

600031.SH

## 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 19.47

板块评级: 强于市

### 本报告要点

- 疫情致工程机械需求延后，一季度公司业绩短期承压，二季度开始补偿性需求释放叠加逆周期调节力度加大，公司业绩将重回高增长轨道。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.5	12.9	21.5	61.4
相对上证指数	17.0	11.1	26.6	69.2

发行股数(百万)	8,436
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	164,240
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,661
净负债比率(%) (2020E)	净现金
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 29 日收市价为标准

### 相关研究报告

《三一重工》 20200428  
《三一重工》 20191104  
《三一重工》 20190830

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

### 疫情冲击致一季度业绩短期承压，二季度公司业绩有望重回高增长轨道

公司发布 2020 年一季度报: 一季度实现营业收入 172.7 亿元, 同比下降 18.9%, 归母净利润 21.9 亿元, 同比下降 31.9%, 扣非归母净利润 19.5 亿元, 同比下降 37.3%, 经营净现金流-8.9 亿元, 同比下降 123.4%。

### 支撑评级的要点

- 疫情致工程机械需求延后，一季度公司业绩短期承压。一季度国内受疫情冲击影响，工程机械下游基建、地产、矿山开采等行业开工明显延后，设备需求推迟。从 3 月开始，全国各地复工复产有序推进，重大项目加速落地，工程机械行业景气度开始出现拐点，行业需求逐渐释放，据协会统计，一季度挖掘机销量累计同比下滑 8.2%，其中 1-2 月销量累计同比下滑 37.0%，3 月销量同比增长 11.6%，汽车起重机一季度销量也同比下滑 14.6%，混凝土搅拌车、混凝土搅拌站等下滑幅度更大，行业需求的延后致使公司一季度业绩短期承压。2020Q1 公司整体毛利率为 28.2%，同比下降 2.5pct，净利率为 12.8%，同比下降 2.8pct，销售、费用率为 5.5%，同比下降 0.3pct，而管理、研发、财务费用率分别为 2.5%、3.7%、2.8%，分别同比提升 0.4/1.2/1.2pct，财务费用绝对数增长近 2 亿元，主要系汇兑损失影响，研发费用绝对数同比增长近 1 亿元，主要系数字化转型的持续推进、行业前沿技术和产品、零部件研发等所致。一季度经营净现金流-8.9 亿元，主要系销售额下降以及公司加大对经销商及客户的支持，与客户共克时艰。
- 二季度开始补偿性需求陆续释放叠加逆周期调节力度加大，公司业绩将重回高增长轨道。随着下游加速复工复产，挖掘机、混凝土泵车、汽车起重机等工程机械产品一季度被抑制的需求二季度将陆续释放，叠加国内逆周期调节力度的加大，二季度工程机械行业将持续保持高景气度。我们预计: 4 月挖掘机销量同比增长超 50%，国内市场增速更高，二季度销量同比增长超 20%，全年销量同比增长超 5%；汽车起重机 4 月销量增速也将转正，预计同比增长超 20%，二季度销量同比增长超 15%，全年销量也将实现正增长；混凝土泵车 4 月销量增速也将进一步上行，预计同比增长近 40%，二季度销量有望同比增长超 40%，全年销量增速有望达到 25%，混凝土搅拌车 4 月份预计仍较难实现正增长，疫情冲击后治超周期可能被拉长，搅拌车后续销量预计将相对较平稳，二季度及全年有望实现小幅正增长。由于二季度行业的高景气度，公司业绩也将重回高增长轨道，营收端单季有望实现 30% 以上的高增长，全年我们仍看好公司完成 850 亿元以上的营收目标。
- 短期市场份额受产能、销售政策等会有所波动，中长期来看公司核心产品市场份额将继续持续提升。据协会统计，2020 年一季度公司挖掘机市场份额进一步提升至 26% 以上，特别是大挖，近期市场份额提升明显，公司已连续 9 年位居挖掘机行业销量龙头，市场份额连年攀升，品牌影响力大，市场地位突出，疫情对中小厂商冲击更大，后续公司挖掘机市场份额及盈利能力均有望进一步提升；混凝土机械继续保持龙头地位，混凝土泵车市场份额预计较 2019 年有暂时的回落，随着二季度供应链及产能的恢复，公司泵车市场份额预计将有所回升，全年来看，泵车仍有望实现 45% 左右的市场份额，公司搅拌车市场份额继续位居行业第一，治超及疫情冲击均有利于行业向龙头企业集中，2019 年公司搅拌车市场份额约 20%，后续市场份额还有较大提升空间；起重机械三强格局比较清晰，近两年公司与行业龙头差距不断缩小，短期市场份额的波动不改变三分天下的趋势。

### 估值

- 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 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
全面摊薄市盈率(倍)	26.9	14.7	11.5	9.9	9.0
价格/每股现金流量(倍)	15.6	12.4	11.0	9.2	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)	17.1	10.5	7.7	6.3	5.2
每股股息(人民币)	0.257	0.417	0.507	0.589	0.648
股息率(%)	1.3	2.1	2.6	3.0	3.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 一季度业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2019Q1	2020Q1	同比变动 (%)
营业总收入	212.95	172.66	(18.92)
营业成本	147.54	124.02	(15.94)
营业利润	40.02	26.48	(33.84)
净利润	33.25	22.14	(33.41)
归属于上市公司股东的净利润	32.21	21.94	(31.90)
扣非后净利润	31.05	19.48	(37.27)
销售费用	14.37	9.42	(34.46)
管理+研发费用	9.92	10.65	7.46
财务费用	1.22	3.12	154.78
销售费用率 (%)	6.75	5.45	
管理费用率 (%)	2.15	2.52	
研发费用率 (%)	2.50	3.65	
财务费用率 (%)	0.57	1.81	
毛利率 (%)	30.72	28.17	
净利率 (%)	15.61	12.82	

资料来源: 公司公告, 中银证券

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
净利息收入/(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	净现金	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)	26.9	14.7	11.5	9.9	9.0
核心业务市盈率(倍)	28.6	14.4	11.6	9.9	9.0
市净率(倍)	5.0	3.5	2.9	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	15.6	12.4	11.0	9.2	8.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.1	10.5	7.7	6.3	5.2
周转率					
存货周转天数	89.9	91.9	94.7	93.7	92.6
应收帐款周转天数	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。所有本报告期内使用的商标、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