

三一重工 - A (600031 CH)

2019 年净利润同比增长 83%；憧憬 2020 年二季度强劲表现

三一重工去年净利润同比增长 83%至 112 亿元人民币，符合我们预期的 111 亿，以及公司在 1 月发盈喜时预期的 108-118 亿。2019 年公司经营现金流入同比增加 26%至 133 亿元人民币，高于净利润，主要由于良好的营运资金管理。公司建议每股派息 0.42 元人民币，相当于 31.4%派息率，派息的绝对值创新高。公司目标在 2020 年实现 850 亿元人民币收入，同比增长 12%。我们继续看好三一重工，相信二季度挖掘机需求很可能超预期，成为带动股价的催化剂。我们维持盈利预测不变。重申买入评级，目标价维持在 23.5 元人民币，对应 14.3 倍 2020 年预测市盈率。

- **2019 年业绩亮点。**2019 年收入同比增长 36%至 757 亿元人民币。混凝土机/挖掘机/起重机收入同比增长 37%/ 44%/ 50%。毛利率同比扩张 2.1 个百分点至 32.7%，主要因混凝土机毛利率扩张 4.6 个百分点。收入增长强劲，但管理费用仍稳定维持在 20 亿元人民币，显示公司成本控制得宜。三一重工继续投资于智能生产和产品开发，研发开支因而同比上升 108%至 36 亿元人民币。净利润同比大幅增长 83%至 112 亿元人民币，创历史新高。
- **表外负债增加，但仍属可接受水平。**截至 2019 年底，表外的财务担保金额同比增长 49%至 230 亿元人民币，增长大致与收入增长一致。该金额仍远低于 2012 年录得 367 亿元人民币的高峰水平。我们认为目前整体风险仍可接受。
- **主要风险：**(1) 疫情未能受控；(2) 海外业务风险；(3) 原材料成本上升；(4) 风险延至融资业务。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	55,822	75,666	88,022	96,234	101,903
同比增长 (%)	46	36	16	9	6
净收入(百万元人民币)	6,116	11,207	13,692	15,503	16,511
每股盈利(元人民币)	0.79	1.36	1.62	1.84	1.96
每股盈利变动 (%)	189.6	71.4	19.8	13.2	6.5
市场预测每股盈利(人民币)	N/A	N/A	1.584	1.764	2.153
EV / EBITDA (x)	18.1	11.4	9.2	8.4	8.1
市盈率(倍)	24.3	14.2	11.8	10.4	9.8
市帐率(倍)	4.8	3.6	3.0	2.5	2.1
股息率 (%)	1.5	2.2	2.7	3.0	3.2
权益收益率 (%)	21.5	29.5	27.7	25.8	23.1
净资产负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	RMB23.50
(此前目标价)	RMB23.50)
潜在升幅	+22%
当前股价	RMB19.20

中国设备行业

冯健嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	162,200
3 月平均流通量(百万元人民币)	1,697
52 周内股价高/低(人民币)	20.30/11.17
总股本(百万)	8,375.6

资料来源：彭博

股东结构

三一集团	30.18%
香港中央结算	7.12%
梁稳根	3.41%
其他	59.28%

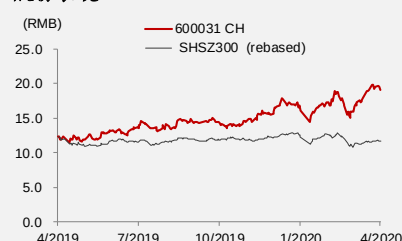
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+22.6%	+16.7%
3-月	+15.4%	+24.2%
6-月	+34.5%	+36.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：瑞华会计师事务所

财务报表

损益表

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	55,822	75,666	88,022	96,234	101,903
销售成本	-38,728	-50,932	-58,470	-64,126	-68,401
毛利	17,094	24,733	29,552	32,108	33,501
税金及附加	-326	-371	-440	-481	-510
销售费用	-4,447	-5,488	-5,985	-6,255	-6,522
管理费用	-3,800	-5,696	-6,162	-6,640	-6,929
公允价值变动	-362	290	0	0	0
资产减值	-1,095	-1,259	-1,408	-1,444	-1,529
EBIT	7,063	12,209	15,556	17,288	18,012
净财务收入/(支出)	-136	46	387	832	1,341
财务收入	344	505	816	1,252	1,759
财务支出	-479	-458	-429	-420	-418
其他收益	495	1,059	300	300	300
联营企业和合营企业投资收	128	140	202	200	177
税前盈利	7,550	13,454	16,444	18,619	19,830
所得税费用	-1,247	-1,960	-2,401	-2,718	-2,895
税后盈利	6,303	11,494	14,044	15,901	16,935
少数股东	-187	-288	-351	-398	-423
净利润	6,116	11,207	13,692	15,503	16,511
折旧和摊销	1,932	2,020	2,031	2,043	2,053
EBITDA	8,995	14,230	17,587	19,331	20,066

现金流

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	7,550	13,454	16,444	18,619	19,830
融资成本	388	120	429	420	418
利息收入	-344	-505	-816	-1,252	-1,759
联营及合营公司利润	-128	-140	-202	-200	-177
公允价值变动	-276	-673	0	0	0
资产拨备	-8	249	0	0	0
折旧和摊销	1,932	2,020	2,031	2,043	2,053
已付所得税	-1,247	-1,960	-2,401	-2,718	-2,895
营运资金变动	1,788	531	-1,240	-2,041	-653
其他	870	167	0	0	0
经营活动所得现金净额	10,527	13,265	14,247	14,872	16,818
购买物业、厂房及设备净投资	-1,003	-2,157	-1,500	-1,000	-1,000
联营企业和合营企业投资	-648	-11	-50	-50	0
子公司投资	311	153	0	0	0
已收股息	13	14	20	20	0
已收利息	344	505	816	1,252	1,759
其他	-9,781	-10,485	-70	0	0
投资活动所用现金净额	-10,765	-11,981	-784	222	759
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	1,584	1,756	-300	-200	100
已付股息	-1,233	-2,165	-3,516	-4,313	-4,884
已付利息	-479	-458	-429	-420	-418
其他	955	-283	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	827	-1,151	-4,245	-4,933	-5,202
现金及等同现金(减少)增加净	589	134	9,218	10,161	12,375
年初之现金及等同现金项目	4,104	11,985	13,527	22,744	32,905
汇兑及其他	7,293	1,408	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	11,985	13,527	22,744	32,905	45,280

资产负债表

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	21,879	22,041	21,169	21,178	19,603
物业、厂房及设备	11,867	10,615	10,446	9,767	9,077
联营及合营公司	2,328	2,985	3,217	3,447	3,624
商誉	51	49	49	49	49
应收账款	366	1,286	643	1,466	768
无形资产	3,880	3,339	3,048	2,683	2,319
投资	1,121	0	0	0	0
其他	1,115	2,656	2,656	2,656	2,656
递延税项资产	1,152	1,109	1,109	1,109	1,109
流动资产	51,896	68,500	82,904	95,225	110,468
存货	11,595	14,252	14,583	17,041	16,691
应收账款	20,802	21,793	27,403	25,855	29,982
其他应收账款	1,704	3,030	2,275	3,525	2,617
其他	3,272	6,897	6,897	6,897	6,897
银行结余及现金	11,985	13,527	22,744	32,905	45,280
流动负债	33,935	42,149	45,452	46,494	48,112
应付账及其他应付款项	17,191	20,295	23,598	24,540	26,058
银行借款	8,336	10,771	10,771	10,871	10,971
税项负债	524	1,490	1,490	1,490	1,490
其他	3,567	4,162	4,162	4,162	4,162
非流动负债	7,337	2,866	2,566	2,266	2,266
银行借款	5,974	1,303	1,003	703	703
递延税项负债	650	714	714	714	714
其他	471	728	728	728	728
资本及储备	32,502	45,527	56,054	67,642	79,693
股东权益	31,485	44,421	54,598	65,788	77,416
非控股权益	1,017	1,106	1,457	1,854	2,278

主要比率

YE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales mix (%)					
混凝土机械	30%	31%	32%	33%	33%
挖掘机械	34%	37%	36%	35%	35%
起重机械	17%	18%	19%	19%	20%
桩工机械	8%	6%	6%	6%	5%
路面机械	4%	3%	3%	2%	2%
其他	4%	3%	3%	2%	2%
其他业务	3%	2%	2%	2%	2%
总数	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.6	32.7	33.6	33.4	32.9
息税前利润率	12.7	16.1	17.7	18.0	17.7
净利润率	11.3	15.2	16.0	16.5	16.6
增长率 (%)					
收入	45.6	35.5	16.3	9.3	5.9
毛利	48.3	44.7	19.5	8.6	4.3
息税前利润	n/a	72.9	27.4	11.1	4.2
净利润	192.3	83.2	22.2	13.2	6.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.8	2.0	2.3
平均应收账款周转天数	133	107	106	105	104
平均存货周转天数	91	93	90	90	90
平均应付账款周转天数	133	134	137	137	135
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	9.3	13.6	14.1	14.1	13.4
资本回报率	21.5	29.5	27.7	25.8	23.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.79	1.36	1.62	1.84	1.96
每股账面值(人民币)	4.04	5.27	6.47	7.80	9.18
每股股息(人民币)	0.28	0.43	0.51	0.58	0.62

资料来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。