

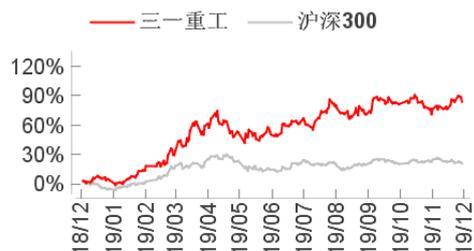
## 最好的三一韧劲十足，长牛逻辑显现



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月29日)	14.48元
目标价格	19.5元
52周最高价/最低价	15.01/7.93元
总股本/流通A股(万股)	842,279/841,766
A股市值(百万元)	121,962
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2019年11月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.07	4.47	7.58	82.37
相对表现	0.62	6.56	6.56	60.35
沪深300	-0.55	-2.09	1.02	22.02



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 王天一  
021-63325888\*6126  
wangtianyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860510120021

**证券分析师** 张书铭  
021-63325888\*5152  
zhangshuming@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517080001

**联系人** 刘荫泽  
021-63325888-6094  
liuyinze@orientsec.com.cn

**事件:** 近期, 财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元, 逆周期工具提前释放; 另一方面, 三一也被日本媒体评为全球工程机械三强之一, 全球竞争力也在被逐渐被认知; 我们认为三一的长牛逻辑已经开始显现:

### 核心观点

- **收入增速快于行业, 利润增速优于收入;** 整体来看, 三一的收入增速快于行业, 利润增速远快于收入增速; 三季度毛利率同比+1.4pct, 费率同比下降 1.15pct (含研发, 其中研发同比+1.5pct); 净利率同比提升+4.2pct; 现金流和应收、存货周转率持续优化, 资产质量处于历史较好的水平;
- **长牛逻辑显现, 长周期产品一定需要品牌;** 基于以往的走势和经验, 市场一直担心周期高点问题; 但真实情况是行业突破上轮高点, 应用场景下沉后, 行业的增长不断打破经验和以往走势; 市场看到或给出的解释更多是更新或环保等具有短期色彩的条件兑现和支撑; 但背后, 土方工作量与挖机保有量的动态平衡调整; 经历周期后/经济下行时, 成熟挖机主机对单机开工小时数容忍度提升; 小微挖掘机带来的应用下沉可能是支持本轮挖机韧性的根本, 也是短期内难以颠覆的趋势 (具体分析可参照《拥抱专用设备确定性, 静观通用设备拐点显现》报告中工程机械的部分); 挖机这类周期产品经历周期后必然存在庞大的存量市场, 也因此, 这类产品一定会跑出品牌, 也一定需要品牌; 而对于现在的三一, 如上面所说, 行业波动收窄后三一的利润增速一定远高于行业的额销量, 三一的长牛逻辑已经显现;
- **当下的估值体系, 有望随着公司韧性和海外的表现而打破;** 目前三一的估值已经给到底部, 因此行业任何的利好都是股价向上的动力, 而目前的估值体系对三一海外预期不是十分充足; 海外各大地区的市场的容量是国内的 3 倍甚至更多, 因此海外达到 10%左右的市占水平, 整体体量即可达到国内同等水平; 目前来看, 19 年以来三一海外进入加速期, 随着海外销售和行业数据韧性的展现, 市场有望对公司价值进行重估;

**财务预测与投资建议:** 由于 19 年来行业的表现持续超预期, 公司市占率提升速度超出市场预期; 公司整体盈利能力提升, 净利率快速修复; 我们预测公司 19-21 年 EPS 为 1.30/1.61/1.98 元 (原值为 0.83/1.00 元); 根据相对估值, 给予公司 2019 年 15 倍 PE, 目标价为 19.5 元, 维持买入评级。

**风险提示:** 汇率波动风险, 经济运行波动的风险等;

### 公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	38,335	55,822	72,551	84,810	97,401
同比增长(%)	64.7%	45.6%	30.0%	16.9%	14.8%
营业利润(百万元)	2,876	7,878	13,825	17,088	20,947
同比增长(%)	140.6%	173.9%	75.5%	23.6%	22.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,092	6,116	10,937	13,579	16,704
同比增长(%)	928.4%	192.3%	78.8%	24.2%	23.0%
每股收益(元)	0.25	0.73	1.30	1.61	1.98
毛利率(%)	30.1%	30.6%	33.9%	34.5%	35.2%
净利率(%)	5.5%	11.0%	15.1%	16.0%	17.1%
净资产收益率(%)	8.7%	21.5%	30.3%	31.1%	34.5%
市盈率	58.3	19.9	10.7	8.6	7.0
市净率	4.8	3.9	2.9	2.5	2.3

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元) 2019/11/28	EPS			市盈率		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
中联重科	000157	5.98	0.26	0.55	0.66	23.30	10.96	9.01
徐工机械	000425	4.58	0.26	0.51	0.60	17.54	8.96	7.69
柳工	000528	6.31	0.54	0.70	0.79	11.79	9.07	7.97
艾迪精密	603638	28.48	0.58	0.86	1.15	48.76	33.21	24.74
杭叉集团	603298	12.72	0.88	0.99	1.13	14.40	12.87	11.27
恒立液压	601100	45.10	0.95	1.41	1.69	47.54	32.09	26.63
安徽合力	600761	8.96	0.79	0.84	0.94	11.38	10.70	9.57
	最大值					48.76	33.21	26.63
	最小值					11.38	8.96	7.69
	平均数					24.96	16.84	13.84
	调整后平均						15	13

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,104	11,985	18,138	22,705	26,024	营业收入	38,335	55,822	72,551	84,810	97,401
应收票据及应收账款	19,239	20,802	25,685	28,523	31,120	营业成本	26,806	38,728	47,975	55,518	63,150
预付账款	697	982	1,212	1,346	1,469	营业税金及附加	279	326	424	496	569
存货	7,642	11,595	13,645	15,001	16,210	营业费用	3,832	4,447	5,059	5,785	6,360
其他	4,525	6,533	6,197	6,275	6,341	管理费用及研发费用	2,533	3,800	4,622	5,444	5,968
<b>流动资产合计</b>	<b>36,207</b>	<b>51,896</b>	<b>64,876</b>	<b>73,849</b>	<b>81,163</b>	财务费用	1,319	136	248	149	77
长期股权投资	1,404	2,328	2,328	2,328	2,328	资产减值损失	1,189	1,095	884	816	816
固定资产	12,805	11,867	10,692	9,504	8,316	公允价值变动收益	403	(362)	52	52	52
在建工程	761	730	813	892	949	投资净收益	(19)	637	134	134	134
无形资产	4,092	3,880	3,527	3,174	2,821	其他	116	314	300	300	300
其他	2,968	3,074	1,440	1,431	1,431	<b>营业利润</b>	<b>2,876</b>	<b>7,878</b>	<b>13,825</b>	<b>17,088</b>	<b>20,947</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,030</b>	<b>21,879</b>	<b>18,800</b>	<b>17,329</b>	<b>15,845</b>	营业外收入	98	123	130	130	130
<b>资产总计</b>	<b>58,238</b>	<b>73,775</b>	<b>83,676</b>	<b>91,178</b>	<b>97,008</b>	营业外支出	106	451	450	450	450
短期借款	2,257	5,417	4,822	4,374	4,155	<b>利润总额</b>	<b>2,869</b>	<b>7,550</b>	<b>13,505</b>	<b>16,768</b>	<b>20,627</b>
应付票据及应付账款	10,938	17,191	20,231	22,241	24,033	所得税	642	1,247	2,230	2,769	3,406
其他	9,788	11,328	10,294	10,049	9,809	<b>净利润</b>	<b>2,227</b>	<b>6,303</b>	<b>11,275</b>	<b>13,999</b>	<b>17,221</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>22,983</b>	<b>33,935</b>	<b>35,347</b>	<b>36,663</b>	<b>37,997</b>	少数股东损益	135	187	338	420	517
长期借款	3,367	1,941	1,980	2,018	2,044	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,092</b>	<b>6,116</b>	<b>10,937</b>	<b>13,579</b>	<b>16,704</b>
应付债券	4,210	4,033	4,000	4,000	4,000	每股收益(元)	0.25	0.73	1.30	1.61	1.98
其他	1,305	1,363	243	243	243						
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,882</b>	<b>7,337</b>	<b>6,223</b>	<b>6,260</b>	<b>6,287</b>						
<b>负债合计</b>	<b>31,865</b>	<b>41,273</b>	<b>41,570</b>	<b>42,924</b>	<b>44,284</b>						
少数股东权益	876	1,017	1,355	1,775	2,292	<b>主要财务比率</b>					
股本	7,668	7,801	8,423	8,423	8,423						
资本公积	874	1,772	1,883	(1,441)	(7,804)	<b>成长能力</b>					
留存收益	18,092	22,963	31,872	40,924	51,240	营业收入	64.7%	45.6%	30.0%	16.9%	14.8%
其他	(1,136)	(1,051)	(1,420)	(1,420)	(1,420)	营业利润	140.6%	173.9%	75.5%	23.6%	22.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>26,373</b>	<b>32,502</b>	<b>42,106</b>	<b>48,254</b>	<b>52,724</b>	归属于母公司净利润	928.4%	192.3%	78.8%	24.2%	23.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>58,238</b>	<b>73,775</b>	<b>83,676</b>	<b>91,178</b>	<b>97,008</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	30.1%	30.6%	33.9%	34.5%	35.2%
						净利率	5.5%	11.0%	15.1%	16.0%	17.1%
						ROE	8.7%	21.5%	30.3%	31.1%	34.5%
						ROIC	7.5%	15.6%	22.9%	24.6%	27.7%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	54.7%	55.9%	49.7%	47.1%	45.7%
						净负债率	33.1%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.58	1.53	1.84	2.01	2.14
						速动比率	1.22	1.18	1.43	1.57	1.67
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.1	2.9	3.2	3.1	3.3
						存货周转率	3.7	3.9	3.7	3.6	3.7
						总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.25	0.73	1.30	1.61	1.98
						每股经营现金流	1.12	1.35	0.99	1.54	1.94
						每股净资产	3.03	3.74	4.84	5.52	5.99
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	58.3	19.9	10.7	8.6	7.0
						市净率	4.8	3.9	2.9	2.5	2.3
						EV/EBITDA	20.4	12.2	7.2	6.0	5.0
						EV/EBIT	28.0	14.7	8.0	6.5	5.4

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有 三一重工(600031) 股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

