

三季报超预期，现金流大幅改善 增持（维持）

2018 年 10 月 30 日

事件：公司 2018Q1-Q3 实现营收 410.8 亿，同比+45.88%；实现归母净利润 48.8 亿，同比+170.90%，扣非后净利润为 52.3 亿，同比+238.50%。

投资要点

■ 各项业务收入大增，受益行业景气向上。

Q1-Q3 利润增速（+239%）远超过收入增速（+46%）的主要原因是：
1、规模效应：固定成本有限，生产规模增加对利润弹性的影响非常大。**2、龙头市占率提高：**挖机高基数下维持增长，龙头三一市占率稳居第一。1-9 月挖机累计销量 15.6 万台创历史新高，累计同比+53%。三一 1-9 月累计销量 3.6 万台，累计同比+59%，增速远超行业，累计市占率 23%稳居第一。

再分析 Q3 单季度的收入为 130 亿元，同比+45%，环比-19%，为历史最高的三季度收入规模。我们认为未来基建投资有望反弹，叠加环保趋严、出口旺盛等因素，或将拉长工程机械行业景气周期，根据草根调研，我们预计 2018 年全年销量或超 20 万台，Q4 或达 4.5-5 万台（同比+20%到+30%）；预计 2019 年仍能保持销量持平或增长。

■ 盈利能力大幅提升，期间费用管控强，规模效应明显。

三季报综合毛利率 31.16%，同比+1.03pct（其中 Q3 单季毛利率 30.12%，同比-0.58pct，环比-1.31pct）。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同比上升，主要原因是公司收入大幅增长带来规模效应以及产品进行改造升级。我们判断，随着公司收入的持续增长但固定成本不会增加和个别紧俏机型涨价对边际盈利的改善，公司的整体盈利能力将有望获得进一步提升。

公司期间费用率为 13.68%，同比-6pct，其中销售费用率 8.36%，管理费用率+研发费用率 5.08%，财务费用率 0.24%，同比分别-1.1pct，-1.21pct，-3.69pct。其中管理费用下降主要是公司销售收入增加，人员固定成本稳定，规模效应所致；财务费用率大幅下降主要系汇兑收益、利息支出大幅减少。总体来看，公司期间费用率均有下降，说明公司管控能力增强，随着规模效应的继续，公司的成本控制能力会进一步提高。

■ 现金流大幅改善，资产质量不断提升。

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，公司经营性现金流净额 87.32 亿元，同比+27%，环比+40%，为三季度同期历史最高水平，主要系销售回款增加。应收账款周转率从上年同期的 1.53 提升至 2.12；存货周转率从上年同期的 3.08 提升至 3.18。根据中报披露的信息，三一仍然继续采取强力的风险穿透与管控措施，逾期贷款总额较年初大幅下降、价值销售逾期率控制在低水平。

■ 政策边际改善将拉长行业景气周期，龙头企业仍是最佳受益对象。

近期国家政策放松，下半年基建投资有望迎反弹，我们预计政策层面对农村基建、生态环保等领域的支持力度将进一步加大，结构优化增强了基建投资的韧性，抵消房地产投资下行风险，拉长工程机械行业景气周期。

公司作为行业龙头，挖掘国内连续八年蝉联销量冠军，市场占有率稳定在 22%左右，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。

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，仍为最优选择。

■ 盈利预测与投资评级：我们继续看好三一作为工程机械龙头的行业地位，预计公司 2018-2020 年净利润分别为 59/73/86 亿，对应 PE 分别为 10/8/7X。

■ 风险提示：下游基建房地产增速低于预期，行业竞争格局激烈导致盈利能力下滑。

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.63
一年最低/最高价	7.41/9.84
市净率(倍)	1.96
流通 A 股市值(百万元)	59179.00

基础数据

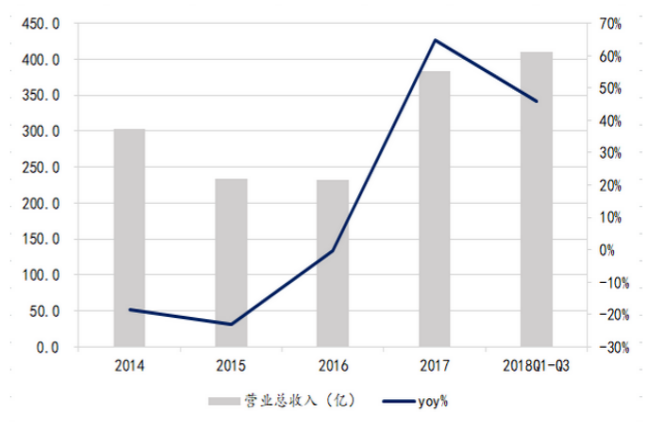
每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	55.10
总股本(百万股)	7794.60
流通 A 股(百万股)	7756.09

相关研究

- 1、《三一重工 (600031)：三季报扣非归母净利润 50-54 亿元超预期，盈利复苏正当时》2018-10-24
- 2、《三一重工 (600031)：中报业绩超预期，盈利能力复苏正当时！》2018-08-27
- 3、《三一重工 (600031)：半年报业绩预增超预期！全年净利润上调至 55 亿》2018-07-31

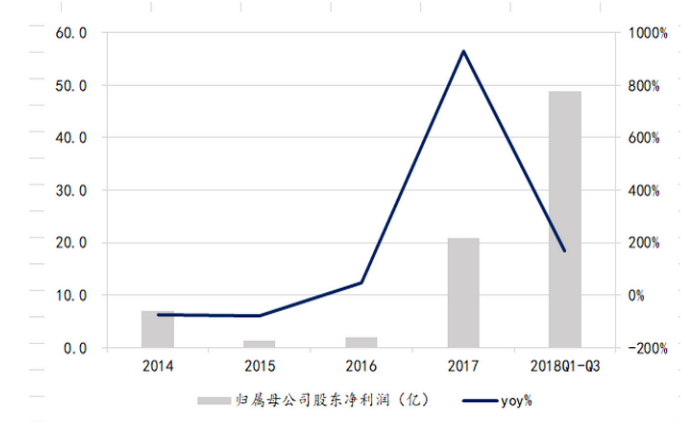
附录:

图 1: 2018 年三季报业绩持续高增长, 营收同比 +45.88%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2018 年三季报归母净利润同比增长 170.90%



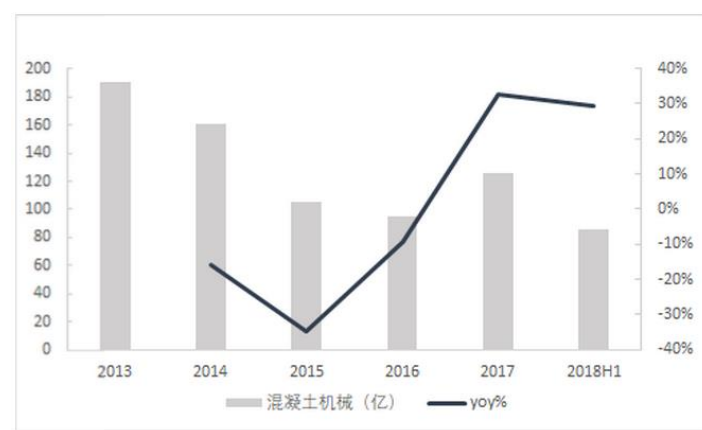
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 公司主要业务 2018H1 挖掘机械收入增长迅速



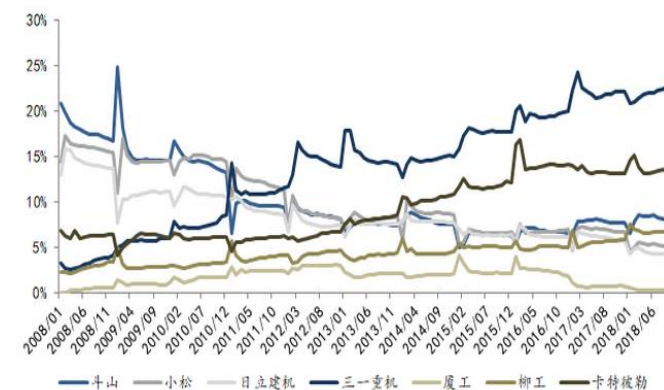
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司主要业务 2018H1 混凝土机械收入稳定增长



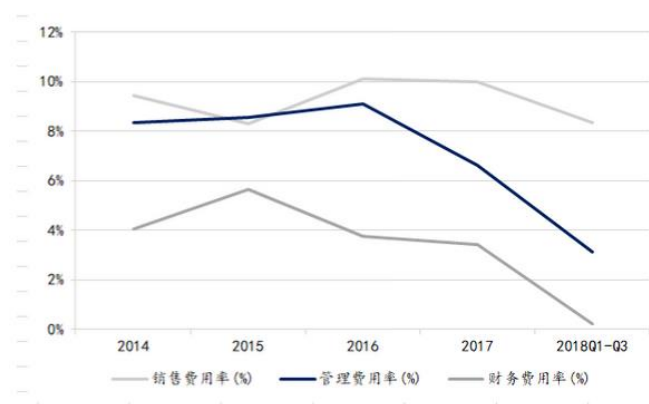
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 三一挖机的市占率稳中有升, 稳定在 23% 左右



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 7：期间费用率下降明显，成本管控能力大幅增强



数据来源：Wind,东吴证券研究所

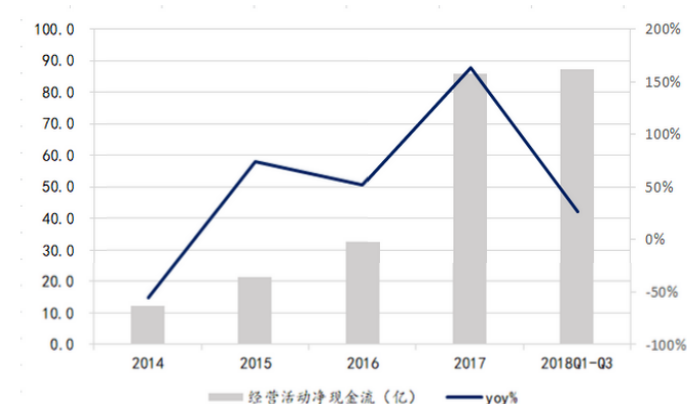
图 9：应收账款周转率大幅提高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

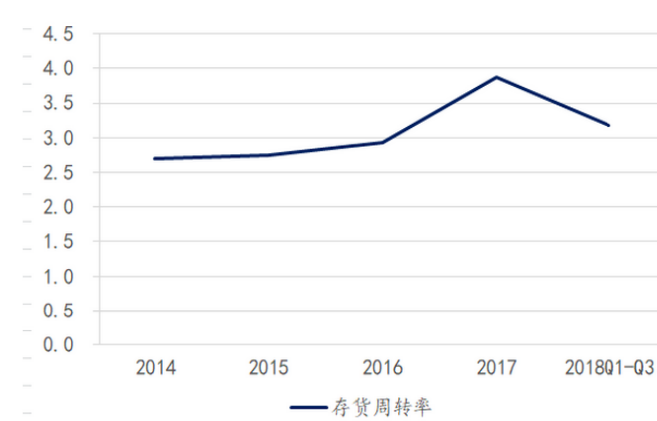
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 8：经营性现金流净额大幅改善，同比+27%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：存货周转率明显提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三一重工三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	36207	45407	53372	62651	营业收入	38335	52879	60762	68218
现金	4104	6443	8711	12672	减:营业成本	26806	36271	41271	45741
应收账款	21024	24629	28300	31773	营业税金及附加	279	370	425	478
存货	7642	9937	11307	12532	营业费用	3832	4759	5469	6140
其他流动资产	3438	4398	5054	5674	管理费用	2872	3309	3782	4229
非流动资产	22030	22050	21069	19991	财务费用	1319	667	598	505
长期股权投资	1404	1404	1404	1404	资产减值损失	1189	412	412	412
固定资产	12805	13545	12876	11986	加:投资净收益	-19	5	5	5
在建工程	761	250	75	23	其他收益	857	539	539	539
无形资产	4092	3955	3819	3683	营业利润	2876	7634	9350	11257
其他非流动资产	2968	2895	2895	2895	加:营业外净收支	-7	2	2	2
资产总计	58238	67457	74442	82642	利润总额	2869	7636	9352	11259
流动负债	22983	29209	32528	35509	减:所得税费用	642	1680	2057	2590
短期借款	5256	5256	5256	5256	少数股东损益	135	30	36	43
应付账款	10938	14906	16960	18798	归属母公司净利润	2092	5927	7258	8626
其他流动负债	6789	9046	10311	11455	EBIT	4885	8306	9952	11766
非流动负债	8882	8882	8882	8882	EBITDA	6798	9866	11601	13479
长期借款	3367	3367	3367	3367					
其他非流动负债	5515	5515	5515	5515	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	31865	38091	41410	44391	每股收益(元)	0.27	0.76	0.93	1.11
少数股东权益	876	905	942	985	每股净资产(元)	3.33	3.65	4.12	4.78
					发行在外股份(百万股)	7668	7795	7795	7795
归属母公司股东权益	25498	28461	32090	37266	ROIC(%)	9.0%	17.0%	19.8%	22.4%
负债和股东权益	58238	67457	74442	82642	ROE(%)	8.2%	20.8%	22.6%	23.1%
					毛利率(%)	29.3%	30.7%	31.4%	32.2%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	5.5%	11.2%	11.9%	12.6%
经营活动现金流	8565	5738	6575	8055	资产负债率(%)	54.7%	56.5%	55.6%	53.7%
投资活动现金流	1218	-436	-677	-644	收入增长率(%)	64.7%	37.9%	14.9%	12.3%
筹资活动现金流	-13085	-2963	-3629	-3451	净利润增长率(%)	928.4%	183.3%	22.5%	18.9%
现金净增加额	-3324	2339	2268	3961	P/E	27.96	10.03	8.19	6.89
折旧和摊销	1913	1560	1648	1713	P/B	2.29	2.09	1.85	1.60
资本开支	-30	-685	-677	-644	EV/EBITDA	13.29	9.89	8.70	7.71
营运资本变动	4695	-1787	-2377	-2336					

数据来源: 贝格数据, 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>