

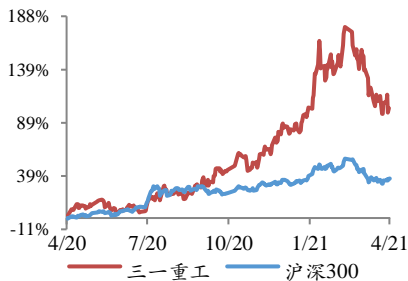
加大研发布局未来，剩者为王强者恒强

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-02

收盘价（元）	34.90
近12个月最高/最低（元）	47.93/17.55
总股本（百万股）	8,485
流通股本（百万股）	8,485
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	2,961
流通市值（亿元）	2,961

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1.三一重工：剩者为王，强者恒强——三一重工深度报告系列二
2021-01-11

2.三一重工：数字化推动降本增效，国际化助力穿越周期——深度报告系列一
2020-11-30

主要观点：

- **事件：**2020年，公司实现营业收入1000.54亿元，同比增长32.23%；归母净利润154.31亿元，同比增长36.24%，经营活动净现金流133.63亿，同比增加12.45%；单看Q4，公司收入259.18亿元，同比增长75.92%，归母净利润29.81亿元，同比减少9.42%。
- **核心观点：**业绩基本符合预期。①**公司加大研发，布局未来，加深护城河。**2020年公司研发费用49.9亿元，比2019年同期增加14.5亿，占营收比例5.02%，尽管短期研发费用增大会侵蚀利润，但是从长期来看，存量市场上，公司作为龙头企业，依靠创新驱动，建立更深护城河，实现强者恒强，竞争力将进一步增强；②**真实的经营性净现金流更优，且超过归母净利润。**公司2014-2019年，经营净现金流持续超过归母净利润，经营质量持续优化，2020年收购三一汽车金融公司，由于由其开展的融资租赁业务与公司内部业务产生的现金流存在内部抵消，尽管账上现金流首次低于净利润，但加回内部抵消的现金流，真实现金流更优。③**盈利能力增强，彰显竞争力。**公司毛利率30.32%，同比-2.37pct，净利率15.85%，同比+0.66pct，数字化转型升级成果显著，内控良好，毛利率下降背景下，净利率仍能提升，代表公司盈利能力增强。展望2021年，在国内市场保持略有增长背景下，海外市场将成为业绩新亮点，坚定推荐，维持“买入”评级。

● 营收超千亿，创历史新高，核心产品竞争力持续增强

2020年，公司实现营业收入1000.54亿元，同比增长32.23%。**分产品看：**①**挖机板块**营收375.3亿元，同比增长35.85%，占比37.78%，是公司第一大收入来源；销量达91623台，同比增速50.82%，市占率达到27.97%，同比提升2.2pct，国内市场上连续10年蝉联销量冠军，产量居全球第一；②**混凝土板块**营收270.5亿元，同比增长16.6%，占总营收比重27.23%，全球第一混凝土设备品牌。在环保和道路法规趋严的背景下，混凝土行业整体进入存量更新高峰期，根据工程机械工业协会数据，2020年混凝土机械行业销量合计达到13.7万台，同比增长41%；③**起重机**实现收入194.1亿元，同比增长38.84%，占比19.54%，汽车起重机市场份额持续提升。

分市场看：2020年增长主要由国内市场拉动，海外收入141亿元，同比基本持平，主要因为普迈受疫情影响，收入下滑。公司海外市场服务能力、营销体系、渠道建设在持续不断地推进，助力公司实现“弯道超车”，海外各主要市场份额均有提升。

● 多因素导致毛利率下滑，净利率提升，盈利能力增强彰显竞争力

毛利率受原材料、会计核算、产品结构等多重因素影响，有所下滑。2020年，公司毛利率30.32%，同比-2.37pct，原因主要有①**原材料涨价；**

②营业成本调整，公司 2020 年使用新的会计准则，将运费计入销售成本；**③产品结构变化**，分产品来看：**挖机**：毛利率 34.67%，同比下滑 3.97pct，主要因为挖机均价下滑。一方面，机器替人加速，小挖销售占比提升，另一方面，给经销商价格折让，二者共同作用下，均价由 2019 年的 45 万元下滑至 2020 年的 40.96 万元。2020 年下半年以来，中挖销量增速持续领先，在基建韧性和中、大挖新品陆续推出背景下，产品结构有望优化，提升均价。**起重机**：毛利率 21.67%，同比下滑 2.59pct，受海外疫情影响，高毛利大吨位起重机出口受阻。未来海外需求复苏，起重机毛利率回升确定性强。**混凝土机械**：毛利率 27.30%，同比下滑 2.52pct，产品结构变化是主要影响因素，由于“治超”从严，低毛利搅拌车产品销量增速较快，占比提升。2021 年，毛利率承压主要来自于成本端，公司预计通过标准件批量化、供应商多样化、供应链数字化等手段进行成本控制，我们认为，2021 年公司毛利率将整体保持稳定。

内控管理硬指标叠加智能化产线升级，盈利能力提升。2020 年，公司期间费用率为 12.80%，同比-1.92pct，其中销售、管理费用维持了下降趋势。公司降本增效方面成果显著，同时积极推进产线的数字化、智能化改造，进一步降低成本，2020 年公司净利率 15.85%，同比+0.66pct，毛利率降低的同时，净利率提升，盈利能力增强，彰显公司竞争力。

● 行业展望：多元化需求背景下，行业景气度有望延续

工程机械行业本轮周期延续的主要原因在于需求多元化及参与主体的专业化。上轮周期主要依靠地产基建拉动，需求相对单一，而本轮周期，除基建韧性之外，机器换人、更新需求、出口需求多方面拉动，需求面广，相互接力，景气度仍将持续。从参与主体来看，上一轮非专业玩家涌入导致行业恶性竞争，激进的销售政策透支行业需求，致使行业迅速进入调整期。而本轮周期，经过市场的大浪淘沙优化供给侧，龙头企业脱颖而出，行业整体已步入理性发展的阶段。以挖机为例，我们预计，2021 年挖机行业销量有望再创历史新高，预计同比增速约 10%。

● 投资建议

预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 196、235、270 亿元，同比增速分别为 27%、20%、15%。对应 PE 分别位 15、13、11 倍。我们认为公司 2021 年在国际化和数字化的布局下，有望平滑周期波动，盈利稳定性提升，估值有望提升至 20 倍以上，市值有望达到 4000 亿，给予“买入”评级。

● 风险提示

经济增速大幅下滑，基建补短板效果不及预期；海外市场开拓受阻；市场竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	100054	113997	130257	149047
收入同比 (%)	32.2%	13.9%	14.3%	14.4%
归属母公司净利润	15431	19619	23494	27045
净利润同比 (%)	37.7%	27.1%	19.7%	15.1%
毛利率 (%)	30.3%	31.1%	31.3%	31.2%
ROE (%)	27.3%	25.7%	23.5%	21.3%
每股收益 (元)	1.82	2.31	2.77	3.19
P/E	19.23	15.09	12.60	10.95
P/B	5.25	3.88	2.97	2.33
EV/EBITDA	15.38	12.80	10.11	8.28

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 核心观点.....	6
2 业绩与核心竞争力.....	8
2.1 营收再创新高，真实业绩表现超越预期.....	8
2.1.1 分业务：挖机、起重机表现亮眼.....	9
2.1.2 分市场：海外战略稳步推进，市场份额逆势提升.....	11
2.2 盈利能力增强，彰显竞争力.....	11
2.3 现金流充裕，运营效率提升.....	13
2.4 数字化转型升级关键时期，加大研发投入.....	14
2.5 坚持分红，回馈股东.....	15
3 行业展望：多元需求背景下，景气度有望持续.....	16
4 投资建议.....	18
风险提示：.....	18
财务报表与盈利预测.....	19

图表目录

图表 1	三一重工股价复盘	6
图表 2	三一重工数字化升级方向推演	7
图表 3	三一重工股国际化发展历程	7
图表 4	三一重工财务数据及估值对比卡特、小松	8
图表 5	公司 2020 年营收增速达 31.29%	8
图表 6	公司 2020 年归母净利润增速达 36.24%	8
图表 7	公司 2020 年挖机收入达到 375.3 亿	9
图表 8	三一重工挖机销量及市占率变化	9
图表 9	公司 2020 年混凝土机械收入达到 270.5 亿	10
图表 10	全行业混凝土机械分类型销量	10
图表 11	公司 2020 年起重机械收入达到 194.1 亿	10
图表 12	2020 年汽车起重机行业销量 53657 台	10
图表 13	2020 年三一重工分业务营收占比	10
图表 14	2020 年三一重工海外市场进展	11
图表 15	2020 年三一国内收入占比达 83.3%	11
图表 16	2020 年三一海外收入同比基本持平	11
图表 17	2020 年三一毛利率略有下滑，净利率提升	12
图表 18	2010-2020 年三一分产品毛利率情况	12
图表 19	2016 年以来三一重工期间费用率显著下降	12
图表 20	三一重工杜邦分析	13
图表 21	公司经营性净现金流与归母净利润同步提升	13
图表 22	公司运营效率提升	13
图表 23	公司研发支出占总营收比重不断提升	14
图表 24	2020 年研发费用明细	14
图表 25	公司员工构成变迁	14
图表 26	研发人员占比持续提升	14
图表 27	2020 年公司推出的主要新产品	15
图表 28	2020 年公司资本开支超过 50 亿元	15
图表 29	2020 年公司股利支付率超过 32%	16
图表 30	对比两轮周期，本轮周期需求更加多元化，参与主体更加专业化	16
图表 31	以挖机为例，应用场景拓宽+机器人提升设备渗透率	17
图表 32	2019 年工程机械产品分类保有量	17
图表 33	每年稳态情况下，挖机预计 20 万台的更新量	17
图表 34	一带一路沿线经济体基建投资需求旺盛	18
图表 35	重要财务指标	18

1 核心观点

复盘三一的股价，两轮周期中推动因素发生本质变化，公司 α 属性凸显。上一轮周期更多是由宏观政策调控所带来的下游需求增长，行业景气提升；本轮周期，在行业和公司层面均有所改变：

行业层面：整个行业生态更加健康，持续性更强，体现在：①需求结构不同，趋向多元化，基建投资和机器替人拉动新增需求，存量更新和环保切换拉动更新需求。②客户结构不同，主机厂下游经验丰富的老客户逐步增多，客户群体专业度提升，购机理性，需求透支少。③竞争生态不同：在国产品牌竞争力提升背景下，龙头企业更加注重智能化变革，通过智能制造降本增效、提高产品竞争力。

公司层面：剩者为王，强者恒强。存量市场博弈中，三一重工作为龙头企业，在数字化和国际化两大战略指导下，将依靠产品本身优势（性能、服务等）+供应链优势（规模效应，更低成本，议价能力强）+资金优势（有资本投资研发），不断抢占市占率，且依靠创新驱动，建立更深的品牌护城河，经过大浪淘沙的洗礼，最终实现“剩者为王，强者恒强”。

图表 1 三一重工股价复盘

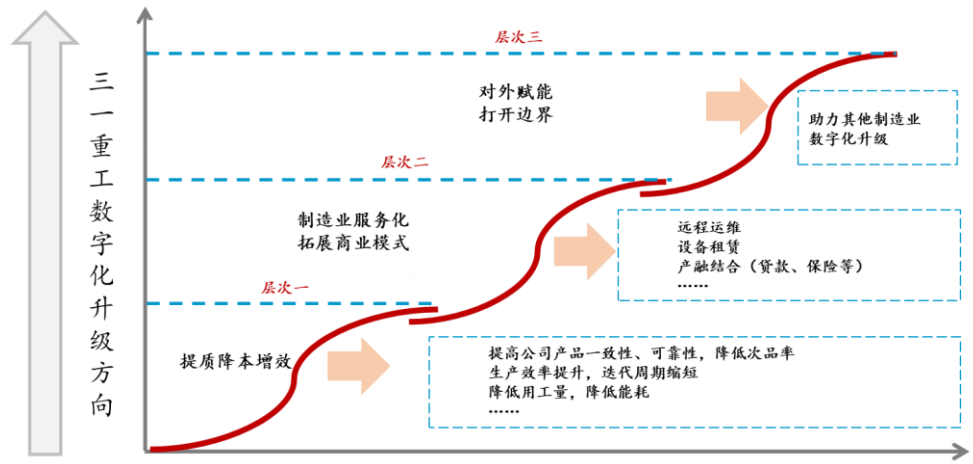


资料来源：wind，彭博，华安证券研究所

数字化转型升级方面，三一的数字化可以理解三个层次：①推动三一提质、降本、增效、减存等经营维度不断提升。自2020年9月，三一泵送、桩机、重卡、重起、搅拌站等数十个“灯塔工厂”接连投入生产或实现达产，2021年3月，三一海工首座“灯塔工厂”正式投产，自动化生产率接近80%，产能提升50%。目前三一已实现了近万台生产设备的实时互联，在各项关键生产环节基本实现了无人化、智能化，效率和产能均大幅提升。②业态向制造业服务化方面转型。推出租赁、远程运维、产融结合等自身商业模式变化，扩大企业经营范围。③对外赋能。帮助其

他制造企业进行数字化转型，彻底打开公司的成长边界。

图表2 三一重工数字化升级方向推演



资料来源：华安证券研究所绘制

坚持国际化战略，提升全球市场竞争力。公司目前基本实现研发、制造、销售的全方位的国际化，全球设立十个销售大区，四个生产基地（美国、印度、巴西、德国），并在德国、美国拥有研发中心。海外营收占比最高时超过40%（2015年），之后随着国内市场景气度提升，海外占比呈下降趋势。公司全球化战略有效提升市场竞争力，一方面通过**国际化研发**，吸收发达国家的技术成果，另一方面通过**生产国际化**，降低成本，扩充产能，享受新兴市场发展红利。目前公司全球布局基本完成，扩大全球市场份额成为新的重要目标，2020上半年，海外疫情发酵，公司化挑战为机遇，市场份额逆势提升，在北美、欧洲、印度、澳大利亚、东南亚等主要市场挖掘机份额均有大幅提升。

图表3 三一重工股国际化发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

我们认为，公司有望迎来估值与业绩双升。①业绩：三一重工数字化转型升级在全球离散型制造业处于领先水平，长期竞争力较好，一方面，表现在营收规模增长，利润弹性大于营收；另一方面，表现在现金流充沛，风险控制能力强，

资产质量好。②估值：对标卡特、小松，从收入角度看，卡特、小受疫情影响较大，收入规模明显下滑，三一收入规模2020年创历史新高；从海外收入占比角度看，卡特60%左右，小松超过80%，其收入地区格局较为稳定，海外收入占比高，三一收入以国内为主，未来海外拓展空间较大。卡特、小松按2021年收入预测PE分别为29、21倍左右，三一近期股价回调，估值水平较低，业绩提供了稳定支撑，在海外布局完善及市占率提升预期下，估值有望提升至20倍以上。

图表4 三一重工财务数据及估值对比卡特、小松

项目	三一重工		卡特彼勒		小松	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
市值(亿元)	2961.34		8248.61		2019.51	
总营收(亿元)	756.66	1000.54	3717.44	2879.77	1604.08	1374.92
工程机械收入(亿元)	717.6	968.25	1558.72	1164.00	1446.72	1238.93
工程机械收入占总营收比例	94.84%	96.77%	41.93%	40.42%	90.19%	90.11%
国内(亿元)	587.59	827.2	1575.82	1122.25	256.01	241.67
国内占比(%)	77.66%	82.68%	42.39%	38.97%	15.96%	17.58%
国外(亿元)	159.07	141.04	2141.62	1757.52	1348.07	1133.25
国外占比(%)	21.02%	14.10%	57.61%	61.03%	84.04%	82.42%
净利润(亿元)	114.94	154.31	445.79	243.78	131.07	58.5
销售毛利率	32.69%	30.32%	30.51%	28.93%	29.36%	26.73%
销售净利率	15.19%	15.85%	11.99%	8.47%	8.17%	4.25%
预测PE	15.09		28.97		21.04	

注：数据截至2021年04月01日，按最新汇率；卡特和小松的PE采用彭博一致预期

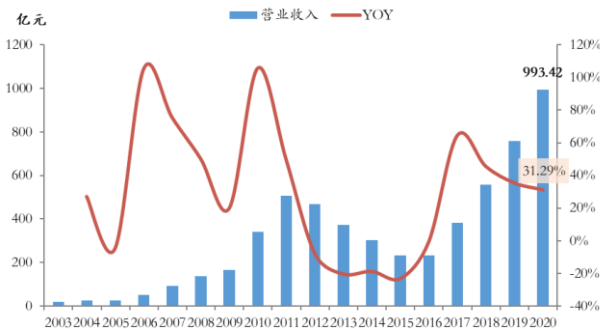
资料来源：wind，彭博，华安证券研究所

2 业绩亮眼，核心竞争力增强

2.1 营收再创新高，真实业绩表现超越预期

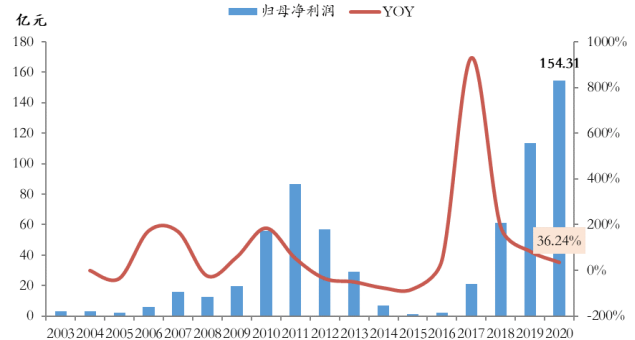
2020年，公司实现营业收入1000.54亿元，同比增长32.23%（合并三一汽车金融利息收入前为993.42亿元），创历史新高；归母净利润154.31亿元，同比增长36.24%；单看Q4，公司收入259.18亿元，同比增长75.92%，归母净利润29.81亿元，同比减少9.42%。归母净利润略低于市场预期（160亿），且Q4归母净利润负增长，主要由于公司大量研发投入，2020全年研发费用49.9亿元，对比2019年同期36.4亿，增加14.5亿，单Q4计提研发费用超过20亿，直接导致利润水平下降。若维持2019年研发投入规模，公司归母净利润约168亿，同比增长48.3%，高于市场预期。

图表5 公司2020年营收增速达31.29%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表6 公司2020年归母净利润增速达36.24%



资料来源：wind，华安证券研究所

2.1.1 分业务：挖机、起重机表现亮眼

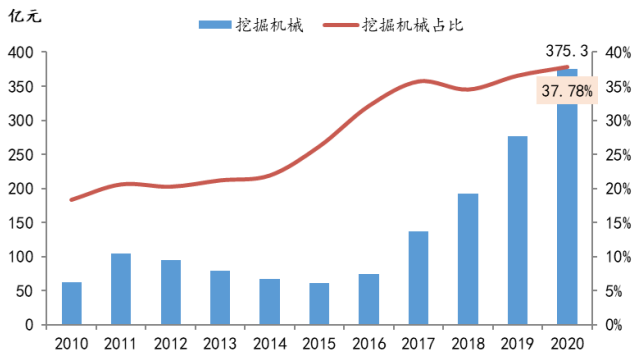
挖机业务：市占率明显提升，小、微挖机型销量占比提升。

①**销量方面**，2020年，公司实现挖机销量91623台，同比增长50.82%，市占率达到27.97%，同比+2.2pct，分吨位来看，大、中、小挖市场份额均大幅提升，其中小挖提升较多。

②**价格方面**，2020年，公司销售挖机均价约40.96万元，较2019年下降约4万元，一方面由于产品结构调整导致，小、微挖机型占比提升，我们认为，小挖的高增速主要由于2020上半年其下游应用领域（市政工程、乡村建设）率先复工带动的需求先释放，下半年，中、大挖需求陆续释放，但整体看小挖增速依然较高；另一方面，是对经销商价格折让导致的，公司以市占率考核经销商，会通过佣金返点（核算费用）和价格折让（降低价格）等方式进行奖励，2020年公司销售规模扩大的同时销售佣金同比仅增长3%，我们认为公司为保证渠道稳定，对经销商的折价力度有所增强，进而影响了整体均价。

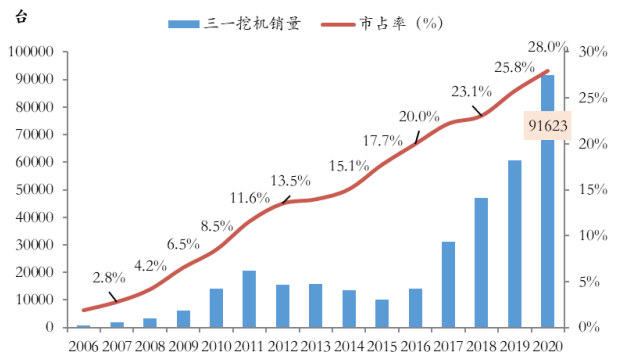
③**收入方面**，公司挖机业务实现全年营收375.3亿元，同比增长35.85%，占比37.78%，是公司第一大收入来源；对比销量增速50.82%，侧面印证小、微挖机型高销量表现。

图表7 公司2020年挖机收入达到375.3亿



资料来源：wind，华安证券研究所

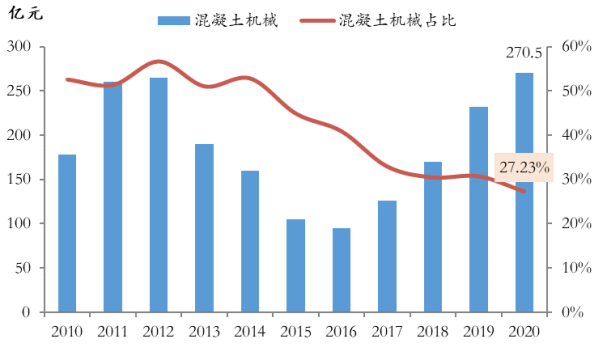
图表8 三一重工挖机销量及市占率变化



资料来源：CCMA 挖机分会，华安证券研究所

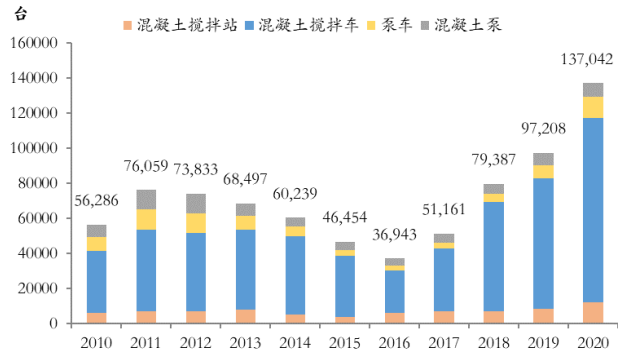
混凝土机械：根据工程机械工业协会数据，2020年，全行业混凝土机械销量合计达到13.7万台，同比增长41%，其中泵车销量11917台，同比增长66%，逼近上一轮周期销量峰值（12030台），搅拌站、搅拌车增速分别达到46%、41%，在环保和道路法规趋严得背景下，混凝土行业整体进入存量更新高峰期。公司2020年混凝土业务实现收入270.5亿元，同比增长16.6%，占总营收比重27.23%，是全球混凝土机械第一品牌，增速较低主要受海外市场影响，德国普迈拖累整体表现。

图表9 公司2020年混凝土机械收入达到270.5亿



资料来源: wind, 华安证券研究所

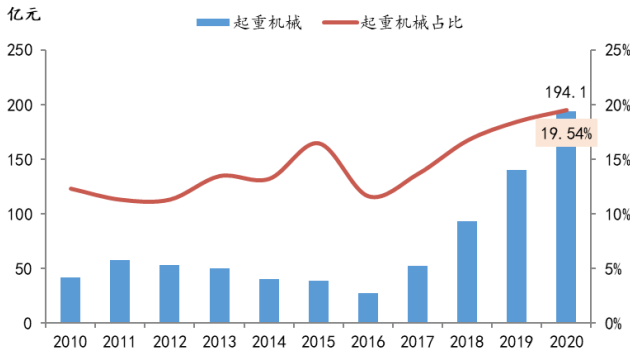
图表10 全行业混凝土机械分类型销量



资料来源: 中国工程机械工业协会, 华安证券研究所

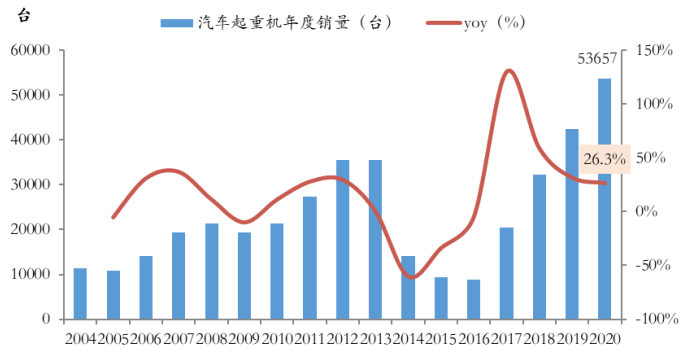
起重机械: 2020年, 公司起重机实现收入194.1亿元, 同比增长38.84%, 占比19.54%。公司起重机业务维持较快增速, 营收占比呈上升趋势, 整体市占率约25%左右, 其中汽车起重机市场份额提升较快。2020年全行业汽车起重机销量53657万台, 同比增长26%, 我们认为, 作为后周期品种, 起重机增长后劲较强, 叠加海外需求复苏, 2021年仍有望维持两位数增长。

图表11 公司2020年起重机械收入达到194.1亿



资料来源: wind, 华安证券研究所

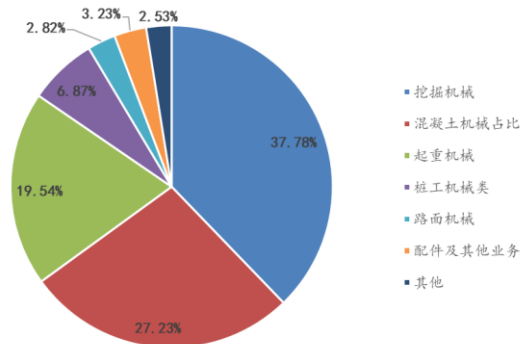
图表12 2020年汽车起重机行业销量53657台



资料来源: wind, 华安证券研究所

其他工程机械业务: 2020年, 桩工机械收入68.25亿元, 同比增长41.9%, 占比6.87%, 是中国第一品牌; 路面机械销售收入28.04亿元, 同比增长30.59%, 占比2.82%。

图表13 2020年三一重工分业务营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.1.2 分市场：海外战略稳步推进，市场份额逆势提升

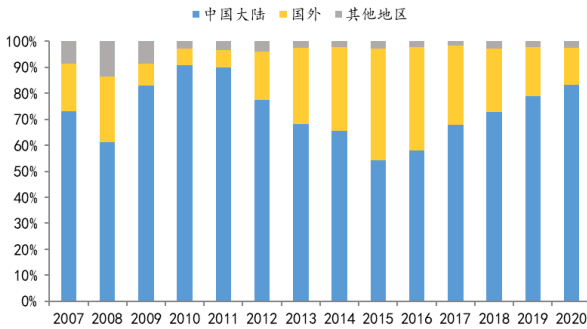
分市场来看，公司国内、国外分别实现收入 827.2、141.0 亿元，同比增速分别为，38%、0%，占比分别为 83.3%、14.2%。公司国外收入与 2019 年同期相比基本持平，主要因为普迈受疫情影响，收入下滑。三一坚定推进国际化战略，海外市场服务能力、营销体系、渠道建设不断完善，主力产品挖机海外销量突破 1 万台，增速超过 30%，在优势市场东南亚，以及相对弱势得欧美成熟市场均实现了较快增长。整体来看，由于目前公司挖机在海外市场市占率较低，我们认为未来挖机海外市场份额仍有较大提升空间。

图表 14 2020 年三一重工海外市场进展

地区	市场份额	市场进展
亚洲	印度	挖机份额第二（2020年提升2pct），其他品种份额第一（2020年旋挖钻由50%提升至65%）；整体市占率约10%；印度本土品牌塔塔日立挖机市占率第一。
	印尼	挖机第二（2019第四），旋挖钻83%
	东南亚其他	挖机：泰国、菲律宾挖机第一，马来西亚第二；旋挖钻机：越南100%；孟加拉71%
发达国家	欧洲	——
	美国	——
拉美市场	——	实现30-40%增速
中东+北非	——	受疫情影响，增速不及预期，但市占率均有所提升；非洲、南美、俄罗斯、中东单个地区挖机新增需求低于10000台/年，但均为大吨位产品
非洲	南非挖机第三	
其他地区	俄罗斯旋挖钻50%	

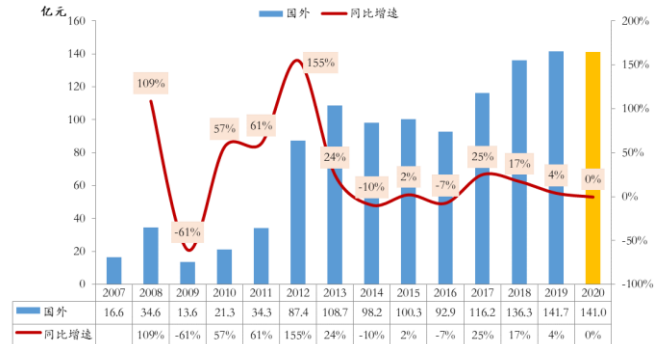
资料来源：产业链调研，华安证券研究所

图表 15 2020 年三一国内收入占比达 83.3%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 2020 年三一海外收入同比基本持平



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 盈利能力增强，彰显竞争力

毛利率受原材料、会计核算、产品结构等多重因素影响，有所下滑。2020 年，公司毛利率 30.32%，同比-2.37pct，原因主要有①原材料涨价；②营业成本调整，公司 2020 年使用新的会计准则，将运费计入销售成本；③产品结构变化，分产品来看：

挖机：毛利率 34.67%，同比下滑 3.97pct，主要因为挖机均价下滑。一方面，机器替人加速，小挖销售占比提升，另一方面，给经销商价格折让，二者共同作用下，均价由 2019 年的 45 万元下滑至 2020 年的 40.96 万元。2020 年下半年以来，中挖销量增速持续领先，在基建韧性和中、大挖新品陆续推出背景下，产品结构有望优化，

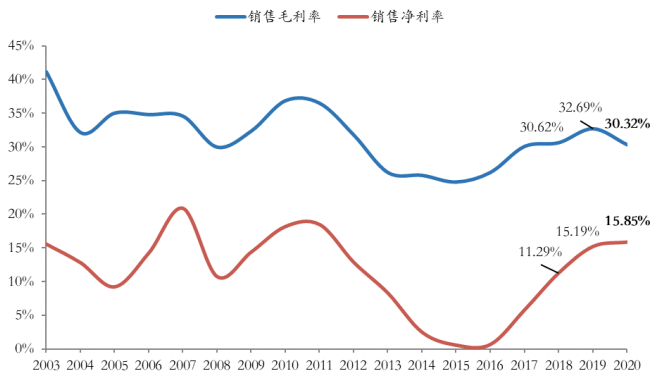
提升均价。

起重机：毛利率 21.67%，同比下滑 2.59pct，受海外疫情影响，高毛利大吨位起重机出口受阻。未来海外需求复苏，起重机毛利率回升确定性较强。

混凝土机械：毛利率 27.30%，同比下滑 2.52pct，产品结构变化是主要影响因素，由于“治超”从严，低毛利搅拌车产品销量增速较快，占比提升。

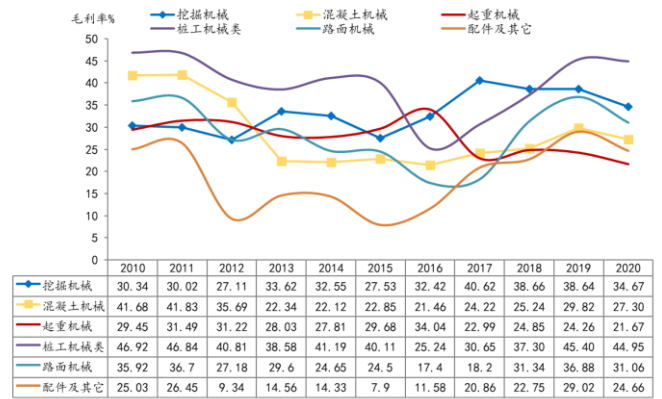
2021 年，毛利率承压主要来自于成本端，公司预计通过标准件批量化、供应商多样化、供应链数字化等手段进行成本控制，我们认为，2021 年公司毛利率将整体保持稳定。

图表 17 2020 年三一毛利率略有下滑，净利率提升



资料来源：wind，华安证券研究所

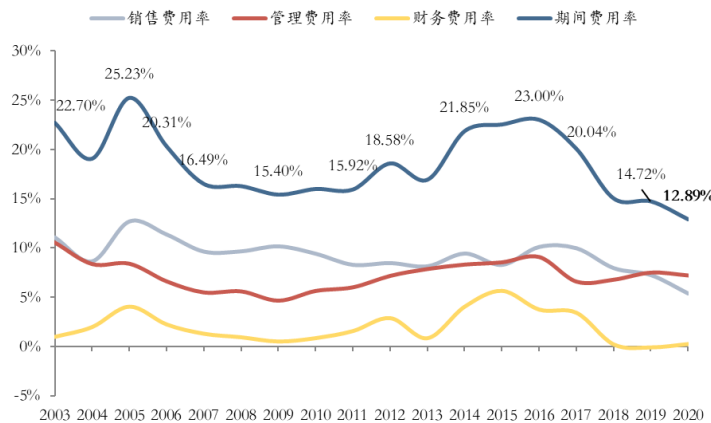
图表 18 2010-2020 年三一分产品毛利率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

内控管理硬指标叠加智能化产线升级，盈利能力提升。2020 年，公司期间费用率为 12.80%，同比-1.92pct，其中销售、管理、财务、研发费用率分别同比-1.92pct、-0.51pct、+0.17pct、+0.34pct，销售、管理费用维持了下降趋势，财务费用增加主要系汇兑损失。公司降本增效方面成果显著，内控管理设置了降低成本的硬性考核指标，同时积极推进产线的数字化、智能化改造，提高产能和生产效率，减少人工，并进一步降低成本，使得公司盈利能力不断提升，2020 年公司净利率 15.85%，同比 +0.66pct，毛利率降低的同时，净利率提升，盈利能力增强，彰显公司竞争力。

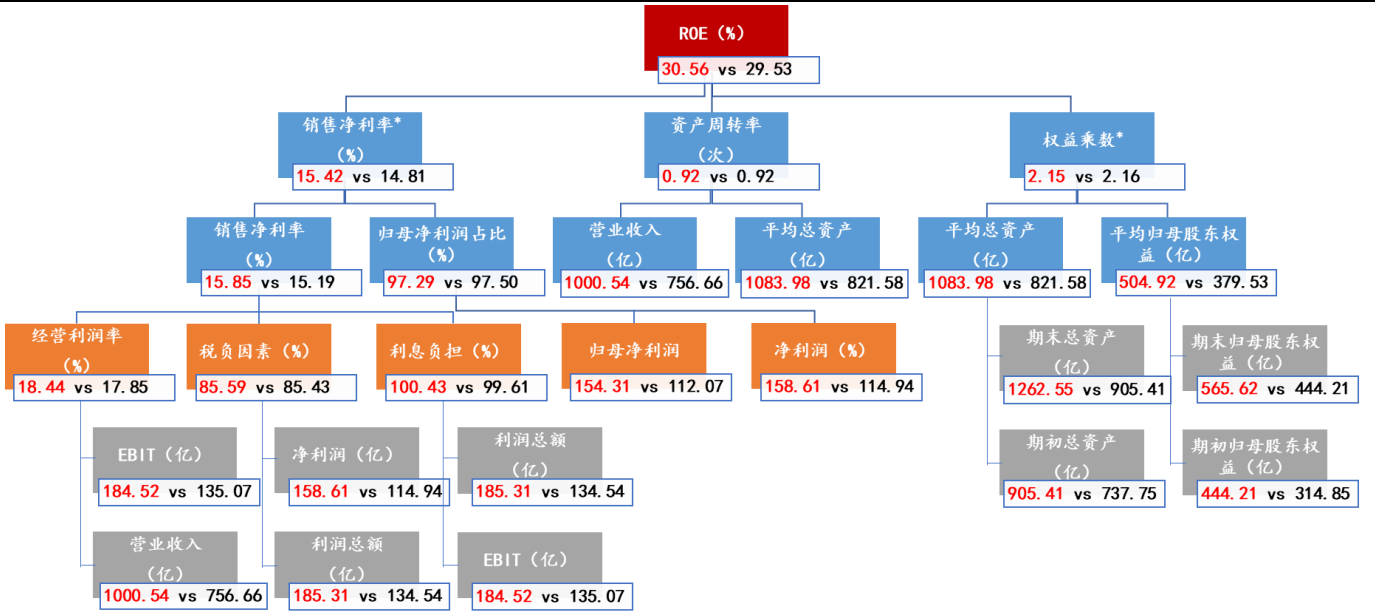
图表 19 2016 年以来三一重工期间费用率显著下降



资料来源：wind，华安证券研究所

利润率增长, 带动 ROE 提升。2020 年, 公司 ROE 为 30.56%, 同比提升 1.03pct, 主要由净利率的增长贡献, 公司的盈利能力明显增强。

图表 20 三一重工杜邦分析 (红色代表 2020 年, 黑色代表 2019 年)

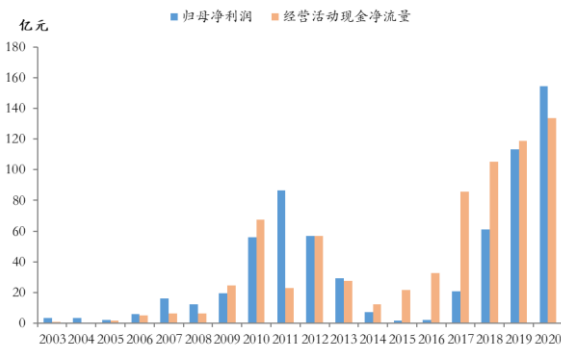


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3 现金流充裕, 运营效率提升

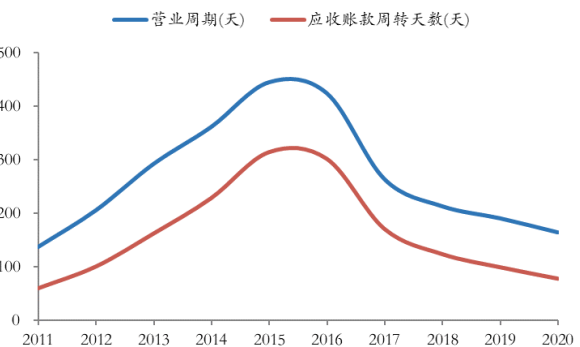
真实的经营性净现金流优于净利润。2020 年, 公司经营性净现金流 133.63 亿, 低于净利润水平, 主要受 2020 年并表的汽车金融业务影响。2016 年以来, 公司现金流稳定向好, 账面资金充裕, 有能力支持汽车金融开展融资租赁业务, 该业务有两方面影响, 一方面, 不同于从银行按揭, 融资租赁与按揭业务导致经营性现金流产生内部抵消, 相应的, 公司长期应收款 (含融资租赁款、分期收款销售商品) 期末余额增加约 43 亿元, 剔除汽车金融影响 (支出约 46 亿现金), 实际经营性净现金流超过 179 亿, 远高于同期净利润; 另一方面, 融资租赁与按揭业务有利于回款, 提高整体运营效率, 公司营业周期同比减少 26 天, 应收账款周转天数同比减少 11 天。

图表 21 公司经营性净现金流与归母净利润同步提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 公司运营效率提升

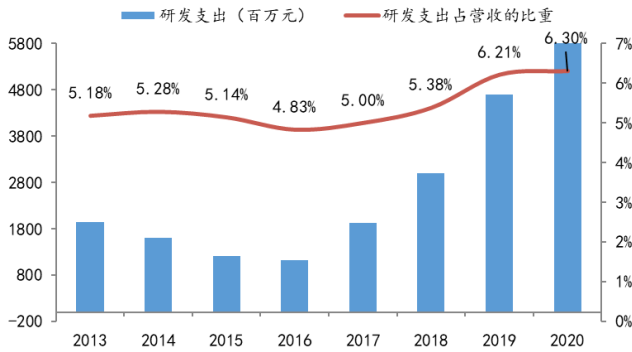


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.4 数字化转型升级关键时期，加大研发投入

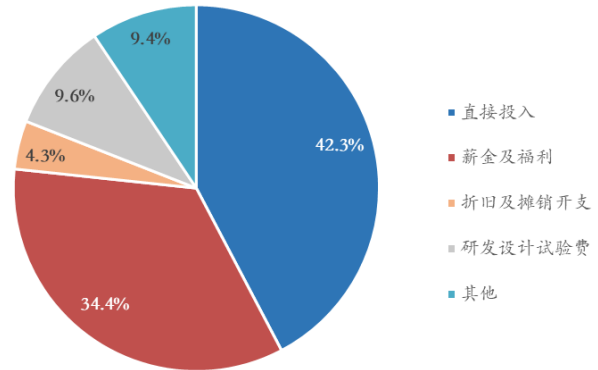
公司研发投入占比持续提升。2016-2020年，公司研发投入分别为11.25、19.16、30.01、46.99、62.59亿元，占总营收比重分别为4.83%、5.00%、5.38%、6.21%、6.30%。2020年，研发投入超过60亿元，同比增长33.20%，其中费用化研发49.91亿元，出于谨慎性原则，公司费用化研发支出占比达到83.18%，研发费用中有76.7%用于直接投入与研发人员薪酬。

图表 23 公司研发支出占总营收比重不断提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

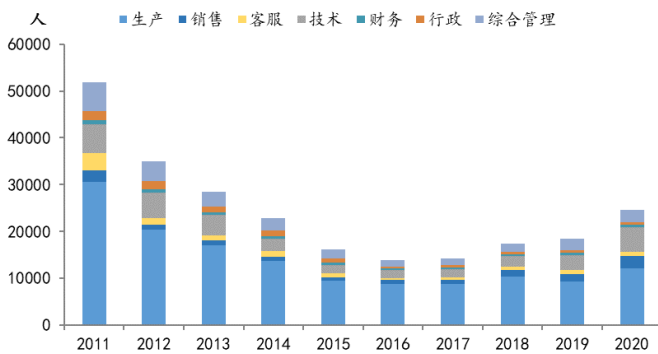
图表 24 2020 年研发费用明细



资料来源: wind, 华安证券研究所

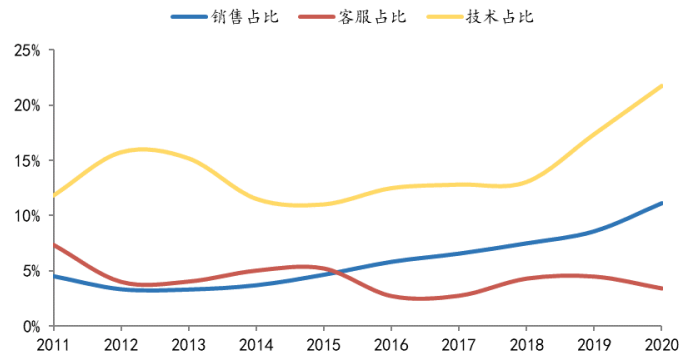
研发投入一：研发人员倍增计划。2020年，公司研发人员增长2142人，达到5346人规模，占员工总数21.74%，同比+5.57pct。公司注重技术研发对长期发展的作用，逐渐从简单靠人来生产设备的制造商向智能制造商转变。

图表 25 公司员工构成变迁



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 26 研发人员占比持续提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

研发投入二：国内产品升级+欧美标准产品研发。国内方面，公司不断推出极具市场竞争力的新产品，随着超大吨位新品推出，公司已实现150吨位以下全覆盖，性能优越；海外方面，践行国际化战略，通过研发符合欧美标准与市场的新产品，加速欧美市场开拓，2020年海外微型挖掘机销量增长90%。

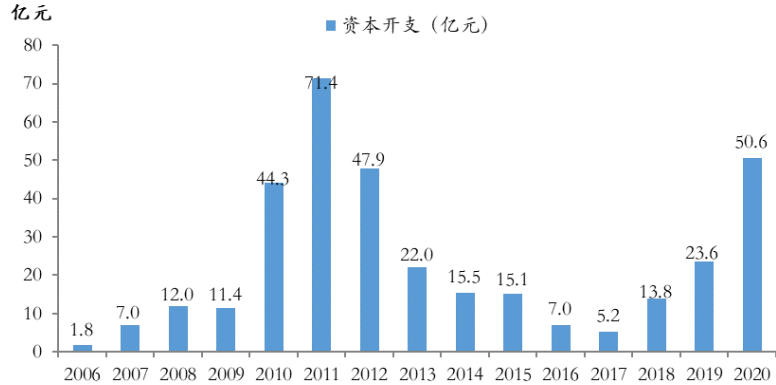
图表 27 2020 年公司推出的主要新产品

产品大类	具体型号	大类	
挖掘机械	超大吨位 挖掘机产品	SY870	
		SY980	
		SY1250	
	全新一代智能挖掘机产品	实现 5G 远程遥控操作、辅助作业（一键平地/修坡）、动态自带称重、电子围栏、预设模式等功能， 作业更智能、精准、高效、安全，燃油效率高，成本更低。	
欧五排放挖掘机	SY75C	小挖王牌机型 ，瞄准欧洲、北美等发达市场，进行适应性改进，性能全面提升，排放标准达到欧洲最新的 Stage V 阶段，市场认可度高。	
	SY135C		
起重机械	履带起重机	SCC40000A	目前 全球起重能力最强的履带起重机 ，最大额定起重载荷 4000 吨，最大额定起重力矩 90000 吨米，可广泛应用于石化、煤化工、海洋工程、核电、风电等行业。
混凝土机械	泵车	五桥 67 米泵车	最大混凝土排量 180m ³ /h，最大泵送压力 13Mpa；可 360° 无死角水平布料；行业首创铸造节能集成阀组，搭载手机客户 APP、数字油缸、油耗管理系统， 引领泵车行业数字化、智能化发展。
应急装备 (消防车)	AP40 城市主战消防车		
	奔驰四代底盘 38 米/48 米高喷消防车		
	JP21 举高喷射消防车		
	国六重型抢险救援消防车		

资料来源：公司年报，华安证券研究所

研发投入三：推进灯塔工厂建设与“流程四化”。2020 年，公司加大对灯塔工厂的建设投入，资本开支达到 50.6 亿，同比增长 114.86%。目前，总计近 30 个灯塔工厂或智能车间项目全面引入了三现数据集控、柔性生产岛等新型生产组织方式；而智能工厂看不见的部分，则在于研发、管控等流程上的“四化”（标准化、在线化、自动化、智能化）投入，直接提高经营效率。

图表 28 2020 年公司资本开支超过 50 亿元



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.5 坚持分红，回馈股东

持续分红回馈投资者。自 2003 年上市以来，公司已实施分红 18 次（2017 年分红 2 次），累计现金分红 141.6 亿元，累计分红率 24.39%，2012-2020 各年分红率均超过 30%，不管在行业周期上行还是下行阶段，公司都坚持进行高比例现金分红，回馈股东，表明公司股东利益至上原则。本次公司计划每 10 股派息 6 元，现金分红超过 50 亿元，股利支付率达到 32.77%。

图表 29 2020 年公司股利支付率超过 32%

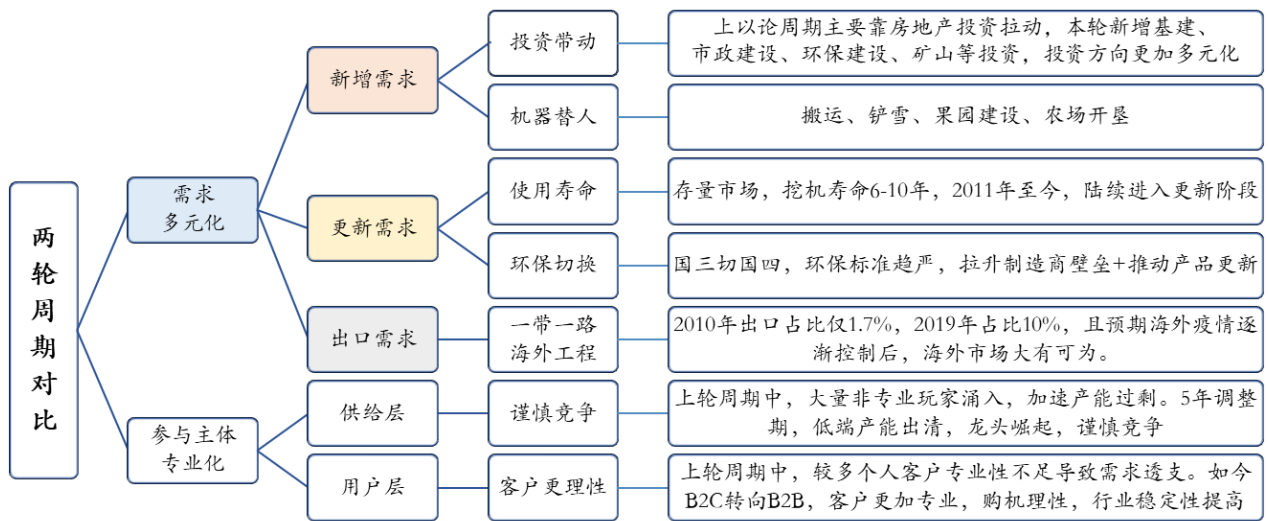
分红年度	每10股派息数(元)(含税)	现金分红的数额(含税)(亿元)	归母净利润(亿元)	股利支付率(%)
2020年	6.0	50.57	154.31	32.77
2019年	4.2	35.28	112.07	31.48
2018年	2.6	21.65	61.16	35.40
2017年	1.6	12.45	20.92	59.51
2017年中期	0.2	1.53	20.92	7.31

资料来源：公司年报，华安证券研究所

3 行业展望：多元需求背景下，景气度有望持续

工程机械行业本轮周期延续的主要原因在于需求多元化及参与主体的专业化。上轮周期主要依靠地产基建拉动，需求相对单一，而本轮周期，除基建韧性之外，机器换人、更新需求、出口需求多方面拉动，需求面广，相互接力，景气度仍将持续。从参与主体来看，上一轮非专业玩家涌入导致行业恶性竞争，激进的销售政策透支行业需求，致使行业迅速进入调整期。而本轮周期，经过市场的大浪淘沙优化供给侧，龙头企业脱颖而出，行业整体已步入理性发展的阶段。以挖机为例，我们预计，2021 年挖机行业销量有望再创历史新高，预计同比增速约 10%。

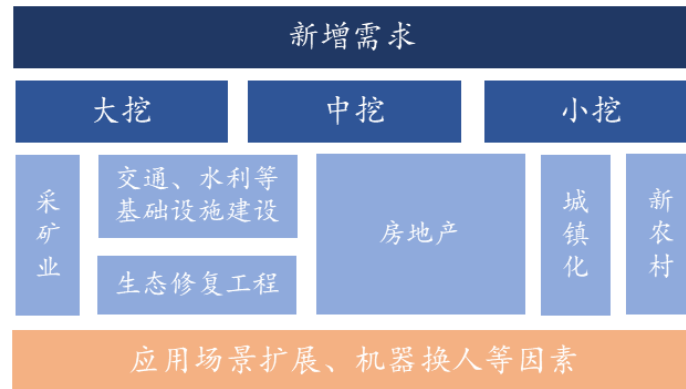
图表 30 对比两轮周期，本轮周期需求更加多元化，参与主体更加专业化



资料来源：华安证券研究所绘制

排除宏观因素影响，渗透率提升是挖机新增需求主要驱动力。①疫情之后，机器替人节奏加快：主要原因，一方面是，招工困难，人工成本提高；另一方面，机械设备效率更高，满足赶工复产需求。②中长期来看，挖机价格仍有下降空间，是下游应用领域拓宽的重要催化剂。大型挖机主要用于矿山开采和大型基建，中小型挖机一般用于地产项目和道路、轨道交通和水利工程等基建项目，而小型挖机一般用于农田水利、市政工程等项目。由于挖机使用的便捷性，价格下降，刺激了终端需求，进而催动应用领域的拓宽，除了基建、地产、矿山等传统应用场景，当前挖机的应用场景正拓宽至农村建设、河流疏浚等。

图表 31 以挖机为例，应用场景拓宽+机器替人提升设备渗透率



资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

保有量稳定增长，环保趋严背景下更新需求韧性仍强。2019 年，我们的市场的保有量 765 到 829 万台，其中挖掘机现在是将近 200 万台，呈现稳定增长的态势。存量市场下，新的环保排放标准升级是老旧设备更新的催化剂。按照隔代淘汰的规律，国四标准施行后，国二设备将逐步淘汰。以挖机为例，根据以往实际需求量推算，国二以前的挖机保有量将近 85 万台，稳态情况下，预计未来每年有超过 20 万台挖机更新需求。

图表 32 2019 年工程机械产品分类保有量

序号	类别	保有量 (万台)	
		下限	上限
1	挖掘机	179.0	194.0
2	73.5kw(100马力)以上推土机	6.1	6.6
3	装载机	136.8	148.2
4	平地机	1.7	1.9
5	叉车	293.2	317.6
6	压路机	14.7	15.9
7	摊铺机	2.1	2.2
8	轮式起重机	24.4	26.4
9	塔式起重机	39.4	42.7
10	混凝土搅拌车	48.8	52.8
11	混凝土拖泵	5.6	6.1
12	混凝土泵车	6.3	6.9
13	混凝土搅拌站	6.9	7.5
合计		765.0	829.0
同比%		4.99%	

资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 33 每年稳态情况下，挖机预计 20 万台的更新量

排放标准	年份	实际需求量 (台)	合计 (台)	占比
国 I	2008	108709	230354	11.61%
	2009	121645		
国 II	2010	215896	849315	42.82%
	2011	217201		
	2012	129690		
	2013	126478		
	2014	102804		
	2015	57246		
	2016	72999		
国 III	2017	144477	903737	45.56%
	2018	184320		
	2019	209077		
	2020	292864		
合计		1983406		100%

资料来源：CCMA 挖机分会，华安证券研究所

疫后重建扩大海外需求，“一带一路”为工程机械出口搭建平台。疫情过后，全球经济亟待复苏，类比我国，基建投资同样是海外经济刺激的重要手段，契合我国“一带一路”战略，截至 2019 年，根据亚洲开发银行估算，沿线新兴经济体和发展中国家年均基建投资需求达 7300 亿美元，海外基建投资规模可观。目前，我国已与 100 余个国家和国际组织签署了近 120 份共建“一带一路”合作协议，基建是其中重要一环，直接刺激了工程机械出口，龙头主机厂与大型国企合作“抱团出海”模式，有利于承接不断扩大的海外需求。

图表 34 一带一路沿线经济体基建投资需求旺盛

2016-2030年各地区基础设施投资 (十亿美元, 2015年美元价格)						
地区/次级地区	基准线估算			气候因素调整后的估算值		
	投资需求	年均值	投资需求占GDP百分比	投资需求	年均值	投资需求占GDP百分比
中亚	492	33	6.8	565	38	7.8
东亚	13,781	919	4.5	16,062	1,071	5.2
中国	13,120	875	5	15,267	1,018	5.8
南亚	5,477	365	7.6	6,347	423	8.8
印度	4,363	291	7.4	5,152	343	8.8
东南亚	2,759	184	5	3,147	210	5.7
印度尼西亚	1,108	74	5.5	1,229	82	6
太平洋地区	42	2.8	8.2	46	3.1	9.1
总计	22,551	1,503	5.1	26,166	1,744	5.9

资料来源: 亚洲发展银行估算, 华安证券研究所

4 投资建议

预计公司2021-23年归母净利润分别为196、235、270亿元, 同比增速分别为27%、20%、15%。对应 PE 分别位 15、13、11 倍。我们认为公司 2021 年在国际化和数字化的布局下, 有望平滑周期波动, 盈利稳定性提升, 估值有望提升至 20 倍以上, 市值有望达到 4000 亿, 给予“买入”评级。

图表 35 重要财务指标

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	100054	113997	130257	149047
收入同比 (%)	32.2%	13.9%	14.3%	14.4%
归属母公司净利润	15431	19619	23494	27045
净利润同比 (%)	37.7%	27.1%	19.7%	15.1%
毛利率 (%)	30.3%	31.1%	31.3%	31.2%
ROE (%)	27.3%	25.7%	23.5%	21.3%
每股收益 (元)	1.82	2.31	2.77	3.19
P/E	19.23	15.09	12.60	10.95
P/B	5.25	3.88	2.97	2.33
EV/EBITDA	15.38	12.80	10.11	8.28

资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

经济增速大幅下滑, 基建补短板效果不及预期; 海外市场开拓受阻; 市场竞争加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	91428	118809	151189	188097	
现金	12596	18444	34305	53793	
应收账款	21512	28109	31404	34710	
其他应收款	1869	3748	4639	5717	
预付账款	1156	1021	1073	1231	
存货	19198	22598	25725	29515	
其他流动资产	35098	44889	54042	63130	
非流动资产	34827	37071	39401	41748	
长期投资	3420	3620	3870	4120	
固定资产	10841	10066	9317	8595	
无形资产	3228	3196	3094	2972	
其他非流动资产	17338	20190	23121	26062	
资产总计	126255	155880	190590	229845	
流动负债	62049	71537	82243	93919	
短期借款	7636	7636	7636	7636	
应付账款	24892	18724	21560	24737	
其他流动负债	29520	45177	53047	61546	
非流动负债	6018	6018	6018	6018	
长期借款	4532	4532	4532	4532	
其他非流动负债	1486	1486	1486	1486	
负债合计	68067	77555	88261	99937	
少数股东权益	1625	2067	2546	3042	
股本	8479	8531	8531	8531	
资本公积	5129	5129	5129	5129	
留存收益	42955	62598	86123	113206	
归属母公司股东权益	56562	76259	99783	126866	
负债和股东权益	126255	155880	190590	229845	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	13363	15344	24576	28015	
净利润	15431	19619	23494	27045	
折旧摊销	1904	1194	1214	1234	
财务费用	222	547	547	547	
投资损失	-905	-1368	-1303	-1490	
营运资金变动	-3546	-4545	737	856	
其他经营现金流	19233	24060	22642	26012	
投资活动现金流	-11250	-9001	-8167	-7980	
资本支出	-4133	-1484	-1585	-1575	
长期投资	-9940	-9415	-8415	-8465	
其他投资现金流	2823	1898	1833	2060	
筹资活动现金流	-2452	-495	-547	-547	
短期借款	-1005	0	0	0	
长期借款	3229	0	0	0	
普通股增加	52	52	0	0	
资本公积增加	-819	0	0	0	
其他筹资现金流	-3910	-547	-547	-547	
现金净增加额	-359	5848	15861	19488	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
营业收入	100054	113997	130257	149047	
营业成本	69720	78554	89425	102601	
营业税金及附加	408	456	495	566	
销售费用	5332	5928	6122	7154	
管理费用	2201	2280	2345	2534	
财务费用	282	525	515	487	
资产减值损失	-24	-2	-2	-2	
公允价值变动收益	-436	-500	-550	-600	
投资净收益	905	1368	1303	1490	
营业利润	18548	23500	28091	32249	
营业外收入	158	115	90	100	
营业外支出	175	125	110	100	
利润总额	18531	23490	28071	32249	
所得税	2671	3430	4098	4708	
净利润	15861	20060	23973	27541	
少数股东损益	429	441	479	496	
归属母公司净利润	15431	19619	23494	27045	
EBITDA	19307	22842	27352	31017	
EPS (元)	1.82	2.31	2.77	3.19	

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	32.2%	13.9%	14.3%	14.4%
营业利润	34.6%	26.7%	19.5%	14.8%
归属于母公司净利	37.7%	27.1%	19.7%	15.1%
获利能力				
毛利率 (%)	30.3%	31.1%	31.3%	31.2%
净利率 (%)	15.4%	17.2%	18.0%	18.1%
ROE (%)	27.3%	25.7%	23.5%	21.3%
ROIC (%)	20.9%	20.2%	19.4%	17.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	53.9%	49.8%	46.3%	43.5%
净负债比率 (%)	117.0%	99.0%	86.3%	76.9%
流动比率	1.47	1.66	1.84	2.00
速动比率	1.14	1.33	1.51	1.67
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.73	0.68	0.65
应收账款周转率	4.65	4.06	4.15	4.29
应付账款周转率	2.80	4.20	4.15	4.15
每股指标 (元)				
每股收益	1.82	2.31	2.77	3.19
每股经营现金流薄)	1.57	1.81	2.90	3.30
每股净资产	6.67	8.99	11.76	14.95
估值比率				
P/E	19.23	15.09	12.60	10.95
P/B	5.25	3.88	2.97	2.33
EV/EBITDA	15.38	12.80	10.11	8.28

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。