东兴证券 DONGXING SECURITIES

三一重工（600031）：产品竞争力持续提升，工程机械高景气度延续

2021 年 03 月 31 日

强烈推荐/维持

三一重工 | 公司报告

事件：公司发布 2020 年年度报告，2020 年公司实现营业总收入 1000.54 亿元，同比增长 31.25%；归属于上市公司股东的净利润 154.31 亿元，同比增长 36.25%；经营活动产生的现金流量净额 133.63 亿元，同比增长 12.45%。

后疫情时代各系列产品强势复苏，经营质量持续改善。随着下游复工复产顺利推进，2020 年 3 月以后工程机械市场强势反弹。公司全年挖掘机械销售收入 375.28 亿元，同比增长 35.85%，挖掘机产量超过 9 万台，为全球第一。公司混凝土机械实现销售收入 270.52 亿元，同比增长 16.6%，稳居全球第一品牌；起重机械销售收入达 194.09 亿元，同比增长 38.84%；桩工机械销售收入 68.25 亿元，同比增长 41.9%；路面机械销售收入 28.04 亿元，同比增长 30.59%。公司全年销售净利润率 15.85%，同比提升 0.61 个百分点；期间费用率 12.80%，同比下降 1.84 个百分点。公司经营活动净现金流 133.63 亿元，同比增长 12.45%，再创历史新高。

研发驱动成果显著，产品竞争力持续提升。公司实施研发人员倍增计划，2020 年，公司研发投入 62.59 亿元，增长 15.60 亿元，增长 33.20%，占营业收入比例达 6.30%。截至 2020 年底，研发人员达 5346 人，同比增长 69%，研发周期降低 20%以上。公司积极推动数字化、智能化转型，大力推动“灯塔工厂”建设，预计 2021 年内主要工厂均可建设达产。“灯塔工厂”广泛采用视觉识别、工艺仿真、重载机器人等前沿工业技术和数字技术，极大地提升了人机协同效率与生产效率，大幅降低制造成本。

存量更新提升需求中枢，后续需求具备坚实支撑。挖掘机械是三一重工业务占比最高的产品，2020 收入占比为 37.51%，在公司的主力产品中，挖掘机毛利率也显著高于混凝土机械和起重机械。目前国内挖掘机十年保有量达到 167 万台，本轮周期呈现形式与之前存在的部分差异在于，存量更新需求起到了提升行业需求中枢，弱化周期属性的效果。在存量更新和地产、基建投资需求拉动下，挖掘机未来需求仍具备坚实支撑。公司作为挖掘机行业龙头，目前市占率超过 28%，且市占率稳步提升，我们认为公司有望受益于挖掘机整体行业的增长，考虑到公司产品竞争力和渠道优势，公司挖掘机增速有望超过行业平均水平。

根据我们测算，未来五年将有约 70 万台挖掘机即将进入更新淘汰阶段，年均更换需求约 13.97 万台。我们推算 2020-2022 年更新替代需求分别为 10.60 万台、16.12 万台、19.73 万台，未来三年行业需求仍具备坚实支撑。以三一重工为代表的自主品牌崛起，未来将持续对日系、韩系、美系等外资品牌存量机型进行替代。对公司而言，有助于熨平工程机械传统的周期波动，给予市场对公司业绩稳定的长期预期，提升估值中枢。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021 年-2023 年实现营业收入分别为 1216.67 亿元、1418.78 亿元、1607.71 亿元；归母净利润分别为 195.55 亿元、230.27 亿元和 260.00 亿元；EPS 分别为 2.30 元、2.71 元和 3.06

公司简介：

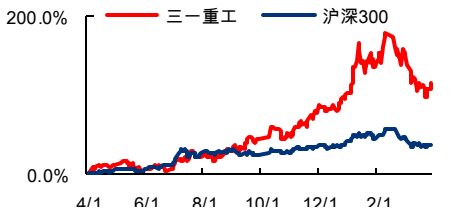
公司是全球领先的装备制造企业，主要产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、筑路机械、建筑装配式预制结构构件等。公司混凝土机械和挖掘机械国内市占率均居首位。

资料来源：公司公告

交易数据

52 周股价区间（元）	37.03-17.61
总市值（亿元）	3141.65
流通市值（亿元）	3141.65
总股本/流通 A 股（万股）	848406/848406
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.04

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：樊艳阳

010-66554089 fanyy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518060001

元，对应 PE 分别为 16.07X、13.65X 和 12.08X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、基建和地产需求不及预期；2、核心零部件价格大幅波动。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	75,665.7	100,054.	121,667.	141,878.	160,771.
增长率（%）	35.55%	32.23%	21.60%	16.61%	13.32%
归母净利润（百万元）	11,206.6	15,431.4	19,554.7	23,026.8	26,000.3
增长率（%）	82.35%	37.99%	25.63%	17.70%	12.91%
净资产收益率（%）	25.23%	27.28%	26.63%	25.39%	23.59%
每股收益(元)	1.36	1.84	2.30	2.71	3.06
PE	27.24	20.13	16.07	13.65	12.08
PB	7.02	5.55	4.28	3.46	2.85

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	68500	91428	87679	109891	134500
货币资金	13527	12596	36270	53407	73733
应收账款	21793	21512	24333	28376	32154
其他应收款	2787	1869	2272	2650	3002
预付款项	634	1156	1156	1156	1156
存货	14252	19198	12000	12400	12500
其他流动资产	5272	9114	9114	9114	9114
非流动资产合计	22041	34827	27672	26459	25242
长期股权投资	2985	3420	2400	2500	2600
固定资产	10615	10841	9841	8856	7868
无形资产	3339	3228	2981	2658	2335
其他非流动资产	150	189	100	100	100
资产总计	90541	126255	115352	136350	159742
流动负债合计	42149	62049	30270	33570	36982
短期借款	8641	7636	6500	6500	6500
应付账款	12276	24892	11515	13397	15201
预收款项	1281	0	1217	2635	4243
一年内到期的非流动	2130	830	830	830	830
非流动负债合计	2866	6018	9652	9652	9652
长期借款	1303	4532	4532	4532	4532
应付债券	0	0	4100	4100	4100
负债合计	45015	68067	39921	43222	46634
少数股东权益	1106	1625	1996	2423	2903
实收资本（或股本）	8426	8479	8485	8485	8485
资本公积	5948	5129	5129	5129	5129
未分配利润	28952	41792	52547	65212	79512
归属母公司股东权益	44421	56562	73435	90705	110205
负债和所有者权益	90541	126255	115352	136350	159742

现金流量表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13265	13363	-462	23292	27036
净利润	11494	15861	19926	23454	26480
折旧摊销	4993.74	4815.54	0.00	1363.38	1366.78
财务费用	-46	282	40	50	60
应付帐款的变化	0	0	-2821	-4042	-3779
预收帐款的变化	0	0	1217	1419	1608
投资活动现金流	-11981	-11250	19286	-350	-150
公允价值变动收益	290	436	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	7008	-100	-100
投资收益	383	905	0	0	0
筹资活动现金流	-1151	-2452	5081	-12307	-13060
应付债券增加	0	0	4100	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	626	52	7	0	0
资本公积增加	4065	-819	0	0	0
现金净增加额	134	-339	23904	10636	13826

利润表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	75666	100054	121667	141878	160771
营业成本	50932	69720	84059	97795	110965
营业税金及附加	371	408	852	993	1125
营业费用	5488	5332	8517	9931	11254
管理费用	2052	2201	3650	4256	4823
财务费用	-46	282	40	50	60
资产减值损失	-142	-24	0	0	0
公允价值变动收益	290	436	0	0	0
投资净收益	382.85	904.81	0.00	0.00	0.00
营业利润	13775	18548	24550	28852	32543
营业外收入	183	158	100	100	100
营业外支出	504	175	350	350	350
利润总额	13454	18531	24300	28602	32293
所得税	1960	2671	4374	5148	5813
净利润	11494	15861	19926	23454	26480
少数股东损益	288	429	371	427	480
归属母公司净利润	11207	15431	19555	23027	26000
EBITDA	18723	23646	25947	30265	33970
EPS（元）	1.36	1.84	2.30	2.71	3.06

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	35.55%	32.23%	21.60%	16.61%	13.32%
营业利润增长	74.85%	34.65%	32.36%	17.52%	12.79%
归属于母公司净利	26.72%	17.76%	26.72%	17.76%	12.91%
获利能力					
毛利率(%)	32.69%	30.32%	30.91%	31.07%	30.98%
净利率(%)	15.19%	15.85%	16.38%	16.53%	16.47%
总资产净利润（%）	3.81%	12.38%	12.22%	16.93%	17.71%
5.38%	25.23%	27.28%	26.63%	25.39%	23.59%
偿债能力					
资产负债率(%)	50%	54%	35%	32%	29%
流动比率	1.63	1.47	2.90	3.09	3.29
速动比率	1.29	1.16	2.51	2.72	2.95
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.92	1.01	1.13	1.09
应收账款周转率	4	5	5	5	5
应付账款周转率	7.19	5.38	6.68	11.39	11.24
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	1.36	1.84	2.30	2.71	3.06
每股净现金流(最新	0.02	-0.04	2.82	1.25	1.63
每股净资产(最新摊	5.27	6.67	8.65	10.69	12.99
估值比率					
P/E	27.24	20.13	16.07	13.65	12.08
P/B	7.02	5.55	4.28	3.46	2.85
EV/EBITDA	16.59	13.29	11.32	9.35	7.93

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3 年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016 年加入民生证券，2017 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。