

公司研究/公告点评

2019年07月18日

机械设备/工程机械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 13.44
合理价格区间(元): 14.76~15.99

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

关东奇 执业证书编号: S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

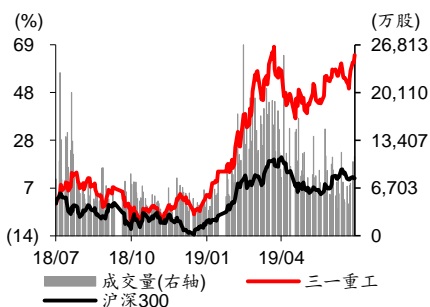
黄波 0755-82493570
联系人 huangbo@htsc.com

时彧 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《三一重工(600031,买入): 现金流与盈利同步向上,资产负债表优异》2019.04
- 2《三一重工(600031,买入): 一季度挖机销量超预期,市占率快速提升》2019.04
- 3《三一重工(600031,买入): 拥有宽广护城河,龙头地位持续强化》2018.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	8,375
流通 A 股 (百万股)	8,338
52 周内股价区间 (元)	7.63-14.00
总市值 (百万元)	112,561
总资产 (百万元)	83,665
每股净资产 (元)	4.63

资料来源: 公司公告

中报业绩再超预期, 龙头优势尽显

三一重工(600031)

中报业绩预告超预期

7月17日公司公告中报归母净利润 65~70 亿元/yoy+91.8%~106.6%, 超出市场预期。工程机械市场需求持续旺盛, 公司龙头地位不断强化, 生产效率持续提升, 盈利能力快速修复。我们预计 2019~2021 年 EPS 为 1.23/1.50/1.75 元, PE 为 10.9/8.95/7.67 倍。同行业公司 2019 年平均 PE 为 11.4 倍, 海外龙头 CAT 的 PE 为 12.21 倍, 调整公司目标价为 14.76~15.99 元, 对应 2019 年 PE 为 12.0~13.0 倍, 维持“买入”评级。

龙头优势尽显, 国际国内竞争力持续增长, 盈利能力大幅提升

三大主导产品销量快速成长, 跑赢行业: 上半年公司挖掘机械销量 34995 台/yoy+32%、混凝土泵车、汽车重机械销量翻倍增长, 主要原因: 1) 基建需求拉动、房地产投资超预期、国家加强环境治理、设备更新需求增长、人工替代效应等多重因素推动, 工程机械销量继续快速增长; 2) 公司竞争力持续增强, 挖掘机械、混凝土机械、起重机械等主导产品市场份额持续提升; 3) 公司主导产品国际市场份额持续提升。盈利水平大幅提高: 1) 公司大力推进数字化与智能制造, 经营质量、经营效率、人均产值持续大幅提升; 2) 成本费用有效控制, 盈利水平大幅提升。

基建托底, 房地产融资收紧影响不大, 下半年行业景气有望高位运行

我们认为下半年基建投资仍然是需求的主要支撑, 根据华泰固定收益团队报告《办法总比困难多, 但也不要想太多》(20190611) 中的测算, 随着专项债资金落地, 将带动基建投资增加 1.7 个百分点, 基建受益相关产品例如小挖、起重机等需求将维持高位; 根据 WIND 的数据, 2018 年房地产信托资金占房地产整体资金来源不到 6%, 房地产信托边际收紧, 心理层面的影响大于实际影响, 下半年工程机械行业销量绝对规模将维持高位运行, 增速将在一个小范围内波动。

维持买入评级

预计 2019~2021 年归母净利润为 103.3 /125.7/146.7 亿元, EPS 为 1.23/1.50/1.75 元, PE 为 10.9/8.95/7.67 倍。同行业公司 2019 年平均 PE 为 11.4 倍, 海外龙头 CAT 的 PE 为 12.21 倍, 工程机械行业需求持续超预期, 公司市占率持续提升, 公司混凝土及起重机产品销量预测, 生产效率提高, 费用降低, 盈利能力还有提升空间, 看好公司长期发展潜力, 调整公司目标价为 14.76~15.99 元, 对应 2019 年 PE 为 12.0~13.0 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内经济下行超预期; 基建投资增速未如期提升, 地产投资持续收窄; 行业竞争环境恶化; 新产品市场拓展不顺利; 应收账款累计带来的资产减值损失对当期净利润的影响。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	38,335	55,822	75,891	86,171	96,511
+/-%	64.67	45.61	35.95	13.55	12.00
归属母公司净利润 (百万元)	2,092	6,116	10,325	12,571	14,672
+/-%	928.35	192.33	68.80	21.76	16.72
EPS (元, 最新摊薄)	0.25	0.73	1.23	1.50	1.75
PE (倍)	53.80	18.40	10.90	8.95	7.67

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

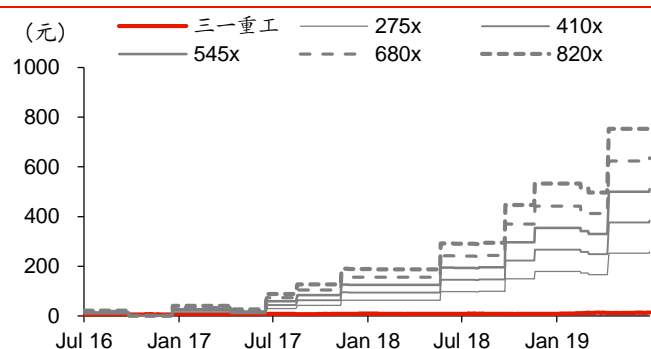
图表1：工程机械行业可比上市公司估值比较

名称	代码	预测来源	市值(亿元)	eps2018	eps2019E	eps2020E	PE2018	PE2019E	PE2020E
徐工机械	000425	一致预期	381	0.26	0.47	0.55	23.50	11.94	10.14
中联重科	000157	一致预期	463	0.26	0.41	0.48	18.66	10.43	8.84
柳工	000528	一致预期	99	0.54	0.76	0.89	12.46	8.81	7.56
建设机械	600984	一致预期	63	0.19	0.52	0.75	29.95	31.02	22.42
以上可比公司平均							24.0	11.4	9.21
卡特彼勒	CAT.N	一致预期	791	10.26	11.12	11.28	12.2	12.21	12.24
三一重工	600031	华泰证券	1126	0.73	1.23	1.50	18.4	10.9	8.95

资料来源：Wind、华泰证券研究所；数据日期：2019-7-17，说明：CAT 市值和 EPS 的货币单位为美金。

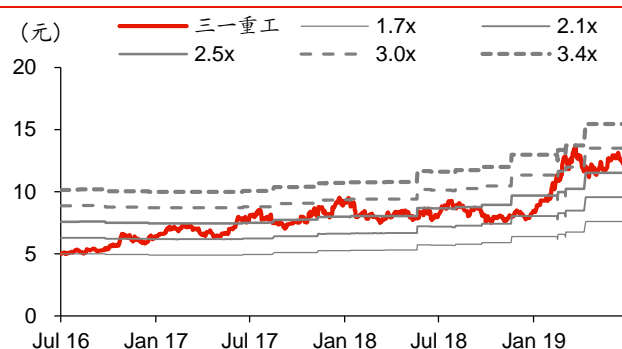
PE/PB – Bands

图表2：三一重工历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：三一重工历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	36,207	51,896	68,304	81,319	97,928
现金	4,104	11,985	11,985	21,015	30,474
应收账款	18,366	20,133	30,380	33,358	37,785
其他应收账款	1,789	1,704	2,725	2,940	3,350
预付账款	697.44	981.65	1,351	1,524	1,700
存货	7,642	11,595	16,165	18,008	20,123
其他流动资产	3,610	5,498	5,698	4,474	4,495
非流动资产	22,030	21,879	21,204	20,575	19,679
长期投资	1,404	2,328	2,020	2,123	2,089
固定投资	12,805	11,867	12,330	12,395	12,177
无形资产	4,092	3,880	3,341	2,785	2,235
其他非流动资产	3,729	3,804	3,513	3,271	3,178
资产总计	58,238	73,775	89,508	101,894	117,607
流动负债	22,983	33,935	40,157	41,943	45,032
短期借款	2,257	5,417	7,097	4,715	4,598
应付账款	10,938	17,191	21,272	24,950	27,758
其他流动负债	9,788	11,328	11,789	12,279	12,677
非流动负债	8,882	7,337	4,363	1,920	(696.32)
长期借款	3,367	1,941	(1,025)	(3,478)	(6,102)
其他非流动负债	5,515	5,397	5,388	5,398	5,406
负债合计	31,865	41,273	44,520	43,863	44,336
少数股东权益	875.58	1,017	1,442	1,913	2,481
股本	7,668	7,801	8,376	8,376	8,376
资本公积	1,050	1,883	1,883	1,883	1,883
留存公积	18,092	22,963	33,288	45,858	60,531
归属母公司股东权益	25,498	31,485	43,547	56,117	70,790
负债和股东权益	58,238	73,775	89,508	101,894	117,607

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	8,565	10,527	24.66	12,933	12,054
净利润	2,227	6,303	10,749	13,043	15,240
折旧摊销	1,913	1,932	1,815	2,020	2,203
财务费用	1,319	135.65	(0.36)	(307.91)	(808.38)
投资损失	19.29	(637.46)	(635.97)	(681.72)	(823.46)
营运资金变动	2,126	1,788	(13,695)	(1,750)	(4,669)
其他经营现金	959.99	1,005	1,792	609.63	912.14
投资活动现金	1,218	(10,765)	(557.96)	652.15	(671.70)
资本支出	515.33	1,380	1,500	1,500	1,500
长期投资	1,258	10,285	(312.17)	104.06	(34.69)
其他投资现金	2,992	900.47	629.88	2,256	793.61
筹资活动现金	(13,085)	826.93	533.30	(4,555)	(1,924)
短期借款	(6,652)	3,160	1,680	(2,382)	(117.03)
长期借款	(6,046)	(1,426)	(2,966)	(2,453)	(2,624)
普通股增加	10.27	132.50	574.86	0.00	0.00
资本公积增加	455.19	833.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(852.44)	(1,873)	1,244	280.73	817.44
现金净增加额	(3,324)	595.11	0.00	9,030	9,459

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,335	55,822	75,891	86,171	96,511
营业成本	26,806	38,728	52,831	59,791	66,593
营业税金及附加	279.22	326.36	480.06	531.32	600.22
营业费用	3,832	4,447	5,161	5,756	6,692
管理费用	1,762	2,046	2,125	2,396	2,832
财务费用	1,319	135.65	(0.36)	(307.91)	(808.38)
资产减值损失	1,189	1,095	500.00	698.46	632.31
公允价值变动收益	402.68	(361.68)	(140.51)	(123.70)	(168.96)
投资净收益	(19.29)	637.46	635.97	681.72	823.46
营业利润	2,876	7,878	13,405	16,126	18,838
营业外收入	98.37	123.18	114.91	117.67	116.75
营业外支出	105.56	451.38	336.11	374.53	361.72
利润总额	2,869	7,550	13,183	15,870	18,593
所得税	641.76	1,247	2,434	2,827	3,353
净利润	2,227	6,303	10,749	13,043	15,240
少数股东损益	134.83	187.20	424.44	471.77	568.02
归属母公司净利润	2,092	6,116	10,325	12,571	14,672
EBITDA	6,109	9,946	15,219	17,839	20,232
EPS (元, 基本)	0.27	0.78	1.23	1.50	1.75

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	64.67	45.61	35.95	13.55	12.00
营业利润	130.65	173.93	70.14	20.31	16.81
归属母公司净利润	928.35	192.33	68.80	21.76	16.72
获利能力 (%)					
毛利率	30.07	30.62	30.39	30.61	31.00
净利率	5.46	10.96	13.60	14.59	15.20
ROE	8.21	19.43	23.71	22.40	20.73
ROIC	10.09	22.83	26.79	31.38	33.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.71	55.94	49.74	43.05	37.70
净负债比率 (%)	27.06	24.90	20.25	9.51	3.24
流动比率	1.58	1.53	1.70	1.94	2.17
速动比率	1.22	1.18	1.28	1.49	1.71
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.85	0.93	0.90	0.88
应收账款周转率	1.88	2.57	2.66	2.40	2.40
应付账款周转率	3.45	2.75	2.75	2.59	2.53
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.73	1.23	1.50	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.26	0.00	1.54	1.44
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.76	5.20	6.70	8.45
估值比率					
PE (倍)	53.80	18.40	10.90	8.95	7.67
PB (倍)	4.41	3.58	2.59	2.01	1.59
EV_EBITDA (倍)	18.13	11.14	7.28	6.21	5.47

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com