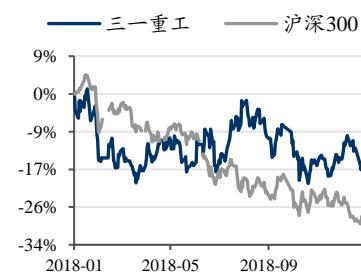


2019年01月10日

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)	8.04
一年最低/最高价	7.41/9.80
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	62414.76

### 基础数据

每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	55.10
总股本(百万股)	7800.71
流通 A 股(百万股)	7763.03

### 相关研究

- 《三一重工 (600031): 三季报超预期, 现金流大幅改善》  
2018-10-30
- 《三一重工 (600031): 三季报扣非归母利润 50-54 亿元超预期, 盈利复苏正当时》  
2018-10-24
- 《三一重工 (600031): 中报业绩超预期, 盈利能力复苏正当时!》  
2018-08-27

## 基建轨交加码拉长工程机械景气周期, 龙头将继续大幅超越行业表现 增持 (维持)

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	38,335	52,879	60,762	68,218
同比 (%)	64.7%	37.9%	14.9%	12.3%
归母净利润 (百万元)	2,092	5,927	7,258	8,626
同比 (%)	928.4%	183.3%	22.5%	18.9%
每股收益 (元/股)	0.27	0.76	0.93	1.11
P/E (倍)	29.47	10.57	8.63	7.26

### 投资要点

#### ■ 预期 2019 年铁路总投资维持高位在 8000 亿元以上, 中大挖+起重机有望显著受益

2018 年铁路完成投资 7920 亿元, 高于年初规划。年初规划 18 年全国铁路投资 7320 亿元, 8 月份投资预期曾上调至 8000 亿元; 实际完成额高于年初规划的 8.2%, 略低于调整后预期值。考虑 2019 年全国交通运输工作会议强调加大基础设施补短板的力度, 预期 2019 年铁路总投资在 8000 亿元以上。大挖的下游主要是大型的基建工程, 在固定资产投资稳中有升的大背景之下, 大挖的销量有望稳中有升。且对三一来说, 大挖的销量 (大挖的单价可能是小挖的 10 倍左右) 对公司的业绩弹性影响很大。我们判断 2019 年三一的大挖和起重机有望在轨交投资继续维持高位的背景下显著受益。

#### ■ 2018 年挖机销量破 20.3 万台超市场预期, 人工替代拉动未来小挖需求

2018 年 12 月挖掘机销量 16027 台, 同比 +14%, 环比 +1%, 对标前面几个月的销量虽然绝对值仍然高增长, 但环比增速已下滑。国内市场销量 (不含港澳台) 14269 台, 同比增长 +12%。出口销量 1749 台, 同比增长 +38%, 持续超预期。2018 年以来, 挖掘机出口量同比增速维持在 70% 以上, 出口正在成为新的增长点。国内厂商海外布局多年, 叠加“一带一路”沿线的工程需求对挖掘机出口的拉动作用, 预计未来出口销量依旧维持高增长。

市场结构方面: 小挖是亮点: 12 月大挖同比 -11%, 全年累计同比 +42%; 中挖同比 -7%, 累计同比 +48%; 小挖同比 +27%, 累计同比 +38%。临近年底是大型项目的开工淡季, 只有小挖需求仍然保持高位。我们判断, 随着劳动力成本的高企和年轻劳动力短缺, 小挖作为在工程机械领域的机器人, 发挥着各种疏通水利, 开沟通渠等作用, 未来的普及度和渗透率会逐步继续提升。

#### ■ 房地产政策回暖+基建审批加快拉动 2019 年挖机+混凝土+起重机的需求, 预计起重机仍有小幅增长

基建项目审批加快, 叠加环保核查趋严因素, 工程机械行业景气周期有望拉长。此外 1-11 月房屋新开工面积累计同比 +16.8%, 与商品房销售面积增速 (+1.4%) 产生分化, 可推断开发商为缓解经营压力主动采取快开工、快开盘、快回款的高周转模式, 这也是工程机械下游需求持续旺盛的原因之一。伴随着房地产的政策的回暖和基建审批加快, 我们预计将拉动 2019 年挖机+混凝土需求。在房地产施工过程中, 挖掘机属于早周期收益, 塔机属于中周期收益, 混凝土机械属于后周期收益。此外, 2018 年 1-11 月汽车起重机销售 29695 台, 累计同比 +61%, 高基数下维持高增长, 起重机和基建房地产相关性很大, 我们判断 2019 年起重机还有 10% 以上增长。

■ 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: 第一、全系列产品线竞争优势、龙头集中度不断提升; 第二、出口不断超预期, 全球布局最完善; 第三、行业龙头估值溢价; 第四, 经营质量和现金流持续变好。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 59 亿、73 亿、86 亿, 对应 PE 分别为 11、9、7 倍, 维持“增持”评级。

■ 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。

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
<b>流动资产</b>	<b>36207</b>	<b>45407</b>	<b>53372</b>	<b>62651</b>	<b>营业收入</b>	<b>38335</b>	<b>52879</b>	<b>60762</b>	<b>68218</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>22030</b>	<b>22050</b>	<b>21069</b>	<b>19991</b>	<b>财务费用</b>	<b>1319</b>	<b>667</b>	<b>598</b>	<b>505</b>
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	<b>营业利润</b>	<b>2876</b>	<b>7634</b>	<b>9350</b>	<b>11257</b>
其他非流动资产	2968	2895	2895	2895	加:营业外收支	-7	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>58238</b>	<b>67457</b>	<b>74442</b>	<b>82642</b>	<b>利润总额</b>	<b>2869</b>	<b>7636</b>	<b>9352</b>	<b>11259</b>
<b>流动负债</b>	<b>22983</b>	<b>29209</b>	<b>32528</b>	<b>35509</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2092</b>	<b>5927</b>	<b>7258</b>	<b>8626</b>
其他流动负债	6789	9046	10311	11455	EBIT	4885	8306	9952	11766
<b>非流动负债</b>	<b>8882</b>	<b>8882</b>	<b>8882</b>	<b>8882</b>	EBITDA	6798	9866	11601	13479
长期借款	3367	3367	3367	3367	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他非流动负债	5515	5515	5515	5515	每股收益(元)	0.27	0.76	0.93	1.11
<b>负债合计</b>	<b>31865</b>	<b>38091</b>	<b>41410</b>	<b>44391</b>	每股净资产(元)	3.33	3.65	4.12	4.78
少数股东权益	876	905	942	985	发行在外股份(百万股)	7668	7795	7795	7795
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>25498</b>	<b>28461</b>	<b>32090</b>	<b>37266</b>	ROIC(%)	9.0%	17.0%	19.8%	22.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>58238</b>	<b>67457</b>	<b>74442</b>	<b>82642</b>	ROE(%)	8.2%	20.8%	22.6%	23.1%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	29.3%	30.7%	31.4%	32.2%
经营活动现金流	8565	5738	6575	8055	销售净利率(%)	5.5%	11.2%	11.9%	12.6%
投资活动现金流	1218	-436	-677	-644	资产负债率(%)	54.7%	56.5%	55.6%	53.7%
筹资活动现金流	-13085	-2963	-3629	-3451	收入增长率(%)	64.7%	37.9%	14.9%	12.3%
现金净增加额	-3324	2339	2268	3961	净利润增长率(%)	928.4%	183.3%	22.5%	18.9%
折旧和摊销	1913	1560	1648	1713	P/E	29.47	10.57	8.63	7.26
资本开支	-30	-685	-677	-644	P/B	2.42	2.20	1.95	1.68
营运资本变动	4695	-1787	-2377	-2336	EV/EBITDA	13.76	10.21	8.97	7.94

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>