



600031.SH

买入

原评级: 买入

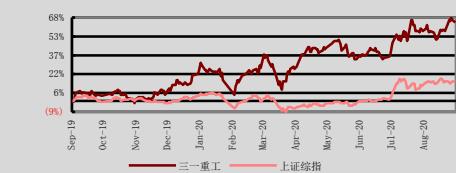
市场价格: 人民币 22.14

板块评级: 强大于市

本报告要点

- 产品竞争力持续增强, 创公司有史以来最佳经营业绩; 上半年继续实现高质量、可持续经营, 毛利率受多因素影响有所下行; 继续大力推进数字化转型与国际化战略, 打开中长期发展空间。

股价表现



	今年	1	3	12
		至今	个月	个月
绝对	25.6	4.9	23.0	67.4
相对上证指数	15.6	2.3	4.0	49.8
发行股数(百万)	8,473			
流通股 (%)	100			
总市值(人民币 百万)	187,588			
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,840			
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 8 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《三一重工》 20200430

《三一重工》 20200428

《三一重工》 20191104

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

证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

证券分析师: 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

工程机械龙头创有史以来最佳经营业绩, 运营
业务四化+国际化打开中长期成长空间

公司发布 2020 年半年报: 上半年实现营业收入 491.9 亿元, 同比增长 13.4%, 归母净利润 84.7 亿元, 同比增长 25.5%, 扣非归母净利润 79.5 亿元, 同比增长 16.6%, 经营净现金流 85.5 亿元, 同比增长 12.5%。

支撑评级的要点

- 产品综合竞争力持续增强, 创公司有史以来最佳经营业绩。受下游基建、地产需求拉动, 叠加人工替代、环保和治超、设备自然更新等多因素驱动, 工程机械行业上半年实现快速增长, 特别是二季度行业迎来爆发式增长, 公司作为行业龙头, 产品综合竞争力持续增强, 核心产品国内外市场份额出现不同程度提升, 主要产品实现全线增长, 经营业绩创公司有史以来最佳。上半年公司实现营收 491.9 亿元, 同比增长 13.4%, 归母净利润 84.7 亿元, 同比增长 25.5%, 单看 Q2, 实现营收 319.2 亿元, 同比增长 44.5%, 归母净利润 62.7 亿元, 同比增长 78%。营收和利润端均实现强劲增长。分产品看, 混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械营收分别为 135.1/186.5/94.3/37.5/15.0 亿元, 分别同比增长 4.5%/17.2%/10.9%/26.6%/20.2%。混凝土机械继续稳居全球第一品牌, 搅拌车在治超政策背景下公司市场份额进一步提升, 挖掘机国内市场连续 10 年蝉联销量冠军, 市场份额继续提升, 汽车起重机销量增速大幅领先行业水平, 市场份额明显提升, 桩工继续稳居国内第一品牌, 摆铺机、压路机等路面机械产品市场份额也有所提升, 混凝土机械营收增速相对较低的因素系德国普迈受疫情影响销售有所下滑、销售价格及结构变化等影响所致。展望 Q3 及下半年, 我们认为工程机械行业将持续保持高景气度, 挖掘机行业预计三季度仍将实现 40%-50%以上的高增长, 全年销量有望冲击 30 万台, 混凝土搅拌车下半年预计仍将保持翻番以上的高增长, 汽车销量增速也会高于上半年, 汽车起重机销量增速预计与上半年相当, 公司挖掘机、搅拌车、汽车起重机等核心产品销量增速会继续高于行业。
- 上半年继续实行高质量、可持续经营, 毛利率受费用重分类、价格及销售结构变动等影响有所下行。2020H1 公司费用实现有效控制并创历史新高水平, 期间费用率进一步下降至 10.4%, 同比下降 1.4pct, 其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 5.2%、1.8%、3.4%、0.01%, 分别同比下降 1.8pct、2.0pct, 分产品看, 混凝土、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械毛利率分别为 28.9%/34.9%/20.0%/43.6%/32.8%, 分别同比下降 0.6pct/2.0pct/5.8pct/0.9pct/3.7pct, 毛利率全面下滑一方面系新收入准则将运输费纳入营业成本核算, 另一方面系产品价格与去年同期相比有一定下滑及产品结构调整所致, 起重机械毛利率下滑幅度较大还受疫情影响导致海外高毛利产品销售占比大幅减少影响; 虽然毛利率有所下降, 但受期间费用率下降、非经常性损益贡献 5.2 亿元利润驱动, 公司净利率增长至 17.6%, 同比提升 1.6pct。上半年公司继续高度重视经营质量与风险管理, 经营净现金流为 85.5 亿元, 同比增长 12.5%, 应收账款周转率继续提升, 贷款逾期率持续下降, 体现公司可持续、高质量的经营。
- 大力推进运营业务四化及国际化战略, 公司中长期发展空间广阔。公司继续积极推进数字化及智能化转型, 国内各大产业园实现生产现场可视化, 推进主要工厂智能制造灯塔工厂建设, 大幅提升生产管理效率, 进一步增强公司在全球的综合竞争力, 公司人均产值已处于全球工程机械行业领先水平。2020H1 公司共实现海外销售收入 63.9 亿元, 同比下降 9.0%, 在全球疫情持续发酵的背景下, 国际化业务仍取得不错表现, 海外市场地位进一步提升, 在北美、欧洲、印度、澳大利亚、东南亚等主要市场挖掘机市场份额均实现大幅提升, 部分东南亚国家份额已跃居当地第一, 随着在海外市场资源的持续投入, 公司在海外市场的能力建设持续增强, 国际化战略的纵深推进有助于在全球多个市场复制目前的成功经验, 实现更多区域的弯道超车, 海外巨大的市场将为公司中长期提供广阔的发展空间。公司逐渐从传统的装备制造企业转型为数据驱动的智能制造企业, 目前公司对应的价值并未充分体现海外市场份额的持续扩张及国内工程机械景气周期的拉平拉长, 看好下半年基建地产持续向好带来设备的强劲需求, 工程机械板块有望迎来价值重估, 公司作为行业龙头估值中枢有望明显提升。

估值

- 基于上半年公司业绩及行业持续高景气度, 我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 149.3/173.6/188.8 亿元, 对应 EPS 为 1.76/2.05/2.23 元/股, 对应 PE 分别为 12.6/10.8/9.9 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	90,051	98,448	103,692
变动 (%)	46	36	19	9	5
净利润(人民币 百万)	5,803	11,207	14,928	17,360	18,879
全面摊薄每股收益(人民币)	0.722	1.323	1.762	2.049	2.228
变动 (%)	192.3	83.2	33.2	16.3	8.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.690	1.965	2.158
调整幅度 (%)			4.26	4.27	3.24
全面摊薄市盈率(倍)	30.7	16.7	12.6	10.8	9.9
价格/每股现金流量(倍)	17.8	14.1	12.4	9.9	9.5
每股现金流量(人民币)	1.24	1.57	1.79	2.23	2.34
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.6	12.0	8.7	7.1	6.0
每股股息(人民币)	0.256	0.415	0.529	0.615	0.668
股息率(%)	1.2	1.9	2.4	2.8	3.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020H1 业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2019H1	2020H1	同比变动(%)
营业总收入	433.86	491.88	13.37
营业成本	293.48	342.62	16.74
营业利润	85.75	101.19	18.01
净利润	69.36	86.38	24.55
归属于上市公司的净利润	67.48	84.68	25.48
扣非后净利润	68.12	79.46	16.64
销售费用	30.11	25.46	(15.44)
管理费用	9.08	8.94	(1.58)
研发费用	11.89	16.88	42.00
财务费用	0.11	0.07	(36.03)
销售费用率(%)	6.94	5.18	
管理费用率(%)	2.09	1.82	
研发费用率(%)	2.74	3.43	
财务费用率(%)	0.03	0.01	
毛利率(%)	32.36	30.34	
净利率(%)	15.99	17.56	

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	90,051	98,448	103,692
销售成本	(39,054)	(51,303)	(62,684)	(68,377)	(72,050)
经营费用	(7,428)	(9,031)	(7,542)	(7,517)	(7,268)
息税折旧前利润	9,339	15,331	19,824	22,555	24,374
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	17,531	20,027	21,591
净利润收入/(费用)	(136)	46	192	615	874
其他收益/(损失)	(52)	351	200	200	200
税前利润	7,237	13,719	17,922	20,842	22,666
所得税	(1,247)	(1,960)	(2,611)	(3,036)	(3,302)
少数股东权益	187	288	383	446	485
净利润	5,803	11,207	14,928	17,360	18,879
核心净利润	5,746	11,426	14,914	17,345	18,865
每股收益(人民币)	0.722	1.323	1.762	2.049	2.228
核心每股收益(人民币)	0.678	1.349	1.760	2.047	2.226
每股股息(人民币)	0.256	0.415	0.529	0.615	0.668
收入增长(%)	46	36	19	9	5
息税前利润增长(%)	101	79	32	14	8
息税折旧前利润增长(%)	66	64	29	14	8
每股收益增长(%)	192	83	33	16	9
核心每股收益增长(%)	191	99	31	16	9

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	33,342	46,113	59,401
应收帐款	22,363	24,579	28,450	28,431	30,328
库存	11,595	14,252	18,272	16,827	19,760
其他流动资产	982	634	1,726	832	1,728
流动资产总计	51,896	68,500	81,791	92,203	111,216
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	103,210	112,608	130,542
应付帐款	17,191	20,295	25,723	23,340	27,165
短期债务	5,417	8,641	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	11,328	13,213	14,499	13,832	14,391
流动负债总计	33,935	42,149	42,222	39,172	43,557
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	8,473	8,473	8,473
储备	24,847	38,126	48,576	60,728	73,943
股东权益	32,647	46,552	57,048	69,200	82,416
少数股东权益	1,017	1,106	1,489	1,935	2,420
总负债及权益	73,775	90,541	103,210	112,608	130,542
每股帐面价值(人民币)	3.85	5.49	6.73	8.17	9.73
每股有形资产(人民币)	3.67	5.12	6.35	7.80	9.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.59)	(0.43)	(1.88)	(3.35)	(4.87)

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	17,922	20,842	22,666
折旧与摊销	1,914	2,010	2,293	2,528	2,783
净利息费用	136	(46)	(192)	(615)	(874)
运营资本变动	5,955	3,270	1,206	(2,032)	1,704
税金	(746)	(1,937)	(2,611)	(3,036)	(3,302)
其他经营现金流	(3,968)	(3,750)	(3,471)	1,180	(3,187)
经营活动产生的现金流	10,527	13,265	15,149	18,867	19,790
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)	(4,478)	(5,208)	(5,664)
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	2,308	514	654
融资活动产生的现金流	827	(1,151)	(8,709)	(4,896)	(5,102)
现金变动	589	134	5,215	12,221	12,738
期初现金	4,104	11,985	13,527	18,742	30,963
公司自由现金流	(238)	1,284	13,924	17,117	17,840
权益自由现金流	1,551	3,035	7,141	16,197	16,652

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	22.0	22.9	23.5
息税前利润率(%)	13.3	17.6	19.5	20.3	20.8
税前利润率(%)	13.0	18.1	19.9	21.2	21.9
净利率(%)	10.4	14.8	16.6	17.6	18.2
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.6	1.9	2.4	2.6
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	1.5	1.9	2.1
估值					
市盈率(倍)	30.7	16.7	12.6	10.8	9.9
核心业务市盈率(倍)	32.6	16.4	12.6	10.8	9.9
市净率(倍)	5.8	4.0	3.3	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	17.8	14.1	12.4	9.9	9.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.6	12.0	8.7	7.1	6.0
周转率					
存货周转天数	89.9	91.9	94.7	93.7	92.7
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	93.3	91.0	88.9
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	28.8	27.5	24.9
资产收益率(%)	9.3	13.9	15.5	15.9	15.2
已运用资本收益率(%)	3.7	5.5	6.3	6.4	5.9

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