

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 8.19  
合理价格区间(元): 9.60~11.52

**肖群稀** 执业证书编号: S0570512070051  
研究员 0755-82492802  
xiaoqunxi@htsc.com

**章诚** 执业证书编号: S0570515020001  
研究员 021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

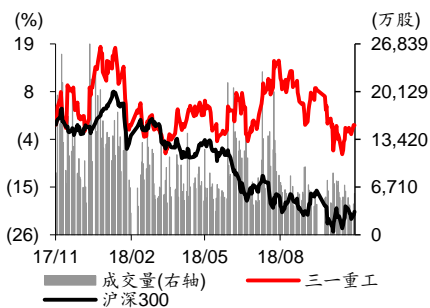
**黄波** 0755-82493570  
联系人 huangbo@htsc.com

**关东奇来** 021-28972081  
联系人 guandongqilai@htsc.com

相关研究

- 1 《三一重工(600031):一带一路战略托底,布局转型工业 4.0 等新领域》2015.04
- 2 《三一重工(600031):销量同比回升,业绩触底》2013.11
- 3 《三一重工(600031):修炼内功,等待行业复苏》2013.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 拥有宽广护城河, 龙头地位持续强化

### 三一重工(600031)

#### 业绩超预期, 盈利能力持续回升

我们对 2019 年工程机械行业需求不悲观, 景气有望继续, 市场份额继续往龙头集中, 三一凭借强大的护城河, 市场占有率将继续提升, 龙头地位持续强化, 公司微观层面改善显著, 盈利能力持续提升, 现金流充沛, 资产质量优化。我们预计 2018~2020 年公司营业收入分别为 611.5/726.5/826.3 亿元, 归母净利润分别为 59/74.7/91.4 亿元, EPS 分别为 0.76/0.96/1.17 元, PE 分别为 10.7/8.4/6.9 倍。给予 2019 年 10~12 倍 PE, 目标价 9.6~11.52 元, 上调至“买入”评级。

#### 2019 年需求不悲观

2018 年 1~10 月挖掘机行业销量 17.15 万台/+52.5%; 第三季度销量 3.6 万台/ yoy+34%, 持续超市场预期; 10 月销量 15274 台/+44.9%; 全年超过 20 万台已无悬念。我们对 2019 年工程机械行业需求不悲观: 基于华泰宏观研究对基建投资 10%和房地产投资 5%增长的假设, 2019 年挖掘机行业销量将实现 17.7%的增长; 悲观假设下, 基建投资增长 8%、房地产投资不增长, 2019 年挖掘机行业销量下滑 12%。我们倾向性地认为, 在中性假设, 基建投资增长 10%、房地产投资增长 2%, 2019 年挖掘机行业销量增速 5.7%实现的概率偏大。

#### 三一重工已构筑起强大的护城河, 龙头地位持续强化

三一重工已经构筑起宽广的护城河: 品牌力、产品力、管理能力和销售体系, 行业龙头地位稳固。公司主导产品市场占有率持续提升, 传统优势行业混凝土机械寡头垄断地位进一步强化; 挖掘机占有率从 2008 年的 4% 持续提升到 2018 年 1-10 月的 22.84%; 汽车起重机市场占有率从 2008 年的 4.4% 持续提升到 2018 年 1-10 月的 20.9%。

#### 微观层面盈利能力持续提升, 现金流充沛, 资产质量进一步优化

2018 年 1-9 月, 公司年化净资产收益率 23.34%, 综合毛利率 31.16%, 从 2015 年的历史底部回升了 5 个百分点, 其中挖掘机业务毛利率超过 40%, 为毛利率回升贡献了主要力量, 我们认为随着历史遗留问题出清和规模的上升, 起重机和混凝土业务的毛利率将继续改善, 综合毛利率将继续往历史高点的方向靠近。2018 年前三季度销售商品和劳务获得的现金 448 亿元, 经营性现金流净额为 87 亿元。应收账款 203 亿元, 其中三年以内占比接近 80%, 负有担保义务的风险敞口缩小。

#### 上调至“买入”评级

我们认为 2019 年挖掘机行业销量将维持高位, 三一市场占有率继续提升, 微观经营指标进一步改善, 公司将继续稳定成长。我们预计 2018~2020 年公司收入分别为 611.5/726.5/826.3 亿元, 归母净利润为 59、74.7、91.4 亿元, EPS 分别为 0.76/0.96/1.17 元, PE 为 10.9/8.5/7.0 倍。2019 年, 国际龙头卡特比勒 PE 为 10.7 倍, 国内 5 家可比主机厂商平均 PE 为 12.3 倍, 两家核心零部件平均 PE 为 18.0 倍。我们给予行业龙头三一重工 2019 年 10~12 倍 PE, 对应目标价 9.6~11.52 元, 上调至“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 房地产和基建投资大幅下滑。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	7,795
流通 A 股 (百万股)	7,756
52 周内股价区间 (元)	7.63-9.88
总市值 (百万元)	63,838
总资产 (百万元)	69,737
每股净资产 (元)	3.89

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	23,280	38,335	61,153	72,650	82,631
+/-%	(0.81)	64.67	59.52	18.80	13.74
归属母公司净利润 (百万元)	203.46	2,092	5,908	7,469	9,135
+/-%	4,001	928.35	182.38	26.42	22.30
EPS (元, 最新摊薄)	0.03	0.27	0.76	0.96	1.17
PE (倍)	315.30	30.66	10.86	8.59	7.02

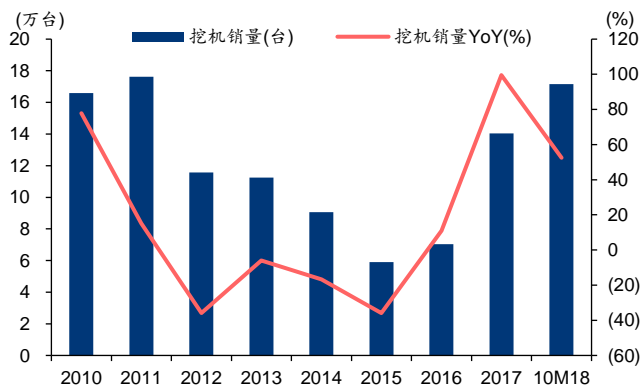
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 2019年需求不悲观，工程机械继续走在复苏的道路上

### 2018年工程机械销量继续超预期

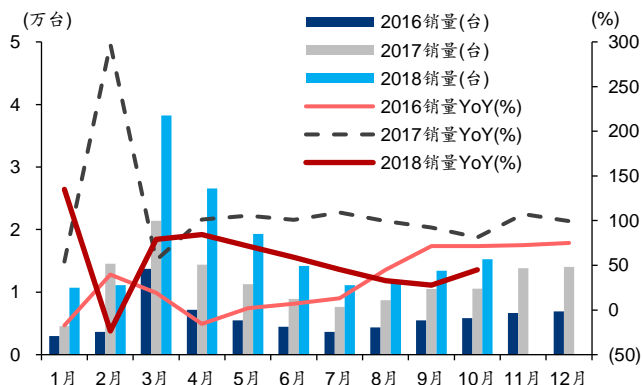
2018年1-10月挖掘机行业销量17.15万台，同比增长52.5%。10月挖机销量15274台，同比增长44.9%；全年超过20万台以上已无悬念。

图表1：2018年1-10月挖机销量合计17.15万台，同比增长52.5%



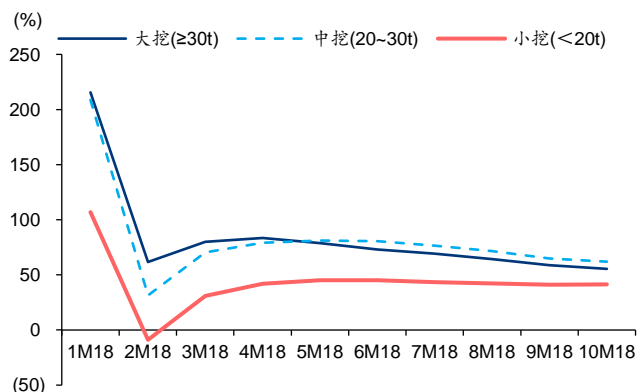
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表2：2018年10月挖机销量为1.53万台，同比增长44.9%



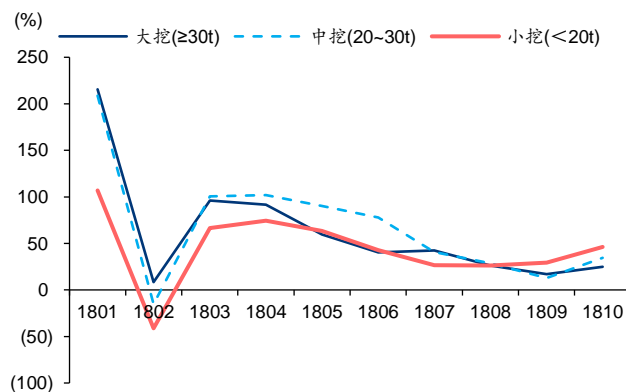
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表3：2018年1-10月累计销量同比增速：中挖 > 大挖 > 小挖



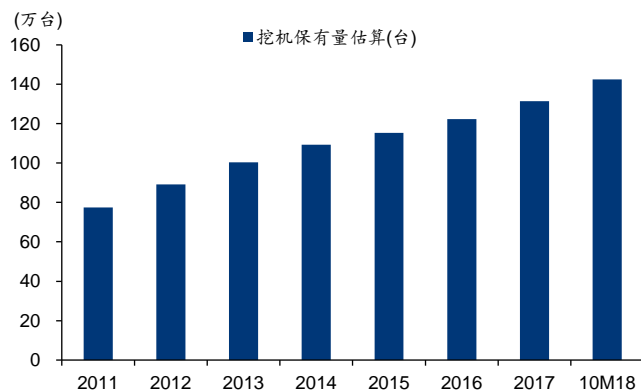
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表4：2018年10月销量同比增速：小/中/大挖增速向上



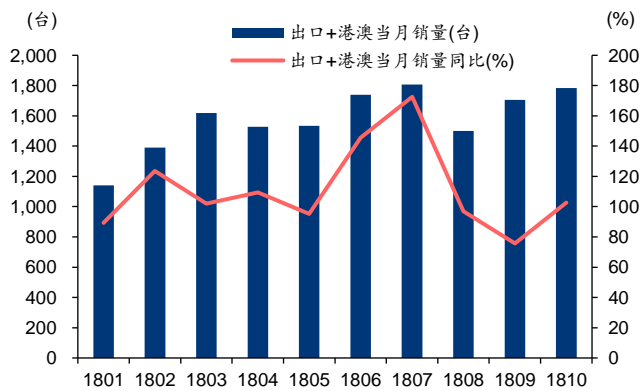
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表5：2011年至2018年10月挖机保有量估算



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

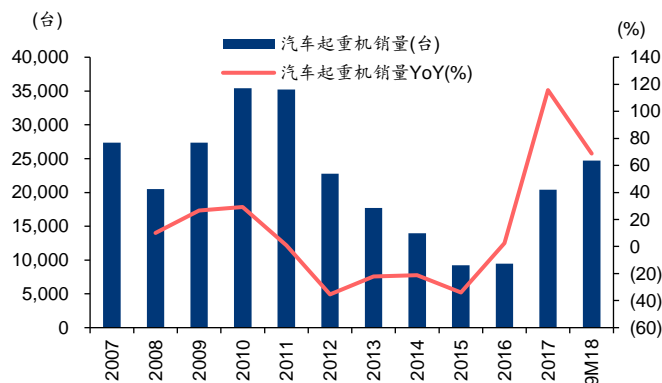
图表6：2018年10月挖机出口+港澳销量为1,784台，同比增长102.7%



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

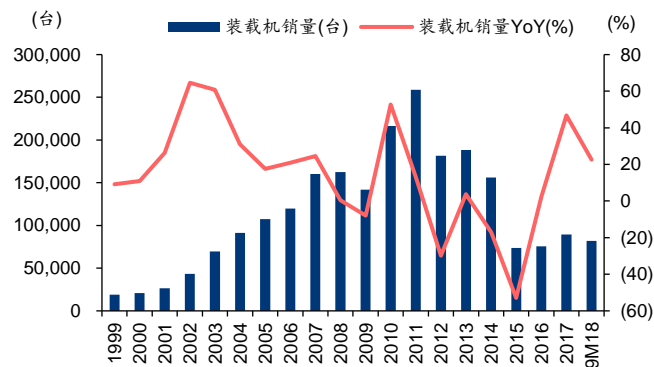
起重机、装载机、混凝土机械等其他子行业表现也超市场预期。2018年1-9月汽车起重机销量24731台，同比增长68.7%；装载机行业销量82059台，同比增长22.62%。均好于年初市场的预期。

**图表7：2018年1-9月汽车起重机行业销量**



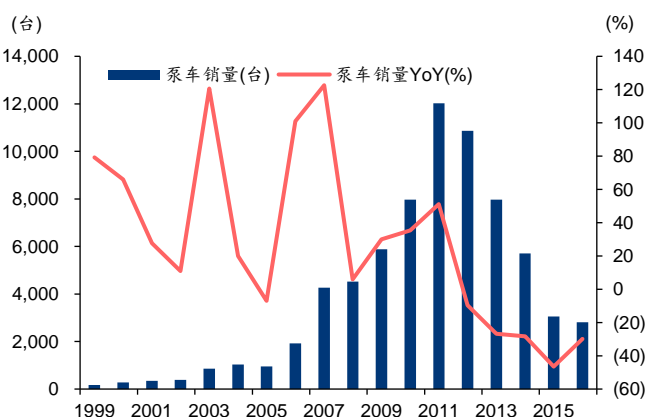
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

**图表8：2018年1-9月装载机行业销量**



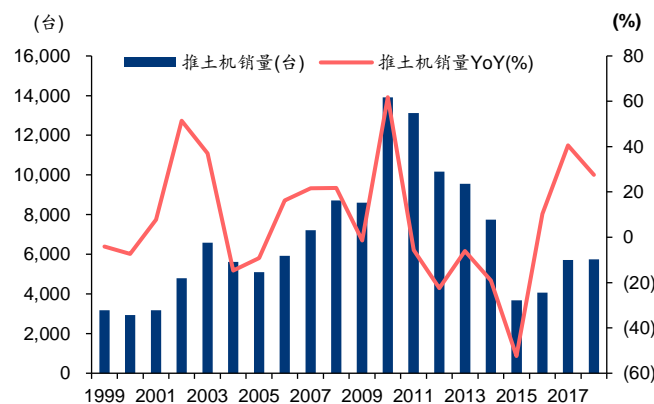
资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

**图表9：2016年泵车销量已经触底**



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

**图表10：2018年1-9月推土机行业销量**

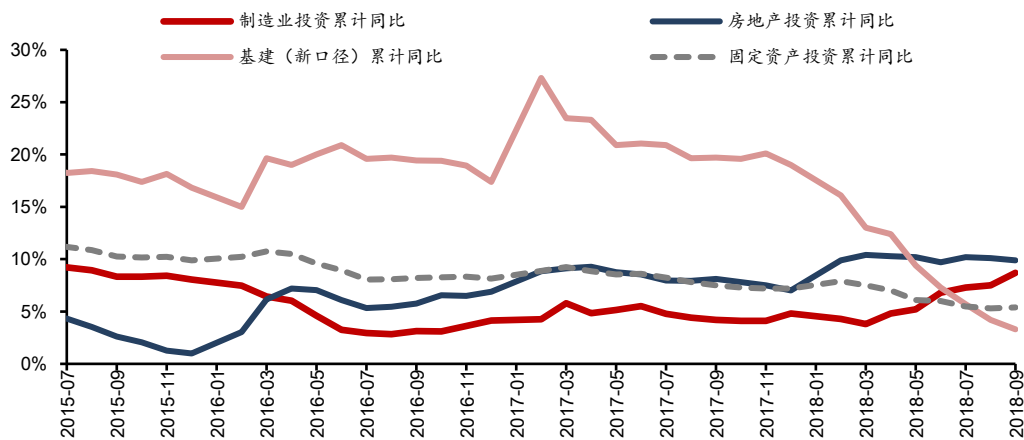


资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

**预计2019年基建投资增速回升，地产投资增速回落**

2018年年初至今，整体固定资产投资增速从2017年的+7.2%回落到2018年1-9月的累计同比+5.4%。基建投资增速下滑较快，地产投资韧性较强。

**图表11：2018年基建投资增速回落较快**



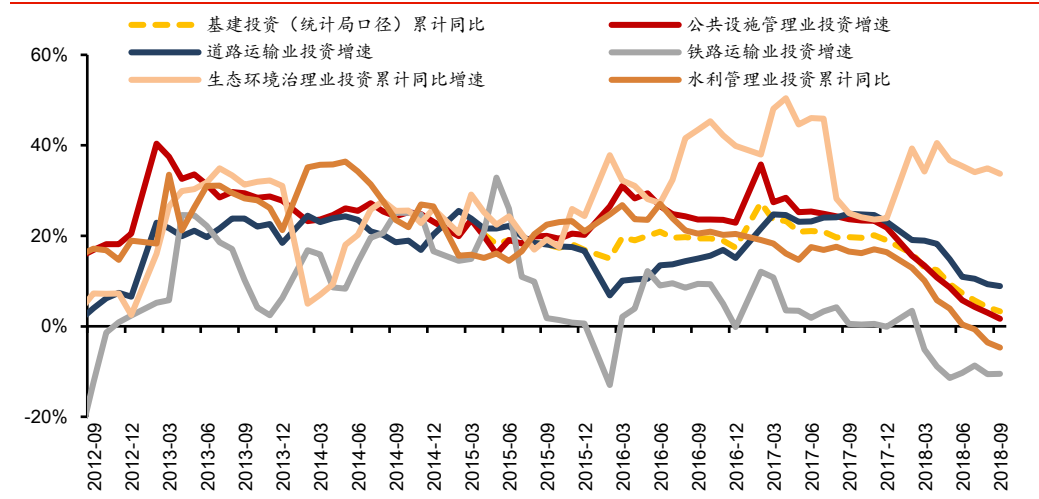
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2018 年初至今基建投资增速下滑较快，1-9 月累计同比+3.3%。**10 月 31 日，国办发布《关于保持基建补短板力度的指导意见》，定调将坚持既不过度依赖投资，也不能不要投资、防止大起大落的原则，聚焦关键领域和薄弱环节，将加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台的正常融资需求。脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保和社会民生等基建领域将被重点关注。我国的基础设施建设仍存在发展空间和现实需求，诸如水利设施、环境整治、中西部高铁高速建设等方向的基建仍然是未来政策“补短板”的重要发展方向。

关于基建资金的安排，财政部 8 月 14 日发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快地方政府专项债券发行和使用进度，提出“各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行”，目前已经基本按进度发行完毕。

历轮基建刺激大都由中央财政先行给出宽松信号，由于资金到位与基建投资出现反弹的时点之间可能存在一定时滞，四季度天气转冷等气候原因也可能限制了中西部地区基建开工，华泰宏观研究团队预计 2018 年全年基建增速可能在 5% 左右，2019 年则可能在 10% 附近。

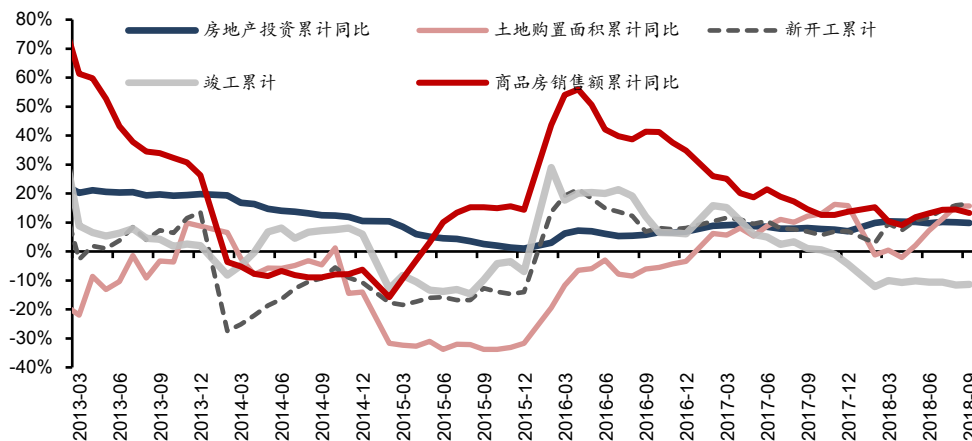
**图表 12： 2018 年基建投资结构中道路运输业和公共设施管理业增速下滑较快**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

地产政策周期是经济增长波动重要的边际来源。对于房地产领域，政治局会议要求坚持因城施策，坚决遏制房价上涨，我们认为本轮始于 2016 年的房地产调控仍未结束，地产调控短期难以大幅放松，维持全年地产投资增速缓慢下行的判断。华泰宏观研究团队预计 2018 年地产投资增速在 9.5%，2019 年全年地产投资增速可能逐渐回落到 5%。

图表13: 预计在出台进一步需求刺激政策之前, 未来地产投资和销售数据将平缓回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 2019年工程机械行业需求无须过份悲观

- 1- 在相对乐观假设下, 基于华泰宏观研究和地产研究对基建和房地产投资增速的预测, 2019年基建投资增速10%, 房地产投资增速5%, 挖掘机行业销量可能实现17.7%的增长;
- 2- 在市场中性假设下, 2019年基建投资增速10%, 房地产投资增速2%, 挖掘机行业销量可能实现5.7%的增长;
- 3- 在相对悲观的假设下, 2019年基建投资增速8%, 房地产投资不增长, 挖掘机行业销量可能出现12.7%的下滑。

图表14: 2019年挖掘机销量增速敏感性分析

	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2.0%	3.0%	4%	5.0%	6.0%
8%	-28.6%	-24.6%	-20.7%	-16.7%	-12.7%	-8.8%	-4.8%	-0.8%	3.2%	7.1%	11.1%
9%	-23.4%	-19.4%	-15.4%	-11.4%	-7.5%	-3.5%	0.5%	4.5%	8.4%	12.4%	16.4%
10%	-18.1%	-14.1%	-10.1%	-6.2%	-2.2%	1.8%	5.7%	9.7%	13.7%	17.7%	21.6%
11%	-12.8%	-8.9%	-4.9%	-0.9%	3.1%	7.0%	11.0%	15.0%	19.0%	22.9%	26.9%
12%	-7.6%	-3.6%	0.4%	4.4%	8.3%	12.3%	16.3%	20.2%	24.2%	28.2%	32.2%

资料来源: 华泰证券研究所, 横轴为房地产投资增速假设, 纵轴为基建投资增速假设

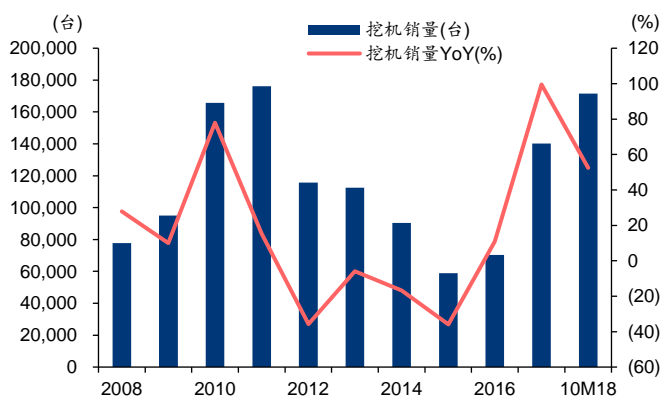


## 三一重工已构筑起强大的护城河，龙头地位持续强化

### 挖掘机行业：国产品牌市场份额持续提升

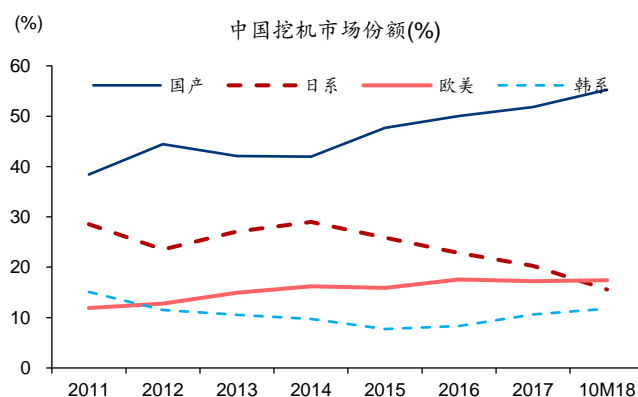
国产品牌市占率快速上升，日系品牌市占率下降。自2011年行业洗牌开始，国产挖掘机品牌份额持续提升，从不到40%提升到2018年1-10月的55.25%，三一、徐挖、柳工、临工的份额提升较快。日系挖掘机份额从30%下降到2018年1-10月的15.6%。以CAT为代表的欧美系份额稳定上升，往20%靠近。韩系在2015年触底之后企稳，目前稳定在10%左右。

图表15：2018年1-10月挖掘机行业销量同比增速超过50%



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表16：2018年1-10月挖机国产品牌份额较2017年提升3.42 pct

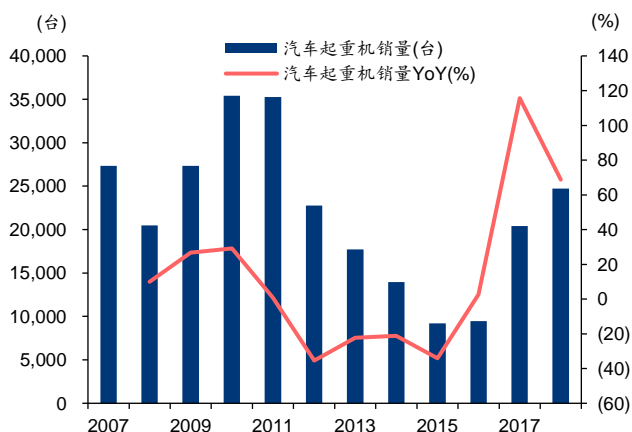


资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

### 起重机行业：前三家占比超过90%

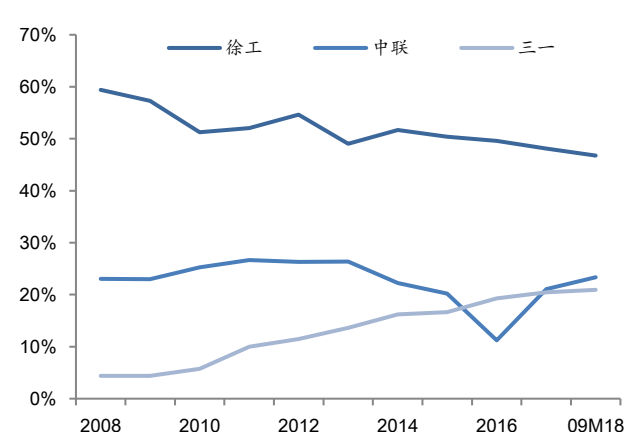
市场份额往前三家集中，未来市场份额有可能在这三家之间重新划分。起重机行业，徐重龙头地位稳固，大多数年份维持在50%~60%之间，中联重科份额在2016年出现下滑，2018年前9月已经重新回升至20%以上。三一重工汽车起重机份额持续提升，从2008年的4.4%持续提升到2018年1-9月的20.9%，主要挤占的是徐工、中联之外的其他小厂份额。截止到2018年前9月，这三家市场份额合计已经达到90%以上。

图表17：2018年1-9月汽车起重机行业销量增速超过60%



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表18：徐重、中联、三一市占合计超过90%

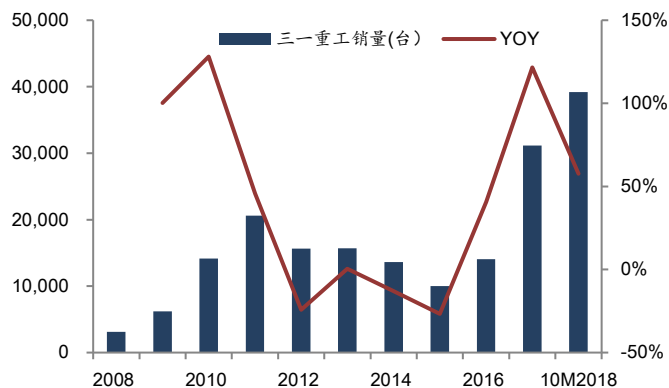


资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

### 三一重工已经构筑起宽广的护城河，竞争优势明显

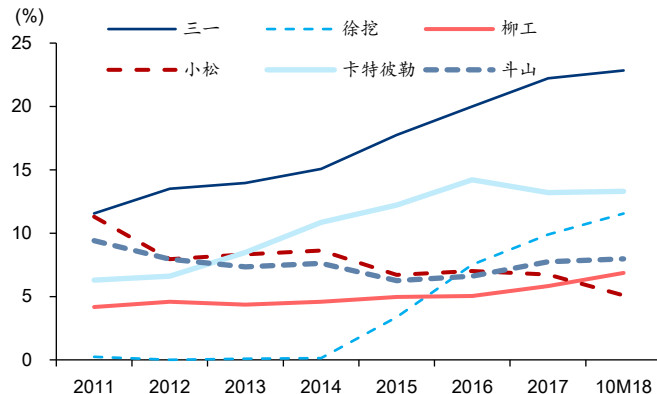
三一重工三大主导产品：混凝土机械、挖掘机和起重机的市场占有率都持续提升，行业龙头地位持续强化，品牌力、产品力、管理能力、销售和售后服务系统是三一重工多年以来打造出来的护城河。从市场份额来看：公司传统优势行业混凝土机械寡头垄断地位进一步强化；挖掘机占有率从2008年的4%持续提升到2018年1-10月的22.84%；汽车起重机市场占有率从2008年的4.4%持续提升到2018年1-10月的20.9%。

图表19: 2018年1-10月三一挖掘机销量创历史新高



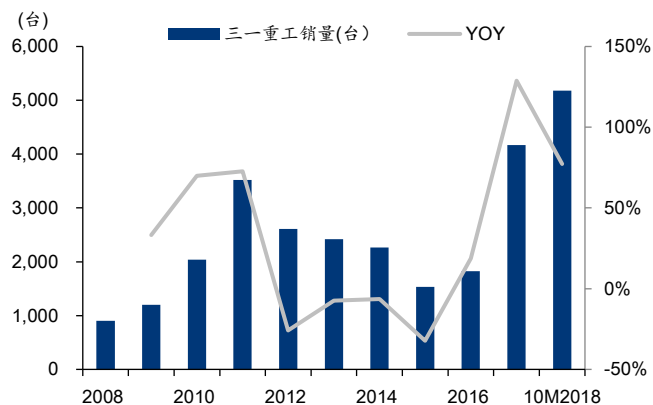
资料来源: 工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表20: 三一挖掘机份额从2008年4%提升至2018年1-10月的22.8%



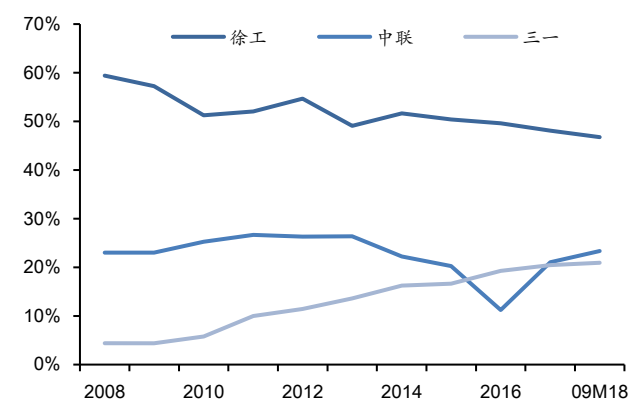
资料来源: 工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表21: 2018年1-9月三一汽车起重机销量创历史新高



资料来源: 工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表22: 三一起重机份额从2008年4.4%提升至2018年1-9月的20.9%



资料来源: 工程机械行业协会、华泰证券研究所

从与主要竞争对手的混凝土设备业务收入对比来看,三一重工混凝土设备业务收入的市场占有率先较大。

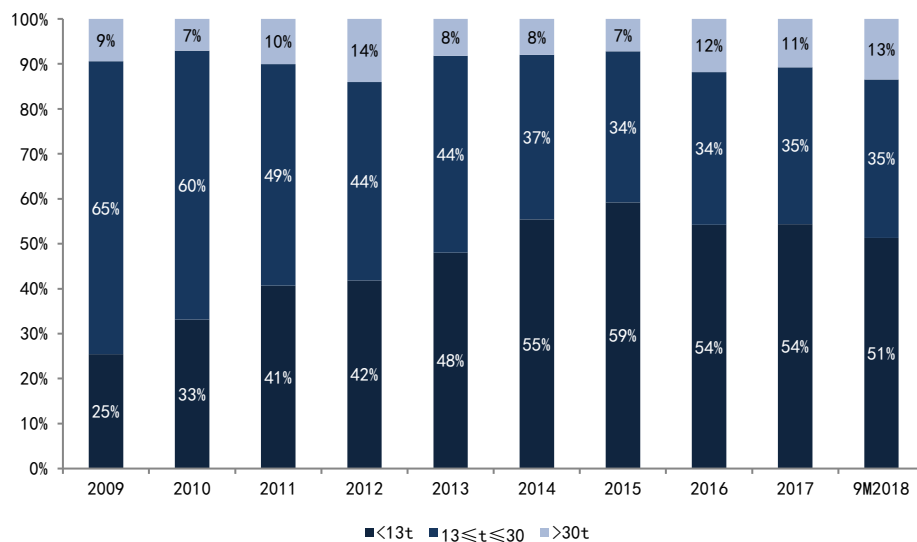
图表23: 三一、中联、徐工混凝土设备业务收入对比

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
三一重工	260	265	190	160	104	95	126	85.5
中联重科	212	236	172	106	55	48	73	57
徐工	20	38	34	26	9.3	1.1	--	--

资料来源: Wind、华泰证券研究所

从各产品线的销售结构来看,2013年以后三一重工小挖销售占比开始超过中挖,与行业趋势一致。这是由于2013年开始基建成为需求的主力,房地产影响逐渐减小。起重业务,三一以市场需求主流的20吨~80吨中型吨位为主,一大一小两头还不是公司主力产品。

图表24：三一重工挖掘机销售吨位结构



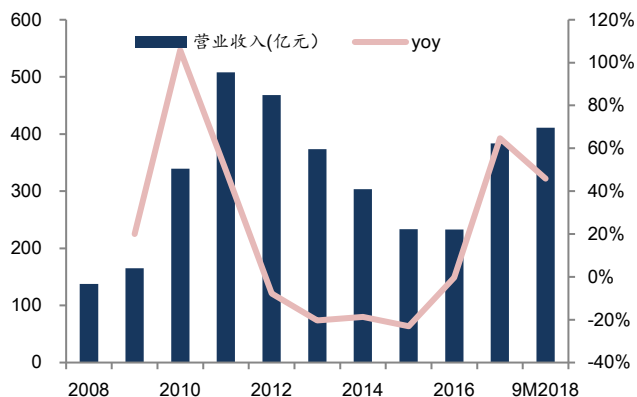
资料来源：中国工程机械协会、华泰证券研究所



## 盈利能力修复，现金流充沛，资产质量优化 收入规模大概率创历史新高

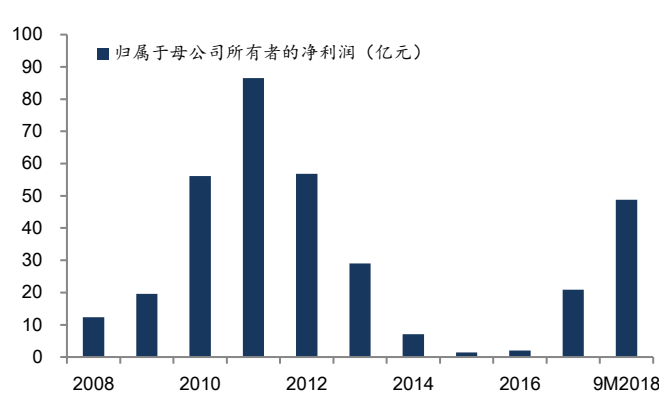
自2016年触底以来，三一重工收入持续回升，到2018年前三季度，公司实现收入410.77亿元，同比增长45.88%，我们预计全年收入为将达到600亿元以上，超过2011年507.7亿收入的历史最高水平，创出历史新高。前三季度公司归母净利润为48.83亿元，预计全年将接近60亿，超过2012年56.86亿元的历史次高水平。

图表25：2018年以来三一重工收入继续保持快速增长



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表26：2018年前三季度盈利规模已经接近历史次高年份水平



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

从主营业务构成来看，公司已经摆脱了对混凝土设备单一产品线的依赖，产品结构得到优化。挖掘机业务快速成长，2018H1收入占比达到40%，超过混凝土设备成为公司第一大产品线。混凝土机械退居第二产品线，收入占比从2011年的50%下降到30%。起重机业务收入从2011年的11%上升到2018H1的15%。

图表27：三一重工营业收入构成

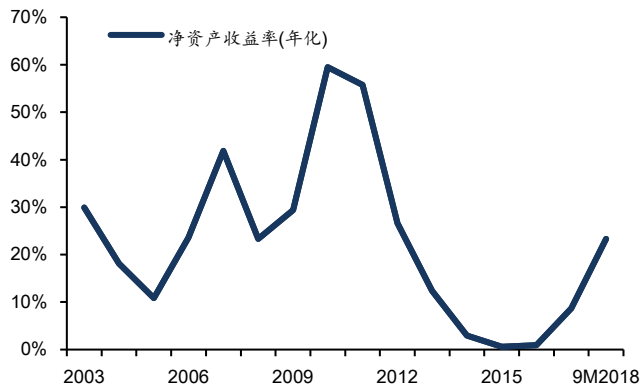
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>507.8</b>	<b>468.3</b>	<b>373.3</b>	<b>303.7</b>	<b>233.7</b>	<b>232.8</b>	<b>383.4</b>	<b>281.2</b>
挖掘机	104.7	95.0	79.2	66.6	61.2	74.7	136.7	111.6
混凝土机械	260.5	265.1	190.3	160.2	104.7	95.0	126.0	85.5
起重机机械	57.5	53.1	50.4	40.2	38.6	27.1	52.4	41.0
桩工机械	22.4	13.5	21.4	12.5	5.0	11.9	29.1	21.7
路面机械	16.7	15.4	14.9	10.2	9.6	8.8	13.4	8.7
<b>各业务占比(%)</b>								
挖掘机	20.6%	20.3%	21.2%	21.9%	26.2%	32.1%	35.7%	39.7%
混凝土机械	51.3%	56.6%	51.0%	52.8%	44.8%	40.8%	32.9%	30.4%
起重机机械	11.3%	11.3%	13.5%	13.2%	16.5%	11.6%	13.7%	14.6%
桩工机械	4.4%	2.9%	5.7%	4.1%	2.1%	5.1%	7.6%	7.7%
路面机械	3.3%	3.3%	4.0%	3.4%	4.1%	3.8%	3.5%	3.1%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 盈利能力持续回升

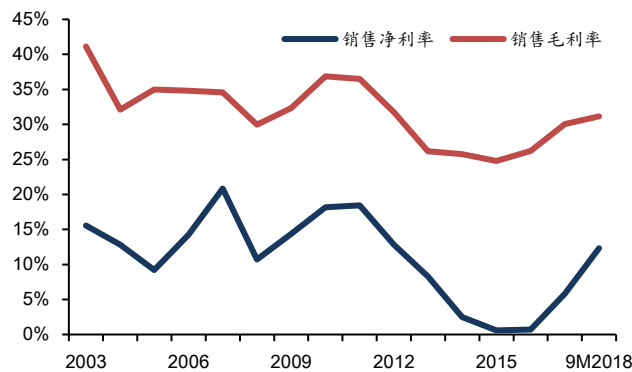
2018年前三季度公司年化净资产收益率23.34%，已经回升到较高水准。综合毛利率31.16%，从2015年的历史底部回升了5个百分点，其中2017年挖掘机业务毛利率就已经超过40%，为公司综合毛利率回升贡献了主要力量。我们判断随着历史遗留问题出清和规模的回升，综合毛利率水平有望逐渐往历史高点方向靠近。随着规模的扩大，公司期间费用率持续下降，净利润率持续回升。

**图表28: 2018年前三季度年化ROE23.34%，已经回升到较高水准**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表29: 2018前三季度销售毛利率/净利率继续回升**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

存货及存货清理基本完成，2019年毛利率有望再继续回升。分产品看，2018H1挖掘机毛利率达到40.8%，较2011年提升了10个百分点，创历史新高；起重机和混凝土机械业务毛利率分别为24.6%和23.8%，离高点还有较大空间。2018前三季度影响利润最大的因子来自于毛利率，对毛利率产生较大影响的是公司对一些长库龄存货进行清理，包括在制品和库存商品。目前长库存基本已经清理完成，我们预计2019年毛利率还有提升的空间。

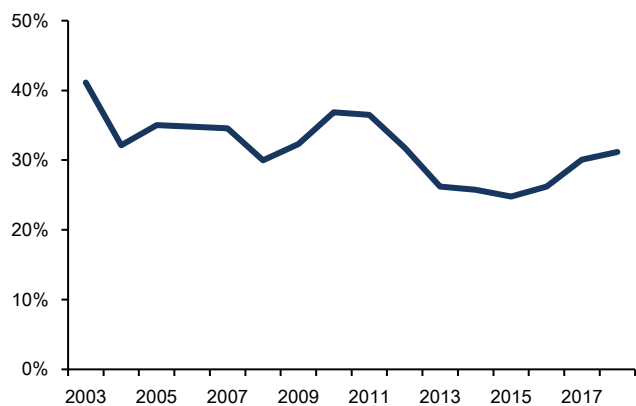
**图表30: 三一重工分产品毛利率水平**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
综合毛利率(%)	36.5	31.8	26.2	25.8	24.8	26.2	30.1	29.9	31.6
挖掘机	30.0	27.1	33.6	32.6	27.5	32.4	40.6	37.0	40.8
混凝土机械	41.8	35.7	22.3	22.1	22.9	21.5	24.2	22.6	23.8
起重机机械	31.5	31.2	28.0	27.8	29.7	34.0	23.0	33.1	24.6
桩工机械	46.8	40.8	38.6	41.2	40.1	25.2	30.7	29.4	36.8
路面机械	36.7	27.2	29.6	24.7	24.5	17.4	18.2	28.6	32.4

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

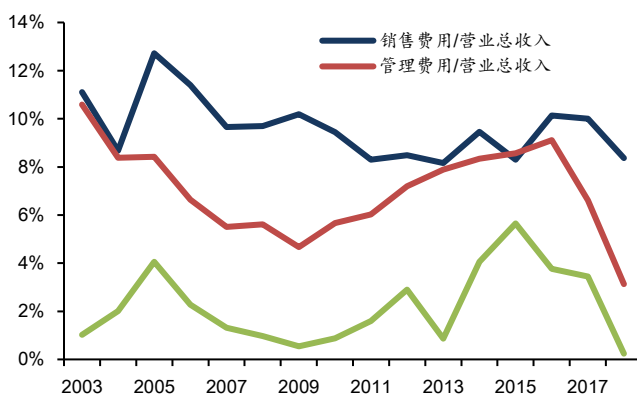
规模效益持续强化，公司期间费用率大幅下降。管理费用率、销售费用率均下降到历史最低水平，主要原因来自于公司收入规模的增长速度快于费用增长的速度，规模效益显著；同时公司2015年以来持续进行生产智能化的建设，生产效率大幅提升。

**图表31: 2018前三季度期间费用率继续下降**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**图表32: 管理费用下降的幅度最大**



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 风险出清，资产优化，现金充足

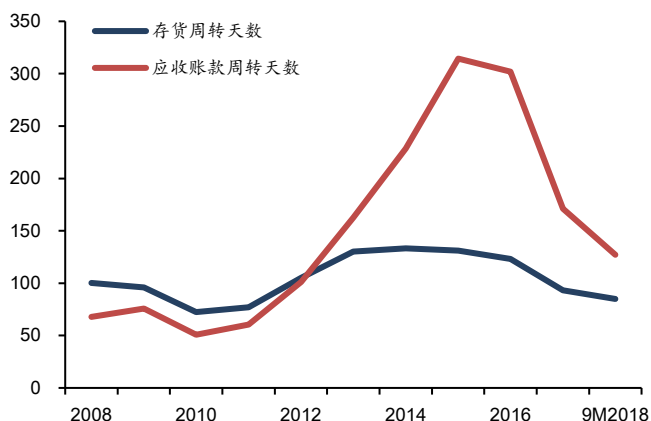
应收账款账龄结构优化，坏账损失计提充分，风险已经有效控制。2018年中报公司应收账款账面余额 226.91 亿元，其中三年以内应收账款占比接近 80%。计提准备 26.2 亿元，账面价值为 203.45 亿元，同比上升 8.95%。2018 年中报情况来看，公司计提的力度仍然是比较大的，坏账计提率达到了 11.55%。整体公司资产减值损失 2018H1 为 4.1 亿元，从资产减值损失的角度来看，公司通过去年的减值计提，风险已经得到控制。

图表33：三一重工应收账款和坏账准备（亿元）

	应收账款账面余额	坏账准备	坏账转杯计提率	坏账损失	资产减值损失
2010	61.7	4.5	7.2%	1.04	1.5
2011	119.9	6.9	5.7%	3.3	4.0
2012	155.8	6.0	3.9%	-1.1	-0.8
2013	196.6	9.3	4.7%	3.7	4.2
2014	212.5	14.0	6.6%	5.8	6.8
2015	228.0	18.4	8.1%	4.2	5.0
2016	198.6	17.8	8.9%	8.6	9.5
2017	196.7	24.5	12.5%	8.8	11.9
2018H1	226.9	26.2	11.6%	3.9	4.1

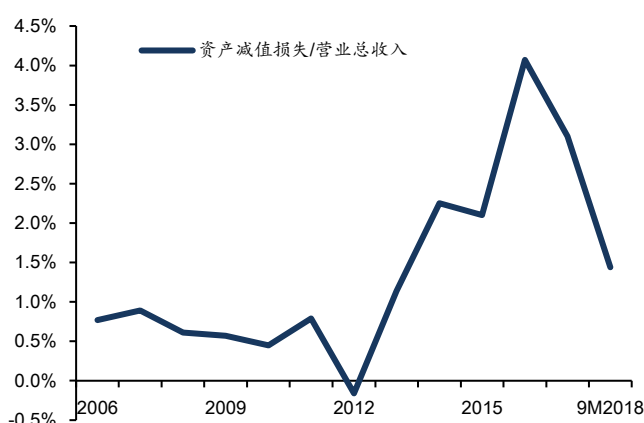
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表34：存货周转天数和应收账款周转天数继续下降



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

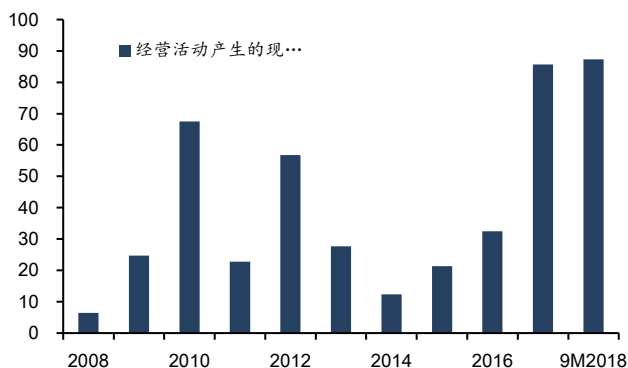
图表35：资产减值占营业收入的比重大幅下降



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

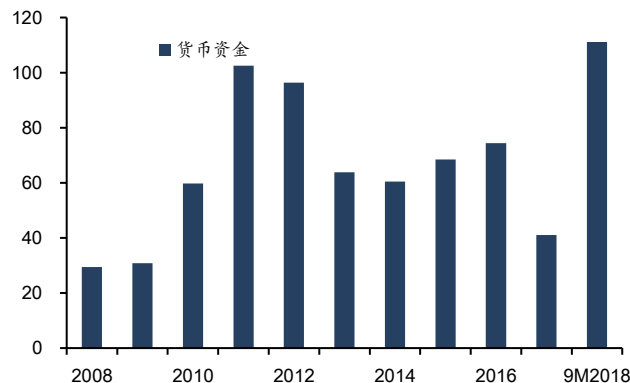
现金流充沛。2018 年前三季度公司销售商品和劳务获得的现金 448 亿元，经营性现金流净额为 87 亿元，创历史新高。分季度看，Q1,Q2,Q3 分别实现净现金流 25.92 亿/36.28 亿/25.11 亿。经营性现金流的大幅度增长，反映了当前终端销售的火爆和公司应收款项的回笼力度加快。公司在手货币资金为 111 亿元，创历史新高。

图表36：经营性现金流入净额创历史新高(亿元)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表37：在手现金充足(亿元)



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**表外风险基本出清。**公司表外或有事项 2018H1 余额为 88.36 亿元，同比下降 13%，表外或有事项继续降低。由于 2018 年以来营业收入持续攀升，公司采用正常融资租赁+按揭模式的金额提升，所以总余额下降的速度在减缓。如果我们按照表外事项/营业收入的比例来衡量，这一比例还在下降的趋势中，2017H1 表外事项占营业收入比例是 52.9%，2018H1 下降到 31.4%，我们预计全年口径来看，这一比例还将继续下降。

**图表 38：三一重工表外或有事项情况（亿元）**

	按揭贷款回购款	融资租赁回购余额	第三方融资租赁	表外或有事项	表外或有事项/当期营业收入
2010	174.3	36.42	--	210.7	62.1%
2011	210.2	28.21	70.4	308.8	60.8%
2012	244.9	20.58	101.7	367.2	78.4%
2013	189.7	23.46	69.2	282.4	75.6%
2014	128.4	41.77	77.8	248.0	81.7%
2015	76.2	33.04	55.4	164.6	70.5%
2016	43.7	20.75	46.5	111.0	47.7%
2017	41.9	9.65	35.3	86.9	22.7%
2017H1	41.3	19.73	40.6	101.6	52.9%
2018H1	45.2	15.4	27.8	88.4	31.4%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**总风险敞口水平回落到 2012 年以前的水平。**从公司风险敞口占营业收入的比例来看，总风险敞口比例是 102.8%，这个水平相对于去年同期来讲大幅度改善。过去几年激进的销售带来的风险，基本已经出清。

**图表 39：三一重工风险敞口测算（亿元）**

	表外或有事项	应收账款	风险敞口	风险敞口/当期营业收入
2010	210.7	57.3	268.0	78.9%
2011	308.8	113.1	421.9	83.1%
2012	367.2	149.8	517.0	110.4%
2013	282.4	187.3	469.7	125.8%
2014	248.0	198.5	446.5	147.0%
2015	164.6	209.6	374.2	160.2%
2016	111.0	180.9	291.9	125.4%
2017	86.9	172.2	259.1	67.6%
2017H1	101.6	186.9	288.5	150.3%
2018H1	88.4	200.7	289.1	102.8%

注：风险敞口比例=（表外或有+应收账款）/营业收入

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

## 给予“买入”评级

### 关键建设:

1、收入：我们倾向性地认为，在中性假设，基建投资增长 10%、房地产投资增长 2%，2019 年挖掘机行业销量增速 5.7% 实现的概率偏大，汽车起重机、混凝土设备的周期靠后，增速将高于挖掘机，2019 年行业销量不需过分悲观。市场份额往龙头集中的趋势将延续，三一重工挖掘机、起重机的份额有望继续提升，混凝土设备优势延续。我们预计公司 2018~2020 年收入增速分别为 60%、19% 和 14%。分产品来看，挖掘机收入增速分别为 60%、15% 和 10%、混凝土机械收入增速分别为 50%、20%、15%、起重机的收入增速分别为 100%、20% 和 15%。

2、毛利率：2018 年前三季度公司综合毛利率达到，其中挖掘机产品线毛利率在 2017 年就超过 40%，2018H1 继续提升，创历史新高，我们预计随着规模的进一步提升以及核心零部件国产化率的提升，挖掘机的毛利率水平将继续小幅增加。混凝土和起重机产品线由于历史遗留问题继续出清，影响了毛利率水平，随着历史遗留问题出清，这两个产品的毛利率水平将开始回升。我们预计 2018~2020 年，公司综合毛利率水平分别为：30.3%、30.5%、30.6%。

3、三项费用率：公司规模效益持续扩大，费用率将稳中略降。我们预计公司 2018~2020 年销售费用率分别为 9.0%、8.8%、8.6%；管理费用率分别为 4.5%、4.4% 和 4.3%。

图表40： 关键假设表

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
挖掘机	收入	62	105	95	79	67	61	75	137	219	252	277
	YOY		68%	-9%	-17%	-16%	-8%	22%	83%	60%	15%	10%
	毛利率	30%	30%	27%	34%	33%	28%	32%	41%	41%	41%	41%
混凝土	收入	178	260	265	190	160	105	95	126	189	227	261
	YOY	88%	46%	2%	-28%	-16%	-35%	-9%	33%	50%	20%	15%
	毛利率	42%	42%	36%	22%	22%	23%	21%	24%	25%	26%	27%
起重机	收入	42	58	53	50	40	39	27	52	105	126	145
	YOY	53%	37%	-8%	-5%	-20%	-4%	-30%	94%	100%	20%	15%
	毛利率	29%	31%	31%	28%	28%	30%	34%	23%	23%	23%	23%
桩工	收入		22.4	13.5	21.4	12.5	5.0	11.9	29.1	43.7	54.6	65.5
	YOY			-40%	58%	-41%	-60%	138%	145%	50%	25%	20%
	毛利率		47%	41%	39%	41%	40%	25%	31%	30%	30%	30%
路面机械	收入	12.9	16.7	15.4	14.9	10.2	9.6	8.8	13.4	18.1	21.8	23.9
	YOY	87%	30%	-8%	-3%	-32%	-5%	-9%	53%	35%	20%	10%
	毛利率	36%	37%	27%	30%	25%	25%	17%	18%	18%	18%	18%
配件及其它	收入	14	29	8	7	7	8	10	19	28	35	42
	YOY	37%	102%	-72%	-10%	1%	4%	34%	83%	50%	25%	20%
	毛利率	25%	26%	9%	15%	14%	8%	12%	21%	20%	20%	20%
其他业务	收入	9.9	17.1	18.1	9.9	6.6	6.9	5.1	6.8	8.8	10.6	12.2
	YOY	-31%	73%	6%	-46%	-33%	4%	-26%	34%	30%	20%	15%
	毛利率	20%	15%	7%	8%	19%	10%	29%	28%	28%	28%	28%
合计	收入	340	485	468	373	304	235	233	383	612	727	826
	YOY	106%	43%	-4%	-20%	-19%	-23%	-1%	65%	60%	19%	14%
	毛利率	37%	38%	32%	26%	26%	25%	26%	30%	30.3%	30.5%	30.6%
销售费用率		9.4%	8.3%	8.5%	8.2%	9.5%	8.3%	10.1%	10.0%	9.0%	8.8%	8.6%
管理费用率		5.7%	6.0%	7.2%	7.9%	8.3%	8.6%	9.1%	6.6%	4.5%	4.4%	4.3%
财务费用率		0.9%	1.6%	2.9%	0.9%	4.1%	5.7%	3.8%	3.4%	1.17%	1.32%	0.86%

资料来源：Wind、华泰证券研究所；

基于以上关键假设，我们预计 2018~2020 年公司收入分别为 611.5、726.5、826.3 亿元，归母净利润为 59、74.7、91.4 亿元，EPS 分别为 0.76、0.96、1.17 元，PE 为 10.9、8.5、7.0 倍。

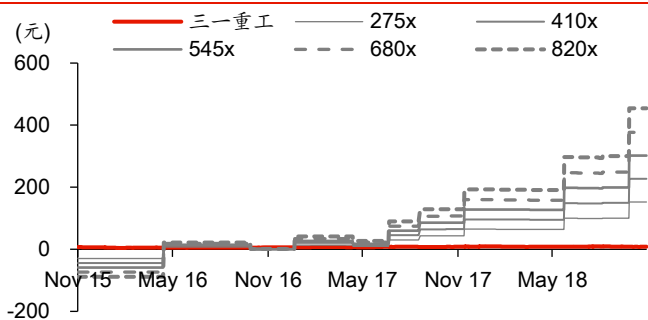
参考国际国内可比公司估值水平，卡特彼勒 2019 年 PE 估值为 10.7 倍，国内另外 5 家可比主机厂商平均 PE 为 12.3 倍，两家核心零部件厂商平均 PE 估值为 18.0 倍。我们认为给予行业龙头三一重工 2019 年 10~12 倍 PE 合理，对应目标价为 9.6~11.52 元，上调至“买入”评级。

图表41：工程机械行业公司估值

名称	代码	预测来源	市值(亿元)	EPS(元)				PE(x)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
三一重工	600031	华泰证券	638	0.27	0.76	0.96	1.17	30.33	10.92	8.53	7.00
徐工机械	000425	Wind 一致预期	271	0.13	0.25	0.32	0.37	26.62	13.84	10.81	9.35
中联重科	000157	Wind 一致预期	267	0.17	0.21	0.29	0.35	21.24	17.19	12.45	10.31
柳工	000528	Wind 一致预期	104	0.22	0.62	0.83	0.99	32.36	11.48	8.58	7.19
浙江鼎力	603338	华泰证券	137	1.14	1.90	2.57	3.33	48.42	29.05	21.48	16.58
建设机械	600984	Wind 一致预期	45	0.03	0.29	0.45	0.61	181.33	18.76	12.09	8.92
恒立液压	601100	华泰证券	184	0.43	0.99	1.21	1.42	48.53	21.08	17.25	14.70
艾迪精密	603638	Wind 一致预期	64	0.54	0.93	1.32	1.74	45.59	26.47	18.65	14.15
卡特彼勒	CAT.N	Wind 一致预期	5192	1.26	11.25	11.73	12.48	124.3	11.10	10.74	10.17

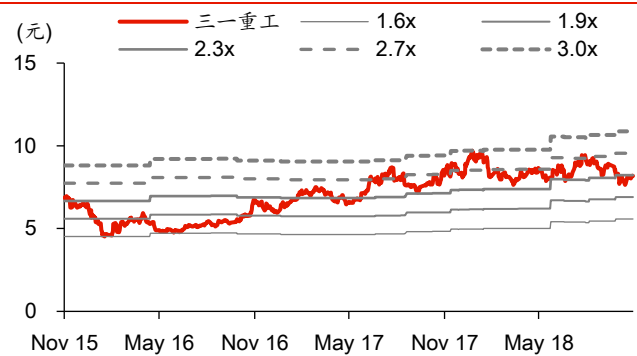
资料来源：Wind、华泰证券研究所；数据日期：2018-11-11

图表42：三一重工历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表43：三一重工历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示：国内滞胀环境引发货币政策两难；外部风险因素如美股波动、地缘政治风险等向国内传导，加大国内经济下行压力；基建增速未如期反弹，地产投资持续下滑，进出口贸易形势不佳，国内经济下行速度超预期。工程机械行业竞争环境恶化，价格战大范围爆发。



## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	37,992	36,207	75,433	79,388	90,471
现金	7,442	4,104	11,111	7,607	9,359
应收账款	18,085	18,366	39,446	44,360	49,565
其他应收账款	4,782	1,784	5,961	5,867	7,095
预付账款	337.41	697.44	935.85	1,158	1,326
存货	6,220	7,642	13,932	16,084	18,420
其他流动资产	1,126	3,615	4,047	4,311	4,705
非流动资产	23,563	22,030	20,234	18,453	16,642
长期投资	1,528	1,404	1,404	1,404	1,404
固定资产投资	14,014	12,805	11,874	10,724	9,464
无形资产	4,188	4,092	3,639	3,192	2,743
其他非流动资产	3,833	3,729	3,317	3,133	3,032
资产总计	61,555	58,238	95,667	97,840	107,113
流动负债	23,800	22,983	61,433	63,436	71,291
短期借款	8,908	2,257	33,527	34,799	39,278
应付账款	4,605	6,218	10,394	12,122	13,835
其他流动负债	10,287	14,508	17,512	16,514	18,178
非流动负债	14,302	8,882	2,620	(3,372)	(9,419)
长期借款	9,413	3,367	(2,679)	(8,725)	(14,771)
其他非流动负债	4,889	5,515	5,299	5,353	5,352
负债合计	38,102	31,865	64,053	60,064	61,872
少数股东权益	735.30	875.58	1,244	1,711	2,281
股本	7,658	7,668	7,795	7,795	7,795
资本公积	594.60	1,050	937.79	937.79	937.79
留存公积	16,229	18,092	21,637	27,333	34,228
归属母公司股东权益	22,717	25,498	30,369	36,066	42,960
负债和股东权益	61,555	58,238	95,667	97,840	107,113

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	3,249	8,565	(15,821)	6,913	6,209
净利润	163.80	2,227	6,277	7,936	9,705
折旧摊销	2,098	1,913	1,669	1,692	1,708
财务费用	875.39	1,319	713.16	955.01	706.86
投资损失	(2,181)	19.29	23.15	27.78	33.34
营运资金变动	940.97	2,126	(26,339)	(4,457)	(6,790)
其他经营现金	1,353	959.99	1,835	760.13	845.20
投资活动现金	2,262	1,218	(663.04)	89.39	55.56
资本支出	704.95	515.33	0.00	0.00	0.00
长期投资	580.71	1,258	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3,548	2,992	(663.04)	89.39	55.56
筹资活动现金	(4,661)	(13,085)	23,492	(10,507)	(4,513)
短期借款	(2,662)	(6,652)	31,270	1,272	4,479
长期借款	710.76	(6,046)	(6,046)	(6,046)	(6,046)
普通股增加	41.44	10.27	126.39	0.00	0.00
资本公积增加	(1,005)	455.19	(112.01)	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,747)	(852.44)	(1,747)	(5,732)	(2,946)
现金净增加额	743.12	(3,324)	7,008	(3,504)	1,752

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	23,280	38,335	61,153	72,650	82,631
营业成本	17,179	26,806	42,599	50,513	57,330
营业税金及附加	219.56	279.22	445.42	529.16	601.86
营业费用	2,359	3,832	5,504	6,393	7,106
管理费用	2,121	2,533	2,752	3,197	3,553
财务费用	875.39	1,319	713.16	955.01	706.86
资产减值损失	948.42	1,189	800.00	800.00	800.00
公允价值变动收益	(563.37)	402.68	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,181	(19.29)	(23.15)	(27.78)	(33.34)
营业利润	1,247	2,876	8,317	10,236	12,499
营业外收入	312.22	98.37	98.37	98.37	98.37
营业外支出	1,496	105.56	569.11	414.59	466.09
利润总额	62.97	2,869	7,846	9,919	12,132
所得税	(100.83)	641.76	1,569	1,984	2,426
净利润	163.80	2,227	6,277	7,936	9,705
少数股东损益	(39.66)	134.83	368.76	466.20	570.17
归属母公司净利润	203.46	2,092	5,908	7,469	9,135
EBITDA	4,220	6,109	10,699	12,882	14,914
EPS (元, 基本)	0.03	0.27	0.76	0.96	1.17

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(0.81)	64.67	59.52	18.80	13.74
营业利润	2,633	130.65	189.18	23.07	22.12
归属母公司净利润	4,001	928.35	182.38	26.42	22.30
获利能力 (%)					
毛利率	26.21	30.07	30.34	30.47	30.62
净利率	0.87	5.46	9.66	10.28	11.06
ROE	0.90	8.21	19.45	20.71	21.26
ROIC	14.63	10.09	13.14	15.74	17.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.90	54.71	66.95	61.39	57.76
净负债比率 (%)	53.86	27.06	52.84	43.41	39.61
流动比率	1.60	1.58	1.23	1.25	1.27
速动比率	1.32	1.22	1.00	1.00	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.64	0.79	0.75	0.81
应收账款周转率	1.09	1.88	1.89	1.55	1.57
应付账款周转率	4.15	4.95	5.13	4.49	4.42
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.27	0.76	0.96	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.10	(2.03)	0.89	0.80
每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.27	3.90	4.63	5.51
估值比率					
PE (倍)	315.30	30.66	10.86	8.59	7.02
PB (倍)	2.82	2.52	2.11	1.78	1.49
EV_EBITDA (倍)	16.94	11.71	6.68	5.55	4.79

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com