年有望实现高速增长》2017.7.16

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业:工程机械

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

## 目录

报告核心逻辑.....	5
哪些因素可能使工程机械维持高景气度?.....	6
三个“最”阐述为何选择三一重工.....	19
盈利预测与估值.....	28
风险提示.....	29
研究报告中所提及的有关上市公司.....	31

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 全文逻辑框架图 .....	5
图表 2. 2017 年 1-6 月各机种累计销量大幅增长.....	6
图表 3. 挖掘机月销量同比增速从 2016 年 5 月持续转正.....	6
图表 4. 装载机月销量同比增速从 2016 年 9 月转正.....	6
图表 5. 压路机月销量同比增速从 2016 年 5 月持续转正.....	7
图表 6. 推土机月销量同比增速从 2016 年 5 月持续转正.....	7
图表 7. 4 月开工小时数回升到 154.4 小时，比低谷期 70 小时多一倍多	7
图表 8. 2011 年后，国内挖掘机实际需求量大幅下降.....	9
图表 9. 2016 年，挖掘机需求由更新占主导.....	9
图表 10. 工程机械主要下游应用占比及对应的各个机种.....	10
图表 11. 各品种挖机销量累计同比增速，大挖&小挖增速较高.....	11
图表 12. 从挖掘机销量增速华北、西南、华东三地表现较好.....	12
图表 13. 市场担忧限购政策后，房地产投资增速回落.....	13
图表 14. 基建投资增速近年来在 15%-25% 的范围内波动.....	13
图表 15. 30 大中城市和三四线城市商品房销售呈现“冰火两重天”.	14
图表 16. 房地产新开工增速拐点滞后销售面积增速 2 到 3 个季度.	14
图表 17. 过半 PPP 项目已进入准备阶段.....	15
图表 18. PPP 项目中，交运、市政工程的投资额占比最大.....	15
图表 19. 西南地区是 PPP 项目投资额最高的区域.....	16
图表 20. 强周期的补库存持续时间长，弱周期补库一般 1 年左右.	16
图表 21. 工程机械企业产成品增速在 2013 年变为滞后指标.....	17
图表 22. 工程机械需求景气度定性预测分析框架.....	18
图表 23. 三一营收规模与国外工程机械巨头仍有差距.....	19
图表 24. 三一 2015 年 ROE 远低于卡特彼勒和小松.....	19
图表 25. 三一重视研发，研发支出/营收业内最高.....	20
图表 26. 三一 2016 年推出多款创新产品.....	20
图表 27. 三一每项主营业务在国内的影响力都位居前三.....	20
图表 28. 按揭 or 融资租赁购买比重不断下降.....	21
图表 29. 卡特彼勒受到美国宏观经济影响同样很大.....	21
图表 30. 日本建筑投资增速对小松收入有很大影响.....	21
图表 31. 三一海外业务收入占比与卡特彼勒&小松对比.....	22

图表 32. 三一海外营收规模近几年保持稳定 .....	22
图表 33. 军工、住宅工业化、工业物联网为新的增长点.....	22
图表 34. 近 2 年以来持续布局军工领域，已取得初步成果.....	23
图表 35. 挖掘机 CR3 从 2012 年的 32% 升至 2016 年的 49%.....	23
图表 36. 三一挖掘机在国内不断提升市场份额 .....	24
图表 37. 本轮挖掘机景气度上升周期，三一销量增速最快 .....	24
图表 38. 三一汽车吊国内市场份额 2016 年升至 20.5%.....	25
图表 39. 汽车吊 2016 年销量近 9,000 辆，复苏滞后于挖机 .....	25
图表 40. 三一混凝土机械收入占比不断下降 .....	25
图表 41. 2016 年，挖掘机和起重机毛利率显著回升 .....	25
图表 42. 三一应收款计提充分，1 年以内应收款占比高 .....	26
图表 43. 三一 2 年以上应收款占比仅 62%（截止至 2016 年） .....	26
图表 44. 公司毛利率同业对比，三一 2016 年率先回升.....	26
图表 45. 公司净利率同业对比，三一历史净利率处于前列 .....	26
图表 46. 公司偿债现金流出增速持续下降.....	27
图表 47. 公司资本性支出增速与 ROE 具有较高相关性.....	27
图表 48. 工程机械上市公司估值表（万得数据一致预期） .....	28
图表 49. 从 PB 估值来看，当前股价处于近五年较低水平 .....	28
损益表(人民币百万).....	30
资产负债表(人民币百万).....	30
现金流量表(人民币百万).....	30
主要比率.....	30

## 报告核心逻辑

**盈利预测：**我们预测公司 2017-19 年营收为 383、455、521 亿元，每股收益为 0.38、0.51、0.63 元，对应市盈率为 23、17、14 倍。

**估值：**

- 相对估值：根据我们的盈利预测，三一重工 17、18 年对应市盈率为 23、17 倍，低于行业平均的 32、23 倍。
- 历史估值区间：从近 5 年三一重工的市净率估值区间来看，当前三一重工股价仍处于底部，存在较大向上修复空间。

**结论：**公司股价目前仍被明显低估，基于对行业景气度和三一基本面的乐观判断，我们给予公司 2018 年 20 倍市盈率，目标价 10.24 元，首次给予**买入**评级。

图表 1. 全文逻辑框架图



资料来源：中银证券



## 哪些因素可能使工程机械维持高景气度？

### 1-6 月份工程机械销量增速创新高，真实需求 or 情绪爆发？

2017 年 1-6 月，工程机械各机种销量增速均创出新高，挖掘机同比翻倍增长；装载机同比 35.09%；压路机同比 50.65%；推土机同比 162.57%。

图表 2. 2017 年 1-6 月各机种累计销量大幅增长

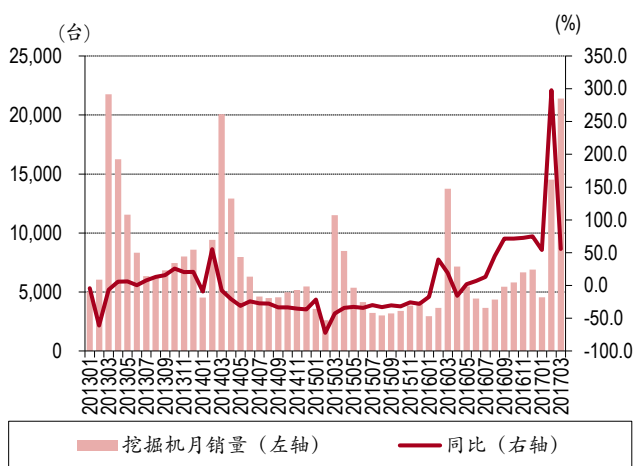
	6 月同比增速 (%)	6 月环比增速 (%)	1-6 月累计同比 (%)
0-13t 挖掘机 (小挖)	90.43	(26.00)	92.29
13-30t 挖掘机 (中挖)	100.19	(19.08)	100.34
30t 以上挖掘机 (大挖)	140.86	(5.20)	147.07
挖掘机总量	100.79	(20.74)	100.52
装载机	78.20	0.03	35.09
汽车起重机	99.88	(3.05)	89.34
随车起重机	40.26	(10.18)	47.46
压路机	51.91	(8.67)	50.65
推土机	51.07	(6.62)	162.57

资料来源：万得、中银证券

今年 1-6 月份工程机械销量增速创出新高，不仅超出了市场的预期，甚至也超出了很多业内人士的预期。因此，下文将分析，超高的增速到底来自于真实的需求还是下游客户一涌而上所造成的情绪爆发？

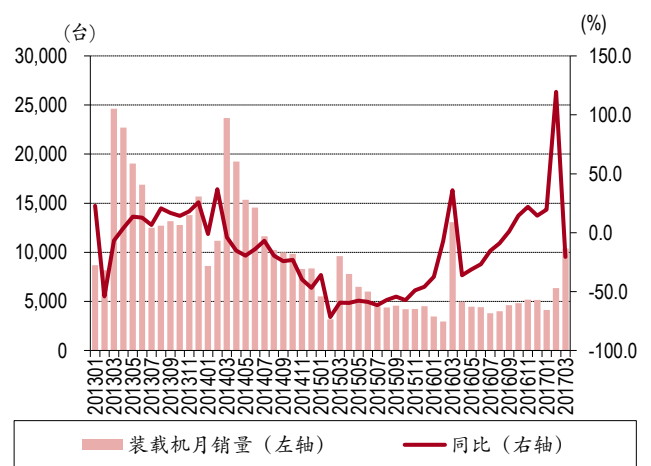
**挖机先行，率先转入正增长轨道。**回顾 2016 年全年工程机械的销量增速，可以发现，早在 16 年 2 月，有工程机械行业的“晴雨表”的挖掘机销量增速就结束了长达两年左右的下滑，开始由负转正。到去年 8 月，装载机、压路机、推土机等其他机种销量增速也陆续转正。

图表 3. 挖掘机月销量同比增速从 2016 年 5 月持续转正

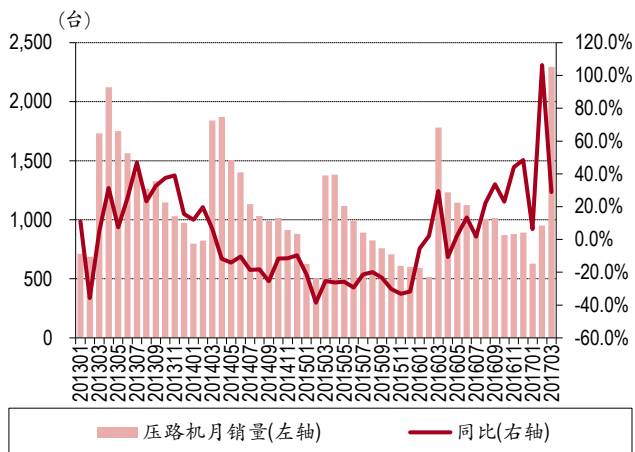


资料来源：万得、中银证券

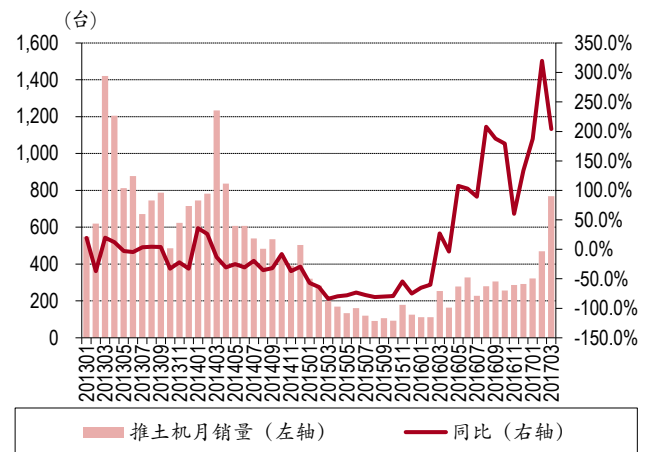
图表 4. 装载机月销量同比增速从 2016 年 9 月转正



资料来源：万得、中银证券

**图表 5. 压路机月销量同比增速从 2016 年 5 月持续转正**


资料来源：万得、中银证券

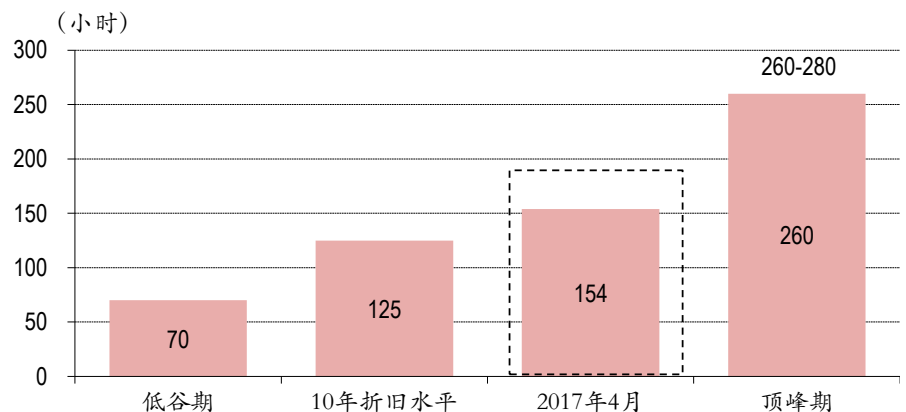
**图表 6. 推土机月销量同比增速从 2016 年 5 月持续转正**


资料来源：万得、中银证券

### 1) 关于真实需求

为了得知真实下游需求，我们通过草根调研，观测开工率和开机小时数这两个指标。

- 开工率：从去年下半年开始，部分地区挖掘机开工率逐步回升至 50% 左右。2010-11 年顶峰期间，挖机开工率接近 70%。（开工率=开机天数÷一年天数）
- 开工小时数：2010-11 年顶峰期间，挖掘机单月平均开工小时数达到 260-280。低谷期间，开工小时数降至 70 小时以下。自 16 年下半年起，挖掘机开工小时数逐步回升，4 月份挖机平均开机小时数为 154.4 小时，同比增长 13.61%。1-4 月累计开工小时数 469.0 小时，同比增长 9.22%。
- 从开工率和开工小时数来看，下游需求确实有一定程度的复苏，开工率和开工小时数都回到了正常水平。

**图表 7. 4 月开工小时数回升到 154.4 小时，比低谷期 70 小时多一倍多**


资料来源：中国工程机械工业年鉴，中银证券

### 2) 关于情绪爆发

关于新机用户当前的情绪，我们试图通过 3 月份的部分经销商访谈记录，给读者一个直观的呈现。

- 江苏某挖掘机经销商：客户结构 1、老客户占比 35%；2、企业客户超过 10%；3、另外 50%为个体户。
- 江苏某起重机经销商：**客户想法成熟，未来 2-3 年工作量可以保障。**首付比例提升，30%首付+5%保证金。（2010-11 年高峰期是 5%首付+5%保证金）
- 湖北某挖掘机经销商：客户购买设备更加理性。表现为 1、客户主动提高了首付比例（提到 50%以上），全款客户占 25-30%；2、购买设备的客户至少保障半年的工作量；3、老客户为主，或者老带新。

另一个观察客户情绪的指标是二手手机的出清情况。由于企业客户和老客户购买的大多是新机，二手手机的需求则更多来自于个体户，因此观察二手手机销售能够一定程度的反映个体户的需求情况。

- 江苏某挖掘机经销商：近期二手机价格上涨 5%-10%，去年二手机销售量少于新机。
- 湖北某挖掘机经销商：目前二手机销量旺盛，机种主要是小挖。
- 湖北某混凝土机械经销商：泵车以二手为主，因为内蒙、山东、东三省的二手泵车都开到中西部地区流通。

从经销商的反馈来看，当前的新机客户并没有大幅加杠杆，并且大多能够保障一定工作量，显得比较理性。但二手机销售火爆，反映了在个体户中，存在非理性跟风的情绪。

综合两方面信息，我们认为，年初工程机械销量的超预期增长更多来自于真实需求，整个行业经历长达 5 年的调整期，已经趋于理性。

年初工程机械增速超预期  
更多来自于下游真实需求，并未透支全年接下去的需求

既然增长更多来自于需求，那么我们可以判断，年初新机销量高增速并未透支工程机械行业接下去的需求。再加上产能瓶颈造成的供货不足，有部分订单被平滑到未来 1-2 个月。因此，今年工程机械销量大概率维持较高增速。

## 哪些需求刺激了本轮工程机械销量回升？

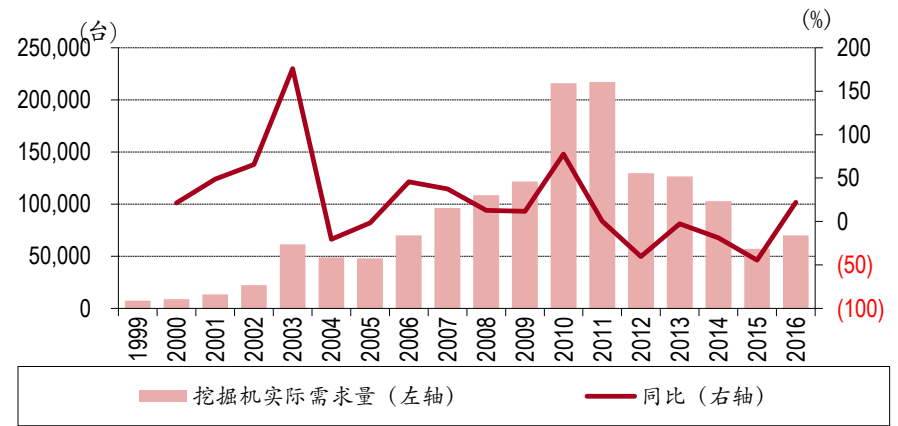
接下去具体分析本轮从去年 7 月开始至今的工程机械需求来自于哪里。在工程机械的行业分析框架中，需求可以分为更新和新增，而这两块又都受到下游行业投资增速的影响。

### 1) 本轮需求来自于旧设备的更新吗？

国内工程机械实际需求=国内工程机械产品销量+进口量-出口量 (1)

根据公式 (1) 可得国内工程机械的实际需求。仍然以挖掘机为代表，可以看到，2011 年后，国内挖机实际需求出现大幅下降，2016 年，实际需求量降至 7 万台左右。



**图表 8. 2011 年后，国内挖掘机实际需求量大幅下降**


资料来源：中国工程机械工业年鉴、中银证券

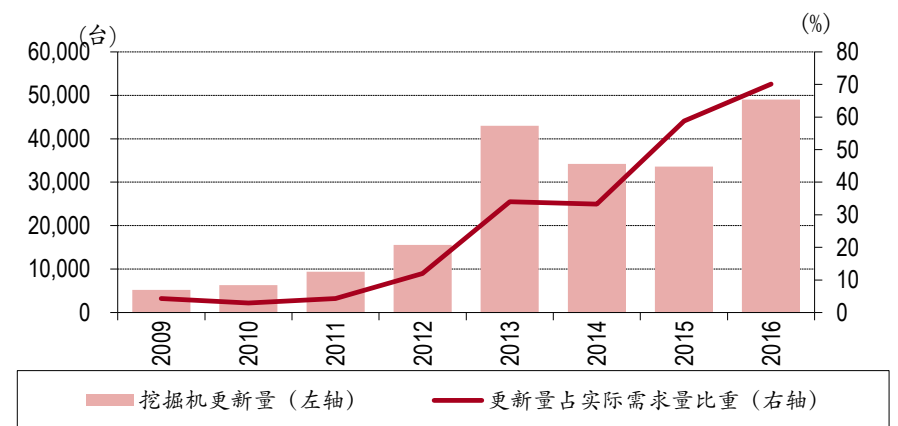
产品寿命是更新需求的另一个核心变量，这则是由开工小时及开工率所决定，以挖掘机为例，其理论寿命是 10 年，但上文也提到过，这建立在挖掘机总开机小时数至少达到 15,000 小时的基础之上。也就是说，每月开工小时数要达到 125 以上，挖掘机才会在 10 年报废。

由于工程机械这 10 年正好经历了一波高峰到低谷的周期，挖掘机开工时间基本接近 125 的月开工小时数。因此我们采用 10 年作为挖掘机的报废周期，即以 10 年前的实际需求量对应当期的更新量，得到公式 (2)。

国内挖掘机更新量=10 年前实际需求量×更新系数 (2)

公式 (2) 中，我们设定更新系数为 0.7，因为挖掘机寿命到期后，不可能所有用户都会更新设备，必然有一部分人离开市场，我们估计这部分人的比例为 30%左右。

根据公式 (2)，我们推算出 2016 年挖掘机更新需求约为 4.9 万台，占实际需求量比重接近 70%。

**图表 9. 2016 年，挖掘机需求由更新占主导**


资料来源：中国工程机械工业年鉴、中银证券

总结：决定更新需求的实际上有三个变量：1、历史的实际需求量；2、具体产品寿命；3、更新系数。其中，前两者是确定的，第三个变量取决于下游投资。所以，虽然设备更新确实主导了本轮周期上行，但归根结底，更新需求的多少仍然取决于下游投资。

## 2) 本轮工程机械销量上升周期来自于哪个下游行业的投资?

我们试图从三个维度来回答这个问题。

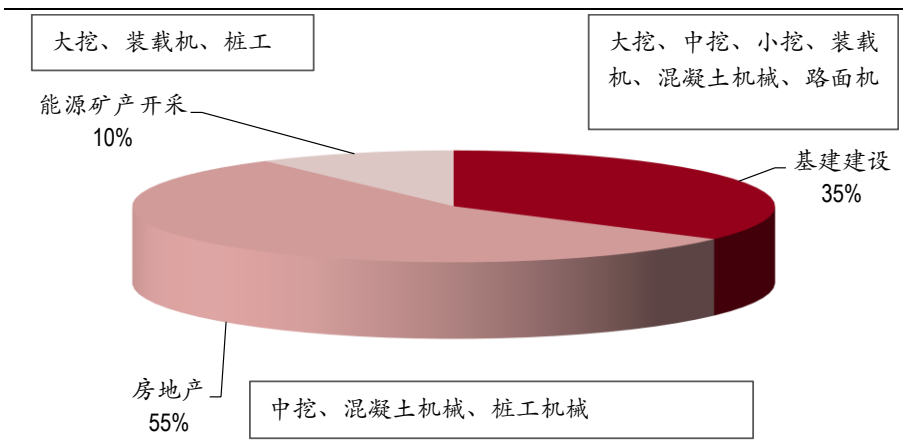
首先，从不同机种销量增速的维度。

工程机械的下游需求主要来自于：1、房地产（占比约 55%）；2、基础设施建设（占比约 35%）；3、能源矿产开采（占比约 10%）。工程机械各个机种对应不同的下游行业，因此，通过监测不同机种的销量增速，即可在一定程度上判断下游行业的投资需求。

我们梳理各下游行业对应的主要工程机械机种关系如下：

- 房地产：13-30t 载重挖掘机（中挖）；混凝土机械；桩工机械；
- 基建建设：挖掘机（包括大、中、小挖）；装载机；混凝土机械；路面机械；桩工机械；
- 能源矿产开采：30t 以上载重挖掘机（大挖）；装载机；桩工机械；
- 其他行业（市政工程、农田水利等）：0-13t 载重挖掘机（小挖）。

图表 10. 工程机械主要下游应用占比及对应的各个机种

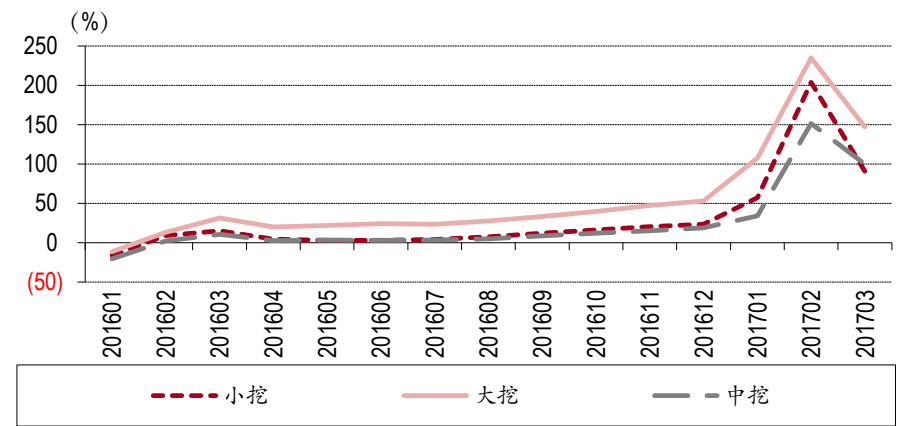


资料来源：公司官网、中银证券

由于中挖主要对应房地产的需求，大挖对应能源采掘，小挖对应农田水利及市政，所以我们通过分析三种型号的挖掘机销量增速，来判断本轮需求主要贡献来自于哪一个下游行业。

自 2016 年初，挖掘机销量增速开始全面反弹，大挖（30t 以上载重）销量增速始终领先，2016 年同比+52.9%；小挖（0-13t 载重）其次，同比+23.5%；中挖（13-30t 载重）增速最缓，同比+18.9%。

因此，从机种的销量增速来看，本轮需求更多来自于矿山采掘、农田&市政、大型基建，房地产的贡献相对较小。

**图表 11. 各品种挖机销量累计同比增速，大挖&小挖增速较高**


资料来源：万得、中银证券

### 其次，从地域的维度。

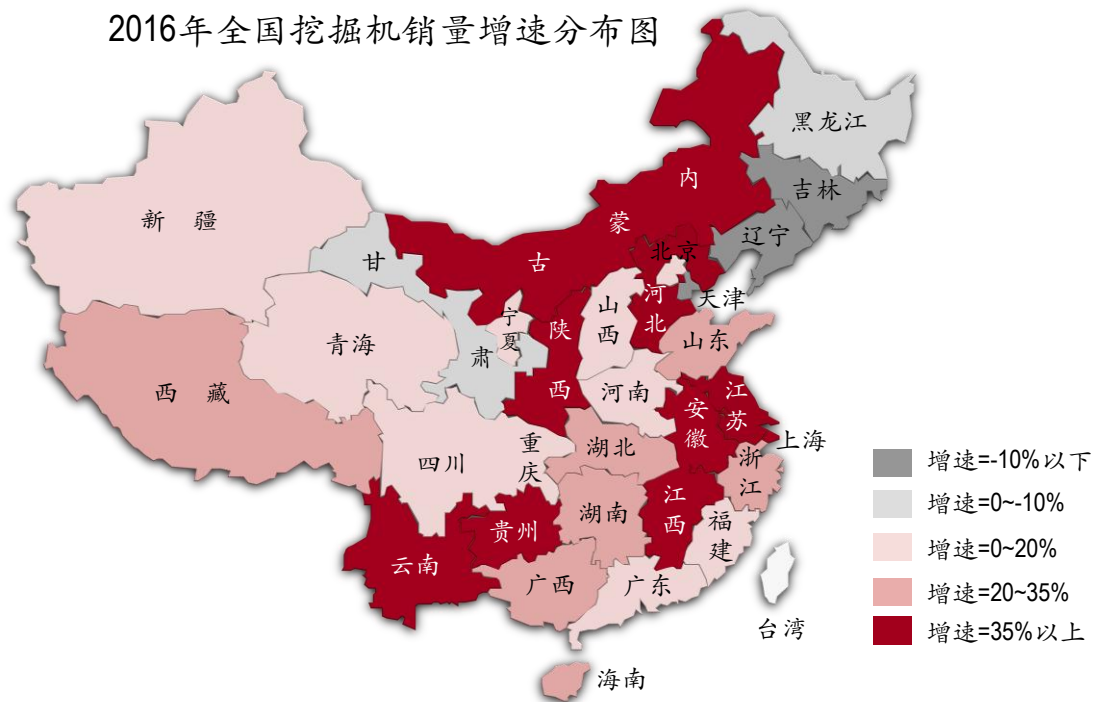
从全国挖掘机销量增速分布来看，2016 年挖掘机销售增长最快的区域分布在华北、西南（主要是云贵）、华东。我们将全国各省市 2016 年的房地产新开工面积增速与挖掘机销量结合分析，总结出三类增长：

- (一) 江西、内蒙古、云南、贵州四个矿产大省的挖掘机销量增速+38%~50%，另外，内蒙古、云南、贵州三省的路面机械销量也有超过 38% 以上的增速，反映了基建需求也有明显拉动。但三地房地产新开工面积增速最高的内蒙古也只有 9.5%，贵州甚至同比-17.6%。说明房地产对以上地区工程机械的需求拉动不明显。
- (二) 上海、湖北、安徽、陕西、河北的挖掘机销量增速+34%~41%，房地产新开工面积增速最低的湖北仅同比+ 1.7%，最高的陕西同比+ 13.1%。在以上地区，挖掘机的需求应主要来自于市政基建，而非房地产。
- (三) 江苏的挖掘机销量增速为 37%，房地产新开工面积增速为 18%。只有在江苏，房地产对挖掘机销量有较明显的提振作用。

从地域的维度来看，2016 年工程机械增长的贡献很大一部分来自于云贵、内蒙、江西等矿产大省，采掘的需求是刺激销量大增的一大因素。另外，华东和华中的需求中，市政基建的贡献大于房地产。

图表 12. 从挖掘机销量增速华北、西南、华东三地表现较好

2016年全国挖掘机销量增速分布图



资料来源：万得、中银证券

**最后，从经销商定性分析的维度。**

前两个维度是定量分析，最后，我们通过与经销商针对下游需求的交流，做出定性分析，给出更为直观的判断。

- 江苏某挖掘机经销商：江苏今年将投资万亿级的新项目，具体主要是地铁、高速公路、高铁等行业。
- 江苏某起重机经销商：主要是二三线城市的地铁项目，一条线 20 多个站，整体会产生 100 多台起重机的设备需求。另外一块是风电。
- 湖北某挖掘机经销商：当前挖机的需求主要还是基建，没有感受到房地产对挖机有多好的需求。

从经销商的反馈来看，基建拉动需求是比较一致的观点。江苏甚至是 2016 年房地产新开工面积增速排名全国前列的省份，但经销商仍然不认为房地产是拉动工程机械需求的主要力量。（受限以上仅有江苏、湖北两地的经销商反馈，仅能部分代表华东和华中地区的需求）

结合前面的结论，再从分类机种销量、分地域销量、经销商反馈三个维度综合来看，我们认为，本轮工程机械的需求可以概括为：由更新主导，基建、采掘拉动的复苏周期。房地产的贡献比 2015 年好，但不是主要因素。

本轮工程机械的需求：由更新主导，基建&采掘拉动的复苏周期

## 面对市场的担忧，工程机械销量能否持续超预期？

由于工程机械属于周期行业，对宏观经济景气度反应极为敏感，因此下游投资和经济运行周期就极大地左右了工程机械销量能否持续高增长。我们总结当前市场对于工程机械的担忧主要来自于三方面，这也是压制板块估值的最主要因素：

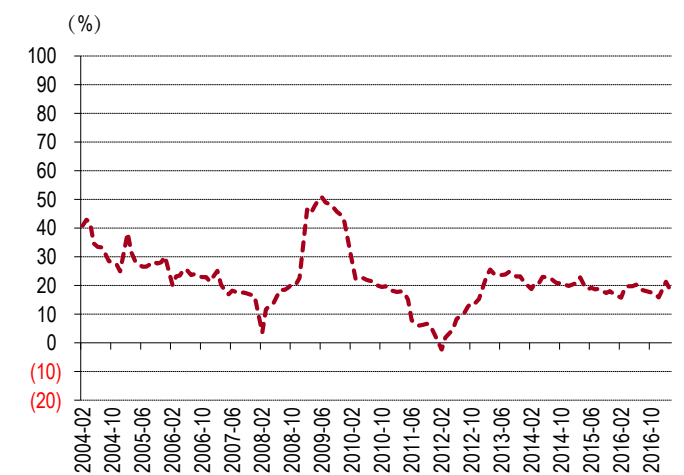
- 1、**房地产**：以 2016 年上海“930”新政和 2017 年北京“317”新政为起始的两次全国性房地产限购政策后，市场对房地产销量增速回落的担忧加剧，进而开始担忧房地产投资增速也出现回落。
- 2、**基建**：从 2013 年开始，基建投资增速始终在 15%-25% 的范围内波动，在宏观经济进入下行周期的背景下，基建投资更多是起到托底经济的作用，投资的增加对工程机械销量的边际改善驱动力不大。
- 3、**周期**：本轮宏观经济复苏源自于库存进入新一轮上升周期。但从 2016 年 3 月起，补库存周期已经持续近一年，在需求没有明显向好的情况下，工业企业很可能将进入被动补库存周期，生产面临下滑风险。

图表 13. 市场担忧限购政策后，房地产投资增速回落



资料来源：统计局、中银证券

图表 14. 基建投资增速近年来在 15%-25% 的范围内波动



资料来源：统计局、中银证券

但我们认为不必过分担忧，下文将尝试从地产、基建和周期这三个角度，来解释为何我们认为 2017 年工程机械仍将维持高增长。

### 1) 从房地产的角度。

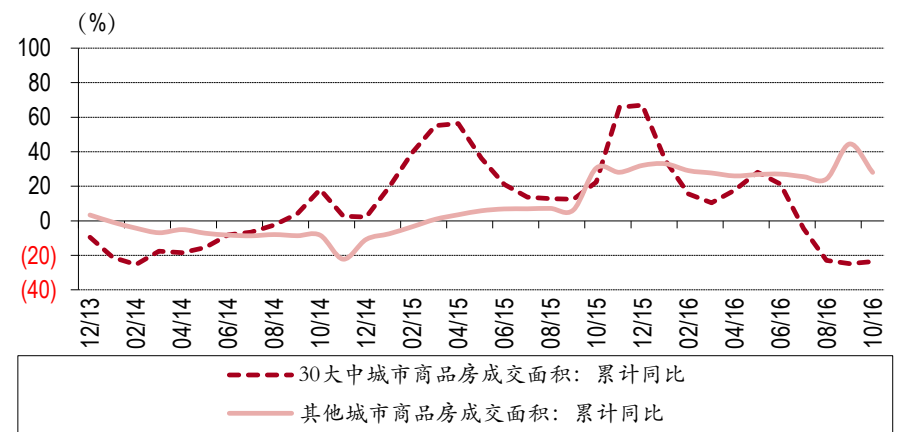
前文我们用了一节的篇幅，阐述本轮工程机械的下游需求更多是来自于基建、采掘，而非房地产。基于这个结论，我们就可以说，既然本轮工程机械上升周期与房地产投资增速相关性不那么强，那么即使未来房地产投资增速出现回落，也不会对这轮工程机械上行周期产生根本性的影响。相反，如果房地产投资增速超预期，那么就反而会刺激工程机械的需求。

接下去分析房地产投资增速超预期的可能性。

从今年 1-3 月来看，三四线城市销售表现强劲。全国商品房销售面积累计同比 +19.5%，同期 30 大中城市销售面积同比 -23.5%，其他城市同比 +28.0%。



图表 15.30 大中城市和三四线城市商品房销售呈现“冰火两重天”



资料来源：万得、中银证券

短期来看，“317”新政后，房地产调控加码，并开始向三线城市蔓延，这在短期内会使1-3月火爆的三四线城市房地产销售有所降温，进而影响新开工面积。但从全年来看，三四线城市房地产销售仍有希望维持较好表现，原因主要有三点：

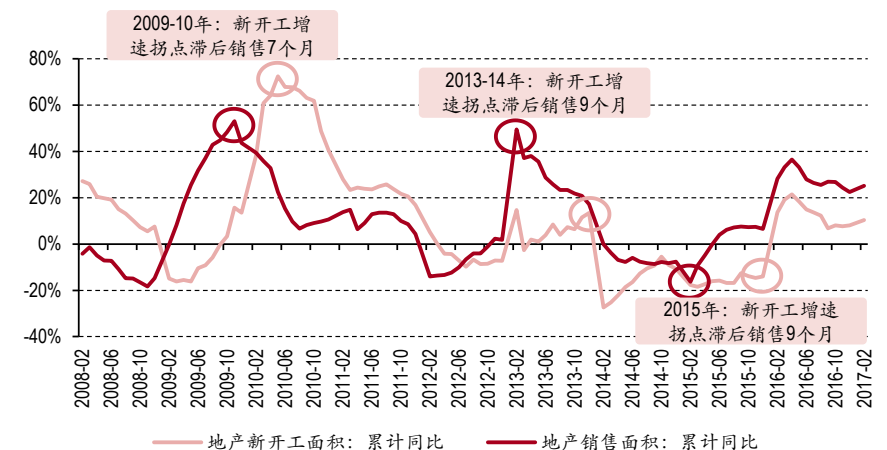
- A. 一二线城市调控后，购房需求和资金的溢出效应。同时，“因城施政”的思想意味着三四线城市“去库存”仍将使今年地产政策的主题。
- B. 棚户区改造货币化将有效推进三四线城市“去库存”。2016年棚改货币化安置比例49%，去库存面积2.5亿平，占比当年销售18%。2017年，棚改货币化安置比例可能超过60%，推动去库存面积超预期。
- C. 城镇化、一线城市规模控制、房价高企等因素都有可能促使人口回流超预期，推动三四线城市房地产销售。

由于商品房销量中，有近三分之二是期房，因此新开工面积增速往往会滞后销售面积增速2到3个季度。也就是说，今年三四线房地产的库存去化是否超预期将直接影响下半年的新房新开工面积，进而影响工程机械的需求。

但即便房地产销售最终低于预期，也不会对本轮工程机械的上升周期产生根本性影响，因为这轮上升周期本身就不是由房地产带动的。

即便房地产低于预期，也不会根本性影响工程机械景气度，因为这轮周期不是由房地产带动的

图表 16. 房地产新开工增速拐点滞后销售面积增速2到3个季度



资料来源：统计局、中银证券

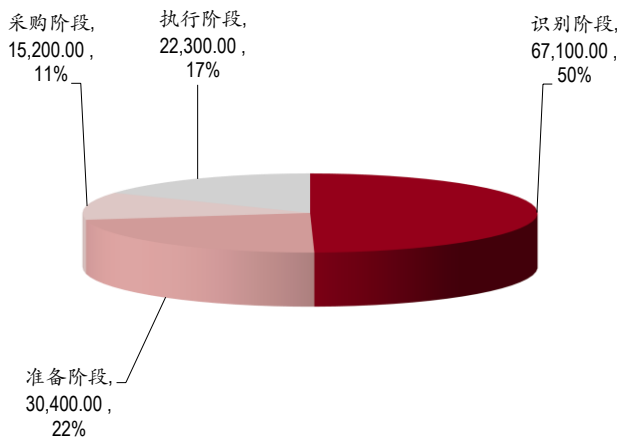
## 2) 从基建投资的角度。

基建投资的范围比较广，包括农田水利、交通、能源、棚户区改造等多个方面。这些领域都对工程机械行业需求有直接的拉动作用。但由于基建投资承担了调节国民经济增速的任务，因此近年来始终保持了较为稳定的增速，也就很难对工程机械销量产生边际贡献。

但这种情况在今年很可能发生改变，最大的变化来自于 PPP 的落地。自国家发改委 2015 年 11 月推介第一批 PPP 项目开始，已历时近一年半，PPP 项目将在今年全面进入落地阶段。

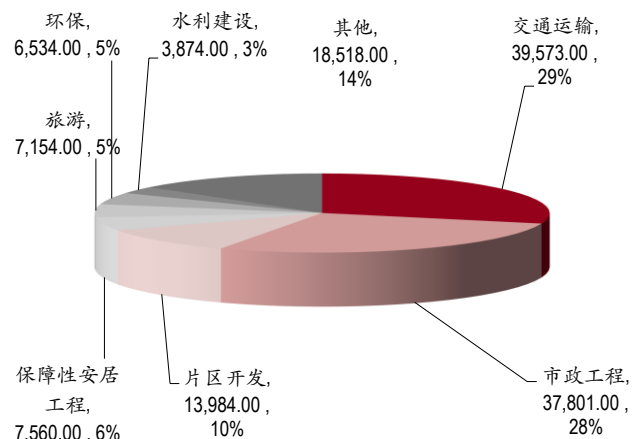
截止至 2016 年 12 月底，PPP 项目总投资额已达 13.5 亿元，其中，进入第二阶段（准备阶段）之后的项目投资额占比 50%。另外，从行业分布来看，交运和市政工程的 PPP 项目投资额占比达到 57%。

图表 17. 过半 PPP 项目已进入准备阶段



资料来源：财政部、中银证券

图表 18. PPP 项目中，交运、市政工程的投资额占比最大

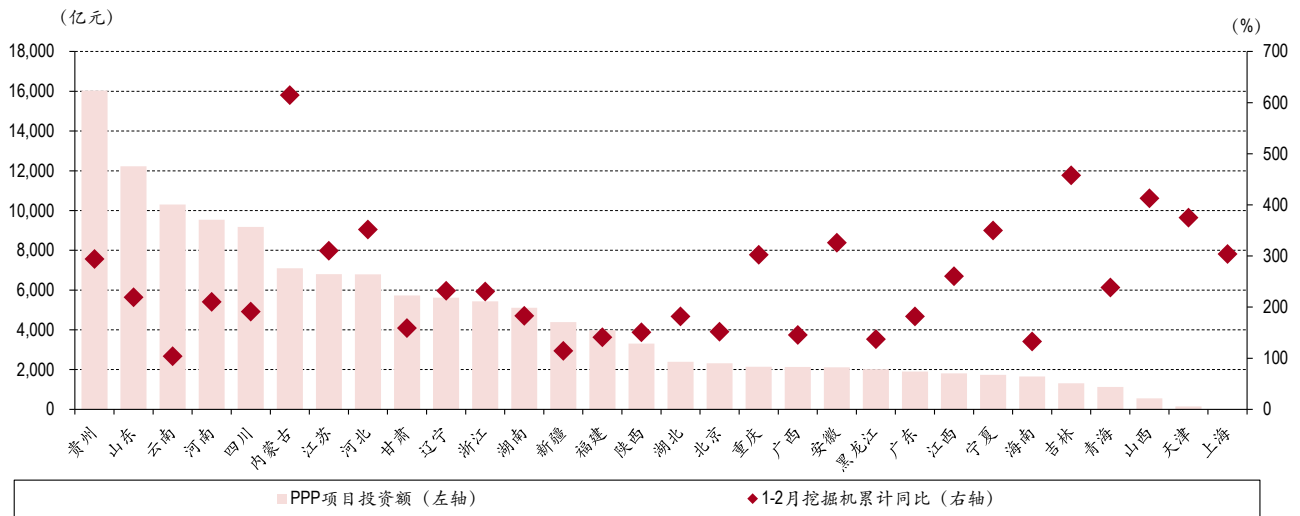


资料来源：财政部、中银证券

PPP 全面落地使基建需求成为了使工程机械需求边际改善的变量

从 PPP 项目投资额的地域分布来看，云贵川三省的总投资额约 3.9 万亿，占比接近 30%，是 PPP 项目投资额占比最高的地区。前文按地域分析 2016 年挖掘机销量增速时已经提到，云贵两省的需求主要由采掘和基建拉动。可见，从 2016 年下半年起，PPP 项目落地带来的工程机械需求已经露出端倪。

2017 年，PPP 项目的全面落地将使基建投资对于工程机械来说不再是托底式的需求，而成为了一个可以带来整体需求边际改善的变量。

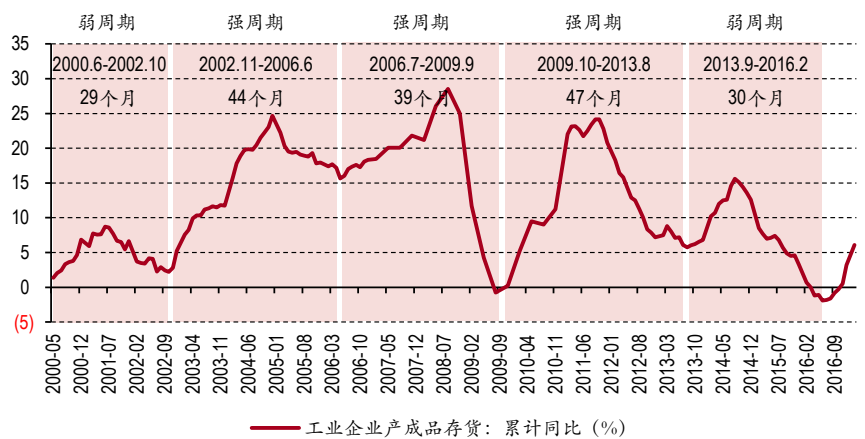
**图表 19. 西南地区是 PPP 项目投资额最高的区域**


资料来源：财政部、中银证券

### 3) 从周期的角度。

从库存周期，即短周期的角度来看，本轮景气度回升很大程度上来自于企业进入补库存周期。从历史来看，2000年后，中国共经历了5轮库存周期。其中，三轮强周期维持时间都接近或超过40个月，而两轮弱周期则不超过30个月，且补库存（上升期）周期均为12个月左右。

由于强周期往往伴随着强需求，而本轮周期中，需求并没有明显复苏。因此大概率是一轮弱周期，自2016年3月开始至今，已经接近12个月。这就使人们担忧宏观经济复苏的持续性，进而认为工程机械企业也将很快从主动补库存进入被动补库存阶段。

**图表 20. 强周期的补库存持续时间长，弱周期补库一般1年左右**


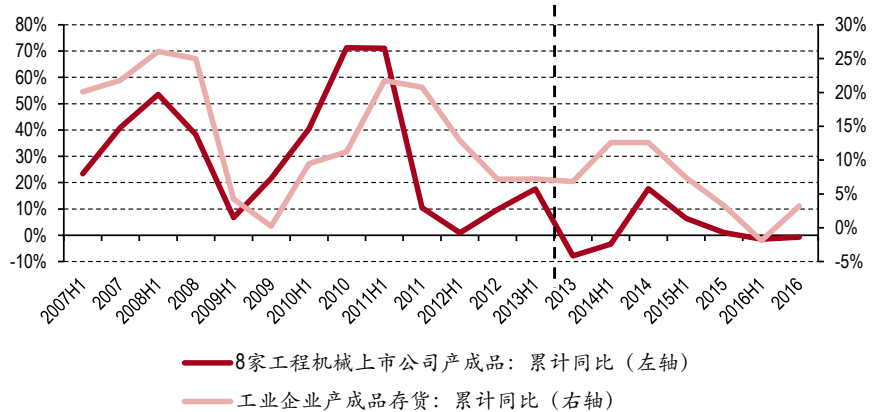
资料来源：统计局、中银证券

我们统计8家工程机械上市公司的产成品累计增速，由于只有半年报和年报会披露存货明细中的产成品，因此统计以半年为单位。

从工程机械产成品增速与工业企业整体存货增速来看，两者的匹配性可以分为两个阶段：

1. 2007-2013 年：工程机械产成品增速拐点领先全部工业企业产成品增速拐点半年；
2. 2014 年至今：工程机械产成品增速拐点与工业企业产成品增速拐点一致，或者滞后半年。

**图表 21. 工程机械企业产成品增速在 2013 年变为滞后指标**



资料来源：统计局、万得、中银证券

注：8 家工程机械上市公司：三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、厦工股份、山推股份、河北宣工、山河智能

这种从先导指标变为滞后指标的根本原因在于 2013 年后，工程机械上下游产业链都开始大幅缩减产能，降低资本开支，这直接导致了当库存周期出现拐点时，工程机械企业不再能够迅速反应，提前进行补库存。

2016 年，8 家工程机械上市公司产成品金额合计同比下降 0.7%，环比增长 1.8%，刚刚出现拐点。从今年 3 月的调研情况来看，工程机械公司都有扩产计划，但受制于上游零部件的产能瓶颈，行业整体库存增长并不快。

工程机械下游需求虽然从 2016 年中期就开始复苏，但受制于产能瓶颈，企业无法快速扩产补库存，这造成了工程机械补库存周期拐点滞后于全体工业企业的库存周期拐点。本轮周期中，工程机械企业及经销商的主动补库存时长可能超预期，这将有效支撑行业维持高景气度。

受制于产能瓶颈，工程机械企业&经销商主动补库存时长可能超预期

### 总结：工程机械销量全年仍有望保持高景气度

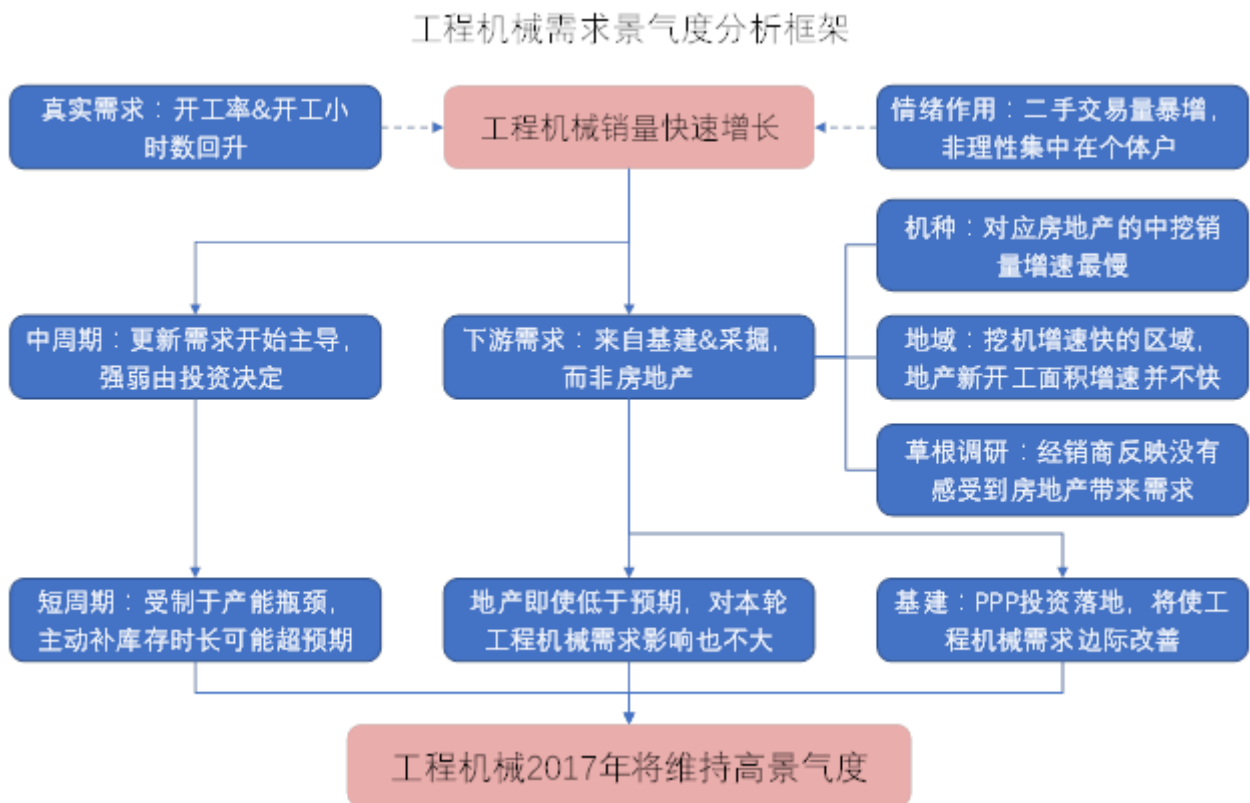
总结本章的分析，我们得到了一个工程机械需求景气度分析框架：

- 首先，监测工程机械销量数据，随后从两方面判断原因：1) 开工率及开工小时数；2) 二手机销售情况，前者反映新机客户的需求；后者反映个体户的需求。从这两个数据中我们看到，这一轮工程机械周期，是真实需求向产业链上游传导的结果，且新机客户保持理性。
- 其次，分析两个变量：1) 更新需求；2) 下游投资。这两者的强弱都是由基于中期视角下的宏观经济景气度决定的，因此更重要的是观察两者的边际变化。从三个维度分析下游投资发现，驱动本轮周期的下游是基建、采掘、农田水利等，房地产的拉动作用不明显。

- 最后,在短期视角下从三方面判断工程机械本轮上升周期的持续时间。1) 房地产:即便房地产低于预期,也不会根本性影响工程机械景气度,因为这轮周期不是由房地产带动的;2) 基建:PPP全面落地使基建需求成为了使工程机械需求边际改善的变量;3) 周期:从库存周期的视角来看,受制于产能瓶颈,工程机械企业主动补库存时长可能超预期。

根据分析框架,我们判断,在短期,工程机械仍将维持高景气度,2017年挖掘机销量增速至少25%,如果三大因素(地产、基建、周期)都出现超预期,增速甚至可能超过40%。

图表 22. 工程机械需求景气度定性预测分析框架



资料来源: 中银证券



## 三个“最”阐述为何选择三一重工

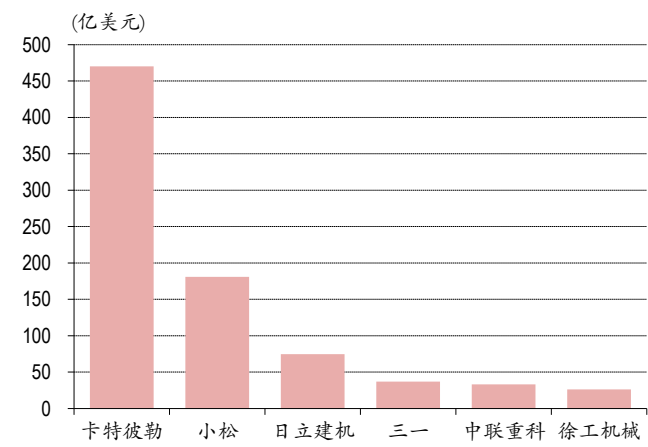
上一章，我们主要讨论了工程机械景气度的延续性，并且得出了当前无需过分担忧行业重回下行周期的结论。基于对行业的看好，我们认为龙头三一重工是当前最值得选择的标的，下面我们将详细阐述看好三一的三大理由。

### 对标国际巨头，三一最有希望成为国内工程机械寡头

工程机械作为资本品行业，寡头垄断是行业发展到一定阶段后，所必然形成的格局。参照美国和日本，两国工程机械早已完成了向寡头垄断市场的转变。美国的卡特彼勒，日本的小松、日立建机、神钢、久保田等都成为了各自国内工程机械市场的寡头。

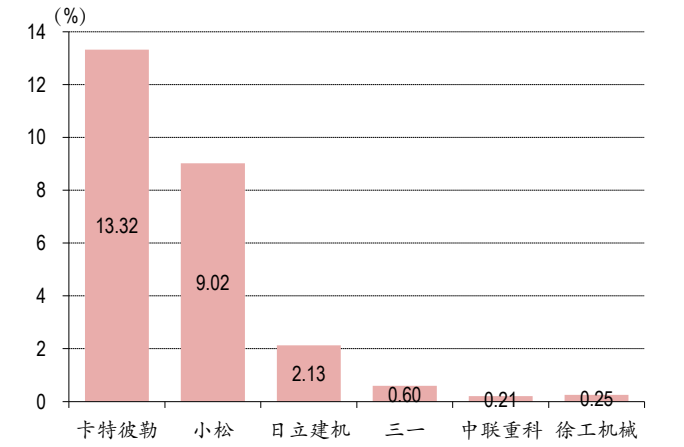
三一是国内收入规模第一的工程机械公司，但无论是在营收规模还是盈利能力，相比卡特彼勒、小松等国际巨头，三一仍有较大差距。

图表 23. 三一营收规模与国外工程机械巨头仍有差距



资料来源：彭博、中银证券

图表 24. 三一 2015 年 ROE 远低于卡特彼勒和小松



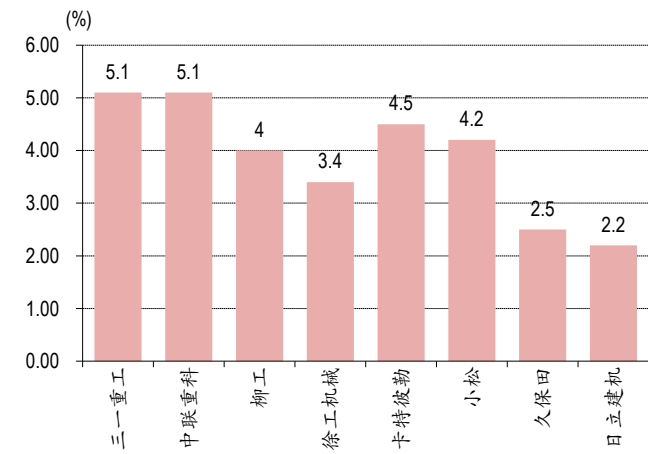
资料来源：彭博、中银证券

我们认为，三一最有希望成为国内工程机械寡头，主要原因有四点：

#### 1) 研发实力强

三一在产品研发上始终坚持投入，公司研究院建有国家级技术开发中心和博士后流动工作站，在印度、美国、德国和巴西均设有海外研发中心。公司每年以营业收入的5%左右投入科研开发，甚至高于卡特彼勒、小松等国际巨头。

2016年，公司陆续在液压挖掘机、汽车起重机、履带起重机、环保型沥青站等多个领域推出新产品。

**图表 25. 三一重视研发，研发支出/营收业内最高**


资料来源：彭博、中银证券

**图表 26. 三一 2016 年推出多款创新产品**

2016年新品	主要特点
SY485 液压挖掘机	整机寿命提升至20,000小时，油耗和销量已达国际先进水平。
SSC1020 汽车起重机	国内首创风机吊装专用汽车起重机，拥有20项专利技术（其中发明10项）。
汽车起重机系列	针对印度、东南亚、中东等新兴市场，开发13款新品，满足国际市场需求。
SCC6500A 履带起重机	对国际化要求，满足3MW风机吊装的需求，属于中大吨位的经典产品。
12T 单钢轮压路机	驾驶室内噪音低，吨位小，成本低，适应巴西、俄罗斯、亚太、南非等市场，且满足集装箱运输，为首款国际化出口压路机产品。
SHR 系列沥青热再生设备	掺配比高达50%以上，先进的烟气处理技术，环保可靠。
环保型系列沥青站	注重环保性能，每吨成品料节油10%；沥青快速加热技术，使加热准备时间缩短近1小时。

资料来源：公司公告、中银证券

## 2) 产品口碑好

研发不仅体现在少数产品有多先进上，更重要的是广大使用者的口碑。而三一在国内工程机械使用者的群体中，已经建立了优良的口碑。以挖机为例，业内普遍认为三一挖机是国内品牌中最优秀的，即使与卡特彼勒和小松相比，大部分型号的性能差距也不大，且性价比更高。

在《2016 年中国工程机械用户品牌关注度排行榜》中，三一每一项主营业务都排名前三，特别是在挖掘机领域，在前五中有四个外资品牌的情况下，三一仍然是国内挖机最受关注的品牌，印证了三一具有的良好口碑。

**图表 27. 三一每项主营业务在国内的影响力都位居前三**

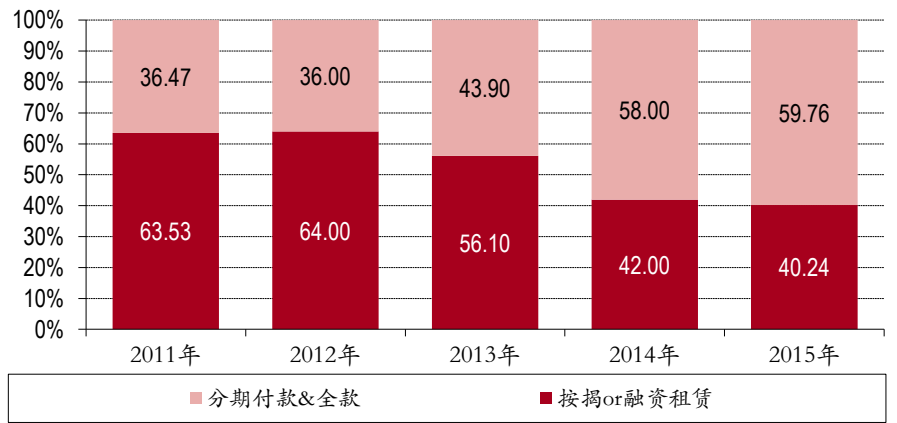
排名	挖掘机	混凝土机械	桩工机械	路面机械	起重机械
1	三一重工	三一重工	三一重工	徐工	徐工
2	卡特彼勒	中联重科	徐工	三一重工	中联重科
3	斗山	徐工	山河智能	维特根	三一重工
4	小松	雷萨重机	上海金泰	宝马格	柳工
5	沃尔沃	山推混凝土	德国宝峨	柳工	利勃海尔

资料来源：中国路面机械网、中银证券

## 3) 经销商体系持续优化，风控意识不断加强

除了产品之外，完善的经销商体系也是工程机械企业的核心竞争力之一。三一耕耘多年，已经建立起了以华东地区为核心的经销商网络。目前三一在全国拥有 1,100 多个服务点，并且业内率先引入 6S 店的概念，强调对经销商的培训和专业化服务。

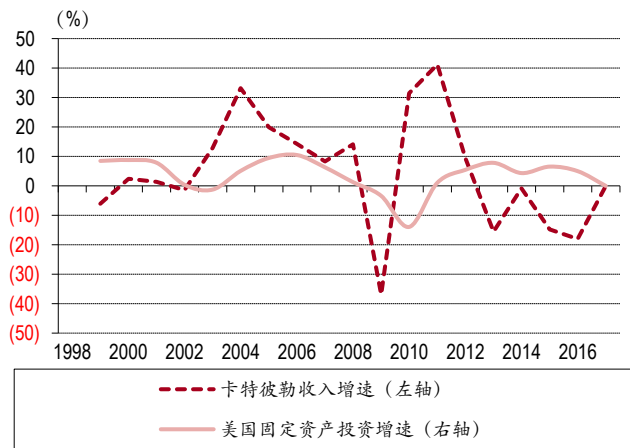
在风险管理方面，由于在高峰期，整个行业采用融资销售的方式，因此造成了极大风险。但在近几年，三一开始强调管控融资购机的风险。2015 年，公司客户中，使用按揭或融资租赁购买的比例升至 60% 左右，公司整个销售链条的风控意识都在不断加强。

**图表 28. 按揭 or 融资租赁购买比重不断下降**


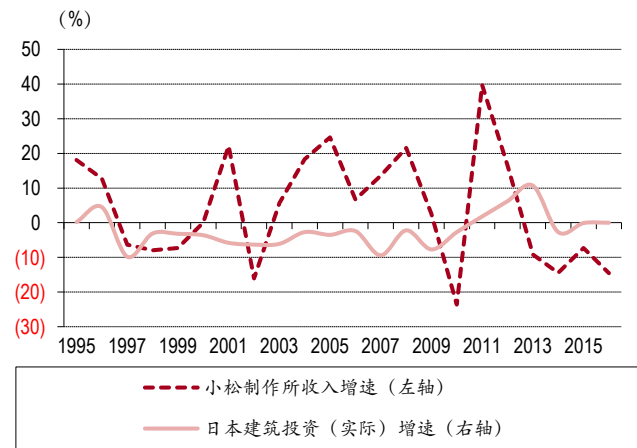
资料来源：公司债券评级报告、中银证券

#### 4) 海外业务有望受益于“一带一路”，军工新业务开展良好

从美国和日本的发展经验来看，工程机械行业在本国需求存在天花板，当本国经济处于低迷期，行业景气度就不可避免的会进入调整期。

**图表 29. 卡特彼勒受到美国宏观经济影响同样很大**


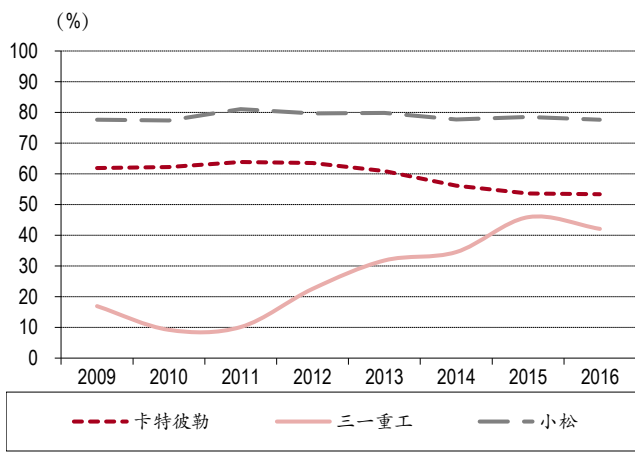
资料来源：美国经济分析局、彭博、中银证券

**图表 30. 日本建筑投资增速对小松收入有很大影响**


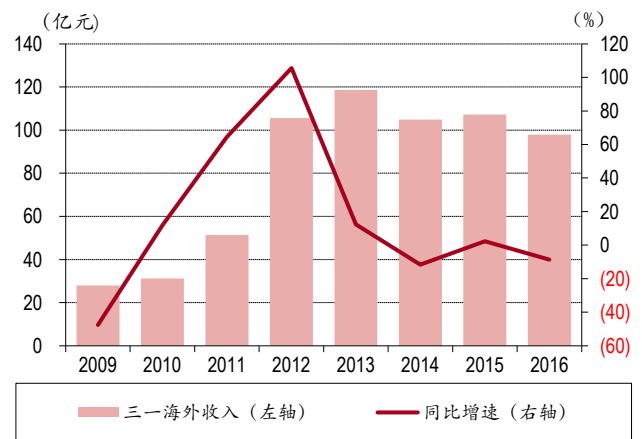
资料来源：日本内阁府、彭博、中银证券

面对本国日趋饱和的地产及基建投资环境，卡特彼勒和小松不约而同的选择将市场向海外拓展。三一同样也对国内工程机械市场的局限性有很清楚的认识，早在 2009 年起，就积极布局海外业务，目前已在印度、美国、德国、巴西拥有四个研发基地和多个销售中心，海外收入占比不断提升。

随着未来“一带一路”的逐步落地，三一的海外业务占比还有望进一步提升，从而对冲国内业务受宏观经济影响较大的风险。

**图表 31. 三一海外业务收入占比与卡特彼勒&小松对比**


资料来源：彭博、中银证券

**图表 32. 三一海外营收规模近几年保持稳定**


资料来源：万得、中银证券

军工、住宅工业化、工业物联网三个领域是公司培育的新的增长点。近 3 年来，公司在军工方面持续布局：公司于 15 年和国防科大合作开发军工产品，16 年 2 月正式取得《武器装备科研生产许可证》，同年 9 月与保利等公司合作，打通研发、生产、销售渠道；17 年首台军品完美交付；上周与中船 705 所签订合作协议框架。下一步，公司有望持续研发新型产品，满足军民两用市场的需求，静待在军工领域的业绩收获。

**图表 33. 军工、住宅工业化、工业物联网为新的增长点**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 34. 近 2 年以来持续布局军工领域，已取得初步成果**

时间	重大事件	措施和成果
2015.09	与国防科技大学签订《联合研制“无人装备”战略合作协议》	面向军方共同开发高端智能装备产品；发挥高校研发实力强、企业制造能力强的作用，强强联合，打造 <b>产、学、研一体化发展模式</b>
2015.11	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 <b>浮空器等产品</b> 的研制生产、市场拓展等方面开展深入合作
2016.02	三一重工子公司三一汽车获得国防科技工业局颁发的《武器装备科研生产许可证》	<b>正式获得武器装备的研发和生产资格，为全面进军军工业务做好准备</b>
2016.09	三一重工与保利科技、中天引控签订《投与传统军工商贸央企和军工制造企业合作，合资公司拟开展相关新型装备的投资合作协议》，共同出资组建合资公司	计、研发、制造、和销售服务， <b>打通军工研发-制造-销售的产业链</b>
2016.11	三一军工亮相第 11 届中国国际航空航天博览会	展示 <b>轻突车、车载式系留艇、轻型无人作战平台“沙漠苍狼”和“战狼”</b>
2017.03	设立军工“512 项目”	将原发行转债筹集资金由投资巴西产业园变更为投资军工。 <b>计划投资 6.5 亿元实施民参军战略</b> ：3.5 亿元投资智能化特种保障平台项目；2 亿元投资轻型高机动防雷装甲车项目；1 亿元军民两用系留装备项目
2017.05	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	<b>三一重工首台军品实现交付</b> ；该装备拥有多项核心专利技术，填补了国内同类产品空白
2017.06	三一汽车与中国船舶重工集团公司第七〇五研究所完成签署《战略合作框架协议》	是双方贯彻落实 <b>军民融合深度发展战略</b> 、国家“一带一路”战略和海洋强国战略的具体体现

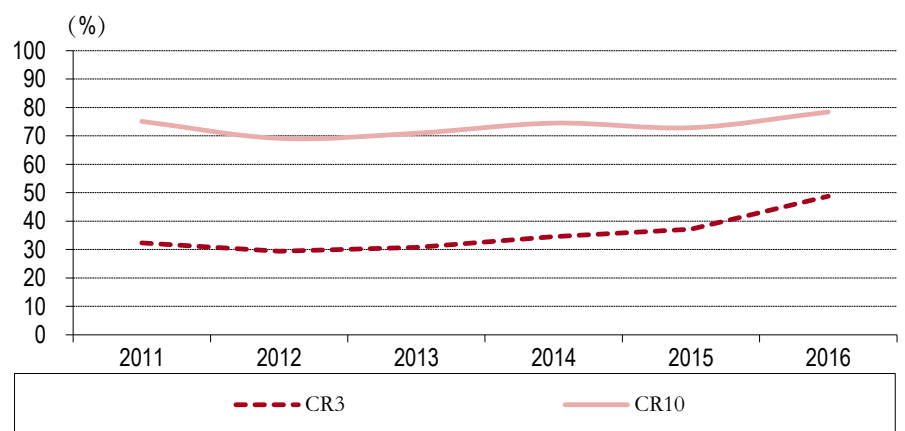
资料来源：公司公告、中银证券

### 三一在这轮工程机械上升周期中最为受益

下文将从产品的角度来解释，为什么我们认为三一将最大程度的受益于这波上升周期。

#### 1) 挖掘机

工程机械行业在 2010-11 年的高峰期过后，已经经历了近 5 年的蛰伏期。在此期间，淘汰了大批中低端品牌，市场集中度不断提升，这在挖掘机市场表现的尤为明显（挖掘机 CR3 从 2012 年的 32% 升至 2016 年的 49%）。

**图表 35. 挖掘机 CR3 从 2012 年的 32% 升至 2016 年的 49%**


资料来源：工程机械协会、中银证券

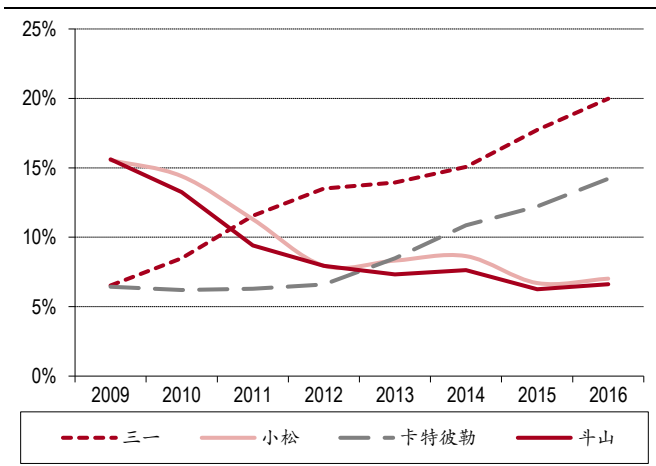
在此过程中，三一挖掘机的市占率持续提升，逐步改变了国产挖机的弱势地位。海外巨头中，小松和斗山在中国的市占率都不断下降，只有卡特彼勒在上升，但上升幅度小于三一。



从本轮周期中，挖掘机龙头的销量增速来看，三一在2016年12月增速就达到207%，大幅领先于行业75%的同比增速，也领先于卡特彼勒和小松这两个竞争对手。从今年1-3月增速来看，三一也始终处于领先地位。

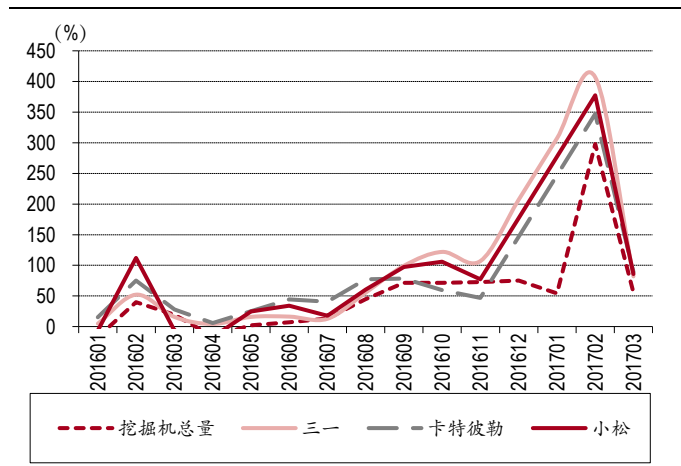
基于我们对挖掘机2017年销量增速至少25%的判断，再根据三一1-3月22.6%的市占率。我们认为，在市场扩张+市占率提升双重作用下，三一挖掘机业务将在本轮工程机械上升周期中最为受益。

图表 36. 三一挖掘机在国内不断提升市场份额



资料来源：工程机械协会、中银证券

图表 37. 本轮挖掘机景气度上升周期，三一销量增速最快



资料来源：工程机械协会、中银证券

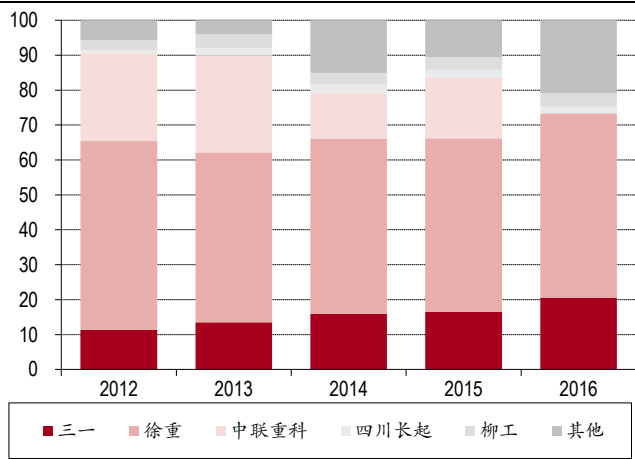
## 2) 汽车起重机

我们认为汽车起重机在本轮周期中的复苏力度会仅次于挖掘机。在市场普遍关注挖掘机时，汽车起重机在2月的销量增速也达到了250%左右，1-2月累计同比增速132.1%，复苏力度不弱于挖掘机。

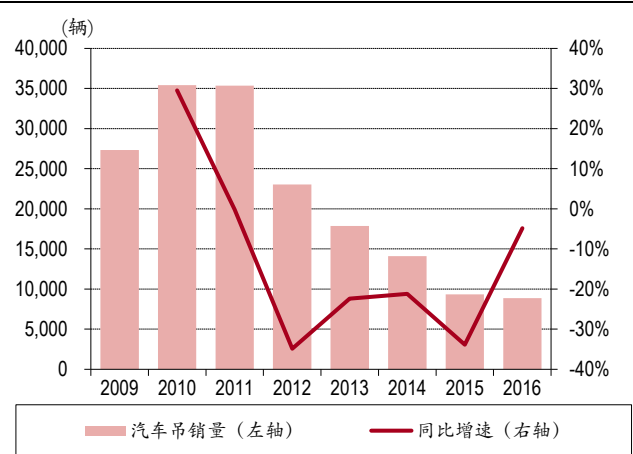
在工程机械各机种中，保有量规模最大的是挖掘机和装载机（超过150万台），其他机种保有量远不及前两者，超过20万台的就只有塔吊、混凝土搅拌车和汽车吊。

但由于塔吊的寿命较长（15-20年）未进入更新周期，混凝土搅拌车竞争激烈（大量重汽品牌参与），因此很难在本轮周期对工程机械企业的业绩产生边际贡献。

从产品寿命（9-11年，类似于挖掘机）、集中度（CR3超过80%）、体量（2016年市场规模近30亿）这三方面来说，汽车吊的复苏将在本轮周期中接力挖机，三一则是最为受益的（市占率从2009年的4.4%升至2016年的20.5%）。

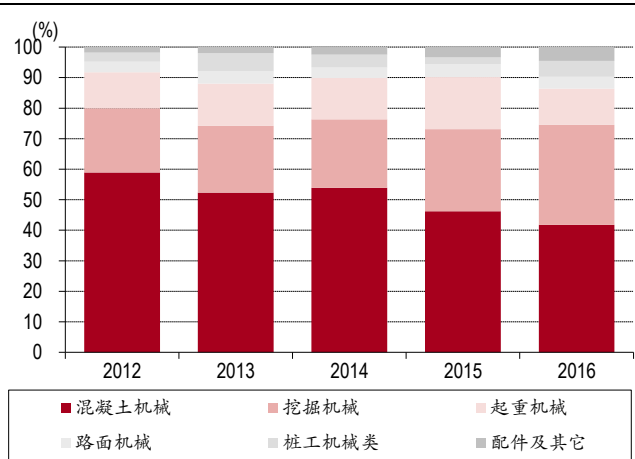
**图表 38. 三一汽车吊国内市场份额 2016 年升至 20.5%**


资料来源：工程机械协会、中银证券，注：中联重科市占率数据来自于债券募集报告书，无 2016 年数据

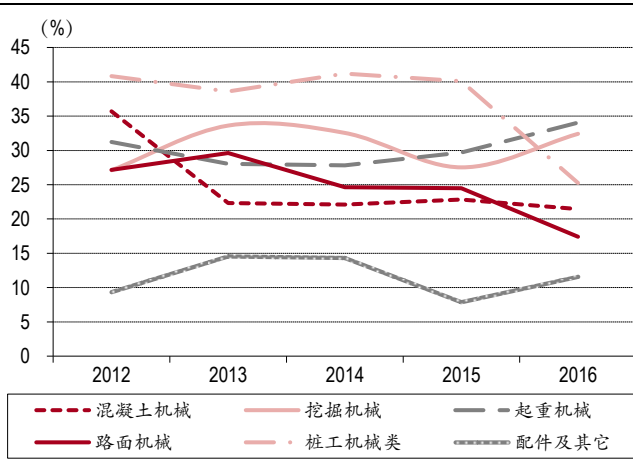
**图表 39. 汽车吊 2016 年销量近 9,000 辆，复苏滞后于挖机**


资料来源：工程机械协会、中银证券

3) 三一的挖掘机和起重机业务收入占比已经和混凝土机械相当，且毛利率均出现向上拐点，有望取代混凝土机械在上一轮周期中的地位，成为最大的利润贡献点。

**图表 40. 三一混凝土机械收入占比不断下降**


资料来源：公司公告、中银证券

**图表 41. 2016 年，挖掘机和起重机毛利率显著回升**


资料来源：公司公告、中银证券

### 三一的风险可控，盈利能力修复空间最大

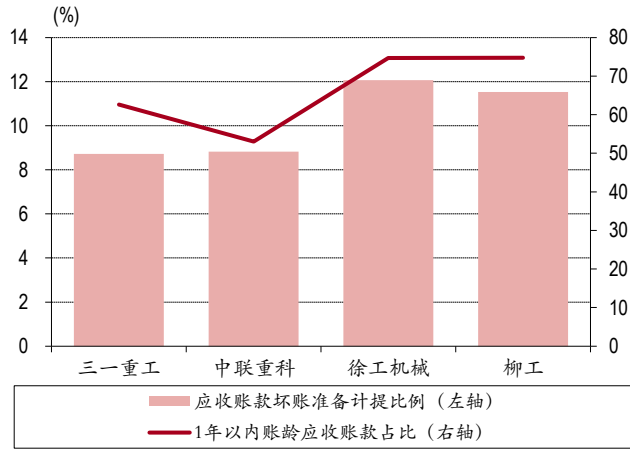
1) 三一的应收账款计提充分，账龄结构健康，风险可控。

应收账款的减值风险是工程机械企业资产负债表的一个关键指标。原因是在行业高峰期，行业规模扩张过快。这就造成在行业进入低谷后，企业的应收账款成为了最大的风险点。

截止至 2016 年年底，公司应收账款/营收已达到 77.68%，远低于徐工 (91.25%)、中联重科 (150.41%) 等竞争对手。从应收账款的计提比例来看，三一应收账款计提比例为 8.7%，低于中联重科 (8.9%)、徐工 (12.3%) 和柳工 (13.9%)。从账龄结构上来看，三一账龄 2 年以上应收款占比仅 19%，未来大幅计提坏账准备的可能性不大。

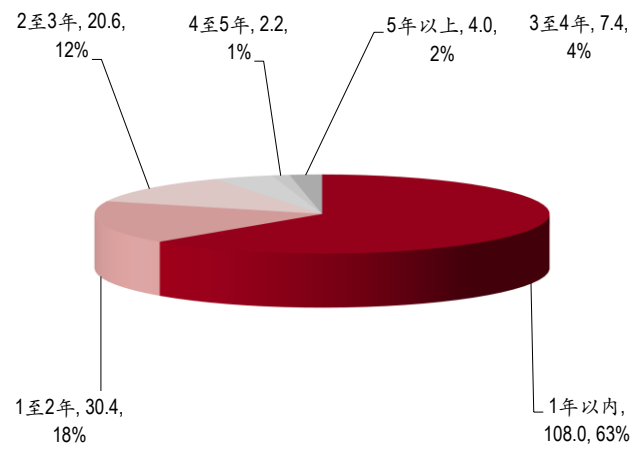
另外，公司还通过转让应收账款、发行 ABS 等方式，盘活存量资产，获取了现金流，进一步优化自身资本结构，降低了整体风险。

图表 42. 三一应收款计提充分，1 年以内应收款占比高



资料来源：公司公告、中银证券

图表 43. 三一 2 年以上应收款占比仅 62% (截止至 2016 年)



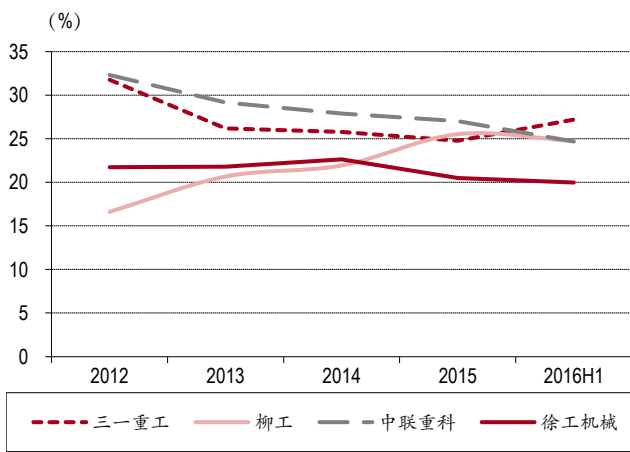
资料来源：公司公告、中银证券

## 2) 毛利率率先回升有望带动净利率重回行业领先水平

三一的毛利率在 2015 年前持续下降，但在 2016 年开始率先回升，领先于中联重科、徐工和柳工。净利率方面，除了中联重科之外，其他几大行业龙头都保持在 1% 左右，处于较低水平。

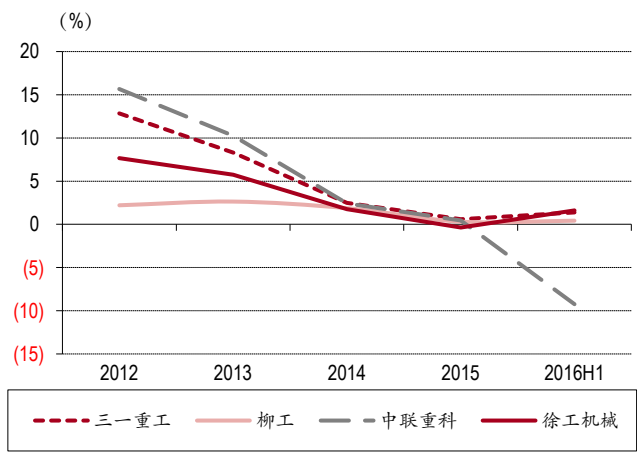
但就历史而言，在行业高峰期（2010-11 年），三一的毛利率和净利率均处于行业领先。因此，在本轮周期中，三一的净利率有望在毛利率率先回升的带动下，再次回到行业领先的水平。

图表 44. 公司毛利率同业对比，三一 2016 年率先回升



资料来源：万得、中银证券

图表 45. 公司净利率同业对比，三一历史净利率处于前列



资料来源：万得、中银证券

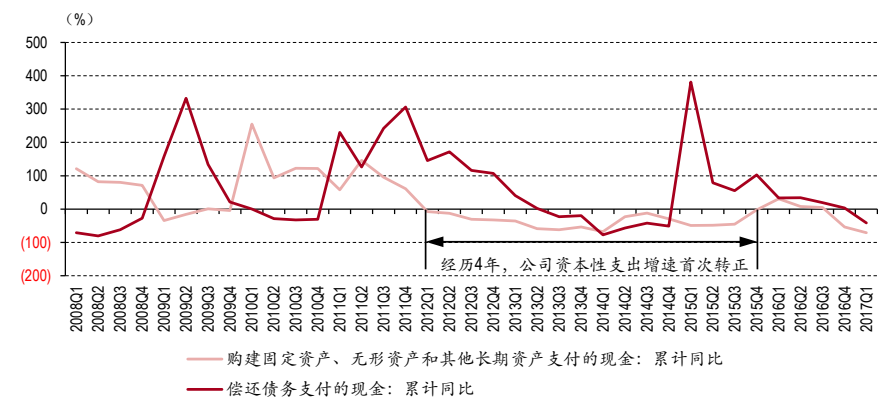
## 3) 走出偿债周期，走上资本支出增加→ROE 上升的正向循环

分拆过去行业高峰期（2010-11 年）工程机械企业的 ROE，我们发现，除了需求旺盛所带来的净利率提升之外，权益乘数也是企业 ROE 提升的重要因素。

但当周期拐点来临时，前期大幅加杠杆的行为造成了工程机械企业进入偿债周期，大量现金被用来偿还债务，占用了企业资本性支出所使用的现金，造成企业陷入偿还债务→资本支出下降→ROE下降的恶性循环。

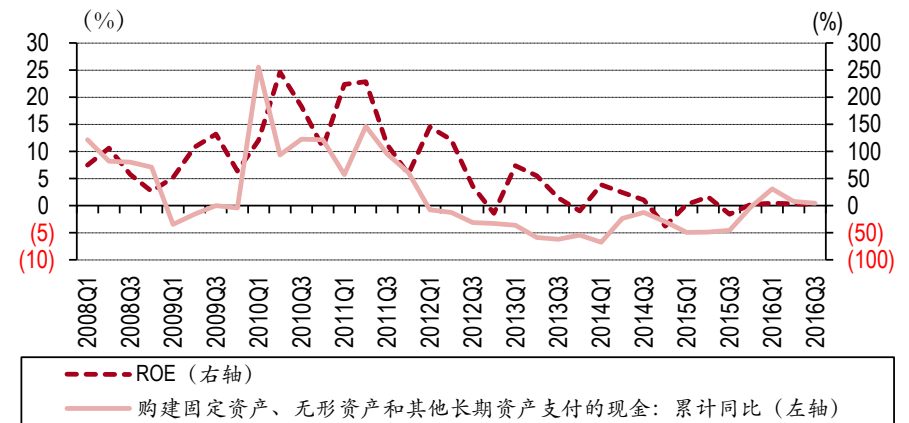
经历多年的行业低谷，公司现已逐渐走出了偿债周期，到2017年一季度，公司偿还债务现金流出同比下降71.4%，公司已逐步走出了2011年以来的偿债周期。另一方面，公司2016年资本性支出同比增长3.44%，从历史数据来看，公司资本性支出同比增速与ROE相关性较强，在走出偿债周期后，公司有望走上资本支出增加→ROE上升的正向循环。

**图表 46. 公司偿债现金流出增速持续下降**



资料来源：万得、中银证券

**图表 47. 公司资本性支出增速与 ROE 具有较高相关性**



资料来源：万得、中银证券

## 盈利预测与估值

我们预测公司 2017-19 年营收为 383、455、521 亿元，每股收益为 0.38、0.51、0.63 元，对应市盈率为 23、17、14 倍。

### 1) 市盈率估值

我们选取 2017、18 年的工程机械行业平均市盈率作为参照，根据我们的盈利预测，三一重工 17、18 年对应市盈率为 23、17 倍，低于行业平均的 33、23 倍。

图表 48. 工程机械上市公司估值表 (万得数据一致预期)

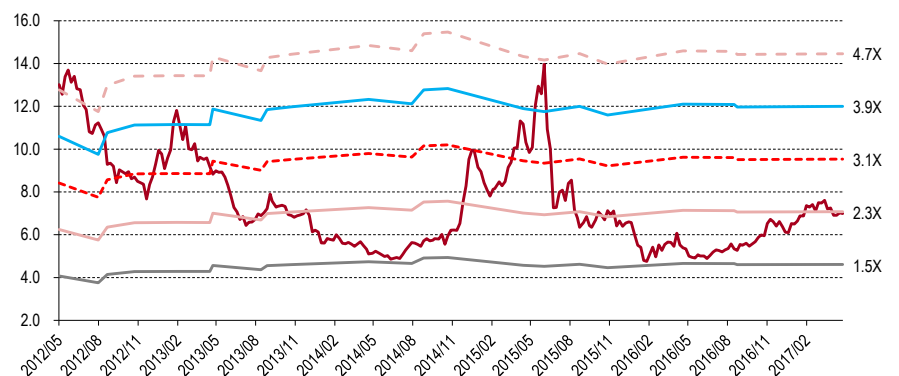
股票代码	公司名称	股价	每股收益(元)			市盈率(倍)			
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
000157.CH	中联重科	4.79	(0.12)	0.13	0.18	(39.00)	36.00	26.00	
000425.CH	徐工机械	3.96	0.03	0.12	0.18	130.67	32.67	21.78	
000528.CH	柳工	9.11	0.04	0.31	0.43	229.75	29.65	21.37	
<b>平均</b>							32.77	23.05	
600031.CH	三一重工	8.53	0.03	0.33	0.43	276.00	25.09	19.26	

资料来源：万得、中银证券 (2017.8.2 日收盘价)

### 2) 历史估值区间

从近 5 年三一重工的市净率估值区间来看，当前三一重工股价仍处于底部，在行业景气度提升，盈利改善的背景下，三一估值存在修复空间。

图表 49. 从 PB 估值来看，当前股价处于近五年较低水平



资料来源：万得、中银证券

结论：应用市盈率相对估值法，并结合公司历史估值区间，我们认为，公司股价目前仍被明显低估，基于对行业景气度和三一基本面的乐观判断，我们给予公司 2018 年 20 倍市盈率，目标价 10.24 元，对应上涨空间 20%，首次覆盖给予**买入**评级。



## 风险提示

### 地产、基建投资增速低于预期

由于工程机械需求很大程度上受到地产和基建投资增速的影响，虽然我们认为下游投资增速能够保持中高速增长，但不排除宏观经济或者政策环境发生超预期恶化，这将会直接导致工程机械景气度下降，进而影响公司业绩。

### 资产减值高于预期

尽管公司应收账款计提比例充足，但若是行业景气度出现断崖式下跌，则仍不排除公司大量应收账款不能收回的风险。此外，由于存货在公司流动资产当中的占比也比较高，因此不能排除在行业景气度再度下行时，公司大幅计提存货减值的可能。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	23,367	23,280	38,318	45,500	52,141
销售成本	(17,698)	(17,399)	(27,203)	(31,988)	(36,505)
经营费用	(2,655)	(3,333)	(5,353)	(6,787)	(8,043)
息税折旧前利润	3,014	2,548	5,762	6,725	7,593
折旧及摊销	(1,778)	(2,095)	(1,961)	(1,748)	(1,621)
经营利润 (息税前利润)	1,236	453	3,801	4,977	5,972
净利息收入/(费用)	(1,321)	(875)	(697)	(691)	(557)
其他收益/(损失)	205	486	275	259	274
税前利润	120	63	3,378	4,545	5,688
所得税	18	101	(506)	(682)	(853)
少数股东权益	(0)	(40)	0	0	0
净利润	138	124	2,872	3,863	4,835
核心净利润	138	124	2,913	3,902	4,876
每股收益(人民币)	0.018	0.027	0.375	0.505	0.631
核心每股收益(人民币)	0.018	0.016	0.380	0.510	0.637
每股股息(人民币)	0.010	0.004	0.112	0.151	0.189
收入增长(%)	(23)	(0)	65	19	15
息税前利润增长(%)	(21)	(63)	739	31	20
息税折旧前利润增长(%)	(8)	(15)	126	17	13
每股收益增长(%)	(80)	46	1,311	35	25
核心每股收益增长(%)	(84)	(10)	2,246	34	25

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	120	63	3,378	4,545	5,688
折旧与摊销	1,778	2,095	1,961	1,748	1,621
净利息费用	1,321	875	697	691	557
运营资本变动	(2,794)	1,604	1,856	(6,669)	2,274
税金	18	61	(508)	(681)	(853)
其他经营现金流	1,694	(1,449)	(2,528)	(127)	(2,339)
经营活动产生的现金流	2,136	3,249	4,857	(492)	6,949
购买固定资产净值	(3)	(186)	(1,051)	(1,140)	(1,096)
投资减少/增加	(33)	1,678	0	0	0
其他投资现金流	(192)	770	2,245	2,263	2,155
投资活动产生的现金流	(229)	2,262	1,194	1,123	1,060
净增权益	(76)	(32)	(861)	(1,159)	(1,450)
净增债务	1,886	(5,967)	1,144	3,104	(4,468)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(2,008)	1,311	(1,579)	(382)	(189)
融资活动产生的现金流	(198)	(4,661)	(1,243)	1,665	(5,886)
现金变动	1,708	851	4,807	2,296	2,123
期初现金	6,049	6,841	7,442	12,249	14,395
公司自由现金流	1,907	5,512	6,051	631	8,009
权益自由现金流	5,114	421	7,892	4,426	4,099

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	7,789	8,285	13,078	15,241	17,335
应收帐款	23,768	23,149	31,437	33,380	40,898
库存	5,521	6,220	8,746	8,844	11,210
其他流动资产	250	337	586	461	761
流动资产总计	37,329	37,992	53,847	57,925	70,204
固定资产	16,320	15,097	12,471	9,970	7,639
无形资产	4,863	4,677	4,291	3,904	3,517
其他长期资产	2,270	3,064	3,064	3,064	3,064
长期资产总计	23,453	22,838	19,826	16,938	14,221
总资产	61,228	61,555	74,263	74,581	84,924
应付帐款	6,229	7,529	14,045	11,310	17,597
短期债务	11,571	8,908	13,495	12,107	14,634
其他流动负债	10,005	7,363	9,036	9,323	12,341
流动负债总计	27,804	23,800	36,575	32,740	44,573
长期借款	9,199	13,597	9,895	11,395	6,481
其他长期负债	594	705	697	665	689
股本	7,617	7,658	7,658	7,658	7,658
储备	16,932	16,824	18,703	21,388	24,788
股东权益	24,549	24,481	26,361	29,046	32,446
少数股东权益	960	735	735	735	735
总负债及权益	61,228	61,555	74,263	74,581	84,924
每股帐面价值(人民币)	3.22	3.20	3.44	3.79	4.24
每股有形资产(人民币)	2.58	2.59	2.88	3.28	3.78
每股净负债/(现金)(人民币)	1.76	1.42	1.23	0.91	0.25

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.9	10.9	15.0	14.8	14.6
息税前利润率(%)	5.3	1.9	9.9	10.9	11.5
税前利润率(%)	0.5	0.3	8.8	10.0	10.9
净利率(%)	0.6	0.5	7.5	8.5	9.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.6	1.5	1.8	1.6
利息覆盖率(倍)	0.9	0.5	5.5	7.2	10.7
净权益负债率(%)	54.6	59.7	41.1	30.6	13.9
速动比率(倍)	1.1	1.3	1.2	1.5	1.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	468.8	321.1	22.8	16.9	13.5
核心业务市盈率(倍)	471.8	526.2	22.4	16.7	13.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	566.3	631.7	26.9	20.1	16.1
市净率(倍)	2.6	2.7	2.5	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	30.4	20.1	13.4	(132.8)	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.1	29.9	13.0	10.7	8.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	131.9	123.2	100.4	100.4	100.3
应收帐款周转天数	369.0	367.8	260.0	260.0	260.0
应付帐款周转天数	107.5	107.8	102.7	101.7	101.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	55.3	25.8	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	0.6	0.5	11.3	13.9	15.7
资产收益率(%)	2.0	0.7	4.8	5.7	6.4
已运用资本收益率(%)	0.1	0.1	1.5	1.9	2.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

中联重科(000157.CH/人民币 4.79, 未有评级)

徐工机械(000425.CH/人民币 3.96, 未有评级)

柳工(000528.CH/人民币 9.11, 未有评级)

\*ST厦工(600815.CH/人民币 4.90, 未有评级)

山推股份(000680.CH/人民币 5.81, 未有评级)

河北宣工(000923.CH/人民币 27.08, 未有评级)

卡特彼勒(CAT.N/美元 113.09, 未有评级)

小松制作所(6301.T/日元 2,986.57, 未有评级)

日立建机(6305.T/日元 3105.00, 未有评级)

以2017年8月2日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371