三一重工（600031）

H1 业绩略超预期，周期弱化+智能工厂+全球化助力长期增长

2020 年 08 月 27 日

买入（维持）

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn
研究助理 朱贝贝
zhubb@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2020 H1 业绩公告：上半年实现收入 491.88 亿元，同比+13.37%；归母净利润 84.68 亿元，同比+25.48%，**略超市场预期**；扣非归母净利润 79.46 亿元，同比+16.64%。从单季度看，公司 Q2 实现销售收入 319.21 亿元，同比+44.49%，归母净利润 62.74 亿元，同比+77.89%。

投资要点

■ **基建复苏效应逐步显现，业绩超预期增长**

疫情后赶工刺激设备需求强劲，公司 2020 上半年实现超预期增长。

（1）挖掘机械：实现收入 186.50 亿元，同比+17.22%；毛利率 34.86%，同比-1.98pct。收入增速低于销量增速、毛利率下降主要原因系行业整体吨位下移。

（2）混凝土机械：实现收入 135.06 亿元，同比+4.51%，增速较低主要系海外子公司受疫情影响大；毛利率为 28.94%，同比-0.61pct。

（3）起重机械：实现收入 94.27 亿元，同比+10.91%，起重机板块份额大幅提升。毛利率为 20.02%，同比-5.81pct，我们判断除销售费用重分类外，行业竞争因素对公司毛利率略有影响。

（4）桩工机械/路面机械/其他业务分别实现收入 37.51/15.01/13.11 亿元，同比+26.59%/+20.15%/+38.26%，摊铺机、压路机份额提升明显；毛利率分别为 43.57%/32.78%/28.65%，同比-0.86/-3.71/ -2.56pct。

疫情导致下游需求延后，叠加下半年地产基建持续复苏，我们预计全年需求整体保持旺盛。

■ **数字化降费成效初显，风险控制持续向好**

上半年公司整体毛利率 30.34%，同比-2.02pct，主要系新收入准则下运输费从销售费用重分类至营业成本（销售费用率同比-1.76pct，基本吻合）。净利率提升至 17.56%，同比+1.57 pct；数字化降费提效初现，期间费用率降至 10.4%，同比-1.36pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动-1.76/-0.27/+0.69/-0.02pct。投资收益等非经常性损益达 5.2 亿，贡献 1pct 左右净利率。

上半年公司加强回款管理，经营活动净现金流达 85.48 亿元，同比增长 12.54%；其中 Q2 单季 94.42 亿，同比+150.34%，大创历史新高，营运能力和风险控制持续向好。

■ **周期弱化+智能工厂+国际化，公司迎来价值重估机遇**

公司上半年国内收入 417.56 亿元，同比+17.72%；海外收入 63.92 亿元，同比-9.03%好于预期。疫情下公司仍在加大海外资源投入，份额持续提升，国际化战略有望在多个国家实现赶超。

公司依托 SCM 项目实施及 MES 升级实施智能制造转型，灯塔工厂的效率提升 50%以上，设备效率较去年同期提升 15%以上，2019 年三一的人均创收(410 万)已超过卡特彼勒(367 万)，人均产值提升、期间费用率下降成为看点。公司已经累积了基础应用和大量数据，未来有望从制造端延伸值客户端打通全环节，数字化战略仍有巨大潜力。

短期下游地产基建持续复苏，刺激工程机械设备需求旺盛，行业景气持续性拉长，周期属性削弱，公司有望迎来价值重估；中长期我们认为三一重工在智能制造方面的布局有望进一步提升其全球竞争力，长期成长空间可期。

■ **盈利预测与投资评级：**我们继续维持 2019 年初以来的观点，坚定看好中国最具全球竞争力的高端装备企业：高端产品结构优化+规模效应+出口增长带来持续业绩弹性，数字化+全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 152/176/189 亿元，对应 PE 分别为 13/11/10 倍， 2020 年目标估值至 15 倍 PE，对应市值 2280 亿，目标价至 26.9 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业周期性波动；竞争激烈导致盈利能力下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.68
一年最低/最高价	12.97/22.90
市净率(倍)	3.85
流通 A 股市值(百万元)	192162.89

基础数据

每股净资产(元)	5.89
资产负债率(%)	56.09
总股本(百万股)	8472.79
流通 A 股(百万股)	8472.79

相关研究

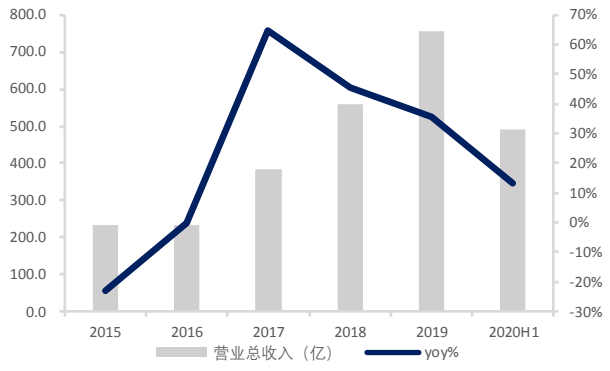
1、《三一重工（600031）：控股股东拟发行可交债募资 80 亿，看好龙头长期成长空间》2020-08-04

2、《三一重工（600031）：上调 EPS，四个维度深入解读当前投资价值》2020-06-27

3、《三一重工（600031）：Q1 业绩-31.9%全年保持乐观，持续看好龙头双击》2020-04-29

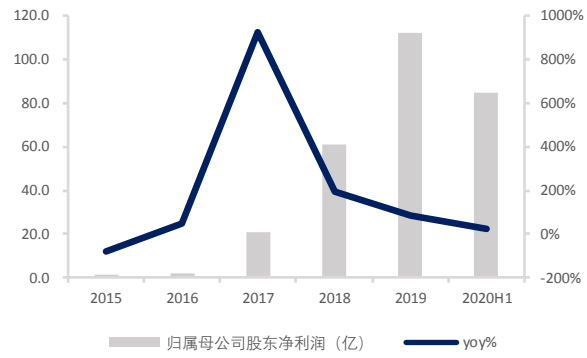
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2020 年 H1 实现收入 492 亿，同比+13%



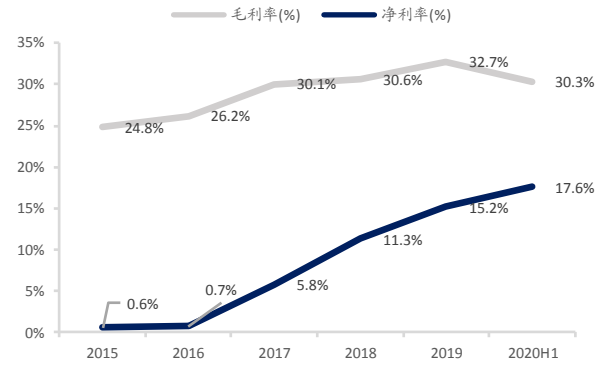
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2020 年 H1 实现归母净利润 85 亿，同比+25%



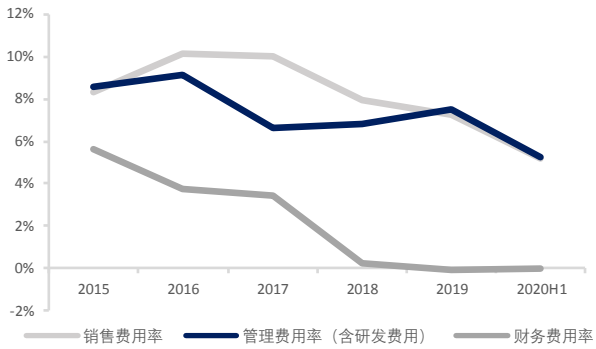
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：2020 H1 公司净利率升至 17.6%



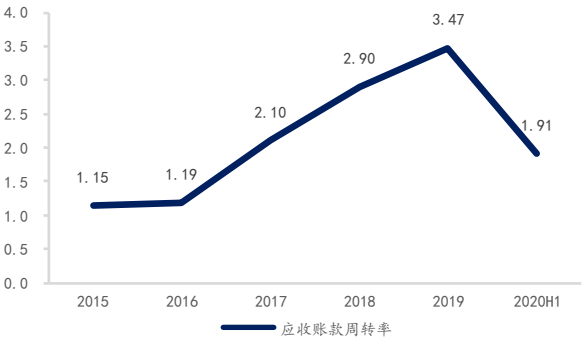
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 4：数字化降费提效，2020 H1 期间费用率降至 10.4%



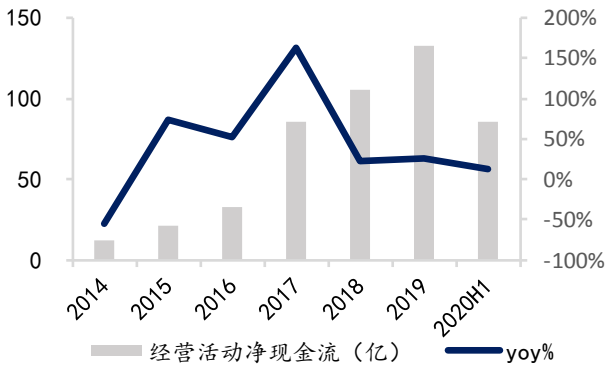
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：2020 H1 应收账款周转率 1.91，高于去年同期 1.89



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 6：2020 H1 经营性现金流净额 85 亿，大创历史新高



数据来源：WIND，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三一重工三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**68500**	**84383**	**102582**	**119651**
现金	13527	27348	40538	56567
应收账款	24579	32385	35920	37734
存货	14252	15831	16560	15404
其他流动资产	16142	8820	9564	9946
非流动资产	**22041**	**22013**	**21677**	**21282**
长期股权投资	2985	2985	2985	2985
固定资产	11720	11803	11579	11295
在建工程	1067	331	99	30
无形资产	3339	3228	3117	3005
其他非流动资产	2929	3665	3897	3966
资产总计	**90541**	**106396**	**124259**	**140933**
流动负债	**42149**	**46282**	**50495**	**52554**
短期借款	10771	5000	5000	5000
应付账款	20295	26662	29440	30807
其他流动负债	11083	14620	16054	16747
非流动负债	**2866**	**2866**	**2866**	**2866**
长期借款	1303	1303	1303	1303
其他非流动负债	1563	1563	1563	1563
负债合计	**45015**	**49148**	**53361**	**55420**
少数股东权益	1106	1574	2120	2704
归属母公司股东权益	44421	55674	68779	82809
负债和股东权益	**90541**	**106396**	**124259**	**140933**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13265	17158	18303	21463
投资活动现金流	-11981	6332	-574	-574
筹资活动现金流	-1151	-9669	-4539	-4860
现金净增加额	131	13821	13190	16029
折旧和摊销	2010	1253	1341	1401
资本开支	-2355	-543	-574	-574
营运资本变动	-2726	717	-795	1019

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**75666**	**90928**	**100851**	**105946**
减:营业成本	50932	60823	67161	70279
营业税金及附加	371	446	494	519
营业费用	5488	6365	7060	7416
管理费用	5696	6022	6162	6150
财务费用	-46	-154	-468	-348
资产减值损失	-142	-142	-142	-142
加:投资净收益	383	641	635	645
其他收益	25	401	401	401
营业利润	**13775**	**18611**	**21621**	**23118**
加:营业外净收支	-321	-328	-330	-323
利润总额	**13454**	**18283**	**21291**	**22795**
减:所得税费用	1960	2663	3101	3321
少数股东损益	288	469	546	584
归属母公司净利润	**11207**	**15152**	**17644**	**18890**
EBIT	16823	17385	20086	21693
EBITDA	18833	18637	21427	23094

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.33	1.79	2.08	2.23
每股净资产(元)	5.27	6.57	8.12	9.77
发行在外股份(百万股)	8426	8473	8473	8473
ROIC(%)	32.5%	32.8%	38.2%	41.7%
ROE(%)	25.2%	27.2%	25.7%	22.8%
毛利率(%)	32.7%	33.1%	33.4%	33.7%
销售净利率(%)	15.2%	17.2%	18.0%	18.4%
资产负债率(%)	49.7%	46.2%	42.9%	39.3%
收入增长率(%)	35.5%	20.2%	10.9%	5.1%
净利润增长率(%)	83.2%	35.2%	16.4%	7.1%
P/E	17.05	12.68	10.89	10.17
P/B	4.30	3.45	2.79	2.32
EV/EBITDA	12.54	12.89	11.41	10.67

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn