

三一重工专题研究

从产品需求、行业结构、发展方向探讨未来空间

核心观点:

今年以来,以挖掘机为代表的工程机械产品需求呈现强劲增长态势,相关企业的营收和利润实现大幅增长,经营现金流净额更是达到历史较高水平。在本篇报告中,我们重点从需求、结构、发展这三个方向探讨工程机械行业的龙头企业——三一重工未来的发展空间。

产品需求: 房地产开发投资回暖周期拉长、存量设备利用率提升的背景下,更新需求正成为工程机械产品的主导力量。根据工程机械协会统计,今年1-7月,挖掘机销量比上年同期增长101.3%;而往前展望,混凝土机械,特别是泵车有望迎来更新推动的销量弹性。

行业结构: 尽管行业需求波动,但三一重工的混凝土机械、挖掘机、汽车起重机等产品持续扩大市场份额。产品市场份额的变化,推动利润的更快速度的向少数企业聚集。从上市公司角度,三一重工占工程机械主机厂商的利润比重,从2010-2014年35%左右的水平,上升至2017年Q1的60%。

发展方向: 2012-2016年,在海外工程机械需求下行期,公司的海外业务收入稳定在90-110亿元的区间;而2017年海外工程机械需求出现复苏迹象,公司通过持续的全球销售网络、生产资源配置,进入新的增长期。

盈利预测和投资建议: 根据分产品情况,我们预测公司2017-2019年分别实现营业收入37,963、45,995和53,650百万元,归属于母公司股东的净利润分别为3,614、4,746和6,015百万元;相应EPS分别为0.472、0.620和0.785元。公司综合实力突出,当前需求处于好转阶段,结合业绩情况和估值水平,我们继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示: 宏观经济环境特别是房地产投资等具有不确定性,进而影响公司产品的需求水平;原材料价格波动影响企业利润率。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23,366.87	23,280.07	37,963.15	45,995.39	53,649.67
增长率(%)	-23.05%	-0.37%	63.07%	21.16%	16.64%
EBITDA(百万元)	3,504.77	3,498.98	7,333.90	8,368.27	9,435.84
净利润(百万元)	138.59	203.46	3,614.38	4,745.81	6,015.25
增长率(%)	-80.46%	46.81%	1,676.48%	31.30%	26.75%
EPS(元/股)	0.018	0.027	0.472	0.620	0.785
市盈率(P/E)	361.63	229.60	17.50	13.33	10.52
市净率(P/B)	2.03	1.86	2.20	1.89	1.60
EV/EBITDA	20.05	18.28	10.03	8.02	6.50

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

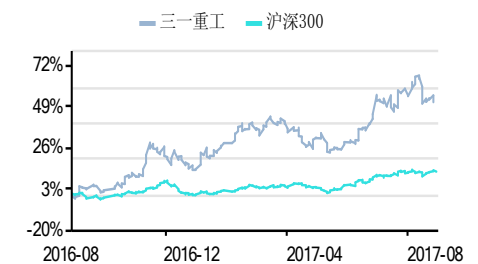
公司评级

当前价格 8.26元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-28

相对市场表现



分析师: 罗立波 S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师: 代川 S0260517080007



daichuan@gf.com.cn

相关研究:

三一重工(600031.SH): 工程机械持续复苏,军工业务逐步落地 2017-06-18

三一重工专题报告(600031.SH): 借势一带一路,启动全球化布局 2017-05-15

三一重工(600031.SH): 行业需求回暖,经营质量和盈利能力修复显著 2017-04-28

三一重工专题研究: 宏观、业务和财务,三个角度探讨中期预期 2016-11-02

目录索引

行业需求：更新正成为主导力量	4
房地产投资低增速，拉长了回暖周期.....	4
利用率催化，更新需求占据主导	5
行业结构：份额提升，利润聚集更快	7
市场份额的趋势力量	7
利润是从渐变到质变的过程	8
发展方向：全球销售和资源配置，迈向国际巨头	11
海外业务初具规模，盈利能力待提升.....	11
海外市场有所复苏，调整是否充分成为关键.....	12
盈利预测和投资建议.....	14
风险提示	16

图表索引

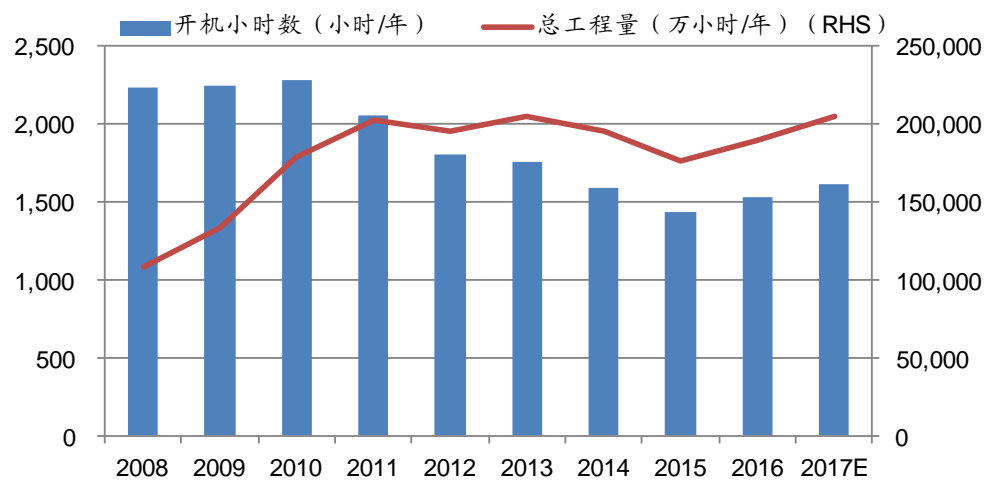
图 1: 挖掘机的开机小时数与模拟总工程量	4
图 2: 挖掘机的模拟总工程量与房地产开发投资增速比较	4
图 3: 我国房地产销售额和房地产开发投资的同比增速	5
图 4: 挖掘机的销量及拆分预测 (台)	5
图 5: 泵车的历史销量与测算更新需求 (台)	6
图 6: 三一重工的挖掘机销量及其国内市场份额	7
图 7: 三一重工的汽车起重机销量及其国内市场份额	7
图 8: 三一重工的混凝土机械收入 (百万元) 及其占工程机械上市公司比重	8
图 9: 工程机械上市公司的研发支出及其相对营业收入的比例	8
图 10: 主要挖掘机厂商 2017 年预测销量与其相对高点比例	9
图 11: 三一重工的员工人数和计算平均薪酬	9
图 12: 三一重工的坏账计提和应收账款 (亿元)	10
图 13: 三一重工的信用销售 (亿元) 及其占营收比重	10
图 14: 工程机械行业部分上市公司 11Q1 和 17Q1 的净利润率水平	10
图 15: 三一重工的海外收入及其营收比重、毛利率水平	11
图 16: 全球工程机械主要产品线销量台数 (2016 年)	11
图 17: 全球工程机械企业排名及其市场份额	12
图 18: 卡特彼勒的工程机械业务的分地区营业收入 (百万美元)	13
图 19: 卡特彼勒的现金、存货 (百万美元) 及员工人数	13
表 1: 全球工程机械企业排名及其市场份额	12
表 2: 分项业务预测情况 (金额单位: 百万元)	14
表 3: 三一重工国内可比公司估值情况对比	15
表 4: 三一重工国际可比公司估值情况对比	15

行业需求：更新正成为主导力量

房地产投资低增速，拉长了回暖周期

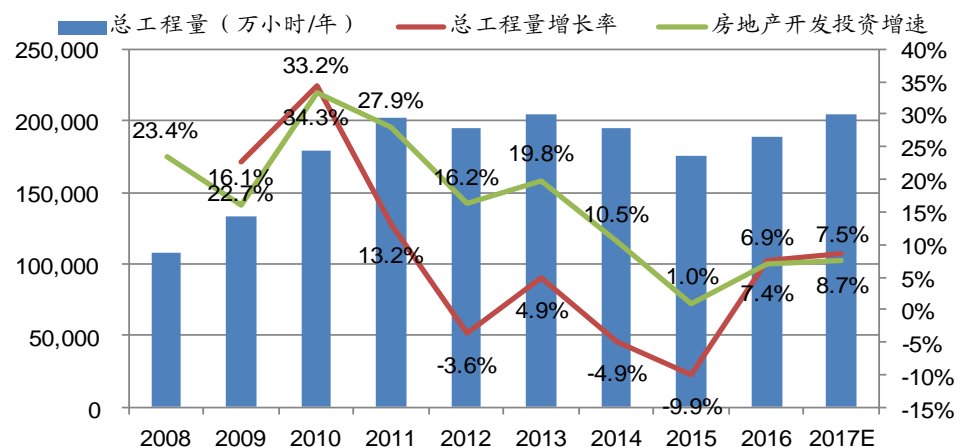
2016年以来，在下游需求好转、存量利用率提升的背景下，工程机械行业销量呈现企稳回升态势，并在2017年进一步表现向上弹性。以具有标志性和先导意义的挖掘机为例，工程机械协会数据显示，2017年1-7月，行业累计销量82,724台，同比增长101.3%。根据小松公司的统计，在中国作业挖掘机的1-7月累计开机小时数的平均值为897小时，同比增长7.3%。挖掘机的作业下游包括房地产、基建、采矿、农业、制造业等投资领域，其中，基建、农业等需求相对稳定，因此，房地产开发投资往往成为决定行业周期性变化的主要力量。在数据上，显示为模拟总工程量（开机小时数乘以社会总保有量）的同比增速与房地产开发投资的同比增速具有很强的方向一致性。

图1：挖掘机的开机小时数与模拟总工程量



数据来源：工程机械协会，小松公司，广发证券发展研究中心

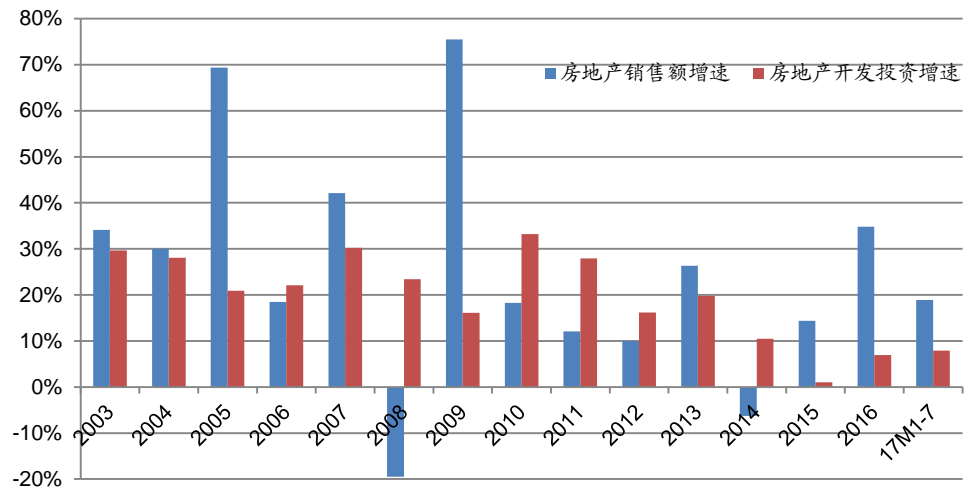
图2：挖掘机的模拟总工程量与房地产开发投资增速比较



数据来源：工程机械协会，小松公司，国家统计局，广发证券发展研究中心

在此轮房地产回暖周期中，政策强调“库存去化、因城制宜”，而微观企业也采取更为审慎的方式，因此，房地产开发投资相对销售而言，始终保持在较低的增速水平。房地产销售额2015、2016年、2017年1-7月的同比增速分别达到14.4%、34.8%和18.9%，而同期开发投资增速分别只有1.0%、6.9%和7.9%。

图3：我国房地产销售额和房地产开发投资的同比增速

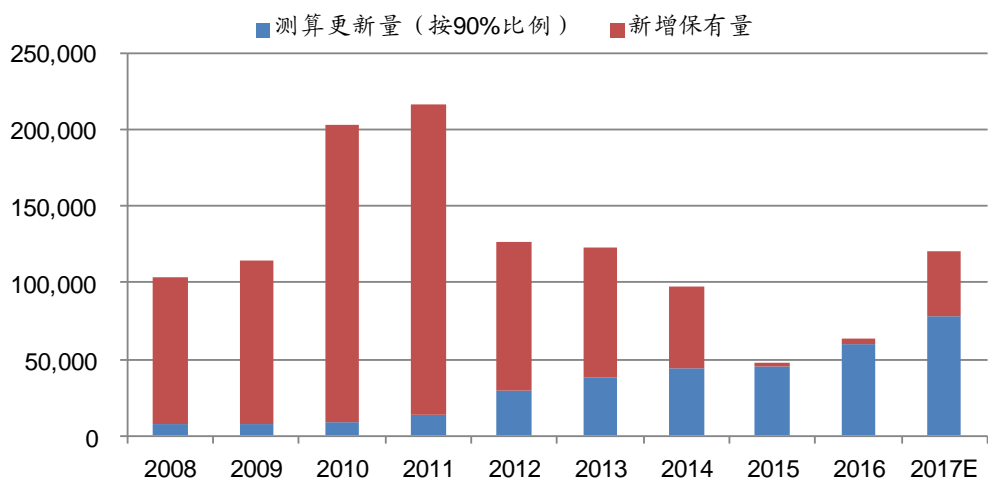


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

利用率催化，更新需求占据主导

根据主机厂商和经销商信息，挖掘机使用寿命多为8~10年，如果我们以9~11年以前的历史销量的90%作为理论更新值，则2015年以来的挖掘机市场进入了更新为主的时代。根据1-7月销量，假设2017年全年销量为12万台（1-7月销量已达到82724台），则有64.3%销量来自更新需求，而新增保有量为4万台左右，相当于现有社会保有量的2.5~3.0%水平（工程机械协会统计2015年挖掘机社会保有量为150~160万台）。

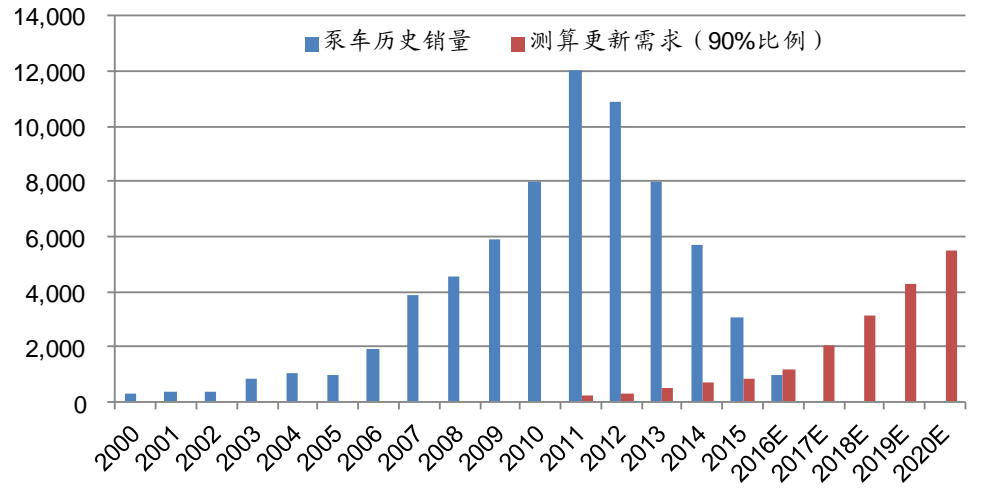
图4：我国挖掘机的销量及拆分预测（台）



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

随着需求景气的拉长，混凝土机械特别是泵车的更新需求受到广泛关注。按照泵车10~12年的使用寿命，假设10~12年以前的历史平均销量的90%作为更新需求，则2016年行业销量与更新需求基本相当，而2017年以后，依靠更新需求的托底作用，行业销量也有较强的向上弹性。

图5: 泵车的历史销量与测算更新需求(台)



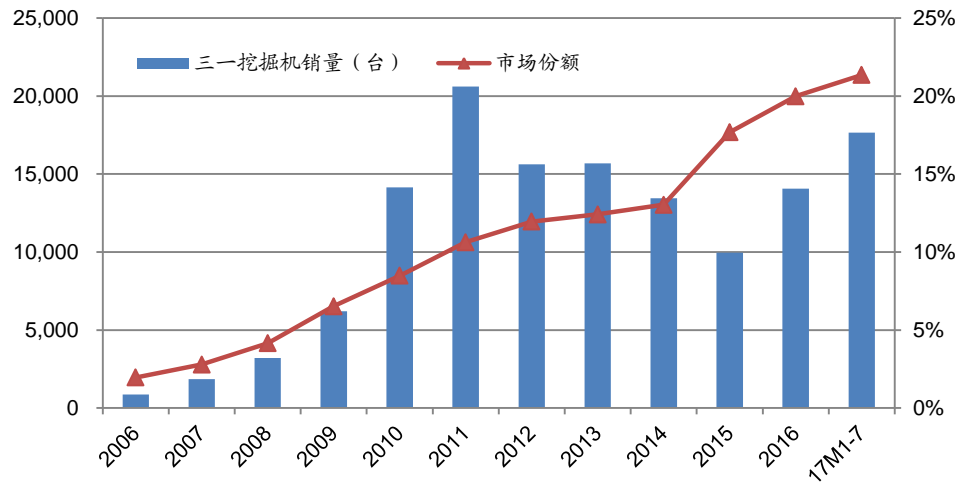
数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

行业结构：份额提升，利润聚集更快

市场份额的趋势力量

工程机械作为市场化程度较高、竞争充分的领域，其市场份额的变化，反映着企业的产品技术、成本控制、销售渠道、售后服务等综合竞争力。尽管行业需求波动，但三一重工的混凝土机械、挖掘机、汽车起重机等主要产品近几年持续扩大市场份额。

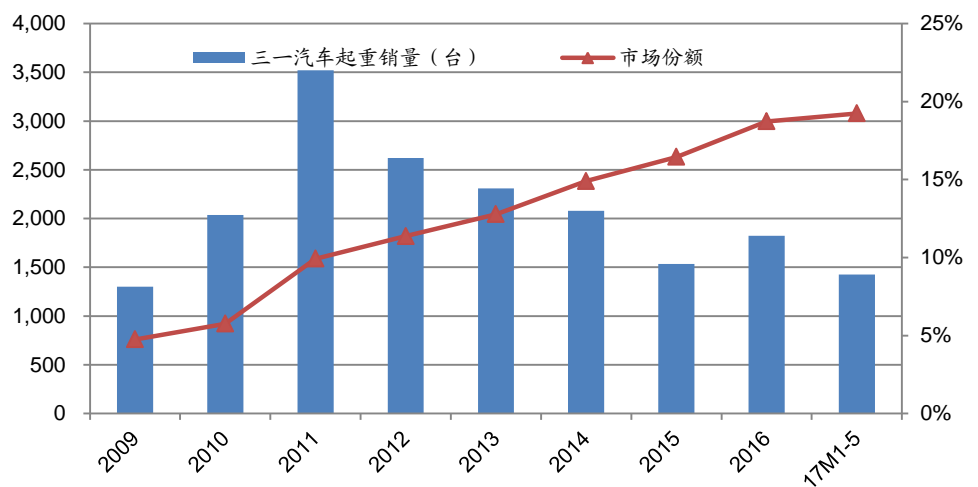
图6：三一重工的挖掘机销量及其国内市场份额



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

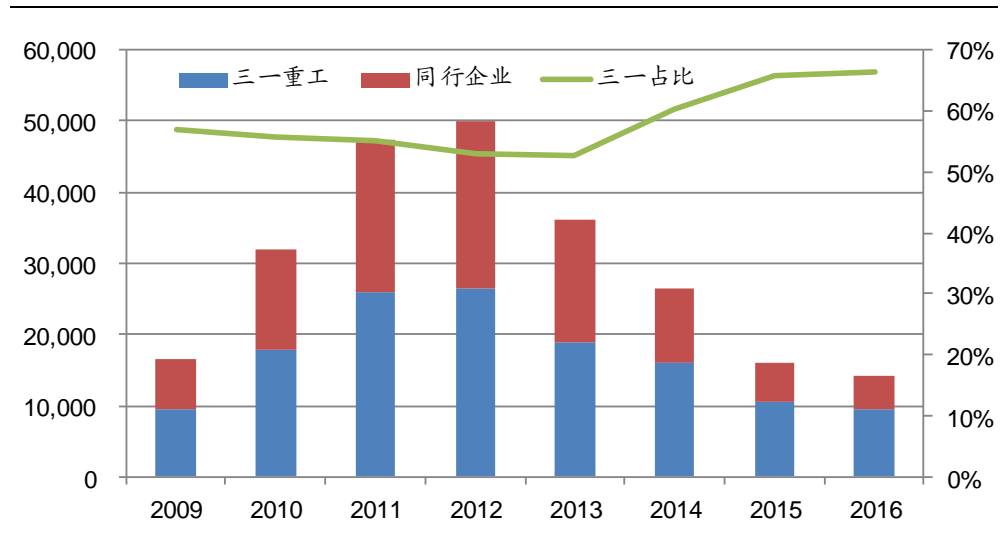
随着工程机械进入成熟期，行业主要客户采购更为理性。特别是经历过近几年低谷期压力，工程机械企业采取低首付的激进销售策略的也大为减少。因此，产品技术、售后服务的影响进一步提升，市场份额变化的趋势力量呈现加强的态势。

图7：三一重工的汽车起重机销量及其国内市场份额



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

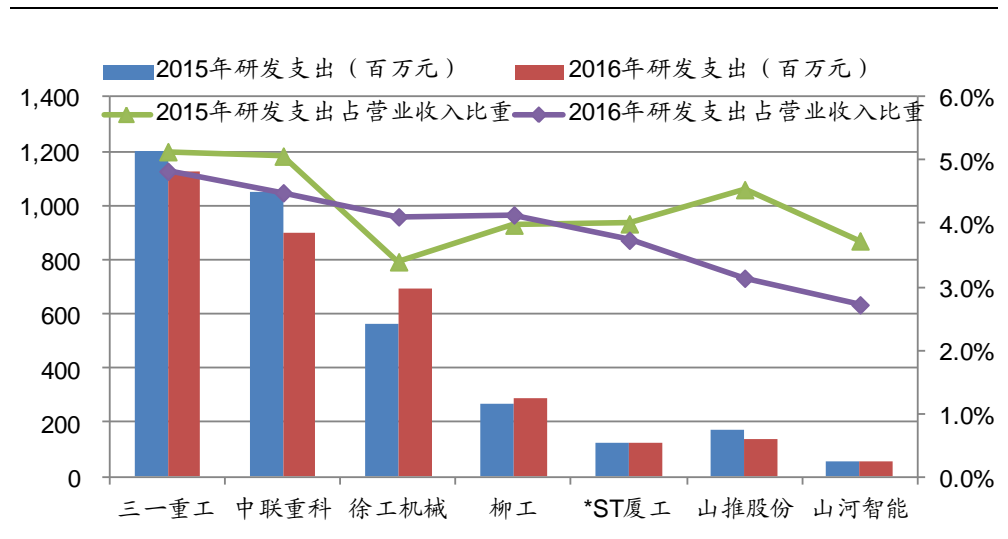
图8：三一重工的混凝土机械收入（百万元）及其占工程机械上市公司比重



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

在行业需求低迷、利润率很低的2015~2016年，三一重工仍然保持了每年超过10亿元的研发支出，研发支出相对营业收入的比例维持在5%左右，从绝对规模和相对收入比例来看，在业务具有竞争关系的工程机械主机厂商中处于比较高的位置，显示公司对于持续提升产品技术的重视程度。

图9：工程机械上市公司的研发支出及其相对营业收入的比例



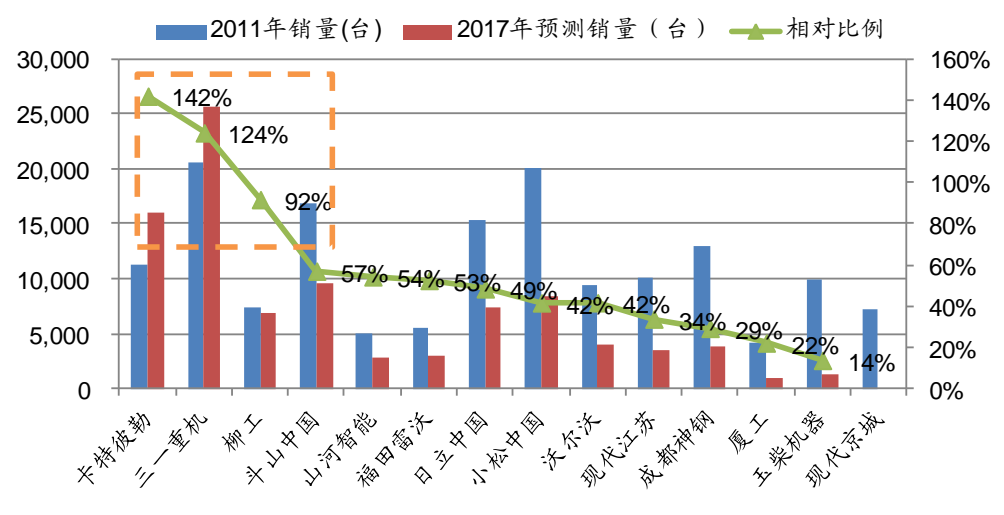
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

利润是从渐变到质变的过程

随着市场份额的逐年变化，其累计效应将不断放大。以挖掘机厂商为例，根据1-7月累计销量水平，如果假设2017年行业销量为12万台，各家企业全年维持1-7月的份额

不变，则卡特彼勒、三一重机（三一重工全资子公司）两家企业的销售将超过2011年的历史高点，柳工的销量接近2011年水平，而多数企业的销量仍不足高点的60%。在这种情况下，单是考虑固定资产折旧和无形资产摊销等固定费用的影响，各企业的净利润率也会迅速拉开差距。在当前行业销量水平上，部分企业的净利润率已有机会回到2011年的历史高位水平，而部分企业可能仍然处于亏损状态。

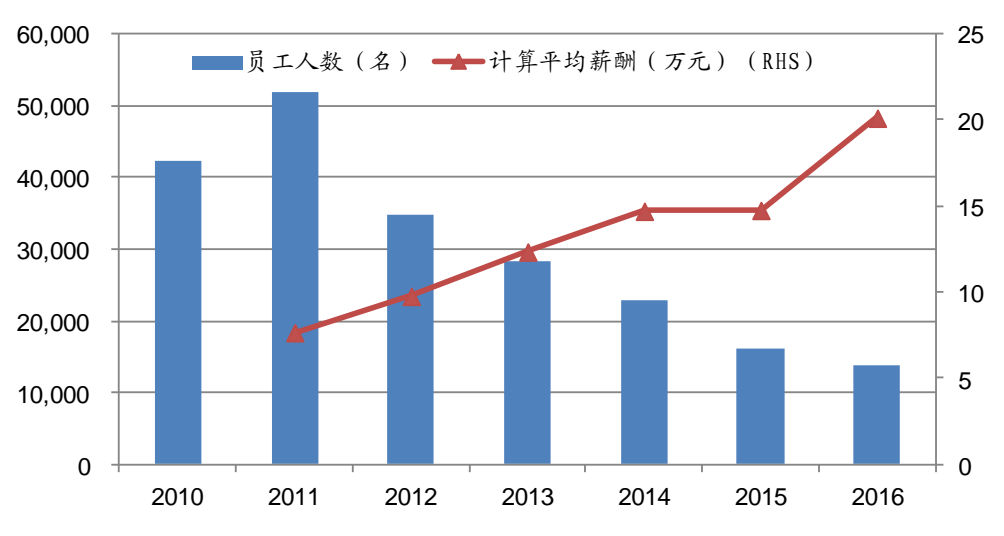
图10：主要挖掘机厂商2017年预测销量与其相对高点比例



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

在规模效应以外，企业内在的生产效率、资产质量是观察中期利润相对隐匿但更加关键的因素。工程机械企业在2011~2016年的下行期，普遍经历了人员的收缩调整，从上市公司而言，平均在50%左右。其中，三一重工的员工人数最大降幅超过70%，但仍然实现了人均营业收入的提升、人均平均薪酬的提升，这表明从微观经营而言，并非在单纯收缩，而是在收缩过程中仍然提升了效率，保持和加强着竞争力。

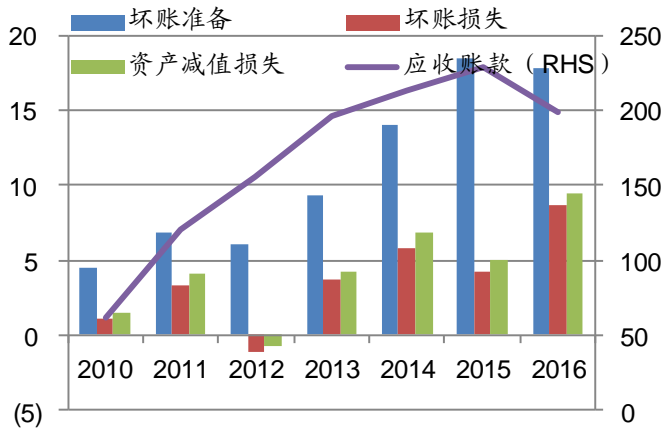
图11：三一重工的员工人数和计算平均薪酬



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

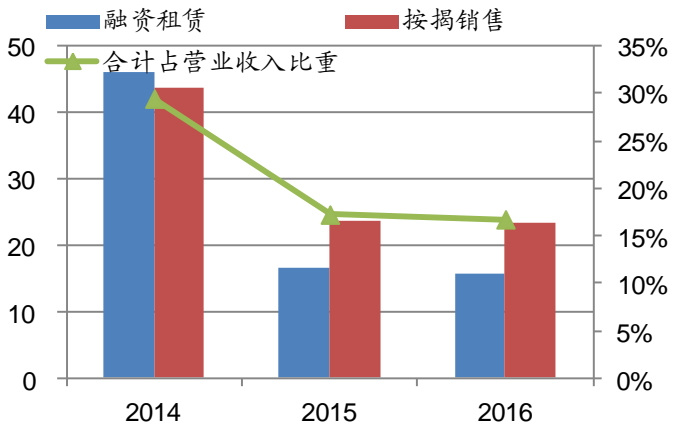
工程机械行业原来激进的销售策略普遍得到修正，以三一重工为例，融资租赁、按揭销售这两种信用销售占营业收入的比例，从2014年的30%左右，降至2016年的15%左右。从草根调研来看，经销商普遍对信用销售的首付把关较严，风险提前控制。2017年1季度，三一重工的经营现金流净额达到30.0亿元，为近10年的最好水平。

图12: 三一重工的坏账计提和应收账款 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

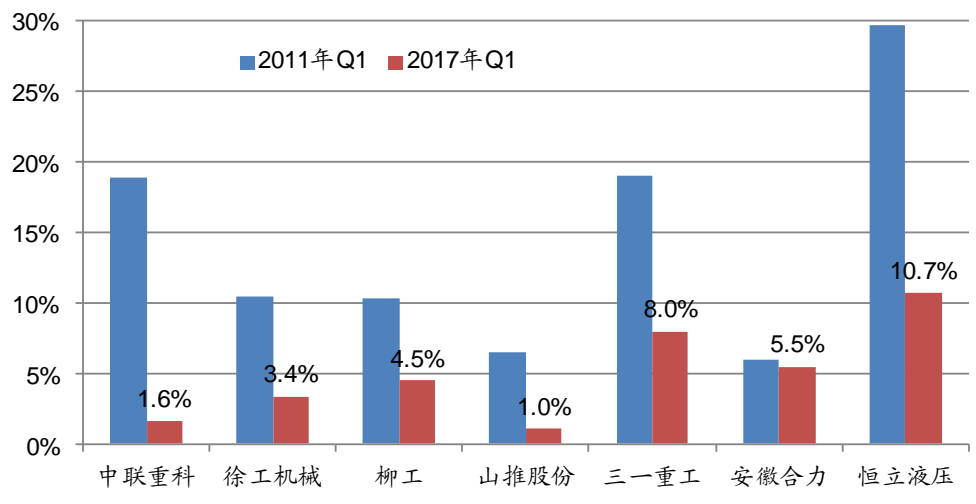
图13: 三一重工的信用销售 (亿元) 及其占营收比重



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

由于外在的市场份额、规模效应等，内在的生产效率、资产质量等，工程机械企业在经历此次复苏时，利润表现差异较大。与2011年1季度行业需求高点相比，部分企业的净利润率已恢复到高点的一半水平，部分企业仍然处于微利或盈亏平衡附近。

图14: 工程机械行业部分上市公司11Q1和17Q1的净利润率水平



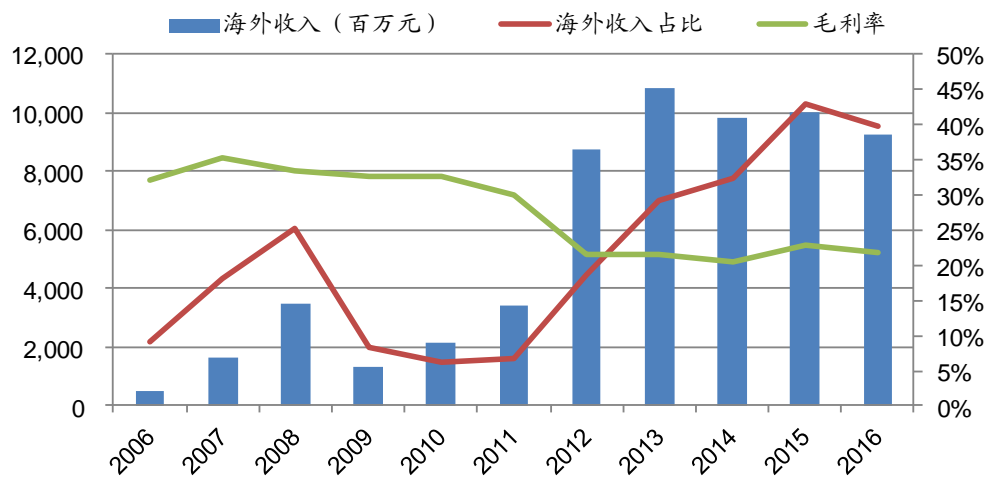
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

发展方向：全球销售和资源配置，迈向国际巨头

海外业务初具规模，盈利能力待提升

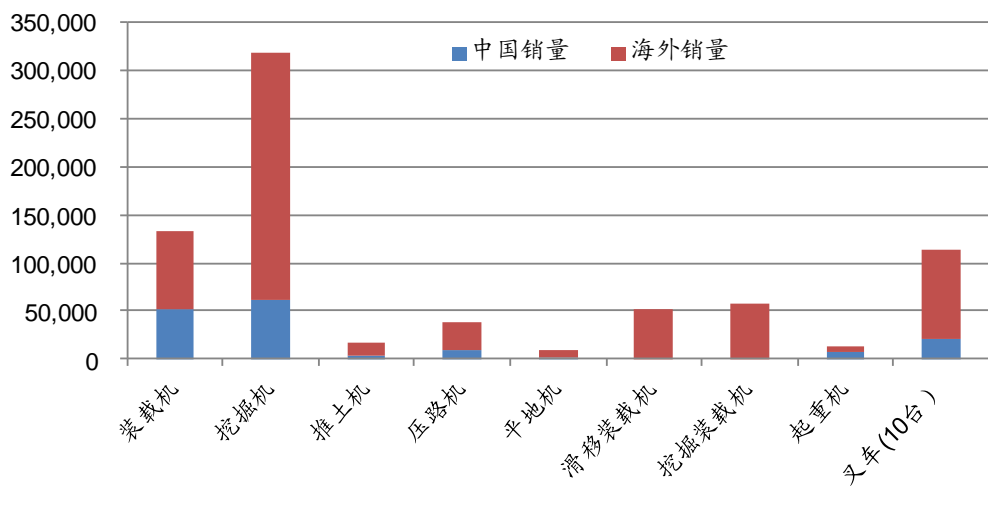
中长期来看，全球市场拓展是工程机械企业能否迎来新一轮发展期的关键，而渠道建设、生产能力，结合产品的技术性价比将是参与全球竞争的基础要素。2013~2016年，三一重工的海外收入保持在100亿元左右，占营业收入的比重接近40%，毛利率水平保持在20~25%，未来利润率的提升，与规模扩张、渠道管理、产品结构等具有紧密关系。在海外，三一重工目前建立了欧洲、北美、印度、拉美等四大生产基地。

图15：三一重工的海外收入及其营收比重、毛利率水平



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图16：全球工程机械主要产品线销量台数（2016年）



数据来源：AEM，广发证券发展研究中心

根据美国设备制造商协会（AEM）的统计，全球工程机械标准化产品销量靠前的品种包括叉车、挖掘机、装载机。其中，挖掘机是工程机械中用途广泛、技术含量较高的产品，也是工程机械龙头企业的必争之地。从三一重工来看，在海外研发生产基地率先取得积极进展的是三一印度，其主打产品也为挖掘机。

根据全球工程机械信息提供商—英国KHL集团主导发布的2017年全球工程机械制造商排行榜（根据上年度设备销售额排序），美国卡特彼勒公司、日本小松制作所分别名列全球前两名，2016年设备销售额分别为213.4、140.5亿美元。

表 1：全球工程机械企业排名及其市场份额

2017 排名	2016 排名	排名 变动	公司	国家	中文名称	所属海外区域	市场份额
1	1	0	Caterpillar	美国	卡特彼勒	北美	16.50%
2	2	0	Komatsu	日本	小松制作所	日韩	10.90%
3	4	1	Hitachi Construction Machinery	日本	日立建机	日韩	5.10%
4	5	1	Liebherr	德国	利勃海尔	欧洲	4.80%
5	6	1	volvo Construction Equipment	瑞典	沃尔沃建筑装备	欧洲	4.60%
6	8	2	Doosan Infracore	韩国	斗山	日韩	3.80%
7	7	0	John Deere	美国	约翰迪尔	北美	3.80%
8	9	1	XCMG	中国	徐工机械	中国	3.70%
9	3	-6	Terex	美国	特勒克斯	北美	3.40%
10	30	20	Sandvik Mining and Rock Technology	瑞典	山特维克	欧洲	2.80%
11	12	1	Sany	中国	三一重工	中国	2.70%
12	10	-2	JCB	英国	JCB	欧洲	2.70%
13	15	2	Kobeico Construction Machinery	日本	神户制钢所	日韩	2.50%
14	14	0	Zoomlion	中国	中联重科	中国	2.30%
15	11	-4	Oshkosh Access Equipment(JLG)	美国	捷尔杰	北美	2.30%
16	17	1	Wirtgen Group	德国	维特根集团	欧洲	2.20%
17	13	-4	Metso	芬兰	美卓	欧洲	2.00%
18	16	-2	CNH Industries	意大利	CNH工业集团	欧洲	1.80%
19	18	-1	Hyundai Heavy Industries	韩国	现代重工	日韩	1.40%
20	21	1	Tadano	日本	多田野	日韩	1.30%

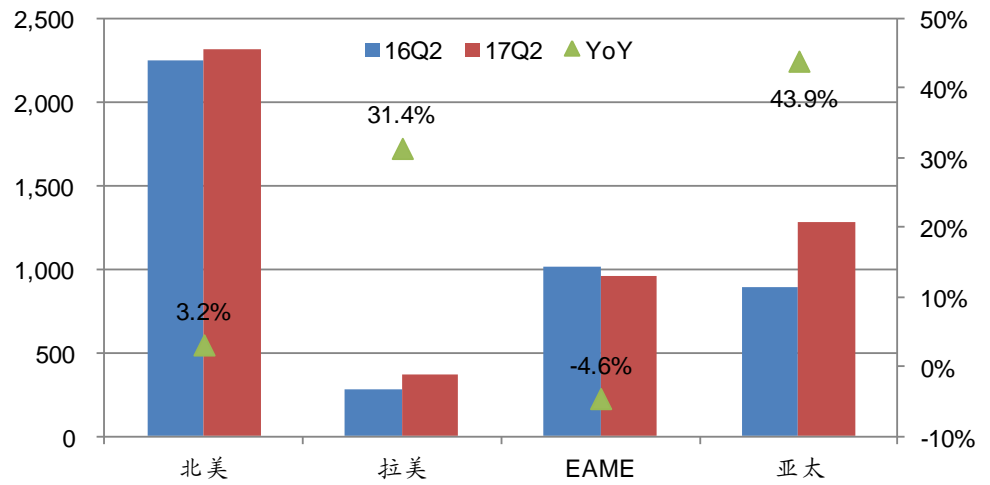
数据来源：英国KHL集团，广发证券发展研究中心（注：每年排名是根据上一年度的销售额得到）

海外市场有所复苏，调整是否充分成为关键

今年以来，海外工程机械市场需求呈现复苏态势，以卡特彼勒为例，2017年2季度工程机械板块的收入为49亿美元，较上年同期增长11.4%，其中，在亚太、北美、拉美的营业收入均实现同比增长，在亚太和拉美的收入同比增速超过30%。

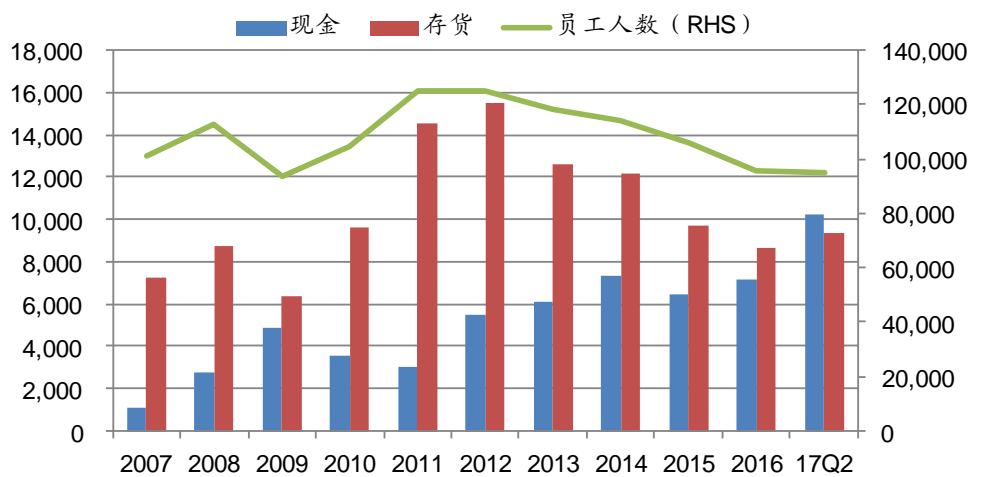
由于在前期实现了较好的成本缩减、资产负债表修复，优秀企业的利润弹性充足。以卡特彼勒为例，2017年2季度工程机械板块的净利润为9亿美元，较上年同期增长63.8%，净利润率由12.4%升至18.2%。

图17: 卡特彼勒的工程机械业务的分地区营业收入 (百万美元)



数据来源: 卡特彼勒公告, 广发证券发展研究中心

图18: 卡特彼勒的现金、存货 (百万美元) 及员工人数



数据来源: 卡特彼勒公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测和投资建议

业务测算的销量假设：首先是挖掘机产品，基于1-7月累计销量（8.3万台）及近期行业跟踪动态，历史销量的更新情况，我们的盈利预测基于以下行业销量假设：2017年挖掘机行业销量为12万台，2018-2019年行业销量分别为13万台、14.5万台；基于产品竞争力，我们假设2017-2019年公司的市场份额每年提升2个百分点（公司过去6年市场份额平均每年提升2-3个百分点）。根据工程机械协会统计的泵车保有量（6.1~6.5万台）和历史销量的更新进程，我们假设2017~2019年的国内泵车行业销量分别为1,600、2,200、2,600台，公司的市场份额保持在60~65%水平。

表 2：分项业务预测情况（金额单位：百万元）

产品销售收入

单位：人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
混凝土机械								
销售收入	26,509.21	19,029.61	16,021.97	10,473.92	9,502.81	13,435.57	16,408.22	18,619.84
增长率 (YOY)	N/A	-28.22%	-15.81%	-34.63%	-9.27%	41.39%	22.13%	13.48%
毛利率	41.83%	35.69%	22.34%	22.12%	22.85%	27.00%	27.50%	28.00%
销售成本	15,421.12	12,237.58	12,443.26	8,157.30	7,331.62	9,807.97	11,895.96	13,406.28
增长率 (YOY)	N/A	-20.64%	1.68%	-34.44%	-10.12%	33.78%	21.29%	12.70%
毛利	11,088.09	6,792.03	3,578.71	2,316.62	2,171.19	3,627.60	4,512.26	5,213.55
增长率 (YOY)	N/A	-38.74%	-47.31%	-35.27%	-6.28%	67.08%	24.39%	15.54%
占总销售额比重	56.61%	50.98%	52.77%	44.82%	40.82%	35.39%	35.67%	34.71%
占主营业务利润比重	74.58%	69.48%	45.73%	40.01%	35.59%	31.04%	31.73%	31.17%
挖掘机机械								
销售收入	9,498.58	7,919.63	6,657.40	6,117.80	7,470.05	14,201.83	17,042.19	20,308.61
增长率 (YOY)	N/A	-16.62%	-15.94%	-8.11%	22.10%	90.12%	20.00%	19.17%
毛利率	30.02%	27.11%	33.62%	32.55%	27.53%	35.00%	35.50%	36.00%
销售成本	6,646.71	5,772.89	4,419.45	4,126.37	5,413.23	9,231.19	10,992.21	12,997.51
增长率 (YOY)	N/A	-13.15%	-23.44%	-6.63%	31.19%	70.53%	19.08%	18.24%
毛利	2,851.87	2,146.74	2,237.95	1,991.43	2,056.82	4,970.64	6,049.98	7,311.10
增长率 (YOY)	N/A	-24.73%	4.25%	-11.02%	3.28%	141.67%	21.71%	20.85%
占总销售额比重	20.28%	21.22%	21.92%	26.18%	32.09%	37.41%	37.05%	37.85%
占主营业务利润比重	19.18%	21.96%	28.60%	34.39%	33.71%	42.53%	42.54%	43.71%
起重机械								
销售收入	5,307.25	5,035.77	4,018.77	3,855.30	2,709.79	4,830.60	5,947.17	7,064.88
增长率 (YOY)	N/A	-5.12%	-20.20%	-4.07%	-29.71%	78.26%	23.11%	18.79%
毛利率	31.49%	31.22%	28.03%	27.81%	29.68%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本	3,635.95	3,463.41	2,892.14	2,783.15	1,905.50	3,139.89	3,865.66	4,592.17
增长率 (YOY)	N/A	-4.75%	-16.49%	-3.77%	-31.53%	64.78%	23.11%	18.79%
毛利	1,671.30	1,572.36	1,126.63	1,072.15	804.29	1,690.71	2,081.51	2,472.71
增长率 (YOY)	N/A	-5.92%	-28.35%	-4.84%	-24.98%	110.21%	23.11%	18.79%
占总销售额比重	11.33%	13.49%	13.23%	16.50%	11.64%	12.72%	12.93%	13.17%
占主营业务利润比重	11.24%	16.09%	14.40%	18.52%	13.18%	14.47%	14.64%	14.78%
路面桩工及其他								
销售收入	5,515.50	5,342.88	3,666.58	2,919.86	3,597.41	5,495.15	6,597.81	7,656.35
增长率 (YOY)	N/A	-3.13%	-31.37%	-20.37%	23.20%	52.75%	20.07%	16.04%
毛利率	31.44%	21.28%	27.15%	27.21%	19.46%	24.00%	26.00%	26.00%
销售成本	3,781.52	4,205.84	2,671.03	2,125.40	2,897.30	4,176.31	4,882.38	5,665.70
增长率 (YOY)	N/A	11.22%	-36.49%	-20.43%	36.32%	44.14%	16.91%	16.04%
毛利	1,733.98	1,137.04	995.55	794.46	700.11	1,318.84	1,715.43	1,990.65
增长率 (YOY)	N/A	-34.43%	-12.44%	-20.20%	-11.88%	88.38%	30.07%	16.04%
占总销售额比重	11.78%	14.31%	12.08%	12.50%	15.45%	14.47%	14.34%	14.27%
占主营业务利润比重	11.66%	11.63%	12.72%	13.72%	11.48%	11.28%	12.06%	11.90%
销售收入小计	46,830.54	37,327.89	30,364.72	23,366.88	23,280.06	37,963.15	45,995.39	53,649.67
同比变化		-20.29%	-18.65%	-23.05%	-0.37%	63.07%	21.16%	16.64%
销售成本小计	31,963.26	27,552.68	22,538.68	17,576.77	17,179.41	26,275.05	31,772.80	36,923.57
毛利	14,867.28	9,775.21	7,826.04	5,790.11	6,100.65	11,688.10	14,222.59	16,726.10
平均毛利率	31.75%	26.19%	25.77%	24.78%	26.21%	30.79%	30.92%	31.18%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司第二大业务板块是混凝土机械产品盈利假设。由于混凝土机械产品子品类众多，并且价格变化较大，我们根据公司披露的可转债评级公告里的内容按照均价和总销量对2017-2018年需求进行预测。与挖掘机同样的逻辑，驱动未来增长的主要因素仍然是更新需求，我们的盈利预测假设条件为：（1）三一重工2017-2018年混凝土机械总销量为17449台、21036台，同比增长36.82%和20.56%；（2）毛利率假设条件为2017-2018年分别是27%和27.5%，根据公司披露的可转债评级公告，2017年一季度公司混凝土机械产品毛利率已经达到27.55%，并且，与公司高峰时期的混凝土毛利率相比仍然有差距（2011年混凝土毛利率达到41.83%），我们认为我们的假设条件是相对合理的。

可比公司选择与估值探讨：三一重工是国内工程机械龙头企业，正在迈向国际化，我们选择可比公司也从两个维度进行：国内可比公司和国际可比公司。国内可比公司包括中联重科、徐工机械和柳工，国外可比公司包括卡特彼勒、小松和日立建机。从PE估值水平来看，国内同行业可比公司2017-2018年的PE分别是34.15x/21.31x，国际同行业可比公司2017-2018年PE分别是27.42x/22.50x，而三一重工2017-2018年的PE分别是17.50x和13.33x。不论是国内还是国外可比公司的估值，公司2017-2018年的估值水平都显著具有的估值优势。

表 3：三一重工国内可比公司估值情况对比

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
中联重科	000157	工程机械	335	-944.7	774.21	1483.32	--	43.27	22.58
徐工机械	000425	工程机械	269	208.58	881.49	1286.92	127.53	30.52	20.90
柳工	000528	工程机械	99.81	49.26	348.25	488.13	199.65	28.66	20.45
三一重工	600031	工程机械	633	203.46	3614.00	4725.00	311.12	17.50	13.33
平均水平							163.59	34.15	21.31

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：市值统计截止到2017年8月25日，收盘价也对应到2017年8月25日。

表 4：三一重工国际可比公司估值情况对比

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿美元)	净利润 (百万美元)			PE 估值水平		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
卡特彼勒	CAT.N	工程机械	682	-67	2276	3617.15	--	29.96	18.85
小松	6301.T	工程机械	261	1145.67	1048.82	1124.65	22.78	24.89	23.21
日立建机	6305.T	工程机械	60.6	73.4	74.21	238.13	82.56	81.66	25.45

三一重工	600031.SH	工程机械	95.33	30.64	544.28	711.60	311.12	17.50	13.33
平均水平							162.14	27.42 ¹	22.50

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 市值统计截止到2017年8月25日, 收盘价也对应到2017年8月25日。

注释1: 由于2017年日历建机估值显著高于同行平均水平, 故选择可比平均水平时剔除日立建机。

盈利预测和投资建议: 根据分产品情况, 我们预测公司2017-2019年分别实现营业收入37,963、45,995和53,650百万元, 归属于母公司股东的净利润分别为3,614、4,746和6,015百万元; 相应EPS分别为0.472、0.620和0.785元。公司综合实力突出, 当前需求处于好转阶段, 结合业绩情况和估值水平, 我们继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

宏观经济环境特别是房地产开发投资等具有不确定性, 进而影响公司产品的需求水平; 原材料价格波动影响企业利润率。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	36994	37941	40650	48070	56581
货币资金	6841	7442	7226	10627	13404
应收及预付	24019	23487	24035	26095	29995
存货	5521	6220	9358	11316	13151
其他流动资产	614	792	31	31	31
非流动资产	26020	25594	21601	19389	17246
长期股权投资	1026	1528	1528	1528	1528
固定资产	15337	14131	12095	10125	8210
在建工程	983	966	866	866	866
无形资产	5707	6781	6062	5820	5593
其他长期资产	2968	2189	1050	1050	1050
资产总计	63015	63536	62251	67458	73827
流动负债	27697	23413	21908	23067	24036
短期借款	11571	8908	4908	3908	2908
应付及预收	9867	11663	15000	18159	21128
其他流动负债	6259	2841	2000	1000	0
非流动负债	9719	14222	10597	9597	8597
长期借款	8702	9413	6413	5413	4413
应付债券	497	4184	4184	4184	4184
其他非流动负债	520	625	0	0	0
负债合计	37416	37635	32505	32664	32634
股本	7617	7658	7658	7658	7658
资本公积	763	595	595	595	595
留存收益	16169	16229	19843	24589	30604
归属母公司股东权益	24639	25165	28780	33525	39541
少数股东权益	960	735	966	1269	1653
负债和股东权益	63015	63536	62251	67458	73827

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23367	23280	37963	45995	53650
营业成本	17577	17179	26275	31773	36924
营业税金及附加	121	220	247	299	349
销售费用	1939	2359	3796	4600	5365
管理费用	2003	2121	2088	2668	3219
财务费用	1321	875	625	402	275
资产减值损失	491	948	936	435	510
公允价值变动收益	282	-563	208	-200	200
投资净收益	-27	2181	300	300	300
营业利润	171	1196	4504	5920	7508
营业外收入	370	438	200	200	200
营业外支出	421	1570	180	180	180
利润总额	120	63	4524	5940	7528
所得税	-18	-101	679	891	1129
净利润	138	164	3845	5049	6399
少数股东损益	0	-40	231	303	384
归属母公司净利润	139	203	3614	4746	6015
EBITDA	3505	3499	7334	8368	9436
EPS (元)	0.02	0.03	0.47	0.62	0.79

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2136	3249	6599	6251	5136
净利润	138	164	3845	5049	6399
折旧摊销	1778	2098	1777	1712	1642
营运资金变动	-987	941	-1051	-1294	-3275
其它	1207	47	2028	785	370
投资活动现金流	-229	2262	1579	620	1020
资本支出	-1129	-225	1171	520	520
投资变动	-17	2315	200	300	300
其他	917	172	208	-200	200
筹资活动现金流	-198	-4769	-8394	-3470	-3379
银行借款	24218	17271	-7000	-2000	-2000
债券融资	0	3687	0	0	0
股权融资	5	133	0	0	0
其他	-24422	-25860	-1394	-1470	-1379
现金净增加额	1709	743	-216	3401	2777
期初现金余额	6049	6841	7442	7226	10627
期末现金余额	7758	7584	7226	10627	13404

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-23.0	-0.4	63.1	21.2	16.6
营业利润增长	-76.2	601.0	276.7	31.4	26.8
归属母公司净利润增长	-80.5	46.8	1,676.5	31.3	26.7
获利能力(%)					
毛利率	24.8	26.2	30.8	30.9	31.2
净利率	0.6	0.7	10.1	11.0	11.9
ROE	0.6	0.8	12.6	14.2	15.2
ROIC	4.6	8.9	12.6	15.7	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	59.4	59.2	52.2	48.4	44.2
净负债比率	0.8	0.7	0.3	0.1	-
流动比率	1.34	1.62	1.86	2.08	2.35
速动比率	1.13	1.34	1.41	1.57	1.78
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.37	0.60	0.71	0.76
应收账款周转率	1.15	1.19	2.03	2.28	2.28
存货周转率	2.75	2.93	2.81	2.81	2.81
每股指标(元)					
每股收益	0.02	0.03	0.47	0.62	0.79
每股经营现金流	0.28	0.42	0.86	0.82	0.67
每股净资产	3.23	3.29	3.76	4.38	5.16
估值比率					
P/E	361.6	229.6	17.5	13.3	10.5
P/B	2.0	1.9	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	20.0	18.3	10.0	8.0	6.5

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。