

经营质量提升，龙头三一稳步向前

事件：三一重工股份有限公司于 2018 年 9 月 13 日收到上海证券交易所上市公司监管一部《关于对三一重工股份有限公司 2018 年半年度报告的事后审核问询函》，近日，公司根据相关要求，对其毛利率及业绩持续性等生产经营问题及报表内的其他问题进行了详尽答复。

核心观点

- **起重机毛利率下滑系产品结构变动：**公司在中报的披露，公司起重机产品收入达到 41 亿左右（占比 14.6%），产品毛利率为 24.6%，比上年同期减少 8.54%。根据公司的回复，起重机毛利率下降的原因如下：

(1) 国内、国际市场结构的变化：毛利率偏低的国内销售（低毛利的中小吨位汽车起重机产品需求旺盛）比重从 60.9% 上升到 78.8%，毛利率偏高的国际销售（高毛利的越野吊、大吨位起重机、履带吊产品）比重从 39.1% 下降至 21.2%。

(2) 国内产品结构变化：在国内汽车起重机市场，公司起重机中毛利率偏低的中小吨位产品（50T 及以下）占比从上年同期的 46% 上升到 58%。

- **经营越发稳健：**近几年来，公司通过首付比例/付款周期等方面的加强，及后期 GPS 锁机及 ECC 数据统计等方式，不断提升公司在销售/回款等方面的风险控制能力。客户逾期未能及时还款的余额占总销售额的比例不到 2%。公司新增逾期代垫和回购款逐年减少，逾期代垫和回购款余额逐年下降，半年度已经由年初 41.61 亿元下降至 35.39 亿元。另一方面，公司代客户垫付逾期按揭款、逾期融资租赁款及回购款合计 35.39 亿元，相应计提坏账准备金额 10.35 亿元，坏账准备计提率 29.23%，较公司整体坏账准备计提率提高 17.68pct。

财务预测与投资建议

- 由于行业整体及政策趋势向好，公司三费的快速下降，盈利能力提升，我们预测公司 18-20 年 EPS 为 0.70/0.83/1.00 元；根据相对估值，给予公司 2018 年 20 倍 pe，目标价为 14.00，维持买入评级。

风险提示

- 宏观经济下滑及设备更新不及预期风险，汇率风险。

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	23,280	38,335	50,779	54,367	59,841
同比增长	-0.4%	64.7%	32.5%	7.1%	10.1%
营业利润（百万元）	1,196	2,876	7,491	8,997	10,777
同比增长	601.0%	140.6%	160.5%	20.1%	19.8%
归属母公司净利润（百万元）	203	2,092	5,408	6,495	7,781
同比增长	46.8%	928.4%	158.5%	20.1%	19.8%
每股收益（元）	0.03	0.27	0.70	0.83	1.00
毛利率	26.2%	30.1%	31.1%	32.0%	32.6%
净利率	0.9%	5.5%	10.7%	11.9%	13.0%
净资产收益率	0.9%	8.7%	19.0%	18.7%	18.7%
市盈率（倍）	353.3	34.4	13.3	11.1	9.2
市净率（倍）	3.2	2.8	2.3	1.9	1.6

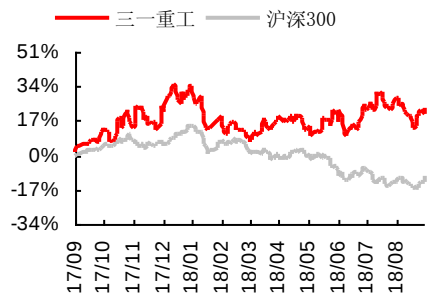
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018 年 09 月 26 日）	8.91 元
目标价格	14.00 元
52 周最高价/最低价	9.88/7.35 元
总股本/流通 A 股（万股）	778,022/774,171
A 股市值（百万元）	69,322
国家/地区	中国
行业	机械设备
报告发布日期	2018 年 09 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	3.9	-1.3	0.9	21.2
相对表现 (%)	0.5	-3.0	6.0	32.7
沪深 300 (%)	3.4	1.6	-5.1	-11.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	刘菁
	021-63325888-6109
	liujing3@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860518070001
	张书铭
	021-63325888*5152
	zhangshuming@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517080001

联系人	刘荫泽
	021-63325888-6094
	liuyinze@orientsec.com.cn
	田仁秀
	021-63325888-6074
	tianrenxiu@orientsec.com.cn

相关报告

盈利能力增强，三一进入上升通道	2018-08-27
业绩同比预增 180%-210%，业绩持续超预期	2018-07-31
预期+政策趋势向上助三一重回巅峰	
业绩再超预期，利润弹性威力尽显	2018-04-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7,442	4,104	7,225	15,315	22,453	营业收入	23,280	38,335	50,779	54,367	59,841
应收账款	18,085	18,366	24,327	25,525	27,533	营业成本	17,179	26,806	34,972	36,948	40,318
预付账款	337	697	924	989	1,089	营业税金及附加	220	279	259	277	305
存货	6,220	7,642	9,970	10,322	11,039	营业费用	2,359	3,832	4,573	5,019	5,368
其他	5,908	5,399	5,248	4,980	5,375	管理费用	2,121	2,533	2,223	2,316	2,431
流动资产合计	37,992	36,207	47,694	57,132	67,489	财务费用	875	1,319	972	625	540
长期股权投资	1,528	1,404	1,404	1,376	1,376	资产减值损失	948	1,189	724	401	317
固定资产	14,014	12,805	12,084	11,202	10,314	公允价值变动收益	(563)	403	120	0	0
在建工程	966	761	608	533	483	投资净收益	2,181	(19)	200	100	100
无形资产	4,188	4,092	3,819	3,546	3,273	其他	0	116	116	116	116
其他	2,867	2,968	1,323	1,126	1,154	营业利润	1,196	2,876	7,491	8,997	10,777
非流动资产合计	23,563	22,030	19,238	17,783	16,600	营业外收入	438	98	100	100	100
资产总计	61,555	58,238	66,932	74,915	84,089	营业外支出	1,570	106	100	100	100
短期借款	8,908	2,257	2,257	2,212	2,168	利润总额	63	2,869	7,491	8,997	10,777
应付账款	4,605	6,218	8,112	8,570	9,352	所得税	(101)	642	1,676	2,013	2,411
其他	10,287	14,508	15,497	16,694	17,425	净利润	164	2,227	5,816	6,984	8,366
流动负债合计	23,800	22,983	25,866	27,476	28,944	少数股东损益	(40)	135	407	489	586
长期借款	9,413	3,367	3,470	2,994	2,514	归属于母公司净利润	203	2,092	5,408	6,495	7,781
应付债券	4,184	4,210	4,280	4,280	4,280	每股收益（元）	0.03	0.27	0.70	0.83	1.00
其他	705	1,305	563	563	563						
非流动负债合计	14,302	8,882	8,313	7,837	7,357						
负债合计	38,102	31,865	34,179	35,312	36,302						
少数股东权益	735	876	1,283	1,772	2,357						
股本	7,658	7,668	7,780	7,780	7,780						
资本公积	462	874	1,480	1,480	1,480						
留存收益	16,229	18,092	23,347	29,707	37,306						
其他	(1,631)	(1,136)	(1,136)	(1,136)	(1,136)						
股东权益合计	23,453	26,373	32,754	39,603	47,787						
负债和股东权益	61,555	58,238	66,932	74,915	84,089						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	164	2,227	5,816	6,984	8,366
折旧摊销	1,853	1,573	1,363	1,397	1,422
财务费用	875	1,319	972	625	540
投资损失	(2,181)	19	(200)	(100)	(100)
营运资金变动	2,470	3,448	(6,038)	(665)	(1,969)
其它	69	(22)	1,848	401	317
经营活动现金流	3,249	8,565	3,761	8,642	8,577
资本支出	(3)	351	(356)	(251)	(219)
长期投资	(759)	57	10	111	(19)
其他	3,024	810	115	211	85
投资活动现金流	2,262	1,218	(231)	71	(153)
债权融资	538	(5,193)	173	182	(520)
股权融资	(127)	465	542	0	0
其他	(5,072)	(8,357)	(1,125)	(805)	(767)
筹资活动现金流	(4,661)	(13,085)	(410)	(623)	(1,286)
汇率变动影响	(108)	(22)	0	0	0
现金净增加额	743	(3,324)	3,121	8,090	7,138

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-0.4%	64.7%	32.5%	7.1%	10.1%
营业利润	601.0%	140.6%	160.5%	20.1%	19.8%
归属于母公司净利润	46.8%	928.4%	158.5%	20.1%	19.8%
获利能力					
毛利率	26.2%	30.1%	31.1%	32.0%	32.6%
净利率	0.9%	5.5%	10.7%	11.9%	13.0%
ROE	0.9%	8.7%	19.0%	18.7%	18.7%
ROIC	10.9%	7.5%	15.5%	15.2%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	61.9%	54.7%	51.1%	47.1%	43.2%
净负债率	73.6%	33.1%	17.7%	0.0%	0.0%
流动比率	1.60	1.58	1.84	2.08	2.33
速动比率	1.32	1.22	1.44	1.68	1.92
营运能力					
应收账款周转率	1.2	2.1	2.4	2.1	2.2
存货周转率	2.8	3.7	3.8	3.4	3.5
总资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.03	0.27	0.70	0.83	1.00
每股经营现金流	0.42	1.10	0.48	1.11	1.10
每股净资产	2.92	3.28	4.05	4.86	5.84
估值比率					
市盈率	353.3	34.4	13.3	11.1	9.2
市净率	3.2	2.8	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	18.7	12.7	7.5	6.6	5.7
EV/EBIT	35.4	17.5	8.7	7.6	6.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

