

高端装备制造与新材料研究中心

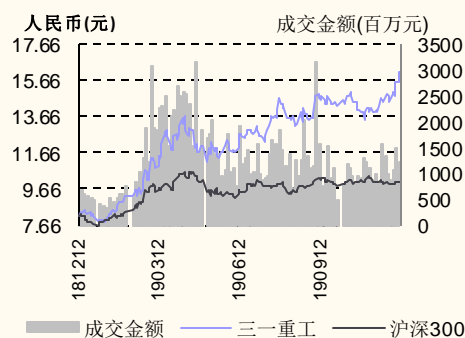
三一重工 (600031.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 15.49 元
 目标价格 (人民币): 19.22-19.22 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	84.23
已上市流通 A 股(亿股)	84.18
总市值(亿元)	1,304.69
年内股价最高最低(元)	16.08/14.47
沪深 300 指数	4017
上证指数	3005



广泛听取投资者建议，调低收购交易对价

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.27	0.78	1.34	1.60	1.77
每股净资产(元)	3.33	4.04	5.08	6.40	7.90
每股经营性现金流(元)	1.15	1.49	1.81	1.74	2.03
市盈率(倍)	33.2	10.6	11.6	9.7	8.8
净利润增长率(%)	928.4%	192.3%	84.1%	19.1%	10.7%
净资产收益率(%)	8.2%	19.4%	28.4%	26.9%	24.1%
总股本(百万股)	7,668	7,801	8,375	8,375	8,375

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 12 月 22 日发布公告，公司董事会同意三一汽车金融有限公司 91.43% 股权的交易价格由原交易金额人民币 39.8 亿元调整为人民币 33.8 亿元，交易价格降低人民币 6 亿元。

点评

- 充分听取市场意见后，此次收购交易对价降低 6 亿元，PB 降为 1.2 倍。公司 12 月 12 日发布拟收购三一汽车金融公司公告，公司充分考虑市场意见后将交易对价由 39.8 亿元降为 33.8 亿元。截至 2019 年 10 月，三一汽车金融公司净资产 29 亿元，价格调整后交易资产 PB 为 1.2 倍。考虑到该牌照的稀缺性，交易价格相对公允；而且三一集团承诺，汽车金融公司目前应收账款净值 9.2 亿元若因质量或回款风险受到损失，会对损失部分予以补足。
- 此次收购有助于推动公司向“制造+服务”转型，推进公司国际化进程，减少关联交易、提高盈利能力。收购后公司将作为经销商与客户提供产品、服务和融资等一揽子解决方案，降低融资成本，提升产品与服务竞争力。对标国际龙头卡特彼勒、小松的业务结构，推动公司向“制造+服务”转型。收购三一汽车金融可帮助建立与完善各产品海外销售的融资渠道，加快海外风控模型、海外融资人才等核心金融能力的建设，促进海外工程机械销售所需的金融配套支持，有效降低公司及客户的海外融资成本。同时，有利于培养海外融资及商业保理等业务人才。当前汽车金融业务主要服务于三一重工及其产业链，收购三一汽车金融减少关联交易。根据三季报，公司在手现金高达 193 亿（货币资金 138 亿+可交易金融资产 55 亿），通过金融公司也可以提升这部分现金的盈利能力。

盈利预测与投资建议

- 工程机械市场需求持续旺盛，挖掘机、汽车起重机销量月度增速不断超预期，公司龙头地位强化。预计 2019-2021 年净利润 113/134/149 亿元，同比增长 84%/19%/11%，复合增速为 31%。EPS 为 1.34/1.60/1.77 元，对应 PE 为 12/10/9 倍。给予公司 2020 年 12 倍 PE，合理市值 1610 亿元，6-12 月目标价 19.22 元。

风险提示

- 基建地产投资不及预期；部分产品行业销量下滑风险；全球金融市场的波动或混乱风险。

相关报告

- 《拟收购三一汽车金融公司，有助提升竞争力、推进国际化进程...》，2019.12.12
- 《业绩高增长符合预期，现金流再创历史新高-三一重工三季报点评》，2019.10.31
- 《中报业绩翻倍，挖掘机、起重机市占率提升快-三一重工 中报点评》，2019.8.30

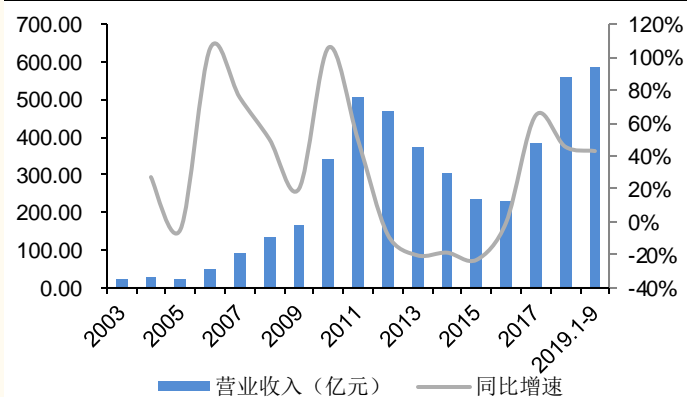
王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
 zhaojin1@gjzq.com.cn

朱荣华 分析师 SAC 执业编号: S1130519060004
 zhuronghua@gjzq.com.cn

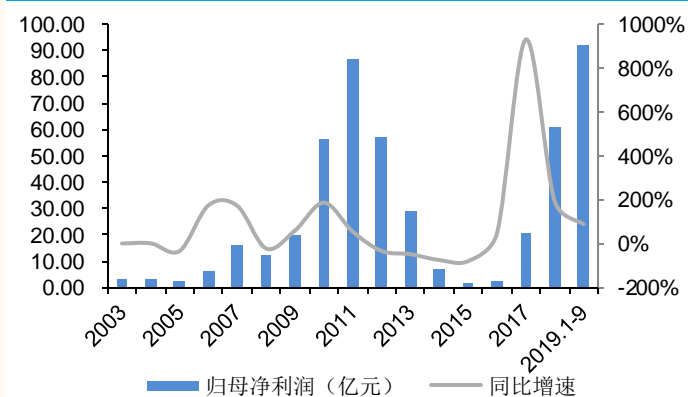
附录一：三一重工财务数据

图表 1：2019 年 1-9 月公司营收同比增长 43%



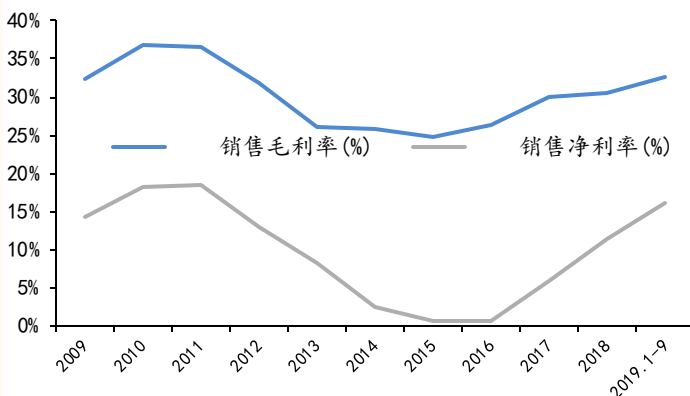
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2019 年 1-9 月净利润同比增长 88%



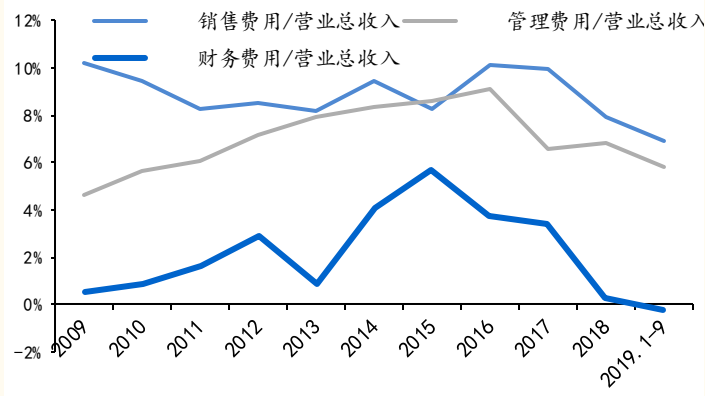
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2019 年 1-9 月公司毛利率、净利率快速提升



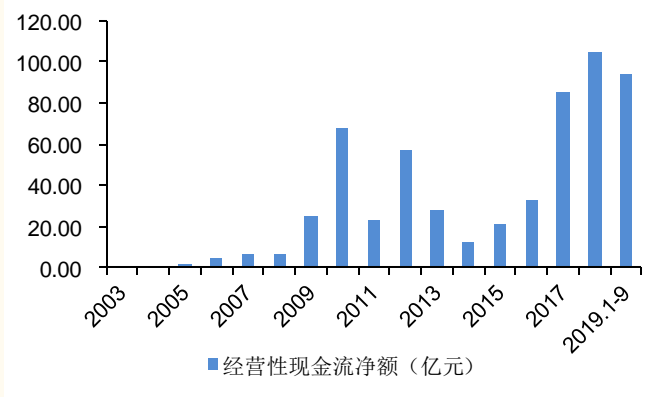
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2019 年 1-9 月期间费用率大幅下降



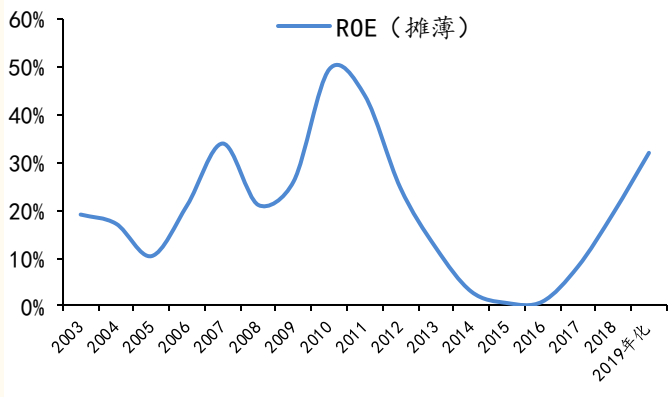
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司经营净现金流创同期历史新高



来源：公司公告，国金证券研究所

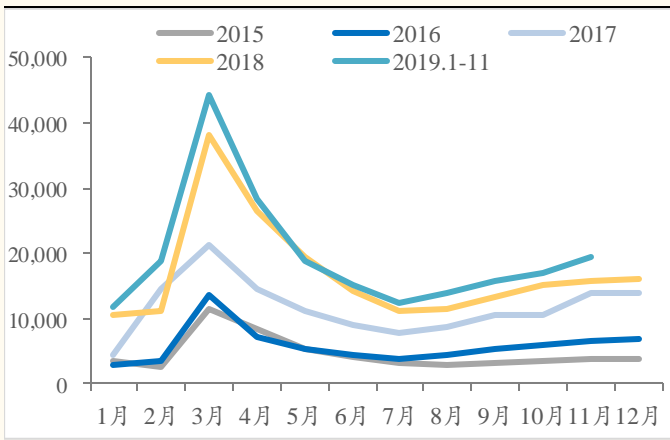
图表 6：公司 ROE 触底回升



来源：公司公告，国金证券研究所

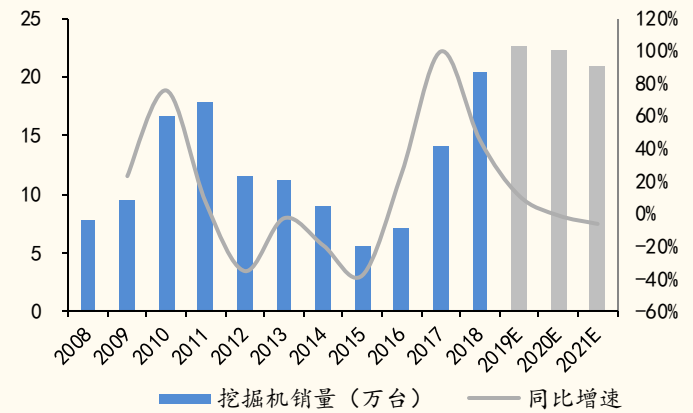
附录二：行业销量数据

图表 7：挖掘机行业销量：1-11 月同比增长 15%



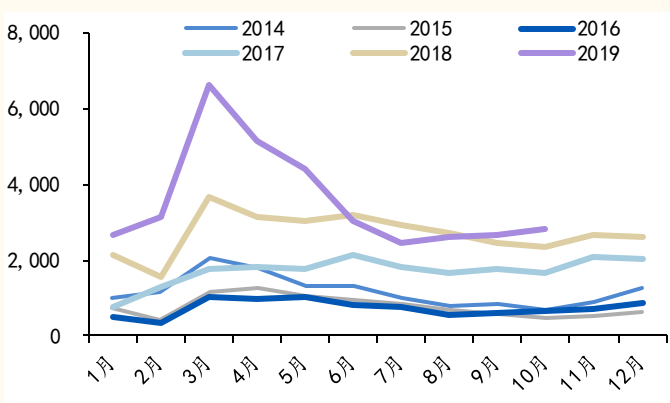
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 8：保守预测 2019-2021 年挖掘机销量增 15%/0%/-5%，2020 年实际有望增长 0-10%；三一有望 10-20%



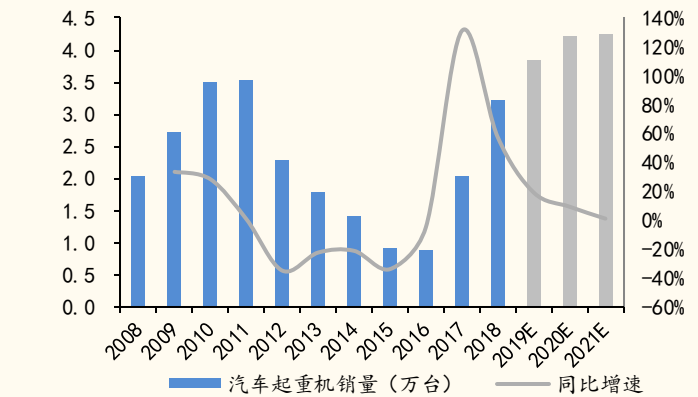
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所测算

图表 9：汽车起重机行业销量 1-10 月同比增长 31%



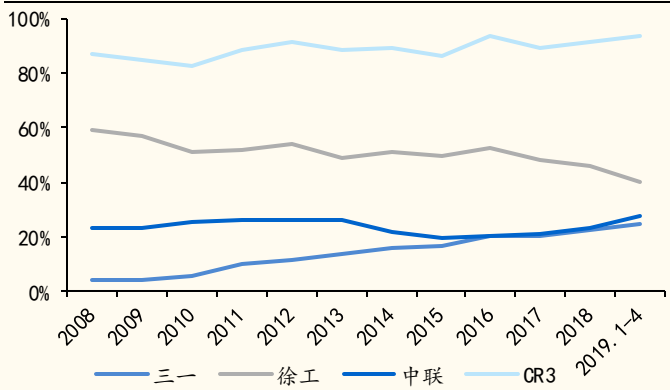
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 10：预测 2019-2021 年汽车起重机复合增速 10%



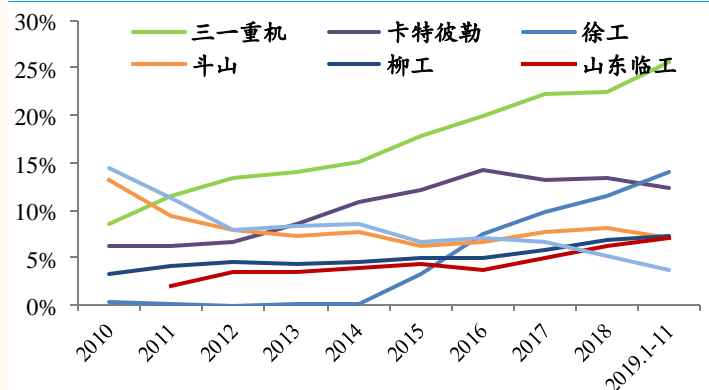
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所测算

图表 11：汽车起重机销量市占率：三一快速增长



来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 12：挖掘机市占率：三一 2019 年 1-11 月为 25.6%



来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	23,280	38,335	55,822	74,962	84,780	89,118
增长率		64.7%	45.6%	34.3%	13.1%	5.1%
主营业务成本	-17,179	-26,806	-38,728	-50,695	-56,886	-59,322
%销售收入	73.8%	69.9%	69.4%	67.6%	67.1%	66.6%
毛利	6,101	11,529	17,094	24,267	27,894	29,797
%销售收入	26.2%	30.1%	30.6%	32.4%	32.9%	33.4%
营业税金及附加	-220	-279	-326	-375	-424	-446
%销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,359	-3,832	-4,447	-5,247	-5,850	-6,060
%销售收入	10.1%	10.0%	8.0%	7.0%	6.9%	6.8%
管理费用	-2,121	-2,533	-3,800	-4,498	-5,087	-5,347
%销售收入	9.1%	6.6%	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	1,401	4,885	8,520	14,147	16,533	17,944
%销售收入	6.0%	12.7%	15.3%	18.9%	19.5%	20.1%
财务费用	-875	-1,319	-136	-137	298	704
%销售收入	3.8%	3.4%	0.2%	0.2%	-0.4%	-0.8%
资产减值损失	-948	-1,189	-1,095	-743	-587	-581
公允价值变动收益	-563	403	-362	0	-200	-200
投资收益	2,181	-19	637	500	400	300
%税前利润	3464.4%	n.a	8.4%	3.7%	2.5%	1.7%
营业利润	1,196	2,876	7,878	13,767	16,444	18,167
营业利润率	5.1%	7.5%	14.1%	18.4%	19.4%	20.4%
营业外收支	-1,133	-7	-328	-100	-200	-200
税前利润	63	2,869	7,550	13,667	16,244	17,967
利润率	0.3%	7.5%	13.5%	18.2%	19.2%	20.2%
所得税	101	-642	-1,247	-2,187	-2,599	-2,875
所得税率	-160.1%	22.4%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	164	2,227	6,303	11,481	13,645	15,092
少数股东损益	-40	135	187	220	230	240
归属于母公司的净利润	203	2,092	6,116	11,261	13,415	14,852
净利率	0.9%	5.5%	11.0%	15.0%	15.8%	16.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	164	2,227	6,303	11,481	13,645	15,092
少数股东损益	-40	135	187	220	230	240
非现金支出	3,046	3,102	3,028	1,809	1,718	1,777
非经营收益	-157	1,071	386	1,244	313	413
营运资金变动	941	2,450	1,913	-435	-2,134	-1,409
经营活动现金净流	3,994	8,850	11,630	14,098	13,542	15,874
资本开支	-225	-34	-1,003	-1,153	-1,460	-1,470
投资	2,096	787	-9,975	20	0	0
其他	392	464	213	500	400	300
投资活动现金净流	2,262	1,218	-10,765	-633	-1,060	-1,170
股权募资	133	43	538	-258	0	0
债权募资	-2,804	-12,158	1,584	-5,950	0	0
其他	-2,097	-992	-1,289	-3,483	-3,434	-3,434
筹资活动现金净流	-4,769	-13,107	833	-9,691	-3,434	-3,434
现金净流量	1,488	-3,038	1,698	3,774	9,049	11,270

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,442	4,104	11,985	15,759	24,808	36,078
应收款项	23,149	21,024	22,363	25,318	28,250	29,293
存货	6,220	7,642	11,595	9,431	10,473	10,808
其他流动资产	1,181	3,438	5,953	7,583	7,538	7,399
流动资产	37,992	36,207	51,896	58,091	71,069	83,578
%总资产	61.7%	62.2%	70.3%	73.7%	77.3%	79.9%
长期投资	2,478	2,396	3,865	3,915	3,915	3,915
固定资产	15,097	13,639	12,658	12,832	13,096	13,290
%总资产	24.5%	23.4%	17.2%	16.3%	14.2%	12.7%
无形资产	4,749	4,457	4,106	4,018	3,884	3,763
非流动资产	23,563	22,030	21,879	20,765	20,894	20,968
%总资产	38.3%	37.8%	29.7%	26.3%	22.7%	20.1%
资产总计	61,555	58,238	73,775	78,855	91,963	104,546
短期借款	11,108	5,256	8,336	2,900	2,900	2,900
应付款项	10,888	14,614	21,363	23,611	25,807	26,195
其他流动负债	1,804	3,113	4,236	4,617	4,975	5,184
流动负债	23,800	22,983	33,935	31,129	33,682	34,280
长期贷款	9,413	3,367	1,941	1,941	1,941	1,941
其他长期负债	4,889	5,515	5,397	4,911	4,941	4,954
负债	38,102	31,865	41,273	37,981	40,564	41,174
普通股股东权益	22,717	25,498	31,485	39,637	49,932	61,664
少数股东权益	735	876	1,017	1,237	1,467	1,707
负债股东权益合计	61,555	58,238	73,775	78,855	91,963	104,546

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.027	0.273	0.784	1.345	1.602	1.773
每股净资产	2.967	3.325	4.036	5.081	6.401	7.905
每股经营现金净流	0.522	1.154	1.491	1.807	1.736	2.035
每股股利	0.010	0.360	0.260	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	0.90%	8.21%	19.43%	28.41%	26.87%	24.09%
总资产收益率	0.33%	3.59%	8.29%	14.28%	14.59%	14.21%
投入资本收益率	7.53%	9.51%	14.99%	23.58%	22.80%	20.68%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.37%	64.67%	45.61%	34.29%	13.10%	5.12%
EBIT增长率	-18.86%	248.59%	74.43%	66.05%	16.87%	8.53%
净利润增长率	46.81%	928.35%	192.33%	84.11%	19.13%	10.71%
总资产增长率	0.53%	-5.39%	26.68%	6.89%	16.62%	13.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	306.1	173.5	125.9	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	124.7	94.4	90.6	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	87.6	73.7	70.7	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	219.7	121.9	77.6	58.4	51.9	49.4
偿债能力						
净负债/股东权益	73.26%	29.10%	0.64%	-22.02%	-34.73%	-45.63%
EBIT利息保障倍数	1.6	3.7	62.8	103.6	-55.5	-25.5
资产负债率	61.90%	54.71%	55.94%	48.17%	44.11%	39.38%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	12	34	37	86
增持	0	5	12	12	31
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.29	1.26	1.24	1.29

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH