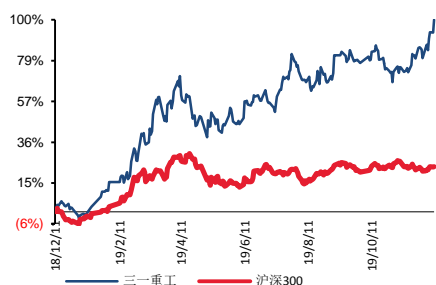


工业 资本货物

拟收购三一汽车金融股权，推动公司向“制造+服务”转型

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	8,423/8,418
总市值/流通(百万元)	135,438/135,356
12个月最高/最低(元)	16.08/7.93

相关研究报告:

三一重工(600031)《三季报业绩符合市场预期，基建力度加大促行业平稳增长》--2019/10/30

三一重工(600031)《集团大手笔投资三一重卡，商用车与工程机械协同效应显著》--2019/09/29

三一重工(600031)《各产品线毛利率提升，业绩增长符合市场预期》--2019/08/29

证券分析师: 钱建江

电话: 021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517070002

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

事件: 公司拟以自有资金收购控股股东三一集团持有的三一汽车金融有限公司 91.43% 股权，对应的评估价值为人民币 42.21 亿元，拟交易金额为人民币 39.80 亿。

拟收购三一汽车金融股权，推动公司向“制造+服务”转型: 三一汽车金融于 2010 年 10 月获批开业，是全国 25 家汽车金融公司之一，主要面向工程机械行业提供金融服务。标的公司权益价值为 29.11 亿元，参考市场已有的成交案例，市场法评估价值为 46.17 亿，主要是权益估值未考虑金融公司的金融牌照、客户资源和员工队伍等无形价值。公司拟以 39.80 亿的对价收购三一汽车金融 91.43% 的股权，从而推动公司向“制造+服务”转型。

提升自有资金使用效率，汽车金融业务有望呈爆发式增长: 公司并购标的公司之后，将不受关联交易影响，后续将大幅提升汽车金融业务。同时，目前上市公司账上资金充足，经营性现金流持续流入，汽车金融业务的开展有望提升资金使用效率。截止 2019 年半年报，公司通过三一汽车金融负有回购义务的累计按揭贷款余额为 32.26 亿，负有回购担保义务的融资租赁约为 0.66 亿元。假设按照三一 2019 年的销售收入以及 40% 的按揭比例，按揭销售业务总体规模约 300 亿，仍有近十倍空间，未来几年汽车金融业务有望呈爆发式增长。

数字化打造智能风控模型，业务模式海外复制推进国际化: 公司收购三一汽车金融后，将通过自身数字化能力打造智能风控模型。就目前来讲，相比海外其他品牌，海外销售的最大短板是金融支持，公司收购三一汽车金融后，将向海外快速输出风控模型、融资人才等，快速建立海外金融平台，提升海外业务销售水平。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 115.29 亿、141.67 亿和 154.63 亿，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 9 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 国内需求大幅下滑，出口增长不及预期等

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	55821.50	74677.79	85161.15	92331.74
增长率	45.61%	33.78%	14.04%	8.42%
归属母公司净利润(百万元)	6116.29	11529.35	14167.30	15462.98
增长率	192.33%	88.50%	22.88%	9.15%
每股收益 EPS(元)	0.73	1.37	1.68	1.84
PE	22	12	10	9
PB	4.16	3.15	2.58	2.17

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	55821.5	74677.7	85161.1	92331.7
营业成本	38727.9	50636.0	57741.1	62766.6
营业税金及附加	326.36	448.07	510.97	553.99
销售费用	4446.63	5227.45	5535.47	6001.56
管理费用	2045.90	3920.58	4470.96	4847.42
财务费用	135.65	-186.69	-596.13	-923.32
资产减值损失	1095.38	500.00	300.00	300.00
投资收益	637.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-361.68	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7878.44	14232.3	17298.7	18885.4
其他非经营损益	-328.20	-422.57	-329.34	-364.09
利润总额	7550.24	13809.7	16969.4	18521.3
所得税	1246.76	2280.37	2802.13	3058.40
净利润	6303.49	11529.3	14167.3	15462.9
少数股东损益	187.20	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	6116.29	11529.3	14167.3	15462.9
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	11985.0	11067.8	20561.8	31247.4
应收和预付款项	23344.6	31211.9	35589.1	38591.5
存货	11594.6	15233.4	17417.4	18970.8
其他流动资产	4971.60	5065.20	5557.72	5894.61
长期股权投资	2328.35	2328.35	2328.35	2328.35
投资性房地产	50.11	50.11	50.11	50.11
固定资产和在建工程	12597.2	10670.3	8743.43	6816.53
无形资产和开发支出	4078.31	3488.72	2899.14	2309.55
其他非流动资产	2824.77	2822.03	2819.30	2816.56
资产总计	73774.7	81937.9	95966.4	109025.
短期借款	5416.75	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	20117.8	25666.3	29298.4	31966.6
长期借款	1940.70	1940.70	1940.70	1940.70
其他负债	13797.3	11388.9	12229.7	12824.5
负债合计	41272.6	38995.9	43468.9	46731.9
股本	7800.71	8416.47	8416.47	8416.47
资本公积	1883.39	1267.63	1267.63	1267.63
留存收益	22963.1	32351.8	41907.3	51703.4
归属母公司股东权益	31484.9	41924.8	51480.3	61276.4
少数股东权益	1017.21	1017.21	1017.21	1017.21
股东权益合计	32502.1	42942.0	52497.5	62293.6
负债和股东权益合计	73774.7	81937.9	95966.4	109025.
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	9946.27	16564.8	19221.8	20481.3
PE	22.11	11.73	9.55	8.75
PB	4.16	3.15	2.58	2.17
PS	2.42	1.81	1.59	1.46
EV/EBITDA	12.38	7.59	6.04	5.15

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	6303.49	11529.3	14167.3	15462.9
折旧与摊销	1932.18	2519.23	2519.23	2519.23
财务费用	135.65	-186.69	-596.13	-923.32
资产减值损失	1095.38	500.00	300.00	300.00
经营营运资本变动	1697.53	-5801.09	-2584.19	-1623.44
其他	-637.33	-572.63	-396.57	-406.28
经营活动现金流净额	10526.9	7988.16	13409.6	15329.1
资本支出	891.74	0.00	0.00	0.00
其他	-11656.	333.23	100.00	100.00
投资活动现金流净额	-10765.	333.23	100.00	100.00
短期借款	3159.79	-5416.75	0.00	0.00
长期借款	-1426.2	0.00	0.00	0.00
股权融资	966.10	0.00	0.00	0.00
支付股利	-1244.8	-2140.70	-4611.74	-5666.92
其他	-627.91	-1681.14	596.13	923.32
筹资活动现金流净额	826.93	-9238.59	-4015.61	-4743.60
现金流量净额	595.11	-917.19	9494.02	10685.5
财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
销售收入增长率	45.61%	33.78%	14.04%	8.42%
营业利润增长率	173.93	80.65%	21.55%	9.17%
净利润增长率	183.04	82.90%	22.88%	9.15%
EBITDA 增长率	62.83%	66.54%	16.04%	6.55%
获利能力				
毛利率	30.62%	32.19%	32.20%	32.02%
三费率	11.87%	12.00%	11.05%	10.75%
净利率	11.29%	15.44%	16.64%	16.75%
ROE	19.39%	26.85%	26.99%	24.82%
ROA	8.54%	14.07%	14.76%	14.18%
ROIC	19.64%	32.56%	35.63%	37.86%
EBITDA/销售收入	17.82%	22.18%	22.57%	22.18%
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.96	0.96	0.90
固定资产周转率	4.52	6.85	9.49	13.10
应收账款周转率	2.90	3.17	2.95	2.88
存货周转率	3.87	3.68	3.46	3.38
销售商品提供劳务收	106.85	—	—	—
资本结构				
资产负债率	55.94%	47.59%	45.30%	42.86%
带息债务/总负债	27.60%	15.32%	13.74%	12.78%
流动比率	1.53	1.98	2.19	2.40
速动比率	1.19	1.50	1.71	1.92
每股指标				
每股收益	0.73	1.37	1.68	1.84
每股净资产	3.86	5.10	6.24	7.40
每股经营现金	1.25	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通机器人及自动化相关板块。金融行业从业八年，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有丰富的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

崔文娟，太平洋证券机械行业分析师，复旦大学经济学院硕士。曾就职于安信证券研究中心，2019年7月加入太平洋证券，致力以研究穿越行业波动，找寻确定性机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。