

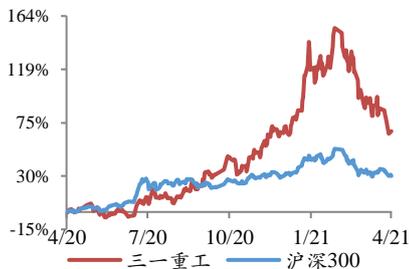
## 业绩超预期，价值被低估

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-16

收盘价(元)	31.64
近12个月最高/最低(元)	47.93/18.00
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)	2,685
流通市值(亿元)	2,685

### 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2020年报深度点评：加大研发布局未来，剩者为王强者恒强  
2021-04-02

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

### 主要观点：

- **事件：**4月16日，公司发布2021年一季度业绩预增公告，预计实现归母净利润为52~58亿元，同比增加137%~164%；预计扣非后归母净利润为49.8~54.8亿元，同比增加156%~181%。
- **核心观点：**Q1归母净利润预告52~58亿，中枢为55亿，贴近市场预期50~55亿上限，业绩超预期。近期股价回调较多，除了市场风格因素外，部分投资者对行业景气度的持续性存在担忧，从目前跟踪的零部件排产、销量、下游开工数据来看，行业景气度仍较好，展望全年，我们认为2021年行业增速可能会有季度波动，但整体将保持平稳（挖机行业10~15%增速）。推荐工程机械板块龙头企业，不是假设行业高增速，而是在行业增速放缓成为常态的背景下，龙头企业依然有望依靠研发创新驱动，铸就更深护城河，经过大浪淘沙的洗礼，最终实现“剩者为王，强者恒强”的阿尔法价值。目前，公司估值不到14倍，价值被低估，继续看好，维持“买入”评级。
- **工程机械行业景气度保持高位，公司业绩实现高增长。**从最新产业链调研情况来看：①零部件供应商恒立排产饱满，在高基数背景下，4月份挖机油缸排产同比仍有两位数增长；②低基数叠加今年就地过年，工程项目持续开工，设备需求不减，主机厂销量超预期，一季度挖机行业合计12.7万台，同比+85%，汽车起重机行业1-2月份合计销量8214台，同比增速83%；③下游开工率数据：3月份，小松开始小时数为122小时，同比提升8%，相比于2019年3月的136小时，有所下滑，但仍处于较高水平，同时，铁甲网二手机开工率全国平均为91.1%，新机、二手机开工率均处于相对较高水平，证明下游地产、基建等项目开工较好，工程机械的需求真实有效，行业高景气度持续。在此背景下，公司业绩实现高增长。
- **三一单月销售额和销量均创历史新高。**根据三一集团官微披露，从销量角度看，三一单3月销量突破2万台，创造国内行业历史单月销量最高值；从销售额来看，三一3月销售额破百亿，超过2020年单月66亿销售业绩峰值。这其中，随着海外市场逐渐复苏，三一海外销售单月销售额破10亿。综合量、价两个维度，龙头企业表现优异，根据我们分析，公司2020年全年挖机市占率28%左右，按照过去十年市占率平均提升2Pct节奏来看，2021年全年市占率有望达到30%，出口市场将成为最大亮点。
- **预计Q1利润率同比持续提升，环比将保持平稳。**①通过测算，Q1收入增速117%（模拟测算，仅供参考），低于净利润增速，净利率同比持续提升。2021年Q1挖机行业销量12.7万台，按照三一市占率29.5%来计

算，三一挖机销量为 3.7 万台，按照 2020 年均价 40 万，挖机板块收入为 149.9 亿，按照 40% 的占比计算，Q1 总收入为 374.7 亿，同比 2020 年 Q1 增速为 117%，净利润增速 137%~164%，高于收入增速，这说明公司净利率仍处于同比提升状态。②判断 2021 年 Q1 毛利率环比将保持平稳。2020 年受到产品结构调整、经销商价格折让、原材料涨价、会计准则调整四个因素影响，公司全年毛利率 30.32%，同比-2.4pct，Q1-Q4 毛利率为 28.17%、31.52%、30.21%、28.49%，我们判断 2021 年 Q1 尽管原材料涨价仍会影响毛利率，但整体将保持平稳，原因如下：(1) **产品结构改善。挖机部分**：一季度中挖增速领跑行业。从 1-3 月份累计来看，小、中、大挖的增速分别是 71.7%、131.9%、67.4%，国内市场 Q1 累计平均 85.3%，中挖领跑行业；**起重机部分**：2020 年受到疫情影响，出口市场受阻，而出口较多的是高毛利大吨位产品，2021 年疫情控制较好，出口恢复，高毛利产品占比有望提升。(2) **经销商一季度终端售价有所上调，盈利能力环比提升，价格折让压力小**。2021 年 2 月份，三一代理商陆续发出涨价通知，终端售价提升 3-5%，代理商盈利能力略微回升，三一作为主机厂，给代理商的价格折让压力变小。(3) **规模效应持续显现，以及较强产业链议价能力**。面对原材料涨价，公司一方面，销量创新高，规模效应凸显，另一方面，由于公司量足够大，作为产业链最大下游客户，有较强议价能力，可将部分成本压力传导至上游供应商，有效对冲原材料涨价压力。

#### ● 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 分别为 14、11、10 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，目前价值被低估，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 (%)	30.0%	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	13.68	11.43	9.93
P/B	5.25	3.52	2.69	2.12
EV/EBITDA	15.64	11.58	9.09	7.39

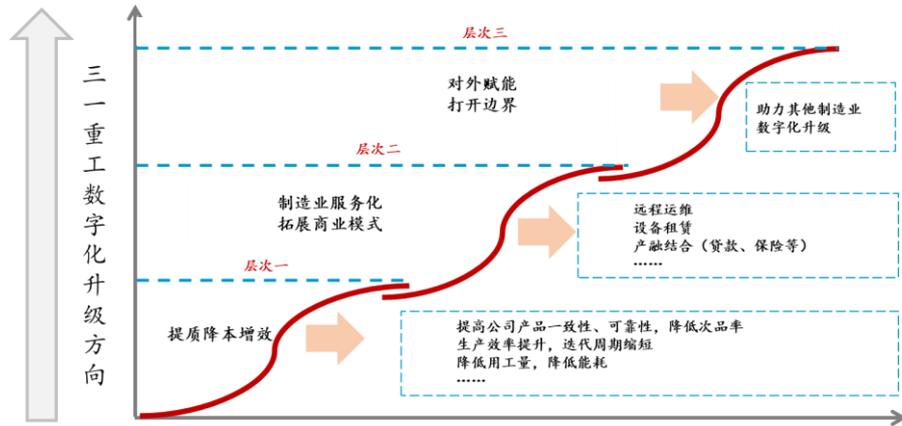
资料来源：wind，华安证券研究所

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

图表2 三一重工数字化升级方向推演



资料来源：华安证券研究所整理

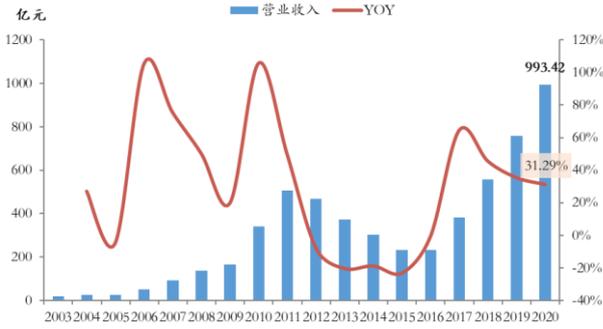
图表3 三一重工财务数据及估值对比卡特、小松

	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

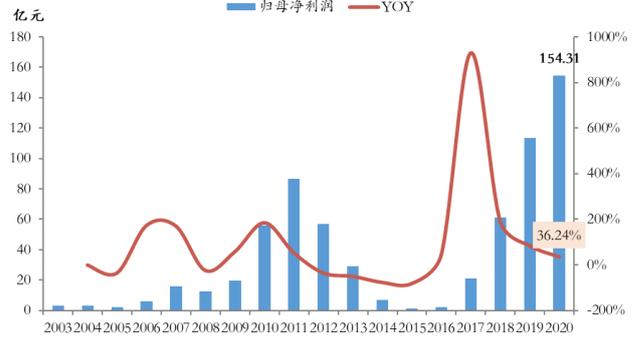
资料来源：wind，彭博，华安证券研究所

图表4 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5 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

图表6 公司2020年挖掘机收入达到375.3亿



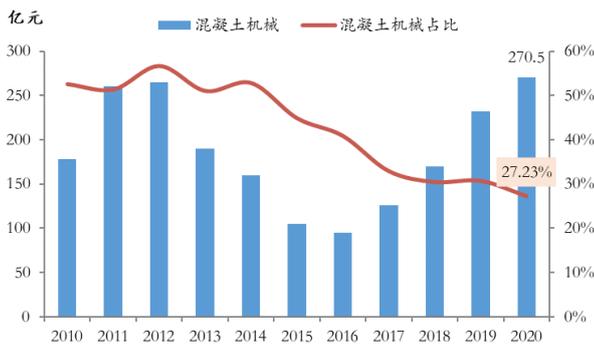
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 三一重工挖掘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

图表8 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9 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

图表 10 公司 2020 年起重机械收入达到 194.1 亿



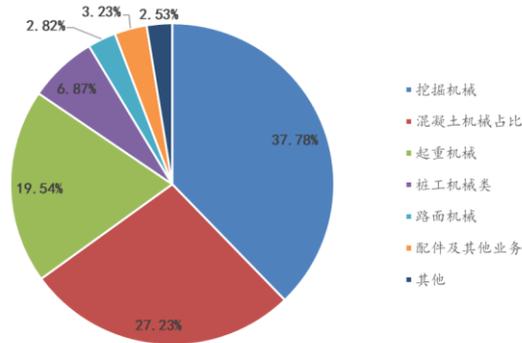
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 2020 年汽车起重机行业销量 53657 台



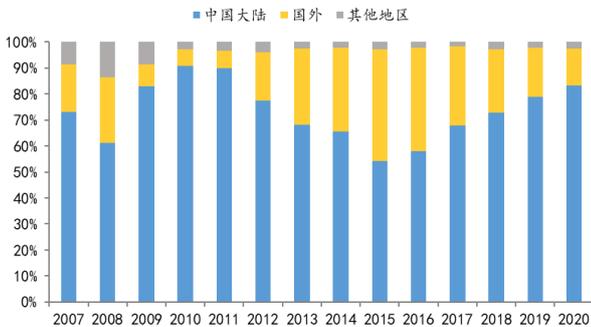
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 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

图表 13 2020 年三一国内收入占比达 83.3%



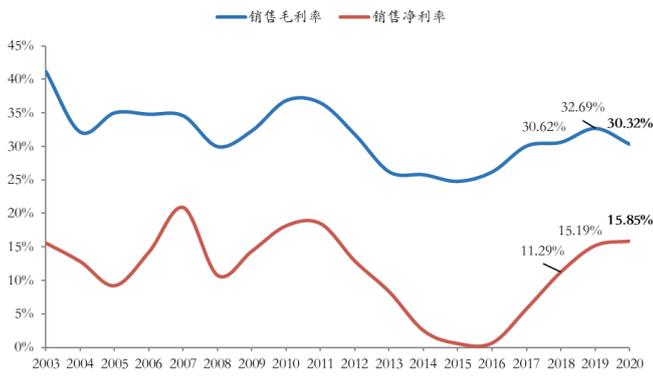
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 2020 年三一海外收入同比基本持平



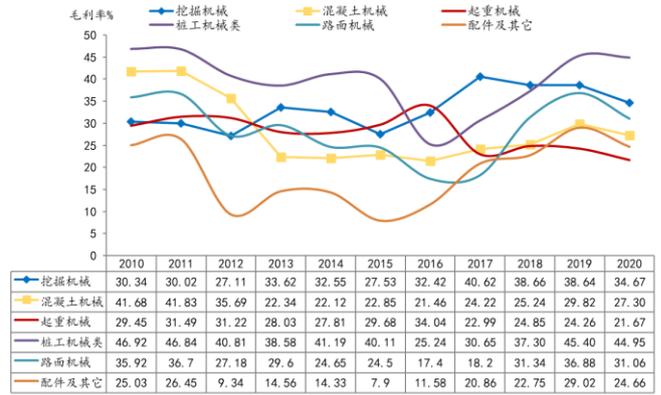
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 2020 年三一毛利率略有下滑，净利率提升



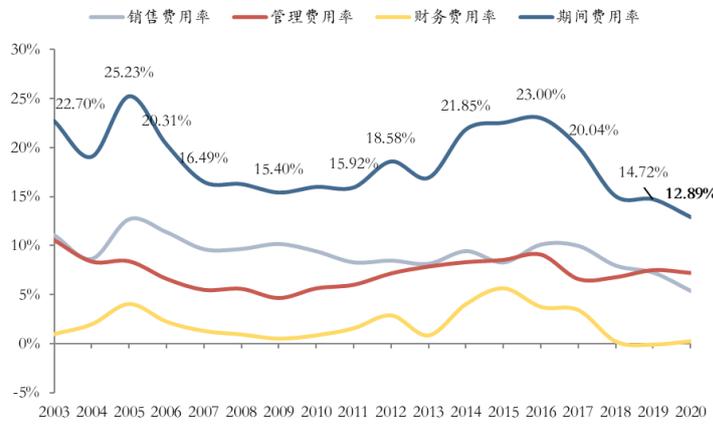
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 2010-2020 年三一分产品毛利率情况



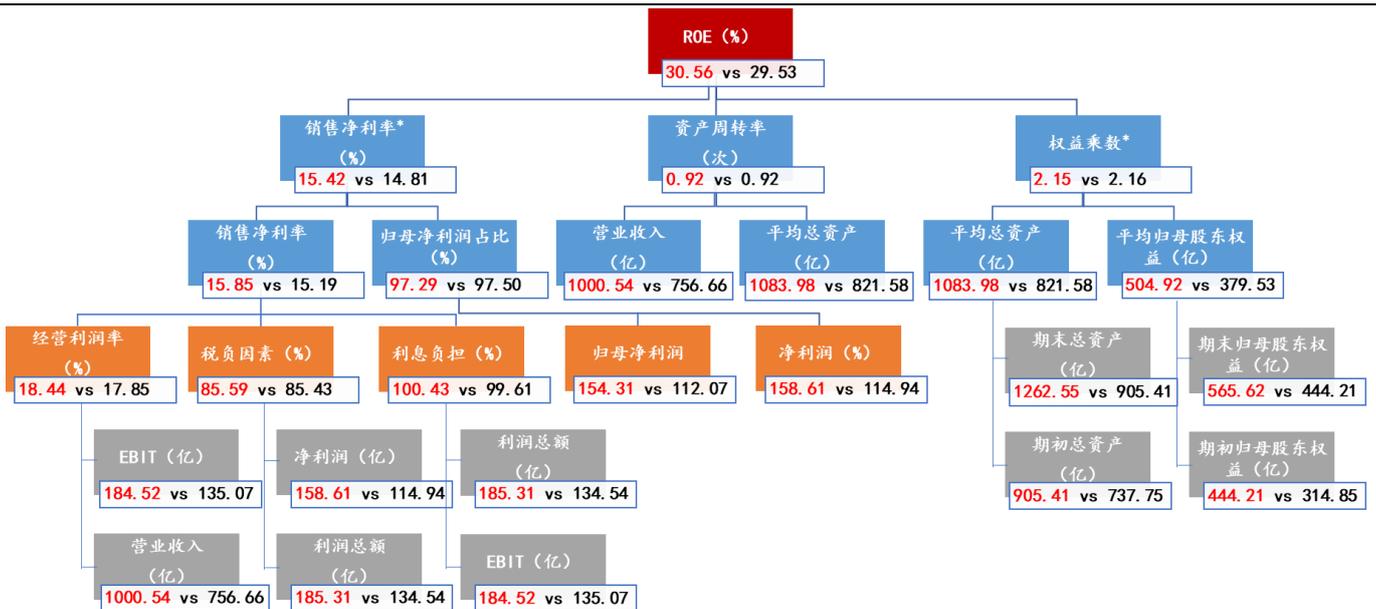
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 2016 年以来三一重工期间费用率显著下降



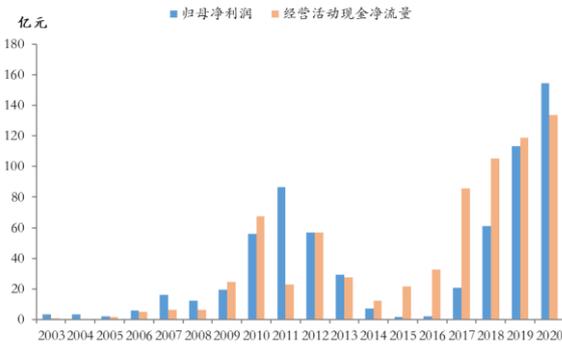
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 三一重工杜邦分析 (红色代表 2020 年, 黑色代表 2019 年)



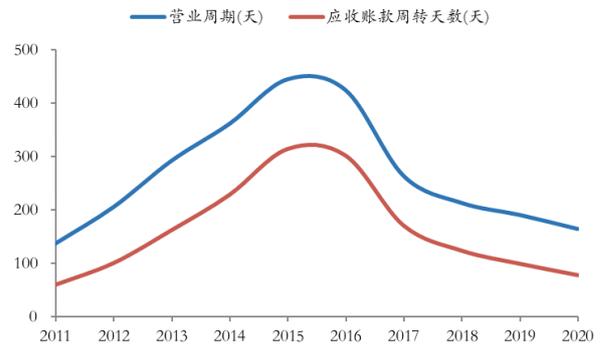
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 公司经营净现金流与归母净利润同步提升



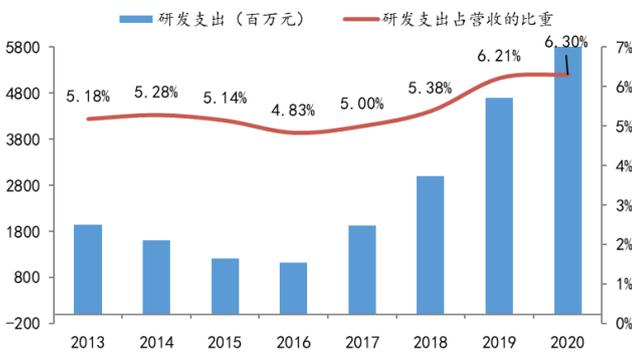
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 公司运营效率提升



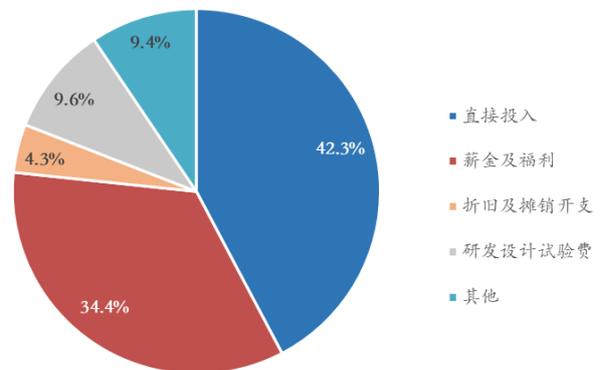
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 公司研发支出占总营收比重不断提升



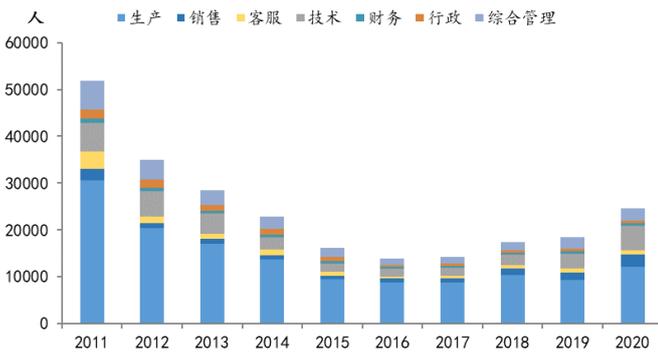
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 2020 年研发费用明细



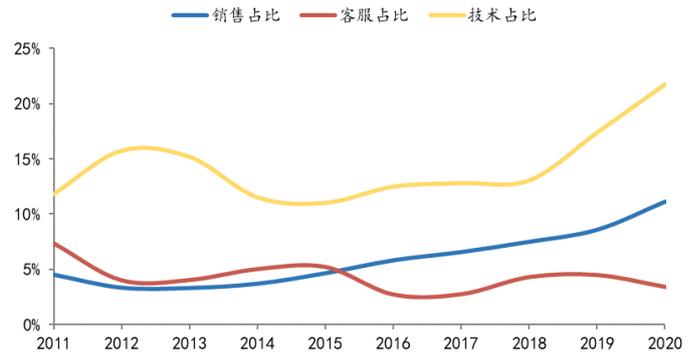
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 公司员工构成变迁



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 24 研发人员占比持续提升



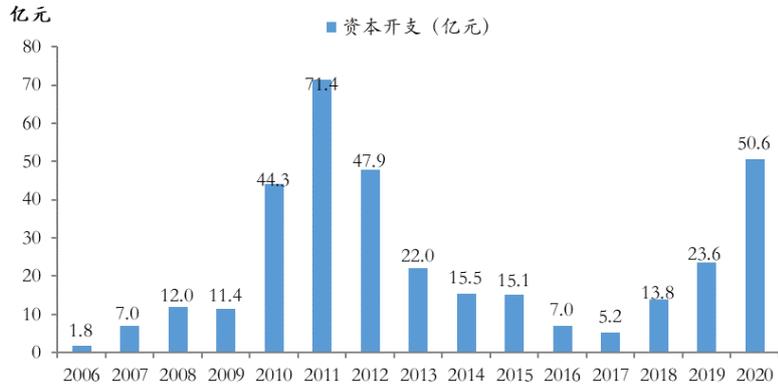
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 25 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， <b>作业更智能、精准、高效、安全，燃油效率高，成本更低。</b>
欧五排放挖掘机	SY75C	<b>小挖王牌机型</b> ，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
混凝土机械	泵车	五桥67米泵车
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

图表 26 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

图表 27 部分地区挖机经销商涨价

**合肥湘元 通知**

关于三一挖掘机产品价格调整的通知

尊敬的客户朋友：  
衷心感谢长期以来对三一挖掘机的支持与厚爱，我司秉承“质量第一、客户至上”的精神，一直致力于为广大客户提供优质的产品和服务。  
根据三一挖掘机全国最低销售价格要求，我司对安徽区域三一挖掘机产品进行价格调整，具体如下：  
1. 中挖、小挖，新款机型价格上涨 0.5 万元，新款 pro 系列机型价格上涨 1 万元。  
2. 中挖、20-30 吨老款机型价格上涨 1 万元，新款机型价格上涨 2 万元。  
3. 大挖、30-60 吨老款机型价格上涨 2 万元，新款机型价格上涨 3 万元。  
4. 另接三一工厂通知，春节后销售的机器必须按照代理商进货顺序遵循“先进先出”的原则，严禁跳机型号，特此申明。  
以上价格调整自 2021 年 2 月 17 日（正月初六）起执行，再次感谢您的支持与信赖！三一挖掘机与您同在，携手共进，合作共赢，共创未来。  
特此通知！

安徽湘元工程机械销售有限公司  
2021 年 2 月 17 日

**安徽中建机械科技发展有限公司**

**产品调价通知**

尊敬的客户朋友：  
首先感谢您一直以来对本公司的支持与信赖！我司秉承“质量第一、客户至上”的精神，一直致力于为广大客户提供优质的产品和服务。  
因钢材等价格上涨 28%，同时国际贸易摩擦的持续以及国外疫情的严峻形势，进口零部件供货周期延长，配件供应价格、仓储物流费用、人力成本上涨导致我司经营成本大幅上升。  
为更好地为客户长期服务，促进共同发展，经过慎重考虑，决定自 **2021 年 3 月 1 日** 开始，对本公司销售的徐工品牌挖掘机价格做适当调整，以缓解不断上涨的成本压力，具体价格调整如下：  
1. 中小挖（10T 以下）机型价格上涨 1 万元  
2. 中挖（13-29T）机型价格上涨 2 万元  
3. 大挖（30T 及以上）机型价格上涨 3 万元  
特此敬告，请广大客户朋友理解，我们将一如既往地以高品质的专业服务回报广大客户的支持与厚爱。谢谢！

安徽中建机械科技发展有限公司  
2021 年 2 月 25 日

资料来源：上海证券报，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	91428	118809	151189	188097	<b>营业收入</b>	100054	113997	130257	149047
现金	12596	18444	34305	53793	营业成本	70035	78554	89425	102601
应收账款	21512	28109	31404	34710	营业税金及附加	408	456	495	566
其他应收款	1869	3748	4639	5717	销售费用	5332	5928	6122	7154
预付账款	1156	1021	1073	1231	管理费用	2201	2280	2345	2534
存货	19198	22598	25725	29515	财务费用	282	525	515	487
其他流动资产	35098	44889	54042	63130	资产减值损失	-24	-2	-2	-2
<b>非流动资产</b>	34827	37071	39401	41748	公允价值变动收益	-436	-500	-550	-600
长期投资	3420	3620	3870	4120	投资净收益	905	1368	1303	1490
固定资产	10841	10066	9317	8595	<b>营业利润</b>	18548	23500	28091	32249
无形资产	3228	3196	3094	2972	营业外收入	158	115	90	100
其他非流动资产	17338	20190	23121	26062	营业外支出	175	125	110	100
<b>资产总计</b>	126255	155880	190590	229845	<b>利润总额</b>	18531	23490	28071	32249
<b>流动负债</b>	62049	71537	82243	93919	所得税	2671	3430	4098	4708
短期借款	7636	7636	7636	7636	<b>净利润</b>	15861	20060	23973	27541
应付账款	24892	18724	21560	24737	少数股东损益	429	441	479	496
其他流动负债	29520	45177	53047	61546	<b>归属母公司净利润</b>	15431	19619	23494	27045
<b>非流动负债</b>	6018	6018	6018	6018	EBITDA	18992	22842	27352	31017
长期借款	4532	4532	4532	4532	EPS (元)	1.82	2.31	2.77	3.19
其他非流动负债	1486	1486	1486	1486					
<b>负债合计</b>	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					
<b>负债和股东权益</b>	126255	155880	190590	229845					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-359	5848	15861	19488

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	30.0%	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 (%)	20.5%	20.2%	19.4%	17.8%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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	2.81	4.20	4.15	4.15
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	19.23	13.68	11.43	9.93
P/B	5.25	3.52	2.69	2.12
EV/EBITDA	15.64	11.58	9.09	7.39

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。