东兴证券 DONGXING SECURITIES

三一重工（600031）：核心产品需求旺盛，周期弱化提升估值中枢

2020 年 08 月 27 日

强烈推荐/维持

三一重工 | 公司报告

报告摘要：

事件：公司发布 2020 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 491.88 亿元，同比增长 13.37%；归属于上市公司股东的净利润 84.68 亿元，同比增长 25.48%；经营活动产生的现金流净额 85.48 亿元，同比增长 12.54%。

主力产品持续发力，后疫情时代需求旺盛。随着国内疫情得到迅速控制，3 月份以后国内经济逐步复苏，基建需求拉动，叠加环保治理、更新需求增长、人工替代效应等因素叠加，中国地区工程机械二季度需求快速复苏。公司二季度单季度营业收入达到 319.21 亿元，同比增长 44.49%，实现归母净利润 62.74 亿元，同比增长 77.89%。上半年国内挖掘机销量达到 17.04 万台，同比增长 24.2%。公司挖掘机械（收入 186.49 亿元，同比增 17.22%）、混凝土机械（135.06 亿元，同比增 4.51%）、起重机械（94.27 亿元，同比增 10.9%）、桩工机械（37.51 亿元，同比增 26.59%）、路面机械（15.01 亿元，同比增 20.15%）等全线产品持续增长，市场份额稳步提升。

资产结构明显改善，经营质量持续提升。公司 2019 年期间费用率降至 14.72%，同比下降 0.3 个百分点，为上市以来最低水平，降本控费效果明显。2020 年上半年，公司应收账款周转率较上年同期继续上升，货款逾期率持续下降，新增价值销售逾期率控制在历史最低水平且持续下降；公司加强存货的科学管理、分类管理，在销售实现较快增长的同时，存货保持在年初水平。通过数字化转型，公司经营能力大幅提升，公司人均产值处于全球工程机械行业领先水平。公司人均创收从 2003 年的 57.65 万元增加至 2019 年的 410.11 万元，人均创利从 2003 年的 8.97 万元增加至 2019 年的 62.30 万元，均达到历史最高水平。

存量更新提升需求中枢，弱化行业周期属性。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。

我们按照 2008 年-2013 年的样本挖机机龄结构分析存量更换的潜在空间。目前 2008-2013 年出产的机型中，按比例推算得出，开机小时数超过 12000 小时的预计有 10.69 万台，这也意味着 2020 年存量更新需求至少可以支撑 10 万台以上的销量。如果我们假定挖机年均开机小时数在 1500 个左右，则未来五年 2008-2013 年出产的挖机将有 69.87 万台开机小时数将超过 12000 小时，意味着潜在更换需求在 2021-2025 年约 70 万台，年均更换需求约 13.97 万台。根据我们推算，2020-2022 年更新替代需求分别为 10.60 万台、16.12 万台、19.73 万台。

逆周期调节助力量价齐升，国产替代有望加速。2020 年 1-7 月，国内挖掘机销售 18.95 万台，同比增长 26.7%，其中国内市场销售 17.21 万台，同比增长 27.5%，出口 1.74 万台，同比增长 20%。随着国内疫情得到控制，3 月份以来工程机械行业旺季得到持续。我们期待后续国内逆周期政策持续出

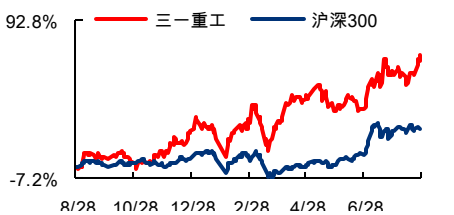
公司简介：

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。

交易数据

52 周股价区间（元）	22.68-13.56
总市值（亿元）	1921.63
流通市值（亿元）	1921.63
总股本/流通 A 股（万股）	847279/847279
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.96

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 fanyanyang1990@126.com

执业证书编号: S1480518060001

来，特别是对于基础设施建设、市政工程等领域的投入加大，有望为工程机械提供增量需求。我们认为本次疫情冲击为国产主机厂和核心零部件厂商提供难得的机遇，国产替代空间有望加速。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 903.72 亿元、1037.01 亿元、1173.40 亿元；归母净利润分别为 144.73 亿元、166.44 亿元和 187.22 亿元；EPS 分别为 1.71 元、1.96 元和 2.21 元，对应 PE 分别为 13X、12X 和 10X。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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	55,821.5	75,665.7	90,371.9	103,701.	117,340.
增长率（%）	45.61%	35.55%	19.44%	14.75%	13.15%
归母净利润（百万元）	6,116.29	11,206.6	14,473.2	16,644.0	18,722.4
增长率（%）	183.04%	82.35%	29.14%	15.00%	12.49%
净资产收益率（%）	19.43%	25.23%	25.19%	23.80%	22.29%
每股收益(元)	0.79	1.36	1.71	1.96	2.21
PE	28.68	16.68	13.28	11.55	10.26
PB	5.62	4.30	3.34	2.75	2.29

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
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	51896	68500	68812	78595	90169
货币资金	11985	13527	27057	33046	41253
应收账款	20133	21793	18074	20740	23468
其他应收款	1561	2787	3328	3819	4321
预付款项	982	634	634	634	634
存货	11595	14252	12000	12400	12500
其他流动资产	2480	5272	5272	5272	5272
非流动资产合计	21879	22041	20331	19128	17922
长期股权投资	2328	2985	2400	2500	2600
固定资产	11867	10615	9637	8673	7707
无形资产	3880	3339	3081	2747	2414
其他非流动资产	98	150	100	100	100
资产总计	73775	90541	92038	107118	123986
流动负债合计	33935	42149	26815	29091	31557
短期借款	5417	8641	6500	6500	6500
应付账款	8786	12276	8412	9651	10943
预收款项	1357	1281	2185	3222	4395
一年内到期的非流动	2919	2130	2130	2130	2130
非流动负债合计	7337	2866	6423	6423	6423
长期借款	1941	1303	1303	1303	1303
应付债券	4033	0	4100	4100	4100
负债合计	41273	45015	33238	35514	37980
少数股东权益	1017	1106	1106	1107	1108
实收资本（或股本）	7801	8426	8436	8436	8436
资本公积	1883	5948	5948	5948	5948
未分配利润	19781	28952	37116	46505	57065
归属母公司股东权益	31485	44421	57694	70496	84897
负债和所有者权益	73775	90541	92038	107118	123986

现金流量表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10527	13265	8659	17157	19717
净利润	6303	11494	14844	17071	19202
折旧摊销	5415.56	4993.74	0.00	1353.13	1356.53
财务费用	136	-46	40	50	60
应付帐款的变化	0	0	3719	-2666	-2728
预收帐款的变化	0	0	904	1037	1173
投资活动现金流	-10765	-11981	5969	-350	-150
公允价值变动收益	-362	290	0	0	0
长期股权投资减少	0	0	-356	-100	-100
投资收益	637	383	0	0	0
筹资活动现金流	827	-1151	-1043	-10817	-11360
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	133	626	9	0	0
资本公积增加	834	4065	0	0	0
现金净增加额	589	134	13585	5989	8207

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	55822	75666	90372	103701	117341
营业成本	38728	50932	61406	70450	79884
营业税金及附加	326	371	633	726	821
营业费用	4447	5488	6326	7259	8214
管理费用	2046	2052	3615	4148	4694
财务费用	136	-46	40	50	60
资产减值损失	1095.38	-142.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-361.68	289.65	0.00	0.00	0.00
投资净收益	637.46	382.85	0.00	0.00	0.00
营业利润	7878	13775	18353	21068	23668
营业外收入	123.18	182.69	100.00	100.00	100.00
营业外支出	451.38	503.80	350.00	350.00	350.00
利润总额	7550	13454	18103	20818	23418
所得税	1247	1960	3258	3747	4215
净利润	6303	11494	14844	17071	19202
少数股东损益	187	288	371	427	480
归属母公司净利润	6116	11207	14473	16644	18722
EBITDA	13430	18723	19739	22471	25084
EPS（元）	0.79	1.36	1.71	1.96	2.21

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	45.61%	35.55%	19.44%	14.75%	13.15%
营业利润增长	173.93%	74.85%	33.23%	14.79%	12.34%
归属于母公司净利	29.15%	15.00%	29.15%	15.00%	12.49%
获利能力					
毛利率(%)	30.62%	32.69%	32.05%	32.06%	31.92%
净利率(%)	11.29%	15.19%	16.43%	16.46%	16.36%
总资产净利润（%）	3.81%	8.29%	12.38%	16.24%	17.01%
5.38%	19.43%	25.23%	25.19%	23.80%	22.29%
偿债能力					
资产负债率(%)	56%	50%	36%	33%	31%
流动比率	1.53	1.63	2.57	2.71	2.86
速动比率	1.19	1.29	2.12	2.28	2.47
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.92	0.99	1.04	1.01
应收账款周转率	3	4	5	5	5
应付账款周转率	7.44	7.19	8.74	11.48	11.40
每股指标（元）					
每股收益(最新摊	0.79	1.36	1.71	1.96	2.21
每股净现金流(最新	0.08	0.02	1.60	0.72	0.98
每股净资产(最新摊	4.04	5.27	6.78	8.25	9.91
估值比率					
P/E	28.68	16.68	13.28	11.55	10.26
P/B	5.62	4.30	3.34	2.75	2.29
EV/EBITDA	13.35	10.13	9.08	7.70	6.57

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。