



从年报看三一穿越周期

——三一重工（600031）2017年年报点评

2018年04月17日

强烈推荐/维持

三一重工

财报点评

任天辉	分析师	执业证书编号: S1480517090003	
	rentianhui1989@hotmail.com 010-66554037		
樊艳阳	研究助理		
	fanyanyang1990@126.com 010-66554089		

事件：

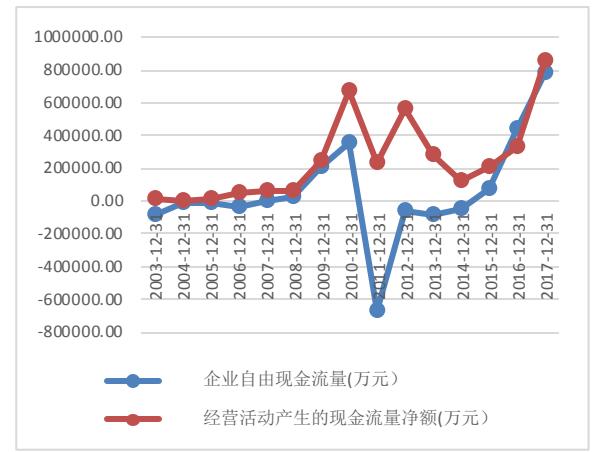
2017年报告期内，公司实现营业收入人民币383.35亿元，较2016年232.80亿元上升64.67%；实现归母净利润20.92亿元，较2016年2.03亿元同比上升928.35%。公司总体毛利率30.07%，同比增加3.86个百分点。基本每股收益0.27元。公司拟每10股派发红利1.6元（含税）。

公司分季度财务指标

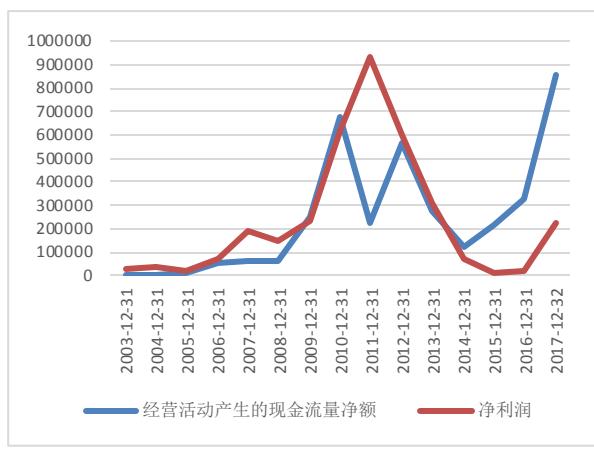
指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	5992.61	5269.57	6790.41	9376.81	9831.01	8951.25	10176.02
增长率（%）	-19.76%	10.36%	37.59%	79.38%	64.05%	69.87%	49.86%
毛利率（%）	28.34%	24.98%	25.50%	32.55%	27.29%	30.70%	29.93%
期间费用率（%）	22.78%	22.61%	18.25%	19.92%	19.66%	19.46%	21.05%
营业利润率（%）	2.02%	1.86%	14.42%	10.10%	6.70%	8.87%	4.68%
净利润（百万元）	56.56	52.39	-44.41	811.81	458.38	668.48	288.42
增长率（%）	-78.75%	-114.85%	-175.05%	717.76%	710.49%	1176.10%	-749.38%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.00	0.00	0.10	0.05	0.08	0.04
资产负债率（%）	60.81%	59.72%	61.90%	59.95%	57.93%	56.52%	54.71%
净资产收益率（%）	0.23%	0.22%	-0.19%	3.33%	1.83%	2.59%	1.09%
总资产收益率（%）	0.09%	0.09%	-0.07%	1.33%	0.77%	1.13%	0.50%

观点：

自由现金流再创新高，盈利能力大幅提升。公司净经营活动现金流2011年阶段性见顶，随后公司进行大规模扩张导致企业自由现金流大幅低于经营活动现金流。公司行业底部稳健经营，苦练内功，自由现金流于2015年首次转正，并在随后的2016年和2017年持续改善。本轮工程机械复苏公司自由现金流增长质量与速度远远好于上一轮行业周期。从年报披露净经营活动现金流与净利润来看，远在本轮工程机械复苏开始之前，公司净经营活动现金流改善已经出现拐点，标志着公司经营理念由“外”（净利润）到“里”（现金流）的充分转变。现金流决定公司价值，我们认为公司目前经营水平已经今非昔比，未来自由现金流斜率陡峭增长的态势大概率延续，企业价值有望穿越周期充分被市场挖掘。

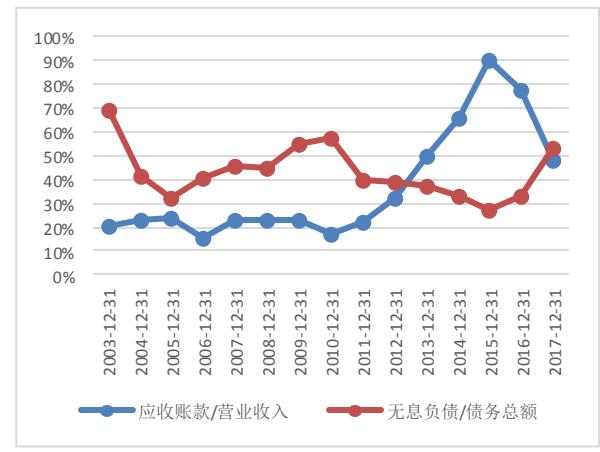
图 1：三一重工现金流


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

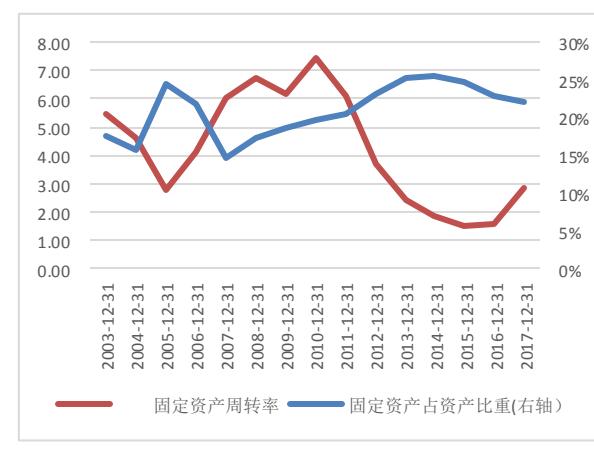
图 2:现金流与净利润


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

品牌价值被严重低估，不断向价值链两端靠拢。2016年和2017年公司经营性应付项目增加分别为28.98亿元和49.04亿元，是公司净利润与净经营活动现金流剪刀差持续扩大的主要原因，报表上体现为公司无息负债占负债总额比重持续上升。从收入端来看，公司应收账款占营业收入比重自2016年以来持续大幅下降，回款情况得到大幅改善。公司充分利用22%市场占有率的龙头话语权，高效使用上下游“零成本”资金占款大幅改善自身现金流，是公司品牌价值的充分体现。从资产来看，公司固定资产占比自2014年开始持续降低，固定资产周转率触底反弹，同时公司持续加大研发费用投入，向品牌和研发价值链两端不断攀升。

图 3:上下游占款能力加强


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4:固定资产周转触底回升


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

稳态市场，龙头有望穿越周期。2010-2011年，挖掘机销量分别达到了16.6万台和历史最高的19.4万台；目前挖掘机的市场保有量已经接近130万台，以8-10年的更新周期计算，我们判断未来挖掘机市场的年化更新需求均值在12-14万台之间，我们维持2018年挖掘机销量突破16万台，同比增速约20%左右的判断。公司不断深化市场经销渠道，加大研发投入，培育品牌价值，目前公司管理水平比肩国际巨头，随着公司工业互联网应用的持续深化，公司库存及营运资金管理将进一步释放盈利空间，工程机械龙头有望穿越周期，实现价值飞跃。

结论：

暂不考虑公司派发红利，我们预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 512.05 亿元、624.09 亿元和 699.21 亿元，净利润分别为 40.26 亿元、54.61 亿元和 60.00 亿元，EPS 分别为 0.52 元、0.71 元和 0.77 元，对应 PE 分别为 16X、12X 和 11X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：销售不达预期、下游行业景气度回落

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					
流动资产合计	37992	36207	61780	68254	73967	营业收入	23280	38335	51205	62409	69921					
货币资金	7442	4104	10241	9361	10488	营业成本	17179	26806	35045	43013	48024					
应收账款	18085	18366	36748	41056	43225	营业税金及附加	220	279	374	500	526					
其他应收款	4782	1784	2383	2905	3254	营业费用	2359	3832	4852	4993	6403					
预付款项	337	697	1080	1502	2048	管理费用	2121	2533	4146	4993	5292					
存货	6220	7642	8641	10606	11842	财务费用	875	1319	900	1031	1031					
其他流动资产	599	1473	1473	1473	1473	资产减值损失	948.42	1189.0	876.00	1004.48	1023.17					
非流动资产合计	23563	22030	20878	18890	16834	公允价值变动收益	-563.37	402.68	40.56	-40.05	134.40					
长期股权投资	1528	1404	1404	1404	1404	投资净收益	2181.47	-19.29	711.73	957.97	550.14					
固定资产	14014.4	11954.4	10342.5	8730.55	营业利润		1196	2876	5764	7793	8306					
无形资产	4188	4092	3683	3273	2864	营业外收入	437.61	98.37	302.03	279.34	226.58					
其他非流动资产	73	86	50	50	50	营业外支出	1570.16	105.56	698.83	791.51	531.97					
资产总计	61555	58238	82658	87144	90801	利润总额	63	2869	5368	7281	8000					
流动负债合计	23800	22983	42334	41495	39299	所得税	-101	642	1342	1820	2000					
短期借款	8908	2257	18228	12885	9815	净利润	164	2227	4026	5461	6000					
应付账款	4605	6218	9601	11784	12434	少数股东损益	-40	135	32	42	70					
预收款项	1063	1470	2428	3191	4159	归属母公司净利润	203	2092	3994	5418	5931					
一年内到期的非流	2199	2999	2999	2999	2999	EBITDA	7959	9862	8686	10846	11358					
非流动负债合计	14302	8882	8703	8703	8703	EPS (元)	0.03	0.27	0.52	0.71	0.77					
长期借款	9413	3367	4489	4489	4489	主要财务比率										
应付债券	4184	4210	4210	4210	4210							2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	38102	31865	51037	50197	48002	成长能力										
少数股东权益	735	876	907	949	1019	营业收入增长	-0.37%	64.67%	33.57%	21.88%	12.04%					
实收资本(或股本)	7658	7668	7668	7668	7668	营业利润增长	601.04%	140.57	100.43%	35.19%	6.58%					
资本公积	595	1050	1050	1050	1050	归属于母公司净利润	90.90%	35.66%	90.90%	35.66%	9.45%					
未分配利润	13616	15126	19022	24314	30108	获利能力										
归属母公司股东权	22717	25498	30714	35998	41780	毛利率 (%)	48.47%	48.11%	30.15%	30.34%	31.52%					
负债和所有者权	61555	58238	82658	87144	90801	净利率 (%)	0.70%	5.81%	7.86%	8.75%	8.58%					
现金流量表					单位:百万元											
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E											
经营活动现金流	3249	8565	-9707	5752	5690	偿债能力										
净利润	164	2227	4026	5461	6000	资产负债率 (%)	62%	55%	62%	58%	53%					
折旧摊销	5888.38	5666.62	0.00	2021.15	2021.15	流动比率	1.60	1.58	1.46	1.64	1.88					
财务费用	875	1319	900	1031	1031	速动比率	1.33	1.24	1.26	1.39	1.58					
应收账款减少	0	0	-18382	-4309	-2169	营运能力										
预收帐款增加	0	0	958	762	969	总资产周转率	0.38	0.64	0.73	0.74	0.79					
投资活动现金流	2262	1218	-52	-148	-343	应收账款周转率	1	2	2	2	2					
公允价值变动收益	-563	403	41	-40	134	应付账款周转率	5.65	7.08	6.47	5.84	5.77					
长期股权投资减少	0	0	131	-61	-3	每股指标 (元)										
投资收益	2181	-19	712	958	550	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.27	0.52	0.71	0.77					
筹资活动现金流	-4661	-13085	15897	-6483	-4220	每股净现金流(最新)	0.11	-0.43	0.80	-0.11	0.15					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.97	3.33	4.01	4.69	5.45					
长期借款增加	0	0	1122	0	0	估值比率										
普通股增加	41	10	0	0	0	P/E	311.99	30.48	15.99	11.79	10.77					
资本公积增加	-168	455	0	0	0	P/B	2.81	2.51	2.08	1.77	1.53					
现金净增加额	851	-3302	6137	-880	1127	EV/EBITDA	10.18	7.36	9.62	7.29	6.59					

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

研究助理简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。