

# 股权激励彰显信心，收购三一融资租赁主业深耕协同

买入（维持）

2020 年 11 月 27 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

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

**事件：**公司 11 月 27 日晚间公告：1) 拟将已回购合计不超过 831.64 万股（总股本 0.1%）用于核心员工持股计划，持股定价 16.94 元/股，总金额不超过 1.41 亿，持股计划持续期 72 个月，锁定期为 12 个月。2) 拟以自有资金 1.57 亿元收购三一融资租赁 75% 股权，协同开展工程机械融资租赁服务。

## 投资要点

### ■ 持股计划凝聚核心人才，彰显长期发展信心

本次持股计划覆盖人员广，持续时间长，总人数不超过 2264 人（董监高 11 人），其中中高层管理人员、关键岗位及核心业务（技术）人员份额达 71.52%，体现了公司对于各层次核心人才团队的激励与重视。此外，本次计划不设业绩考核指标，激励员工在 2020-2025 年任职期间每年可拿到 20% 份额，1 年锁定期届满后即可实施分配，彰显了公司长期发展信心，有利于深度绑定公司与核心员工的长期利益，增强团队凝聚力与未来业绩增长动力。

### ■ 收购三一融资租赁，协同主业深耕

公司拟以自有资金 1.57 亿，自母公司三一集团收购三一融资租赁 75% 股权。2020 年 10 月公司完成对三一汽车金融公司收购，我们认为本次收购与之类似，均为协同工程机械主业深耕，打通产业内循环。短期来看，本次收购对三一财务影响有限：2019 年标的收入 782 万、净利润 612 万，均低于三一体量 0.1%。

长期来看，利于三一打通内循环：1) 提升品牌竞争力：近年三一融资租赁销售比重达 25% 以上，收购有助于打通产品、服务及融资一揽子服务。2) 协同效应。子公司有望凭借三一优质资信降低融资成本，三一则有望提高充裕现金流使用效率（公告预计部分资金收益率将提升 2-3pct）。(3) 推动国际化进程。海外巨头均采用“制造+金融”的产融协同模式，卡特彼勒金融服务收入占比稳定在 5%-7%，有力推动了全球化进程；(4) 增强公司风险控制力。进一步整合制造业与金融风险控制，提升营销风控竞争力。

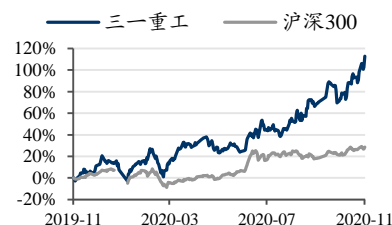
### ■ 工程机械景气强劲，数字化+国际化打开新一轮双击

根据 CME 预计 11 月挖掘机同比增速 65% 左右，工程机械下游需求依然保持强劲。三一重工作为中国制造业智能工厂最优秀的公司，18 号工厂效率提升至少 50% 以上，数控设备利用率从不到 30% 提升到近 80%，总设备数量已减少一半。Q3 起挖机行业出口就已好转，根据 CME 预测 11 月挖机出口增速将达 60% 以上。三一近几年加大国际市场投入，各地布局逐步落地，疫情期间仍逆势增长。我们预计随着海外疫情好转，三一国际竞争力将逐步兑现带来估值溢价。

**盈利预测与投资评级：**低波动率周期中更强调公司的产品竞争力、生产效率以及供应链管理，三一重工作为中国制造业智能工厂最优秀的公司，数字智能化+国际化将持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 152/176/189 亿元，对应 PE 分别为 17/15/14 倍，2020 年目标估值上调至 20 倍 PE，对应市值 3040 亿，目标价至 35.9 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；行业竞争加剧导致利润率下滑；海外业务进展低于预期。

## 股价走势



## 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 31.11       |
| 一年最低/最高价      | 14.10/31.11 |
| 市净率(倍)        | 4.94        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 263679.50   |

## 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 6.30    |
| 资产负债率(%)    | 54.22   |
| 总股本(百万股)    | 8475.72 |
| 流通 A 股(百万股) | 8475.72 |

## 相关研究

1、《三一重工 (600031)：Q3 业绩符合预期，龙头长期成长空间可期》2020-10-30

2、《三一重工 (600031)：H1 业绩略超预期，周期弱化+智能工厂+全球化助力长期增长》2020-08-28

3、《三一重工 (600031)：控股股东拟发行可交债募资 80 亿，看好龙头长期成长空间》2020-08-04

1/3

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<br>元)         |              |               |               |               | 利润表 (百万元)        |              |              |               |               |
|-------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|                         | 2019A        | 2020E         | 2021E         | 2022E         |                  | 2019A        | 2020E        | 2021E         | 2022E         |
| <b>流动资产</b>             | <b>68500</b> | <b>84383</b>  | <b>102582</b> | <b>119651</b> | <b>营业收入</b>      | <b>75666</b> | <b>90928</b> | <b>100851</b> | <b>105946</b> |
| 现金                      | 13527        | 27348         | 40538         | 56567         | 减:营业成本           | 50932        | 60823        | 67161         | 70279         |
| 应收账款                    | 24579        | 32385         | 35920         | 37734         | 营业税金及附加          | 371          | 446          | 494           | 519           |
| 存货                      | 14252        | 15831         | 16560         | 15404         | 营业费用             | 5488         | 6365         | 7060          | 7416          |
| 其他流动资产                  | 16142        | 8820          | 9564          | 9946          | 管理费用             | 5696         | 6022         | 6162          | 6150          |
| <b>非流动资产</b>            | <b>22041</b> | <b>22013</b>  | <b>21677</b>  | <b>21282</b>  | 财务费用             | -46          | -154         | -468          | -348          |
| 长期股权投资                  | 2985         | 2985          | 2985          | 2985          | 资产减值损失           | -142         | -142         | -142          | -142          |
| 固定资产                    | 11720        | 11803         | 11579         | 11295         | 加:投资净收益          | 383          | 641          | 635           | 645           |
| 在建工程                    | 1067         | 331           | 99            | 30            | 其他收益             | 25           | 401          | 401           | 401           |
| 无形资产                    | 3339         | 3228          | 3117          | 3005          | <b>营业利润</b>      | <b>13775</b> | <b>18611</b> | <b>21621</b>  | <b>23118</b>  |
| 其他非流动资产                 | 2929         | 3665          | 3897          | 3966          | 加:营业外净收支         | -321         | -328         | -330          | -323          |
| <b>资产总计</b>             | <b>90541</b> | <b>106396</b> | <b>124259</b> | <b>140933</b> | <b>利润总额</b>      | <b>13454</b> | <b>18283</b> | <b>21291</b>  | <b>22795</b>  |
| <b>流动负债</b>             | <b>42149</b> | <b>46282</b>  | <b>50495</b>  | <b>52554</b>  | 减:所得税费用          | 1960         | 2663         | 3101          | 3321          |
| 短期借款                    | 10771        | 5000          | 5000          | 5000          | 少数股东损益           | 288          | 469          | 546           | 584           |
| 应付账款                    | 20295        | 26662         | 29440         | 30807         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>11207</b> | <b>15152</b> | <b>17644</b>  | <b>18890</b>  |
| 其他流动负债                  | 11083        | 14620         | 16054         | 16747         | EBIT             | 16823        | 17385        | 20086         | 21693         |
| <b>非流动负债</b>            | <b>2866</b>  | <b>2866</b>   | <b>2866</b>   | <b>2866</b>   | EBITDA           | 18833        | 18637        | 21427         | 23094         |
| 长期借款                    | 1303         | 1303          | 1303          | 1303          | <b>重要财务与估值指标</b> |              |              |               |               |
| 其他非流动负债                 | 1563         | 1563          | 1563          | 1563          |                  | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  |
| <b>负债合计</b>             | <b>45015</b> | <b>49148</b>  | <b>53361</b>  | <b>55420</b>  | 每股收益(元)          | 1.33         | 1.79         | 2.08          | 2.23          |
| 少数股东权益                  | 1106         | 1574          | 2120          | 2704          | 每股净资产(元)         | 5.27         | 6.57         | 8.11          | 9.77          |
| 归属母公司股东权益               | 44421        | 55674         | 68779         | 82809         | 发行在外股份(百万<br>股)  | 8426         | 8476         | 8476          | 8476          |
| <b>负债和股东权益</b>          | <b>90541</b> | <b>106396</b> | <b>124259</b> | <b>140933</b> | ROIC(%)          | 32.5%        | 32.8%        | 38.2%         | 41.7%         |
|                         |              |               |               |               | ROE(%)           | 25.2%        | 27.2%        | 25.7%         | 22.8%         |
| <b>现金流量表 (百万<br/>元)</b> |              |               |               |               | 毛利率(%)           | 32.7%        | 33.1%        | 33.4%         | 33.7%         |
|                         | <b>2019A</b> | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  | 销售净利率(%)         | 15.2%        | 17.2%        | 18.0%         | 18.4%         |
| 经营活动现金流                 | 13265        | 17158         | 18303         | 21463         | 资产负债率(%)         | 49.7%        | 46.2%        | 42.9%         | 39.3%         |
| 投资活动现金流                 | -11981       | 6332          | -574          | -574          | 收入增长率(%)         | 35.5%        | 20.2%        | 10.9%         | 5.1%          |
| 筹资活动现金流                 | -1151        | -9669         | -4539         | -4860         | 净利润增长率(%)        | 83.2%        | 35.2%        | 16.4%         | 7.1%          |
| 现金净增加额                  | 131          | 13821         | 13190         | 16029         | P/E              | 23.39        | 17.40        | 14.94         | 13.96         |
| 折旧和摊销                   | 2010         | 1253          | 1341          | 1401          | P/B              | 5.90         | 4.74         | 3.83          | 3.18          |
| 资本开支                    | -2355        | -543          | -574          | -574          | EV/EBITDA        | 16.31        | 16.70        | 14.72         | 13.75         |
| 营运资本变动                  | -2726        | 717           | -795          | 1019          |                  |              |              |               |               |

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>