

# 高端装备制造与新材料研究中心

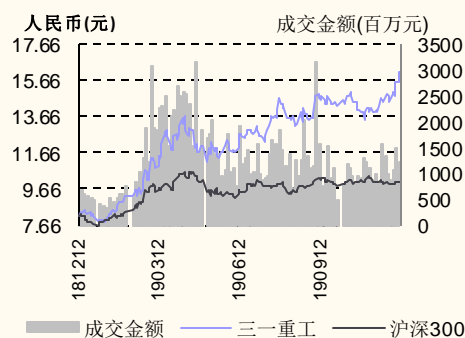
## 三一重工 (600031.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 16.55 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)	1,393.97
年内股价最高最低(元)	16.55/14.48
沪深 300 指数	3991
上证指数	2982



## 对标世界巨头, “设备制造+金融”产融协同

### 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	12.4	10.3	9.4
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

- 公司发布对上海证券交易所问询函回复的公告, 对三一汽车金融的业务、财务及估值情况详细披露。三一汽车金融将围绕公司工程机械业务开展金融服务, 交易价格由人民币 39.8 亿调整为 33.8 亿。本次收购有利于推动公司向“制造+服务”转型、推进公司国际化与数字化进程, 提升公司盈利水平。

### 点评

- 零售商按揭租赁为主要收入来源, 赚取 2-5% 利差, 逾期率不到 1%

1) 主要业务内容: 向工程机械和乘用车购买者提供金融服务。2019 年 1-10 月 4.5 亿利息收入中, 经销商批发贷款 (贷款期限 < 1 年)、零售商按揭贷款 (贷款期限 < 5 年, 首付比例 > 30%) 和零售商融资租赁 (首付比例 > 15%) 占比 35%、64% 和 1%。收购后三一汽车金融将开展二手工程机械设备贷款或融资租赁业务, 从事与购车融资活动相关的咨询、代理以及二手工程机械设备残值处理等业务。2019 年 1-10 月乘用车金融服务收入占总收入比例 23%, 未来该部分业务贷款投放规模控制在当前比重。

2) 融资渠道: 三一汽车金融通过股东存款、金融机构借款、发行金融债券、同业拆借等渠道获得资金。

3) 盈利情况: 批发和零售贷款盈利模式为赚取利差, 贷款利率 6%-9%, 筹资利率 4.35%-5%。收购后子公司可借助母公司股东存款, 利用优质资信评级来开展同业拆借、发行金融债券, 降低筹资成本。2019 年 1-10 月三一汽车金融税前利润 1.3 亿元, 同比下滑 38%, 对外贷款总额上升但净利润下降的主要原因系对外贷款产生的收益与贷款拨备的计提不同步造成。

4) 风险情况: 截止 10 月 31 日, 三一汽车金融资本充足率 31.58%, 贷款余额 93.78 亿元, 经销商批发贷款、零售商按揭贷款和融资租赁占比分别为 26%、72% 和 2%, 逾期率 0.92%, 无损失类贷款。

- 此次收购有助于三一重工协同主业发展, 助力推进国际化

1) 对三一重工主要财务指标的影响: 2019 年 9 月 30 日公司资产负债率 50.76%, 收购后 55.43%, 增加 4.67pct, 仍处于同行业优秀水平。三一汽车金融 2019 年 1-9 月实现收入 4 亿元, 占三一重工 0.68%, 对公司现有业务不具有重大影响。收购后公司应收账款 (含贷款及垫款) 339 亿元, 增长 35.5%; 短期借款 (含拆入资金) 147 万元, 增长 50.14%, 新增短期借款 (含拆入资金) 主要系三一汽车金融的同业拆入资金。

2) 收购三一汽车金融协同主业发展, 助力国际化推进: 比肩世界工程机械巨头, 建立具有竞争力的金融能力, 推动公司向“制造+服务”转型。依托三一重工良好的现金流及货币资金状况, 以股东存款等形式优化三一汽车金融融资结构, 提升三一重工资金使用效率与资金收益。借助三一汽车金融平台、风险控制体系与模型、融资人才, 加快海外工程机械融资渠道的建设, 推动海外业务迅速发展。

### 盈利预测与投资建议

- 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; 金融市场波动风险。

### 相关报告

- 《广泛听取投资者建议, 调低收购交易对价-三一重工点评》, 2019.12.22
- 《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

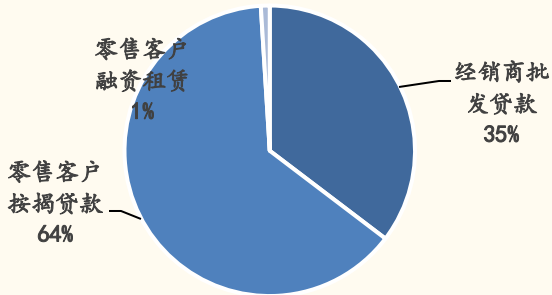
王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
wanghua jun@gjq.com.cn

赵晋 联系人  
zhaojin1@gjq.com.cn

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

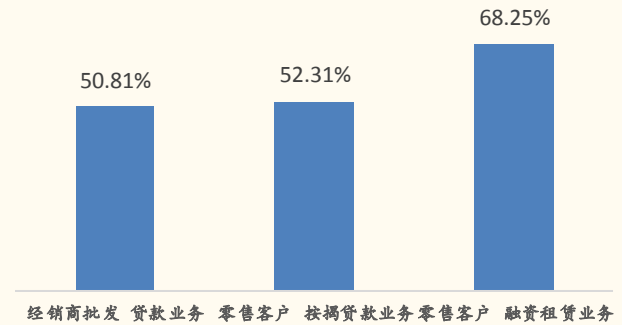
附录：三一汽车金融主要财务数据

图表 1：三一汽车金融 2019 年 1-10 月利息收入结构



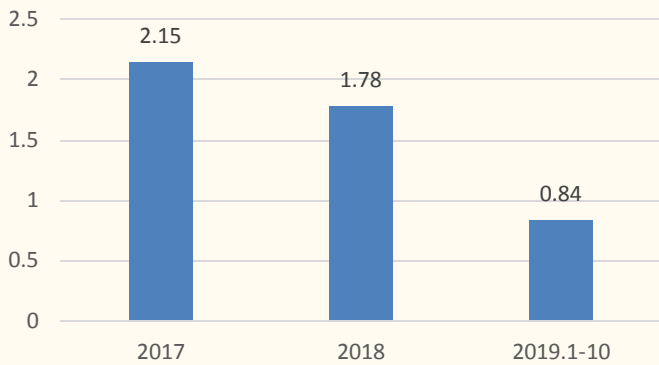
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：三一汽车金融 2019 年 1-10 月不同业务毛利率



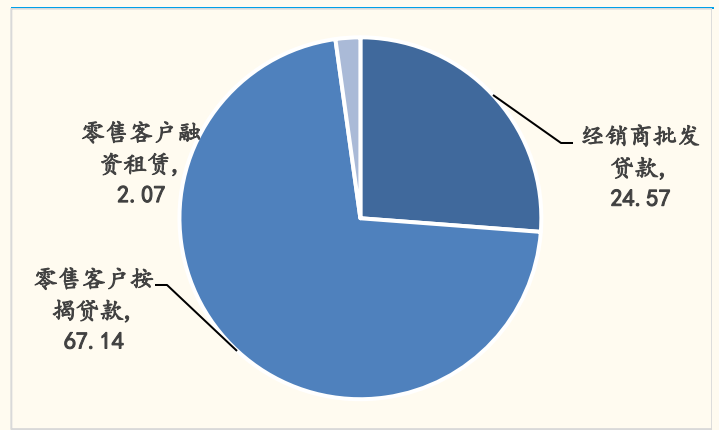
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2017-2019 年三一汽车金融净利润变化（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：2019 年业绩暂时下滑主要系对外贷款产生的收益与贷款拨备的计提不同步造成）

图表 4：2019 年 10 月底三一汽车金融剩余贷款结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：三一汽车金融主要财务指标，2019 年 1-10 月营收同比增长 31%，利润下滑 47%，贷款余额增加 50%（单位：亿元）

项目	2018 年度	2018 年 1-10 月 (未经审计)	2019 年 1-10 月	同比变动
营业收入	2.49	1.79	2.34	30.63%
利息收入	4.88	3.84	4.50	17.18%
资产减值损失	-0.43	-0.39	0.86	-321.80%
净利润	1.78	1.59	0.84	-47.17%
贷款余额	60.56	62.43	93.78	50.23%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：三一汽车金融 2019 年 10 月底逾期率 0.92%，无损失类贷款（单位：万元）

序号	贷款逾期天数	资产类别	计提标准%	贷款金额	比例%	减值准备
1	未逾期	正常类	2.5	929,246.58	99.08	23,231.16
2	20 天<逾期≤90 天	关注类	3	7,155.05	0.76	214.65
3	390 天<逾期≤180 天	次级类	30	1,378.46	0.15	413.54
4	4180 天<逾期≤360 天	可疑类	60	66.43	0.01	39.86
5	5360 天<逾期	损失类	100	-	-	-
小计				937,846.52	100	23,899.21

来源：公司公告，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
应收账款	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	5	16	38	41	90
增持	1	6	12	13	31
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	1
<b>评分</b>	<b>1.17</b>	<b>1.27</b>	<b>1.24</b>	<b>1.24</b>	<b>1.28</b>

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，不作为或被视为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