

# 调整汽车金融公司收购价格至合理区间，收购将助力本土和全球销售

买入（维持）

2019年12月23日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001  
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhuubb@dwzq.com.cn

**事件：**公司发布公告，广泛听取投资者意见后，将拟收购的三一汽车金融91.43%股权的交易价格，由原交易金额人民币39.80亿元调整为33.8亿元（评估价值为42.2亿），交易价格降低6亿元。

## 投资要点

### ■ 调整汽车金融公司收购价格至合理区间，收购将助力本土和全球销售

从估值来看，收购价格对应的PB由1.5倍降至不到1.3倍，而类似的银行或融资租赁公司的PB估值大约在1-1.5倍之间，调整后的收购价格更为合理。**三一汽车金融公司是三一集团旗下控股子公司，主要面向工程机械行业提供金融服务。我们认为此次收购有助于：**

1) **推动公司向“制造+服务”转型，提升竞争力与盈利水平。**在上市公司三一重工的设备销售中，大约有30-40%是通过按揭或融资租赁的方式进行，由于关联交易等原因，先前通过三一汽车金融进行的销售仅占到三一重工按揭/融资租赁总额的10%左右；三一重工更多地是依赖银行或融资租赁平台等第三方进行，资本成本较高。现通过并购汽车金融公司，三一重工将为经销商与客户提供产品、服务和融资等一揽子解决方案，有望降低融资成本。

2) **帮助建立海外融资渠道，促进海外工程机械销售所需的金融配套支持，促进国际化进程。**借鉴卡特彼勒的海外发展经验，全球代理商网络的建立和完善发挥了极大的作用，而代理商网络体系不断扩大和成长、成熟，离不开卡特彼勒金融服务公司的培育与扶持。卡特彼勒代理商的重要优势之一是，客户可在同一家代理商网点实现“设备选型、融资购买（融资租赁等）、零配件供应和维修保养”一站式服务。通过代理商，卡特彼勒金融服务从美国渗透到全球大部分代理商网点，促进了卡特彼勒代理商销售，为代理商实力和规模增强及销售网络进一步扩大做出重要贡献。

3) **有望增厚公司业绩，减少潜在的关联交易。**汽车金融行业发展前景广阔，且与三一重工的主业契合度大；如果按照公司一年750亿的收入计算，30-40%通过按揭销售，即这一块的融资租赁规模近300亿，而目前三一汽车金融公司只做了10%左右，预计未来增长空间大。同时，随着未来这块业务规模不断加大，放在上市公司可以大幅减少和大股东的关联交易。此外，三一汽车金融公司账上有91亿应收账款，对此三一集团作出特别承诺：若这部分应收账款有任何一笔因质量或回款风险受到损失，集团将对损失部分以现金方式予以补足，故这方面的风险较小。

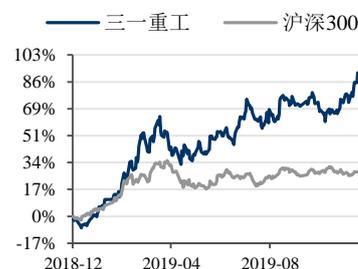
### ■ 2019Q4 工程机械各产品表现好于 Q3，20 年增速较乐观

我们预计20年挖机行业整体销量增速在-5%~+10%之间，三一挖机销量增速有望达+5%~+20%。混凝土设备年底高增速有望持续，预计20年混凝土机械增速20-30%。起重机20年预计大吨位起重机需求大，利好三一。工程机械行业韧性强劲，基建托底+更新需求+人工替代三大因素作用下行业周期性正在减弱，内生动力推动可持续发展。

■ **盈利预测与投资评级：**我们一直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12、10、10倍，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：**工程机械行业低于预期；海外业务进展低于预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	15.49
一年最低/最高价	7.62/16.35
市净率(倍)	3.08
流通 A 股市值(百万元)	130389.50

## 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)	8422.79
流通 A 股(百万股)	8417.66

## 相关研究

- 1、《三一重工 (600031)：拟收购工程机械金融服务公司，助力本土和全球销售》2019-12-12
- 2、《三一重工 (600031)：高基数下继续维持较高增长，坚定看好戴维斯双击》2019-10-31
- 3、《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

## 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
<b>流动资产</b>	<b>51896</b>	<b>66522</b>	<b>81391</b>	<b>96104</b>	<b>营业收入</b>	<b>55822</b>	<b>72794</b>	<b>79703</b>	<b>84408</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>21879</b>	<b>19644</b>	<b>17264</b>	<b>14731</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>7878</b>	<b>14241</b>	<b>16021</b>	<b>17182</b>
其他非流动资产	2283	2775	2941	2991	加:营业外净收支	-328	-328	-330	-323
<b>资产总计</b>	<b>73775</b>	<b>86166</b>	<b>98654</b>	<b>110835</b>	<b>利润总额</b>	<b>7550</b>	<b>13913</b>	<b>15691</b>	<b>16859</b>
<b>流动负债</b>	<b>33935</b>	<b>37903</b>	<b>40892</b>	<b>42866</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6116</b>	<b>11267</b>	<b>12707</b>	<b>13653</b>
其他流动负债	8409	11445	12482	13173	EBIT	10275	15203	16894	18119
<b>非流动负债</b>	<b>7337</b>	<b>7337</b>	<b>7337</b>	<b>7337</b>	EBITDA	12189	16566	18333	19606
长期借款	1941	1941	1941	1941					
其他非流动负债	5397	5397	5397	5397	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>41273</b>	<b>45240</b>	<b>48229</b>	<b>50203</b>	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	8423	8423	8423
<b>负债和股东权益</b>	<b>73775</b>	<b>86166</b>	<b>98654</b>	<b>110835</b>	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	19.76	11.58	10.27	9.56
					P/B	3.84	3.30	2.68	2.23
					EV/EBITDA	13.30	10.02	9.22	8.72

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>

