

挖机市占率再升，看好龙头全球化发展

华泰研究

2021年2月18日 | 中国内地

动态点评

工业/机械设备

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

60.02

研究员 肖群稀
SAC No. S0570512070051 xiaoqunxi@htsc.com
+86-755-82492802

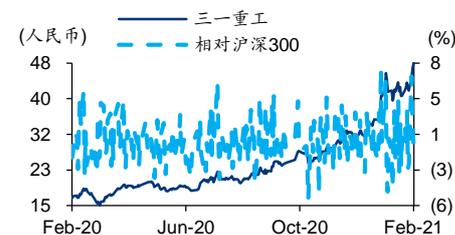
研究员 时或
SAC No. S0570520080005 shiyu013577@htsc.com

研究员 关东奇来
SAC No. S0570519040003 guandongqilai@htsc.com
SFC No. BQI170 +86-21-28972081

基本数据

目标价(人民币)	60.02
收盘价(人民币 截至2月10日)	47.93
市值(人民币百万)	406,641
6个月平均日成交额(人民币百万)	2,810
52周价格范围(人民币)	15.02-47.93
BVPS(人民币)	6.29

股价走势图



资料来源: Wind

数字化+智能化深化护城河，工程机械龙头聚焦全球化发展

我们认为，在工程机械维持较高景气度的背景下，三一重工有望持续强化龙头 α ，主要体现在：1) 数字化+智能化促进降本增效，强化制造成本、生产效率及产品质量优势，提升服务体验；2) 着力打造全球销售体系和售后保障体系的建设，并逐步开拓发达国家市场，进一步提升国际化水平。维持盈利预测，预计2020-22年EPS为1.94/2.40/2.76元，对应PE为24.7/20.0/17.3x，维持“买入”评级。

1月挖机行业销量同比增长97%，三一市占率稳步提升

工程机械行业协会数据显示，2021年1月挖掘机行业销量为1.96万台/yoy+97%，行业高景气度延续。其中1月三一挖机市占率为30%，较2020年全年28%的市占率提升2pct。我们认为，考虑到1) 海外市场有望复苏；2) 环保趋严推动的存量更新需求；3) 应用场景扩张及人工替代带来的渗透率提升；4) 叠加今年就地过年政策支持，Q1挖机行业订单饱满，有望维持较高景气度，2021年销量有望维持正增长。三一重工有望通过其运营数字化和产品智能化强化其成本、效率、质量优势，以抢占更多的市场份额。

2020年三一挖机海外市占率约4.4%，具有较大提升潜力

据Off-highways, 2019年全球挖机销量约63.6万台，其中中国内销22.5万台，除中国以外市场销量41万台，占总销量64%。据Off-highway预测，2020年全球销量或有16%下滑至53.4万台，其中中国内销30.5万台，除中国以外市场预计销量22.9万台，占总销量42.9%。2019-2020年海外市场挖机平均销量水平约32万台，据调研，三一2020年挖机海外销量超1万台，海外市占率约为4.4%，如考虑新冠疫情对2020年海外销量的影响，其正常年份下海外市占率或低于4.4%水平，具有较大提升潜力。

看好公司竞争力持续强化及全球化发展空间，维持“买入”评级

工程机械高景气度延续，我们判断，2021年行业销量有望保持增长。在此背景下，我们认为，三一龙头 α 有望持续强化，核心竞争力有望持续凸显，维持盈利预测，预计2020-22年归母净利润为165/203/234亿元，EPS为1.94/2.40/2.76元，对应PE为24.7/20.0/17.3x。同行业国内公司2021年PE均值为19.3x。海外龙头CAT与小松2000-2020年PE估值中枢为26.9x。考虑到公司龙头 α 有望持续强化，相比国内同行有望享受更高估值溢价，给予21PE 25.0x，对应目标价60.02元(前值40.80元)，维持“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制不及预期；基建及地产投资不及预期；行业竞争环境恶化；新产品市场拓展不顺利；当期应收账款减值损失对净利润影响。

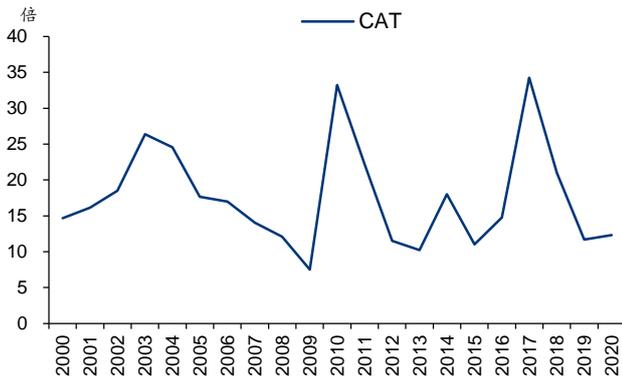
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	55,822	75,666	95,817	111,153	123,160
+/-%	45.61	35.55	26.63	16.01	10.80
归属母公司净利润(人民币百万)	6,116	11,207	16,478	20,348	23,430
+/-%	192.33	83.23	47.03	23.49	15.15
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.72	1.32	1.94	2.40	2.76
ROE(%)	19.39	25.25	28.73	27.05	24.46
PE(倍)	66.42	36.25	24.65	19.96	17.34
PB(倍)	13.06	9.15	7.05	5.40	4.24
EV EBITDA(倍)	42.13	25.57	17.77	14.01	11.71

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

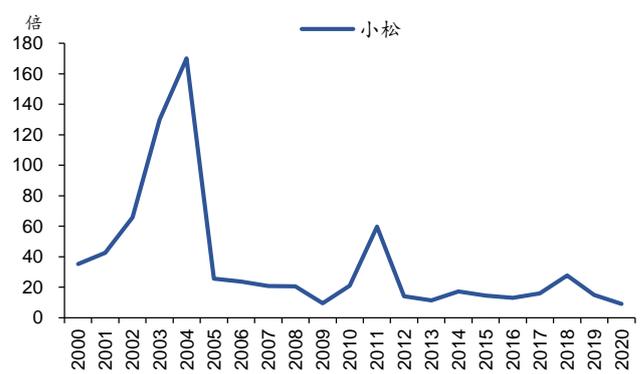
可比公司估值

图表1: 卡特彼勒 2000-2020 年历年 PE (TTM)



资料来源: 彭博, 华泰研究

图表2: 小松 2000-2020 年历年 PE (TTM)



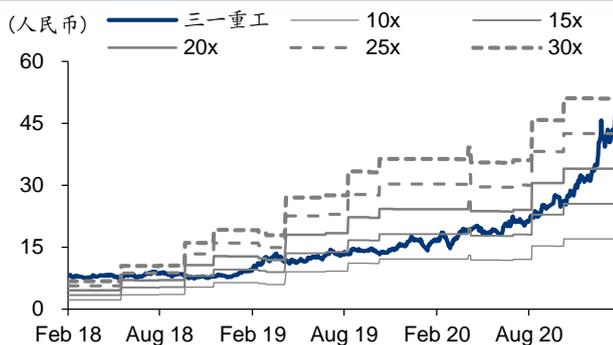
资料来源: 彭博, 华泰研究

图表3: 可比公司估值 (数据日期: 2021/2/11)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	市值单位	EPS (元)				PE (x)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
国内公司											
000425 CH	徐工机械	541.31	亿人民币	0.46	0.53	0.67	0.74	14.95	12.98	10.37	9.35
000528 CH	柳工	134.16	亿人民币	0.69	0.81	0.93	1.03	13.19	11.21	9.74	8.86
000157 CH	中联重科	1,289.59	亿人民币	0.51	0.83	1.01	1.16	29.50	18.05	14.70	12.88
603298 CH	杭叉集团	181.42	亿人民币	0.74	0.97	1.17	1.41	28.14	21.68	17.92	14.89
600761 CH	安徽合力	105.48	亿人民币	0.88	1.06	1.22	1.40	16.19	13.50	11.69	10.19
603338 CH	浙江鼎力	660.31	亿人民币	1.43	1.89	2.65	3.39	95.13	71.96	51.28	40.14
	平均数	485.38	亿人民币	0.79	1.01	1.28	1.52	32.85	24.90	19.28	16.05
海外公司											
CAT US	卡特彼勒	1,099.45	亿美元	11.22	5.45	6.94	7.31	18.04	37.13	29.16	27.69
6301 JP	小松集团	31,920.44	亿日元	158.13	219.79	190.76	168.79	20.75	14.93	17.20	19.44
	平均数			84.67	112.62	98.85	88.05	19.40	26.03	23.18	23.56

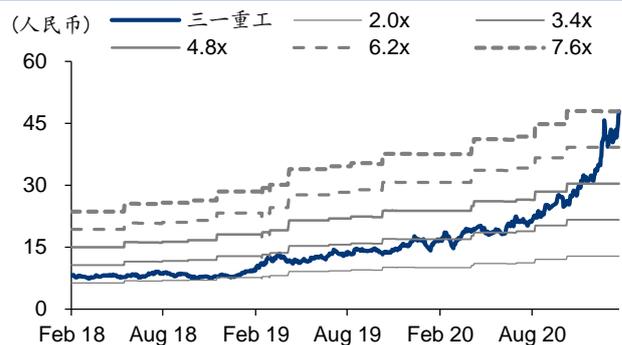
注: 国内公司为 Wind 一致预测, 海外为彭博一致预测
资料来源: Wind, 彭博, 华泰研究

图表4: 三一重工 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 三一重工 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	51,896	68,500	88,960	111,437	138,262
现金	11,985	13,527	23,471	42,363	62,082
应收账款	20,133	21,793	26,116	29,461	32,119
其他应收账款	1,704	2,787	2,899	3,697	3,612
预付账款	981.65	633.59	1,412	960.96	1,668
存货	11,595	14,252	18,707	19,312	22,320
其他流动资产	5,498	15,509	16,355	15,644	16,462
非流动资产	21,879	22,041	22,287	22,251	21,936
长期投资	2,328	2,985	3,115	3,248	3,380
固定投资	11,867	10,615	11,318	11,693	11,752
无形资产	4,027	3,393	3,037	2,682	2,327
其他非流动资产	3,656	5,048	4,816	4,629	4,477
资产总计	73,775	90,541	111,247	133,689	160,199
流动负债	33,935	42,149	49,360	53,835	59,379
短期借款	5,417	8,641	8,641	8,641	8,641
应付账款	8,786	12,276	14,520	15,019	18,063
其他流动负债	19,733	21,231	26,199	30,174	32,675
非流动负债	7,337	2,866	2,605	2,345	2,084
长期借款	5,974	1,303	1,042	781.70	521.13
其他非流动负债	1,363	1,563	1,563	1,563	1,563
负债合计	41,273	45,015	51,965	56,179	61,464
少数股东权益	1,017	1,106	1,659	2,279	2,998
股本	7,801	8,426	8,473	8,473	8,473
资本公积	1,883	5,948	6,164	6,164	6,164
留存公积	22,963	32,177	42,972	56,735	72,516
归属母公司股东权益	31,485	44,421	57,622	75,230	95,737
负债和股东权益	73,775	90,541	111,247	133,689	160,199

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	10,527	13,265	16,440	22,727	23,707
净利润	6,303	11,494	17,031	20,967	24,149
折旧摊销	1,932	2,020	1,884	2,168	2,448
财务费用	135.65	(46.39)	330.17	4.88	(45.53)
投资损失	(637.46)	(382.85)	(400.70)	(434.21)	(414.48)
营运资金变动	1,788	531.38	(735.14)	1,589	(861.35)
其他经营现金	1,005	(351.51)	(1,669)	(1,569)	(1,569)
投资活动现金	(10,765)	(11,981)	(760.11)	(829.71)	(849.55)
资本支出	1,380	2,355	2,000	2,000	2,000
长期投资	(10,285)	(10,043)	(129.56)	(132.67)	(132.77)
其他投资现金	900.47	417.03	1,369	1,303	1,283
筹资活动现金	826.93	(1,151)	(5,736)	(3,005)	(3,138)
短期借款	3,160	3,224	0.00	0.00	0.00
长期借款	(1,602)	(4,671)	(260.57)	(260.57)	(260.57)
普通股增加	132.50	625.54	46.54	0.00	0.00
资本公积增加	833.60	4,065	215.97	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,697)	(4,394)	(5,738)	(2,744)	(2,878)
现金净增加额	595.11	130.59	9,944	18,892	19,719

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	55,822	75,666	95,817	111,153	123,160
营业成本	38,728	50,932	65,651	75,325	82,705
营业税金及附加	326.36	370.91	469.69	544.87	603.73
营业费用	4,447	5,488	5,078	5,669	6,158
管理费用	2,046	2,052	1,916	2,001	1,971
财务费用	135.65	(46.39)	330.17	4.88	(45.53)
资产减值损失	(1,095)	(142.45)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	(361.68)	289.65	400.00	300.00	300.00
投资净收益	637.46	382.85	400.70	434.21	414.48
营业利润	7,878	13,775	20,206	24,840	28,559
营业外收入	123.18	182.69	148.80	155.83	157.97
营业外支出	451.38	503.80	419.95	453.14	450.52
利润总额	7,550	13,454	19,935	24,542	28,266
所得税	1,247	1,960	2,904	3,575	4,118
净利润	6,303	11,494	17,031	20,967	24,149
少数股东损益	187.20	287.79	553.65	619.57	719.24
归属母公司净利润	6,116	11,207	16,478	20,348	23,430
EBITDA	9,695	15,566	21,749	26,266	29,769
EPS (人民币, 基本)	0.72	1.32	1.94	2.40	2.76

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	45.61	35.55	26.63	16.01	10.80
营业利润	173.93	74.85	46.68	22.93	14.97
归属母公司净利润	192.33	83.23	47.03	23.49	15.15
获利能力 (%)					
毛利率	30.62	32.69	31.48	32.23	32.85
净利率	11.29	15.19	17.77	18.86	19.61
ROE	19.39	25.25	28.73	27.05	24.46
ROIC	22.16	37.56	53.36	68.33	76.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.94	49.72	46.71	42.02	38.37
净负债比率 (%)	8.99	(1.84)	(21.78)	(41.37)	(52.71)
流动比率	1.53	1.63	1.80	2.07	2.33
速动比率	1.06	1.10	1.25	1.56	1.80
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.92	0.95	0.91	0.84
应收账款周转率	2.79	3.55	3.93	3.93	3.93
应付账款周转率	2.75	2.72	2.74	2.52	2.42
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	1.32	1.94	2.40	2.76
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	1.57	1.94	2.68	2.80
每股净资产(最新摊薄)	3.67	5.24	6.80	8.88	11.30
估值比率					
PE (倍)	66.42	36.25	24.65	19.96	17.34
PB (倍)	13.06	9.15	7.05	5.40	4.24
EV EBITDA (倍)	42.13	25.57	17.77	14.01	11.71

免责声明

分析师声明

本人,肖群稀、时或、关东奇来,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、时或、关东奇来本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 三一重工（600031 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司