

2019年01月18日

三一重工 (600031.SH)

市占率继续提升，龙头厂商强者恒强

■事件：工程机械行业协会数据显示，2018年公司共销售挖机4.69万台，同比增长50.6%；其中国内和出口销量分别为4.05万台和6392台，同比增速分别为48.3%和67.3%。

■2018全年挖机销量达历史最高，后续预计步入平稳发展区间：工程机械行业协会数据显示，2018全年挖机销量共20.34万台，同比增长45%，达历史销量最高值；其中国内/出口销量分别为18.41万台和1.91万台，同比增速分别为41.1%和97.5%。单月份看，2018年12月挖机销量共1.6万台，同比增长14.4%；其中国内/出口销量分别为1.43万台和1749台，同比增速分别为12.2%和37.5%。本轮挖机销量复苏以替换需求为驱动，基于环保政策（短期拉动）和机器换人（长期动因）两大原因，我们预计未来挖机市场将步入平稳发展区间：（1）环保驱动下：行业协会预计2018年各类挖掘机退出达14.06万台，2019年达到13.25万台，2020年10.9万台；（2）机器换人：城镇化和新农村建设将成为主因。

■龙头厂商强者恒强，大挖市占率显著提升：协会数据显示，2018全年公司市占率23.1%，同比再提升0.9个pct。分区域看，公司国内和出口销量市占率分别为22%和33.5%，同比分别变动1.1、-6个pct。未来，随着公司挖机竞争力的增强、海外销售渠道的成熟，海外销售有望呈现加速增长趋势。分型号看，公司在小挖、中挖、大挖市场销量占有率分别为23.8%、23%和20.8%，同比分别提升0.6、0.2、3.8个pct。大挖市场上，随着关键零部件进口替代的突破，预计整机端国产化进程将加快，公司作为龙头厂商，预计大挖市占率将继续上升。

■经营质量大幅改善，经营性净现金流创历史最高水平。前三季度公司应收账款周转率2.12，从历史上看明显上升，经营性净现金流87.32亿元，创历年来同期的最高水平。近年来公司资产负债率呈下降之势，前三季度资产负债率55.1%，同比下降1.4个百分点，负债率的下降导致财务费用仅9682万元，较去年同期大幅度下降91.26%。

■投资建议：预计2018-2020年收入增速分别为32.6%、17.1%和13%，净利润增速分别为189%、20.2%和11%，对应EPS分别为0.78元、0.93元和1.03元。国内基建投资有望触底回暖，行业需求周期延长；龙头厂商强者恒强；资产质量持续改善，净利润弹性扩大。维持买入-A评级，6个月目标价10.14元，相当于2018年13倍动态市盈率。

■风险提示：下游需求波动，原材料价格上涨，行业竞争加剧。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	23,280.1	38,335.1	50,845.2	59,530.3	67,259.5
净利润	203.5	2,092.3	6,047.5	7,270.7	8,073.1
每股收益(元)	0.03	0.27	0.78	0.93	1.03
每股净资产(元)	2.91	3.27	4.01	4.76	5.59

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	327.0	31.8	11.0	9.2	8.2
市净率(倍)	2.9	2.6	2.1	1.8	1.5
净利润率	0.9%	5.5%	11.9%	12.2%	12.0%
净资产收益率	0.9%	8.2%	19.3%	19.6%	18.5%
股息收益率	0.1%	2.1%	1.8%	2.2%	2.4%
ROIC	12.9%	8.5%	20.3%	25.4%	36.9%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

工程机械

投资评级 买入-A

维持评级

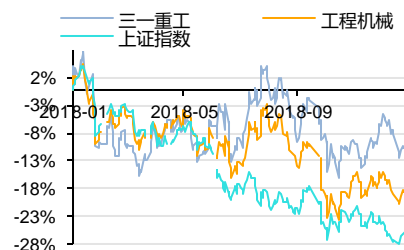
6个月目标价：10.14元

股价(2019-01-17) 8.53元

交易数据

总市值(百万元)	65,369.96
流通市值(百万元)	65,054.23
总股本(百万股)	7,800.71
流通股本(百万股)	7,763.03
12个月价格区间	7.63/9.86元

股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.79	3.94	17.38
绝对收益	-0.95	1.21	-8.67

李哲

分析师

SAC执业证书编号：S1450518040001
lizhe3@essence.com.cn

王书伟

分析师

SAC执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

相关报告

- 三一重工：Q3业绩再超预期，经营质量改善提升利润弹性/王书伟 2018-10-30
- 三一重工：Q2业绩弹性释放超预期，经营质量稳步改善/王书伟 2018-08-27
- 三一重工：H1业绩增长超预期，龙头盈利能力明显提升/王书伟 2018-07-31
- 三一重工：盈利能力大幅提升，业绩弹性显著释放/王书伟 2018-04-26
- 三一重工：盈利能力回升&资产质量改善，龙头厂商再启航/王书伟 2018-04-19

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	23,280.1	38,335.1	50,845.2	59,530.3	67,259.5	成长性					
减:营业成本	17,179.4	26,805.9	34,982.8	41,104.9	46,035.3	营业收入增长率	-0.4%	64.7%	32.6%	17.1%	13.0%
营业税费	219.6	279.2	381.3	446.5	504.4	营业利润增长率	601.0%	140.6%	172.5%	12.2%	27.5%
销售费用	2,359.1	3,832.3	4,321.8	5,060.1	5,649.8	净利润增长率	46.8%	928.4%	189.0%	20.2%	11.0%
管理费用	2,120.8	2,533.1	3,254.1	4,048.1	4,304.6	EBITDA 增长率	27.4%	43.8%	64.4%	9.6%	19.7%
财务费用	875.4	1,319.0	166.7	24.0	-97.3	EBIT 增长率	38.8%	97.0%	96.2%	10.2%	26.0%
资产减值损失	948.4	1,189.0	960.0	900.0	500.0	NOPLAT 增长率	213.4%	-39.5%	101.6%	7.5%	26.0%
加:公允价值变动收益	-563.4	402.7	359.9	250.0	250.0	投资资本增长率	-8.6%	-15.7%	-13.9%	-13.3%	-11.9%
投资和汇兑收益	2,181.5	-19.3	700.0	600.0	600.0	净资产增长率	-0.8%	12.5%	22.2%	16.8%	19.5%
营业利润	1,195.5	2,876.0	7,838.3	8,796.7	11,212.7	利润率					
加:营业外净收支	-1,132.6	-7.2	-388.8	-200.0	-	毛利率	26.2%	30.1%	31.2%	31.0%	31.6%
利润总额	63.0	2,868.8	7,449.5	8,596.7	11,212.7	营业利润率	5.1%	7.5%	15.4%	14.8%	16.7%
减:所得税	-100.8	641.8	1,340.9	1,719.3	2,242.5	净利润率	0.9%	5.5%	11.9%	12.2%	12.0%
净利润	203.5	2,092.3	6,047.5	7,270.7	8,073.1	EBITDA/营业收入	17.9%	15.6%	19.4%	18.1%	19.2%
						EBIT/营业收入	8.9%	10.6%	15.7%	14.8%	16.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	226	126	81	53	32
						流动营业资本周转天数	293	149	93	72	62
						流动资产周转天数	582	348	311	339	370
						应收帐款周转天数	356	202	148	140	145
						存货周转天数	91	65	69	78	79
						总资产周转天数	949	562	454	441	444
						投资资本周转天数	620	332	213	157	121
						投资回报率					
						ROE	0.9%	8.2%	19.3%	19.6%	18.5%
						ROA	0.3%	3.8%	8.7%	9.0%	10.0%
						ROIC	12.9%	8.5%	20.3%	25.4%	36.9%
						费用率					
						销售费用率	10.1%	10.0%	8.5%	8.5%	8.4%
						管理费用率	9.1%	6.6%	6.4%	6.8%	6.4%
						财务费用率	3.8%	3.4%	0.3%	0.0%	-0.1%
						三费/营业收入	23.0%	20.0%	15.2%	15.3%	14.7%
						偿债能力					
						资产负债率	61.9%	54.7%	53.9%	50.5%	50.0%
						负债权益比	162.5%	120.8%	116.9%	102.0%	99.9%
						流动比率	1.60	1.58	1.72	1.81	1.94
						速动比率	1.33	1.24	1.32	1.40	1.55
						利息保障倍数	2.37	3.09	48.02	367.06	-114.23
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	0.18	0.16	0.19	0.21
						分红比率	37.6%	66.8%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.1%	2.1%	1.8%	2.2%	2.4%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7,442.1	4,103.6	15,253.5	18,477.2	28,936.0
交易性金融资产	30.8	40.1	-	-	-
应收帐款	22,866.3	20,149.8	21,656.2	24,645.1	29,536.2
应收票据	283.0	873.8	651.6	1,167.4	887.8
预付帐款	337.4	697.4	509.2	929.5	605.0
存货	6,220.3	7,641.9	11,987.4	13,817.4	15,594.1
其他流动资产	812.4	2,700.9	1,476.8	1,663.4	1,947.0
可供出售金融资产	652.5	681.2	200.0	200.0	200.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,527.9	1,404.3	1,404.3	1,404.3	1,404.3
投资性房地产	-	37.7	37.7	37.7	37.7
固定资产	14,014.4	12,805.4	10,195.6	7,378.9	4,746.7
在建工程	965.8	761.0	811.0	861.0	911.0
无形资产	4,677.3	4,390.5	4,064.4	3,739.1	3,415.4
其他非流动资产	1,724.7	1,950.1	1,666.8	1,759.3	1,779.6
资产总额	61,555.0	58,237.7	69,914.5	76,080.2	90,000.7
短期债务	8,908.5	2,257.0	2,154.9	-	-
应付帐款	6,902.5	8,423.7	13,537.8	17,290.9	20,304.6
应付票据	2,923.2	4,719.9	5,774.9	6,636.7	7,941.2
其他流动负债	5,066.1	7,582.0	8,496.3	9,529.4	11,691.2
长期借款	9,412.9	3,366.9	2,841.9	-	-
其他非流动负债	4,889.0	5,515.1	4,873.0	4,964.4	5,049.3
负债总额	38,102.3	31,864.5	37,678.9	38,421.3	44,986.3
少数股东权益	735.3	875.6	936.7	543.3	1,440.4
股本	7,657.9	7,668.2	7,800.7	7,800.7	7,800.7
留存收益	16,823.5	19,141.5	23,498.2	29,314.8	35,773.3
股东权益	23,452.7	26,373.2	32,235.6	37,658.9	45,014.4

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	163.8	2,227.1	6,047.5	7,270.7	8,073.1
加:折旧和摊销	2,097.7	1,913.5	1,845.6	1,974.1	1,803.5
资产减值准备	203.6	903.1	-	-	-
公允价值变动损失	563.4	-402.7	359.9	250.0	250.0
财务费用	1,891.9	1,270.9	166.7	24.0	-97.3
投资损失	-2,181.5	19.3	-700.0	-600.0	-600.0
少数股东损益	-39.7	134.8	61.1	-393.3	897.0
营运资金的变动	1,908.7	1,951.5	1,966.5	509.1	-61.6
经营活动产生现金流量	3,249.5	8,564.5	9,747.3	9,034.6	10,264.8
投资活动产生现金流量	2,262.5	1,218.1	1,927.6	1,467.4	1,444.1
融资活动产生现金流量	-4,661.1	-13,084.6	-525.0	-7,278.4	-1,250.1

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.03	0.27	0.78	0.93	1.03
BVPS(元)	2.91	3.27	4.01	4.76	5.59
PE(X)	327.0	31.8	11.0	9.2	8.2
PB(X)	2.9	2.6	2.1	1.8	1.5
P/FCF	43.5	-17.6	6.3	12.9	5.9
P/S	2.9	1.7	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	15.0	12.7	6.4	5.0	3.4
CAGR(%)	247.6%	59.1%	253.6%	247.6%	59.1%
PEG	1.3	0.5	0.0	0.0	0.1
ROIC/WACC	1.3	0.9	2.1	2.7	3.9
REP	1.2	2.6	1.1	0.8	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李哲、王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034