

# 三一重工（600031）点评报告

资产处置加速出清为转型扫除障碍，彰显坚定转型决心

投资评级：增持（维持）

事件：公司 14 日晚间公告 41 亿元出售子公司获得 14 亿元投资收益，同时将账面价值 47 亿元不良应收账款以 35 亿元价格转让至集团优化资产结构。

投资要点

■ 工程机械行业大机会取决公司主动加速出清并且转型业务超预期，否则都是主题性机会：

第一、工程机械上一轮周期由于大量低首付零首付杠杆销售仍积累着大量应收账款和融资租赁款。在国家没有供给侧改革政策支持行业出清时，行业公司只能选择主动出清。虽然大部分公司对应收账款的计提相对充分，但行业在过去几年并未主动出清。一般一年期以内的应收占款占比约在 70-90% 左右，但过去几年营收下滑情况下应收账款收入占比不断大幅增长。不包括融资租赁款，龙头公司应收/收入占比已超 100%，从历史平均水平和国外龙头公司报表来看，一般 20-50% 比较合理。这么大的包袱，如果不主动出清，就算行业复苏或转型业务成功都将持续对公司业绩产生负面影响。

第二、从海外工程机械龙头百年历史看，一般工程机械行业调整周期在 7-10 年左右，每次周期低谷基本会经历大幅亏损（国内龙头至今未出现亏损），而龙头卡特彼勒通过业务转型和海外业务占比提升，经历调整期后实现收入利润不断再创新高。全球工程机械巨头卡特彼勒在 90 年代中期开始布局全球产业链，并开始转型切入物流、金融服务业。2004 年，卡特的 CEO 吉姆·欧文斯上任，其认为工程机械主业周期性较大，为减少主业带来的利润剧烈波动，欧方斯重点发展了金融服务、物流、再制造 3 个利润率较高的服务性业务。2009 年经济较为疲软，公司服务性收入达到总收入 39%，而利润点比达到了 90%，对冲了主业下滑的周期性影响。公司业务结构多元后，营收、净利相对较为稳定。

■ 公司主动出清迈出行业第一步，为转型扫除障碍，彰显了坚定转型决心。

公司将以 25.34 亿转让子公司三一汽车制造的应收账款，以 7.72 亿转让子公司三一汽车起重机械的应收账款，受让方为三一集团，二者的应收账款账面价值分别为 35.87 亿元和 10.91 亿。我们认为这是处置应收账款最好的方式之一，有助于提高公司资金使用效率，进一步优化资产结构，应收占款/收入占比有望从 2016 年 3 季度末高达 133% 的占比下降至 80% 以下，同时减少减值拨备，直接增厚当期业绩。其他方式还有银行保理（改善当期现金流，但是出现坏账还是需要上市公司兜底），提高计提比例（影响当期利润，迫于债券评级融资压力，大部分公司不愿意这么做）。此外，公司今年 9 月完成第一期员工持股计划购买股票 7 亿元，中高层占比高达 81%，员工大比例增持公司股票，彰显对公司中长期发展的信心和转型决心。我们认为此次应收账款处置转让只是刚开始，建议关注后续持续出清进展。

■ 41 亿元出售子公司预计将获 14 亿元投资受益。

公司将全资子公司北京三一重机 100% 股权以人民币 40.77 亿元转让给深圳三一科技。由于北京三一重机已于今年 6 月将所有桩机业务相关资产和负债进行了剥离，本次交易主要为北京上海两地共计 200 亩土地，公司获 14 亿元投资收益，增值率达 52%。另外，北京三一重机 2015 年度实现营收 6.77 亿元，净利-4398 万元。

2016 年 12 月 15 日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

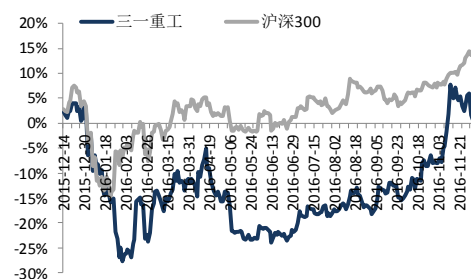
证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

13915521100

## 股价走势



## 市场数据

收盘价（元）	6.47
一年最低价/最高价	4.55/7.0
市净率	2.11
流通 A 股市值（百万元）	49131.37

## 基础数据

每股净资产（元）	3.07
资产负债率	59.72
总股本（百万股）	7610.86
流通 A 股（百万股）	7593.72

## 相关研究

公司点评：8 亿元员工持股计划，最多 2800 名员工参与 20160310  
公司点评：全资子公司获武器装备科研生产许可证；总投资 60 亿元“三一住工”项目签约落户昆山 20160218  
公司点评：发行 45 亿可转债，用于海外投资+研发项目，住宅工业化是未来看点 20151231

### ■ 工程机械行业小周期复苏，中期仍需密切关注公司转型进展

2016 年三季度以挖掘机为代表的国内工程机械行业表现出复苏，9-11 月单月销量同比增速约 70%，1-11 月累计同比增速 21%。行业复苏主要 2016 年房地产和基建投资旺盛和低基数效应、更新需求叠加因素。

预计 2017 年下游投资将下一台阶，房地产投资增速预计为 3-5%，基建投资增速约为 15-17%，我们认为行业销量高增长持续性有不确定性。

假设复苏超预期，从估值框架来看，主要公司的业绩很难超越 2011-2012 的高点，假设最乐观情况，三一重工未来三年业绩达到高峰期的 50%，约为 40 亿元，目前股价对应远期 PE 约为 12 倍，向上空间不大。

中长期仍需密切关注公司军工、住宅工业化等业务的转型进展，一旦转型业务利润超预期，将带来较大的估值重估的机会。

### ■ 投资建议与盈利预测

行业龙头率先主动出清甩包袱，行业复苏将有望成为业绩弹性最大的公司和有望成为最快转型成功的工程机械公司，中期提升公司估值水平。目前公司 PB 水平为 2.1 倍，我们认为三一作为工程机械国内龙头，2.5 倍 PB 较为合理，目前股价向上空间 20%；预计 2016-2018 年的 EPS 为 0.01,0.07,0.18 元，对应 PE 为 483,92,36 倍，维持“增持”评级。

### ■ 风险提示：

公司转型不及预期，工程机械销量数据低位。

财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>37328.8</b>	<b>38062.4</b>	<b>41704.1</b>	<b>50527.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>23366.9</b>	<b>21497.5</b>	<b>24722.1</b>	<b>30902.7</b>
现金	6840.9	7000.0	7500.0	8000.0	营业成本	17576.8	15865.2	17799.9	21631.9
应收款项	23768.4	24736.9	27092.8	33866.0	营业税金及附加	121.1	64.5	74.2	92.7
存货	5520.9	5650.6	6339.7	7704.5	营业费用	1939.3	1891.8	2175.5	2719.4
其他	1198.7	674.9	771.7	957.1	管理费用	2258.0	2125.6	2422.3	2990.9
<b>非流动资产</b>	<b>23898.9</b>	<b>24795.4</b>	<b>23636.8</b>	<b>22357.3</b>	财务费用	1321.2	1576.5	1735.5	1909.6
长期股权投资	1025.5	1025.5	1025.5	1025.5	投资净收益	-27.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	16320.0	17364.3	16353.6	15222.0	其他	47.0	147.9	147.9	147.9
无形资产	4436.2	4288.4	4140.5	3992.6	<b>营业利润</b>	<b>170.5</b>	<b>121.8</b>	<b>662.5</b>	<b>1706.0</b>
其他	2117.1	2117.1	2117.1	2117.1	营业外净收支	-50.6	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>61227.7</b>	<b>62857.8</b>	<b>65340.9</b>	<b>72884.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>119.9</b>	<b>121.8</b>	<b>662.5</b>	<b>1706.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>27804.0</b>	<b>29381.5</b>	<b>31589.0</b>	<b>38431.6</b>	所得税费用	-18.3	18.3	119.2	324.1
短期借款	17785.1	22192.1	23511.9	28600.3	少数股东损益	-0.4	1.6	8.1	20.7
					<b>归属母公司净利</b>				
应付账款	6228.7	5215.9	5852.0	7111.9	<b>润</b>	<b>138.6</b>	<b>102.0</b>	<b>535.1</b>	<b>1361.2</b>
其他	3790.3	1973.5	2225.0	2719.4	EBIT	1726.9	1698.3	2398.0	3615.6
<b>非流动负债</b>	<b>9793.0</b>	<b>9793.0</b>	<b>9793.0</b>	<b>9793.0</b>	EBITDA	3504.4	3520.6	4385.9	5701.1
长期借款	8702.2	8702.2	8702.2	8702.2					
					<b>重要财务与估值</b>				
其他	1090.8	1090.8	1090.8	1090.8	<b>指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>37597.0</b>	<b>39174.5</b>	<b>41382.0</b>	<b>48224.6</b>	每股收益(元)	0.02	0.01	0.07	0.18
少数股东权益					每股净资产(元)	2.98	2.98	3.02	3.11
益	960.0	961.6	969.7	990.4	发行在外股份(百万股)	7616.5	7616.5	7616.5	7616.5
归属母公司									
股东权益	22670.7	22721.7	22989.3	23669.8	ROIC(%)	4.1%	2.8%	3.6%	5.0%
<b>负债和股东权益</b>					ROE(%)	0.6%	0.4%	2.3%	5.8%
<b>益总计</b>	<b>61227.7</b>	<b>62857.8</b>	<b>65340.9</b>	<b>72884.8</b>					
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)	24.3%	25.9%	27.7%	29.7%
	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBIT Margin(%)	7.4%	7.9%	9.7%	11.7%
经营活动现金流	2136.0	-2097.2	277.0	-3101.8	销售净利率(%)	0.6%	0.5%	2.2%	4.4%
投资活动现金流	-229.1	-2099.6	-829.3	-806.0	资产负债率(%)	61.4%	62.3%	63.3%	66.2%
筹资活动现金流	-198.5	4356.0	1052.3	4407.8	收入增长率(%)	-23.0%	-8.0%	15.0%	25.0%
现金净增加额	1708.8	159.1	500.0	500.0	净利润增长率(%)	-80.5%	--	424.7%	154.4%
折旧和摊销	1777.5	1822.3	1987.9	2085.5	P/E	355.58	483.19	92.09	36.20
资本开支	86.3	-2283.1	-829.3	-806.0	P/B	2.17	2.17	2.14	2.08
营运资本变动	-1377.9	-4023.1	-2254.1	-6569.1	EV/EBITDA	24.79	25.12	20.67	17.10
企业自由现金流	2203.9	-3040.3	870.8	-2361.0					

资料来源: Wind 资讯, 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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>