

600031.SH

买入

原评级: 买入

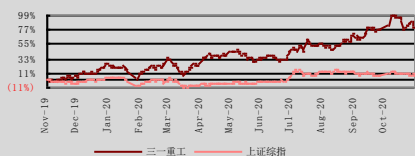
市场价格: 人民币 25.68

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 核心产品淡季产销两旺，综合竞争力持续增强；多重因素影响致毛利率短期下行，经营质量不断刷新历史最佳水平；国际化及数字化打开中长期成长空间，公司继续迈向工程机械全球头部企业。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	45.7	3.2	17.7	85.6
相对上证指数	39.5	1.3	20.5	75.5

发行股数(百万)	8,476
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	217,656
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,695
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 11 月 4 日收市价为标准

相关研究报告

- 《三一重工》20200901
- 《三一重工》20200430
- 《三一重工》20200428

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

淡季不淡核心产品全线发力，公司迈向工程机械全球头部企业

公司发布 2020 年三季报：前三季度累计实现营业收入 734.2 亿元，同比增长 24.3%，归母净利润 124.5 亿元，同比增长 34.7%，扣非归母净利润 113.0 亿元，同比增长 22.2%，经营净现金流 110.24 亿元，同比增长 33.2%。

支撑评级的要点

- 核心产品淡季产销两旺，综合竞争力持续增强。疫情致工程机械需求后移，三季度淡季明显不淡，工程机械行业延续二季度高增长的趋势，叠加基建和地产投资发力、环保替换加强、人工替代持续等，核心产品实现产销两旺，挖掘机、汽车起重机、混凝土泵车、混凝土搅拌车等均实现高速增长。公司作为行业龙头，主要产品市场份额稳中有升，挖掘机市场份额不断刷新新高，汽车起重机稳居行业前三，进一步缩小与行业龙头的差距，混凝土机械巩固龙头地位，泵车市场份额保持相对稳定，搅拌车市场份额受治超驱动进一步提升，带动各业务板块全线高增长，经营业绩再创历史最佳，Q3 单季度公司实现营收 238.8 亿元，同比增长 54.5%，归母净利润 38.5 亿元，同比增长 56.9%，营收端增速环比二季度进一步提升。四季度预计工程机械各产品继续延续高景气度，挖掘机、汽车起重机增速会有所回落预计仍会保持 30%-40% 以上的水平，搅拌车预计仍将保持翻番以上的高增长，泵车仍将保持 60% 以上的高水平，公司经营业绩预计仍将大幅增长。
- 多重因素影响致毛利率短期下行，经营质量不断刷新历史最佳水平。2020Q1-3 公司期间费用率为 11.5%，同比下降 1.0pct，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 5.1%、2.0%、4.0%、0.4%，分别同比下降 1.8pct、下降 0.4pct、提升 0.6pct、提升 0.6pct，公司继续强化精细化管理，销售和管理费用率持续下行，财务费用率预计受汇兑损益影响而有所提升，在销售规模不断扩大的同时加大对工程机械产品及关键零部件的研发投入，研发费用率进一步提升。前三季度公司整体毛利率为 30.3%，同比下降 2.2pct，毛利率下滑主要系运输费用调整至营业成本、产品价格同比有所下行及产品结构调整所致，受期间费用率下行、投资收益等非经营性损益增加等因素影响，净利率同比提升 1.4pct 至 17.5%。前三季度公司经营净现金流为 110.2 亿元，同比增长 33.2%，与营收增长匹配度较高，上半年虽有疫情冲击，公司现金流仍十分优异，不断刷新历史同期最佳水平。
- 国际化及数字化打开中长期成长空间，公司继续迈向工程机械全球头部企业。公司坚定推进数字化和智能化的转型升级，推进国内主要工厂的灯塔工厂建设，进一步提升生产管理效率和强化公司的核心竞争力，人均产值不断提高，目前已处于全球领先水平。公司产品与国际巨头的差异逐渐缩小，性价比优势明显，海外销售渠道完善，海外业务营收过去持续增长，国际化成长逻辑逐渐兑现，今年受海外疫情影响国际化营收增长步伐暂时放缓，但公司自由品牌仍在东南亚、北美、欧洲等多个地区实现较好的销售，市场份额也进一步提升，疫情的持续发酵给与公司更充足的时间强化海外市场的能力体系，当海外市场复苏时预计公司的国际化步伐会加速。国际化、数字化以及核心竞争力提升带来的份额提升有助于公司拉平国内工程机械周期波动，为公司业绩持续稳步增长提供强劲支撑，看好公司成长为全球工程机械头部企业，未来有望迎来业绩和估值的双击。

估值

- 基于行业持续高景气度及公司核心竞争力的提升，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 161.6/187.7/207.1 亿元，对应 EPS 为 1.85/2.16/2.39 元/股，对应 PE 分别为 13.9/11.9/10.8 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情持续发酵，行业竞争加剧，基建和地产投资不及预期，环保及治超力度不及预期。

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	96,477	107,683	114,356
变动(%)	46	36	28	12	6
净利润(人民币 百万)	5,803	11,207	16,159	18,772	20,709
全面摊薄每股收益(人民币)	0.722	1.323	1.848	2.157	2.385
变动(%)	192.3	83.2	39.7	16.7	10.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.762	2.049	2.228
调整幅度(%)			4.9	5.3	7.0
全面摊薄市盈率(倍)	35.6	19.4	13.9	11.9	10.8
价格/每股现金流量(倍)	20.7	16.4	12.7	10.3	9.4
每股现金流量(人民币)	1.24	1.57	2.03	2.48	2.74
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.8	14.0	9.9	8.0	6.8
每股股息(人民币)	0.256	0.415	0.554	0.647	0.716
股息率(%)	1.0	1.6	2.2	2.5	2.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 三季度业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2019Q1-3	2020Q1-3	同比变动 (%)
营业总收入	586.91	734.24	24.26
营业成本	395.95	508.05	28.31
营业利润	115.15	149.39	29.73
净利润	94.06	127.33	34.10
归属于上市公司股东的净利润	91.59	124.50	34.69
扣非后净利润	27.66	49.56	22.16
销售费用	40.68	37.70	(7.32)
管理费用	13.95	14.59	4.63
研发费用	20.32	29.69	45.89
财务费用	(1.41)	2.52	278.63
销售费用率 (%)	6.93	5.13	
管理费用率 (%)	2.38	1.99	
研发费用率 (%)	3.46	4.04	
财务费用率 (%)	(0.24)	0.34	
毛利率 (%)	32.54	30.30	
净利率 (%)	16.03	17.47	

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	96,477	107,683	114,356
销售成本	(39,054)	(51,303)	(67,784)	(75,184)	(79,481)
经营费用	(7,428)	(9,031)	(8,030)	(8,413)	(8,355)
息税折旧前利润	9,339	15,331	20,663	24,086	26,520
折旧及摊销	(1,914)	(2,010)	(2,393)	(2,771)	(3,152)
经营利润(息税前利润)	7,425	13,321	18,270	21,315	23,368
净利息收入/(费用)	(136)	46	7	177	534
其他收益/(损失)	(52)	351	900	800	700
税前利润	7,237	13,719	19,176	22,292	24,602
所得税	(1,247)	(1,960)	(2,615)	(3,051)	(3,374)
少数股东权益	187	288	402	469	519
净利润	5,803	11,207	16,159	18,772	20,709
核心净利润	5,746	11,426	16,146	18,758	20,695
每股收益(人民币)	0.722	1.323	1.848	2.157	2.385
核心每股收益(人民币)	0.678	1.349	1.906	2.214	2.443
每股股息(人民币)	0.256	0.415	0.554	0.647	0.716
收入增长(%)	46	36	28	12	6
息税前利润增长(%)	101	79	37	17	10
息税折旧前利润增长(%)	66	64	35	17	10
每股收益增长(%)	192	83	40	17	11
核心每股收益增长(%)	191	99	41	16	10

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	40,395	50,819	64,593
应收帐款	22,363	24,579	30,091	31,528	32,639
库存	11,595	14,252	17,178	17,267	17,830
其他流动资产	982	634	1,237	1,460	1,479
流动资产总计	51,896	68,500	88,902	101,074	116,540
固定资产	12,658	11,758	13,709	14,301	14,031
无形资产	4,027	3,393	3,249	3,085	2,903
其他长期资产	3,994	6,765	13,112	13,112	13,112
长期资产总计	20,680	21,915	30,069	30,498	30,046
总资产	73,775	90,541	119,121	131,736	146,755
应付帐款	17,191	20,295	30,966	32,113	32,815
短期债务	5,417	8,641	6,023	4,000	3,000
其他流动负债	11,328	13,213	20,413	20,595	21,197
流动负债总计	33,935	42,149	57,403	56,708	57,012
长期借款	5,974	1,303	1,000	1,000	1,000
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	49,087	61,878	76,024
股东权益	32,647	46,552	57,560	70,351	84,497
少数股东权益	1,017	1,106	1,508	1,977	2,496
总负债及权益	73,775	90,541	119,121	131,736	146,755
每股帐面价值(人民币)	3.85	5.49	6.79	8.30	9.97
每股有形资产(人民币)	3.67	5.12	6.41	7.94	9.63
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.59)	(0.43)	(1.45)	(2.85)	(4.53)

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	19,176	22,292	24,602
折旧与摊销	1,914	2,010	2,393	2,771	3,152
净利息费用	136	(46)	(7)	(177)	(534)
运营资本变动	5,955	3,270	6,947	(334)	173
税金	(746)	(1,937)	(3,115)	(3,551)	(3,874)
其他经营现金流	(3,968)	(3,750)	(8,230)	48	(317)
经营活动产生的现金流	10,527	13,265	17,165	21,049	23,202
购买固定资产净值	(363)	(635)	4,200	3,200	2,700
投资减少/增加	(287)	(273)	500	400	300
其他投资现金流	(10,115)	(11,073)	(9,124)	(7,450)	(6,450)
投资活动产生的现金流	(10,765)	(11,981)	(4,424)	(3,850)	(3,450)
净增权益	(2,165)	(3,516)	(4,698)	(5,482)	(6,063)
净增债务	1,653	1,797	(4,450)	(2,023)	(1,000)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,338	541	2,123	76	314
融资活动产生的现金流	827	(1,151)	(6,972)	(7,326)	(6,528)
现金变动	589	134	5,769	9,873	13,224
期初现金	4,104	11,985	13,527	19,295	29,169
公司自由现金流	(238)	1,284	12,741	17,199	19,752
权益自由现金流	1,551	3,035	8,284	14,999	18,218

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	21.4	22.4	23.2
息税前利润率(%)	13.3	17.6	18.9	19.8	20.4
税前利润率(%)	13.0	18.1	19.9	20.7	21.5
净利率(%)	10.4	14.8	16.7	17.4	18.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.6	1.5	1.8	2.0
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	1.2	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	35.6	19.4	13.9	11.9	10.8
核心业务市盈率(倍)	37.9	19.0	13.5	11.6	10.5
市净率(倍)	6.7	4.7	3.8	3.1	2.6
价格/现金流(倍)	20.7	16.4	12.7	10.3	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.8	14.0	9.9	8.0	6.8
周转率					
存货周转天数	89.9	91.9	84.6	83.6	80.6
应收帐款周转天数	141.8	113.2	103.4	104.4	102.4
应付帐款周转天数	92.0	90.4	97.0	106.9	103.6
回报率					
股息支付率(%)	37.3	31.4	29.1	29.2	29.3
净资产收益率(%)	19.5	28.3	31.0	29.4	26.7
资产收益率(%)	9.3	13.9	15.1	14.7	14.5
已运用资本收益率(%)	3.7	5.5	6.3	6.4	6.0

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士，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