

2018 年 4 月 17 日

业绩符合预期，资产质量步入良性通道 增持（维持）

事件：公司公布 2017 年年报，实现营收 383.35 亿元，同比+64.67%；实现归母净利润 20.92 亿元，同比+928.35%，扣非后净利润为 17.87 亿元，同比+669.88%。利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.6 元（含税）。

投资要点

■ 各项业务收入大增，受益行业景气向上

分业务看，公司混凝土机械/挖掘机械/起重机械/桩工机械/路面机械业务收入分别为 126/136.69/52.44/29.13/13.43 亿元，同比分别+32.59%/+82.99%/+93.5%/+145.52%/+53.59%。公司核心竞争力进一步增强，公司挖掘机械、混凝土机械、起重机械等设备销售收入均较上年大幅增长，是主要的收入贡献来源。

2017 年全年挖掘机械市场累计销量 140302 台，同比+99.5%，创下自 2012 年以来最高销量；其他机型均销售成绩亮眼。受益于下游景气度持续旺盛，以及工程机械板块在经历一年多的复苏，资产负债表逐渐修复，板块整体盈利实现大幅提升。

■ 盈利能力大幅提升，期间费用管控增强

2017 年综合毛利率 30.07%，同比+3.86pct。分业务看，公司混凝土机械/挖掘机械/起重机械/桩工机械/配件及其他/路面机械业务的毛利率分别为 24.22%/40.62%/22.99%/30.65%/18.20%，同比分别+2.76pct/+8.20pct/+11.05pct/+5.41pct/+0.80pct。在上游钢铁等原材料普遍上涨的条件下公司依然维持毛利率的上升，主要是公司收入进一步增长的规模效应以及产品改造升级所致。其中挖掘机和起重机毛利率增长较大，我们判断是由于市场前期二手机出清，销售以新机为主所致。

2017 年，公司期间费用率为 20.05%，同比-2.95pct，其中销售费用率 10.00%，管理费用率 6.61%，财务费用率 3.44%，同比分别-0.13pct，-2.50pct，-0.32pct。其中管理费用下降幅度较大主要是公司销售收入增加，规模效应所致。总体来看，公司期间费用率均有下降，公司管控能力增强，盈利能力提高。

■ 现金流情况好转，资产质量显著改善，解决历史遗留问题

公司经营质量与经营效率显著提升，产能利用率及产品总体盈利水平提高，报告期内，公司经营性现金流 85.65 亿元，同比大增 163.57%，远超收入增速并超过历史最高水平，公司销售回款大幅增加。

报告期末，公司应收账款共计 183.66 亿元，同比+1.55%，计提资产减值损失共计 11.89 亿元，其中包括 8.84 亿元的坏账损失计提。应收账款周转率从去年的 1.19 提升至 2.10，通过强力的风险穿透与管控措施实现逾期贷款风险可控，逾期贷款总额大幅下降、逾期率控制在低水平。在收入增长 65%的前提下公司应收账款不升反降，我们判断公司相关风险基本化解。同时，公司应收票据 8.74 亿，虽比上一年度增长约两倍，但与 2011 年行业高峰时期相比已经降低很多。

报告期末，公司存货余额为 76.42 亿元，同比增长 22.85%，主要是公司销售规模扩大，对存货需求量增加。存货周转率从去年的 2.90 提升至 3.87，企业现金周转效率提升。

2017 年底，公司资产负债率为 54.71%，较年初下降 7.19 个百分点，公司财务结构非常稳健。总体来看，公司资产质量不断优化，步入良性通道。

■ 主导产品市场地位稳固，龙头企业仍是最佳受益对象

公司作为行业龙头，2017 年混凝土机械销售收入稳居全球第一，挖掘机械国内市场连续七年蝉联销量冠军，市场占有率超过 22%，特别是中大型挖掘机市场份额提升较快。其他如起重机械、桩工机械等产品继续稳固市场地位，市场占有率稳步提升。同时，公司注重研发，本期研发投入 19.16 亿元，同比+70.39%，占营业收入的 5.00%。

中长期看，公司的产品线、下游客户分布、全球布局水平决定了其穿越周期的能力较高，能够摆脱国内宏观周期波动，解决估值下移的问题。在强者恒强的时代，龙头享受溢价，龙头仍为最优选择。

■ 盈利预测与投资建议：

总体而言，2017 年业绩符合预期，预计在资产负债表修复完成以后，中期仍看好公司竞争力和 ROE 修复轻装上阵后的业绩弹性，预计 2018-2020 年归母净利润分别为 36（原预测为 30）、45（原预测为 40）、59 亿元，EPS 分别为 0.47、0.59、0.76 元，对应 PE 为 18、14、11X，故维持“增持”评级。

■ 风险提示：工程机械行业景气回暖不及预期。

证券分析师 陈显帆

执业证书编号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

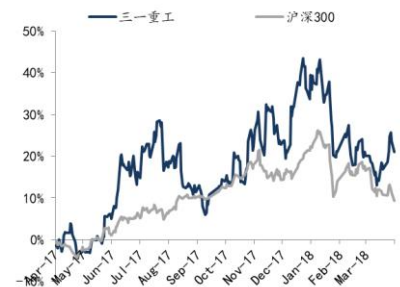
证券分析师 周尔双

执业证书编号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	8.33
一年最低/最高价	6.41/10.02
市净率（倍）	2.5
流通 A 股市值	63698.5
（百万元）	

基础数据

每股净资产（元）	3.27
资本负债率（%）	54.71
总股本（百万股）	7707.31
流通 A 股（百万股）	7646.88

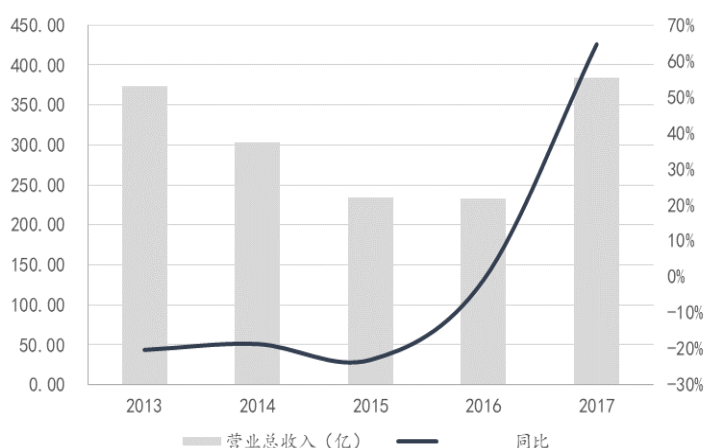
相关研究

1. 三一重工：业绩预告符合预期，轻装上阵进行时 -20180131
2. 三一重工：三季报业绩符合预期，ROE 持续改善-20171031
3. 三一重工：短期下蹲有利中期的飞跃，中期仍看好 ROE 修复 -20170830
4. 三一重工：H2 销量将保持高速增长、盈利能力回升将超预期 -20170726
5. 三一重工：牵手中船重工七〇五所，“民参军”助力未来发展-20170627

1. 各项业务收入大增，受益行业景气向上

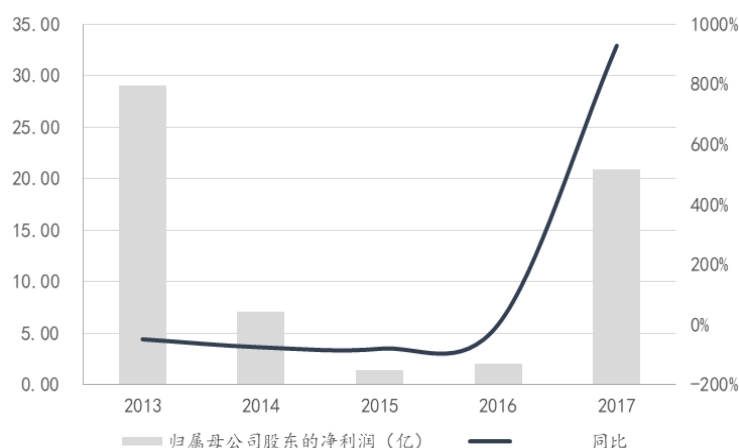
分业务看，公司混凝土机械/挖掘机械/起重机械/桩工机械/路面机械业务收入分别为126/136.69/52.44/29.13/13.43 亿元，同比分别+32.59%/+82.99%/+93.5%/145.52%/53.59%。公司核心竞争力进一步增强，公司挖掘机械、混凝土机械、起重机械等设备销售收入均较上年大幅增长。

图1：2017 年营收同比增长 64.67%



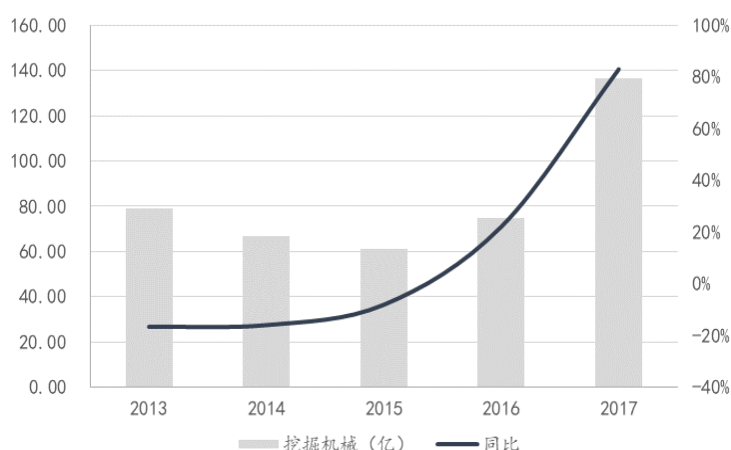
资料来源：WIND，东吴证券研究所

图2：2017 年归母净利润同比增长 928.35%



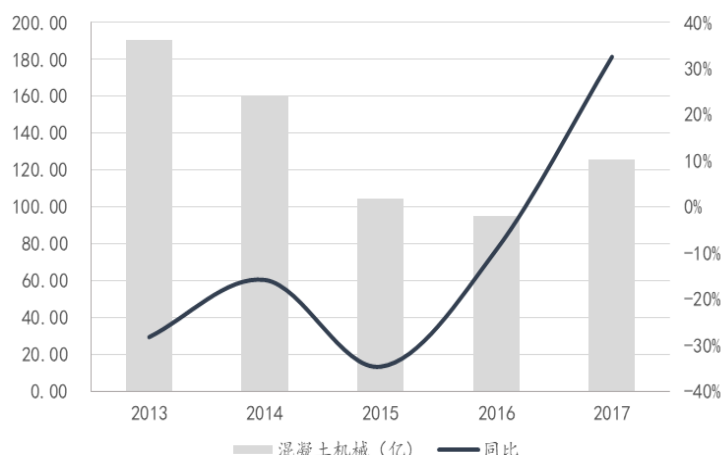
资料来源：WIND，东吴证券研究所

图3：公司主要业务——挖掘机械收入增长迅速



资料来源：WIND，东吴证券研究所

图4：公司主要业务——混凝土机械收入增长迅速



资料来源：WIND，东吴证券研究所

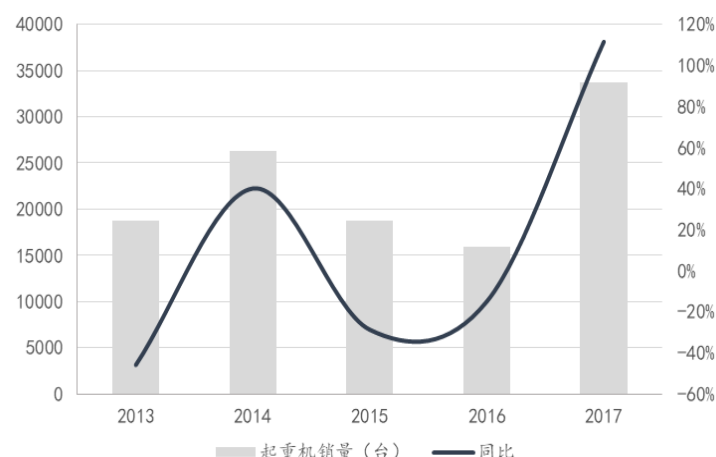
2017 年全年挖掘机市场累计销量 140302 台，同比+99.5%，创下自 2012 年以来最高销量；其他机型均销售成绩亮眼。受益于下游景气度持续旺盛，以及工程机械板块在经历一年多的复苏，资产负债表逐渐修复，板块整体盈利实现大幅提升。

图5：2013-2017 年挖掘机市场行业销量



资料来源：WIND，东吴证券研究所

图6：2013-2017 年起重机市场行业销量

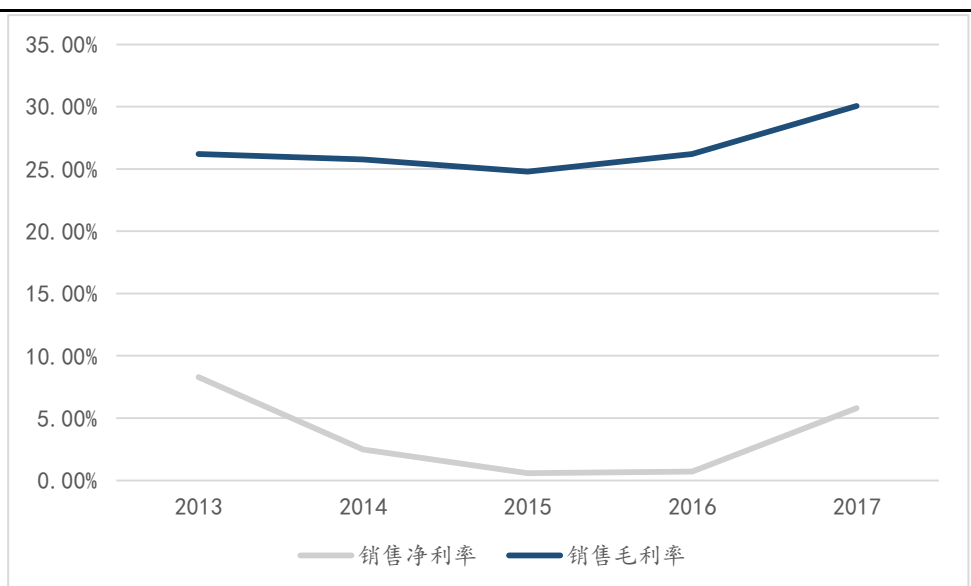


资料来源：WIND，东吴证券研究所

2. 盈利能力大幅提升，期间费用管控增强

2017 年综合毛利率 30.07%，同比+3.86pct。分业务看，公司混凝土机械/挖掘机械/起重机械/桩工机械/配件及其他/路面机械业务的毛利率分别为 24.22%/40.62%/22.99%/30.65%/18.20%，同比分别 +2.76pct/8.20pct/11.05pct/5.41pct/0.80pct。在上游钢铁等原材料普遍上涨的条件下公司依然维持毛利率的上升，主要是公司收入进一步增长的规模效应以及产品改造升级所致。其中挖掘机和起重机毛利率增长较大，我们判断是由于市场前期二手机出清，销售以新机为主所致。

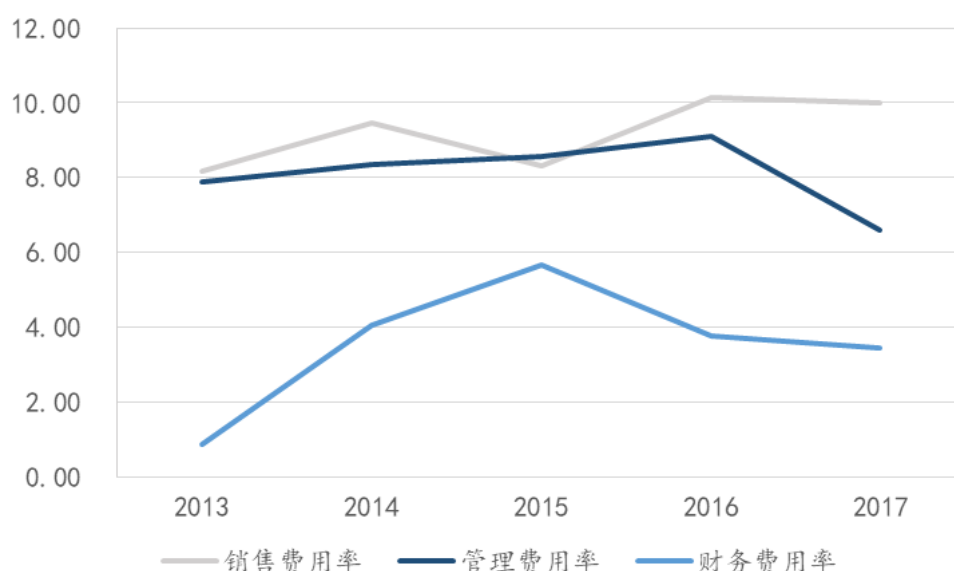
图7：盈利能力大幅提升



资料来源：WIND，东吴证券研究所

2017 年，公司期间费用率为 20.05%，同比-2.95pct，其中销售费用率 10.00%，管理费用率 6.61%，财务费用率 3.44%，同比分别-0.13pct，-2.50pct，-0.32pct。其中管理费用下降幅度较大主要是公司销售收入增加，规模效应所致。总体来看，公司期间费用率均有下降，公司管控能力增强，盈利能力提高。

图8：期间费用率下降，管控能力增强

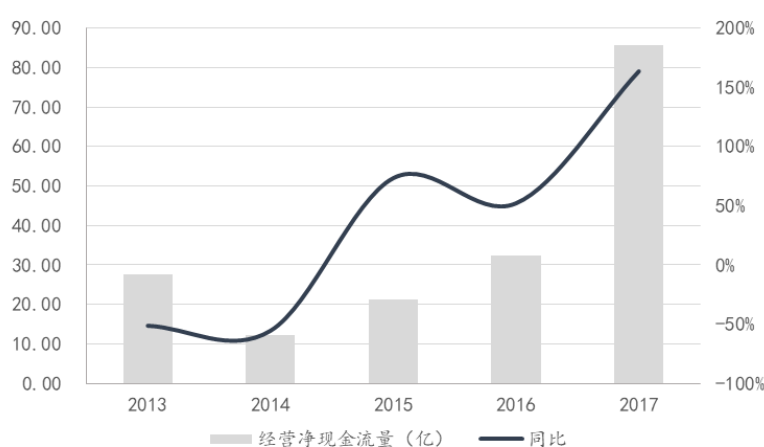


资料来源：WIND, 东吴证券研究所

3. 现金流情况好转，资产质量显著改善，解决历史遗留问题

公司经营质量与经营效率显著提升，产能利用率及产品总体盈利水平提高。报告期内，公司经营性现金流 85.65 亿元，同比大增 163.57%，远超收入增速并超过历史最高水平，说明公司销售回款大幅增加。

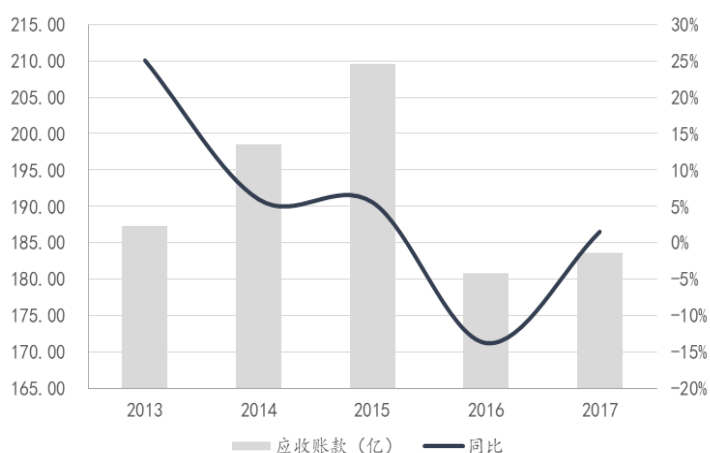
图9：经营净现金流量持续为正，不断上升



资料来源：WIND, 东吴证券研究所

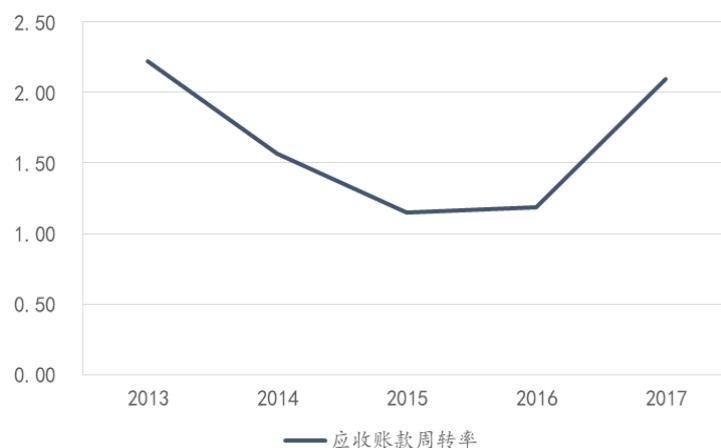
报告期末,公司应收账款共计 183.66 亿元,同比+1.55%,计提资产减值损失共计 11.89 亿元,其中包括 8.84 亿元的坏账损失计提。应收账款周转率从上年的 1.19 提升至 2.10,通过强力的风险穿透与管控措施实现逾期贷款风险可控,逾期贷款总额大幅下降、逾期率控制在低水平。在收入增长 65%的前提下公司应收账款不升反降,我们判断公司相关风险基本化解。同时,公司应收票据 8.74 亿,虽比上一年度增长约两倍,但与 2011 年行业高峰时期相比已经降低很多。

图10: 收入大增条件下应收账款基本持平



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图11: 应收账款周转率提高

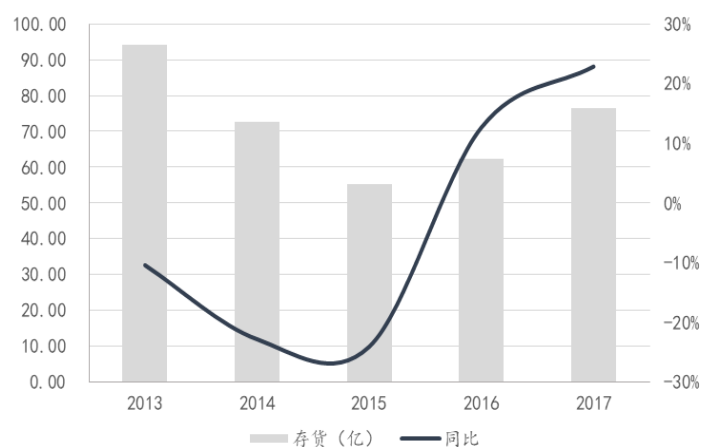


资料来源: WIND, 东吴证券研究所

报告期末,公司存货余额 76.42 亿元,同比增长 22.85%,主要是公司销售规模扩大,对存货需求量增加。存货周转率从上年的 2.90 提升至 3.87,企业现金周转效率提升。

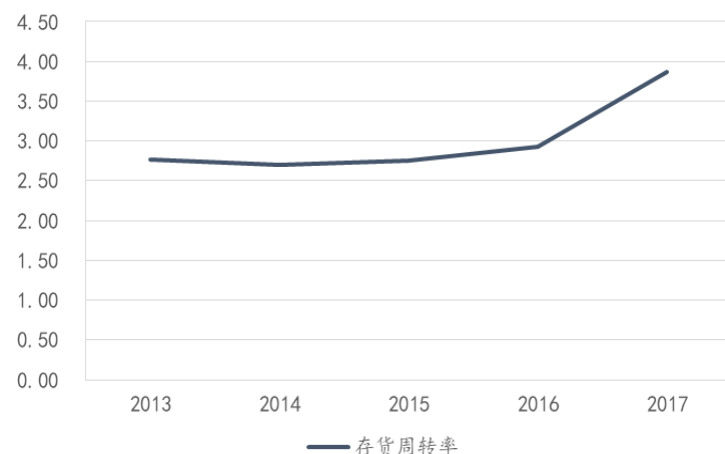
2017 年底,公司资产负债率为 54.71%,较年初下降 7.19 个百分点,公司财务结构非常稳健。总体来看,公司资产质量不断优化,步入良性通道。

图12: 存货受销售规模扩张影响增加



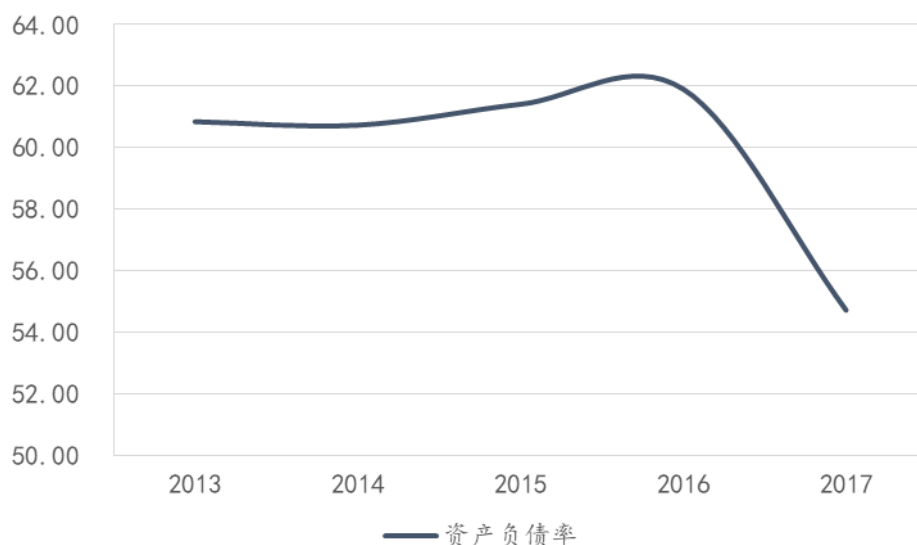
资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图13: 存货周转率增大, 企业现金周转效率提升



资料来源: WIND, 东吴证券研究所

图14：资产负债率下降，财务结构稳健



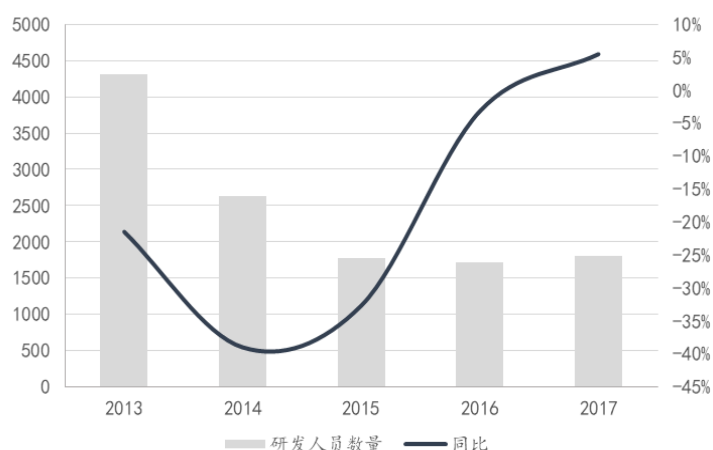
资料来源：WIND, 东吴证券研究所

4. 主导产品市场地位稳固，龙头企业仍是最佳受益对象

公司作为行业龙头，2017年混凝土机械销售收入稳居全球第一，挖掘机国内市场连续七年蝉联销量冠军，市场占有率超过22%，特别是中大型挖掘机市场份额提升较快。其他如起重机械、桩工机械等产品继续稳固市场地位，市场占有率稳步提升。同时，公司注重研发，本期研发投入19.16亿元，同比+70.39%，占营业收入的5.00%。

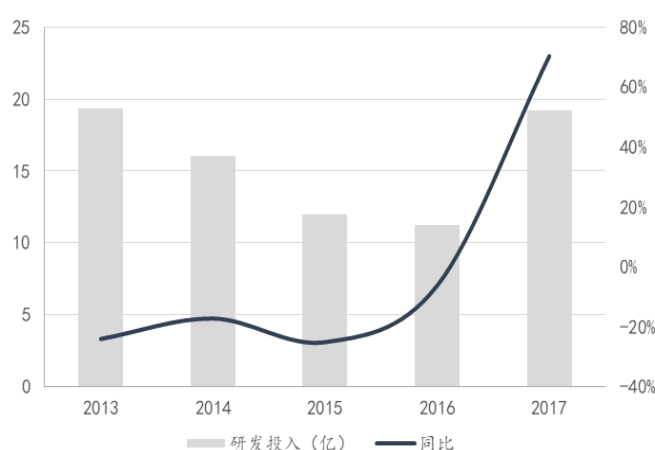
中长期看，公司的产品线、下游客户分布、全球布局水平决定了其穿越周期的能力较高，能够摆脱国内宏观周期波动，解决估值下移的问题。在强者恒强的时代，龙头享受溢价，龙头仍为最优选择。

图15：研发人员数量稍有增长



资料来源：WIND, 东吴证券研究所

图16：研发投入大幅增长，占营收5%



资料来源：WIND, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

总体而言, 2017 年业绩符合预期, 预计在资产负债表修复完成以后, 中期仍看好公司竞争力和 ROE 修复轻装上阵后的业绩弹性, 预计 2018-2020 年归母净利润分别为 36 亿元 (原盈利预测为 30 亿元)、45 亿元 (原盈利预测为 40 亿元)、59 亿元, EPS 分别为 0.47、0.59、0.76 元, 对应 PE 为 18、14、11X, 故维持“增持”评级。

6. 风险提示

工程机械行业景气回暖不及预期。

三一重工财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	36207.4	58188.6	66363.7	76663.7	营业收入	38335.1	48604.5	61390.2	77910.8
现金	4103.6	20530.8	18787.5	16279.4	营业成本	26805.9	33737.7	42578.7	54469.6
应收款项	21023.6	26632.6	33638.5	42690.9	营业税金及附加	279.2	486.0	613.9	779.1
存货	7641.9	8781.0	11082.1	14177.0	销售费用	3832.3	4860.4	6139.0	7791.1
其他	3438.4	2244.2	2855.6	3516.4	管理费用	2871.8	3538.7	4495.1	5668.1
非流动资产	22030.2	22244.1	21426.8	20777.8	财务费用	1319.0	826.4	1129.1	1207.6
长期股权投资	1404.3	1404.3	1404.3	1404.3	投资净收益	-19.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	13638.8	13989.0	13308.2	12795.6	其他	-331.6	-163.6	-163.6	136.4
无形资产	4091.8	3955.4	3819.0	3682.6	营业利润	2876.0	4991.6	6270.8	8131.7
其他	2895.4	2895.4	2895.4	2895.4	营业外净收支	-7.2	0.0	0.0	0.0
资产总计	58237.7	80432.7	87790.5	97441.6	利润总额	2868.8	4991.6	6270.8	8131.7
流动负债	22982.5	37140.5	41639.2	47671.7	所得税费用	641.8	1148.1	1442.3	1870.3
短期借款	5256.2	20000.0	20000.0	20000.0	少数股东损益	134.8	230.6	289.7	375.7
					归属母公司净利				
应付账款	10937.7	12940.5	16331.5	20892.5	润	2092.3	3612.9	4538.8	5885.7
其他	6788.6	4200.0	5307.6	6779.2	EBIT	4884.6	6118.0	7699.9	9339.3
非流动负债	8882.0	14882.0	15182.0	15482.0	EBITDA	6798.1	7692.7	9396.6	11140.2
长期借款	3366.9	9366.9	9666.9	9966.9					
其他	5515.1	5515.1	5515.1	5515.1					
负债总计	31864.5	52022.5	56821.2	63153.7	重要财务与估值				
少数股东权益	875.6	1106.2	1395.9	1771.6	指标	2017	2018E	2019E	2020E
归属母公司股东					每股收益(元)	0.27	0.47	0.59	0.76
权益	25497.6	27304.0	29573.4	32516.3	每股净资产(元)	3.33	3.54	3.84	4.22
负债和股东权益总					发行在外股份(百				
计	58237.7	80432.7	87790.5	97441.6	万股)	7668.2	7707.3	7707.3	7707.3
					ROIC(%)	9.0%	12.1%	13.9%	15.0%
					ROE(%)	8.2%	13.2%	15.3%	18.1%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	29.3%	29.6%	29.6%	29.1%
	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT Margin(%)	12.7%	12.6%	12.5%	12.0%
经营活动现金流	8564.5	-1274.7	1505.5	1286.7	销售净利率(%)	5.5%	7.4%	7.4%	7.6%
投资活动现金流	1218.1	-1235.5	-1279.5	-1151.9	资产负债率(%)	54.7%	64.7%	64.7%	64.8%
筹资活动现金流	-13084.6	18937.4	-1969.4	-2642.9	收入增长率(%)	64.7%	26.8%	26.3%	26.9%
现金净增加额	-3324.4	16427.2	-1743.4	-2508.1	净利润增长率(%)	928.4%	72.7%	25.6%	29.7%
折旧和摊销	1913.5	1574.7	1696.7	1800.9	P/E	30.53	17.77	14.15	10.91
资本开支	-30.0	-1185.4	-1179.5	-1151.9	P/B	2.51	2.35	2.17	1.97
营运资本变动	4694.7	-6992.9	-5319.7	-6775.6	EV/EBITDA	14.08	15.07	12.84	11.40
企业自由现金流	11427.2	-1892.8	1126.5	1064.6					

数据来源: wind, 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>

