

**600031.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 35.27

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 核心产品竞争力持续提高, 市场份额进一步提升; 数字化及智能化转型成果显著, 公司经营能力持续提升; 持续深入推进国际化战略, 推动公司向全球龙头迈进。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.4	(18.9)	0.8	104.9
相对上证指数	1.9	(18.2)	0.5	79.6

发行股数(百万)	8,485
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	299,274
3个月日均交易额(人民币 百万)	5,169
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
三一集团有限公司	30

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以2021年4月2日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《三一重工》20201105
- 《三一重工》20200901
- 《三一重工》20200430

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**机械设备: 专用设备**
**证券分析师: 陶波**

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

**证券分析师: 杨绍辉**

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

# 三一重工

**高研发投入铸就核心产品竞争力全面提升, 数字化及国际化有望推动公司向全球龙头迈进**

公司发布 2020 年年报: 2020 年实现营业收入 1000.5 亿元, 同比增长 31.3%, 归母净利润 154.3 亿元, 同比增长 36.3%, 扣非归母净利润 139.5 亿元, 同比增长 34.0%, 经营净现金流 133.6 亿元, 同比增长 12.5%。

**支撑评级的要点**

- **核心产品竞争力持续提高, 市场份额进一步提升。**受下游基建、地产投资需求拉动, 叠加环保政策升级、设备更新需求增长、人工替代效应等因素的推动, 工程机械行业延续高景气度, 公司作为行业龙头, 全线产品持续增长, 国内外市场份额持续提升, 再次刷新历史最好经营业绩。分产品来看, 挖掘机械销售收入 375.3 亿元, 同比增长 35.9%, 国内市场上连续 10 年蝉联销量冠军, 大、中、小挖市场份额全线大幅提升, 挖掘机产量超 9 万台, 居全球第一; 混凝土机械实现销售收入 270.5 亿元, 同比增长 16.6%, 稳居全球第一品牌; 起重机械销售收入达 194.1 亿元, 同比增长 38.8%, 汽车起重机市场份额持续提升, 与行业龙头差距不断缩小; 桩工机械销售收入 68.3 亿元, 同比增长 41.9%, 稳居中国第一品牌; 路面机械销售收入 28.04 亿元, 同比增长 30.59%, 摊铺机市场份额居全国第一, 平地机、压路机市场份额明显提升。同时公司加大研发投入和产品创新, 20 年共投入 62.6 亿元, 同比增长 33.2%, 占营业收入比例达 6.3%, 极大地提升了公司产品竞争力。
- **数字化及智能化转型成果显著, 公司经营能力持续提升。**公司继续积极推进数字化及智能化转型, 大力推进“灯塔工厂”建设, 在国内各大产业园广泛采用视觉识别、工艺仿真、重载机器人等前沿工业技术和数字技术, 极大地提升了人机协同效率与生产效率, 大幅降低制造成本, 进一步增强公司在全球的综合竞争力, 2020 年公司人均创收 404.1 万元, 处于全球工程机械行业领先水平。受益于生产运营效率的提升, 公司费用水平持续下降, 2020 年期间费用率为 12.8%, 同比下降 1.8pct, 其中销售费用率同比下降 1.9pct, 管理费用率同比下降 0.5pct。2020 年公司整体毛利率为 29.8%, 同比下降 2.9pct, 分产品看, 混凝土、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械毛利率分别为 27.3%/34.7%/21.7%/45.0%/31.1%, 分别同比下降 2.5pct/4.0pct/2.6pct/0.5pct/5.8pct, 毛利率全面下滑主要系产品价格下滑、产品结构调整及运输费纳入营业成本核算等所致, 受益公司优秀的成本费用管控能力, 净利率同比提升 0.6pct 至 15.6%。同时, 公司高度重视经营质量与风险管控, 报告期内经营活动净现金流 133.6 亿元, 同比增长 12.5%, 再创历史新高, 运营效率也持续提升, 应收账款周转天数从去年的 103 天下降至 80 天, 体现公司可持续、高质量的经营。
- **持续深入推进国际化战略, 推动公司向全球龙头迈进。**2020 年受疫情冲击, 海外工程机械市场需求出现一定程度萎缩, 但公司仍坚定推进国际化发展战略, 全年共实现国际销售收入 141.0 亿元, 同比下降 0.44%, 公司海外市场销售情况优于行业, 市场份额明显提升, 国际化取得积极的进展: 东南亚、三一美国、欧洲等主要市场销售收入实现逆市增长, 挖掘机海外市场销量突破 1 万台, 同比增长超 30%, 北美、欧洲、印度等市场挖掘机市场份额大幅提升, 部分东南亚国家已上升至当地第一。随着在海外销售渠道、服务能力、代理商体系、服务配件体系等资源持续投入, 公司海外市场的综合能力体系有望持续增强, 国际化战略的纵深推进有助于在全球多个市场复制目前的成功经验, 实现更多区域的弯道超车, 海外广阔的市场需求将为公司中长期增长提供支撑, 有助于平滑国内工程机械需求波动, 有望带动公司再造一个三一。21 年受益海外需求的回暖, 公司国际化销售预计将迎来高速增长, 目前公司对应的价值并未充分体现海外市场份额的持续扩张及国内工程机械周期波动趋缓, 公司作为行业龙头, 未来有望迎来业绩与估值的双击。

**估值**

- 基于公司 20 年业绩及 21 年行业需求情况, 我们微幅调整公司 2021-2023 年归母净利润分别至 186.6/208.8/220.6 亿元, 对应 EPS 为 2.20/2.46/2.60 元/股, 对应 PE 分别为 16.0/14.3/13.6 倍, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 全球疫情控制进度不及预期, 下游复工进度不及预期, 行业竞争加剧, 基建和地产投资不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	75,666	100,054	124,372	136,183	142,887
变动(%)	36	32	24	9	5
净利润(人民币 百万)	11,207	15,431	18,655	20,884	22,059
全面摊薄每股收益(人民币)	1.321	1.819	2.199	2.461	2.600
变动(%)	68.4	37.7	20.9	11.9	5.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.212	2.440	
调整幅度(%)			(0.6)	0.8	
全面摊薄市盈率(倍)	26.7	19.4	16.0	14.3	13.6
价格/每股现金流量(倍)	22.6	22.4	16.3	14.6	13.3
每股现金流量(人民币)	1.56	1.57	2.16	2.42	2.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.0	16.0	12.3	10.7	9.6
每股股息(人民币)	0.416	0.596	0.730	0.800	0.853
股息率(%)	1.2	1.7	2.1	2.3	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	75,666	100,054	124,372	136,183	142,887
销售成本	(51,303)	(70,127)	(88,520)	(97,416)	(102,746)
经营费用	(7,904)	(11,301)	(13,348)	(13,837)	(13,663)
息税折旧前利润	16,458	18,626	22,504	24,930	26,478
折旧及摊销	(2,020)	(1,904)	(2,177)	(2,461)	(2,740)
经营利润(息税前利润)	14,438	16,721	20,327	22,470	23,738
净利息收入/(费用)	551	232	862	1,638	2,145
其他收益/(损失)	1,488	2,407	2,036	2,214	2,263
税前利润	13,454	18,531	22,558	25,253	26,673
所得税	(1,960)	(2,671)	(3,384)	(3,788)	(4,001)
少数股东权益	288	429	519	581	614
净利润	11,207	15,431	18,655	20,884	22,059
核心净利润	11,160	15,429	18,663	20,892	22,066
每股收益(人民币)	1.321	1.819	2.199	2.461	2.600
核心每股收益(人民币)	1.315	1.818	2.199	2.462	2.601
每股股息(人民币)	0.416	0.596	0.730	0.800	0.853
收入增长(%)	36	32	24	9	5
息税前利润增长(%)	94	16	22	11	6
息税折旧前利润增长(%)	76	13	21	11	6
每股收益增长(%)	68	38	21	12	6
核心每股收益增长(%)	69	38	21	12	6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	13,454	18,531	22,558	25,253	26,673
折旧与摊销	2,020	1,904	2,177	2,461	2,740
净利息费用	(46)	282	(195)	(569)	(672)
运营资本变动	3,270	1,424	5,265	2,084	1,879
税金	(1,672)	(2,241)	(3,384)	(3,788)	(4,001)
其他经营现金流	(3,761)	(6,537)	(8,091)	(4,886)	(4,138)
经营活动产生的现金流	13,265	13,363	18,330	20,554	22,481
购买固定资产净值	(1,573)	2,818	1,600	1,700	1,800
投资减少/增加	(273)	469	642	643	730
其他投资现金流	(10,135)	(14,537)	5,855	(6,624)	(5,462)
投资活动产生的现金流	(11,981)	(11,250)	8,097	(4,281)	(2,932)
净增权益	(3,528)	(5,057)	(6,197)	(6,785)	(7,241)
净增债务	1,797	924	(9,698)	0	0
支付股息	3,528	5,057	6,197	6,785	7,241
其他融资现金流	(2,948)	(3,377)	(3,811)	(6,212)	(6,566)
融资活动产生的现金流	(1,151)	(2,452)	(13,509)	(6,212)	(6,566)
现金变动	134	(339)	12,919	10,061	12,983
期初现金	11,985	13,527	12,596	25,515	35,576
公司自由现金流	1,284	2,113	26,427	16,273	19,549
权益自由现金流	3,035	3,320	16,535	15,704	18,876

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	13,527	12,596	25,515	35,576	48,558
应收帐款	21,793	21,765	23,700	26,082	26,945
库存	14,252	19,198	23,346	25,089	25,998
其他流动资产	634	1,156	1,436	1,578	1,658
流动资产总计	68,500	91,428	106,413	123,975	140,465
固定资产	11,720	14,584	14,228	13,607	12,732
无形资产	3,393	3,347	3,138	3,011	2,958
其他长期资产	6,803	11,739	13,546	15,546	17,546
长期资产总计	21,915	29,670	30,913	32,164	33,236
总资产	90,541	126,255	139,102	158,465	176,763
应付帐款	20,295	32,207	38,700	42,565	44,851
短期债务	8,641	7,636	0	0	0
其他流动负债	13,213	22,205	23,031	23,849	24,430
流动负债总计	42,149	62,049	61,731	66,414	69,281
长期借款	1,303	4,532	2,500	2,500	2,500
其他长期负债	1,563	1,486	1,500	1,500	1,500
股本	8,485	8,485	8,485	8,485	8,485
储备	38,126	50,283	62,742	76,841	91,659
股东权益	46,611	58,769	71,227	85,326	100,144
少数股东权益	1,106	1,625	2,144	2,725	3,339
总负债及权益	90,541	126,255	139,102	158,465	176,763
每股帐面价值(人民币)	5.49	6.93	8.39	10.06	11.80
每股有形资产(人民币)	5.09	6.53	8.02	9.70	11.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.42)	(0.05)	(2.71)	(3.90)	(5.43)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.8	18.6	18.1	18.3	18.5
息税前利润率(%)	19.1	16.7	16.3	16.5	16.6
税前利润率(%)	17.8	18.5	18.1	18.5	18.7
净利率(%)	14.8	15.4	15.0	15.3	15.4
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.7	1.9	2.0
利息覆盖率(倍)	25.9	38.5	43.0	112.3	118.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	26.7	19.4	16.0	14.3	13.6
核心业务市盈率(倍)	26.8	19.4	16.0	14.3	13.6
市净率(倍)	6.4	5.1	4.2	3.5	3.0
价格/现金流(倍)	22.6	22.4	16.3	14.6	13.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.0	16.0	12.3	10.7	9.6
周转率					
存货周转天数	91.9	87.0	87.7	90.7	90.7
应收帐款周转天数	102.7	79.4	66.7	66.7	67.7
应付帐款周转天数	90.4	95.8	104.0	108.9	111.6
回报率					
股息支付率(%)	31.5	32.8	33.2	32.5	32.8
净资产收益率(%)	28.3	29.3	28.7	26.7	23.8
资产收益率(%)	15.0	13.2	13.0	12.8	12.0
已运用资本收益率(%)	5.5	5.9	6.3	6.3	5.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371