

短期下蹲有利中期的飞跃，中期仍看好 ROE 修复

2017 年 08 月 31 日

增持(维持)

事件：公司 2017 半年度实现营收 192 亿元，同比增加 71.2%；实现归母净利润 11.60 亿元，同比增加 740.9%，业绩低于预期。

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

02160199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证书编号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

投资要点

■ 收入增长符合预期，挖掘机为重要贡献板块

Q1 收入 93.8 亿，同比增长 79%，净利润 7.5 亿，Q2 收入 98.3 亿元，同比增长 64%，净利润 4.1 亿元；分产品来看，混凝土机械营收 66 亿元，稳居全球第一，同比+32%，占比 34%；挖掘机械营收 69 亿元，国内市场七连冠，同比+102%，占比 36%；起重机械营收 23 亿元，同比+70%，占比 12%；路面机械营收 7 亿元，同比+44%，占比 4%；桩工机械营收 15 亿元，同比+226%，占比 8%。

■ 混凝土机械库存机加速出清影响综合毛利率

预计 Q1 处理起重机长库龄机完毕，Q2 加速处理混凝土机械长库龄机影响毛利率。从同比角度看，2017H1 综合毛利率 29.8%，同比+2.65pct。分产品看，混凝土机械、挖掘机械、起重机械、路面机械、桩工机械的毛利率分别是 22.6%、37.0%、33.1%、28.6%、29.4%，同比+0.5pct、+4.6pct、-2.3pct、-0.5pct、-4.7pct。公司整体毛利率上涨主要由于规模效应；在上半年上游钢铁等原材料普遍上涨的条件下公司依然维持毛利率的上升。

上一轮周期高峰杠杆销售主要遗留的问题集中在混凝土机械和起重机业务，我们从季度毛利率变化判断处理库龄机的进展。

从环比角度看，Q2 综合毛利率 27.3%，环比-5.2pct。分产品看，起重机毛利率 Q1 为 27%，H1 为 33%，Q1 环比 2016 年大幅下降 7pct，但 Q2 毛利率环比大幅提升，说明库存机已经基本清理完毕。混凝土机械属于后周期品种，二季度开始明显复苏，混凝土机械 Q1 毛利率为 27.6%，H1 为 22.6%，预计 Q2 低于 20%，我们可以判断 Q1 主要以新机销售为主，Q2 行业需求爆发，公司加速出清库存机，预计不少以低于成本价格出售，大幅影响毛利率。经过去年混凝土机械板块转移至集团部分债权和今年上半年加速处理的情况，预计风险已经释放较为充分。

■ 销售费用率和汇兑损益影响期间费用，资产减值同比增加

公司 2017H 期间费用率合计 19.78%，同比-6.29pct，其中销售、管理、财务费用率同比+1.26/-3.54/-4.01pct。公司管理费用率下降主要在于营收高增长产生的稀释，财务费用大幅降低主要在于公司借款规模大幅下降，利息支出减少（财务费用里的汇兑损益里面 Q2 的汇兑损失比 Q1 多了 1.3 亿）。期末资产减值 4.4 亿元，同比增加 1.7 亿元。

■ 经营质量改善明显，杠杆持续下降，ROE 回升可期

2017H 经营活动产生的现金流量净额 59 亿元，同比增长 279%，远高于 71% 的收入增速。公司应收账款余额为 186 亿元，在 Q2 增加 98 亿销售情况下，环比基本持平，公司信用销售和回款情况良好。期末存货 63 亿元，环比变化不大。

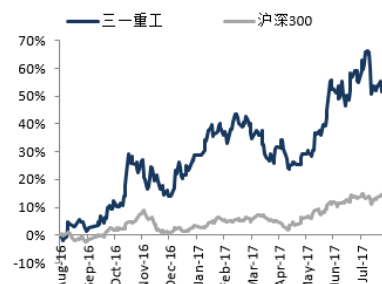
2017 年 6 月末，公司资产负债率为 58%，较年初下降 4.1pct，上半年筹资活动现金流出 79 亿元主要用偿还银行贷款。与上年同期相比，公司流动比率从 1.49 提升至 1.53，已获利息倍数从 1.36 提升至 3.08，公司偿债能力大幅改善，公司财务结构更加稳健。在公司盈利能力与营运能力以及改善的债务前提下，2017H 平均 ROE 达到 4.95%，较去年同期 0.60% 大幅增长 4.35pct。

■ 盈利预测与投资建议

总体而言，三一中报收入方面符合预期，盈利能力特别是毛利率低于预期影响净利润，公司资产负债表仍在修复中，今年资产负债表修复完成以后，中期仍看好公司竞争力和 ROE 修复带来的业绩弹性，预计 2017-2019 年净利润分别为 25、30、40 亿元，对应 PE 为 24、20、15X（2017-2018 分别下调 17% 和 17%，2018 年盈利预测维持不变），故维持“增持”评级。

■ 风险提示：工程机械复苏不及预期，行业竞争激烈。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.83
一年最低/最高价	5.21/9.04
市净率(倍)	2.5
流通 A 股市值(百万元)	59459.2

基础数据

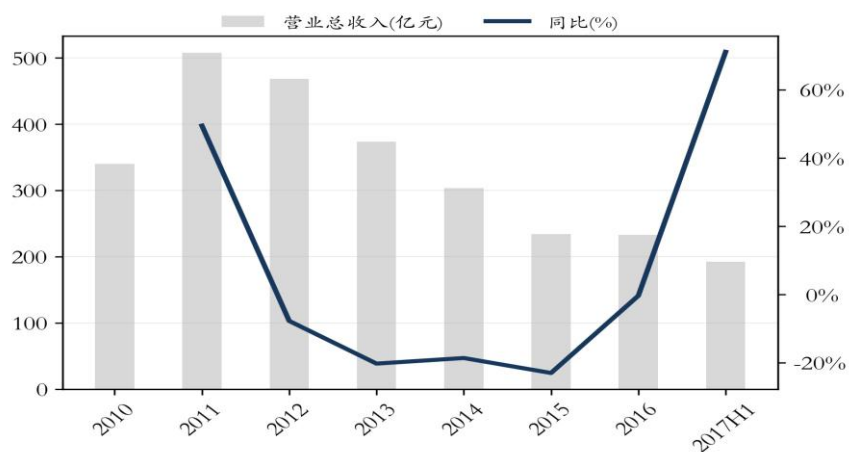
每股净资产(元)	3.10
资本负债率(%)	57.93
总股本(百万股)	7644
流通 A 股(百万股)	7594

相关研究

1. 三一重工：H2 销量将保持高速增长、盈利能力回升将超预期 -20170726
2. 三一重工：牵手中船重工七〇五所，“民参军”助力未来发展 -20170627
3. 三一重工：国之重器、一带一路助力新起点-20170516
4. 工程机械：挖机继续高增长，继续看好龙头三一重工 -20170510

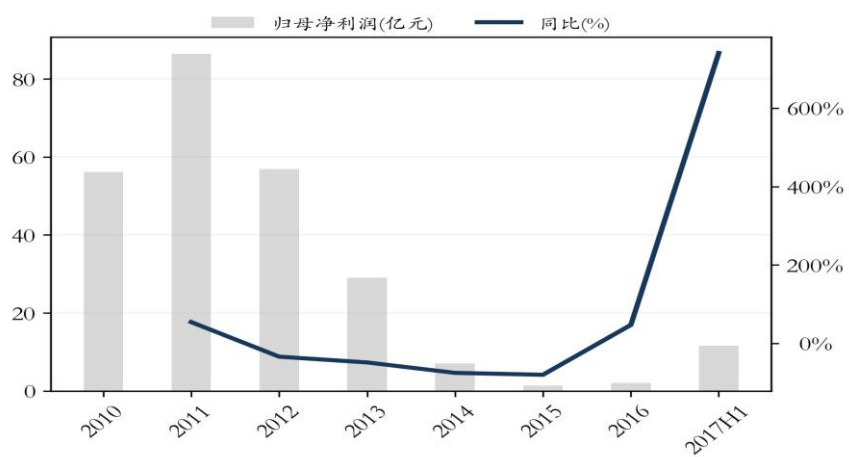
附录

图表 1: 2017H1 营业收入同比+71.2%，增幅大幅扩大



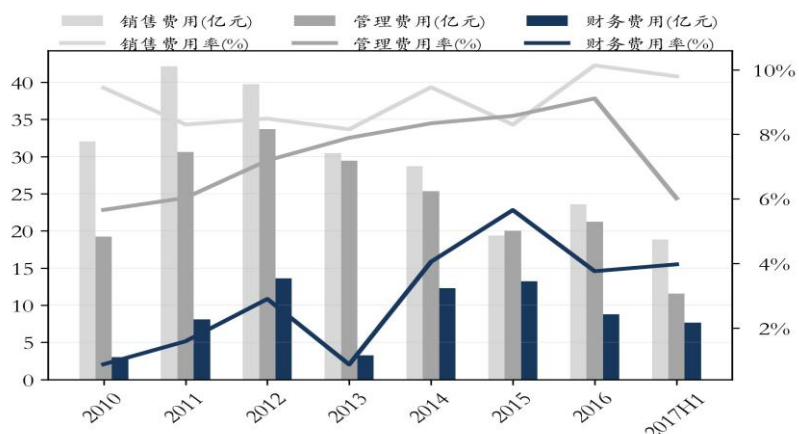
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 2: 2017H1 归母净利润同比+740.9%，增速扩大显著



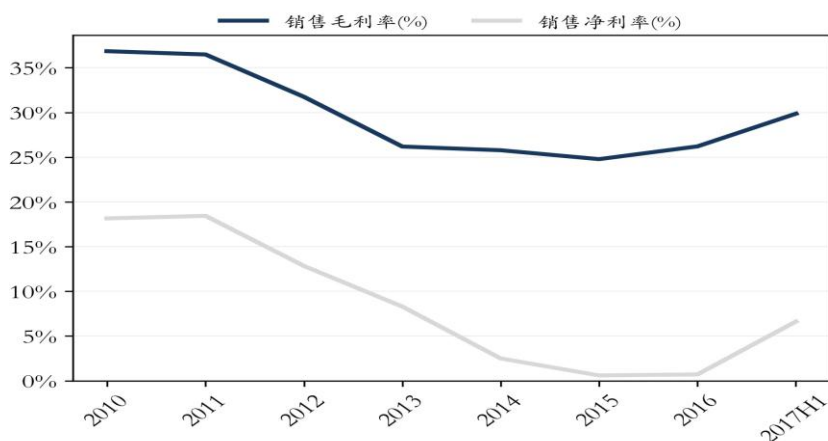
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 3: 销售、管理费用率降低显著, 公司内控良好



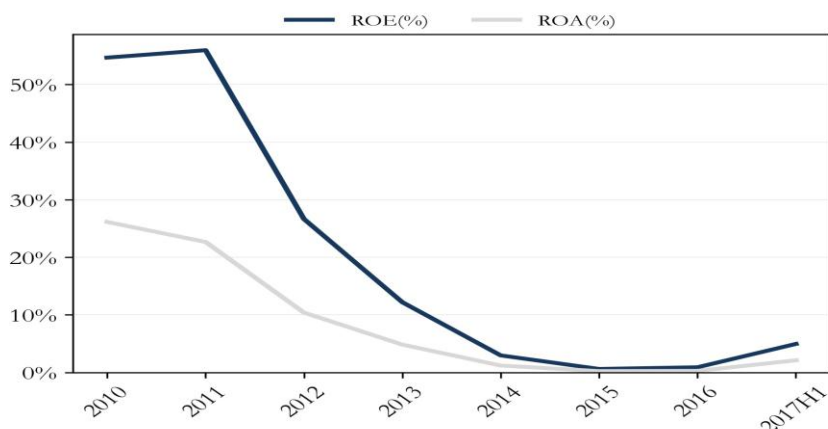
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 4: 毛利率、净利率明显提升, 但与历史高点还有明显差距



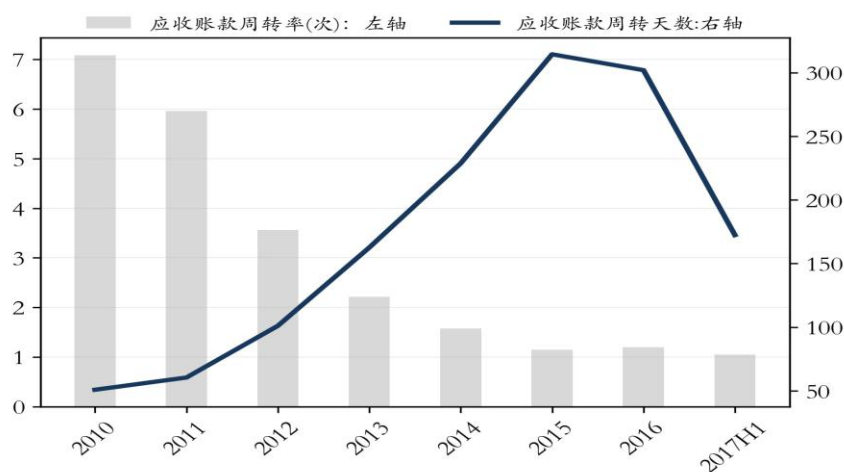
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 5: 2017 上半年 ROE、ROA 开始提升



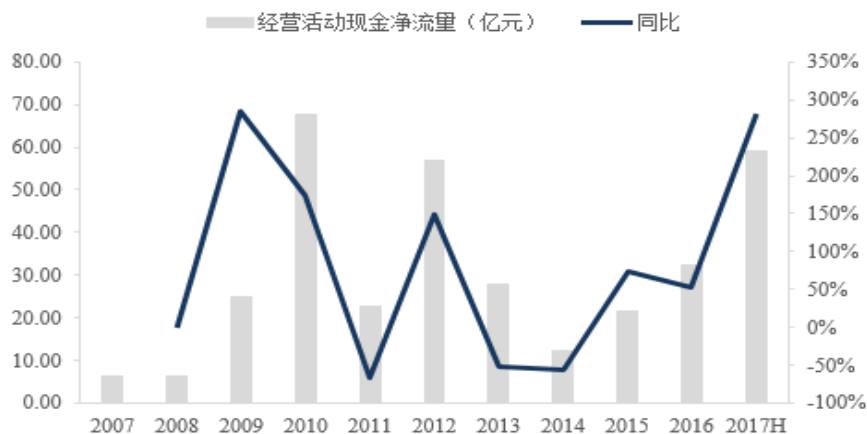
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2017H1 应收账款周转天数减少明显



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 7: 三一经营活动现金净流量明显增多, 2017H1 同比增幅+279.2%



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司风险敞口逐年缩小



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 9: 三一的坏账损失于 2016 年达到新高, 2017H1 明显下降



资料来源: wind, 东吴证券研究所

三一重工财务预测表

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	42392.5	47381.6	52323.5	营业收入	23280.1	36888.4	41314.1	45681.0
现金	7442.1	8000.0	9000.0	10000.0	营业成本	17179.4	25785.0	28548.1	31291.5
应收款项	23149.3	24255.4	27165.5	30036.8	营业税金及附加	219.6	110.7	123.9	137.0
存货	6220.3	8830.5	9776.7	10716.3	销售费用	2359.1	3873.3	4627.2	5024.9
其他	1180.6	1306.7	1439.4	1570.4	管理费用	2120.8	2721.8	3031.6	3108.9
非流动资产	23562.7	23225.4	22619.9	21848.4	财务费用	875.4	1130.3	1240.0	1271.1
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	14899.1	14433.2	13801.3	其他	-1511.8	-460.4	-360.4	-360.4
无形资产	4187.8	4048.2	3908.6	3769.0	营业利润	1195.5	2806.9	3383.0	4487.2
其他	2750.2	2750.2	2750.2	2750.2	营业外净收支	-1132.6	0.0	0.0	0.0
资产总计	61555.0	65618.0	70001.5	74171.9	利润总额	63.0	2806.9	3383.0	4487.2
流动负债	23800.3	26581.3	29419.7	31540.5	所得税费用	-100.8	280.7	338.3	448.7
短期借款	11107.7	14880.0	16427.3	17324.3	少数股东损益	-39.7	37.9	45.7	60.6
应付账款	7528.6	8477.3	9385.7	10287.6	归属母公司净利	203.5	2488.3	2999.0	3977.9
其他	5164.0	3224.0	3606.7	3928.6	润	203.5	2488.3	2999.0	3977.9
非流动负债	14301.9	14301.9	14301.9	14301.9	EBIT	1401.2	4537.3	5123.0	6258.3
长期借款	9412.9	9412.9	9412.9	9412.9	EBITDA	3496.2	6189.0	6942.2	8227.1
其他	4889.0	4889.0	4889.0	4889.0					
负债总计	38102.3	40883.2	43721.6	45842.4	重要财务与估值				
少数股东权益	735.3	773.2	818.9	879.4	指标	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东					每股收益(元)	0.03	0.33	0.39	0.52
权益	22717.4	23961.6	25461.1	27450.0	每股净资产(元)	2.97	3.13	3.33	3.59
负债和股东权益总	61555.0	65618.0	70001.5	74171.9	发行在外股份(百				
计					万股)	7657.9	7644.0	7644.0	7644.0
					ROIC(%)	7.6%	8.3%	8.7%	10.0%
					ROE(%)	0.9%	10.4%	11.8%	14.5%
					毛利率(%)	25.3%	29.8%	30.6%	31.2%
					EBIT Margin(%)	6.0%	12.3%	12.4%	13.7%
					销售净利率(%)	0.9%	6.7%	7.3%	8.7%
					资产负债率(%)	61.9%	62.3%	62.5%	61.8%
					收入增长率(%)	-0.4%	58.5%	12.0%	10.6%
					净利润增长率(%)	46.8%	1123.0%	20.5%	32.6%
					P/E	294.71	24.05	19.96	15.05
					P/B	2.64	2.50	2.35	2.18
					EV/EBITDA	28.05	16.29	14.94	12.86

数据来源: wind, 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

