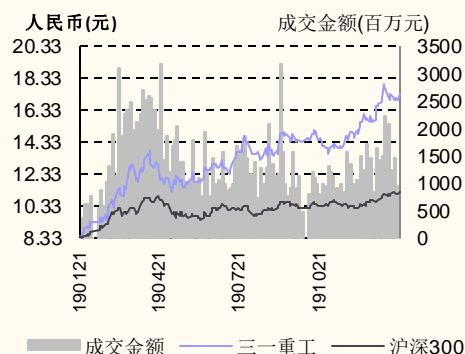


市场价格(人民币): 17.25 元  
 目标价格(人民币): 21.50-21.50 元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股) 84.26  
 已上市流通 A 股(亿股) 84.21  
 总市值(亿元) 1,453.53  
 年内股价最高最低(元) 17.95/15.69  
 沪深 300 指数 4186  
 上证指数 3096

**相关报告**

- 1.《对标世界巨头，“设备制造+金融”产融协同-三一重工点评》，2019.12.26
- 2.《广泛听取投资者建议，调低收购交易对价-三一重工点评》，2019.12.22
- 3.《拟收购三一汽车金融公司，有助提升竞争力、推进国际化进程-三一重工点评》，2019.12.12

**王华君** 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
 wanghuajun@gjzq.com.cn

**赵晋** 联系人  
 zhaojin1@gjzq.com.cn

**业绩符合预期；上调市值目标至 1800 亿元****公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.80	1.80	1.80	1.80	1.80
每股净资产(元)	3.33	4.04	5.08	6.42	7.95
每股经营性现金流(元)	1.15	1.49	1.81	1.74	2.05
市盈率(倍)	33.2	10.6	12.8	10.7	9.6
净利润增长率(%)	928.4%	192.3%	84.4%	19.9%	11.2%
净资产收益率(%)	8.2%	19.4%	28.4%	27.0%	24.3%
总股本(百万股)	7,668	7,801	8,375	8,375	8,375

来源: 公司年报、国金证券研究所

**事件**

- 公司发布业绩预告，预计 2019 年实现归母净利润 108-118 亿元，同比增加 77%-93%；预计实现扣非净利润 100-112 亿元，同比增加 66%-86%。

**点评**

- **业绩中枢略超市场预期，符合我们预期；2020 年业绩有望持续超预期**

公司 2019 年业绩预增中枢为净利润 113 亿元，之前 Wind 一致预期为净利润 110 亿元，公司本次预增业绩中枢略超市场预期。

2019 年公司挖掘机械、混凝土机械、起重机械、桩工机械等设备销售持续增长，盈利水平大幅提高。由于基建需求拉动、国家加强环境治理、设备更新需求增长、人工替代效应等多重因素推动，工程机械行业持续增长。

- **更新需求维持行业高景气，三一市占率仍在提升**

**工程机械行业：**受益下游更换需求、基建托底、人工替代等因素推动，工程机械行业保持高增速。目前行业竞争格局好于上一轮周期高点。

**挖掘机：三一市占率 25.6%，销量增长 39%。**2019 年挖掘机行业销量 23.6 万台，同比增长 14.4%；三一销量 6.1 万台，同比增长 29% 远超行业，市占率提升至 25.8%，同比提升 2.8pct。2019 年四季度以来挖掘机销量超预期增长，一方面是因为 2020 年春节时间提前，主机厂促销活动提前；另一方面 2020 年 7 月“国四”切换，“国三”去库存提速。

**起重机械：行业销量增速快速回升，1-11 月行业销量增长 32%。**2019 年 1-11 月汽车起重机行业销量同比增 32%，6-8 月负增长，9-11 月行业销量增速为 9.2%/19.5%/33.7%。公司市占率维持前三，2020 年基建增速有望提升，支撑汽车起重机销量。

**混凝土机械：三一为全球龙头，混凝土泵车行业 2019 年保持较高增速，搅拌车在治超政策趋严背景下销量有望快速增加，旧机淘汰+环保替换持续驱动增长。**

- **盈利水平、资产质量持续提升，加速数字化、智能化及产品研发**

公司加大数据化与智能化水平建设，人工成本下降，盈利能力持续提升。2019 年 1-9 月毛利率 32.5%，同比提高 1.4pct；净利率 16%，同比提升 3.7pct，期间费用率为 12.5%，销售/财务费用率同比降 1.4/0.5pct。1-9 月经营活动净现金流净额 94 亿元，同比增长 8%，创历史同期新高，持续超净利润。公司加大工程机械产品与关键零部件、数字化与智能化技术及应用研发投入。前三季度研发费用 20 亿元，同比增长 153%。

**盈利预测与投资建议**

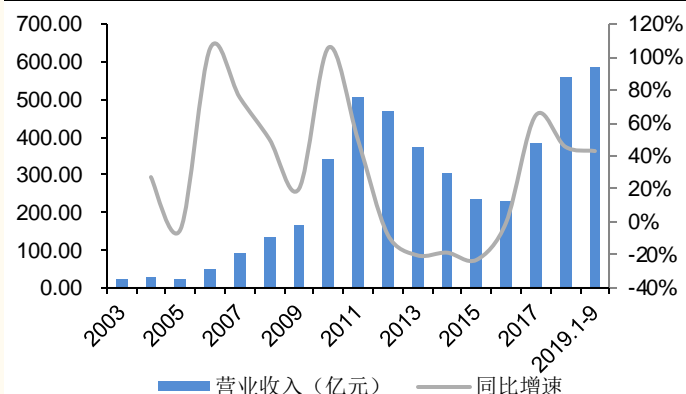
盈利预测不变，预计 2019-2021 年净利润 113/134/149 亿元，同增 84%/19%/11%，复合增速为 31%。EPS 为 1.35/1.61/1.80 元，对应 PE 为 13/11/10 倍。我们逐步将公司估值切换至 2021 年，给予公司 2021 年 12 倍 PE，我们上调公司市值目标至 1800 亿元，6-12 月目标价 21.5 元。

**风险提示**

- 基建地产投资不及预期；部分产品行业销量下滑风险；金融市场波动风险。

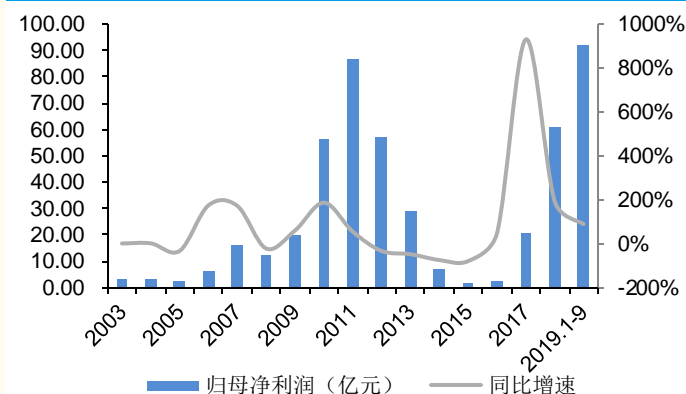
### 附录一：三一重工财务数据

图表 1：2019 年 1-9 月公司营收同比增长 43%



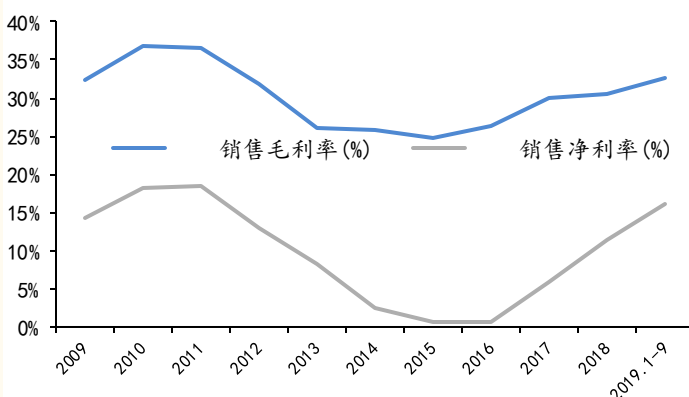
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2019 年 1-9 月公司净利润同比增长 88%



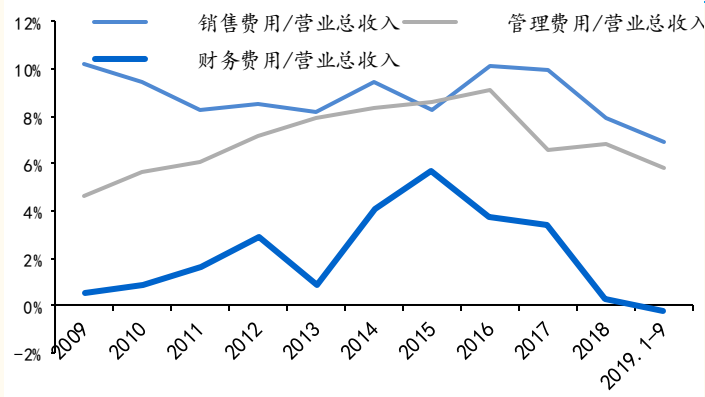
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2019 年 1-9 月公司毛利率、净利率快速提升



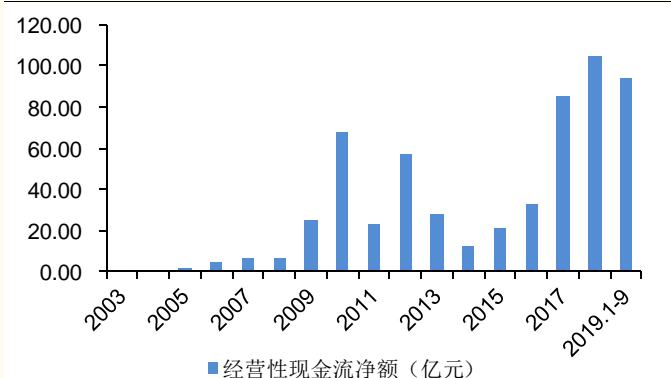
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2019 年 1-9 月公司期间费用率大幅下降



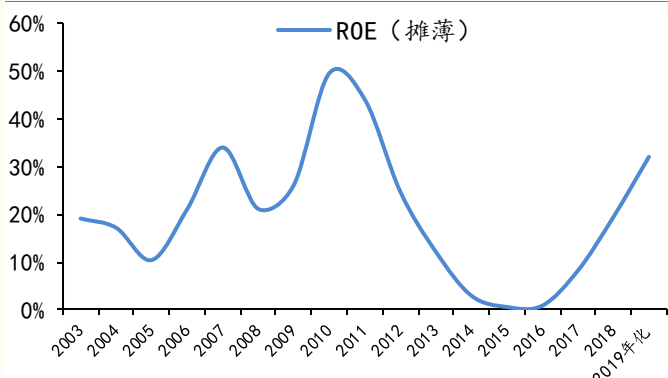
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司经营净现金流创同期历史新高



来源：公司公告，国金证券研究所

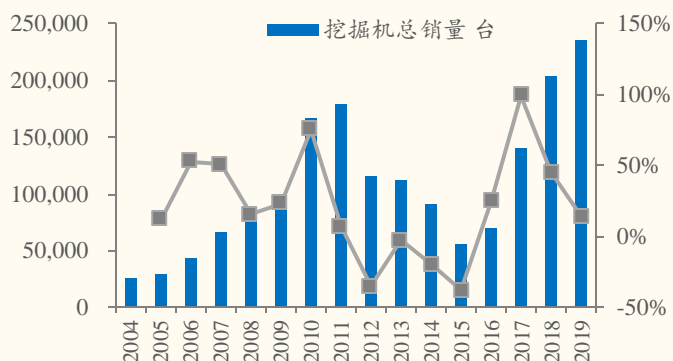
图表 6：公司 ROE 触底回升



来源：公司公告，国金证券研究所

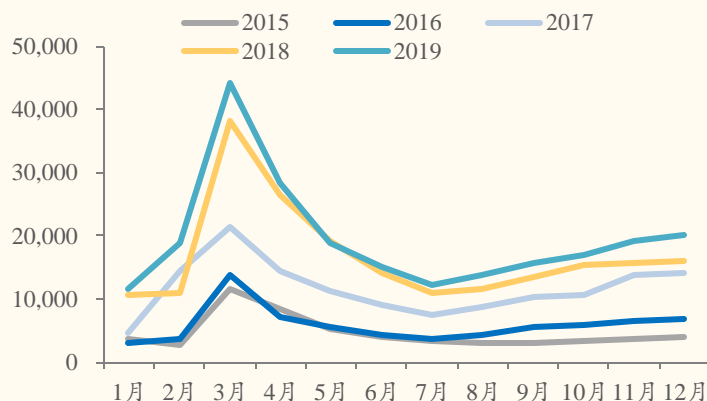
## 附录二：行业销量数据

图表 7：挖掘机行业销量：2019 年同比增长 15.9%



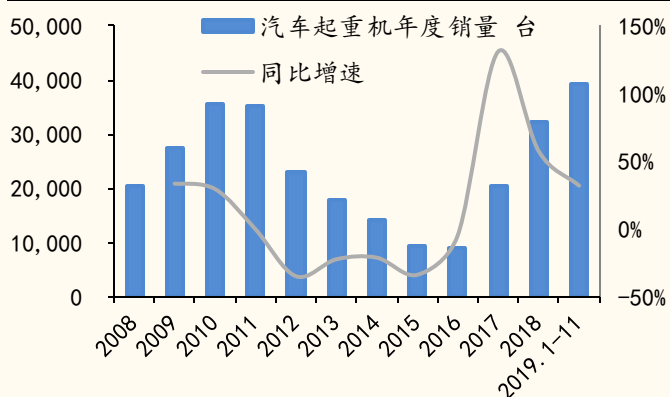
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 8：挖掘机行业月度销量



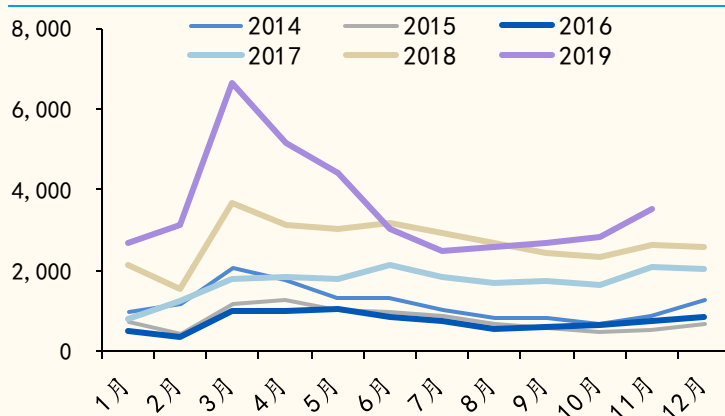
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所测算

图表 9：汽车起重机行业销量 1-11 月同比增长 32% (单位：台)



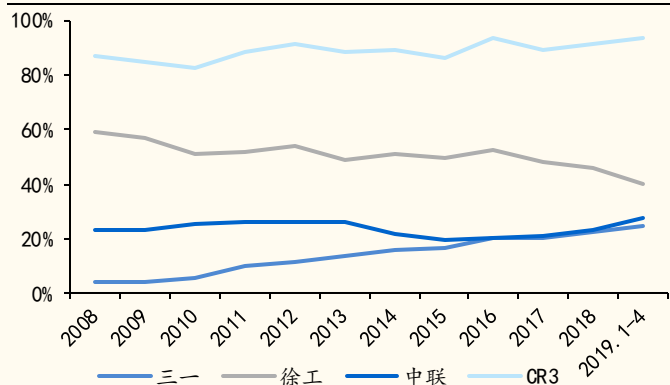
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 10：汽车起重机月度销量



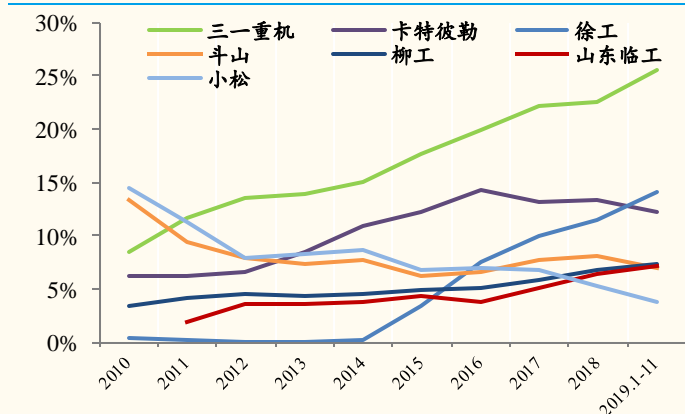
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所测算

图表 11：汽车起重机销量市占率：三一快速增长



来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 12：挖掘机市占率：三一 2019 年提升 2.8pct



来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>23,280</b>	<b>38,335</b>	<b>55,822</b>	<b>74,962</b>	<b>85,260</b>	<b>90,339</b>
增长率		64.7%	45.6%	34.3%	13.7%	6.0%
主营业务成本	-17,179	-26,806	-38,728	-50,677	-57,166	-60,139
%销售收入	73.8%	69.9%	69.4%	67.6%	67.0%	66.6%
<b>毛利</b>	<b>6,101</b>	<b>11,529</b>	<b>17,094</b>	<b>24,285</b>	<b>28,094</b>	<b>30,200</b>
%销售收入	26.2%	30.1%	30.6%	32.4%	33.0%	33.4%
营业税金及附加	-220	-279	-326	-375	-426	-452
%销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,359	-3,832	-4,447	-5,247	-5,883	-6,143
%销售收入	10.1%	10.0%	8.0%	7.0%	6.9%	6.8%
管理费用	-2,121	-2,533	-3,800	-4,498	-5,116	-5,420
%销售收入	9.1%	6.6%	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,401</b>	<b>4,885</b>	<b>8,520</b>	<b>14,165</b>	<b>16,669</b>	<b>18,185</b>
%销售收入	6.0%	12.7%	15.3%	18.9%	19.6%	20.1%
财务费用	-875	-1,319	-136	-136	299	708
%销售收入	3.8%	3.4%	0.2%	0.2%	-0.4%	-0.8%
资产减值损失	-948	-1,189	-1,095	-743	-594	-600
公允价值变动收益	-563	403	-362	0	-200	-200
投资收益	2,181	-19	637	500	400	300
%税前利润	3464.4%	n.a	8.4%	3.7%	2.4%	1.6%
<b>营业利润</b>	<b>1,196</b>	<b>2,876</b>	<b>7,878</b>	<b>13,786</b>	<b>16,574</b>	<b>18,393</b>
营业利润率	5.1%	7.5%	14.1%	18.4%	19.4%	20.4%
营业外收支	-1,133	-7	-328	-100	-200	-200
<b>税前利润</b>	<b>63</b>	<b>2,869</b>	<b>7,550</b>	<b>13,686</b>	<b>16,374</b>	<b>18,193</b>
利润率	0.3%	7.5%	13.5%	18.3%	19.2%	20.1%
所得税	101	-642	-1,247	-2,190	-2,620	-2,911
所得税率	-160.1%	22.4%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	164	2,227	6,303	11,496	13,754	15,282
少数股东损益	-40	135	187	220	230	240
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>203</b>	<b>2,092</b>	<b>6,116</b>	<b>11,276</b>	<b>13,524</b>	<b>15,042</b>
净利率	0.9%	5.5%	11.0%	15.0%	15.9%	16.7%
24.27%						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>164</b>	<b>2,227</b>	<b>6,303</b>	<b>11,496</b>	<b>13,754</b>	<b>15,282</b>
少数股东损益	-40	135	187	220	230	240
非现金支出	3,046	3,102	3,028	1,809	1,725	1,796
非经营收益	-157	1,071	386	1,244	313	413
营运资金变动	941	2,450	1,913	-437	-2,209	-1,528
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,994</b>	<b>8,850</b>	<b>11,630</b>	<b>14,111</b>	<b>13,583</b>	<b>15,964</b>
资本开支	-225	-34	-1,003	-1,153	-1,460	-1,470
投资	2,096	787	-9,975	20	0	0
其他	392	464	213	500	400	300
<b>投资活动现金净流</b>	<b>2,262</b>	<b>1,218</b>	<b>-10,765</b>	<b>-633</b>	<b>-1,060</b>	<b>-1,170</b>
股权募资	133	43	538	-258	0	0
债权募资	-2,804	-12,158	1,584	-5,950	0	0
其他	-2,097	-992	-1,289	-3,483	-3,434	-3,434
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-4,769</b>	<b>-13,107</b>	<b>833</b>	<b>-9,691</b>	<b>-3,434</b>	<b>-3,434</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,488</b>	<b>-3,038</b>	<b>1,698</b>	<b>3,787</b>	<b>9,089</b>	<b>11,360</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,442	4,104	11,985	15,772	24,861	36,222
应收账款	23,149	21,024	22,363	25,318	28,410	29,694
存货	6,220	7,642	11,595	9,427	10,525	10,957
其他流动资产	1,181	3,438	5,953	7,583	7,545	7,419
<b>流动资产</b>	<b>37,992</b>	<b>36,207</b>	<b>51,896</b>	<b>58,100</b>	<b>71,341</b>	<b>84,292</b>
%总资产	61.7%	62.2%	70.3%	73.7%	77.3%	80.1%
长期投资	2,478	2,396	3,865	3,915	3,915	3,915
固定资产	15,097	13,639	12,658	12,832	13,096	13,290
%总资产	24.5%	23.4%	17.2%	16.3%	14.2%	12.6%
无形资产	4,749	4,457	4,106	4,018	3,884	3,763
非流动资产	23,563	22,030	21,879	20,765	20,894	20,968
%总资产	38.3%	37.8%	29.7%	26.3%	22.7%	19.9%
<b>资产总计</b>	<b>61,555</b>	<b>58,238</b>	<b>73,775</b>	<b>78,865</b>	<b>92,235</b>	<b>105,260</b>
短期借款	11,108	5,256	8,336	2,900	2,900	2,900
应付款项	10,888	14,614	21,363	23,604	25,936	26,556
其他流动负债	1,804	3,113	4,236	4,619	4,993	5,221
流动负债	23,800	22,983	33,935	31,123	33,829	34,677
长期贷款	9,413	3,367	1,941	1,941	1,941	1,941
其他长期负债	4,889	5,515	5,397	4,911	4,942	4,957
<b>负债</b>	<b>38,102</b>	<b>31,865</b>	<b>41,273</b>	<b>37,975</b>	<b>40,712</b>	<b>41,575</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>22,717</b>	<b>25,498</b>	<b>31,485</b>	<b>39,653</b>	<b>50,056</b>	<b>61,978</b>
少数股东权益	735	876	1,017	1,237	1,467	1,707
<b>负债股东权益合计</b>	<b>61,555</b>	<b>58,238</b>	<b>73,775</b>	<b>78,865</b>	<b>92,235</b>	<b>105,260</b>
<b>比率分析</b>						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.027	0.273	0.784	1.346	1.615	1.796
每股净资产	2.967	3.325	4.036	5.083	6.417	7.945
每股经营现金净流	0.522	1.154	1.491	1.809	1.741	2.046
每股股利	0.010	0.360	0.260	0.400	0.400	0.400
<b>回报率</b>						
净资产收益率	0.90%	8.21%	19.43%	28.44%	27.02%	24.27%
总资产收益率	0.33%	3.59%	8.29%	14.30%	14.66%	14.29%
投入资本收益率	7.53%	9.51%	14.99%	23.60%	22.94%	20.87%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-0.37%	64.67%	45.61%	34.29%	13.74%	5.96%
EBIT增长率	-18.86%	248.59%	74.43%	66.26%	17.67%	9.10%
净利润增长率	46.81%	928.35%	192.33%	84.36%	19.94%	11.23%
总资产增长率	0.53%	-5.39%	26.68%	6.90%	16.95%	14.12%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	306.1	173.5	125.9	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	124.7	94.4	90.6	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	87.6	73.7	70.7	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	219.7	121.9	77.6	58.4	51.7	48.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	73.26%	29.10%	0.64%	-22.04%	-34.75%	-45.64%
EBIT利息保障倍数	1.6	3.7	62.8	104.0	-55.7	-25.7
资产负债率	61.90%	54.71%	55.94%	48.15%	44.14%	39.50%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	20	42	75
增持	0	4	9	16	25
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	1
评分	<b>0.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.31</b>	<b>1.28</b>	<b>1.28</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH