

公司研究

业绩高增长符合预期，国内与海外市场仍有广阔成长空间

——三一重工（600031.SH）2020 年报点评

要点

收入利润高增长符合预期，经营性现金流入创新高

三一重工 2020 年实现营业收入 993.4 亿元，同比增长 31.3%；实现归母净利润 154.3 亿元，同比增长 36.3%。公司综合毛利率 29.8%，同比下降 2.9 个百分点；净利率 16.0%，同比上升 0.6 个百分点。公司实现经营性净现金流入 133.6 亿元，同比增长 12.5%，再创历史新高。

全线产品收入均实现增长，市占率提升，行业龙头地位稳固

2020 年公司挖掘机械收入 375.3 亿，同比增长 35.9%；混凝土机械收入 270.5 亿，同比增长 16.6%；起重机械收入 194.1 亿，同比增长 38.8%；桩工机械收入 68.2 亿，同比增长 41.9%；路面机械收入 28.0 亿，同比增长 30.6%。公司全线产品收入均实现增长，挖掘机械、混凝土机械销量均居全球第一。

研发创新提升产品竞争力，数字化转型取得积极成果

2020 年公司研发投入 62.6 亿元，同比增长 33.2%。公司实施研发人员倍增计划，申请及授权专利数量居国内行业第一，极大地提升了公司产品竞争力。公司大力推进“灯塔工厂”建设、“流程四化”、工业软件应用、数据管理和应用、产品电动化和智能化，制造成本大幅降低，运营效率持续提升。

海外市场销售优于行业，坚定推进国际化战略

2020 年公司实现海外销售收入 141 亿元，挖掘机销量逆势大幅增长，销量突破 1 万台。公司加强发达海外市场资源投入，研发适应当地需求的产品，北美、欧洲等市场挖掘机份额大幅提升，东南亚市场集体突破，在部分国家的市场份额已上升至第一；海外市场渠道建设、服务能力建设、代理商体系建设、服务配件体系建设等均取得较大进展。疫情后公司海外出口有望实现持续高增长。

行业高景气延续，公司业绩有望持续增长，维持“买入”评级

“十四五”开年，国家重点布局“两新一重”相关产业，工程机械行业高景气延续。在人力替代、排放标准升级、设备更新等因素推动下，工程机械行业将维持良好增长。2021Q1 全行业挖掘机、起重机械等产品销量均实现高速增长，增速有望超预期。销售开门红为公司全年业绩高增长打下坚实基础，我们随之上调公司 21-22 年净利润预测 15.1%/17.1%至 199.3/223.0 亿元，引入 23 年净利润预测 244.9 亿元，对应 21-23 年 EPS 分别为 2.35/2.63/2.89 元。公司国内与海外市场仍有广阔成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；下游景气度下行风险；海外疫情控制不力风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	75,666	99,342	120,808	133,242	144,517
营业收入增长率	35.55%	31.29%	21.61%	10.29%	8.46%
净利润（百万元）	11,207	15,431	19,926	22,303	24,493
净利润增长率	83.23%	36.25%	29.13%	11.93%	9.82%
EPS（元）	1.32	1.82	2.35	2.63	2.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.23%	27.28%	27.93%	25.48%	23.28%
P/E	28	20	16	14	13
P/B	7.0	5.6	4.4	3.6	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-30

买入（维持）

当前价：37.03 元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

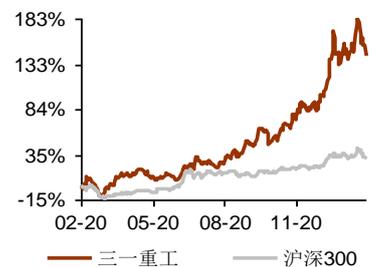
010-56513153

wangrui3@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	84.85
总市值(亿元)	3141.65
一年最低/最高(元)	17.01/51.24
近 3 月换手率	86.37%

股价相对走势



收益表现

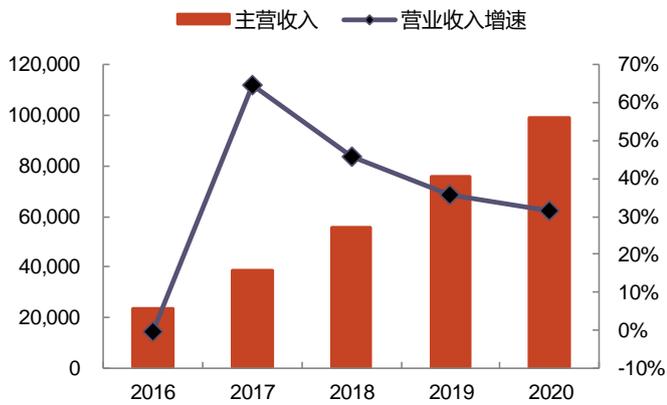
%	1M	3M	1Y
相对	-10.34	6.23	79.39
绝对	-16.32	5.86	118.05

资料来源：Wind

相关研报

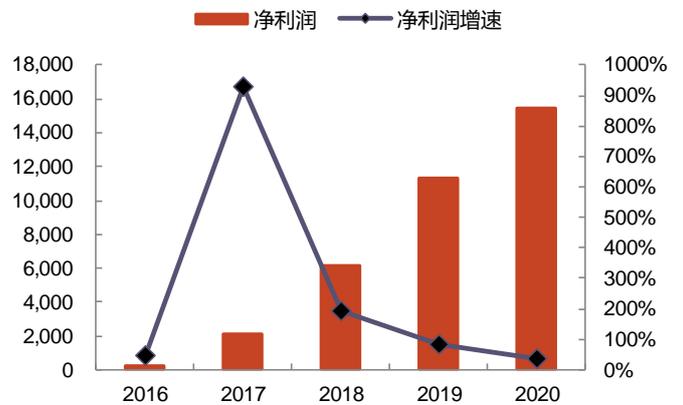
业绩超预期，智能制造+服务引领全方位提升——三一重工（600031.SH）2020 年三季度业绩点评（2020-10-30）
 中期业绩基本符合预期，二季度复苏强劲——三一重工（600031.SH）2020 年中报点评（2020-08-28）
 业绩创历史新高，受益于新老基建投资升温——三一重工（600031.SH）2019 年年报点评（2020-04-24）

图表 1: 公司收入变化 (单位:百万元人民币)



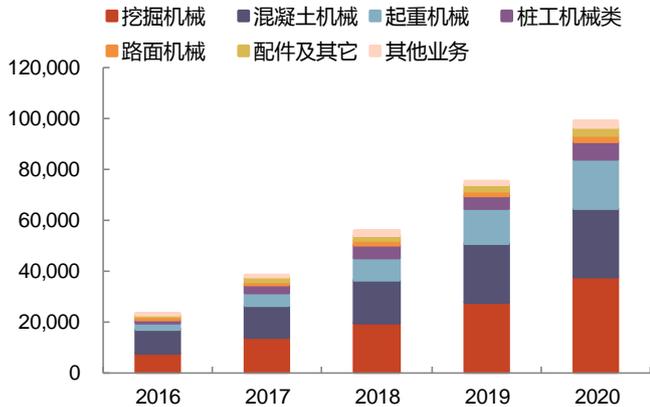
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司净利润变化 (单位:百万元人民币)



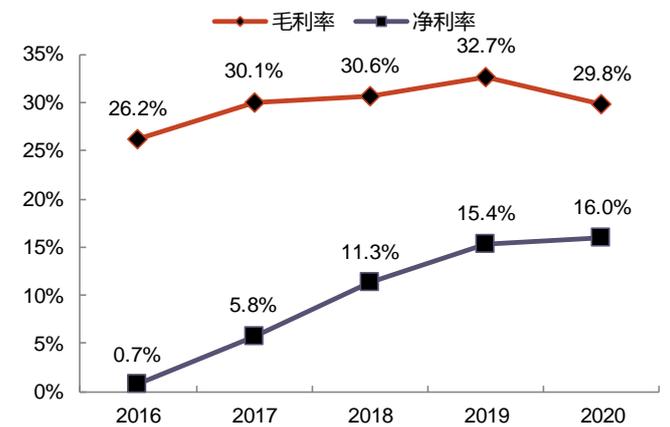
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司分业务收入结构 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	75,666	99,342	120,808	133,242	144,517
营业成本	50,932	69,720	84,471	93,260	101,226
折旧和摊销	2,010	1,890	1,621	1,759	1,906
税金及附加	371	408	483	533	578
销售费用	5,488	5,332	5,799	6,262	6,648
管理费用	2,052	2,201	2,416	2,532	2,601
研发费用	3,644	4,992	5,436	5,996	6,503
财务费用	-46	282	-19	-310	-419
投资收益	383	905	800	800	800
营业利润	13,775	18,548	23,773	26,553	29,114
利润总额	13,454	18,531	23,773	26,553	29,114
所得税	1,960	2,671	3,447	3,850	4,222
净利润	11,494	15,861	20,326	22,703	24,893
少数股东损益	288	429	400	400	400
归属母公司净利润	11,207	15,431	19,926	22,303	24,493
EPS(按最新股本计)	1.32	1.82	2.35	2.63	2.89

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,265	13,363	25,750	22,794	25,181
净利润	11,207	15,431	19,926	22,303	24,493
折旧摊销	2,010	1,890	1,621	1,759	1,906
净营运资金增加	5,190	-2,969	-1,816	12,021	9,795
其他	-5,141	-990	6,019	-13,289	-11,014
投资活动产生现金流	-11,981	-11,250	-6,341	-6,450	-6,450
净资本支出	-2,157	-4,133	-3,200	-3,200	-3,200
长期投资变化	2,985	3,420	-50	-50	-50
其他资产变化	-12,809	-10,537	-3,091	-3,200	-3,200
融资活动现金流	-1,151	-2,452	-13,094	-6,288	-6,892
股本变化	626	52	0	0	0
债务净变化	-2,236	924	-7,966	-500	-500
无息负债变化	5,978	22,128	3,680	3,237	2,689
净现金流	131	-359	6,315	10,056	11,838

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.7%	29.8%	30.1%	30.0%	30.0%
EBITDA 率	21.0%	19.8%	20.8%	20.9%	21.0%
EBIT 率	18.4%	17.9%	19.4%	19.6%	19.7%
税前净利润率	17.8%	18.7%	19.7%	19.9%	20.1%
归母净利润率	14.8%	15.5%	16.5%	16.7%	16.9%
ROA	12.7%	12.6%	14.8%	14.5%	14.1%
ROE (摊薄)	25.2%	27.3%	27.9%	25.5%	23.3%
经营性 ROIC	29.2%	30.3%	40.1%	35.1%	32.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	50%	54%	47%	43%	39%
流动比率	1.63	1.47	1.73	1.93	2.14
速动比率	1.29	1.16	1.33	1.51	1.70
归母权益/有息债务	3.68	4.35	14.18	19.32	26.10
有形资产/有息债务	7.12	9.34	26.25	33.36	42.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	90,541	126,255	137,148	156,490	176,761
货币资金	13,527	12,596	18,911	28,967	40,805
交易性金融资产	8,367	14,214	18,000	22,000	26,000
应收帐款	21,793	21,512	23,654	24,623	25,146
应收票据	0	253	0	0	0
其他应收款 (合计)	2,787	1,869	1,933	2,132	2,312
存货	14,252	19,198	23,252	25,663	27,843
其他流动资产	6,309	11,134	11,134	11,134	11,134
流动资产合计	68,500	91,428	100,651	118,418	137,259
其他权益工具	887	790	790	790	790
长期股权投资	2,985	3,420	3,470	3,520	3,570
固定资产	10,615	10,841	11,336	11,860	12,358
在建工程	1,067	3,741	4,377	4,852	5,209
无形资产	3,339	3,228	3,359	3,485	3,608
商誉	49	50	50	50	50
其他非流动资产	150	5,241	5,241	5,241	5,241
非流动资产合计	22,041	34,827	36,497	38,073	39,501
总负债	45,015	68,067	63,780	66,518	68,706
短期借款	8,641	7,636	0	0	0
应付账款	12,276	24,892	27,031	28,910	30,368
应付票据	8,018	7,315	8,447	9,326	10,123
预收账款	1,281	0	0	0	0
其他流动负债	2,135	7,457	7,457	7,457	7,457
流动负债合计	42,149	62,049	58,263	61,500	64,189
长期借款	1,303	4,532	4,032	3,532	3,032
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	728	849	849	849	849
非流动负债合计	2,866	6,018	5,517	5,017	4,517
股东权益	45,527	58,188	73,368	89,973	108,054
股本	8,426	8,479	8,485	8,485	8,485
公积金	9,173	8,491	9,365	9,365	9,365
未分配利润	28,952	41,792	55,750	71,956	89,637
归属母公司权益	44,421	56,562	71,342	87,547	105,229
少数股东权益	1,106	1,625	2,025	2,425	2,825

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.25%	5.37%	4.80%	4.70%	4.60%
管理费用率	2.71%	2.22%	2.00%	1.90%	1.80%
财务费用率	-0.06%	0.28%	-0.02%	-0.23%	-0.29%
研发费用率	4.82%	5.02%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.42	0.60	0.72	0.80	0.88
每股经营现金流	1.57	1.58	3.04	2.69	2.97
每股净资产	5.27	6.67	8.41	10.32	12.40
每股销售收入	8.98	11.72	14.24	15.71	17.03

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	20	16	14	13
PB	7.0	5.6	4.4	3.6	3.0
EV/EBITDA	19.5	15.9	11.9	10.6	9.5
股息率	1.1%	1.6%	1.9%	2.2%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE