

三一重工 (600031)

2021 年中报点评：无惧短期利润率波动，加大投资增强未来信心

2021 年 08 月 30 日

买入 (维持)

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
183-2116-8715

zhubb@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

185-0254-2232
luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	100,054	120,477	131,745	135,726
同比 (%)	32.2%	20.4%	9.4%	3.0%
归母净利润 (百万元)	15,431	17,706	20,518	22,015
同比 (%)	37.7%	14.7%	15.9%	7.3%
每股收益 (元/股)	1.82	2.09	2.42	2.59
P/E (倍)	15.00	13.09	11.30	10.53

事件：公司发布 2021 年半年报：实现收入 671.28 亿元，同比+36.47%；归母净利润 100.74 亿元，同比+17.16%，创历史新高。单 Q2 公司收入 338.00 亿元，同比+5.88%；归母净利润 45.36 亿元，同比-28.56%，主要系短期毛利率波动，战略性投入加大。

投资要点

■ 核心板块份额大幅提升，无惧短期利润率波动

上半年公司各版块实现高速增长，挖掘机/混凝土机械/起重机械分别实现收入 260/177/140 亿元，同比+39.46%/+31.05%/+48.86%，核心板块份额大幅提升。展望下半年，我们预计在专项债发行加速、大挖复苏、原材料价格企稳趋势下，Q4 行业有望回暖。此外，2021 年上半年公司经营性现金流净额为 97.88 亿元，同比+35.75%，再创历史新高，若剔除融资租赁业务影响，我们预计经营性现金流净额将高于同期净利润。公司贷款逾期率位于历史低水平，资产质量高。

2021 年上半年公司综合毛利率为 28.14%，同比-2.20pct；期间费用率为 12.18%，同比+1.73pct，其中销售/研发费用率分别同比+0.75 pct /+1.12 pct；归母净利率为 15.01%，同比-2.21pct，主要系：①钢材等原材料价格上涨对冲成本下降空间，我们预计影响公司毛利率约 1-2 个百分点；②2021 年公司同时推进 15 个灯塔工厂建设，产能处于爬坡阶段，短期规模效应不足，外协成本较高；③战略上主动加大渠道投入，包括支持经销商营销服务、数字化项目等。综合来看，我们预计原材料涨价、灯塔工厂外协导致公司上半年成本压力约 15 亿元（约占同期收入 2%），随着钢价稳定、灯塔工厂产能释放，公司下半年成本端压力环比有望改善。

■ 加大投资“两新三化”前景赛道，增强未来发展信心

公司研发主要投向“两新三化”前景领域（详见正文）：①电动化：随着电池价格下降，我们预计未来 5 年行业有望迎电动化黄金发展期；②智能化：发力预测性维护、智能驾驶、C 端互联三大领域，有望向提供解决方案服务商转型；③国际化：已推出国际化产品 70 款，同时海外数字化工厂持续推进。公司将研发视为最有效投资，我们预计公司研发费用率未来保持 5%左右水平。

■ 国际化+数字化战略再造三一重工，有望重塑现有业务边界

2021 年上半年公司海外收入 124.44 亿元，超过 2020 年全年水平，同比+94.69%，其中公司不含普迈的海外收入 96.19 亿元，同比增长达到 135%。分市场看，亚澳/欧洲/美洲/非洲地区收入分别同比+120.05%/+46.85%/+173%/+99.72%。分产品看，挖掘机/混凝土机械/起重机械海外收入分别同比+129.04%/+32.71%/+182.97%。此外，公司已推出国际化挖机产品 70 款，其中上半年欧美市场推出 10 款产品。随着公司全球竞争力逐步兑现，海外市场迎来黄金发展期。

公司持续深化数字化与智能制造转型，2021H1 推动 7 家灯塔工厂建成达产，累计已实现 11 家灯塔工厂建成达产，产能提升 70%、制造周期缩短 50%、自动化率提升 36 个百分点。推进 5G 工业互联网建设，在研发、计划、商务、制造、物流自主开发多款工业软件，未来有望实现以数据驱动业务创新和产业升级，重塑公司现有业务边界。

■ 盈利预测与投资评级：基于公司加大研发、渠道投资力度，或对短期利润率造成波动，我们将公司 2021-23 年净利润由 200/226/246 亿下调至 177/205/220 亿，当前市值对应 2021-23 年 PE 为 13.09/11.30/10.53 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业周期波动；行业竞争加剧；国际贸易争端；数字化转型不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.30
一年最低/最高价	24.01/49.23
市净率(倍)	3.75
流通 A 股市值(百万元)	231800.16

基础数据

每股净资产(元)	7.29
资产负债率(%)	55.94
总股本(百万股)	8,490.85
流通 A 股(百万股)	8,490.85

相关研究

- 1、《三一重工：2021Q1 业绩点评：业绩符合预期，龙头阿尔法持续强化》2021-04-29
- 2、《三一重工：2021Q1 业绩预告点评：业绩超预期，盈利性提升贡献业绩弹性》2021-04-15
- 3、《三一重工：2020 年年报点评：业绩基本符合预期，海外挖机业务逆市大增》2021-03-31

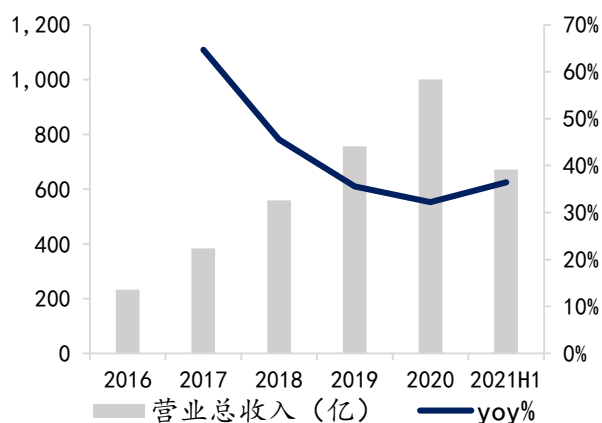
1. 核心板块份额大幅提升，资产质量优异

公司发布 2021 年半年报，上半年实现收入 671.28 亿元，同比+36.47%；归母净利润 100.74 亿元，同比+17.16%，创历史新高；扣非后净利润为 93.77 亿元，同比+18.01%。

单季度看，公司 21Q2 收入 338.00 亿元，同比+5.88%；实现归母净利润 45.36 亿元，同比-28.56%，主要系短期毛利率波动，渠道及研发投入加大造成利润端扰动。公司上半年核心产品市场份额大幅提升，各版块高速增长：①挖机板块收入 260.07 亿元，同比+39.46%，销量居全球第一；②混凝土机械收入 177 亿元，同比+31.05%，稳居全球第一品牌；③起重机收入 140.34 亿元，同比+48.86%，份额保持快速提升，为公司增速最快板块之一。此外，公司配件及其它/其他业务收入分别同比+90.71%/79.70%，后市场配件、融资租赁等业务发展势头良好。展望下半年，我们预计在专项债发行加速、大挖复苏、原材料价格企稳趋势下，Q4 行业有望回暖。

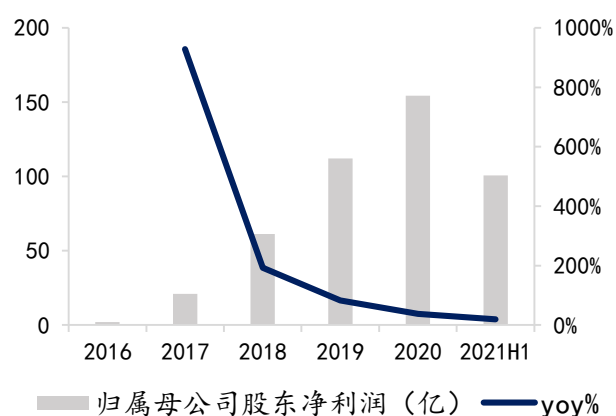
公司保持良好的成交条件与客户资信条件，贷款逾期率控制在历史低水平，资产质量较高。2021 年上半年公司应收账款 260 亿元，较 2020 年底增长 21%。2021 年上半年公司经营性现金流净额为 97.88 亿元，同比+35.75%，再创历史新高，若剔除融资租赁业务影响，我们预计经营性现金流净额将高于同期净利润。

图 1: 21H1 公司收入 671.28 亿元，同比+36.47%



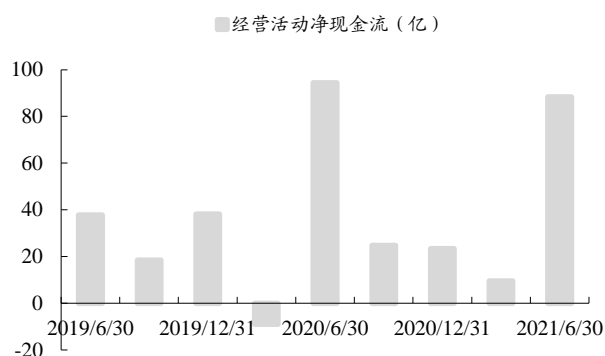
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 21H1 归母净利润 100.74 亿元，同比+18.97%



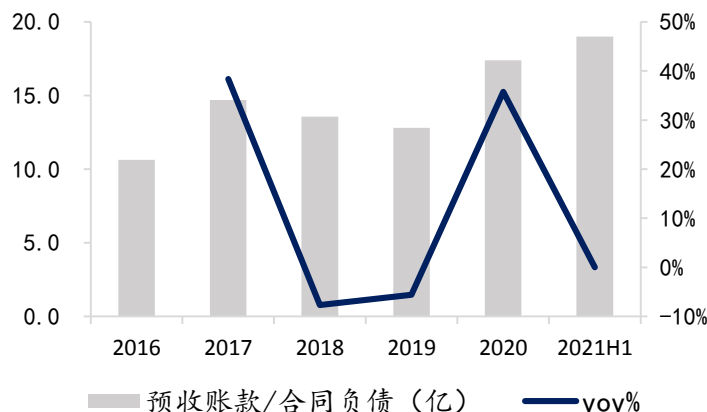
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3: 21H1 经营性净现金流 97.88 亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 21H1 公司合同负债 18.99 亿元



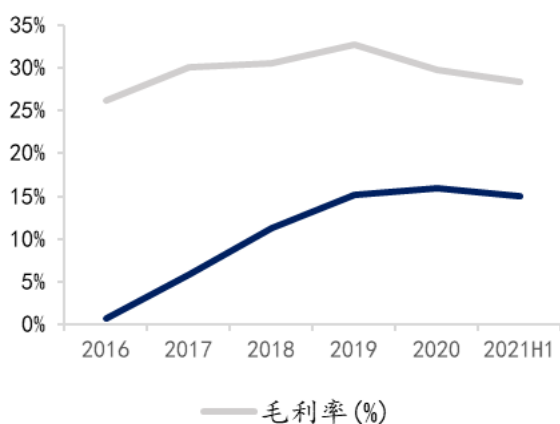
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 无惧短期利润率波动, 下半年成本端有望改善

2021 年上半年公司综合毛利率为 28.14%, 同比-2.20pct, 其中挖掘机/混凝土/起重机板块毛利率分别为 31.91%/26.96%/21.34%, 同比-2.95pct/-1.98pct/+1.32pct, 主要受原材料涨价、销售结构及规模效应影响。2021 H1 公司期间费用率为 12.18%, 同比+1.73pct, 其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 5.93%/4.56%/1.90%/-0.21%, 分别同比+0.75pct/+1.12pct/+0.07pct/-0.21pct, 研发及渠道作为公司主动战略布局, 投入力度明显加大, 夯实长期业绩增长基础。

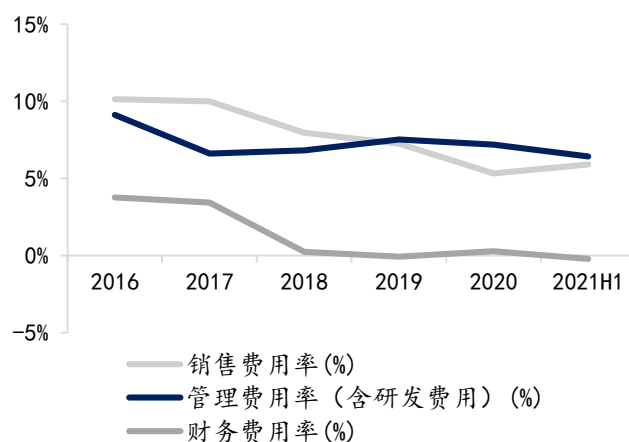
2021 年上半年归母净利润率为 15.01%, 同比-2.21pct, 主要系: ①钢材等原材料价格上涨对冲成本下降空间, 我们预计影响公司毛利率约 1-2 个百分点; ②2021 年公司同时推进 15 个灯塔工厂建设, 产能处于爬坡阶段, 短期规模效应不足, 外协成本较高; ③公司战略上主动加大渠道投入, 销售费用率同比+0.75pct, 主要用支持经销商营销服务、数字化项目等, 尽管短期利润率承压, 但有助于夯实公司渠道竞争力基础, 增强业绩持续增长韧性。综合来看, 我们预计原材料涨价、灯塔工厂外协导致公司上半年成本压力约 15 亿元(约占同期收入 2%), 随着钢价稳定、灯塔工厂产能释放, 公司下半年成本端压力环比有望改善。

图 5: 21H1 公司综合毛利率 28.14%，同比-2.20pct；归母净利润率 15.01%，同比-2.21pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6: 21H1 公司期间费用率 12.18%，同比+1.73pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 加大投资“两新三化”前景赛道，增强未来发展信心

公司将研发投入视为最有效的投资，2021年上半年公司研发费用率 4.56%，主要投向“两新三化”前景领域：新产品、新技术、电动化、智能化、国际化，其中“三化”投入费用占比已达到近 40%。具体来看：①电动化：我们预计随着未来电池价格下降，电动化工程机械产品有望迎来黄金发展期，公司在研项目覆盖全产品谱系，提前布局占领未来电动化赛道先机；②智能化：发力预测性维护、智能驾驶、C 端互联三大领域，有望重塑行业商业模式，迎来智能产品+服务变革；③国际化：已推出国际化产品 70 款，上半年针对欧美市场即推出 10 款产品，欧美小挖已经达到 15 款，同时海外数字化工厂持续推进。新产品方面，公司推行“销售一代、开发一代、储备一代”理念，上半年推出多款代表性新产品巩固市场竞争力。我们预计公司研发费用率未来保持 5%左右水平，公司加大投资“两新三化”前景赛道，夯实长期业绩增长韧性。

4. 全球竞争力加速兑现，国际化战略再造三一重工

2021年上半年公司实现国际销售收入 124.44 亿元，超过 2020 年全年水平，同比+94.69%，其中公司不含普茨迈斯特的国际销售收入 96.19 亿元，同比增长达到 135%。①分市场看，亚澳区域实现收入 56.67 亿元，同比+120.05%，东南亚主要国家地区挖机份额数一数二；欧洲区域实现收入 37.51 亿元，同比+46.85%；美洲区域实现收入 19.61 亿元，同比+173%；非洲区域实现收入 10.65 亿元，同比+99.72%；②分产品看，挖机销售 50.36 亿元，同比+129.04%；混凝土机械销售 36.29 亿元，同比+32.71%，主要为普迈收入；起重机械销售 25.12 亿元，同比+182.97%；桩工机械等其他产品销售

12.67 亿元，同比+121.98%。此外，公司国际化产品竞争力不断增强，已推出国际化挖掘机产品 70 款，其中上半年欧美市场推出 10 款产品，欧美小挖已达 15 款。三一集团 2025 年海外市场收入目标为 100 亿美元（不代表公司业绩承诺），未来随着公司全球竞争力不断兑现，有望迎来业绩新增长极、估值中枢上移的戴维斯双击机会。

5. 数字化战略转型持续深化，“数据驱动”有望重塑业务边界

公司持续深化数字化与智能制造转型，①“灯塔工厂”建设：2021H1 推动 7 家灯塔工厂建成达产，累计已实现 11 家灯塔工厂建成达产，构建三一智能制造管理平台，形成生产制造的“工业大脑”，产能提升 70%、制造周期缩短 50%、自动化率提升 36 个百分点，工艺整体自动化率大幅提升。②工业互联网建设：推进设备互联，开展数据采集、能源管理、故障预测等方向的研究，5G 应用，桩机 5G 全连接工厂成功入选工信部重点行业典型案例；③工业软件自主开发：自主开发 FCC-MES 系统、下料单元和钻杆焊接 MCS、AS 高级排程系统，在研发、计划、商务、制造、物流自主开发多款工业软件，未来有望实现以数据驱动业务创新和产业升级，重塑公司现有业务边界。

6. 盈利预测与投资评级：

基于公司加大研发、渠道投资力度，或对短期利润率造成波动，我们将公司 2021-23 年净利润由 200/226/246 亿下调至 177/205/220 亿，当前市值对应 2021-23 年 PE 为 13.09/11.30/10.53 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示：

行业周期波动；行业竞争加剧；国际贸易争端；数字化转型不及预期。

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
流动资产	91428	100376	119287	137369	营业收入	100054	120477	131745	135726
现金	12596	12522	31322	44197	减:营业成本	69720	85891	93131	95409
应收账款	23633	28457	31119	32059	营业税金及附加	408	482	474	489
存货	19198	23532	24240	24310	营业费用	5332	6024	6587	6786
其他流动资产	36001	35865	32607	36803	管理费用	5696	8180	8809	8946
非流动资产	34827	40381	42267	43104	财务费用	282	-241	-263	-136
长期股权投资	3420	3720	4120	4620	资产减值损失	24	102	0	0
固定资产	14584	19646	20846	20806	加:投资净收益	905	1357	2036	2239
在建工程	3741	2945	1783	1135	其他收益	-949	-70	-329	46
无形资产	3228	3420	3706	4082	营业利润	18548	21327	24714	26518
其他非流动资产	9854	10650	11812	12460	加:营业外净收支	-17	0	0	0
资产总计	126255	140756	161554	180472	利润总额	18531	21327	24714	26518
流动负债	62049	62885	67846	69772	减:所得税费用	2671	3074	3562	3822
短期借款	8466	8466	8466	8466	少数股东损益	429	548	635	681
应付账款	32207	34121	36997	37902	归属母公司净利润	15431	17706	20518	22015
其他流动负债	21375	20297	22383	23403	EBIT	22394	20009	22857	24220
非流动负债	6018	6018	6018	6018	EBITDA	24283	22234	25606	27337
长期借款	4532	4532	4532	4532					
其他非流动负债	1486	1486	1486	1486	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	68067	68902	73864	75789	每股收益(元)	1.82	2.09	2.42	2.59
少数股东权益	1625	2173	2807	3488	每股净资产(元)	6.67	8.21	10.00	11.92
					发行在外股份(百万股)	8479	8491	8491	8491
归属母公司股东权益	56562	69681	84883	101194	ROIC(%)	41.7%	33.2%	33.3%	33.8%
负债和股东权益	126255	140756	161554	180472	ROE(%)	27.3%	25.4%	24.2%	21.8%
					毛利率(%)	30.3%	28.7%	29.3%	29.7%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	15.9%	15.2%	16.1%	16.7%
经营活动现金流	13363	13571	22649	25112	资产负债率(%)	53.9%	48.7%	45.3%	41.3%
投资活动现金流	-11250	-9058	1467	-6533	收入增长率(%)	32.2%	20.4%	9.4%	3.0%
筹资活动现金流	-2452	-4587	-5316	-5704	净利润增长率(%)	37.7%	14.7%	15.9%	7.3%
现金净增加额	-359	-74	18800	12875	P/E	15.00	13.09	11.30	10.53
折旧和摊销	1890	2225	2749	3117	P/B	4.09	3.33	2.73	2.29
资本开支	-5060	-6615	-3835	-2953	EV/EBITDA	12.33	13.50	11.90	11.20
营运资本变动	1232	-6355	-1252	-701					

数据来源: Wind, 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>

