

600031.SH
买入
原评级: 买入
市场价格: 人民币 19.37
板块评级: 强大于市
本报告要点

- 挖掘机、混凝土机械、起重机械等核心产品销售强劲增长，市场份额持续提升，市场龙头地位进一步巩固；盈利能力持续提升，经营质量创历史最佳水平；深化国际化布局、加速推进数字化转型，公司站上国家化发展新台阶。**

股价表现


(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	7.9	12.3	20.8	65.7
相对上证指数	16.7	10.7	26.3	74.5
发行股数(百万)	8,436			
流通股(%)	100			
总市值(人民币 百万)	163,396			
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,672			
净负债比率%(2020E)				
主要股东(%)				
三一集团有限公司	30			

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2020年4月27日收市价为标准

相关研究报告
[《三一重工》20191104](#)
[《三一重工》20190830](#)
[《三一重工》20190718](#)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：专用设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

三一重工

核心产品市场地位持续提升，公司迈向世界级制造头部企业

公司2019年共实现营业收入756.7亿元，同比增长35.5%，归母净利润112.1亿元，同比增长83.2%，经营净现金流132.7亿元，同比增长26.0%。

支撑评级的要点

- 核心产品销售强劲增长，市场份额持续提升。**公司核心产品竞争力持续增强，19年销售均实现强劲增长：挖掘机销售收入276.2亿元，同比增长43.5%，全年销量突破6万台，国内市场连续9年位居行业销量龙头，市场份额进一步提升至25.8%，在行业整体价格下降较多背景下公司挖掘机仍实现38.6%的毛利率，保持相对稳定，体现公司超强的产品竞争力、优秀的经营管理能力以及强大的产业链影响力，今年4月初，公司主动上调挖掘机价格5%-10%，引导行业从无序的低价竞争向高质量、可持续发展转变，在有序的竞争环境中，公司的龙头效应会被进一步放大，挖掘机市场份额和毛利率有望持续提升；混凝土机械销售收入232.0亿元，同比增长36.8%，销售规模稳居全球第一，毛利率同比提升4.6pct至29.8%，混凝土机械市场地位持续巩固，混凝土泵车市场份额提升至超45%，搅拌车市场份额也提升至20%左右，混凝土泵车市场份额后续较难进一步提升，但搅拌车市场份额提升空间较大，治超有利于行业向龙头集中，而混凝土产品结构的变化也会使毛利率进一步上升；起重机械销售收入139.8亿元，同比增长49.6%，销售创历史新高，履带起重机稳居行业第一，汽车起重机市场地位也显著提升，稳居行业前三，与行业龙头差距不断缩小，起重机三三分天下的格局开始逐渐清晰，未来市场份额还有一定的提升空间，毛利率24.3%，同比下降0.6pct，毛利率下降主要系起重机价格的下行及小吨位销量占比的提升所致，今年由于中大吨位起重机旺盛的需求及价格企稳，毛利率也将有所回升。

- 盈利能力大幅提升，经营质量创历史最佳水平。**公司费用持续实现有效控制，期间费用率14.7%，同比下降0.3pct，其中销售、管理、财务费用率分别为7.3%/2.7%/0.1%，分别同比下降0.7/1.0/0.3pct，研发费用率为4.8%，同比增加1.7pct，研发费用率有所提升主要系公司加大对工程机械新产品的研发、推出了多款极具竞争力的创新产品所致；同时积极推进数字化转型，经营效率、人均产值及盈利水平均实现大幅提升，工程机械整体毛利率33.3%，同比增加2.1pct，销售净利率15.2%，同比增加3.9pct，未来随着期间费用率的继续下行、价格竞争的趋缓、高毛利产品销售占比增长，公司盈利能力还将持续上行。公司高度重视经营质量，严控信用风险，逾期贷款持续大幅下降、逾期率控制在历史最低水平，营运效率也明显提升，经营活动净现金流高达132.7亿元，同比增长26.0%，再创历史新高，公司整体经营质量处于历史最佳水平。

- 深化国际化战略布局，公司站上国际化的新的台阶。**2019年公司实现国际销售收入141.7亿元，同比增长4.0%，海外营收占比18.7%，毛利率25.9%，同比提升0.8pct，海外销售增速放缓主要系主要市场行业出口增速下滑，但公司各海外市场区域均实现销售增长，出口市场地位有明显的提升，在印尼、美国、欧洲、俄罗斯、拉美等区域均实现快速增长，公司坚定推进国际化战略，深耕一带一路市场，大力拓展发达国家市场，海外市场的反应能力与服务能力进一步提升，服务配套体系和市场渠道能力进一步增强，在印度等新兴市场已取得重大突破，后续其他海外市场也有望复制印度市场的成功经验。疫情短期对海外需求有所压制，但与国内市场节奏类似，疫情有效控制后海外补偿性需求也会逐渐释放，从中长期来看，疫情只影响需求节奏而不会减少总需求量，海外市场后续也有望加大逆周期调节力度，公司海外市场份额目前较低，未来较长一段时间有望持续提升。国际化业务的扩张、国内业务持续增长以及数字化的推进，有望助力再造一个三一，未来3-5年公司业绩也有望再翻一番。

估值

- 基于逆周期调节力度加大，我们调整公司2020-2022年归母净利润分别至142.6/165.7/182.1亿元，对应EPS为1.69/1.97/2.16元/股，对应PE分别为11.5/9.9/9.0倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情控制进度不及预期，下游复工进度不及预期，行业竞争加剧，基建和地产投资不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	55,822	75,666	86,209	93,488	98,470
变动(%)	46	36	14	8	5
净利润(人民币 百万)	5,803	11,207	14,258	16,574	18,207
全面摊薄每股收益(人民币)	0.725	1.329	1.690	1.965	2.158
变动(%)	192.3	83.2	27.2	16.2	9.9
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.634	1.835	
调整幅度(%)			3.4	7.1	
全面摊薄市盈率(倍)	26.7	14.6	11.5	9.9	9.0
价格/每股现金流量(倍)	15.5	12.3	10.9	9.1	8.5
每股现金流量(人民币)	1.25	1.57	1.78	2.12	2.29
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	10.4	7.7	6.2	5.2
每股股息(人民币)	0.257	0.417	0.507	0.589	0.648
股息率(%)	1.3	2.2	2.6	3.0	3.3

资料来源：公司公告，中银证券预测



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	55,822	75,666	86,209	93,488	98,470
销售成本	(39,054)	(51,303)	(57,572)	(62,043)	(65,043)
经营费用	(7,428)	(9,031)	(9,417)	(9,619)	(9,623)
息税折旧前利润	9,339	15,331	19,220	21,827	23,804
折旧及摊销	(1,914)	(2,010)	(2,293)	(2,528)	(2,783)
经营利润(息税前利润)	7,425	13,321	16,926	19,299	21,021
净利润收入/(费用)	(136)	46	192	600	838
其他收益/(损失)	(52)	351	0	0	0
税前利润	7,237	13,719	17,118	19,898	21,859
所得税	(1,247)	(1,960)	(2,494)	(2,899)	(3,184)
少数股东权益	187	288	366	426	468
净利润	5,803	11,207	14,258	16,574	18,207
核心净利润	5,746	11,426	14,215	16,530	18,163
每股收益(人民币)	0.725	1.329	1.690	1.965	2.158
核心每股收益(人民币)	0.681	1.354	1.685	1.960	2.153
每股股息(人民币)	0.257	0.417	0.507	0.589	0.648
收入增长(%)	46	36	14	8	5
息税前利润增长(%)	101	79	27	14	9
息税折旧前利润增长(%)	66	64	25	14	9
每股收益增长(%)	192	83	27	16	10
核心每股收益增长(%)	191	99	24	16	10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	7,237	13,719	17,118	19,898	21,859
折旧与摊销	1,914	2,010	2,293	2,528	2,783
净利息费用	136	(46)	(192)	(600)	(838)
运营资本变动	5,955	3,270	(928)	(171)	(469)
税金	(746)	(1,937)	(2,494)	(2,899)	(3,184)
其他经营现金流	(3,968)	(3,750)	(810)	(881)	(817)
经营活动产生的现金流	10,527	13,265	14,988	17,877	19,333
购买固定资产净值	(363)	(635)	1,300	1,500	1,700
投资减少/增加	(287)	(273)	300	300	300
其他投资现金流	(10,115)	(11,073)	(2,824)	(3,550)	(3,950)
投资活动产生的现金流	(10,765)	(11,981)	(1,224)	(1,750)	(1,950)
净增权益	(2,165)	(3,516)	(4,277)	(4,972)	(5,462)
净增债务	1,653	1,797	(6,591)	(306)	(314)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,338	541	2,271	499	618
融资活动产生的现金流	827	(1,151)	(8,545)	(4,676)	(4,937)
现金变动	589	134	5,218	11,451	12,446
期初现金	4,104	11,985	13,527	18,745	30,196
公司自由现金流	(238)	1,284	13,763	16,127	17,383
权益自由现金流	1,551	3,035	6,981	15,222	16,231

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	16,957	29,036	33,345	45,346	58,342
应收帐款	22,363	24,579	26,188	27,828	27,972
库存	11,595	14,252	15,611	16,227	16,791
其他流动资产	982	634	1,533	787	1,523
流动资产总计	51,896	68,500	76,677	90,188	104,627
固定资产	12,658	11,758	10,909	10,044	9,143
无形资产	4,027	3,393	3,249	3,085	2,903
其他长期资产	3,994	6,765	7,112	7,112	7,112
长期资产总计	20,680	21,915	21,269	20,241	19,158
总资产	73,775	90,541	98,096	110,593	123,953
应付帐款	17,191	20,295	21,958	22,547	23,032
短期债务	5,417	8,641	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	11,328	13,213	13,674	13,705	13,517
流动负债总计	33,935	42,149	37,632	38,252	38,549
长期借款	5,974	1,303	800	600	400
其他长期负债	1,363	1,563	1,650	1,700	1,750
股本	7,801	8,426	8,436	8,436	8,436
储备	24,847	38,126	48,106	59,708	72,453
股东权益	32,647	46,552	56,542	68,144	80,889
少数股东权益	1,017	1,106	1,472	1,898	2,365
总负债及权益	73,775	90,541	98,096	110,593	123,953
每股帐面价值(人民币)	3.87	5.52	6.70	8.08	9.59
每股有形资产(人民币)	3.67	5.12	6.32	7.71	9.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.59)	(0.43)	(1.89)	(3.27)	(4.77)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.7	20.3	22.3	23.3	24.2
息税前利润率(%)	13.3	17.6	19.6	20.6	21.3
税前利润率(%)	13.0	18.1	19.9	21.3	22.2
净利率(%)	10.4	14.8	16.5	17.7	18.5
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.6	2.0	2.4	2.7
利息覆盖率(倍)	54.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金					
速动比率(倍)	1.2	1.3	1.6	1.9	2.3
估值					
市盈率(倍)	26.7	14.6	11.5	9.9	9.0
核心业务市盈率(倍)	28.4	14.3	11.5	9.9	9.0
市净率(倍)	5.0	3.5	2.9	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	15.5	12.3	10.9	9.1	8.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)					
17.0	10.4	7.7	6.2	5.2	
周转率					
存货周转天数	89.9	91.9	94.7	93.7	92.6
应收账款周转天数	141.8	113.2	107.5	105.4	103.4
应付帐款周转天数	92.0	90.4	89.4	86.9	84.5
回报率					
股息支付率(%)	37.3	31.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	19.5	28.3	27.7	26.6	24.4
资产收益率(%)	9.3	13.9	15.3	15.8	15.3
已运用资本收益率(%)	3.7	5.5	6.0	6.2	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371