



600031.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.09

板块评级: 强大于市

本报告要点

- 产品竞争力加强, 市场份额全面提升。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	78.5	(1.3)	1.1	76.5
相对上证指数	57.8	(3.8)	(2.6)	65.3

发行股数(百万)	8,416
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	118,588
3个月日均交易额(人民币 百万)	979
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
三一集团有限公司	30

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年11月4日收市价为标准

相关研究报告

《三一重工: 上半年业绩创历史最佳, 工程机械巨头继续高质量发展》20190830

《三一重工: 核心产品市场份额全线提升, 上半年业绩再超预期》20190718

《三一重工: 首次回购坚定发展信心, 反哺员工体现三一价值》20190507

《三一重工: 产品全线发力叠加盈利能力提升, 一季度利润再超预期》20190415

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

三一重工

产品竞争力全面加强, 从中国的三一迈向世界的三一

公司发布2019年三季报: 前三季度共实现营收586.9亿元, 同比增长42.9%, 归母净利润91.6亿元, 同比增长87.6%, 经营活动现金流94.4亿元, 同比增长8.2%, 单看第三季度, 实现营收153.0亿元, 同比增长18.1%, 归母净利润24.1亿元, 同比增长61.3%。

支撑评级的要点

- 主导产品市场竞争力加强, 市场份额全面提升。** 受益下游需求持续旺盛、公司产品竞争力增强、市场份额的全面提升, 前三季度整体业绩依旧保持高速增长, 三季度由于年初需求的透支及正常的季节需求波动, 营收增速有所放缓, 但公司主导产品销量增速均高于行业平均水平, 市场份额有不同程度提升。根据中国工程机械工业协会统计显示, 前三季度公司挖掘机市场份额已提升至25.6%, 远超行业第二名14.7%, 作为行业的绝对龙头与后续企业的差距越拉越大, 预计公司挖掘机全年实现25%的增速, 2020年仍有望实现两位数的增长; 汽车起重机前三季度公司市场份额已提升至25%左右, 与行业龙头差距不断缩小, 凭借在研发、渠道、服务等方面的优势, 未来市场份额还有进一步提升的空间, 汽车起重机虽经历6-8月的销量下滑, 但9月销量增速已转正, 行业需求具有较强的韧性; 混凝土整体销量超50%, 其中泵车销量增速接近80%, 三季度搅拌车和泵车增速都有所回落, 接下来在自然更新、环保淘汰升级、治超加强等多重因素的驱动下, 行业景气度还会延续。
- 继续加强精细化管控, 盈利能力大幅提升。** 公司继续加强对成本费用的精细化管控, 期间费用率持续下行, 前三季度期间费用率为12.5%, 同比降低1.2pct, 其中销售费用率、管理(含研发)费用率、财务费用率分别为6.9%、5.8%、-0.2%, 分别同比降低1.4、-0.8、0.5pct, 管理(含研发)费用率有所增长主要是公司加大对工程继续产品及关键零部件、数字化与智能化技术及应用的研发投入, 研发费用有较高的增长所致。受益公司高水平经营质量, 公司盈利能力持续提升, 整体毛利率为32.5%, 同比增加1.4pct, 净利率16.0%, 同比提升3.7pct, 分业务来看, 挖掘机毛利率有所下滑, 主要是为了提升市场份额在价格上略有折让, 起重机械毛利率基本持平, 混凝土机械、桩工机械、路面机械的毛利率均有大幅提升。
- 继续保持高质量发展, 资产质量稳步提升。** 公司高度重视经营与发展的质量, 强调对风险的管控, 建立较完善的风控体系, 资产质量处于历史最佳水平, 2019年前三季度经营净现金流达94.4亿元, 同比增长8.2%, 再创历史同期新高, 应收票据+应收账款合计257.4亿元, 同比仅增加24.3%, 明显低于营收增速, 与上半年金额基本持平, 资产质量稳中向好, 营运能力不断提升, 应收账款和存货周转率分别提升至2.6、3.5。
- 数字化+国际化战略推进顺利, 从中国的三一走向世界的三一。** 公司继续推进数字化+国际化的发展战略, 数字化、智能化转型进一步提升公司生产和管理效率, 提升公司产品的国际竞争力。2019H1公司产品出口增速约40%, 三季度出口增速继续维持在40%, 过去几年出口的复合增速都在30%-40%, 在印度、印尼、欧洲、美国等重点海外区域销售均实现较高增长, 目前公司已基本完成海外重点区域的厂房建设、营销网络铺建等, 海外业务开始步入收获期, 海外营收占比未来有望提升至40%以上, 从中国的三一走向成为世界的三一。

估值

- 预计2019-2021年归母净利润分别为115.5/137.8/154.8亿元, EPS分别为1.37/1.64/1.84, 对应PE分别为10.3/8.6/7.7倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 工程机械行业景气度大幅下滑, 基建及地产投资增速不及预期, 市场竞争恶化。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	38,335	55,822	74,260	82,672	88,154
变动(%)	65	46	33	11	7
净利润(人民币 百万)	1,976	6,116	11,553	13,781	15,482
全面摊薄每股收益(人民币)	0.249	0.727	1.373	1.637	1.839
变动(%)	928.4	192.3	88.9	19.3	12.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.373	1.652	1.869
调整幅度(%)			(0.0)	(0.0)	(0.0)
全面摊薄市盈率(倍)	56.7	19.4	10.3	8.6	7.7
价格/每股现金流量(倍)	13.8	11.3	9.1	7.9	5.5
每股现金流量(人民币)	1.02	1.25	1.54	1.78	2.57
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	12.2	6.5	5.1	3.8
每股股息(人民币)	0.166	0.259	0.412	0.491	0.552
股息率(%)	1.2	1.8	2.9	3.5	3.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 三季度业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比变动 (%)
营业总收入	410.77	586.91	42.88
营业成本	282.77	395.95	40.03
营业利润	64.51	115.15	78.50
净利润	50.65	94.06	85.71
归属于上市公司股东的净利润	48.83	91.59	87.56
扣非后净利润	52.32	92.54	76.89
销售费用	34.33	40.68	18.48
管理+研发费用	20.90	34.27	63.95
财务费用	0.97	(1.41)	(245.78)
销售费用率 (%)	8.36	6.93	
管理+研发费用率 (%)	5.09	5.84	
财务费用率 (%)	0.24	(0.24)	
毛利率 (%)	31.16	32.54	
净利率 (%)	12.33	16.03	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	38,335	55,822	74,260	82,672	88,154
销售成本	(27,085)	(39,054)	(51,015)	(56,641)	(60,390)
经营费用	(5,641)	(7,428)	(7,080)	(7,387)	(7,272)
息税折旧前利润	5,609	9,340	16,164	18,644	20,493
折旧及摊销	(1,913)	(1,914)	(2,105)	(2,237)	(2,360)
经营利润(息税前利润)	3,696	7,425	14,059	16,406	18,132
净利息收入/(费用)	(1,319)	(136)	103	506	879
其他收益/(损失)	376	(52)	100	100	100
税前利润	2,753	7,237	14,262	17,012	19,111
所得税	(642)	(1,247)	(2,355)	(2,809)	(3,156)
少数股东权益	135	187	354	422	474
净利润	1,976	6,116	11,553	13,781	15,482
核心净利润	1,974	5,747	11,504	13,732	15,432
每股收益(人民币)	0.249	0.727	1.373	1.637	1.839
核心每股收益(人民币)	0.235	0.683	1.367	1.632	1.834
每股股息(人民币)	0.166	0.259	0.412	0.491	0.552
收入增长(%)	65	46	33	11	7
息税前利润增长(%)	716	101	89	17	11
息税折旧前利润增长(%)	120	67	73	15	10
每股收益增长(%)	928	192	89	19	12
核心每股收益增长(%)	870	191	100	19	12

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	6,845	16,957	24,244	32,565	49,872
应收帐款	21,024	22,363	25,081	26,819	25,579
库存	7,642	11,595	12,321	12,670	12,309
其他流动资产	697	982	980	1,282	1,162
流动资产总计	36,207	51,896	62,625	73,336	88,922
固定资产	13,639	12,719	11,885	10,828	9,656
无形资产	4,390	4,027	3,757	3,477	3,188
其他长期资产	3,253	3,933	4,012	4,045	3,997
长期资产总计	21,282	20,680	19,654	18,350	16,841
总资产	58,238	73,775	82,370	91,763	105,831
应付帐款	10,938	17,191	22,199	24,657	25,300
短期债务	2,257	5,417	2,694	0	0
其他流动负债	9,788	11,328	10,657	10,093	12,249
流动负债总计	22,983	33,935	35,550	34,750	37,550
长期借款	7,577	5,974	4,142	4,129	4,101
其他长期负债	1,305	1,363	1,124	1,264	1,251
股本	7,668	7,801	8,417	8,417	8,417
储备	19,142	24,847	31,812	41,457	52,293
股东权益	26,810	32,647	40,229	49,874	60,710
少数股东权益	876	1,017	1,371	1,792	2,266
总负债及权益	58,238	73,775	82,370	91,763	105,831
每股帐面价值(人民币)	3.19	3.88	4.78	5.93	7.21
每股有形资产(人民币)	2.92	3.67	4.33	5.51	6.83
每股净负债/(现金)(人民币)	0.20	(0.59)	(1.57)	(2.82)	(4.81)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,753	7,237	14,262	17,012	19,111
折旧与摊销	1,913	1,914	2,105	2,237	2,360
净利息费用	1,319	136	(103)	(506)	(879)
运营资本变动	3,691	5,955	1,829	(310)	4,200
税金	(391)	(747)	(2,355)	(2,809)	(3,156)
其他经营现金流	(721)	(3,968)	(2,775)	(628)	4
经营活动产生的现金流	8,565	10,527	12,963	14,996	21,640
购买固定资产净值	(287)	(363)	1,000	900	900
投资减少/增加	90	(287)	400	400	400
其他投资现金流	1,415	(10,115)	(2,890)	(2,350)	(2,350)
投资活动产生的现金流	1,218	(10,765)	(1,490)	(1,050)	(1,050)
净增权益	(1,398)	(2,183)	(3,466)	(4,134)	(4,645)
净增债务	(11,898)	1,653	(4,925)	(2,477)	(41)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	211	1,330	823	383	633
融资活动产生的现金流	(13,085)	827	(7,514)	(6,125)	(3,832)
现金变动	(3,302)	589	3,959	7,821	16,758
期初现金	7,442	4,104	11,985	15,944	23,715
公司自由现金流	9,783	(238)	11,473	13,946	20,590
权益自由现金流	(796)	1,551	6,445	10,963	19,669

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.6	16.7	21.8	22.6	23.2
息税前利润率(%)	9.6	13.3	18.9	19.8	20.6
税前利润率(%)	7.2	13.0	19.2	20.6	21.7
净利率(%)	5.2	11.0	15.6	16.7	17.6
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.8	2.1	2.4
利息覆盖率(倍)	2.8	54.7	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	20.7	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.7	2.0
估值					
市盈率(倍)	56.7	19.4	10.3	8.6	7.7
核心业务市盈率(倍)	60.1	20.6	10.3	8.6	7.7
市净率(倍)	4.4	3.6	2.9	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	13.8	11.3	9.1	7.9	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	12.2	6.5	5.1	3.8
周转率					
存货周转天数	93.4	89.9	85.6	80.5	75.5
应收帐款周转天数	210.3	141.8	116.6	114.6	108.5
应付帐款周转天数	87.9	92.0	96.8	103.4	103.4
回报率					
股息支付率(%)	70.7	35.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	7.7	20.6	31.7	30.6	28.0
资产收益率(%)	4.7	9.3	15.0	15.7	15.3
已运用资本收益率(%)	1.2	3.7	6.2	6.6	6.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371