

三一重工 (600031.SH)

挖机低增速时代，龙头公司增长更有韧性

核心观点：

● 4月挖机销量切换至低速增长，三一市占率继续维持

根据工程机械协会的数据显示，2019年4月挖掘机销量28410台，同比增长6.96%；其中三一重工销量6734台，同比增长10%。当前挖机增速逐步进入了低速低波动时代，保有量低速膨胀、需求稳定增长、市场健康运行，行业景气持续性有望拉长。而龙头企业有望通过市场份额提升，实现更强的盈利韧性，有助于拉升企业的中枢价值。

● 推出回购计划，彰显对公司未来发展的信心

此前公司公告回购计划，回购总额不低于8亿元，不超过10亿元，按回购资金总额上限人民币10亿元、回购价格上限14元/股进行测算，预计最大回购股份数量约为7143万股，约占总股本的0.85%。此次回购，拟用于员工持股计划或者股权激励，有助于兼顾员工、股东和公司利益，增强投资者信心，促进公司股票价值合理回归。

● 经营质量大幅提升，资产负债表开始对利润表形成正反馈

19Q1公司经营性现金流金额38亿元，创历史同期最好水平。公司严格内控，销售费用率和管理费用率同比分别下滑2.2/3个百分点，净利率相比年初提升4个百分点。应收账款增速为26%，显著低于收入增速，存货下降5.5%。各项指标显著优化，表明资产负债表开始对利润表逐渐形成正反馈。
投资建议：我们预计公司2019-2021年实现归母净利润102/122/125亿元，对应当前最新股价的PE分别为9.7x/8.2x/8.0x。当前行业可比公司19年PE为13x，我们给予公司19年13x的合理PE，测算公司合理价值为15.86元/股，我们继续给予公司“买入”评级。

风险提示：基建和地产投资需求下滑；行业竞争激烈导致毛利率下降；终价格竞争导致应收账款风险增加；产能释放不及预期导致供货不足。

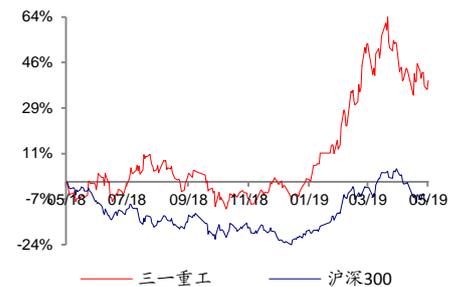
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	38,335	55,822	73,194	80,752	83,311
增长率(%)	64.7	45.6	31.1	10.3	3.2
EBITDA(百万元)	6,798	10,452	14,816	16,991	17,258
净利润(百万元)	2,092	6,116	10,249	12,196	12,496
增长率(%)	928.4	192.3	67.6	19.0	2.5
EPS(元/股)	0.27	0.78	1.22	1.46	1.49
市盈率(P/E)	33.24	10.64	9.72	8.17	7.97
市净率(P/B)	2.73	2.07	2.30	1.80	1.47
EV/EBITDA	11.51	6.45	6.95	6.00	5.68

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	11.89元
合理价值	15.86元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-21

相对市场表现



分析师：

罗立波



SAC 执证号：S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007



021-60750615



daichuan@gf.com.cn

分析师：

刘芷君



SAC 执证号：S0260514030001



SFC CE No. BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

请注意，罗立波、代川并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 三一重工(600031.SH):拟实 2019-05-07
施回购，推动公司价值合理回归
- 三一重工(600031.SH):现金 2019-04-28
流再创新高，盈利能力大幅改善
- 三一重工(600031.SH):Q1 2019-04-14
业绩高速增长，龙头市场份额再次提升

表 1: 三一重工可比公司平均估值水平

公司名称	公司代码	业务类型	货币	市值	净利润 (百万元)			PE(x)		
				(亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
徐工机械	000425	工程机械设备	CNY	347.03	2,045.73	3,623.00	4,316.00	17.0	9.6	8.0
柳工	000528	工程机械设备	CNY	99.65	790.14	1,155.00	1,301.00	12.6	8.6	7.7
恒立液压	601100	工程机械零部件	CNY	258.43	836.64	1,252.00	1,463.00	30.9	20.6	17.7
可比 A 股平均水平								20.2	12.9	11.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 市值数据截止到 2019 年 5 月 21 日收盘价; 徐工机械、恒立液压、柳工盈利预测来自于广发证券。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	36,207	51,896	63,161	74,299	87,187
货币资金	4,104	11,985	7,329	8,131	14,328
应收及预付	19,937	21,784	30,085	33,279	35,481
存货	7,642	11,595	12,402	14,260	15,560
其他流动资产	4,525	6,533	13,345	18,630	21,818
非流动资产	22,030	21,879	23,142	24,376	25,988
长期股权投资	1,404	2,328	2,328	2,328	2,328
固定资产	12,805	11,867	11,666	11,450	11,461
在建工程	833	791	941	1,091	1,241
无形资产	4,092	3,880	3,880	3,880	3,880
其他长期资产	2,895	3,013	4,327	5,627	7,077
资产总计	58,238	73,775	86,303	98,676	113,175
流动负债	22,983	33,935	34,829	34,297	35,980
短期借款	2,257	5,417	1,000	0	2,000
应付及预收	12,408	18,548	21,573	21,242	21,171
其他流动负债	8,318	9,971	12,256	13,055	12,808
非流动负债	8,882	7,337	6,841	7,041	6,841
长期借款	3,367	1,941	2,241	2,441	2,241
应付债券	4,210	4,033	4,000	4,000	4,000
其他非流动负债	1,305	1,363	600	600	600
负债合计	31,865	41,273	41,670	41,338	42,820
股本	7,668	7,801	8,376	8,376	8,376
资本公积	1,050	1,883	1,757	1,757	1,757
留存收益	18,092	22,963	33,212	45,408	57,904
归属母公司股东权益	25,498	31,485	43,234	55,429	67,926
少数股东权益	876	1,017	1,400	1,908	2,429
负债和股东权益	58,238	73,775	86,303	98,676	113,175

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,335	55,822	73,194	80,752	83,311
营业成本	26,806	38,728	50,296	54,787	56,794
营业税金及附加	279	326	366	404	417
销售费用	3,832	4,447	5,124	6,056	6,248
管理费用	1,762	2,046	1,830	2,019	2,083
研发费用	770.87	1754.48	1463.87	1211.28	1249.66
财务费用	1319.03	135.65	330.12	278.14	268.15
资产减值损失	1189.02	1095.38	776.92	606.26	478.68
公允价值变动收益	402.68	-361.68	-350.00	200.00	200.00
投资净收益	-19.29	637.46	300.00	50.00	50.00
营业利润	2876.03	7878.44	12959.4	15642.4	16024.3
营业外收支	-7.19	-328.20	-150.00	-150.00	-150.00
利润总额	2,869	7,550	12,809	15,492	15,874
所得税	642	1,247	2,178	2,789	2,857
净利润	2,227	6,303	10,632	12,704	13,017
少数股东损益	135	187	383	508	521
归属母公司净利润	2,092	6,116	10,249	12,196	12,496
EBITDA	6798.08	10452.3	14815.5	16990.9	17257.7
EPS (元)	0.27	0.78	1.22	1.46	1.49

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	8,565	10,527	1,213	4,355	7,566
净利润	2,227	6,303	10,632	12,704	13,017
折旧摊销	1,913	1,932	701	716	739
营运资金变动	2,450	1,913	-10,918	-9,925	-6,936
其它	1,974	378	799	860	747
投资活动现金流	1,218	-10,765	-3,265	-2,898	-3,298
资本支出	-34	-1,003	-950	-848	-1,098
投资变动	787	-9,975	-2,300	-2,300	-2,300
其他	464	213	-15	250	100
筹资活动现金流	-13,085	827	-2,605	-655	1,930
银行借款	-12,158	1,584	-4,117	-800	1,800
股权融资	43	538	448	0	0
其他	-969	-1,295	1,064	145	130
现金净增加额	-3,302	589	-4,656	801	6,198
期初现金余额	7,050	3,726	11,985	7,329	8,131
期末现金余额	3,726	4,321	7,329	8,131	14,328

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	64.7	45.6	31.1	10.3	3.2
营业利润增长	130.6	173.9	64.5	20.7	2.4
归母净利润增长	928.4	192.3	67.6	19.0	2.5
获利能力					
毛利率	30.1	30.6	31.3	32.2	31.8
净利率	5.8	11.3	14.5	15.7	15.6
ROE	8.2	19.4	23.7	22.0	18.4
ROIC	11.0	22.1	27.2	25.5	22.9
偿债能力(%)					
资产负债率	54.7	55.9	48.3	41.9	37.8
净负债比率	22.0	19.4	12.4	10.6	11.3
流动比率	1.58	1.53	1.81	2.17	2.42
速动比率	1.21	1.16	1.43	1.72	1.96
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.85	0.91	0.87	0.79
应收账款周转率	2.04	2.79	2.52	2.52	2.43
存货周转率	3.87	4.03	4.06	3.84	3.65
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.78	1.22	1.46	1.49
每股经营现金流	1.12	1.35	0.14	0.52	0.90
每股净资产	3.33	4.04	5.16	6.62	8.11
估值比率					
P/E	33.24	10.64	9.72	8.17	7.97
P/B	2.73	2.07	2.30	1.80	1.47
EV/EBITDA	11.51	6.45	6.95	6.00	5.68

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。