

审慎推荐-A (下调)

三一重工 600031.SH

当前股价: 8.5 元

2017年08月29日

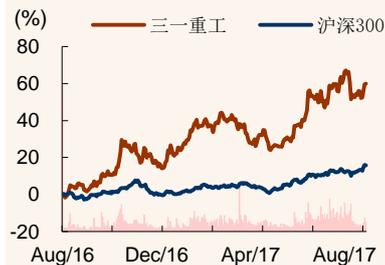
业绩低于市场预期 现金流说明经营质量

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	765799
已上市流通股(万股)	759377
总市值(亿元)	651
流通市值(亿元)	645
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	3.6
资产负债率	59.9%
主要股东	三一集团有限公司
主要股东持股比例	45.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	17	60
相对表现	-1	5	43



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《三一重工(600031)——从卡特彼勒创新高,看国内装备龙头估值》2017-04-28
- 2、《三一重工(600031)深度报告——行业触底回升 转型初见成效》2017-02-04
- 3、《三一重工(600031)——集中处理资产和坏账 明年业绩将释放弹性》2016-12-15

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn

三一重工上半年营业收入 192 亿, 同比增长 71%; 净利润 12.7 亿, 归属母公司股东的净利润 11.6 亿, 同比增长 7.4 亿, 低于市场预期; 但是经营活动产生的现金流量净额 58.9 亿, 同比增长 2.79 倍, 体现了上半年实际经营质量良好。

- **销售收入增长基本符合预期, 超出年初所有人预期:** 上半年公司销售收入 192.08 亿元, 同比增长 71.2%, 混凝土机械实现销售收入 66.09 亿元, 同比增长 32%, 考虑到并表的德国普茨曼斯特收入平稳, 混凝土机械销售增长也基本符合预期; 挖掘机械销售收入 69.05 亿元, 增长 102.4%, 和挖掘机销量增长也基本相符; 桩工机械增长 226.4%、起重机械增长 69.8%。
- **上半年公司综合毛利率 29.86%, 同比提高了 2.6 个百分点, 但是二季度销售毛利率 27.29%, 环比一季度下降 5.26 个百分点。** 二季度单季收入 98.3 亿, 高于一季度的 93.77 亿, 毛利率下降我们认为并不是钢材涨价的影响, 而是因为公司二季度集中处理国四泵车和桩机、起重机的库存。
- **二季度坏账准备计提也体现了谨慎的原则。** 6 月末应收账款 208 亿, 与期初 199 亿差不多, 但是坏账准备 20.8 亿, 增加了 3 亿, 我们对比不同账龄的应收账款, 发现 3-5 年的应收账款增加, 因此计提坏账准备增加, 还是在消化历史问题。上半年资产减值损失 4.42 亿, 同比增长 64%, 去年底公司集中处理了 70 亿左右逾期应收账款, 而今年上半年坏账准备继续上升, 与上半年回款状况相矛盾, 一方面说明会计政策谨慎, 另一方面说明历史问题源远流长。
- **公告的子公司财务数据不能完全代表该产品板块的利润, 但是我们同比做比较, 发现混凝土设备、汽车起重机子公司净利润低于预期。** 上半年三一重机(挖掘机公司)净利润 11.3 亿, 同比增长 1 倍, 和销售增长基本相符, 这说明挖掘机历史问题确实处理完了。但是, 湖南汽车(泵送业务)净利润 1 亿, 相比去年 0.26 亿, 虽然大幅增长, 但是也低于预期, 估计是上半年集中处理国四泵车(7 月 1 日实施国五)和二手机带来亏损。上半年三一汽车起重机净利润 6657 万元, 同比去年 1 亿下降, 预计也是在处理汽车起重机二手机。
- **汇兑损失增加:** 上半年由于美元贬值, 公司在途贷款以美元结算, 汇兑损失增加大概 1 亿左右, 没有做对冲。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23367	23280	33724	38308	42070
同比增长	-23%	0%	45%	14%	10%
营业利润(百万元)	171	1196	2403	3718	4516
同比增长	-76%	601%	101%	55%	21%
净利润(百万元)	139	203	2259	3346	4006
同比增长	-80%	47%	1010%	48%	20%
每股收益(元)	0.02	0.03	0.30	0.44	0.52
PE	467.1	319.9	28.8	19.4	16.2
PB	2.9	2.9	2.6	2.4	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

- 销售费用 18.8 亿，同比翻倍，其中销售佣金 8.47 亿，同比增长 2.74 倍，主要是市场转暖加大对营销网络的投入和经销商返利，预计下半年会趋于正常。
- 上半年经营现金流净流入 58.9 亿，体现了真实的良好经营质量，另外也可能是因为降价促销，所以回款好于历史同期。我们认为处理完历史问题，未来业绩将更扎实。
- 投资建议：维持推荐评级。考虑到今年销售费用、汇兑损益增加，我们下调 2017 年的净利润预测至 22.5 亿（下调幅度 18%），维持 2018 年、2019 年 34 亿、40 亿净利润预测不变。自我们去年 9 月开始推荐三一，涨幅已超过 50%，考虑到 8.5-9.5 元还有转股压力，短期股价或有震荡，但是长期依然看好三一重工的核心竞争力！
- 风险提示：汇率波动；原材料价格上涨。

表 1：中期业绩回顾

(百万元)	16H1	16H2	17H1	同比	环比
营业收入	11220	12060	19208	71%	59%
营业毛利	3053	3048	5735	88%	88%
营业费用	957	1402	1881	97%	34%
管理费用	1073	1048	1156	8%	10%
财务费用	895	-20	763	-15%	-
投资收益	677	1504	-166	-125%	-111%
营业利润	169	1027	1605	850%	56%
所得税	33	-134	320	870%	-
归属母公司净利润	138	65	1159	740%	1683%
EPS (元/按最新股本)	0.02	0.01	0.15		

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：各季度业绩回顾

(百万元)	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	5227	5993	5270	6790	9377	9831
营业毛利	1354	1698	1317	1731	3053	2683
营业费用	434	523	502	901	1021	861
管理费用	528	545	437	610	513	644
财务费用	598	297	252	-272	335	428
投资收益	590	87	102	1403	-141	-25
营业利润	48	121	98	928	947	657
归属母公司净利润	90	48	37	29	746	413
EPS (元/按最新股本)	0.01	0.01	0.00	0.00	0.10	0.05
主要比率						
毛利率	25.9%	28.3%	25.0%	25.5%	32.6%	27.3%
营业费用率	8.3%	8.7%	9.5%	13.3%	10.9%	8.8%
管理费用率	10.1%	9.1%	8.3%	9.0%	5.5%	6.5%
营业利润率	0.9%	2.0%	1.9%	13.7%	10.1%	6.7%
有效税率	9.2%	29.3%	12.4%	76.1%	16.0%	26.6%
净利率	1.7%	0.8%	0.7%	0.4%	8.0%	4.2%
YoY						
收入	-17%	-19%	10%	39%	79%	64%
归属母公司净利润	186%	-84%	112%	-71%	727%	764%

资料来源：公司数据、招商证券

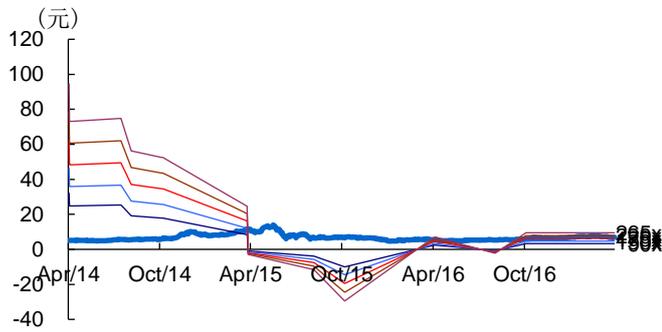
表 3：应收账款及坏账准备明细（账龄法）

敬请阅读末页的重要说明

(百万元)	2017.06.30			2016.12.31			2016.06.30		
	应收账款	坏账准备	计提比例	应收账款	坏账准备	计提比例	应收账款	坏账准备	计提比例
1 年以内	12,982	130	1%	10,798	108	1%	14,035	140	1%
1 至 2 年	2,754	165	6%	3,040	182	6%	4,939	296	6%
2 至 3 年	1,653	248	15%	2,060	309	15%	2,382	357	15%
3 至 4 年	1,144	458	40%	737	295	40%	757	303	40%
4 至 5 年	362	254	70%	216	151	70%	312	218	70%
5 年以上	446	446	100%	396	396	100%	337	337	100%
合计	19,341	1,700	8.79%	17,245	1,441	8.36%	22,761	1,652	7.26%

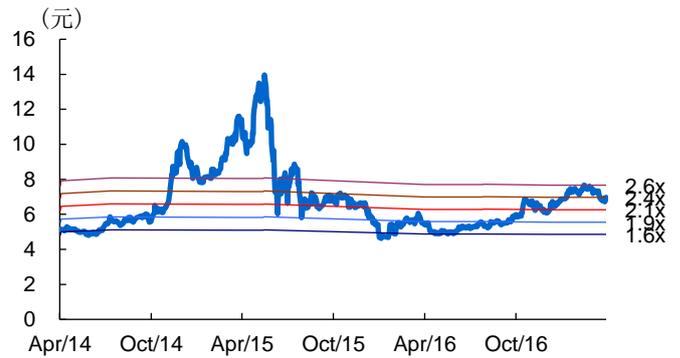
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：三一重工历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：三一重工历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《三一重工（600031）——从卡特彼勒创新高，看国内装备龙头估值》2017-04-28
- 2、《三一重工（600031）深度报告——行业触底回升 转型初见成效》2017-02-04
- 3、《三一重工（600031）——集中处理资产和坏账 明年业绩将释放弹性》2016-12-15
- 4、《三一重工（600031）——转型住宅工业化和军工 土地投资收益将超十亿》2016-03-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
流动资产	37329	37992	39580	45733	51708
现金	6841	7442	4220	5570	7644
交易性投资	31	31	31	31	31
应收票据	547	283	410	466	511
应收款项	20961	18085	18426	20930	22986
其它应收款	2260	4782	6927	7868	8641
存货	5521	6220	7925	9003	9848
其他	1168	1150	1642	1865	2046
非流动资产	23899	23563	21911	20444	19142
长期股权投资	1026	1528	1528	1528	1528
固定资产	15226	14014	12788	11704	10746
无形资产	4436	4188	3769	3392	3053
其他	3211	3833	3825	3820	3815
资产总计	61228	61555	61491	66177	70850
流动负债	27804	23800	21339	23143	24558
短期借款	11571	8908	5000	5000	5000
应付账款	3642	4605	6351	7214	7892
预收账款	893	1063	1465	1665	1821
其他	11699	9224	8523	9264	9845
长期负债	9793	14302	14302	14302	14302
长期借款	8702	9413	9413	9413	9413
其他	1091	4889	4889	4889	4889
负债合计	37597	38102	35641	37445	38860
股本	7617	7658	7652	7652	7652
资本公积金	(1120)	(1577)	(1577)	(1577)	(1577)
留存收益	16174	16232	18491	21159	24162
少数股东权益	960	735	879	1093	1349
归属于母公司所有者权益	22671	22717	24970	27639	30641
负债及权益合计	61228	61555	61491	66177	70850

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2136	3249	3870	2802	3784
净利润	139	203	2259	3346	4006
折旧摊销	1778	2098	2056	1870	1705
财务费用	1346	1892	777	573	504
投资收益	27	(2181)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	(1050)	1636	(1276)	(3294)	(2727)
其它	(103)	(398)	254	507	495
投资活动现金流	(229)	2262	(202)	(202)	(202)
资本支出	(1514)	(705)	(402)	(402)	(402)
其他投资	1285	2967	200	200	200
筹资活动现金流	(198)	(4661)	(6890)	(1250)	(1508)
借款变动	2543	(7120)	(6108)	0	0
普通股增加	0	41	(6)	0	0
资本公积增加	(888)	(458)	0	0	0
股利分配	(381)	(76)	0	(678)	(1004)
其他	(1472)	2952	(777)	(573)	(504)
现金净增加额	1708	851	(3222)	1350	2074

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	23367	23280	33724	38308	42070
营业成本	17577	17179	23690	26912	29438
营业税金及附加	121	220	318	361	397
营业费用	1939	2359	3372	3333	3618
管理费用	2003	2121	2563	2911	3197
财务费用	1321	875	777	573	504
资产减值损失	491	948	800	700	600
公允价值变动收益	282	(563)	0	0	0
投资收益	(27)	2181	200	200	200
营业利润	171	1196	2403	3718	4516
营业外收入	370	438	300	300	300
营业外支出	421	1570	0	0	0
利润总额	120	63	2703	4018	4816
所得税	(18)	(101)	300	458	554
净利润	138	164	2403	3560	4262
少数股东损益	(0)	(40)	144	214	256
归属于母公司净利润	139	203	2259	3346	4006
EPS (元)	0.02	0.03	0.30	0.44	0.52

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-23%	0%	45%	14%	10%
营业利润	-76%	601%	101%	55%	21%
净利润	-80%	47%	1010%	48%	20%
获利能力					
毛利率	24.8%	26.2%	29.8%	29.7%	30.0%
净利率	0.6%	0.9%	6.7%	8.7%	9.5%
ROE	0.6%	0.9%	9.0%	12.1%	13.1%
ROIC	3.3%	4.5%	7.0%	8.8%	9.5%
偿债能力					
资产负债率	61.4%	61.9%	58.0%	56.6%	54.8%
净负债比率	43.3%	33.3%	23.4%	21.8%	20.3%
流动比率	1.3	1.6	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.6	1.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.7	2.9	3.3	3.2	3.1
应收帐款周转率	1.1	1.2	1.8	1.9	1.9
应付帐款周转率	4.3	4.2	4.3	4.0	3.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.02	0.03	0.30	0.44	0.52
每股经营现金	0.28	0.42	0.51	0.37	0.49
每股净资产	2.98	2.97	3.26	3.61	4.00
每股股利	0.01	0.00	0.09	0.13	0.16
估值比率					
PE	467.1	319.9	28.8	19.4	16.2
PB	2.9	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	3.2	2.6	1.9	1.6	1.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

诸凯，北京大学经济学硕士、新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。