

高端装备制造与新材料研究中心

三一重工(600031.SH) 买入(维持评级)

公司点评

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，有助于提升竞争力、推进国际化进程》，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

- **业绩中枢略超市场一致预期，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一致预期。
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的研发投入。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

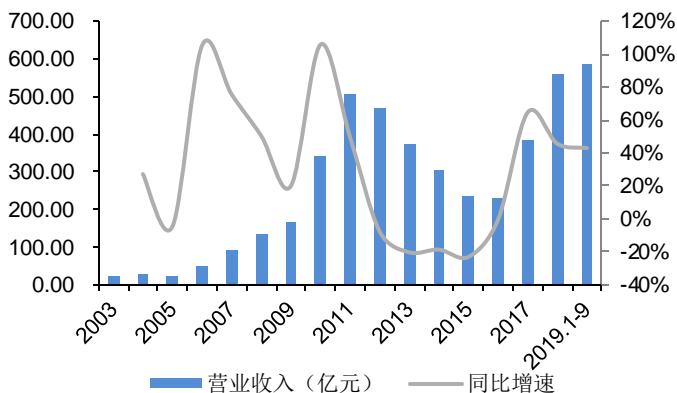
盈利预测不变，预计2019-2021年净利润113/134/149亿元，同增84%/19%/11%，复合增速为31%。EPS为1.35/1.61/1.80元，对应PE为13/11/10倍。我们逐步将公司估值切换至2021年，给予公司2021年12倍PE，我们上调公司市值目标至1800亿元，6-12月目标价21.5元。

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。

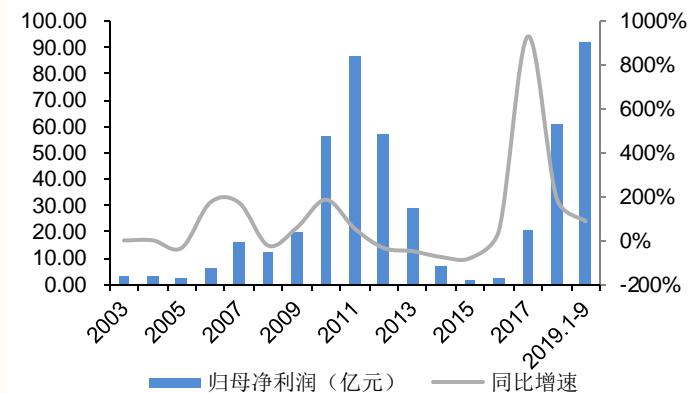
附录一：三一重工财务数据

图表 1: 2019 年 1-9 月公司营收同比增长 43%



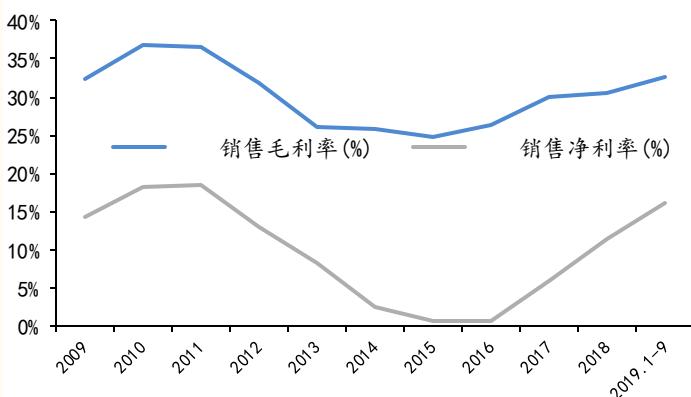
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 2019 年 1-9 月公司净利润同比增长 88%



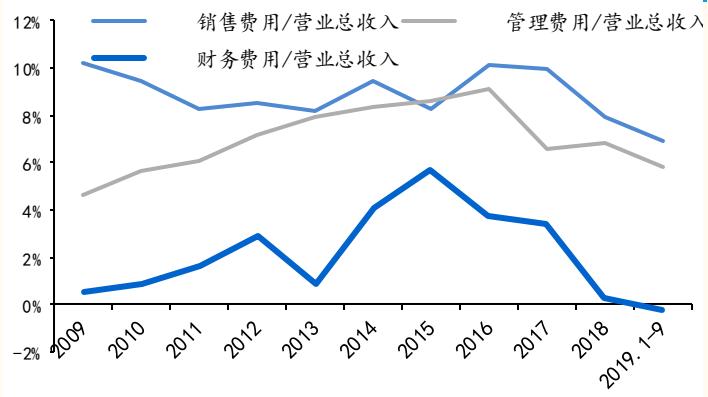
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3: 2019 年 1-9 月公司毛利率、净利率快速提升



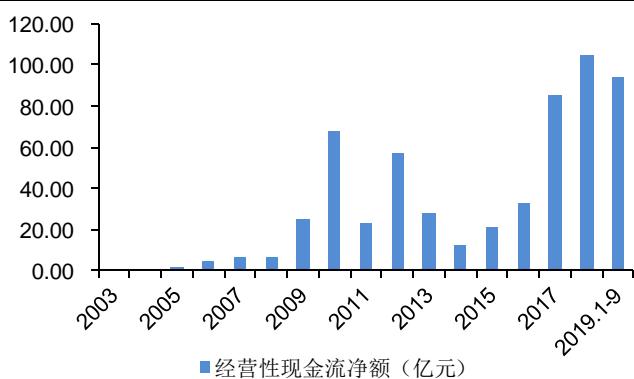
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4: 2019 年 1-9 月公司期间费用率大幅下降



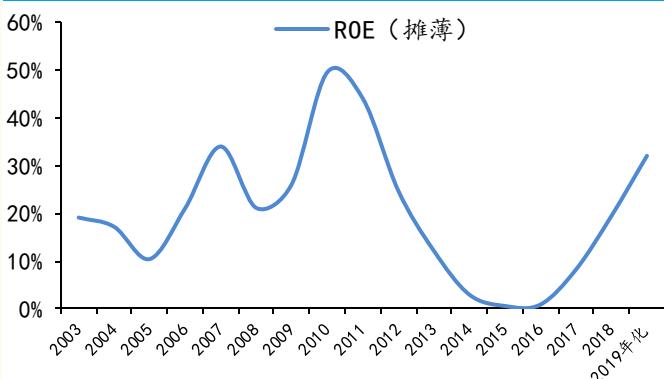
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5: 公司经营性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

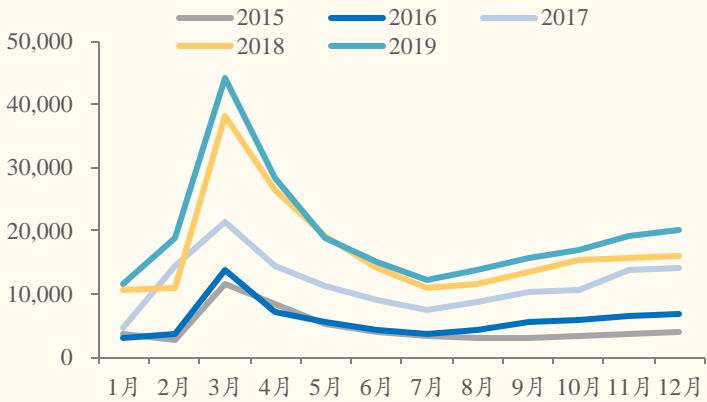
附录二：行业销量数据

图表 7：挖掘机行业销量：2019 年同比增长 15.9%



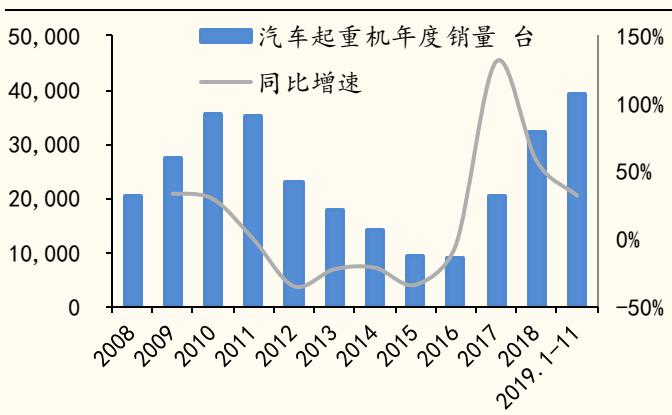
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 8：挖掘机行业月度销量



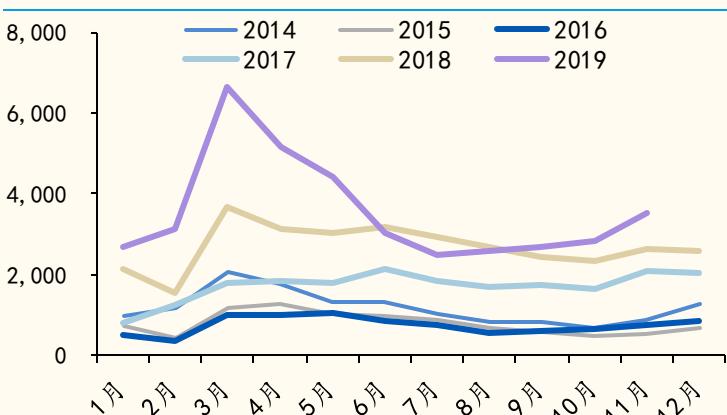
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所测算

图表 9：汽车起重机行业销量 1-11 月同比增长 32%
(单位：台)



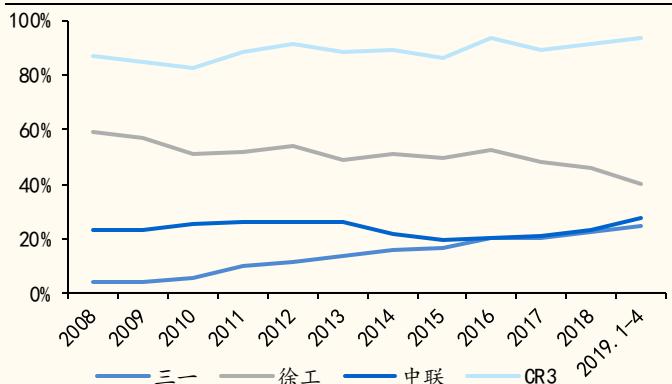
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 10：汽车起重机月度销量



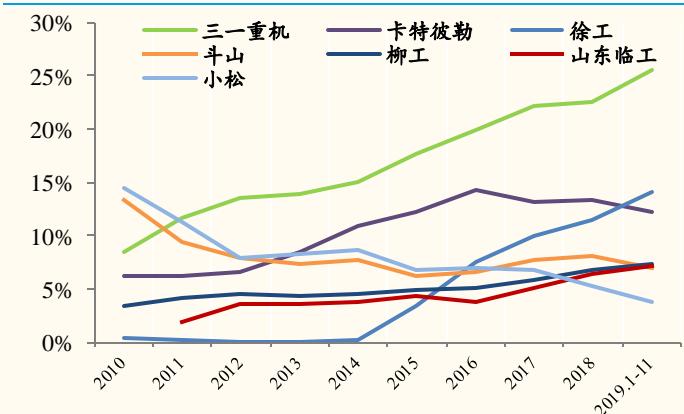
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所测算

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	货币资金	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率	23,280	38,335	55,822	74,962	85,260	90,339	应收款项	7,442	4,104	11,985	15,772	24,861	36,222
主营业务成本	-17,179	-26,806	-38,728	-50,677	-57,166	-60,139	存货	23,149	21,024	22,363	25,318	28,410	29,694
%销售收入	73.8%	69.9%	69.4%	67.6%	67.0%	66.6%	其他流动资产	6,220	7,642	11,595	9,427	10,525	10,957
毛利	6,101	11,529	17,094	24,285	28,094	30,200	流动资产	1,181	3,438	5,953	7,583	7,545	7,419
%销售收入	26.2%	30.1%	30.6%	32.4%	33.0%	33.4%	%总资产	37,992	36,207	51,896	58,100	71,341	84,292
营业税金及附加	-220	-279	-326	-375	-426	-452	长期投资	61.7%	62.2%	70.3%	73.7%	77.3%	80.1%
%销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,478	2,396	3,865	3,915	3,915	3,915
营业费用	-2,359	-3,832	-4,447	-5,247	-5,883	-6,143	%总资产	15,097	13,639	12,658	12,832	13,096	13,290
%销售收入	10.1%	10.0%	8.0%	7.0%	6.9%	6.8%	无形资产	4,749	4,457	4,106	4,018	3,884	3,763
管理费用	-2,121	-2,533	-3,800	-4,498	-5,116	-5,420	非流动资产	23,563	22,030	21,879	20,765	20,894	20,968
%销售收入	9.1%	6.6%	6.8%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	38.3%	37.8%	29.7%	26.3%	22.7%	19.9%
息税前利润 (EBIT)	1,401	4,885	8,520	14,165	16,669	18,185	资产总计	61,555	58,238	73,775	78,865	92,235	105,260
%销售收入	6.0%	12.7%	15.3%	18.9%	19.6%	20.1%	短期借款	11,108	5,256	8,336	2,900	2,900	2,900
财务费用	-875	-1,319	-136	-136	299	708	应付款项	10,888	14,614	21,363	23,604	25,936	26,556
%销售收入	3.8%	3.4%	0.2%	0.2%	-0.4%	-0.8%	其他流动负债	1,804	3,113	4,236	4,619	4,993	5,221
资产减值损失	-948	-1,189	-1,095	-743	-594	-600	流动负债	23,800	22,983	33,935	31,123	33,829	34,677
公允价值变动收益	-563	403	-362	0	-200	-200	长期贷款	9,413	3,367	1,941	1,941	1,941	1,941
投资收益	2,181	-19	637	500	400	300	其他长期负债	4,889	5,515	5,397	4,911	4,942	4,957
%销售收入	34.64%	n.a	8.4%	3.7%	2.4%	1.6%	负债	38,102	31,865	41,273	37,975	40,712	41,575
息税前利润 (EBIT)	1,401	4,885	8,520	14,165	16,669	18,185	普通股股东权益	22,717	25,498	31,485	39,653	50,056	61,978
%销售收入	6.0%	12.7%	15.3%	18.9%	19.6%	20.1%	少数股东权益	735	876	1,017	1,237	1,467	1,707
营业利润	1,196	2,876	7,878	13,786	16,574	18,393	负债股东权益合计	61,555	58,238	73,775	78,865	92,235	105,260
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							
税前利润	63	2,869	7,550	13,686	16,374	18,193							
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							
归属于母公司的净利润	203	2,092	6,116	11,276	13,524	15,042							
净利率	0.9%	5.5%	11.0%	15.0%	15.9%	16.7%							
24.27%													
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	164	2,227	6,303	11,496	13,754	15,282	每股指标						
少数股东损益	-40	135	187	220	230	240	每股收益	0.027	0.273	0.784	1.346	1.615	1.796
非现金支出	3,046	3,102	3,028	1,809	1,725	1,796	每股净资产	2.967	3.325	4.036	5.083	6.417	7.945
非经营收益	-157	1,071	386	1,244	313	413	每股经营现金净流	0.522	1.154	1.491	1.809	1.741	2.046
营运资金变动	941	2,450	1,913	-437	-2,209	-1,528	每股股利	0.010	0.360	0.260	0.400	0.400	0.400
经营活动现金净流	3,994	8,850	11,630	14,111	13,583	15,964							
资本开支	-225	-34	-1,003	-1,153	-1,460	-1,470	回报率						
投资	2,096	787	-9,975	20	0	0	净资产收益率	0.90%	8.21%	19.43%	28.44%	27.02%	24.27%
其他	392	464	213	500	400	300	总资产收益率	0.33%	3.59%	8.29%	14.30%	14.66%	14.29%
投资活动现金净流	2,262	1,218	-10,765	-633	-1,060	-1,170	投入资本收益率	7.53%	9.51%	14.99%	23.60%	22.94%	20.87%
股权募资	133	43	538	-258	0	0							
债权募资	-2,804	-12,158	1,584	-5,950	0	0	增长						
其他	-2,097	-992	-1,289	-3,483	-3,434	-3,434	主营业务收入增长率	-0.37%	64.67%	45.61%	34.29%	13.74%	5.96%
筹资活动现金净流	-4,769	-13,107	833	-9,691	-3,434	-3,434	EBIT增长率	-18.86%	248.59%	74.43%	66.26%	17.67%	9.10%
现金净流量	1,488	-3,038	1,698	3,787	9,089	11,360	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%
							资产管理能力						
							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
							偿债能力						
							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%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0.00	1.33	1.31	1.28	1.28

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，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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