



2018-07-14

公司深度报告

买入/维持

三一重工(600031)

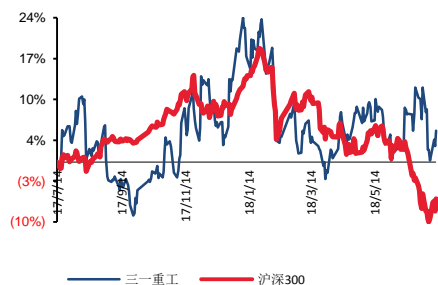
目标价: 12

昨收盘: 8.41

工业 资本货物

行稳致远，剑指全球

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7,739/7,700
总市值/流通(百万元)	65,082/64,758
12 个月最高/最低(元)	9.88/7.32

相关研究报告:

三一重工(600031)《一季报业绩大幅超预期,未来利润向上空间巨大》
--2018/04/25

三一重工(600031)《经营质量大幅提升,业绩释放有望超预期》
--2018/04/16

三一重工(600031)《工程机械行业持续火爆,业绩释放有望超预期》
--2018/04/13

证券分析师: 钱建江

电话: 021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517070002

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

报告摘要

伴随行业起伏明显,总体大幅跑赢大盘:回顾公司上市后的股价表现,呈现出几个特点:1)从绝对收益来看,上市后累计涨幅超过15倍,大幅跑赢大盘指数,是机械行业中表现最好的股票之一;2)采用与上证综指的相对收益来排除整体市场波动,公司股价呈现出明显的周期性,业绩上升相对股价大幅上升而在宏观经济低迷期股价相对跌幅也较大,2016年6月至今公司仍处于相对收益上升周期,目前涨幅已达到85%;3)相对工程机械板块而言,公司股价大部分时间都是跑赢行业,上市后相对行业的涨幅350%,龙头效应显著。

卡特比勒和小松全球经营遥遥领先,国际化是公司下一轮增长核心动力:根据《国际建设》2018年全球工程机械50强排名,卡特比勒和小松收入分别为266.37亿美元和192.44亿美元,分别占全球工程机械市场份额的16.4%和11.9%,牢牢占据前两名。从收入结构来看,卡特比勒和小松都是全球经营,2017海外收入分别占53.65%和84.16%,贡献大部分收入来源。而国内工程机械企业仍主要依赖国内市场,公司是国内最早布局海外市场的企业,2017年海外收入达到116.18亿元,占总收入的30.31%,在国家一带一路、产能合作等大战略下,公司国际化脚步明显加快,近期挖机出口销量不断超预期,国际化将成为公司下一轮增长核心动力。

聚焦高利润产品和保持服务领先,是公司的两大竞争利器:公司的产品战略是聚焦高利润产品,产品力极强,混凝土机械已成就全球霸主地位,挖掘机销量国内第一,汽车起重机稳居国内前三且大吨位汽车起重机和履带起重机均是国内第一。公司服务是整个行业的标杆,近年来三一加快了数字化、智能化转型步伐,打造ECC企业控制中心为用户提供信息服务、实施追踪、远程排故等在线服务,提升客户服务水平。

工程机械行业波动变小,泵车接力有望推动公司未来2-3年持续成长:从挖机行业需求侧看,目前房地产和基建投资增速下降更为平滑,且需求结构以存量更新为主,在维持总工程量一定的情况下,更新需求有望托底销量;从行业供给侧来看,行业目前处于理性状态,没有出现过于放松的销售政策导致需求透支,有望拉长需求景气周期。在销量需求平稳的前提下,我们看好公司的份额持续提升。另外,混凝土机械调整幅度比挖机更大,从2017年开始已有明显复苏,且强度

执业资格证书编码：S1190517040001

不断增强。泵车（这里指 37 米以上的长臂架泵车）作为混凝土机械核心产品，毛利率非常高，有望为公司贡献业绩弹性。我们预计今年泵车新车市场销量有望达到 3500 台左右，并且，未来 2-3 年有望回升至 5000-6000 台的水平。而公司在泵车领域的竞争优势更加明显，有望占到大部分市场份额。同时，公司也逐步发力用于农村市场的小臂架泵车，目前已占到公司泵车销量的 20%，并有望进一步扩大市场占有率。在本轮周期中，混凝土泵车有望接力成为公司继挖机之后新的业绩增长点，推动未来 2-3 年业绩持续增长。

行业龙头地位凸显，长期看公司有机会成为下一个卡特彼勒：从营收和利润规模看，公司已远远超越国内竞争对手，行业龙头地位凸显。而对比全球龙头卡特比勒，我们认为公司具备与卡特比勒类似，成长为全球化经营企业的基因和能力，主要体现在 1) 强大的产品和服务能力；2) 适度多元化；3) 全球化布局；4) 危机中迅速调整的能力。目前，公司的产品能力、服务能力、全球经营能力仍在不断提升中，公司本身的资产质量、经营情况处于历史最好水平。我们认为未来 1-2 年工程总量将维持一定水平，公司的业绩有望持续向上。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 48.62 亿、62.43 亿和 77.12 亿，对应 PE 分别为 13 倍、10 倍和 8 倍，考虑到目前国内工程机械行业仍然处于景气周期，预计未来 1-2 年国内市场需求波动率会大幅降低，而公司经营情况处于历史最好水平，国际化将成为公司下一轮增长的核心动力，维持“买入”评级。

风险提示：宏观政策面可能趋紧；后续开工情况不达预期等

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	38335.09	50797.72	57412.48	63153.73
增长率	64.67%	32.51%	13.02%	10.00%
归属母公司净利润（百万元）	2092.25	4862.04	6242.97	7711.66
增长率	928.35%	132.38%	28.40%	23.53%
每股收益 EPS（元）	0.27	0.63	0.81	1.01
PE	31	13	10	8
PB	2.45	2.15	2.10	2.06

目录

1 国内工程机械龙头，过去表现明显跑赢大盘.....	5
1.1 激荡三十年，成长为国内工程机械龙头企业	5
1.2 伴随行业起伏明显，总体大幅跑赢大盘	7
2 卡特比勒和小松遥遥领先，国际化是三一下一轮增长核心动力	9
2.1 纵观全球，卡特比勒和小松遥遥领先	9
2.2 卡特比勒和小松概况	10
2.3 国际化是三一重工下一轮增长核心动力	13
3 聚焦高利润产品和保持服务领先，是公司的两大竞争利器	16
3.1 注重产品力，聚焦高利润产品	16
3.2 把服务做到无以复加的地步	18
4 工程机械行业波动变小，泵车接力有望推动公司未来 2-3 年持续成长	20
4.1 存量更新需求占主导，工程机械行业波动变小	20
4.2 混凝土泵车接力，推动公司未来 2-3 年业绩持续增长	22
5 行业龙头地位凸显，有望成为下一个卡特彼勒	24
6 盈利预测与投资建议	27
7 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展历程简述	5
图表 2: 公司主要产品	5
图表 3: 公司 2017 年收入占比情况	6
图表 4: 公司 2000-2017 年收入和净利润情况 (单位: 百万元)	6
图表 5: 公司上市之后股价表现	7
图表 6: 公司股价相对上证综指表现	8
图表 7: 公司股价相对 SW 工程机械板块表现	9
图表 8: 2006-2016 年全球工程机械销售额 (亿美元)	9
图表 9: 全球工程机械前十强	10
图表 10: 2017 年卡特比勒的收入结构	11
图表 11: 1980 年至今卡特比勒收入及增速情况	11
图表 12: 2012-2017 年卡特比勒各地区收入占比	12
图表 13: 2018 财年小松各项业务占比	12
图表 14: 2007 年至今小松的收入及增速情况	13
图表 15: 2012-2017 财年小松各地区收入占比	13
图表 16: 国内主要厂商出口收入占比	14
图表 17: 公司出口收入及占比情况	14
图表 18: 三一重工的全球布局	15
图表 19: 2015-2018 挖掘机月出口销量情况	15
图表 20: 三一集团产品发展历程	16
图表 21: 三一混凝土机械收入及增速情况	16
图表 22: 主要挖掘机厂商市占率情况 (国内市场)	17
图表 23: 主要汽车起重机厂商市占率情况	18
图表 24: 公司研发投入及占收入比重	18
图表 25: 主要厂商研发投入占营收比重比较 (%)	18
图表 26: 工程机械销售模式	19
图表 27: 小松的康查士系统	19
图表 28: ECC 服务中心	19
图表 29: 两轮周期房地产开发投资完成额累计值及累计增速情况对比 (亿元)	20
图表 30: 两轮周期基建投资完成额累计值及累计增速情况对比 (亿元)	20
图表 31: 1999-2017 挖机销量情况 (台)	21
图表 32: 国内挖掘机市场八年保有量 (万台)	21
图表 33: 三一重工和中联重科混凝土机械收入情况 (亿元)	22
图表 34: 2006-2020 年国内泵车销量及预测 (台)	23
图表 35: 主要厂商营收比较 (百万元)	24
图表 36: 主要厂商净利润比较 (百万元)	24
图表 37: 公司业务结构更加多元化	25
图表 38: 主要厂商人员变化情况	26
图表 39: 公司分业务预测	27

1 国内工程机械龙头，过去表现明显跑赢大盘

1.1 激荡三十年，成长为国内工程机械龙头企业

三一集团创建于1989年，并于1994年投资创建三一重工。2003年7月，三一重工在上交所上市（股票代码：600031）。2005年6月，三一重工成为首家完成股权分置改革的上市公司。2012年，三一重工并购混凝土机械全球第一品牌德国普茨迈斯特，成为全球混凝土机械龙头。

图表 1：公司发展历程简述

1989	三一集团创建
1994	三一重工成立
2003	三一重工上市，股票代码 600031
2005	成为首家完成股权分置改革的上市公司
2006	在印度投资建设生产基地
2007	收购北京三一重机（桩工机械），在美国投资建设研发制造基地
2008	在德国投资建设研发制造基地
2010	收购三一重机（挖掘机械）、湖南汽车（汽车底盘）、三一汽车（混凝土搅拌运输车和汽车起重机），在巴西投资建设生产基地
2012	合资成立三一帕尔菲格（随车起重机），收购德国普茨迈斯特
2014	总部搬至北京昌平
2016	收购索特传动、湖南三一快而居，成立昆山三一住工

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司是国内工程机械龙头企业，主要产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、筑路机械，其中挖掘机械、桩工机械、履带起重机械、路面机械为中国主流品牌，混凝土机械为全球品牌。

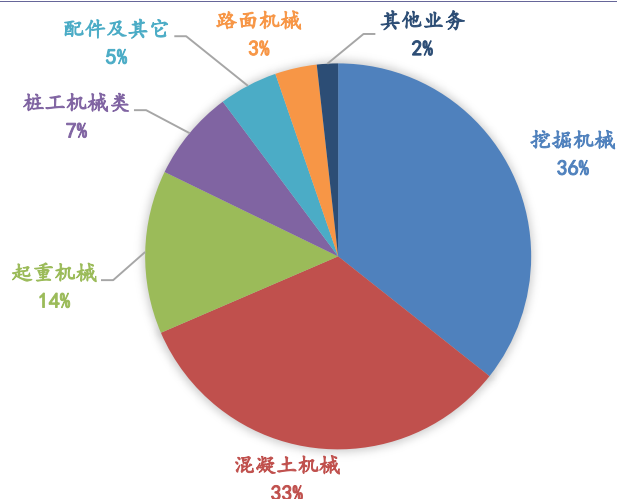
图表 2：公司主要产品



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

从 2017 年公司的收入占比来看，挖掘机械和混凝土机械占据公司的主要收入来源，分别占 36%和 33%，挖掘机械的收入规模也是首次超过混凝土机械，成为第一收入来源。其他业务方面，起重机械位居第三，占 14%；桩工机械位居第四，占 7%；路面机械位居第五，占 3%。

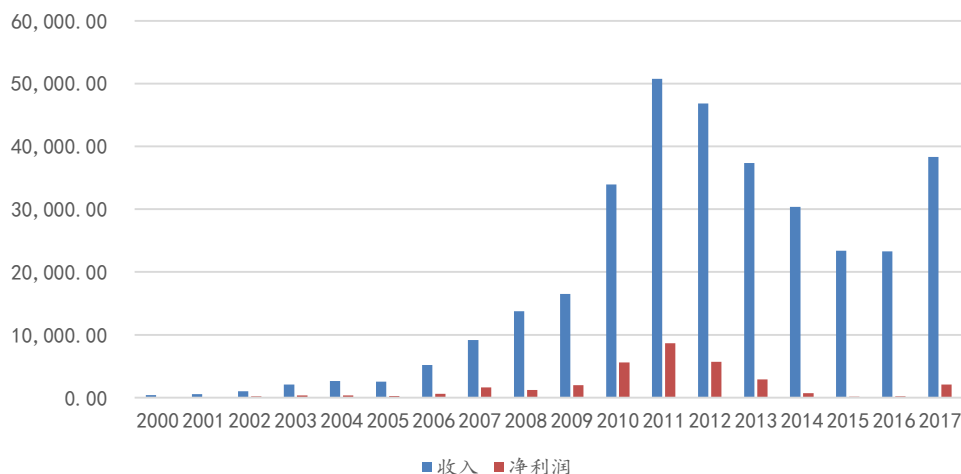
图表 3：公司 2017 年收入占比情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从公司的财务数据来看，公司的经营大致可以分为四个阶段：1) 第一阶段是 2000 年至 2005 年，这一阶段公司收入和净利润快速增长，到 2004 年三季度开始，由于宏观调控影响，公司收入出现连续四个季度的负增长；2) 第二阶段是 2005 年至 2012 年，经过短暂的调整，从 2005 年三季度开始，公司收入重回增长轨道，即便是在 2007 年爆发金融危机后，公司收入仍然保持增长，直至 2008 年底出台“四万亿”刺激政策，推动公司业绩继续迅速上行；3) 2012 年至 2016 年，由于前期刺激导致通胀上升，宏观经济不得不重新收紧，加上前期过于放松的信用销售导致工程机械保有量过剩，2012 年三季度开始，收入开始快速下滑，行业进入低迷期；4) 2016 年至今，本轮复苏周期始于 2015 年底和 2016 年初房地产去库存政策以及基建项目投放，二手机市场逐渐出清，2016 年三季度开始，公司业绩开始快速回升，并持续至今。

图表 4：公司 2000-2017 年收入和净利润情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

1.2 伴随行业起伏明显，总体大幅跑赢大盘

回顾公司 2003 年上市之后的股价表现，结合 A 股市场走势以及公司基本面情况，大致可以分为八个阶段：

阶段 1：2003 年上市至 2006 年初，上市后公司业绩持续增长，2004 年三季度开始受宏观经济调控影响业绩出现下滑，同时，上证综指大约从 1500 点下跌到 1000 点左右，受此影响，公司股价表现不佳，有所下跌；

阶段 2：2006 年初至 2007 年下半年，A 股在股权分置改革以及宏观经济表现强劲带动下持续走牛，公司股价在这一期间，最高涨幅超过 20 倍；

阶段 3：2007 年底至 2008 年底，受全球进入危机影响，A 股从高位 6124 点一路下跌至 1664 点，公司股价也从高位下跌，跌幅超过 70%；

阶段 4：2008 年底至 2011 年二季度，这一期间在国家“四万亿政策”推动下，基建和地产等投资快速发力，带动经济上行，刺激了工程机械的需求，值得注意的是，2011 年 4、5 月份是挖机行业销量的拐点，5 月份之后开始出现负增长，公司的股价也在同一时点到达顶峰，但由于当时公司信用销售政策比较松，公司收入仍有增长，增速下滑较大，直到 2012 年三季度开始，收入也快速下滑；

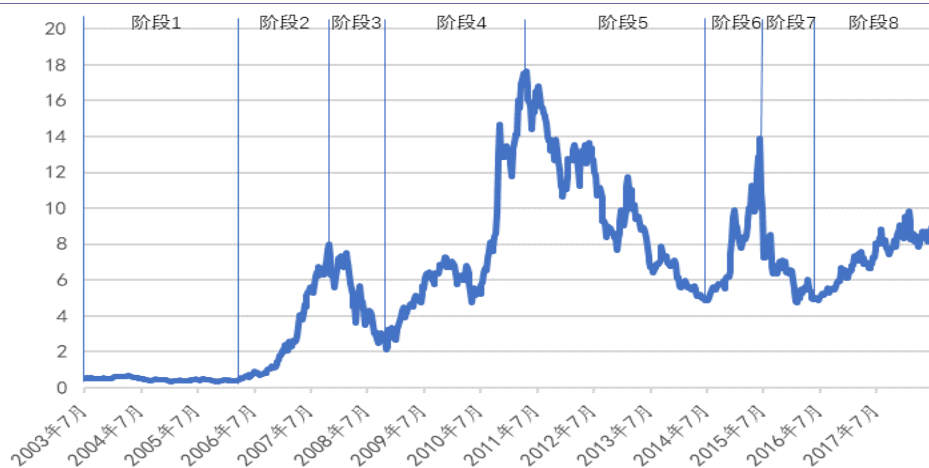
阶段 5：2011 年二季度至 2014 年三季度，这一阶段整体宏观经济低迷，行业保有量和产能过剩，公司业绩持续下滑；

阶段 6：2014 年下半年至 2015 年年中，这一期间公司基本面变化并不大，但 A 股市场在流动性放松的背景下开启了一轮牛市，短短一年时间指数从 2000 点附近上涨至 5178 点，公司股价随之上涨；

阶段 7：2015 年年中至 2016 年上半年，受股市去杠杆以及熔断等影响，股市接连暴跌，2016 年初下跌至 2638 点，公司股价随之下跌；

阶段 8：2016 年上半年至今，受益行业复苏，公司业绩快速回升，资产负债表逐渐修复，股价稳步上涨，18 年初至今，上证综指受金融去杠杆影响，指数从 3500 点跌至 2800 点，公司股价走势相对更强。

图表 5：公司上市之后股价表现



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

公司于 2003 年 7 月 3 日上市,首日开盘价 0.51 元(经过除权处理),截止 2018 年 6 月 22 日,收盘价为 8.97 元,累计增长超过 15 倍,年复合增长率超过 20%。同期,上证综指从 1500 点涨至 2800 点,增幅约 1 倍。从绝对收益来看,公司涨幅大幅跑赢大盘指数,同时也是机械行业中表现最好的股票之一。

我们采用与上证综指的相对收益来消除整体市场波动,可以看到公司的股价走势总体表现出较强的周期性。具体大致可以分为五个阶段:1)2003 年 7 月至 2006 年 2 月,股价相对跌幅约 20%,该阶段公司的业绩增速连续下滑,2005 年甚至出现了负增长;2)2006 年 2 月至 2010 年 4 月,股价相对涨幅超过 500%,由于该阶段国内经济靠投资拉动,公司股价总体走势显著强于大盘;3)2010 年 4 月至 2011 年 6 月,股价相对涨幅约 220%,2010 年挖机业务注入上市公司,2011 年工程机械销量达到历史高峰;4)2011 年 6 月至 2016 年 6 月,股价相对跌幅约 70%,受整体宏观经济调控,以及前期巨大的设备保有量影响,行业进入低迷期,公司股价相对跌幅较大;5)2016 年 6 月至今,股价相对涨幅达到 85%,主要是下游需求复苏,更新需求加速释放,公司业绩快速回升。

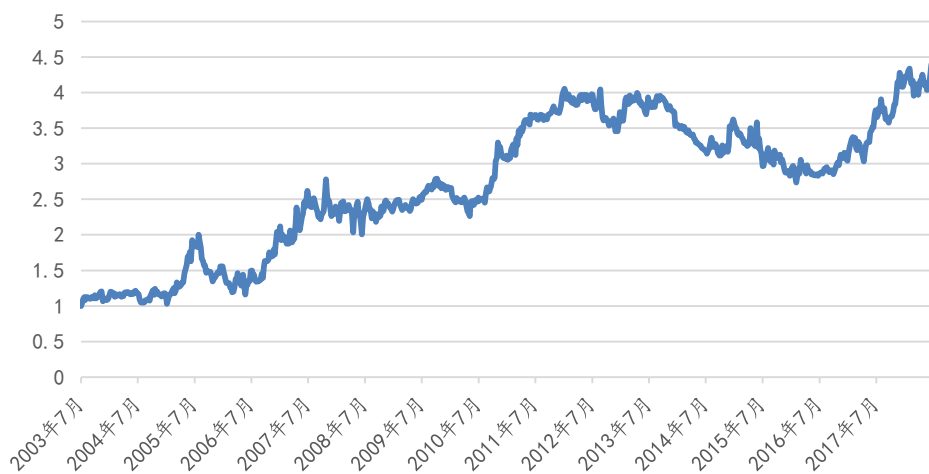
图表 6: 公司股价相对上证综指表现



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

相对于工程机械板块来说,公司股价大部分时间跑赢行业,2003年7月至今相对涨幅接近350%,龙头效应明显。公司仅在2011年6月至2016年6月这一期间,涨幅跑输行业,一方面是由于相对于板块内叉车等机械品种,公司的周期性更强,另一方面是公司在2011-2012年由于信用销售政策过于放松,积累了较大的回款风险,拖累了公司业绩。

图表 7: 公司股价相对 SW 工程机械板块表现



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

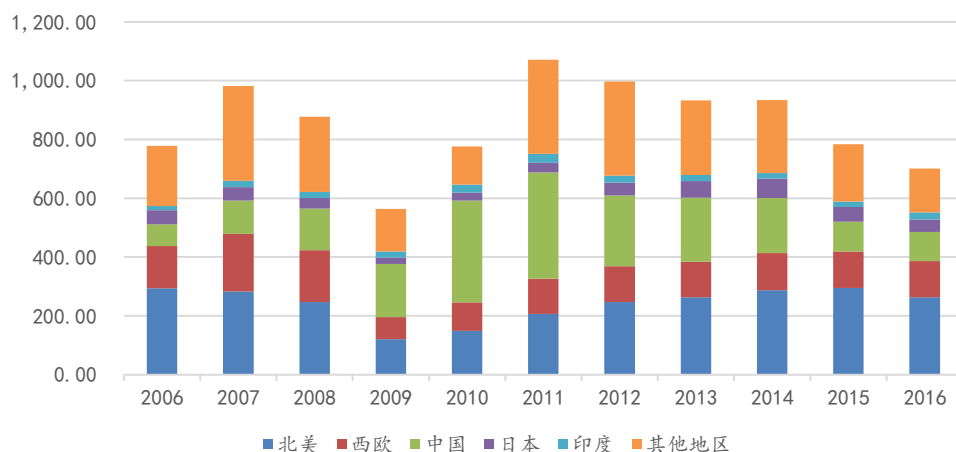
2 卡特比勒和小松遥遥领先，国际化是三一下一轮增长核心动力

2.1 纵观全球，卡特比勒和小松遥遥领先

工程机械是指土石方施工工程、路面建设与养护、流动式起重装卸作业和各种建筑工程所需的综合性机械化施工工程所必需的机械装备,需求主要来自于基础设施建设、房地产建设以及上游资源品的开采等。

从全球工程机械销售额数据来看,工程机械行业呈现较大的周期性。根据中国工程机械工业年鉴数据(统计口径为挖掘机、装载机等10个品种),2007-2009年由于全球金融危机影响,工程机械销售额从982亿美元下降到564亿美元,降幅达到43%。随后在中国经济企稳回升带动下,2011年行业整体销售额又回升至1072亿美元,创历史新高。这一年,中国地区工程机械销售额占全球的45%,也是历年来最高。随后几年,北美以及西欧地区保持温和复苏,而中国地区则出现持续的下滑。根据我们对国内工程机械行业的跟踪,2016年三季度开始中国地区开始明显回暖,我们预计2017年全球工程机械行业销售额在875亿美元左右,而中国地区销售额回升至20%左右。

图表 8: 2006-2016 年全球工程机械销售额(亿美元)



资料来源：中国工程机械工业年鉴，太平洋研究院整理

统计口径：装载机、挖掘机、推土机、平地机、沥青混凝土摊铺机、铲运机、越野叉车、滑移-转向装载机、挖掘装载机、非公路自卸车

根据英国 KHL 旗下《国际建设》发布的 2018 年度全球工程机械制造商 50 强排行榜，卡特和小松牢牢占据前两名，2017 年卡特和小松工程机械业务收入分别是 266.37 亿美元和 192.44 亿美元，分别占全球工程机械市场 16.4%、11.9% 的份额，并由此推算全球工程机械总的市场规模在 1624 亿美元。日立建机、沃尔沃、利勃海尔收入分别为 83.01 亿美元、78.10 亿美元和 73.98 亿美元，位列第三、第四和第五名。国内企业方面，徐工集团收入 69.84 亿美元，较 16 年上升 2 位位居第六；三一重工收入 59.30 亿美元，较 16 年上升 3 位位居第 8。考虑到 2018 年国内工程机械行业仍保持高速增长，徐工和三一有望冲击全球前五强。

图表 9：全球工程机械前十强

排名	公司	国家	收入 (亿美元)	全球 份额	挖掘 装载机	小微挖 掘机 (0-13 吨)	紧凑型 或滑移 型装载机	高空 作业 平台	伸缩 式装 卸机	起重 机
1	卡特彼勒	美国	266.37	16.4%	√	√	√		√	
2	小松	日本	192.44	11.9%	√	√	√		√	
3	日立建机	日本	83.01	5.1%		√	√			√
4	沃尔沃建筑设备	瑞典	78.10	4.8%		√	√			
5	利勃海尔	德国	73.98	4.6%					√	√
6	徐工集团	中国	69.84	4.3%	√	√	√	√	√	√
7	斗山工程机械	韩国	62.32	3.8%		√	√		√	
8	三一重工	中国	59.30	3.7%	√	√				√
9	约翰迪尔	美国	57.18	3.5%	√	√	√			
10	杰西博	日本	46.11	2.8%	√	√	√		√	

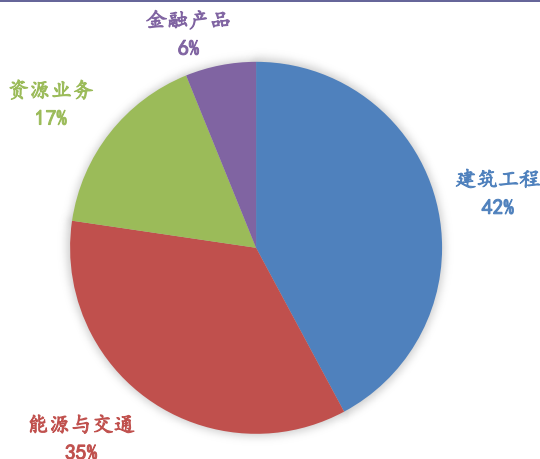
资料来源：KHL，太平洋研究院整理

2.2 卡特比勒和小松概况

卡特比勒前身是卡特比勒拖拉机公司，成立于 1925 年，由贝斯特和霍尔特公司合并而成，于

1929 年在纽交所上市，1986 年更名为卡特比勒公司。卡特彼勒公司是世界上最大的工程机械和矿山设备生产厂家、燃气发动机和工业用燃气轮机生产厂家之一，也是世界上最大的柴油机厂家之一。从业务结构来看，卡特比勒主要分为建筑工程、能源与交通、资源业务和金融产品四大业务板块。成立近百年来，卡特比勒一直致力于全球基础设施建设，作为全球工程机械行业龙头，2017 年工程机械收入 266.37 亿美元（包含建筑工程业务和资源业务），占据全球 16.4% 的份额。

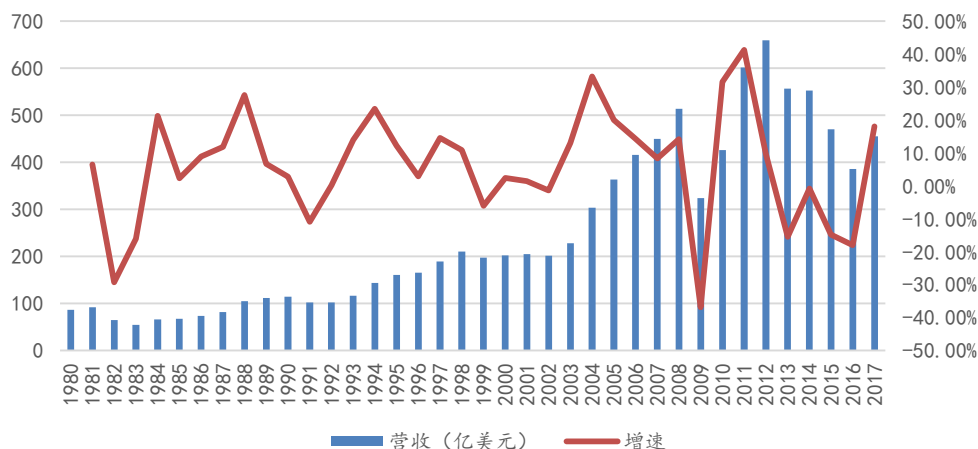
图表 10：2017 年卡特比勒的收入结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从公司 1980 年之后的经营数据来看，公司的收入情况呈现出明显的周期性，但总体不断增长。2000 年以后，卡特比勒主要受益于亚太市场的增长，09 年受金融危机影响，出现明显的下滑，但随后在中国市场的拉动下明显回升。2012-2016 年，由于全球市场低迷再次出现下滑，知道 2017 年开始回升，目前仍处于这一轮的上升过程中。

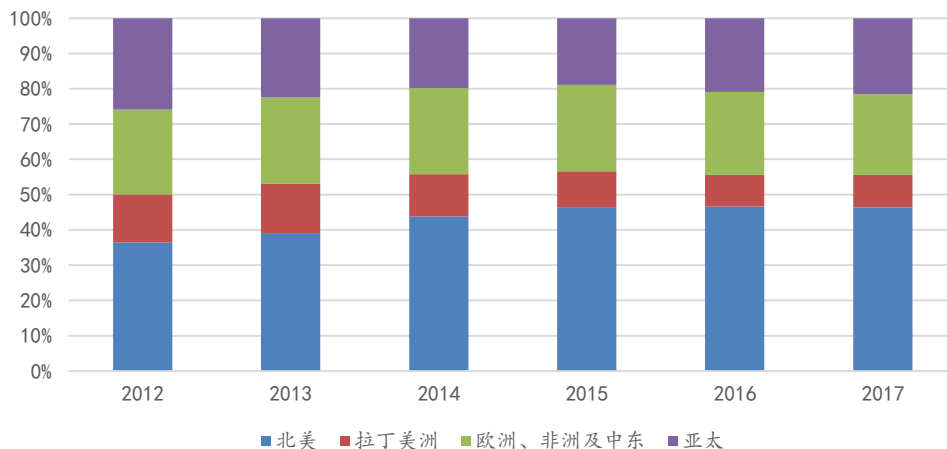
图表 11：1980 年至今卡特比勒收入及增速情况



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

从卡特比勒的各地区收入占比来看，北美地区为最大收入来源地区，2017 占比为 46.35%，北美地区以外地区收入占比达到 53.65%，其中，近两年亚太地区收入占比逐步提升，从 2015 年的 18.89%提升至 2017 年的 21.51%。

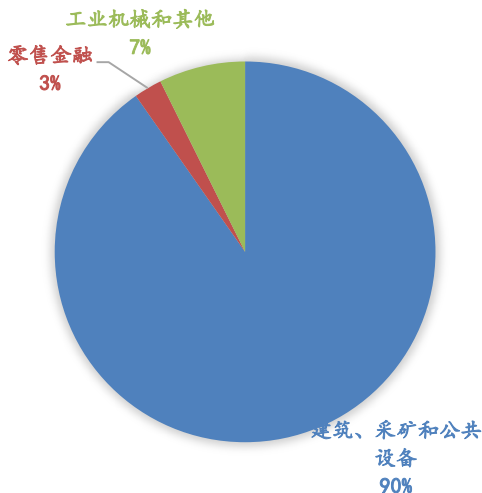
图表 12：2012-2017 年卡特比勒各地区收入占比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

小松制作所是一家有着 80 年历史的综合技术企业，产品涉及工程机械、产业机械、地下工程机械、电子工程和材料工程以及环境工程等领域。从业务结构来看，主要有建筑、采矿和公共设备，零售金融和工业机械与其他三大业务板块，其中建筑、采矿和公共设备占比高达 90%。2017 年，小松工程机械业务收入高达 192.44 亿美元，占全球工程机械市场份额的 11.9%，位居全球第二。

图表 13：2018 财年小松各项业务占比

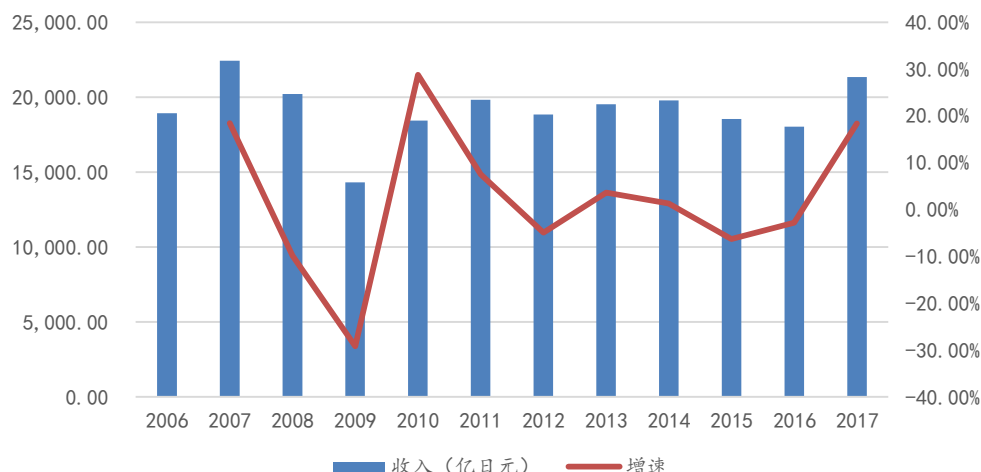


资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

从公司近十年的收入情况来看，由于受到 08 年金融危机影响，小松的收入从 2007 年高位的

22430 亿日元下降至 2009 年的 14316 亿日元，降幅高达 36.2%。2010 年在中国市场的拉动下，迅速回升，随后几年基本保持稳定。2017 年在全球市场回升，特别是中国市场大幅上升的背景下，公司收入开始上升，目前仍处于上升通道中。

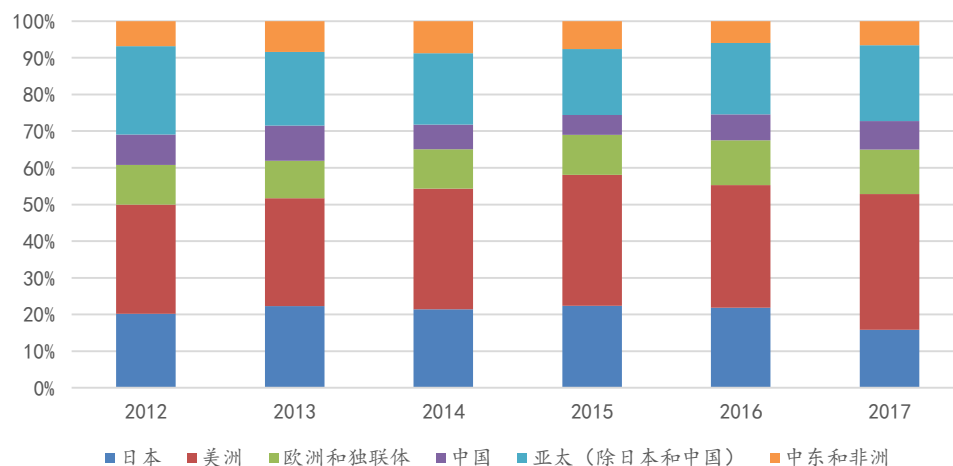
图表 14：2007 年至今小松的收入及增速情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从小松的各地区收入占比来看，日本地区仅占 20% 左右，2017 年下降至 15.84%，这主要与日本国内工程机械市场规模较小有关。另外，北美市场一直为小松最大收入来源市场，2017 年占比达到 37.03%，另外中国和亚太市场也贡献较大，分别占 7.74% 和 20.68%。

图表 15：2012-2017 财年小松各地区收入占比



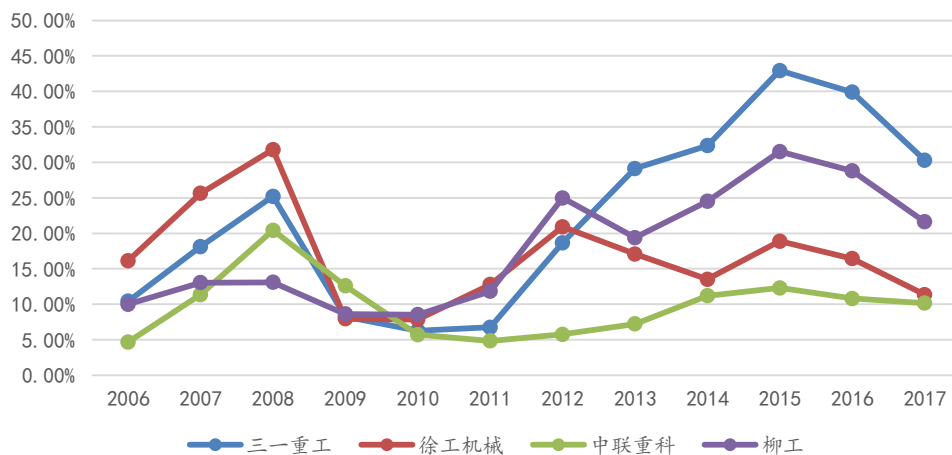
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

2.3 国际化是三一重工下一轮增长核心动力

上一轮工程机械景气期，在基建和地产投资的拉动下，工程机械需求全面增长，同时行业出

现不理性的一面，产能扩张过度，后续需求快速下滑导致整个行业持续下滑。在这一期间，由于国内企业国际化水平较低，国内市场的大幅波动导致 2011 年以后行业内企业出现大幅调整。从四大主机厂商出口收入占比来看，2009 年的金融危机导致出口需求快速下滑，2011 年以后，出口收入保持平稳，由于国内需求下滑，出口收入占比开始显著提升。2016-2017 年，国内收入增幅明显快于国外，因此收入占比出现小幅下滑。从主机厂的收入占比可以看出，海外需求是国内工程机械的稳定器，在国内需求下滑时能够有效的弥补市场需求，从而对冲国内市场的周期性波动。

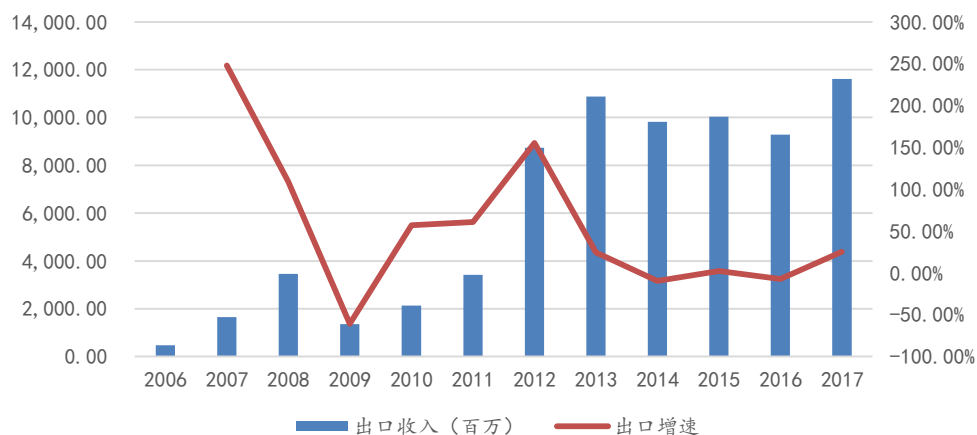
图表 16：国内主要厂商出口收入占比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从三一的出口收入情况来看，2012 年公司收购德国普茨迈斯特后，出口收入基本上维持在 80 亿到 100 亿左右，普迈大约占据一半。2017 年，海外市场收入达到 116.18 亿，同比大幅增长 25.11%，同时国内市场增长更高，出口占比为 30.31%。公司海外拓展在国内同行中走在前列，收入占比高于其他竞争对手，但很明显，相比卡特比勒、小松这两家真正全球经营的企业，海外收入占比分别达到 53.65%、84.16%，公司仍主要依赖国内市场，海外拓展具有非常大的提升空间。

图表 17：公司出口收入及占比情况



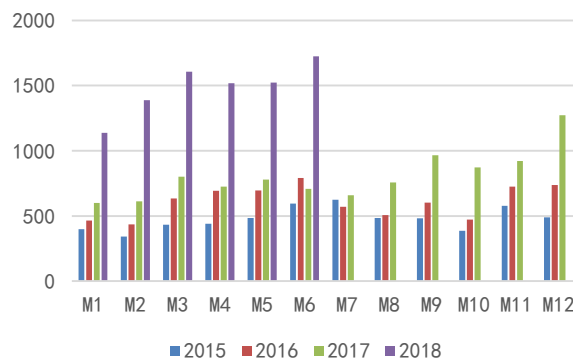
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

事实上，公司是国内工程机械行业中最早布局海外市场的企业，2006 年就在印度建立了生产基地，随后在德国、美国和巴西建立海外研发中心或生产基地，2012 年三一收购“大象”——德国普茨迈斯特迅速获得全球混凝土市场。2017 年 3 月，公司变更可转债募投项目，投向一带一路沿线国家及海外市场挖掘机研发与服务项目。在国家一带一路、产能合作等大战略下，公司国际化脚步明显加快，公司产品已出口至 100 多个国家和地区，海外销售的 70%-80% 在一带一路沿线国家和地区。不同于欧美成熟市场，一带一路沿线大多为发展中国家，工程机械市场才刚刚起步，公司持续布局新兴市场，有望获得先发优势，未来将明显受益新兴市场的成长。从 2015 年-2018 年的挖机月出口数据来看，基本上保持了持续的增长，特别是在 2017 年下半年开始，销量开始大幅上升，到近几个月出口销量保持 1500 台以上，连续创月度新高，这一方面是受益于全球经济复苏工程机械需求增加，另一方面是一带一路沿线项目持续增加，对工程机械的需求大幅增长。目前，公司挖掘机产品已成为出口主力，是除了普迈的混凝土业务之外出口收入体量最大，增速最高的产品。

图表 18：三一重工的全球布局



图表 19：2015-2018 挖掘机月出口销量情况



资料来源: 三一官网, 太平洋研究院整理

资料来源: 中国工程机械工业协会, 太平洋研究院整理

3 聚焦高利润产品和保持服务领先，是公司的两大竞争利器

3.1 注重产品力，聚焦高利润产品

三一集团拥有混凝土机械、挖掘机械、起重机械、筑路机械、桩工机械、风电设备、港口机械、石油装备、煤炭设备、精密机床等全系列产品，其中挖掘机械、桩工机械、履带起重机械、移动港口机械、路面机械、煤炭掘进机械为中国主流品牌，混凝土机械为全球品牌。回顾公司的产品历程，公司产品战略是不断向高利润的产品聚焦。

图表 20：三一集团产品发展历程

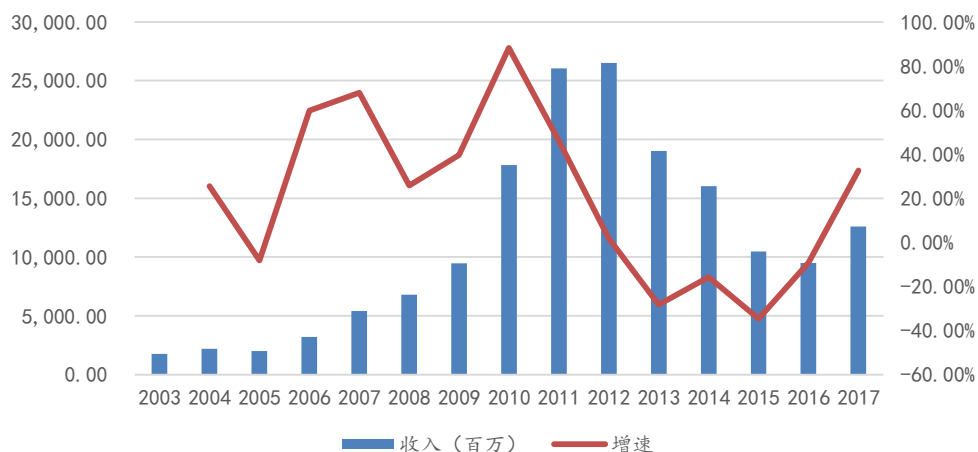


资料来源：三一集团官网，太平洋研究院整理

注：实线为三一重工产品

公司起家的业务就是混凝土机械，产品以拖泵为主。90 年代公司开始研发泵车，并在 1998 年下线第一台 37 米泵车，进入混凝土机械利润率最高的泵车业务。2000 年以后，受益于国内城镇化进程，特别是房地产投资的增长，公司混凝土机械业务持续高速增长，2005 年前后开始全面推广商品混凝土，加速了混凝土机械的需求。2009 年，公司已成为全球最大的混凝土机械厂商。2012 年，公司成功收购全球混凝土机械第一品牌——德国普茨迈斯特，从而奠定了公司混凝土机械全球霸主地位。虽然受到需求下滑因素的影响，2012-2016 年收入规模持续下滑，但公司产品技术实力得到进一步提升，并不断刷新着全球最长臂架泵车的记录，目前已能够做到 86 米长臂架泵车，并在国内长臂架泵车市场市占率超过 50%。从 2016 年下半年开始，混凝土机械市场逐渐复苏，二手机也逐步出清，未来混凝土机械回升值得期待。

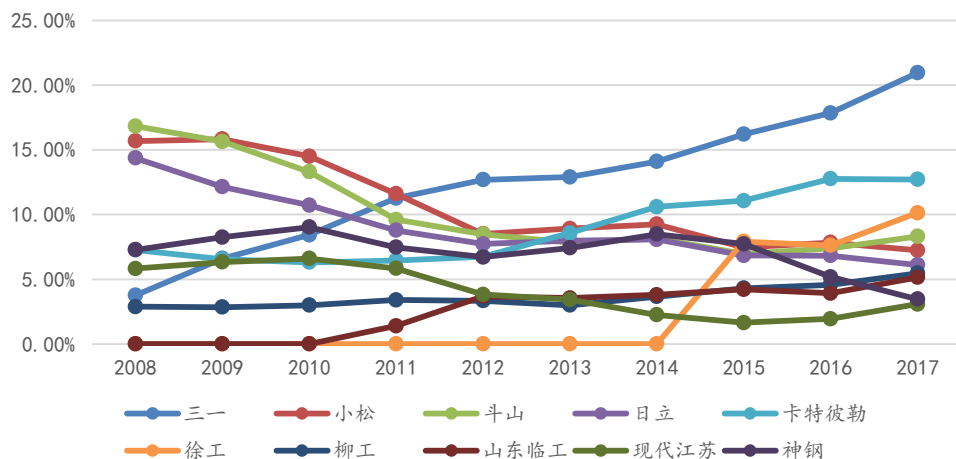
图表 21：三一混凝土机械收入及增速情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

挖掘机是工程机械领域市场容量最大的明星产品，据专家估算，全球施工作业 65%-70%的土石方作业是由挖掘机完成的。全球工程机械行业龙头卡特、小松均是以挖掘机作为其利润中心。三一挖掘机起步于 2001 年，2003 年曾几乎全军覆没，后将挖机业务出售给集团培育，2004 年三一挖掘机全面投放市场，彼时合资品牌占据国内 90%的市场份额。随着挖机技术水平和营销服务网络不断提升和完善，三一挖机市占率逐步提升。2010 年，三一挖掘机业务注入上市公司平台。随后几年，三一挖掘机市场占有率持续提升，成为国内挖掘机第一品牌，技术水平已接近全球领导品牌卡特比勒和小松。2017 年，三一共销售挖掘机 31167 台，已成为全球前三名，预计 2018 年销量将继续创新高。

图表 22：主要挖掘机厂商市占率情况（国内市场）

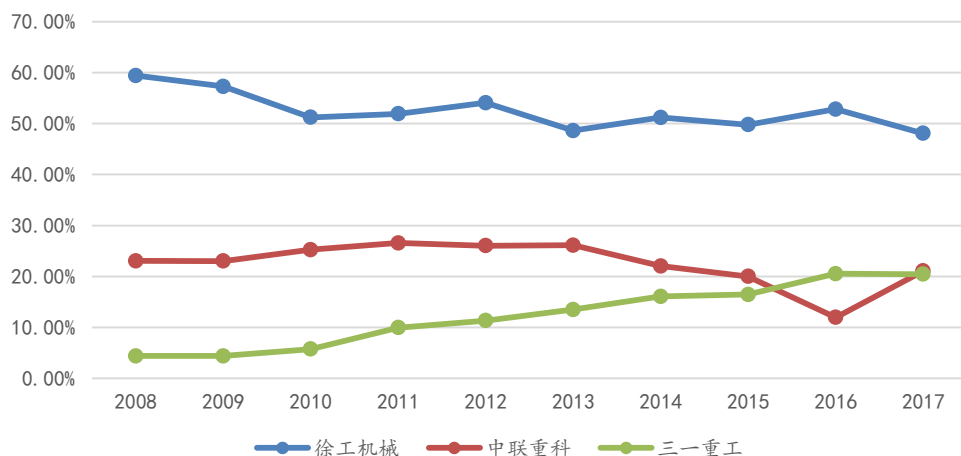


资料来源：中国工程机械工业协会，太平洋研究院整理

起重机也是市场容量较大、利润率较高的一类产品。三一从 2005 年进入起重机领域，首先做的是大吨位的履带吊产品，2006 年公司汽车起重机产品投产并逐渐上量，2012 年公司与奥地利帕

尔菲格合作生产随车起重机。以销量最大的汽车起重机为例，公司产品投产后，市占率持续提升，而相应行业老大徐工和老二中联市占率出现了不同程度的下滑，目前公司汽车起重机市占率已接近中联重科，并有望在近一两年实现超越。值得一提的是，公司在大吨位的汽车起重机和履带起重机领域均是国内第一。

图表 23：主要汽车起重机厂商市占率情况

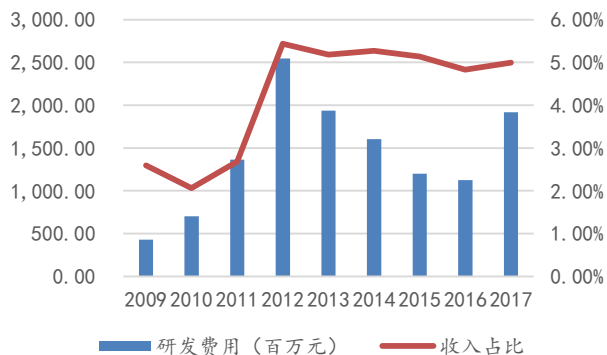


资料来源：中国工程机械工业协会，太平洋研究院整理

注：中联重科 2016 年销量为 1-7 月份销量

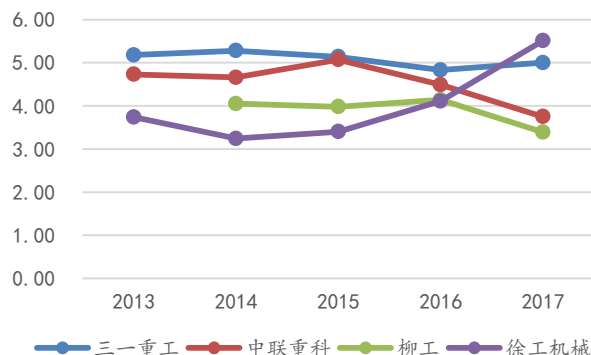
而支撑公司产品力不断提升的关键在于不断增加的研发投入。公司上市之后到上一轮周期的高点 2012 年，公司研发投入不断增长，2012 年达到 25.47 亿。随后由于行业下滑，公司适当减少了研发支出，但总体维持在 5%左右的水平，相比全球主要工程机械厂商 3%-5%的研发费用营收占比，公司的研发投入较大。而对比国内主要的竞争对手，公司对于研发的投入也一直保持相对较高的水平。

图表 24：公司研发投入及占收入比重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 25：主要厂商研发投入占营收比重比较 (%)



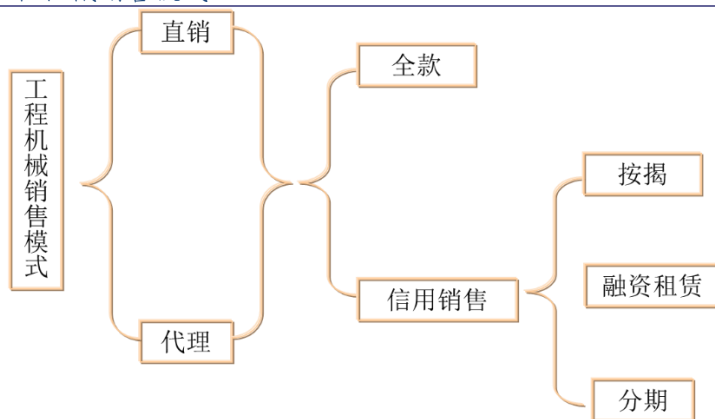
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3.2 把服务做到无以复加的地步

“用偏执的态度，穷尽一切手段，将服务做到无以复加的地步”，这是三一董事长梁稳根先生对三一服务的注解，公司一直把为客户提供行业领先的优质服务作为行动指南，服务是三一的核心竞争力。

从销售模式看，工程机械的销售主要是直销和代理两种模式，通常来讲，销量比较大且下游客户比较分散的产品，比如挖掘机、汽车起重机等一般采用代理商模式，而销量较少或客户比较集中的产品，比如港口机械、履带起重机等一般采用直销模式。参照国际主流工程机械厂商，比如卡特、小松的经验，代理商模式是工程机械行业销售模式的主流。站在行业的视角来看，厂商主要聚焦于把产品做好，并给予一定的金融服务支持，而销售及售后服务则主要依托于代理商网络。

图表 26：工程机械销售模式



资料来源：太平洋研究院整理

三一的服务是工程机械行业的标杆，公司在全球拥有 1700 多个服务中心，7000 余名技术人员，可以实现 365X24 全时服务，2 小时内到达现场，1 天内排除故障。针对服务，三一提出了“S520 服务战略”，5 代表综合服务水平保持行业领先 5 年，2 代表将配件供应、服务技能 2 方面做到最优，0 代表通过信息化手段，实现与客户沟通服务的 0 距离。凭借出色的服务，三一的产品不断受到客户的认可。

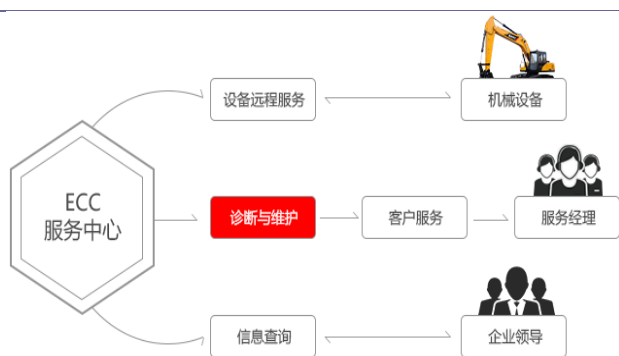
近年来，三一加快了数字化、智能化转型的步伐，希望打造“终端+云端”的工业大数据软硬平台，为用户提供差异化和个性化的产品与服务，目前公司在数字化、智能化技术方面的积累已经远远领先其他竞争对手。小松花巨资打造的康查士系统，可以收集设备的运行状况数据，可供用户实时、远程掌握设备的工作状况，而三一行业首创的 ECC 企业控制中心，已实现了设备运行检测、油耗、地理位置、运行轨迹的远程监控，并为用户提供服务信息、实时追踪、远程排故等在线服务，有效提升了客户服务水平。

图表 27：小松的康查士系统

图表 28：ECC 服务中心



资料来源：小松官网，太平洋研究院整理



资料来源：三一官网，太平洋研究院整理

4 工程机械行业波动变小，泵车接力有望推动公司未来 2-3 年持续增长

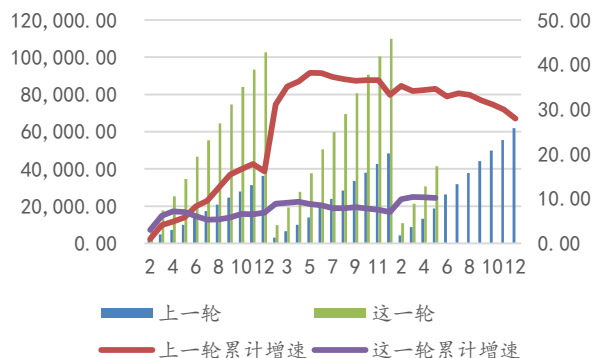
4.1 存量更新需求占主导，工程机械行业波动变小

市场普遍担心以挖机为代表的工程机械行业出现如 2011 年之后大幅的下滑，我们认为这一轮工程机械高增长周期与上一轮有明显不同，主要体现在：1) 行业需求侧来看，目前房地产和基建投资增速的下降远没有上一轮剧烈，这一轮的下降更为平滑，同时需求结构也已经发生了巨大的变化，上一轮主要是由新增需求主导，投资增量决定工程机械销量，而这一轮已进入存量市场，维持总工程量一定的情况下，更新需求有望为销量托底；2) 行业供给侧来看，上一轮整个行业处于亢奋状态，市场出现了低首付甚至零首付等现象，信用销售政策过于放松，导致在行业需求下滑时出现保有量过剩，而这一轮增长中，行业参与方均保持理性，从而拉长了行业景气周期。由此，我们认为以挖机为代表的工程机械行业已逐渐步入成熟市场，需求波动将大幅减小。

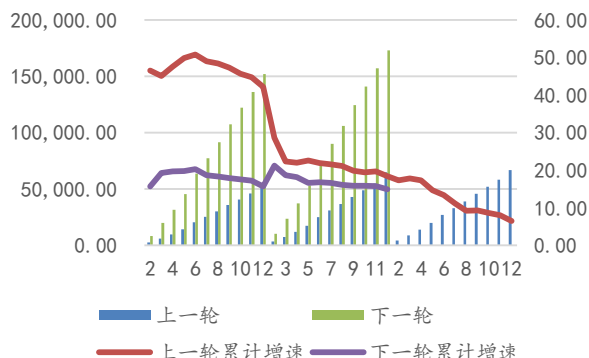
从需求侧看，房地产、基建投资和资源品开采是挖机的主要需求来源，而资源品开采又与下游房地产、基建的项目开工是正相关关系。我们对比了 2009-2011 年和 2016-2018 年两轮工程机械景气周期的房地产和基建投资情况。总体来看，本轮周期中房地产投资比较超预期，基建投资下降比较平滑，这也是本轮经济韧性强劲的原因。

图表 29：两轮周期房地产开发投资完成额累计值及累计增速情况对比（亿元）

图表 30：两轮周期基建投资完成额累计值及累计增速情况对比（亿元）



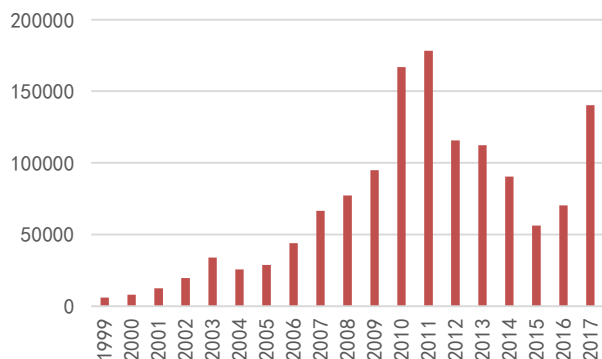
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

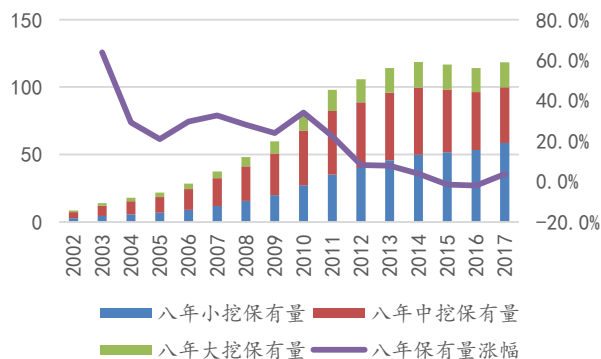
从历年的挖机销量来看, 2003 年以前销量仅不到 2 万台, 按照挖掘机 8-10 年左右的更新周期, 可以推断上一轮 2009-2011 年销量高峰基本以新增需求为主, 固定资产投资增量或者开工需求增量决定销量高度。从 2016 年下半年开始, 挖机销量开始逐步回升, 一方面是由于下游基建项目落地以及房地产开工回暖, 而另一方面, 也是本轮景气周期最大的特点, 挖机行业已进入存量更新阶段, 上一轮高峰期 09-11 年销售的设备逐步进入更新周期。根据行业经验, 挖机更新周期一般为 8 年左右, 根据工程机械工业协会挖机分会的测算, 截止 2017 年挖掘机市场八年保有量为 118.3 万台, 其中大挖、中挖和小挖分别为 18.5 万台、41.3 万台和 58.5 万台。而 2015-2016 年挖机保有量有所下降, 主要原因是行业保有量过剩, 退出市场的设备大于新机销量。由此看, 在维持总工程量一定的情况下, 理论上每年挖掘机的更新需求量在 15 万台左右。

图表 31: 1999-2017 挖机销量情况 (台)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 32: 国内挖掘机市场八年保有量 (万台)



资料来源: 中国工程机械工业协会, 太平洋研究院整理

同时, 环保核查趋严将促进更新需求释放才刚刚开始。近期, 国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 指出开展非道路移动机械摸底调查, 划定非道路移动机械低排放控制区, 严格管控高排放非道路移动机械, 重点区域 2019 年底前完成, 并推进不达标工程机械清洁化改造和淘汰。前期, 北京、淄博、重庆等城市已划定高排放设备进行区域, 部分城市要求设备符合国三排放标

准，淘汰高排放设备工作已经开始。目前全国存量挖机以国二排放标准为主，并且仍有大量国二排放标准以下设备，我们认为未来在开工总量维持一定规模的情况下，环保因素将极大促进挖机更新需求的释放。

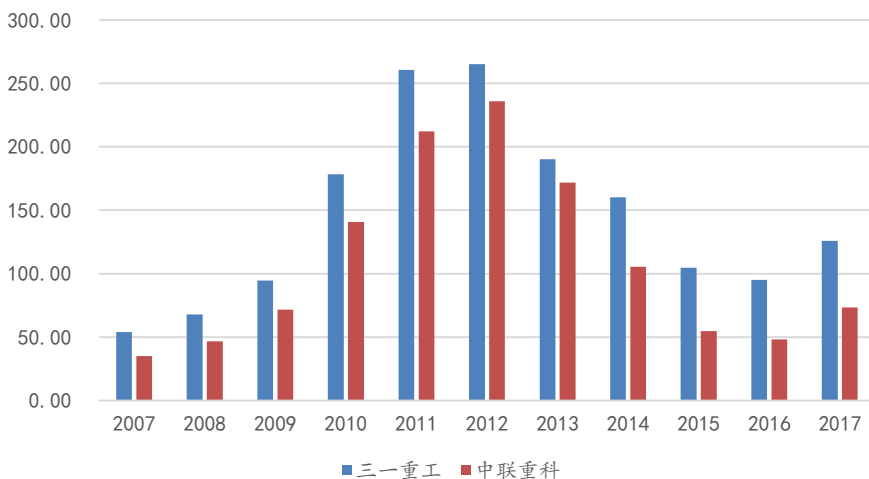
从供给侧看，由于行业参与者在新一轮行业低迷期受到了惨痛的教训，主机厂盲目扩大产能造成产能闲置，并且由于过度放松销售政策导致代理商破产，主机厂积累大量的应收款和表外或有负债，而购机客户破产也比比皆是。本轮景气周期各参与方均保持了十足的耐心和理性。销售政策方面，目前主机厂和代理商均没有放松，从我们产业链调研来看，一般分期付款首付比例在30%以上，更高可以达到40%-50%，还款期限不超过24个月居多，而融资租赁或银行按揭基本上首付比例在20%以上，还款期限不超过36个月居多。购机客户方面，目前行业基本上以老客户为主，不存在非理性购机的情况，一般手里有确定的工程才会购买设备。因此从目前火爆的销售和行业理性发展的角度来看，我们判断本轮景气周期有望大大拉长。

在需求平稳的前提下，我们看好三一等国产品牌市场份额持续提升，主要原因包括：1) 核心零部件，特别是液压泵阀国产化突破，目前恒立液压已具备小挖泵阀大批量供货能力，中挖泵阀已在2018年上半年实现批量供货，大挖泵阀已进入配套试验阶段，另外艾迪精密今年上半年也获得了重大技术突破，为国内知名主机厂供中挖泵阀、马达等产品，核心零部件的国产化突破将大幅降低国内主机企业的供应链成本，提升产品竞争力；2) 主机厂品牌和品质提升，随着三一、徐工等品牌销量的提升，产品品质和品牌力均在同步提升；3) 本土销售服务优势，这是多数合资品牌所不具有的优势，国内本土品牌更贴近市场和客户，能够提供更及时有效的服务。

4.2 混凝土泵车接力，推动公司未来2-3年业绩持续增长

混凝土机械在前几年的调整幅度比挖机更大，主要原因是上一轮工程机械行业景气周期，混凝土机械是三一重工和中联重科的主要产品，由于销售政策放得比较松，所产生包袱问题大部分也集中在这一块。整个混凝土机械市场容量从最高峰的千亿规模，下滑至2016年300-400亿市场规模，特别是三一重工和中联重科，混凝土业务收入规模下滑非常严重。2017年，三一和中联混凝土业务均较2016年有较大幅度的回升。

图表 33：三一重工和中联重科混凝土机械收入情况（亿元）

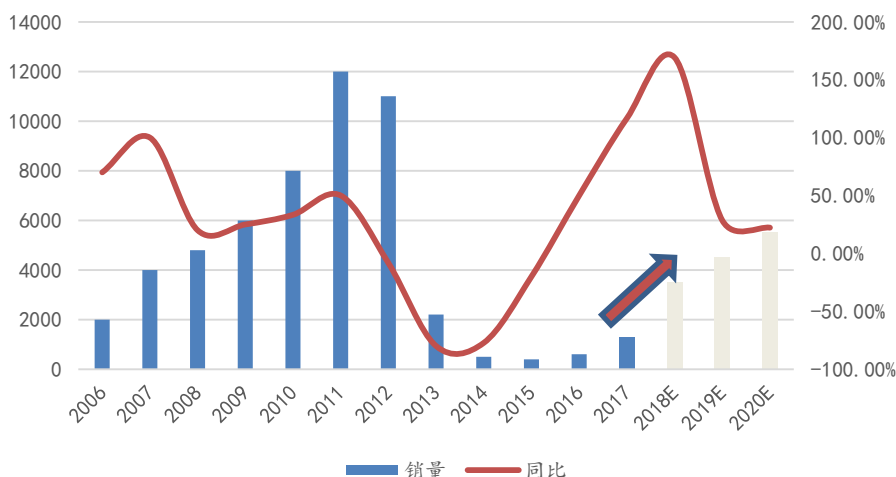


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

混凝土机械复苏滞后于挖掘机，从 2017 年一季度开始，国内混凝土机械已开始明显复苏，并且强度在不断增强。我们预计 2018-2020 年，混凝土机械将延续上升势头。泵车是混凝土机械核心产品（这里指超过 37 米的长臂架泵车），技术含量高，毛利率也非常高，估计过去曾贡献了三一、中联一半以上的利润。从泵车的销量来看，销量基本上从 2011 年高峰期 1.2 万台，调整至 2016 年仅数百台。在行业低迷期，行业主要企业都曾经大量拖回法务机，形成了大量的二手泵车存量。从 2016 年开始，下游开工开始回暖，二手泵车开始逐渐销售出清，到今年为止，虽然目前行业内仍然存在较多的二手泵车，但目前看来对新车销售影响没有预期那么大。三一相对于行业内其他企业，在二手泵车处理方面更加积极，通过以租代售、经营性租赁等方式，将拖回的二手泵车基本盘活，坏账处理已基本到位。

根据我们的产业链调研，估计 2017 年泵车新车市场销售超过 1300 台，我们预计今年泵车新车市场销量有望达到 3500 台左右，并且，未来 2-3 年有望回升至 5000-6000 台的水平。而三一在泵车领域的竞争优势更加明显，有望占到大部分市场份额。同时，公司也逐步发力用于农村市场的小臂架泵车，目前已占到公司泵车销量的 20%，并有望进一步扩大市场占有率。在本轮周期中，混凝土泵车有望接力成为公司继挖机之后新的业绩增长点，推动未来 2-3 年业绩持续增长。

图表 34：2006-2020 年国内泵车销量及预测（台）

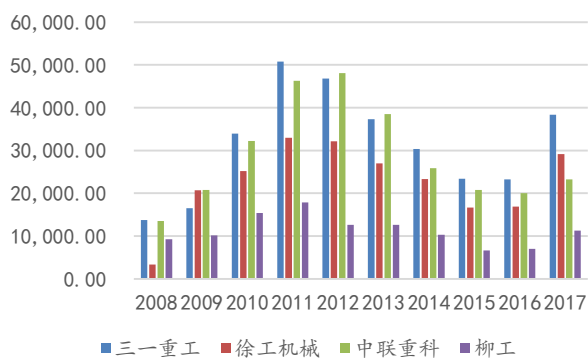


资料来源：中国工程机械工业协会，太平洋研究院整理

5 行业龙头地位凸显，有望成为下一个卡特彼勒

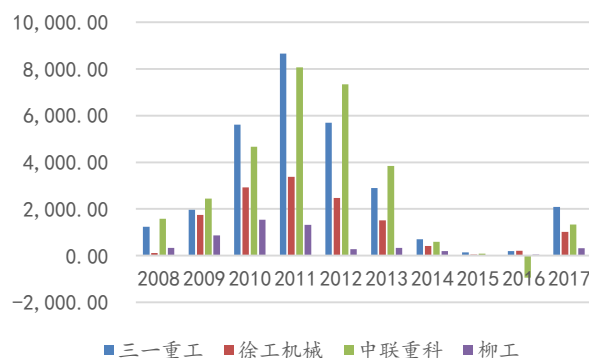
从国内工程机械行业竞争格局来看，公司已经逐步脱颖而出。从上市公司的营收规模来看，经过 2011-2015 年这一轮调整，公司率先调整到位，在市场需求回升过程中逐步甩开其他竞争对手。净利润方面，由于公司更加聚焦高利润产品，如挖掘机、泵车等，因此获得了更高的利润率。2017 年，行业盈利能力大幅回升，公司是唯一一家盈利超过 20 亿的公司，遥遥领先其他竞争对手。2018 年一季度，公司盈利 15.00 亿，远高于徐工机械的 5.19 亿、中联重科的 3.77 亿和柳工的 2.90 亿，行业龙头地位凸显。

图表 35：主要厂商营收比较（百万元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 36：主要厂商净利润比较（百万元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

卡特彼勒在全球主要市场均取得了巨大的成功，牢牢占据全球第一的宝座，从 2017 年收入规模来看，卡特彼勒接近三一的 8 倍；从市值水平来看，卡特彼勒接近三一的 9 倍。从另一个角度看，与卡特彼勒的差距就是三一的发展空间，而国内工程机械企业中，毫无疑问最有机会成为下一个卡特彼勒的公司就是三一。我们认为，三一具备与卡特彼勒类似，能够成长为全球化经营的

工程机械企业的基因和能力，主要体现在以下几个方面：

1) 强大的产品和服务能力。卡特比勒在长达 100 多年的经营周期内，逐步形成以建筑工程机械、矿山设备、柴油和天然气发动机、工业用燃气轮机等为主的产品体系，且这些产品均处于全球领先的地位。同时，卡特比勒在全球拥有 171 个独立的经销商经营着卡特的产品，并为客户提供服务。卡特比勒与经销商的合作关系都是延续了十几年甚至几十年，且经销商具有非常强大的实力，是卡特比勒最为珍贵的资产。如前所述，三一在短短 30 年的发展历程中，快速建立起以挖掘机械、混凝土机械等产品为核心的产品体系，并且混凝土机械已成为全球老大，挖掘机已连续 7 年位居国内第一，公司的产品能力毋庸置疑。而在销售体系方面，公司在较短时间内建立起比较完善的代理商体系，公司对代理商的控制力较强，更容易传导和执行公司的决策。这一销售体系在市场开拓初期更为积极有效，但也在上一轮工程机械高峰期出现了过于激进的问题，而这一问题在近两年已逐步得以解决，同时依托于这一销售体系，公司打造了业内领先的服务体系，这是卡特比勒和小松等其他厂商所达不到的。

2) 适度多元化。总体来说，卡特比勒对多元化是比较谨慎的，从最初的建筑机械扩展至矿山设备，从具备核心竞争力的发动机扩展到发电机组，并在完成布局后通过并购不断提升自身的产品能力。而三一在多元化方面则更加开放，在短短 30 年时间里，迅速在工程机械领域建立起混凝土机械、挖掘机械和起重机械几大业务板块，并在 2011 年之后工程机械步入低迷期后，公司抓住机遇迅速拓展军工、住宅工业化、工业物联网等几个领域，并且取得了不错的业绩，这一方面受益于国内经济的快速发展，各类产品的需求不断涌现，同时也证明了公司强大的产品研发能力和市场开拓能力。多元化的业务结构不仅增强了三一的抗风险能力，同时也打开了公司未来发展空间。

图表 37：公司业务结构更加多元化



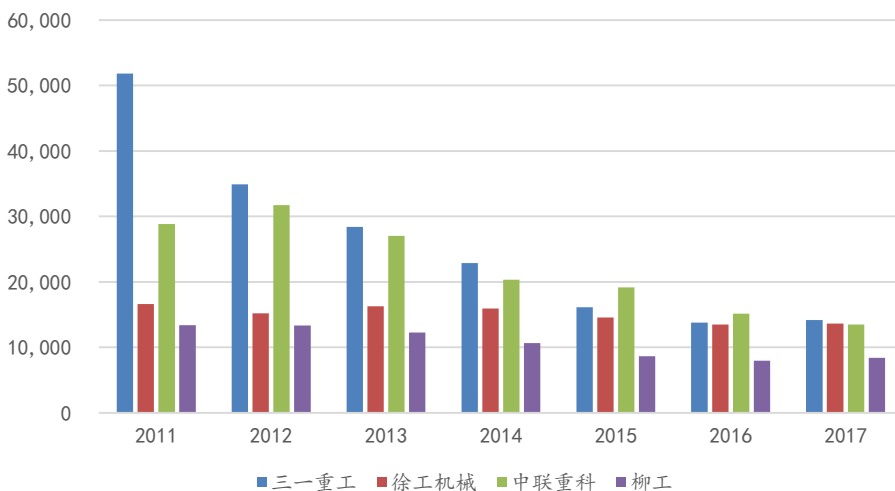
资料来源：三一官网，太平洋研究院整理

3) 全球化布局。卡特比勒在北美本土市场以外收入占比达到 53.65%，超过其北美本土市场收入。以中国市场为例，卡特比勒 80 年代进入中国市场，90 年代在中国投资设厂，受益于 2000

年以后中国市场的快速发展，卡特比勒在中国地区收入占比迅速提升，特别是 2008 年金融危机后，国内受“四万亿”政策刺激需求迅速回升，有效地对冲了卡特比勒业绩下行的风险。如前所述，国内工程机械企业主要依赖于国内市场，单一市场需求波动风险大，三一是国内工程机械企业中国际化布局最为领先的公司，并大力布局“一带一路”沿线国家，随着我国“一带一路”倡议推进，沿线新兴市场国家工程机械需求将逐年提升，这与卡特比勒对中国市场的前瞻布局有异曲同工之处。

4) 危机中迅速调整的能力。卡特比勒在 20 世纪 80 年代曾遭遇一次危机，受到宏观经济影响以及小松在美国市场的竞争压力，同时公司管理出现懈怠，导致整体经营陷入混乱，1982-1984 年连续三年出现经营性亏损。公司采取了多方面措施，产品方面向挖掘机聚焦，管理上通过划分产品业务单元并单独考核利润来充分调动员工积极性，从而在 90 年代重新超越小松，走出低迷。而三一遇到最大的危机是在 2011 年以后的这一轮低迷期，由于前期整个行业过度的信用销售导致在行业开工下滑时客户回款出现问题，三一在发现这一情况后，迅速调整公司的战略方向，重心转向货款回收、削减运营成本、提高经营效率等方面。以员工调整为例，三一人员规模从 2011 年最高超过 5 万人，削减到目前的 14000 多人，削减人数超过 70%，是国内主要厂商中调整幅度最大的公司，当然这也是由于三一是主要厂商中唯一一家民营企业，在人员调整方面具有更大的灵活性。通过在行业低迷期积极有效的调整，危机后迅速恢复经营能力，目前公司的资产质量非常高，盈利能力也处于历史最好水平。

图表 38：主要厂商人员变化情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

目前，三一的产品能力，服务能力，全球经营能力仍在不断提升过程中，公司本身的资产质量、经营情况处于历史最好水平。目前市场比较担心国内市场需求出现如 2011 年类似的断崖式下滑，我们认为未来 1-2 年工程总量将维持一定水平，三一的业绩有望持续向上。

6 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 48.62 亿、62.43 亿和 77.12 亿，对应 PE 分别为 13 倍、10 倍和 8 倍，考虑到目前国内工程机械行业仍然处于景气周期，预计未来 1-2 年国内市场需求波动率会大幅降低，而公司经营情况处于历史最好水平，国际化将成为公司下一轮增长的核心动力，维持“买入”评级。

图表 39：公司分业务预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
营业收入	38,335.09	50,797.72	57,412.49	63,153.74
yoy	64.67%	32.51%	13.02%	10.00%
营业成本	26,805.85	34,134.24	38,240.51	41,634.22
毛利率	30.07%	32.80%	33.39%	34.07%
挖掘机械				
收入	13,669.33	17,086.66	18,795.33	20,674.86
yoy	82.99%	25.00%	10.00%	10.00%
成本	8,116.97	10,081.13	11,089.24	12,198.17
毛利率	40.62%	41.00%	41.00%	41.00%
混凝土机械				
收入	12,599.59	17,009.45	19,560.86	21,516.95
yoy	32.59%	35.00%	15.00%	10.00%
成本	9,547.37	12,246.80	13,692.60	14,631.53
毛利率	24.22%	28.00%	30.00%	32.00%
起重机械				
收入	5,243.51	7,865.27	9,045.05	9,949.56
yoy	93.50%	50.00%	15.00%	10.00%
成本	4,038.09	5,269.73	6,060.19	6,666.21
毛利率	22.99%	33.00%	33.00%	33.00%
桩工机械类				
收入	2,913.33	4,078.66	4,690.46	5,159.51
yoy	145.52%	40.00%	15.00%	10.00%
成本	2,020.34	2,855.06	3,283.32	3,611.66
毛利率	30.65%	30.00%	30.00%	30.00%
配件及其他				
收入	1,887.43	2,264.92	2,491.41	2,740.55
yoy	83.33%	20.00%	10.00%	10.00%
成本	1,493.72	1,811.93	1,993.13	2,192.44
毛利率	20.86%	20.00%	20.00%	20.00%
路面机械				
收入	1,343.41	1,746.43	2,008.40	2,209.24
yoy	53.59%	30.00%	15.00%	10.00%
成本	1,098.88	1,309.82	1,506.30	1,656.93
毛利率	18.20%	25.00%	25.00%	25.00%
其他				
收入	678.49	746.34	820.97	903.07
yoy	33.92%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	490.48	559.75	615.73	677.30
毛利率	27.71%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：太平洋研究院整理

7 风险提示

宏观政策面可能趋紧；后续开工情况不达预期等

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	38335.0	50797.7	57412.4	63153.7
营业成本	26805.8	34134.2	38240.5	41634.2
营业税金及附加	279.22	369.99	418.17	459.99
销售费用	3832.26	5079.77	5741.25	6315.37
管理费用	2533.14	3301.85	3731.81	4104.99
财务费用	1319.03	507.98	287.06	0.00
资产减值损失	1189.02	700.00	500.00	300.00
投资收益	-19.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	402.68	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2876.03	6703.89	8493.68	10339.1
其他非经营损益	-7.18	-389.55	-385.93	-324.01
利润总额	2868.85	6314.34	8107.75	10015.1
所得税	641.76	1452.30	1864.78	2303.48
净利润	2227.09	4862.04	6242.97	7711.66
少数股东损益	134.83	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	2092.25	4862.04	6242.97	7711.66
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4103.65	5079.77	5741.25	6899.57
应收和预付款项	21720.9	30310.9	29444.0	30591.5
存货	7641.89	9935.98	11153.1	12170.4
其他流动资产	2740.92	1998.32	2253.32	2474.65
长期股权投资	1404.27	1404.27	1404.27	1404.27
投资性房地产	37.70	37.70	37.70	37.70
固定资产和在建工程	13566.4	11661.7	9756.99	7852.26
无形资产和开发支出	4441.12	3862.31	3283.50	2704.70
其他非流动资产	2580.71	2579.10	2577.49	2575.88
资产总计	58237.6	66870.1	65651.6	66711.0
短期借款	2256.96	6487.10	1691.73	0.00
应付和预收款项	13429.6	17197.1	19498.0	21151.4
长期借款	3366.92	3366.92	3366.92	3366.92
其他负债	12810.9	9807.03	10323.3	10750.0
负债合计	31864.5	36858.2	34880.0	35268.3
股本	7668.21	7668.21	7668.21	7668.21
资本公积	1049.80	1049.80	1049.80	1049.80
留存收益	18091.7	20594.1	21353.8	22024.9
归属母公司股东权益	25497.6	29136.3	29896.0	30567.1
少数股东权益	875.58	875.58	875.58	875.58
股东权益合计	26373.1	30011.9	30771.6	31442.7
负债和股东权益合计	58237.6	66870.1	65651.6	66711.0
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	6108.52	9697.02	11265.8	12824.3
PE	30.90	13.30	10.35	8.38
PB	2.45	2.15	2.10	2.06
PS	1.69	1.27	1.13	1.02
EV/EBITDA	11.57	7.31	5.81	4.88

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	2227.09	4862.04	6242.97	7711.66
折旧与摊销	1913.46	2485.15	2485.15	2485.15
财务费用	1319.03	507.98	287.06	0.00
资产减值损失	1189.02	700.00	500.00	300.00
经营营运资本变动	3415.55	-6501.56	2192.46	-310.89
其他	-1499.6	-787.00	-480.48	-295.26
经营活动现金流净额	8564.50	1266.61	11227.1	9890.66
资本支出	1483.79	0.00	0.00	0.00
其他	-265.69	209.86	0.00	0.00
投资活动现金流净额	1218.10	209.86	0.00	0.00
短期借款	-6651.5	4230.14	-4795.37	-1691.73
长期借款	-6046.0	0.00	0.00	0.00
股权融资	465.46	0.00	0.00	0.00
支付股利	-229.45	-2359.57	-5483.25	-7040.61
其他	-622.99	-2370.91	-287.06	0.00
筹资活动现金流净额	-13084.1	-500.34	-10565.6	-8732.33
现金流量净额	-3324.4	976.13	661.48	1158.32
财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	64.67%	32.51%	13.02%	10.00%
营业利润增长率	140.57	133.10%	26.70%	21.73%
净利润增长率	1259.65	118.31%	28.40%	23.53%
EBITDA 增长率	46.53%	58.75%	16.18%	13.83%
获利能力				
毛利率	30.07%	32.80%	33.39%	34.07%
三费率	20.05%	17.50%	17.00%	16.50%
净利率	5.81%	9.57%	10.87%	12.21%
ROE	8.44%	16.20%	20.29%	24.53%
ROA	3.82%	7.27%	9.51%	11.56%
ROIC	8.84%	14.87%	17.79%	22.62%
EBITDA/销售收入	15.93%	19.09%	19.62%	20.31%
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.81	0.87	0.95
固定资产周转率	2.86	4.29	5.77	7.85
应收账款周转率	2.10	2.46	2.60	2.91
存货周转率	3.68	3.72	3.51	3.46
销售商品提供劳务收	108.10	—	—	—
资本结构				
资产负债率	54.71%	55.12%	53.13%	52.87%
带息债务/总负债	30.86%	38.16%	26.57%	21.48%
流动比率	1.58	1.69	1.87	1.98
速动比率	1.24	1.34	1.44	1.51
每股指标				
每股收益	0.27	0.63	0.81	1.01
每股净资产	3.44	3.91	4.01	4.10
每股经营现金	1.12	0.00	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。