

2017年08月31日

三一重工 (600031.SH)

公司快报

证券研究报告

工程机械

## Q2 业绩不及预期,资产质量及现金流明显改善

■H1 业绩同比增长 7.41 倍, Q2 环比下降不及预期: 8 月 29 日公司发布半年报, 实现收入 192.08 亿元, 同比增长 71.19%; 归母净利润 11.6 亿元, 同比增长 740.95%; EPS0.15 元。分季度看, Q2 单季度营业收入 98.31 亿元, 同比增长 64%; 归母净利润 4.14 亿元, 同比增长 767.14%, 环比下降 44.5%, 低于预期主要归因于 (1) 处置长库龄产品致毛利率环比下降 5.26 个 pct; (2) 汇兑损失增加财务费用。

■挖机销量增速高于行业, 起重机及混凝土机械持续复苏。上半年挖机收入 69.05 亿元, 同比增长 102.4%; 毛利率 37%, 同比上升 4.6 个 pct。行业协会数据, 上半年挖机行业销量 7.51 万台, 同比增长 100.3%; 公司销量 1.62 万台, 同比增长 123.2%, 增速高于行业增速, 市占率由 2016 年的 20% 升到 24.4%。未来随着基建投资快速增长, 挖机销量有望保持较高增速并不断向后端起重机械、混凝土机械传导, 上半年公司混凝土机械收入 66.09 亿元, 同比增长 32%; 毛利率 22.6%, 同比增加 0.5 个 pct。而起重机械收入 22.98 亿元, 同比增长 69.8%; 毛利率 33.1%, 同比下降 2.3 个 pct。

■处置长库龄产品致毛利率环比下降, 汇兑损失增加财务费用: Q2 单季度, 因集中处理历史长库龄产品, 公司综合毛利率环比下降 5.26 个 pct 至 27.29%, 其中混凝土机械下降明显, 下半年预计这一情况将有所好转。期间费用方面, 由于人民币升值, 上半年汇兑损失 4.08 亿元 (同比增加 15.9%), 但因公司利息支出减少, 财务费用整体下降 14.7%。其次, 市场环境好转后公司重新加强对经销商激励, 销售佣金增长 6.21 亿元 (同比增长 2.75 倍) 使得销售费用上升 97%。同时, 坏账准备计提比例由 2016 年 8.36% 提升至 8.79%, 使坏账损失同比增加 1.87 亿元, 对业绩造成压力, 我们预计, 下半年汇率和坏账损失对业绩的不利影响将有所好转。

■历史冗余明显出清资产质量改善, 龙头厂商轻装上阵: 当前行业回暖复苏趋势已确立, 公司积极处理历史包袱, 对短期业绩造成影响, 但资产质量改善利好中长期发展: 财务数据显示, 公司库存及应收账款周转天数比 2016 年分别下降 32% 和 57%, 上半年经营净现金流 58.94 亿元, 同比提升 2.79 倍显著好转。我们认为工程机械行业经历五年的深度调整未来将恢复到常态发展, 龙头公司的市场地位进一步提升, 将强者恒强。当前公司正加紧海外市场的拓展, 上半年国际销售收入 57.99 亿元, 同比增长 25.9%, 占比 30.19%, 未来将持续受益一带一路带来的新成长空间。

■投资建议: 预计公司 2017-2019 年净利润分别为 22.37 亿元、33.56 亿元、42.46 亿元, EPS 分别为 0.29 元、0.44 元、0.56 元。公司身为龙头厂商将充分受益行业回暖, 资产质量改善将利好中长期发展, 给予买入-A 评级, 6 个月目标价 10.15 元。

■风险提示: 固定资产投资下降, 坏账风险, 汇率波动。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	23,366.9	23,280.1	35,612.9	39,220.2	44,272.0
净利润	138.6	203.5	2,237.1	3,356.0	4,245.5
每股收益(元)	0.02	0.03	0.29	0.44	0.56
每股净资产(元)	2.97	2.97	3.38	3.73	4.17

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	444.0	302.4	27.5	18.3	14.5
市净率(倍)	2.7	2.7	2.4	2.2	1.9
净利润率	0.6%	0.9%	6.3%	8.6%	9.6%
净资产收益率	0.6%	0.9%	8.7%	11.8%	13.3%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.7%	1.1%	1.4%
ROIC	4.1%	12.9%	8.6%	12.5%	19.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价: **10.15 元**  
股价 (2017-08-30) **8.05 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	61,530.81
流通市值(百万元)	61,129.87
总股本(百万股)	7,643.58
流通股本(百万股)	7,593.77
12 个月价格区间	5.23/8.89 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.68	8.49	49.98
绝对收益	-5.29	16.64	59.37

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082037

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

李倩倩

报告联系人

liqq@essence.com.cn

### 相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,366.9	23,280.1	35,612.9	39,220.2	44,272.0	成长性					
减:营业成本	17,576.8	17,179.4	24,937.0	27,026.0	29,873.1	营业收入增长率	-23.0%	-0.4%	53.0%	10.1%	12.9%
营业税费	121.1	219.6	245.1	281.0	346.5	营业利润增长率	-76.2%	601.0%	140.3%	41.8%	37.1%
销售费用	1,939.3	2,359.1	3,311.0	3,625.2	4,231.5	净利润增长率	-80.5%	46.8%	999.5%	50.0%	26.5%
管理费用	2,002.8	2,120.8	3,089.0	3,445.5	3,920.8	EBITDA 增长率	-11.1%	27.4%	39.6%	18.7%	18.1%
财务费用	1,321.2	875.4	867.0	669.4	537.7	EBIT 增长率	-23.4%	38.8%	80.6%	26.8%	29.0%
资产减值损失	490.6	948.4	960.0	700.0	380.0	NOPLAT 增长率	15.0%	213.4%	-38.9%	25.4%	30.5%
加:公允价值变动收益	282.4	-563.4	-30.8	-	-	投资资本增长率	-0.8%	-8.6%	-13.5%	-17.5%	-17.3%
投资和汇兑收益	-27.0	2,181.5	700.0	600.0	600.0	净资产增长率	-4.5%	-0.8%	13.3%	9.2%	13.3%
营业利润	170.5	1,195.5	2,873.0	4,073.1	5,582.4	利润率					
加:营业外净收支	-50.6	-1,132.6	-305.2	-496.1	-222.0	毛利率	24.8%	26.2%	30.0%	31.1%	32.5%
利润总额	119.9	63.0	2,567.8	3,577.0	5,360.4	营业利润率	0.7%	5.1%	8.1%	10.4%	12.6%
减:所得税	-18.3	-100.8	308.1	465.0	643.3	净利润率	0.6%	0.9%	6.3%	8.6%	9.6%
净利润	138.6	203.5	2,237.1	3,356.0	4,245.5	EBITDA/营业收入	14.0%	17.9%	16.3%	17.6%	18.4%
						EBIT/营业收入	6.4%	8.9%	10.5%	12.1%	13.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	241	226	129	94	62
						流动资产周转天数	307	293	167	128	95
						流动营业资本周转天数	581	582	421	398	364
						应收账款周转天数	350	356	222	185	162
						存货周转天数	99	91	83	86	82
						总资产周转天数	957	949	641	568	490
						投资资本周转天数	648	620	361	278	203
						投资回报率					
						ROE	0.6%	0.9%	8.7%	11.8%	13.3%
						ROA	0.2%	0.3%	3.5%	5.3%	7.6%
						ROIC	4.1%	12.9%	8.6%	12.5%	19.7%
						费用率					
						销售费用率	8.3%	10.1%	9.3%	9.2%	9.6%
						管理费用率	8.6%	9.1%	8.7%	8.8%	8.9%
						财务费用率	5.7%	3.8%	2.4%	1.7%	1.2%
						三费/营业收入	22.5%	23.0%	20.4%	19.7%	19.6%
						偿债能力					
						资产负债率	61.4%	61.9%	59.3%	50.4%	47.1%
						负债权益比	159.1%	162.5%	146.0%	101.7%	89.0%
						流动比率	1.34	1.60	1.31	1.44	1.68
						速动比率	1.14	1.33	1.01	1.15	1.27
						利息保障倍数	1.13	2.37	4.31	7.08	11.38
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	0.01	0.06	0.09	0.11
						分红比率	54.9%	37.6%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.7%	1.1%	1.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	138.2	163.8	2,237.1	3,356.0	4,245.5	EPS(元)	0.02	0.03	0.29	0.44	0.56
加:折旧和摊销	1,777.8	2,097.7	2,073.6	2,158.2	2,028.0	BVPS(元)	2.97	2.97	3.38	3.73	4.17
资产减值准备	435.7	203.6	-	-	-	PE(X)	444.0	302.4	27.5	18.3	14.5
公允价值变动损失	-282.4	563.4	-30.8	-	-	PB(X)	2.7	2.7	2.4	2.2	1.9
财务费用	1,345.9	1,891.9	867.0	669.4	537.7	P/FCF	25.8	40.2	39.7	28.8	32.0
投资损失	27.0	-2,181.5	-700.0	-600.0	-600.0	P/S	2.6	2.6	1.7	1.6	1.4
少数股东损益	-0.4	-39.7	22.6	-244.1	471.7	EV/EBITDA	21.2	15.0	11.8	8.8	6.4
营运资金的变动	-1,431.9	1,908.7	2,809.7	2,585.5	1,716.0	CAGR(%)	182.4%	206.5%	44.1%	182.4%	206.5%
经营活动产生现金流量	2,136.0	3,249.5	7,279.2	7,925.0	8,398.9	PEG	2.4	1.5	0.6	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-229.1	2,262.5	1,943.1	1,501.5	1,550.6	ROIC/WACC	0.4	1.4	0.9	1.4	2.2
融资活动产生现金流量	-198.5	-4,661.1	-5,980.6	-8,344.3	-8,434.0	REP	3.7	1.2	2.2	1.6	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034