

投资评级 优于大市 维持

产品创新驱动份额提升，19 年不惧行业调整

股票数据

01月09日收盘价(元)	8.11
52周股价波动(元)	7.46-9.98
总股本/流通 A 股(百万股)	7801/7763
总市值/流通市值(百万元)	63264/62958

相关研究

 《营收继续高增，利润率维持高位》
 2018.10.30

 《拳头产品表现强势，盈利能力大幅回升》
 2018.08.27

 《中报预增强劲，预计全年业绩高增》
 2018.07.31

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-1.0	1.1	-4.5
相对涨幅 (%)	2.3	3.9	1.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:余炜超

Tel:(021)23219816

Email:swc11480@htsec.com

证书:S0850517010001

分析师:耿耘

Tel:(021)23219814

Email:gy10234@htsec.com

证书:S0850516090002

投资要点:

- 挖机份额再创新高，产品创新是核心驱动力。**2018 年公司拳头产品挖掘机表现亮眼，根据工程机械协会，公司挖机 2018 年合计销售 46935 台，同比增长 51%，其中国内销售 40543 台，同比增长 48%，出口 6392 台，同比增长 67%，出口占销量比由 17 年的 12% 提高到 18 年的 14%。公司 2018 年挖机市占率为 23.1%，较 17 年提高 0.9ppt，其中公司大挖（30t 以上）市占率提升 3.6ppt 至 20.6%。我们认为公司正凭借产品创新优化销售结构，提高盈利质量。公司 2018 年 7 月推出针对矿山需求的新型 H 系列挖掘机，其耐久性等关键技术指标领先行业标准。我们认为高附加值新产品的推广有利于提升公司竞争力，在公司 18 年挖机销量中，大挖占比提升 2.6ppt 至 13.3%，其挖机板块毛利率 1H18 也达到 40.8%。
- 2019 年工程机械行业或进入平稳期。**根据我们的预测，2019 年挖机行业销量同比增速或在正负 10%，根据行业协会预测 2019 年挖机国内部分销量也有望达到 20 万台（隐含同比增速+9%）。在 2018 年的高基数背景下，下游融资端的困局与宏观逆周期调节力度的加大、同时叠加非道路运输车辆发动机国 3 切换国 4 等环保因素的刺激，2019 年挖机行业或进入平稳期。我们认为具有核心技术实力，不断进行产品创新的企业有望抵御行业调整。
- 资产质量稳健，经营性现金流表现强劲。**根据公司 18 年 3 季报，公司资产负债率 55.1%，同比下降 1.4ppt，其中有息负债（短期借款+长期借款+应付债券-现金及其等价物）为 9 亿元，同比下降 85 亿元。公司 18 年 1-9 月经营性现金流净额为 87 亿元，为历史最高，自由现金流 70 亿元，自由现金流占市值比超过 10%。我们认为公司强劲的资产负债表及现金流表现将有利于公司利润的释放。
- 评级与估值。**考虑到主打产品挖掘机的持续旺销、大挖销量占比的提升、规模效应的显现、资产质量好转后减值的减少，我们预计公司 18-20 年 EPS 为 0.80/0.96/1.08 元，参考可比公司估值，我们认为公司 19 年合理的 PE 估值区间为 10-12 倍，对应的合理价值区间为 9.60 元-11.52 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**固定资产投资下滑、小挖竞争格局恶化、混凝土销量不及预期、流动性收紧。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	23280.07	38335.09	54855.38	59070.30	62960.14
(+/-)YoY(%)	-0.37%	64.67%	43.09%	7.68%	6.59%
净利润(百万元)	203.46	2092.25	6234.94	7516.57	8398.77
(+/-)YoY(%)	46.81%	928.35%	198.00%	20.56%	11.74%
全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.27	0.80	0.96	1.08
毛利率(%)	26.21%	30.07%	31.67%	32.40%	32.72%
净资产收益率(%)	0.90%	8.21%	20.45%	20.62%	19.58%

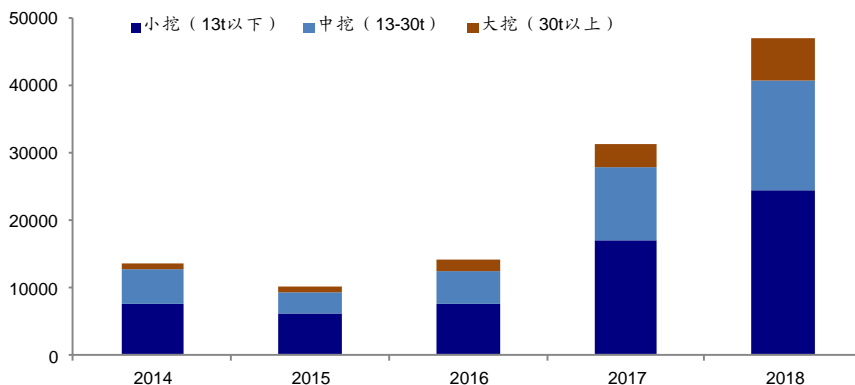
资料来源：公司年报（2016-2017），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

1. 挖机份额再创新高，大挖表现突出

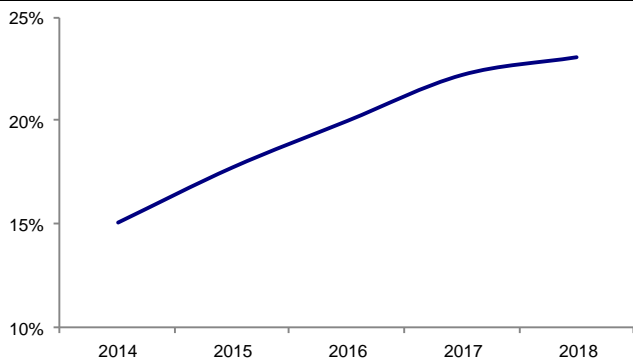
根据工程机械协会，2018年公司挖机合计销售46935台，同比增长51%，其中国内销售40543台，同比增长48%，出口6392台，同比增长67%。公司挖机市占率继续提升，2018年市占率达到23.1%，较2017年提高0.9ppt。从销量结构看，公司2018年大挖(30t以上)/中挖(13-30t)/小挖(13t以下)分别销售6251台/16266台/24418台，同比增速分别为+86%/+50%/+44%。公司大挖产品表现突出，大挖市占率达到20.6%，较2017年提高3.6ppt。同时，公司大挖产品占公司销量比也由2017年的10.8%提高到2018年的13.3%。

图1 三一销量结构变化(台)



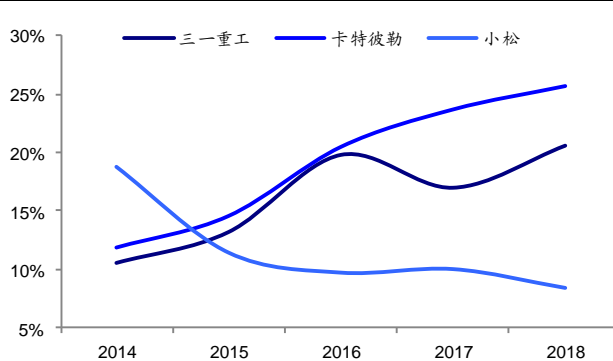
资料来源：工程机械协会，海通证券研究所

图2 三一总体市占率继续提升



资料来源：工程机械协会，海通证券研究所

图3 三一重工/卡特彼勒/小松大挖(30t以上)市占率情况

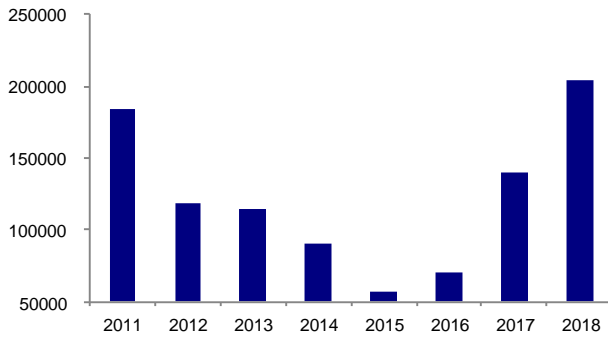


资料来源：工程机械协会，海通证券研究所

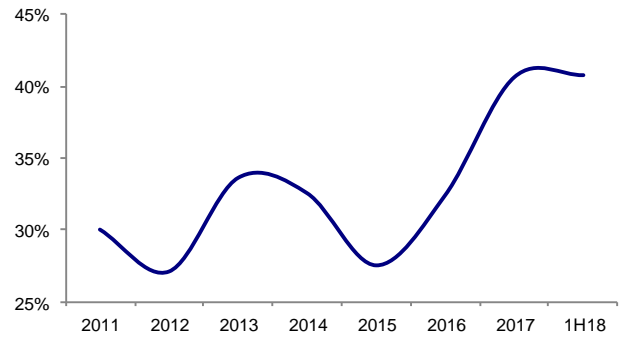
2. 产品创新不惧行业调整

根据我们的预测，2019年挖机行业销量同比增速或在正负10%（详见我们2018年12月5日发表的研究报告《挖机行业展望：道阻且长、行则将至》），而根据工程机械协会预测，2019年国内销量有望达到20万台左右（隐含同比增长9%）。我们认为2019年的有利因素为国家政策对逆周期的调节力度有望加大，同时非道路车辆国3切换国4等环保因素的潜在催化，不利因素为2018年的高基数效应，以及目前融资端的困境。因此，我们认为2019年行业或进入平稳期。

公司 2018 年 7 月成功推出面向矿山需求的 H 系列挖机，其整机耐久性等关键技术指标领先行业标准。我们认为经过多年积累，公司主力产品的技术水平已经迈上新台阶，高附加值产品占比逐步提升，在行业平稳期，公司有望凭借产品创新抵御行业波动。

图4 挖机行业销量(台)


资料来源：工程机械协会，海通证券研究所

图5 三一重工挖机业务毛利率情况


资料来源：Wind，海通证券研究所

评级与估值

参考可比公司估值，由于公司为工程机械龙头企业，且核心产品挖掘机业务盈利能力较强，我们认为公司 19 年的合理 PE 估值区间为 10-12 倍，我们预计公司 19 年 EPS 为 0.96 元，合理价值区间为 9.60 元-11.52 元，给予公司“优于大市”评级。

表 1 可比公司估值表

公司名称	代码	2019 年预测 PE (倍)
徐工机械	000425	10
中联重科	000157	12
柳工	000528	8
建设机械	600984	10
恒立液压	601100	16
中位数		10

估值日期为 2019 年 1 月 9 日；资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：固定资产投资下滑、小挖竞争格局恶化、混凝土销量不及预期、流动性收紧。

信息披露

分析师声明

余炜超 机械行业
耿耘 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 浙江鼎力,康尼机电,快克股份,徐工机械,伊之密,思维列控,中铁工业,华铁股份,柳工,诺力股份,日机密封,豪迈科技,弘亚数控,中国中车,美亚光电,金卡智能,晶盛机电,华东重机,上海机电,中集集团,杭氧股份,海源复材,安徽合力,三一重工,恒立液压,苏试试验,建设机械,杰瑞股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。