



基建预期修复，利润弹性显现 ——三一重工（600031）财报点评

2018年08月27日

强烈推荐/维持

三一重工

财报点评

任天辉	分析师 rentianhui1989@hotmail.com 010-66554037	执业证书编号: S1480517090003
樊艳阳	分析师 fanyanyang1990@126.com 010-66554089	执业证书编号: S1480518060001

事件：公司发布2018年上半年度报告，2018年上半年公司实现营业收入281.24亿元，同比增长46.42%；实现归属于母公司股东的净利润33.89亿元，同比增长192.09%。

观点：

- **盈利能力持续修复，经营效率提升明显。**公司上半年销售毛利率31.64%（2017年为30.07%），销售净利率达到12.50%（2017年为5.81%），盈利能力持续修复。上半年公司期间费用费率为14.43%，较2017年大幅下降5.62个百分点。经营活动产生的现金流量净额62.21亿元，同比增长5.55%，为同期历史最高水平。公司应收账款周转率从上年同期的1.04提升至1.46，存货周转率从上年同期的2.15提升至2.24。公司上半年挖掘机械销售收入111.60亿元，同比增长61.62%，毛利率40.76%，较上年增加3.76个百分点；混凝土机械实现销售收入85.49亿元，同比增长29.36%，毛利率23.79%，较上年增加1.19个百分点；起重机械销售收入达41.02亿元，同比增长78.47%，毛利率24.56%，较上年减少8.54个百分点。
- **基建悲观预期有望修复。**年初以来，基建投资增速回落明显，导致市场预期低迷，上月国常会提出加快地方政府专项债券发行和使用进度、对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾、推进建设和储备一批重大项目等，基建发力托底经济板上钉钉，预计下半年基建投资增速筑底回升，以挖掘机为代表的基建板块将迎来情绪修复。
- **经营效率不断提升，盈利增长持续性明显提升。**公司一方面发展战略逐渐向轻资产转变，从供应链管理、库存管理、精益制造入手，不断降低经营杠杆系数，以快速响应销售额的周期波动，扩大规模效应优势；另一方面始终保持高比例的研发投入，将非核心生产制造部分外包，生产成本中来源于原材料采购的可变成本占比不断提升，持续降低日常经营中营运资本的投入，节约存货和应收账款的资金占用，加速现金流通，节约营运资金投入成本。公司品牌价值充分体现，市场占有率稳居第一，叠加基建触底回升带来的销售端复苏周期延长，公司盈利增长持续性大幅改善，公司业绩有望持续超出市场预期。

结论：

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，归母净利润分别为51.51亿元、62.11亿元和76.71亿元，EPS分别为0.67元、0.80元和0.99元，对应PE分别为13.48X、11.29X和9.12X，给予公司15倍PE，对应930亿市值，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

公司核心竞争下降导致收入规模与净利润下降。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	37992	36207	61523	67987	73430	营业收入	23280	38335	51205	62409	69921
货币资金	7442	4104	10241	9361	10488	营业成本	17179	26806	34045	42013	46024
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	4352	4993	6176
预付款项	337	697	1069	1481	2005	管理费用	2121	2533	4146	4993	5292
存货	6220	7642	8395	10359	11348	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	1189.02	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	14014.42	11954.48	10342.51	8730.55	营业利润		1196	2876	7264	8793	10533
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	82401	86877	90264	利润总额	63	2869	6868	8281	10228
流动负债合计	23800	22983	40974	39390	35288	所得税	-101	642	1717	2070	2557
短期借款	8908	2257	17307	11224	6596	净利润	164	2227	5151	6211	7671
应付账款	4605	6218	9327	11510	11916	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	5119	6168	7601
一年内到期的非	2199	2999	2999	2999	2999	EBITDA	7959	9862	10186	11846	13586
非流动负债合计	14302	8882	8703	8703	8703	EPS (元)	0.03	0.27	0.67	0.80	0.99
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	49677	48093	43991	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)	7658	7668	7668	7668	7668	营业利润增长	601.04%	140.57%	152.58%	21.04%	19.79%
资本公积	595	1050	1050	1050	1050	归属于母公司净利润	144.67%	20.50%	144.67%	20.50%	23.23%
未分配利润	13616	15126	20125	26152	33583	获利能力					
归属母公司股东	22717	25498	31817	37835	45255	毛利率(%)	48.47%	48.11%	30.15%	30.34%	31.52%
负债和所有者权	61555	58238	82401	86877	90264	净利率(%)	0.70%	5.81%	10.06%	9.95%	10.97%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	0.33%	3.59%	6.21%	7.10%	8.42%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	0.90%	8.21%	16.09%	16.30%	16.80%
经营活动现金流	3249	8565	-8763	6506	7282	偿债能力					
净利润	164	2227	5151	6211	7671	资产负债率(%)	62%	55%	60%	55%	49%
折旧摊销	5888.38	5666.62	0.00	2021.15	2021.15	流动比率	1.60	1.58	1.50	1.73	2.08
财务费用	875	1319	900	1031	1031	速动比率	1.33	1.24	1.30	1.46	1.76
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	-563	403	41	-40	134	应付账款周转率	5.65	7.08	6.59	5.99	5.97
长期股权投资减	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	0.67	0.80	0.99
筹资活动现金流	-4661	-13085	14952	-7237	-5812	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	4.15	4.93	5.90
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	301.00	33.44	13.48	11.29	9.12
资本公积增加	-168	455	0	0	0	P/B	3.04	2.71	2.18	1.83	1.53
现金净增加额	851	-3302	6137	-880	1127	EV/EBITDA	10.90	7.94	8.67	7.02	5.69

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。

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，需注明出处为东兴证券研究所，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：

看高：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。