三一重工（600031.SH）

更新报告

买入

2020 年 11 月 2 日

Q3 业绩增长强劲， 9 月挖机销量同比增长 85%

➢ **利润增长进一步提速，Q3 业绩增长强劲：**公司 2020 年前三季度实现收入 728.92 亿元，同比增长 24.20%；核心业务毛利率为 30.3%，同比略微下滑约 2.2 个百分点，主要是由于新会计准则将原本计入销售费用的运输费用计入到营业成本。归属于上市公司股东的净利润 124.5 亿元，同比增长 34.69%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 113.05 亿元，同比增 22.16%。基本每股收益 1.47 元。其中，Q3 单季度营收 237.05 亿元，同比增长 54.89%；单季毛利率为 30.2%。归母净利润 38.54 亿元，同比增长 56.88%，超出我们预期。

➢ **需求保持旺盛，9 月挖机销量同比增长 85%：**根据工程机械协会数据，9 月我国挖掘机销量 2.6 万台，同比增长 65%，自 4 月份以后单月同比增速均超过 50%。其中国内销量为 22598 万台，同比增长 71%；出口销量为 3436 台，同比增长 31%。2020 年 1-9 月挖掘机行业累计销量 23.7 万台，同比增长 32%。国内同比增加 33%，出口增长 22%。公司 9 月份挖掘机销量同比增长 85%，远高于行业增速。1-9 月累计市占率约为 26.3%，全年有进一步提升空间，其中 9 月单月市占率高达 28.5%。徐工累计市占率约为 16.0% 卡特累计市占率约为 11%，累计 CR6 为 75%，相比 2019 年提升 1.5%，行业集中度进一步提升。

➢ **继续看好四季度需求，提升目标价至 30.44 元，维持买入评级：**根据国家统计局数据，1-9 月份基建投资同比增长 0.2%，环比由-0.3%转正。新开工面积同比下降 3.4%，降幅收窄 0.2 个百分点，恢复速度较慢。显示基建需求较强而地产需求较为平稳。随着国家逆周期政策的持续落地，我们预计四季度基建投资力度将继续加大，而地产投资保持韧性，工程机械设备需求将继续保持高增长态势。公司作为国内挖掘机械的绝对龙头，全年市占率有望同比提升，龙头地位愈发稳固。同时，通过数字化和智能化的持续转型，以及国际战略的稳步推进，我们依旧看好公司中长期的发展。我们预计公司 20-22 年收入分别为 942 亿、1062 亿和 1163 亿，利润分别为 148 亿、171 亿和 190 亿，提升目标价至 30.44 元，对应 2021 年 15 倍 PE，相对于现价有 17.3%的上升空间，维持买入评级。

邹炜

852-25321597

wilson.zou@firstshanghai.com.hk

张弘扬

852-25321962

richard.zhang@firstshanghai.com.hk

主要资料

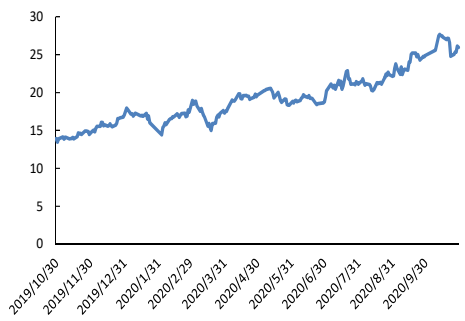
行业	工程机械
股价	25.95 元
目标价	30.44 元（+17.3%）
股票代码	600031.SH
已发行股本	84.76 亿股
总市值	2199.52 亿元
52 周高/低	28.34 元/12.97 元
每股净资产	6.30 元
主要股东	梁稳根先生 20.40%

盈利摘要

截止12月31日	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
营业额（百万人民币）	55,822	75,666	94,235	106,219	116,306
变动（%）	45.6	35.5	24.5	12.7	9.5
净利润（百万人民币）	6,116	11,207	14,849	17,100	18,994
每股盈余（人民币）	0.78	1.33	1.76	2.03	2.25
变动（%）	187.4	69.6	32.5	15.2	11.1
市盈率@25.95元（倍）	33.1	19.5	14.7	12.8	11.5
市净率@25.95元（倍）	6.2	4.8	3.9	3.2	2.7
每股股息（人民币）	0.28	0.42	0.55	0.64	0.71
股息现价比率（%）	1.1	1.6	2.1	2.5	2.7

资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

股价表现



资料来源：Bloomberg

主要财务报表

损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	55,822	75,666	94,235	106,219	116,306
毛利	17,094	24,733	29,609	34,033	37,610
销售费用	-4,447	-5,488	-5,654	-5,842	-5,815
管理费用	-2,046	-2,052	-1,414	-1,593	-1,745
其他收入/开支	-2,723	-3,419	-4,393	-5,747	-6,927
营业收入	7,878	13,775	18,148	20,850	23,123
财务开支	-136	46	58	65	71
联营公司	128	140	140	140	140
税前盈利	7,550	13,454	17,827	20,529	22,802
所得税	-1,247	-1,960	-2,597	-2,990	-3,322
少数股东应占利润	187	288	381	438	487
净利润	6,116	11,207	14,849	17,100	18,994
折旧及摊销	1,932	2,020	2,040	2,061	2,082
EBITDA	9,810.6	15,795.7	20,188.6	22,911.2	25,204.8
EPS (基本)	0.78	1.33	1.76	2.03	2.25
增长					
总收入 (%)	45.6%	35.5%	24.5%	12.7%	9.5%
EBITDA (%)	241.1%	61.0%	27.8%	13.5%	10.0%
每股收益 (%)	187.4%	69.6%	32.5%	15.2%	11.1%

财务分析

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	30.6%	32.7%	31.4%	32.0%	32.3%
EBITDA 利率	17.6%	20.9%	21.4%	21.6%	21.7%
净利率	11.0%	14.8%	15.8%	16.1%	16.3%
ROE	20.8%	28.7%	29.2%	27.5%	25.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	11.6%	10.0%	7.5%	7.0%	6.5%
实际税率 (%)	16.5%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
派息率 (%)	35.6%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
库存周转天数	129	116	116	116	116
应付账款天数	191	165	165	165	165
应收账款天数	161	121	121	121	121
财务状况					
净负债/股本	1.3	1.0	1.0	0.8	0.7
收入/总资产	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
总资产/股本	2.3	2.0	2.0	1.8	1.7
盈利对利息倍数	58.1	(297.0)	(314.1)	(320.2)	(324.3)

资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,985	13,527	16,889	25,460	35,875
应收账款	2,626	3,059	4,115	5,163	6,740
存货	11,595	14,252	20,545	22,948	25,018
其他流动资产	25,690	37,663	46,051	48,975	50,742
总流动资产	51,896	68,500	87,600	102,546	118,374
固定资产	11,867	10,615	11,051	11,702	12,345
无形资产	3,880	3,339	3,339	3,339	3,339
其他固定资产	6,132	8,086	8,086	8,086	8,086
总资产	73,775	90,541	110,076	125,674	142,145
应付帐款	17,191	20,295	29,256	32,679	35,625
短期银行贷款	5,417	8,641	8,641	8,641	8,641
其他短期负债	11,328	13,213	13,213	13,213	13,213
总流动负债	33,935	42,149	51,110	54,533	57,479
长期银行贷款	1,941	1,303	1,305	1,307	1,309
其他负债	5,396.5	1,563.1	1,563.1	1,563.1	1,563.1
总负债	41,273	45,015	53,978	57,402	60,351
少数股东权益	1,017	1,106	1,487	1,925	2,412
股东权益	32,502	45,527	56,098	68,272	81,794
每股净资产	4.17	5.40	6.66	8.10	9.71
营运资金	17,960.6	26,351.6	36,489.5	48,013.9	60,894.9

现金流量表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	9,811	15,796	20,189	22,911	25,205
融资成本	136	-46	-58	-65	-71
营运资金变化	738	-544	-6,776	-2,954	-2,466
所得税	-2,721	-3,879	-2,597	-2,990	-3,322
其他营运活动	2,564	1,939	-7,830	-12,027	-13,668
营运现金流	10,527	13,265	2,929	4,875	5,677
资本开支	-1,003	-2,157	-880	-880	-880
其他投资活动	-9,762	-9,824	591	591	591
投资活动现金流	-10,765	-11,981	-290	-290	-290
负债变化	1,584	1,756	1,844	1,936	2,033
股本变化	0	0	0	0	0
股息和利息	-1,733	-2,883	-4,659	-5,365	-5,959
其他融资活动	975	-23	1,283	1,664	1,966
融资活动现金流	827	-1,151	-1,533	-1,765	-1,960
现金变化	595	131	1,106	2,821	3,427
期初持有现金	3,726	4,321	4,451	5,558	8,378
汇率变动	6	-3	0	0	0
期末持有现金	4,321	4,451	5,558	8,378	11,806

资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2020 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。