

## 2020 年报点评：业绩基本符合预期，海外挖 机业务逆市大增

买入（维持）

2021 年 03 月 31 日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	100,054	117,320	126,670	133,041
同比（%）	31.3%	17.3%	8.0%	5.0%
归母净利润（百万元）	15,431	19,220	21,410	23,360
同比（%）	36.3%	24.6%	11.4%	9.1%
每股收益（元/股）	1.82	2.27	2.52	2.75
P/E（倍）	18.76	15.08	13.53	12.40

**事件：**公司 2020 年 1000.54 亿元，同比+31.25%，创历史新高；归母净利润 154.31 亿元，同比+36.25%，基本符合我们预期；扣非后归母净利润为 139.48 亿，同比+33.96%。其中 Q4 单季营收 266.30 亿，同比+55.32%；归母净利润 29.81 亿，同比+43.19%。公司拟每 10 股派发 6.00 元现金红利，股息率为 1.62%（按年报披露前一日股价计算）。

### 投资要点

#### ■ 各业务线核心竞争力增强，力争 2021 年实现收入增长 20%

2020 年公司三大板块挖掘机械/混凝土机械/起重机械业务收入分别达 375.28 亿/270.52 亿/194.09 亿元，同比分别+35.85%/+16.60%/+38.84%。其中，挖掘机销量超 9 万台，居全球第一；混凝土机械板块增速相对较低，我们判断系疫情下海外子公司普茨迈斯特业务开展受阻；起重机板块拓展较好，市场份额持续提升。公司超额完成 2020 年 850 亿营收目标，力争 2021 年实现营收 1200 亿元（同比+20%）。

2020 年，公司研发人员同比增长 69%，对产品及关键零部件的研发投入加大：1) 超大吨位挖掘机：实现 150 吨以下产品全覆盖；2) 产品电动化和智能化：下线电动化产品 10 款，利用无人驾驶、远程遥控等多款智能化产品；3) 研发周期降低 20% 以上：数字化设计与仿真技术研究取得突破。Q4 单季度公司研发费用达 20.23 亿，研发费用率高达 7.60%。

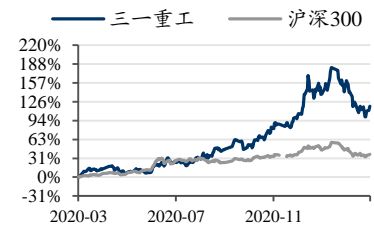
#### ■ 净利率小幅提升，经营性现金流再创新高

2020 年公司工程机械产品总体毛利率 30.30%，同比-2.96pct；销售净利润率为 15.85%，同比+0.61pct。2020 年公司挖掘机械/混凝土机械/起重机械毛利率分别为 34.67%/27.30%/21.67%，同比分别-3.97/-2.52/-2.59pct，毛利率下降，我们判断系新会计准则将运输费核算至营业成本（2020 年销售费用率 -1.92pct）、小挖等产品竞争加剧所致，整体来看，公司盈利能力仍在持续提升。2020 年期间费用率降至 12.80%，同比-1.84pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.33%/2.20%/4.99%/0.28%，同比-1.92/-0.51/+0.17/-0.34pct；加权平均 ROE 为 29.64%，同比+2.48pct。

2020 年公司经营性净现金流 133.63 亿元，同比+12.45%，创历史新高。公司近年来严控客户资信及成交条件，逾期率降至历史低点且持续下降。2020 年存货周转率自上年 3.95 次/年升至 4.17 次/年；应收账款周转天数自上年 103 天降至 80 天。

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  
zhouersh@dwzq.com.cn  
证券分析师 朱贝贝  
执业证号：S0600520090001  
zhubb@dwzq.com.cn  
研究助理 罗悦  
luoyue@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.15
一年最低/最高价	16.72/50.30
市净率(倍)	5.12
流通 A 股市值(百万元)	289,770.31

### 基础数据

每股净资产(元)	6.67
资产负债率(%)	53.91
总股本(百万股)	8485.22
流通 A 股(百万股)	8485.22

### 相关研究

- 1、《三一重工 (600031)：全球深度视角：得挖机者将得天下，三一重工将开启全球成长篇章》2021-02-10
- 2、《三一重工 (600031)：上调 EPS，四个维度深入解读当前投资价值》2020-06-23

### ■ 海外挖机板块逆市大增，2021 年灯塔工厂建设将全面铺开

2020 年，公司实现海外销售收入 141.04 亿元，同比-0.44%，主要系海外工程机械市场受疫情影响，出现不同程度萎缩。整体来看，公司海外销售优于行业，海外份额提升明显。海外主要市场收入均实现较大幅度增长，如东南亚、美国、欧洲、非洲等销售大区。此外，公司海外市场渠道、服务、代理商体系、配件及数字化体系建设等均取得较大突破。

2020 年，公司挖掘机出口销量突破 1 万台，同比增速达 33.40%，海外微型挖掘机销量同比增长 90%。北美、欧洲、印度等主要市场挖机份额大幅提升，东南亚多个国家份额升至第一。在全球竞争最激烈的中国市场，2020 年三一挖机份额已升至 28%，远高于国产第二名 16%、海外龙头 10%，竞争力十分出色，但我们预计同期海外份额仅 3%左右，与产品竞争力及公司定位极不匹配。我们认为公司已接棒全球第一产品性价比地位，国际化推进有望再造三一重工。

公司 2019 年建成了 18 号灯塔工厂，成功实现了降本增效：1) 主要产品生产周期缩短了 50%；2) 产能提升近 50%；3) 员工数量下降 50%左右。2020 年公司约 8 家灯塔工厂建设完毕，突破无人下料等八大核心技术。根据公司年报，预计 2021 年内主要工厂均可完成灯塔工厂改造（约 25 家），制造效率提升值得期待。

### ■ 工程机械高景气持续超预期，建议积极配置低波动周期中的强 $\alpha$

据 CME 观测，2021 年 3 月挖掘机销量同比+46%左右。按照 3 月挖机销量同比+40%预计，1-3 月挖机销量累计同比增速达 70%以上。龙头厂商基于规模效应、产品竞争力及供应链管理优势，份额仍在持续提升，叠加固定成本带来业绩杠杆释放，公司一季度业绩高增可期。

结合产业链调研及我们的判断，预计 2021 年工程机械行业景气持续：其中挖机销量增长 5%-15%，工程起重机械增长 10%-15%，混凝土机增长 15%-20%。我们预计未来几年挖机行业波动维持正负 5-10%，周期波动较上一轮明显弱化，2024 年后有望进入新一轮大更新周期。低波动率周期中更强调产品竞争力、生产效率以及供应链管理，建议积极布局受益行业集中度提升、全球化推进的强阿尔法。

■ **盈利预测与投资评级：**基于国内行业高景气持续+龙头份额提升，以及数字工厂+全球竞争力兑现将带来持续业绩弹性，我们将 2021-2022 年的预测 EPS 从 2.27/2.49 元上调至 2.27/2.52 元，预计 2023 年 EPS 为 2.75 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 15/14/12 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**全球经济下行；国际政策变动；海外贸易争端加剧；行业周期波动；行业竞争加剧；数字化转型不及预期。

表 1: 可比公司估值表

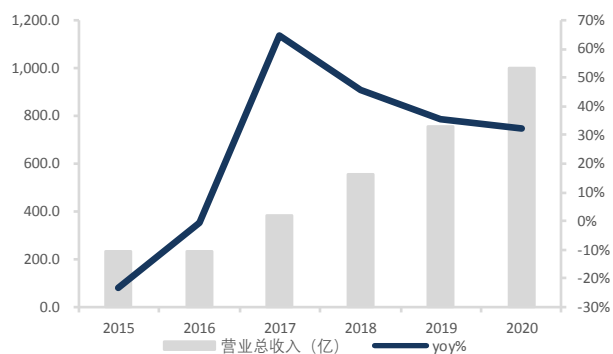
2021/3/31		货币	收盘价 (元)	市值(亿 元,RMB)	EPS (元)			PE		
代码	公司				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600031.SH	三一重工	CNY	34.15	2,898	1.82	2.27	2.55	19	15	14
601100.SH	恒立液压	CNY	89.45	1,168	1.69	2.10	2.46	53	43	36
000157.SZ	中联重科	CNY	12.71	1,056	0.84	1.10	1.21	15	12	11
603338.SH	浙江鼎力	CNY	96.30	468	1.85	2.55	3.27	52	38	29
CAT.N	卡特彼勒	USD	233.08	8,343	6.56	8.18	10.56	36	28	22
6301.T	小松制作所	JPY	3,419.00	1,981	162.93	101.01	162.03	21	34	21

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

(注: 三一重工、恒立液压、中联重科、浙江鼎力为东吴预测, 卡特彼勒、小松制作所为 Bloomberg 一致预测。  
市值汇率使用当日中间价: 1 美元=6.57 人民币, 1 人民币=16.83 日元)

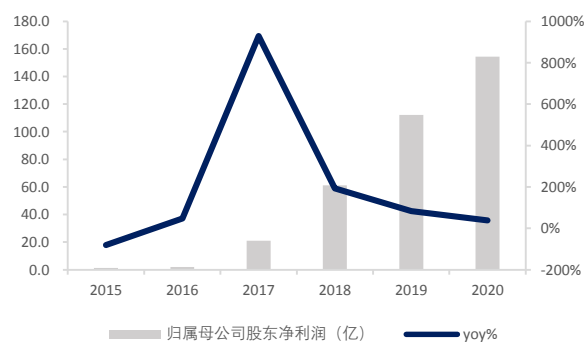
附录一: 公司经营数据

图 1: 2020 年营收 1001 亿, 同比+31%, 创历史新高



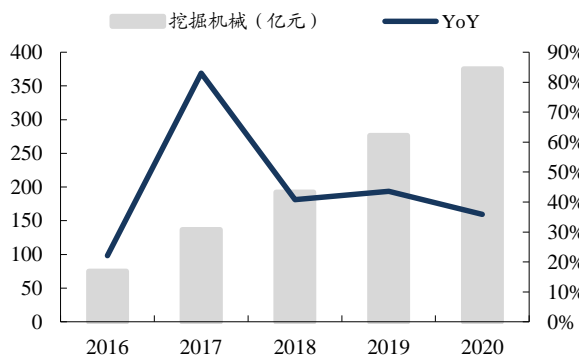
数据来源: 三一重工年报, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 154 亿, 同比+36%



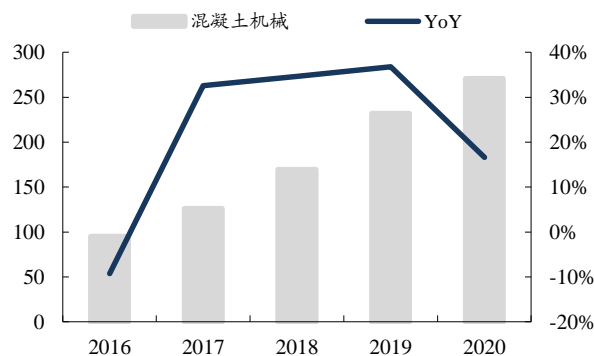
数据来源: 三一重工年报, 东吴证券研究所

图 3: 2020 年挖机收入 375 亿, 同比+36%



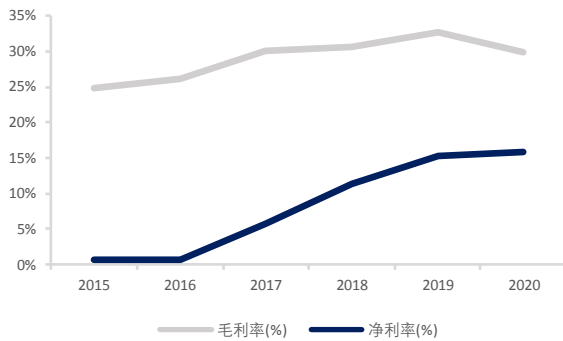
数据来源: 三一重工年报, 东吴证券研究所

图 4: 2020 年混凝土机械收入 271 亿, 同比+17%



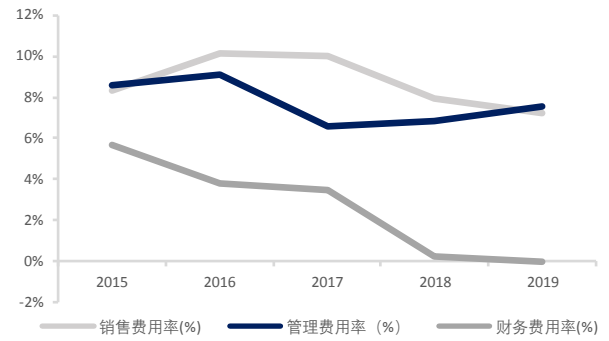
数据来源: 三一重工年报, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年销售净利率为 15.85%，同比+0.61pct



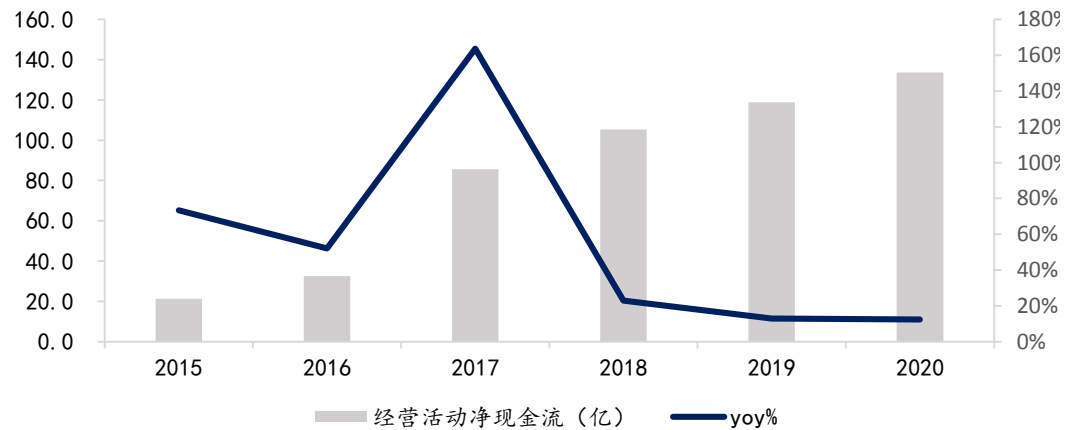
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 期间费用率持续下降, 数字化战略成效出现



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

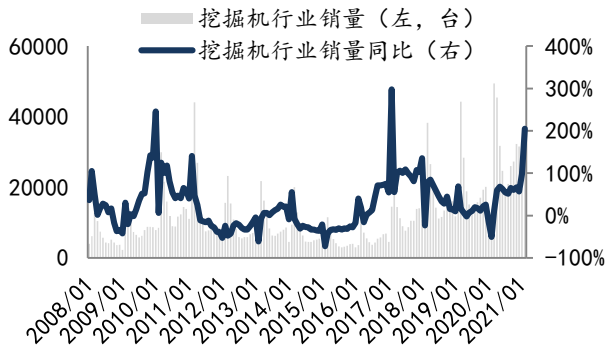
图 7: 2020 年经营性净现金流 134 亿元, 同比+12%, 创历史新高



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

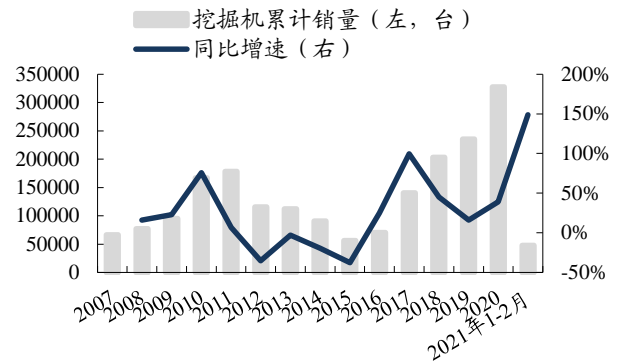
附录二：行业数据

图 8：2021 年 2 月挖机销量 28,305 台，同比 +205.0%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 9：2021 年 1-2 月挖机累计销量 47,906 台，同比+149.2%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

表 2：2018-2022 年中国挖掘机销量及构成测算表（单位：台）

年份	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
更新需求	87330	128018	169990	140483	122973
新增需求	96990	81059	159351	171310	179831
出口需求	19100	26616	34734	48627	63216
<b>总需求</b>	<b>203420</b>	<b>235693</b>	<b>327605</b>	<b>360421</b>	<b>366020</b>
	<b>45.0%</b>	<b>15.9%</b>	<b>39.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>1.6%</b>
小挖 (<20T)	59.3%	61.0%	60.3%	63%	66%
中挖 (20-30T)	25.7%	24.7%	26.6%	25%	23%
大挖 (>30T)	14.9%	14.3%	13.1%	12%	11%
新增需求贡献率	47.7%	34.4%	48.6%	47.5%	49.1%
更新替代贡献率	42.9%	54.3%	51.9%	39.0%	33.6%
出口贡献率	9.4%	11.3%	10.6%	13.5%	17.3%

数据来源：国家统计局，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

## 三一重工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>91428</b>	<b>95693</b>	<b>106009</b>	<b>121027</b>	<b>营业收入</b>	<b>100054</b>	<b>117320</b>	<b>126670</b>	<b>133041</b>
现金	12596	12000	17361	28835	减:营业成本	69720	82479	88916	93471
应收账款	23633	27712	29920	31425	营业税金及附加	408	469	456	479
存货	19198	22597	23142	23816	营业费用	5332	6042	6207	6120
其他流动资产	36001	33384	35586	36952	管理费用	5696	5974	6321	6110
<b>非流动资产</b>	<b>34827</b>	<b>43841</b>	<b>54311</b>	<b>60482</b>	财务费用	282	598	290	162
长期股权投资	3420	3720	4120	4620	资产减值损失	-24	0	0	0
固定资产	14584	23107	32890	38185	加:投资净收益	905	1086	1194	1314
在建工程	3741	4123	4837	3851	其他收益	-998	308	114	124
无形资产	3228	3420	3706	4082	<b>营业利润</b>	<b>18548</b>	<b>23151</b>	<b>25788</b>	<b>28137</b>
其他非流动资产	9854	9472	8758	9744	加:营业外净收支	-17	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>126255</b>	<b>139534</b>	<b>160320</b>	<b>181509</b>	<b>利润总额</b>	<b>18531</b>	<b>23151</b>	<b>25788</b>	<b>28137</b>
<b>流动负债</b>	<b>62049</b>	<b>60493</b>	<b>64755</b>	<b>67914</b>	减:所得税费用	2671	3336	3716	4055
短期借款	8466	8550	8466	8466	少数股东损益	429	594	662	722
应付账款	32207	32766	35323	37132	<b>归属母公司净利润</b>	<b>15431</b>	<b>19220</b>	<b>21410</b>	<b>23360</b>
其他流动负债	21375	19177	20966	22315	EBIT	22394	22464	24884	26985
<b>非流动负债</b>	<b>6018</b>	<b>6018</b>	<b>6018</b>	<b>6018</b>	EBITDA	24283	24803	28164	31216
长期借款	4532	4532	4532	4532					
其他非流动负债	1486	1486	1486	1486	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>68067</b>	<b>66511</b>	<b>70773</b>	<b>73932</b>	每股收益(元)	1.82	2.27	2.52	2.75
少数股东权益	1625	2220	2882	3604	每股净资产(元)	6.67	8.34	10.21	12.25
					发行在外股份(百万股)	8479	8485	8485	8485
归属母公司股东权益	56562	70803	86666	103973	ROIC(%)	41.7%	35.9%	31.8%	30.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>126255</b>	<b>139534</b>	<b>160320</b>	<b>181509</b>	ROE(%)	27.3%	27.1%	24.7%	22.5%
					毛利率(%)	30.3%	29.7%	29.8%	29.7%
					销售净利率(%)	15.9%	16.9%	17.4%	18.1%
					资产负债率(%)	53.9%	47.5%	43.7%	40.1%
					收入增长率(%)	32.2%	17.3%	8.0%	5.0%
					净利润增长率(%)	37.7%	24.6%	11.4%	9.1%
					P/E	20.35	16.35	14.68	13.45
					P/B	5.55	4.44	3.63	3.02
					EV/EBITDA	15.73	15.33	13.64	12.39
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>					
经营活动现金流	13363	15120	24341	27428					
投资活动现金流	-11250	-10821	-13349	-9903					
筹资活动现金流	-2452	-4896	-5631	-6052					
现金净增加额	-359	-596	5361	11474					
折旧和摊销	1890	2340	3280	4232					
资本开支	-5060	-10543	-12949	-9403					
营运资本变动	1232	-6834	-1010	-885					

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>