

Q1 业绩-31.9%全年保持乐观,持续看好龙头双击

买入 (维持)

2020 年 04 月 28 日

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

zhouers@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	75,666	85,168	91,976	98,647
同比 (%)	35.5%	12.6%	8.0%	7.3%
归母净利润 (百万元)	11,207	13,546	14,983	16,387
同比 (%)	83.2%	20.9%	10.6%	9.4%
每股收益 (元/股)	1.33	1.61	1.78	1.94
P/E (倍)	14.87	12.32	11.14	10.18

事件: 公司 2020 年一季度营收 172.66 亿, 同比-18.92%; 归母净利润 21.94 亿, 同比-31.90%; 扣非后净利润为 19.48 亿, 同比-37.27%。基本 EPS 为 0.26 元。

投资要点

■ 疫情下强者恒强格局延续, 不改中长期国际化趋势

公司挖机销量下滑幅度小于行业, Q2 旺季需求有望持续释放。疫情影响下, Q1 下游行业开工及投资不足, 行业挖机累计销售 68630 台, 同比-8.2%; 公司挖机累计销量 1.82 万台, 同比-7%。随着国内疫情缓解, 3 月挖机销量超预期复苏, 行业主要矛盾转变为工程机械供应商如何满足市场旺盛需求的问题, 各供应商生产吃紧。我们预计 Q2 旺季需求有望持续释放, 4、5 月份行业供应商可能出现较为明显的抢工状态。

毛利率及净利率有所下滑。 Q1 公司毛利率为 28.2%, 同比-2.5pct; 净利率为 12.8%, 同比-2.8pct; 期间费用率合计 13.4%, 同比+1.4pct, 其中财务费用率+1.2pct, 主要系疫情下汇兑损益波动导致; 经营性现金流为-8.95 亿元, 同比-123%, 主要系公司加大对疫情下经销商及客户的支持所致。

公司挖机出口销量下降 12%, 疫情不改中长期国际化趋势。 一季度公司挖机出口 2040 台, 同比-12%。长期而言, 疫情虽减缓但不会实质影响公司全球化进程。公司 80%海外需求集中“一带一路”沿线国家, 印度、印尼等新兴国家现实需求旺盛, 公司产品性价比高且持续加大当地服务资源, 市场份额稳步提升的态势有望持续。目前公司挖机海外份额仅 3%左右, 与公司产品质量与产品定位极不匹配。随着公司服务资源加大, 海外市占率逐年提升是大势所趋。我们预计公司海外市场收入未来保持 30%以上复合增长率。

■ 行业景气确定性拉长, 持续看好龙头双击

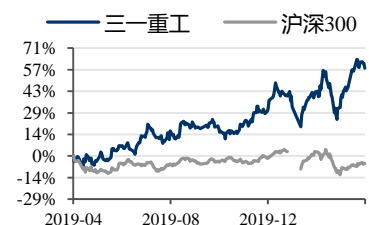
2020 年地产基建投资有望超预期, 行业景气确定性拉长。 基建地产投资增速回升+更新替代高峰两大驱动因素下, 2020 年行业景气确定性拉长。疫情影响下, 我们预计政府将加大逆周期调控, 房地产政策有望松动同时拉动基建稳增长, 基建投资增速预计将复苏至 9%, 房地产投资增速预计增长 5%。

龙头份额有望加速提升, 提升龙头估值水平。 Q1 公司累计市占率 26.6%, 同比+0.4pct。10 年来三一市占率平均每年上升 2 个百分点左右, 未来趋势有望持续。我们预计, 今年某些月份行业有望呈现“供给决定销售”状态, 各供应商供应链、产能吃紧背景下, 利好份额向龙头聚焦。全年三一市占率有望加速上行, 带来估值溢价提升。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 135 亿、150 亿、164 亿, 对应 PE 分别为 12、11、10 倍, 2020 年目标估值至 14 倍 PE, 对应目标价 22.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 下游基建房地产增速低于预期, 行业竞争格局激烈导致盈利能力下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.78
一年最低/最高价	10.95/20.30
市净率(倍)	3.59
流通 A 股市值(百万元)	166753.32

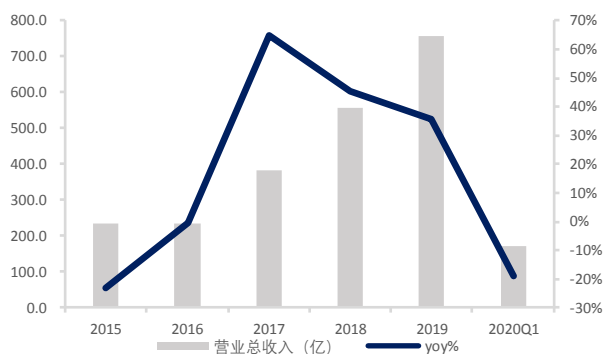
基础数据

每股净资产(元)	5.51
资产负债率(%)	51.32
总股本(百万股)	8435.53
流通 A 股(百万股)	8430.40

相关研究

- 1、《三一重工 (600031): 2019 年报点评: 业绩符合预期, 行业景气确定性拉长, 提升估值水平》2020-04-24
- 2、《三一重工 (600031): 业绩预增 77-93%符合预期, 看好 20 年继续增长》2020-01-20
- 3、《三一重工 (600031): 调整汽车金融公司收购价格至合理区间, 收购将助力本土和全球销售》2019-12-23

图 1：2020 年 Q1 公司营收 173 亿，同比-19%



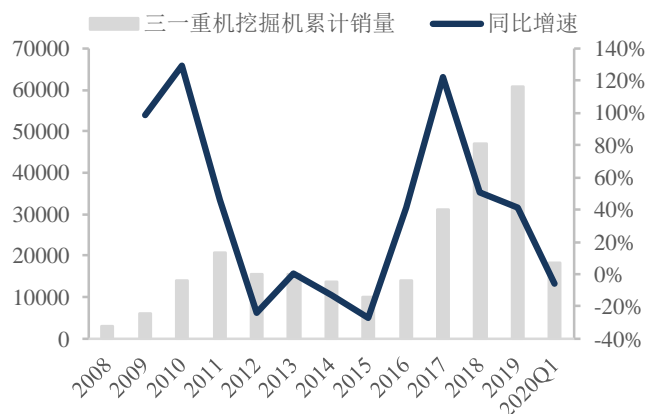
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2020 年 Q1 公司归母净利润 22 亿，同比-32%



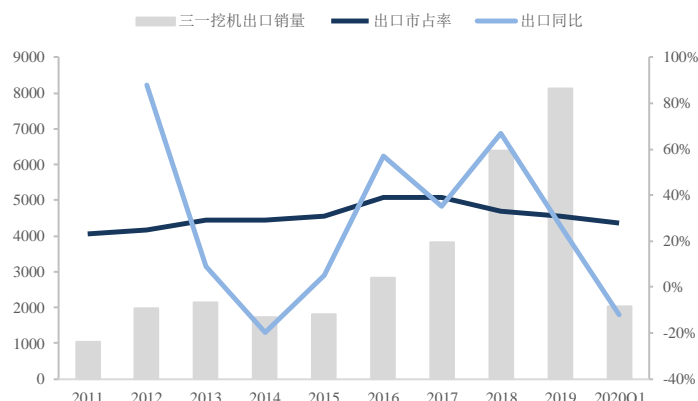
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：2020 年 Q1 公司挖机销量 18234 台，同比-6%



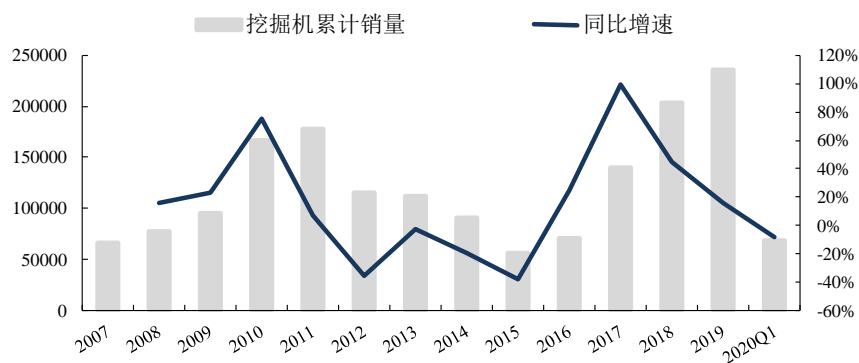
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 4：2020 年 Q1 公司挖机出口 2040 台，同比-12%



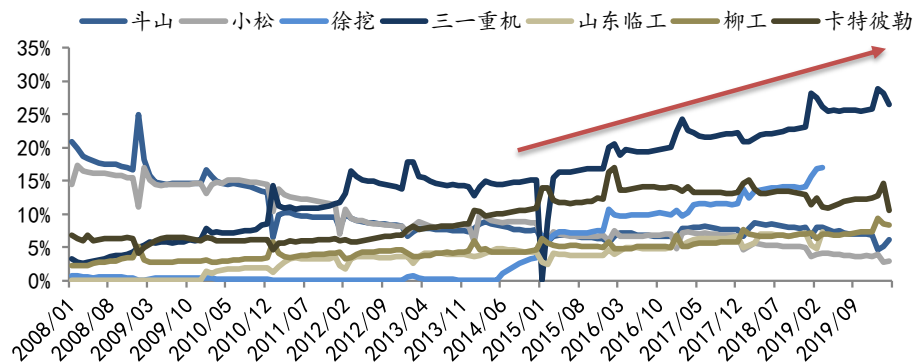
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：2020 年 Q1 国内挖机总销量 68630 台，同比-8%



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 6：2020 年 Q1 公司国内挖机销售累计市场份额为 26.6%，同比+0.4pct



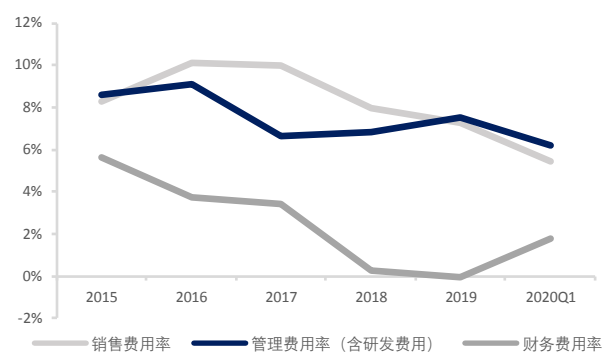
数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 7：2020 年 Q1 公司毛利率/净利率同比-2.5/-2.8pct



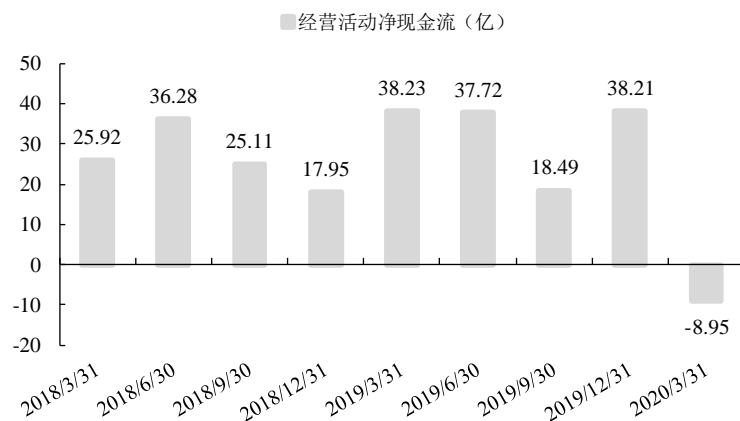
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 8：2020 年 Q1 期间费用率 13.4%，同比+1.4pct



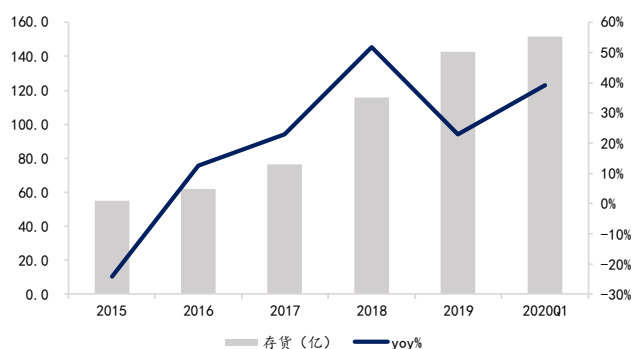
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 9：2020 年 Q1 经营性净现金流-8.95 亿元，同比-123.41%



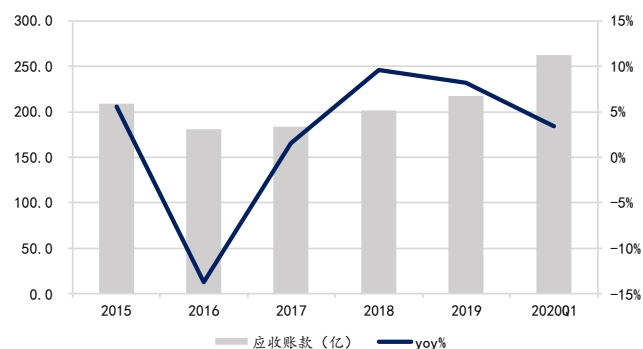
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 10：2020 年 Q1 公司存货水平上升



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11：2020 年 Q1 公司应收账款水平上升



数据来源：WIND，东吴证券研究所

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	80851	95848	111724
现金	13527	27211	38928	52705
应收账款	24579	30334	32759	35134
存货	14252	14918	15263	14486
其他流动资产	16142	8388	8898	9398
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	102864	117526	133006
流动负债	42149	43991	47062	49864
短期借款	10771	5000	5000	5000
应付账款	20295	25126	27134	28972
其他流动负债	11083	13865	14928	15892
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	46857	49928	52730
少数股东权益	1106	1525	1988	2495
归属母公司股东权益	44421	54482	65610	77781
负债和股东权益	90541	102864	117526	133006

现金流量表 (百万
元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13265	16608	16146	18566
投资活动现金流	-11981	6332	-574	-574
筹资活动现金流	-1151	-9256	-3855	-4216
现金净增加额	131	13684	11717	13776
折旧和摊销	2010	1253	1341	1401
资本开支	-2355	-543	-574	-574
营运资本变动	-2726	1822	-209	703

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	75666	85168	91976	98647
减:营业成本	50932	57318	61900	66093
营业税金及附加	371	392	441	474
营业费用	5488	6473	6760	7152
管理费用	3800	5647	6090	6326
财务费用	-46	-152	-446	-307
资产减值损失	-142	-142	-142	-142
加:投资净收益	383	641	635	645
其他收益	-1871	401	401	401
营业利润	13775	16674	18410	20097
加:营业外净收支	-321	-328	-330	-323
利润总额	13454	16346	18080	19774
减:所得税费用	1960	2381	2634	2880
少数股东损益	288	419	463	507
归属母公司净利润	11207	13546	14983	16387
EBIT	16823	15449	16896	18713
EBITDA	18833	16702	18237	20115

重要财务与估值指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.33	1.61	1.78	1.94
每股净资产(元)	5.27	6.46	7.78	9.22
发行在外股份(百万股)	8426	8436	8436	8436
ROIC(%)	32.5%	30.7%	36.0%	40.5%
ROE(%)	25.2%	24.9%	22.8%	21.1%
毛利率(%)	32.7%	32.7%	32.7%	33.0%
销售净利率(%)	15.2%	16.4%	16.8%	17.1%
资产负债率(%)	49.7%	45.6%	42.5%	39.6%
收入增长率(%)	35.5%	12.6%	8.0%	7.3%
净利润增长率(%)	83.2%	20.9%	10.6%	9.4%
P/E	14.87	12.32	11.14	10.18
P/B	3.75	3.06	2.54	2.15
EV/EBITDA	11.24	12.78	11.88	10.91

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>