

三一重工 (600031)

核心产品量价齐升，制造龙头强者恒强

2019 年业绩符合预期，分红比例彰显龙头担当

公司 2019 年收入 756.66 亿，同比+35.55%，归母净利润 112.07 亿，同比+83.23%，扣非归母净利润 104.12 亿，同比+72.45%，其中非经常损益约 7.95 亿，主要包括非流动资产处置损益 7.19 亿、政府补助 2.06 亿、理财收益 1.84 亿和所得税-2.12 亿，经营活动现金流 132.65 亿，同比+26.01%。同时公司拟 10 派 4.2 元(含税)，分红比例为 31.37%。

挖掘机毛利率保持坚挺，龙头地位进一步夯实

2019 年公司挖掘机收入 276.24 亿，同比+43.52%，毛利率 38.64%，同比微降 0.02pct，在行业竞争白热化状态下毛利率依然保持较高水平，反映出公司产品力、管理水平以及议价能力的持续提升。2019 年公司挖机销量 6.07 万台，同比+29.4%，市占率 25.8%，同比提升 2.7pct，在国内市场连续 9 年蝉联销量冠军。2020 年全球经济下行压力较大，国内逆周期政策不断加码，工程机械需求旺盛，挖掘机内销增速有望达 10%，公司市占率有望继续提升。同时 4 月初公司主动上调挖掘机价格 5%-10% 不等，引导产品价格回归理性，有望促进行业健康持续发展。

混凝土机械毛利率大幅提升，2020 年需求持续高景气

2019 年公司混凝土机械收入 232 亿，同比增加 36.76%，毛利率 29.82%，同比大增 4.58pct，预计主要原因系规模效应、核心部件国产化带来的成本降低以及高毛利的泵车占比提升。展望 2020 年，泵车更新渐入佳境，预计行业销量同比增加 20%-30%，叠加治超严格带动搅拌车销量高增长，公司泵车市占率 45% 以上，搅拌车市占率有望达 20%，充分受益于行业增长红利。

起重机械受益风电装机及装配式建筑，毛利率有望迎来修复

2019 年公司起重机械 139.8 亿，同比+49.55%，毛利率 24.26%，同比下降 0.59pct，预计毛利率下降的主要原因为小吨位汽车起重机占比提升。受益于风电强装、装配式建筑等带动，预计 2020 年汽车吊有望保持 5%-15% 增速，公司市占率有望继续提升，叠加 19 年 11 月年产 8000 台塔机基地投产，有力支撑业绩。

费用率稳步降低，资产质量再迎积极改善，人均创收突破 400 万元

2019 年公司期间费用率 14.72%，同比降 0.3pct，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比降 0.71pct、0.95pct 和 0.3pct。同期资产质量进一步提升，应收账款周转天数降至 103 天，预期货款大幅降低、价值销售逾期率控制在历史最低水平，资产负债率降至 49.72%。同时公司人均创收 410 万元，人均创利 61 万元，居行业领先水平。

聚焦数字化和国际化战略，2020 年 850 亿收入目标有望超额完成

2020 年公司继续聚焦数字化和国际化战略，聚焦主业、提质降本，力争实现收入 850 亿元，同时国内逆周期政策持续加码、机器换人加快以及应用场景下沉均支撑工程机械销量，叠加近期公司核心产品涨价，全年经营目标有望超额完成。长期看，在数字化和国际化战略持续赋能下，公司经营质量有望再上新台阶！

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 140 亿、160 亿和 180 亿元，持续重点推荐，维持“买入”评级！

风险提示：下游投资不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动，疫情影响超预期等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	55,821.50	75,665.76	88,795.67	98,419.41	104,288.98
增长率(%)	45.61	35.55	17.35	10.84	5.96
EBITDA(百万元)	11,369.31	19,648.04	18,027.28	20,383.88	22,688.91
净利润(百万元)	6,116.29	11,206.66	14,016.16	16,014.67	18,009.37
增长率(%)	192.33	83.23	25.07	14.26	12.46
EPS(元/股)	0.73	1.33	1.66	1.90	2.13
市盈率(P/E)	26.48	14.45	11.56	10.11	8.99
市净率(P/B)	5.14	3.65	2.87	2.40	2.02
市销率(P/S)	2.90	2.14	1.82	1.65	1.55
EV/EBITDA	5.61	6.64	7.60	6.07	4.79

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2020 年 04 月 26 日

投资评级

行业 机械设备/专用设备

6 个月评级 买入 (维持评级)

当前价格 19.2 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	8,435.53
流通 A 股股本(百万股)	8,430.40
A 股总市值(百万元)	161,962.23
流通 A 股市值(百万元)	161,863.69
每股净资产(元)	5.27
资产负债率(%)	49.72
一年内最高/最低(元)	20.30/11.17

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

马慧芹 联系人
mahuiqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《三一重工-公司深度研究:工程机械静水流深，制造龙头行稳致远》 2020-02-04
- 2 《三一重工-公司点评:2019 年利润 108~118 亿，看好公司市占率提升与国际化兑现》 2020-01-30
- 3 《三一重工-季报点评:三季报符合预期，盈利能力稳步提升，现金流表现依旧亮眼》 2019-10-31



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,985.04	13,526.74	28,225.54	42,744.46	58,903.27	营业收入	55,821.50	75,665.76	88,795.67	98,419.41	104,288.98
应收票据及应收账款	20,802.00	21,792.89	29,511.27	24,619.41	28,104.47	营业成本	38,727.96	50,932.27	59,568.76	65,928.93	69,666.45
预付账款	981.65	633.59	1,186.57	754.67	1,180.51	营业税金及附加	326.36	370.91	426.22	472.41	469.30
存货	11,594.63	14,251.74	13,877.95	16,522.61	15,214.33	营业费用	4,446.63	5,487.59	6,038.11	6,397.26	6,465.92
其他	6,299.39	17,787.09	14,566.85	15,990.20	15,621.11	管理费用	2,045.90	2,051.66	2,131.10	2,165.23	2,085.78
流动资产合计	51,662.71	67,992.06	87,368.18	100,631.35	119,023.68	研发费用	1,754.48	3,644.41	3,995.81	4,428.87	4,380.14
长期股权投资	2,328.35	2,985.44	2,985.44	2,985.44	2,985.44	财务费用	135.65	(46.39)	(114.49)	(223.09)	(383.57)
固定资产	11,867.24	10,615.38	10,464.63	10,143.94	9,708.29	资产减值损失	1,095.38	(142.45)	0.00	0.00	0.00
在建工程	791.07	1,104.78	698.87	467.32	310.39	公允价值变动收益	(361.68)	289.65	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,027.46	3,392.61	3,067.67	2,742.74	2,417.80	投资净收益	637.46	382.85	450.00	400.00	500.00
其他	2,864.66	3,942.88	2,609.13	2,780.82	3,079.96	其他	(865.07)	(1,080.17)	(900.00)	(800.00)	(1,000.00)
非流动资产合计	21,878.78	22,041.08	19,825.73	19,120.25	18,501.88	营业利润	7,878.44	13,775.43	17,200.18	19,649.80	22,104.96
资产总计	73,774.72	90,541.30	107,510.99	120,104.43	137,918.25	营业外收入	123.18	182.69	200.00	200.00	200.00
短期借款	5,416.75	8,641.16	6,000.00	7,000.00	8,000.00	营业外支出	451.38	503.80	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	17,190.71	20,294.62	22,419.83	25,474.33	25,138.27	利润总额	7,550.24	13,454.32	16,900.18	19,349.80	21,804.96
其他	11,327.90	13,212.82	15,521.14	12,272.66	16,245.64	所得税	1,246.76	1,959.87	2,450.53	2,805.72	3,161.72
流动负债合计	33,935.36	42,148.59	43,940.96	44,746.99	49,383.91	净利润	6,303.49	11,494.45	14,449.65	16,544.08	18,643.24
长期借款	1,940.70	1,302.84	1,500.00	2,000.00	2,500.00	少数股东损益	187.20	287.79	433.49	529.41	633.87
应付债券	4,033.48	0.00	2,747.70	2,260.39	1,669.36	归属于母公司净利润	6,116.29	11,206.66	14,016.16	16,014.67	18,009.37
其他	1,363.07	1,563.12	1,410.54	1,445.58	1,473.08	每股收益(元)	0.73	1.33	1.66	1.90	2.13
非流动负债合计	7,337.25	2,865.96	5,658.24	5,705.97	5,642.45						
负债合计	41,272.61	45,014.55	49,599.20	50,452.96	55,026.35						
少数股东权益	1,017.21	1,105.76	1,539.25	2,068.66	2,702.53						
股本	7,800.71	8,426.25	8,435.53	8,435.53	8,435.53						
资本公积	1,883.39	5,948.32	5,948.32	5,948.32	5,948.32						
留存收益	24,846.55	38,125.69	47,937.01	59,147.27	71,753.84						
其他	(3,045.75)	(8,079.27)	(5,948.32)	(5,948.32)	(5,948.32)						
股东权益合计	32,502.11	45,526.75	57,911.79	69,651.47	82,891.90						
负债和股东权益总	73,774.72	90,541.30	107,510.99	120,104.43	137,918.25						
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6,303.49	11,494.45	14,016.16	16,014.67	18,009.37	成长能力					
折旧摊销	1,932.18	2,020.29	941.59	957.17	967.51	营业收入	45.61%	35.55%	17.35%	10.84%	5.96%
财务费用	387.95	119.91	(114.49)	(223.09)	(383.57)	营业利润	173.93%	74.85%	24.86%	14.24%	12.49%
投资损失	(637.46)	(382.85)	(450.00)	(400.00)	(500.00)	归属于母公司净利润	192.33%	83.23%	25.07%	14.26%	12.46%
营运资金变动	2,600.04	(3,376.04)	384.40	1,030.64	1,245.73	获利能力					
其它	(59.30)	3,389.62	433.49	529.41	633.87	毛利率	30.62%	32.69%	32.91%	33.01%	33.20%
经营活动现金流	10,526.90	13,265.38	15,211.15	17,908.80	19,972.92	净利率	10.96%	14.81%	15.78%	16.27%	17.27%
资本支出	1,437.41	892.38	212.58	44.96	22.50	ROE	19.43%	25.23%	24.86%	23.70%	22.46%
长期投资	924.08	657.09	0.00	0.00	0.00	ROIC	20.71%	38.81%	46.66%	52.94%	63.40%
其他	(13,126.64)	(13,530.34)	368.50	239.29	387.64						
投资活动现金流	(10,765.15)	(11,980.88)	581.08	284.26	410.13						
债权融资	14,310.01	12,073.68	12,930.36	13,837.53	14,632.53						
股权融资	1,095.57	3,883.61	2,370.10	338.46	498.93						
其他	(14,578.64)	(17,108.02)	(16,393.89)	(17,850.13)	(19,355.71)						
筹资活动现金流	826.93	(1,150.73)	(1,093.43)	(3,674.14)	(4,224.25)						
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
现金净增加额	588.68	133.77	14,698.80	14,518.92	16,158.80	每股收益	0.73	1.33	1.66	1.90	2.13
						每股经营现金流	1.25	1.57	1.80	2.12	2.37
						每股净资产	3.73	5.27	6.68	8.01	9.51
						估值比率					
						市盈率	26.48	14.45	11.56	10.11	8.99
						市净率	5.14	3.65	2.87	2.40	2.02
						EV/EBITDA	5.61	6.64	7.60	6.07	4.79
						EV/EBIT	6.75	7.40	8.02	6.37	5.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com