

2019年10月30日

高基数下继续维持较高增长，坚定看好戴维斯双击

买入（维持）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

18321168715

zhubb@dwzq.com.cn

事件：公司2019Q1-Q3实现营收587亿，同比+43%；实现归母净利润91.6亿元，同比+88%；扣非归母净利润92.5亿，同比+77%。Q3单季实现营收153亿，同比+18%；实现归母净利润24.1亿，同比+61.3%；扣非归母净利润24.4亿，同比+39.6%。

投资要点

■ Q3业绩继续维持较高增长，受益行业景气度持续+公司市占率提升

今年以来，公司业绩在高基数下继续维持较高速增长，主要系国内基础设施建设、环境保护力度加强、设备更新需求增长、人工替代效应等因素推动工程机械销售增加，同时公司产品竞争力显著提升。

Q3单季收入增速趋缓，主要系18年同期基数较高，并且行业处于销售淡季，7-9月行业挖机销量增速为16%，而三一增速达19%，增速领先行业，全年累计市占率从2018年的23.1%提升2.5pct至25.6%；起重机行业销量由于18年同期基数高，下半年以来增速明显放缓，我们预计三一增速略高于行业；混凝土机械由于环保政策执行力度大，行业更新换代速度正在加快，我们预计Q3泵车销量增速在30-40%，三一增速在40%以上，并且规模效应下混凝土机械的毛利率有望提升。

■ 整体盈利能力大幅提升，研发费用明显增长加快数字化智能化升级

受益于公司高水平的经营质量，公司盈利水平大幅提升，产品总体毛利率32.5%，较2018年同期增加1.4pct；净利率为15.6%，同比+3.7pct；加权ROE为24%，同比+6.6pct。其中Q2单季综合毛利率为33%，同比+2.9pct；净利率为15.8%，同比+4.2pct，规模效应明显。

费用管控良好，三项费用率合计为12.5%，下降1.15pct。销售费用率6.9%，同比-1.4pct；管理费用率2.4%，同比-0.75pct；财务费用率-0.2%，同比-0.5pct；研发费用率3.5%，同比+1.5pct，主要系公司加大工程机械产品及关键零部件、数字化与智能化技术及应用的研发投入。

■ 经营性净现金流维持高位，资产质量不断提升

公司近年来严控经营风险卓有成效，回款良好，经营质量与经营效率显著提升。Q1-Q3经营性净现金流94亿元，同比+8.2%，随着公司销售的不断增长，现金流持续保持健康状态。应收账款周转天数从上年同期的127天降至104天，存货周转天数从上年同期的85天降至77天；截至Q3末，公司资产负债率为50.8%，近几个季度持续降低，财务结构非常稳健。

■ 政策稳基建+环保趋严将拉长景气周期，龙头市占率提升+出口高增长将带来业绩弹性

展望明年，专项债额度在四季度提前下达等举措将起到稳基建作用，环保排放标准的切换将加速工程机械设备的更新，我们预计行业景气度有望持续，叠加龙头的市占率提升以及全球化布局，三一业绩将继续增长。

(1) 挖机业务：预计明年行业挖机销量将维持0-10%的稳定增长，三一增速有望达10-20%。(2) 基建托底+环保加速更新，起重机和混凝土机将继续维持较快增长。(3) 海外收入快速增长，出口正在成为新亮点：根据我们中性假设，若明年出口销量继续增长35%，国内挖机销量与今年持平，那么整个行业销量增速在5%左右；三一挖机出口销量目前在行业中占比达31%，半年报披露大部分海外区域销售额均实现较快增长。

■ 盈利预测与投资评级

我们继续维持年初以来的观点，坚定看好中国最具全球竞争力的高端装备企业：高端产品结构优化+规模效应+出口高增长将持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。预计公司2019-2021年净利润分别为113亿、127亿、137亿，对应PE分别为10、9、9倍，给予“买入”评级。我们给予2019年目标估值14倍PE，对应市值1574亿，目标价18.8元。

■ **风险提示：**下游基建房地产增速低于预期，设备更新换代速度不及预期，出口不及预期，行业竞争格局激烈导致盈利能力下滑

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.91
一年最低/最高价	7.57/15.15
市净率(倍)	2.77
流通A股市值(百万元)	116963.76

基础数据

每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	50.76
总股本(百万股)	8416.47
流通A股(百万股)	8408.61

相关研究

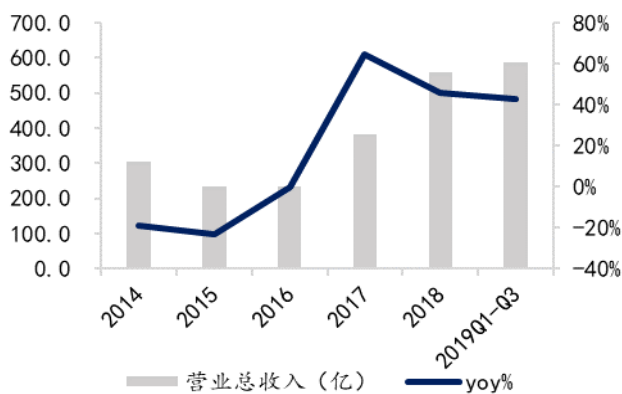
- 1、《三一重工(600031)：继续抒写成长故事，坚定看好戴维斯双击》2019-08-30
- 2、《三一重工(600031)：王者风范，业绩持续超预期增长》2019-07-18
- 3、《三一重工(600031)：大挖增速远超行业，重磅回购彰显发展信心》2019-05-20

1. Q3 业绩继续维持较高增长, 受益行业景气度持续+公司市占率提升

今年以来, 公司业绩在高基数下继续维持较高速增长, 主要系国内基础设施建设、环境保护力度加强、设备更新需求增长、人工替代效应等因素推动工程机械销售增加, 同时公司产品竞争力显著提升。

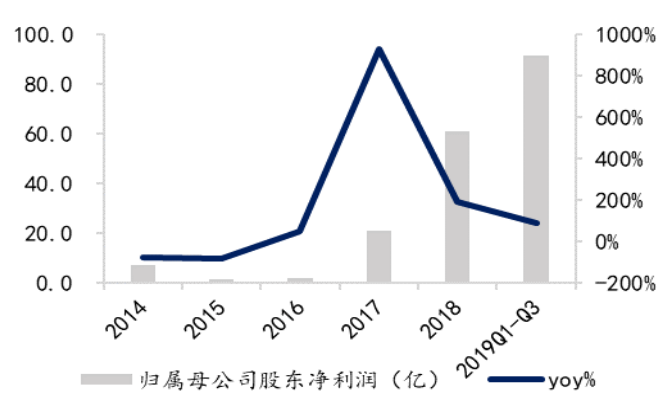
Q3 单季收入增速趋缓, 主要系 18 年同期基数较高, 并且行业处于销售淡季, 7-9 月行业挖机销量增速为 16%, 而三一增速达 19%, 增速领先行业, 全年累计市占率从 2018 年的 23.1% 提升 2.5pct 至 25.6%; 起重机行业销量由于 18 年同期基数高, 下半年以来增速明显放缓, 我们预计三一增速略高于行业; 混凝土机械由于环保政策执行力度大, 行业更新换代速度正在加快, 我们预计 Q3 泵车销量增速在 30-40%, 三一增速在 40% 以上, 并且规模效应下混凝土机械的毛利率有望提升。

图 1: 2019Q1-Q3 实现营收 587 亿元, 同比+43%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2019Q1-Q3 实现归母净利润 91.6 亿元, 同比+88%



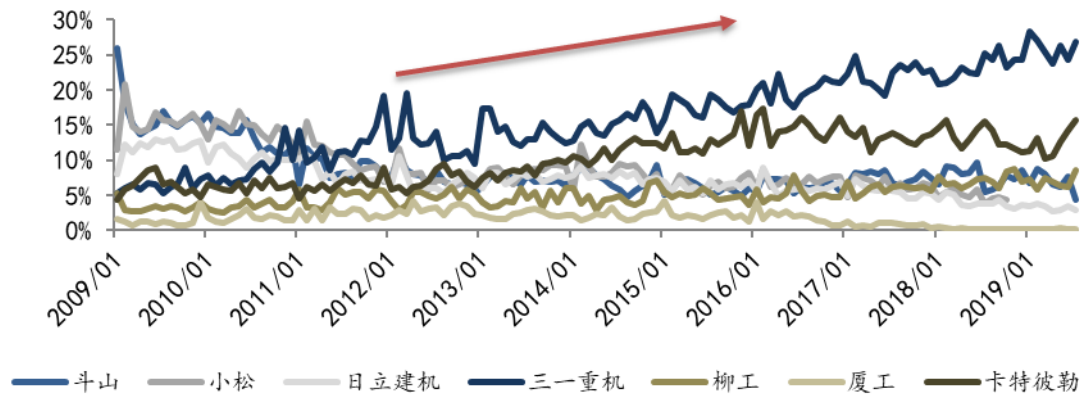
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 2019 年 1-9 月挖机销量 17.9 万台, 高基数下依旧保持 14.8% 的增长



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图 4：2019 年三一市占率从 2018 年的 23.1%提升 2.5pct 至 25.6%



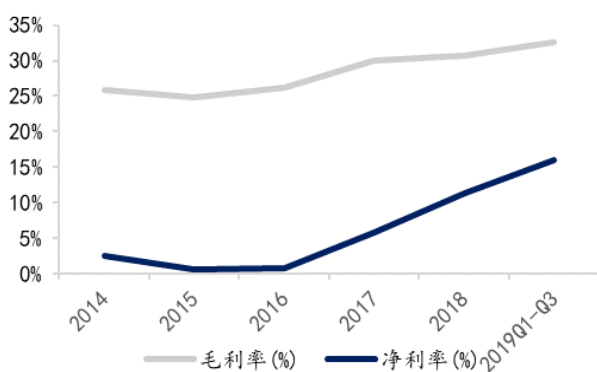
数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

2. 整体盈利能力大幅提升，期间费用管控强，规模效应明显

受益于公司高水平的经营质量，公司盈利水平大幅提升，综合毛利率 32.5%，较 2018 年同期增加 1.4pct；净利率为 15.6%，同比+3.7pct；加权 ROE 为 24%，同比+6.6pct。其中 Q2 单季综合毛利率为 33%，同比+2.9pct；净利率为 15.8%，同比+4.2pct，规模效应明显。

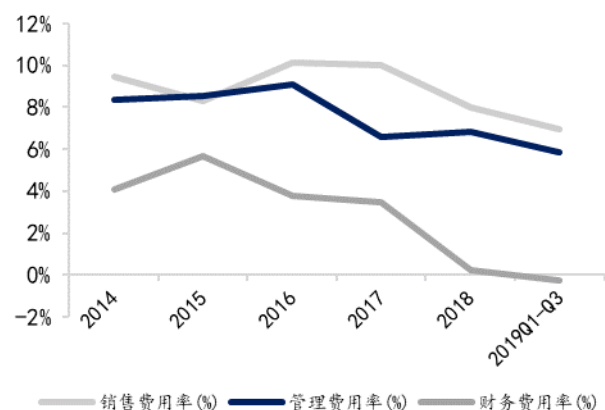
费用管控良好，三项费用率合计为 12.5%，下降 1.15pct。销售费用率 6.9%，同比-1.4pct；管理费用率 2.4%，同比-0.75pct；财务费用率-0.2%，同比-0.5pct；研发费用率 3.5%，同比+1.5pct，主要系公司加大工程机械产品及关键零部件、数字化与智能化技术及应用的研发投入。

图 5：盈利能力持续上升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：期间费用率控制良好



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 经营性净现金流维持高位，资产质量不断提升

公司近年来严控经营风险卓有成效，回款良好，经营质量与经营效率显著提升。报告期内，公司经营性净现金流 94 亿元，同比+8.2%，随着公司销售的不断增长，现金流持续保持健康状态。应收账款周转天数从上年同期的 127 天降至 104 天，存货周转天数从上年同期的 85 天降至 77 天；截至 Q3 末，公司资产负债率为 50.8%，近几个季度持续降低，财务结构非常稳健。

图 7：经营性净现金流 94 亿元，同比+8.2%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 研发投入明显增长，数字化、智能化转型大幅提升人均产值

Q1-Q3 公司研发投入 20.3 亿，同比+153%，在总收入中比重达 3.5%，达到历史最高水平，主要系今年以来公司全面推进数字化、智能化转型，包括营销、研发、供应链、生产、运营管理等各业务在线化与智能化。营销方面，推进客户及客户设备的在线化，实时收集油耗、开工率等数据，将大幅提升营销能力和售后服务效率；生产方面，推进生产设备、物料及人员在线化，进行透明化、精细化管理，有望进一步降本增效，提升盈利能力。2019 年上半年，通过数字化转型，公司在未新增大型设备的情况下实现产能大幅提升，人均产值达到全球工程机械行业领先水平。

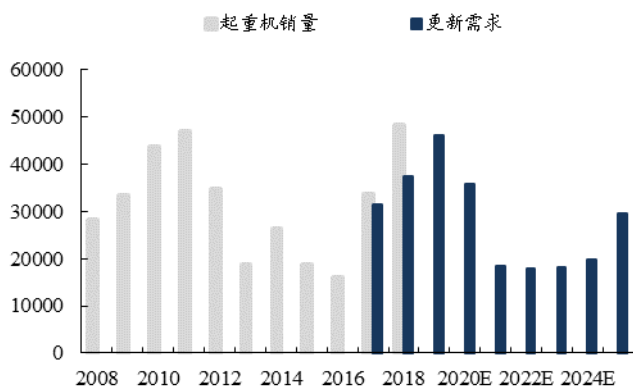
5. 政策稳基建+环保趋严将拉长景气周期，龙头市占率提升+出口高增长将带来业绩弹性

展望明年，专项债额度在四季度提前下达等举措将起到稳基建作用，环保排放标准的切换将加速工程机械设备的更新，我们预计行业景气度有望持续，叠加龙头的市占率提升以及全球化布局，三一业绩将继续增长。

挖机业务：预计明年行业挖机销量将维持 0-10% 的稳定增长，三一增速有望达 10-20%。2019 年 1-9 月挖机销量 17.9 万台，高基数下依旧保持 14.8% 的增长。从核心零部件厂商的排产情况来看，8 月份以来每月排产增速在 10% 以上，环比也持续提升，我们判断我们预计 Q4 及明年行业挖机销量将维持 0-10% 的稳定增长，三一作为龙头，市场份额持续提升，销量增速有望达 10-20%。

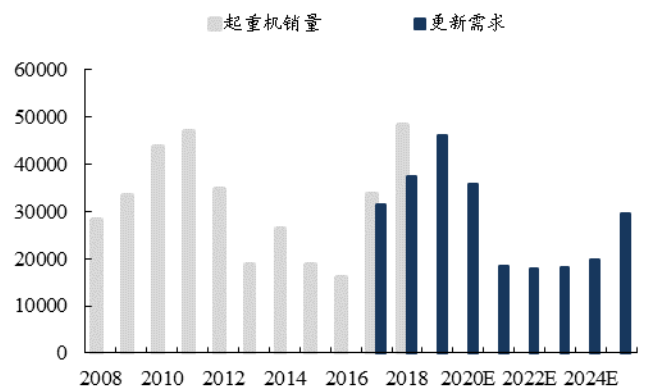
基建托底+环保加速更新，起重机和混凝土机将继续维持较快增长。根据我们测算，2019-2020 年为起重机更新换代的高峰期，预计每年更新数量为 3-4 万台，预计 2019 年销量增速为 20-30%；泵车从 2019 年开始进入更新高峰，预计 2019-2021 年每年的更新数量在 7000-9000 台左右，对应 2019 年销量增速有望达 30-40%。三一作为起重机和混凝土机械的龙头，将受益于行业集中度提升，预计销量增速高于行业。

图 8：预计 2019-2020 年为起重机更新换代的高峰期



数据来源：工程机械协会，东吴证券研究所

图 9：预计泵车从 2019 年开始进入更新高峰



数据来源：工程机械协会，东吴证券研究所

海外收入快速增长，出口正在成为新亮点。2018 年以来，全行业挖掘机出口量同比维持高增速，19 年 1-9 月累计出口 19385 台，同比+40%，根据我们中性假设，若明年出口销量继续增长 35%，国内挖机销量与今年持平，那么整个行业销量增速在 5% 左右。而三一挖机出口销量目前在行业中占比达 31%，半年报披露三一印尼、三一印度、三一欧洲、三一美国等大部分海外区域销售额均实现较快增长；随着全球化布局成果的显现，我们预计未来几年出口收入将为公司带来业绩弹性。

6. 盈利预测与投资建议

我们继续维持年初以来的观点，坚定看好中国最具全球竞争力的高端装备企业：高

端产品结构优化+规模效应+出口高增长将持续带来业绩弹性,全球竞争力逐步体现带来估值溢价,看好公司戴维斯双击的机会。 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 113 亿、127 亿、137 亿,对应 PE 分别为 10、9、9 倍,给予“买入”评级。我们给予 2019 年目标估值 14 倍 PE, 对应市值 1574 亿,目标价 18.8 元。

7. 风险提示

下游基建房地产增速低于预期,设备更新换代速度不及预期,出口不及预期,行业竞争格局激烈导致盈利能力下滑。

三一重工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	51896	66522	81391	96104	营业收入	55822	72794	79703	84408
现金	11985	20395	31858	45364	减:营业成本	38728	48950	53404	56329
应收账款	22363	25927	28387	30063	营业税金及附加	326	364	399	422
存货	11595	12740	13168	12346	营业费用	4447	4732	5181	5487
其他流动资产	5953	7460	7978	8331	管理费用	3800	3674	3955	4181
非流动资产	21879	19644	17264	14731	财务费用	136	146	51	125
长期股权投资	2328	2328	2328	2328	资产减值损失	1095	1095	1095	1095
固定资产	12658	10553	8302	5899	加:投资净收益	637	641	635	645
在建工程	730	237	71	21	其他收益	-48	-232	-232	-232
无形资产	3880	3750	3621	3492	营业利润	7878	14241	16021	17182
其他非流动资产	2283	2775	2941	2991	加:营业外净收支	-328	-328	-330	-323
资产总计	73775	86166	98654	110835	利润总额	7550	13913	15691	16859
流动负债	33935	37903	40892	42866	减:所得税费用	1247	2297	2591	2784
短期借款	8336	5000	5000	5000	少数股东损益	187	348	393	422
应付账款	17191	21458	23410	24692	归属母公司净利润	6116	11267	12707	13653
其他流动负债	8409	11445	12482	13173	EBIT	10275	15203	16894	18119
非流动负债	7337	7337	7337	7337	EBITDA	12189	16566	18333	19606
长期借款	1941	1941	1941	1941					
其他非流动负债	5397	5397	5397	5397	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	41273	45240	48229	50203	每股收益(元)	0.78	1.34	1.51	1.62
少数股东权益	1017	1366	1759	2181	每股净资产(元)	4.04	4.70	5.78	6.94
归属母公司股东权益	31485	39560	48666	58451	发行在外股份(百万股)	7801	8416	8416	8416
负债和股东权益	73775	86166	98654	110835	ROIC(%)	21.4%	31.8%	39.0%	45.1%
					ROE(%)	19.4%	28.5%	26.1%	23.4%
					毛利率(%)	30.6%	32.8%	33.0%	33.3%
					销售净利率(%)	11.3%	16.0%	16.4%	16.7%
					资产负债率(%)	55.9%	52.5%	48.9%	45.3%
					收入增长率(%)	45.6%	30.4%	9.5%	5.9%
					净利润增长率(%)	192.3%	84.2%	12.8%	7.4%
					P/E	17.74	10.39	9.21	8.58
					P/B	3.45	2.96	2.41	2.00
					EV/EBITDA	12.29	9.28	8.55	8.09

数据来源: 贝格数据, 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>

