

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 三一重工 (600031): 毛利率下滑, 核心产品销售收入稳步增长

2021年8月31日

### 分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格: 26.23 元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本(百万股): 8490.85

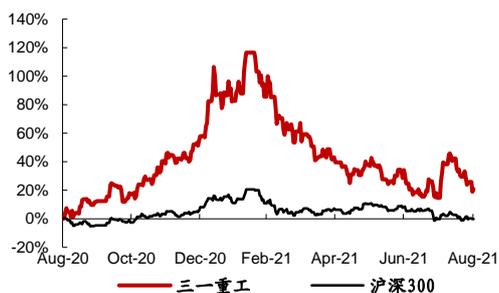
流通股本(百万股): 8490.85

流通 A 股市值(亿元): 2227.15

每股净资产(元): 7.29

资产负债率(%): 55.94

### 公司近一年股价与沪深 300 指数相对涨跌幅



数据来源: Wind

### 相关报告

- 三一重工 (600031): 工程机械持续处于景气周期, 公司业绩高增长
- 三一重工 (600031): 业绩高增长, 综合竞争力不断提升
- 三一重工 (600031): 上半年收入再创新高, 坚定推进国际化战略
- 三一重工 (600031): 工程机械高景气度延续, 核心竞争力稳步提升

### 内容提要:

- 公司近日发布了2021年半年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入671.28亿元, 同比增长36.47%; 归母净利润100.74亿元, 同比增长17.16%。
- 综合毛利率有所下降, 期间费用率上升。受钢材等原材料价格上升影响, 2021H1公司综合毛利率同比减少2.35个百分点至28.39%。分具体产品来看, 挖掘机械毛利率同比减少2.95个百分点至31.91%; 混凝土机械毛利率同比减少1.98个百分点至26.96%; 桩工机械毛利率同比减少0.55个百分点至43.02%; 路面机械毛利率同比减少3.02个百分点至29.76%。报告期内, 公司期间费用率同比上升1.74个百分点至12.18%, 其中, 销售费用率同比上升0.75个百分点至5.93%; 管理费用率同比上升0.08个百分点至1.9%; 研发费用率同比上升1.12个百分点至4.56%; 财务费用率同比减少0.21个百分点至-0.22%, 综合毛利率下降、期间费用率上升是公司归母净利润增速低于收入增速的主要原因。
- 核心产品销售收入稳步增长, 经营活动净现金流创历史新高。在设备更新需求增长及人工替代效应等因素驱动下, 2021H1公司主要产品收入实现稳步增长, 其中, 挖掘机械销售收入同比增长39.46%至260.07亿元, 销量全球居首; 混凝土机械收入同比增长31.05%至177亿元, 稳居全球第一品牌。起重机械销售收入同比增长48.86%至140.34亿元, 汽车起重机市场份额持续提升。公司注重经营质量与风险管控, 2021H1经营活动净现金流同比增长35.75%至97.88亿元, 再创历史新高, 各主要产品事业部的贷款逾期率控制在历史低水平。
- 数字化、智能化转型进展相对顺利, 坚定推进国际化战略。报告期内, 公司推动7家灯塔工厂建成达产, 广泛采用视觉识别、工艺仿真、重载机器人等前沿的工业技术和数字技术, 产能提升70%、制造周期缩短50%, 工艺整体自动化率大幅提升。2021H1公司坚定推进国际化战略, 在海外渠道、服务能力、代理商体系、服务配件体系建设方面均取得积极进展, 三一美国、三一印度、三一欧洲等海外事业部销售均实现高增长。2021H1, 公司国际收入同比增长94.69%至124.44亿元, 挖掘机、混凝土机械、起重机械、桩工机械等产品销售均实现较高增速, 凭借海外业务深度布局优势, 出口业务有望成为公司重要的业绩增长点。
- 盈利预测与投资评级: 预计公司2021-2023年EPS分别为2.07、2.35、2.57元, 以8月31日26.23元/股的收盘价计算, 对应的动态市盈率分别为12.7、11.2、10.2倍, 维持公司“推荐”的投资评级。
- 风险提示: 市场竞争加剧导致公司业绩不达预期; 国内外经济复苏低于预期; 全球疫情反复引致的市场风险; 中美全面关系进一步恶化引致的市场风险; 国内外二级市场风险。

### 主要财务数据及预测

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	76233	100054	117913	129360	136860
增长率 (%)	36.57%	31.25%	17.85%	9.71%	5.80%
归属母公司股东净利润	11326	15431	17564	19973	21811
增长率 (%)	85.18%	36.25%	13.82%	13.72%	9.20%
每股收益 (元)	1.33	1.82	2.07	2.35	2.57
市盈率 (倍)	19.72	14.41	12.67	11.16	10.21

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

注: 公司 2021-2023 年业绩系作者预测值, 估值指标以 8 月 31 日收盘价测算

**事件：**公司近日发布了 2021 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 671.28 亿元，同比增长 36.47%；归母净利润 100.74 亿元，同比增长 17.16%。

**点评：**

**综合毛利率有所下降，期间费用率上升。**受钢材等原材料价格上升影响，2021H1 公司综合毛利率同比减少 2.35 个百分点至 28.39%。分具体产品来看，挖掘机械毛利率同比减少 2.95 个百分点至 31.91%；混凝土机械毛利率同比减少 1.98 个百分点至 26.96%；桩工机械毛利率同比减少 0.55 个百分点至 43.02%；路面机械毛利率同比减少 3.02 个百分点至 29.76%。报告期内，公司期间费用率同比上升 1.74 个百分点至 12.18%，其中，销售费用率同比上升 0.75 个百分点至 5.93%；管理费用率同比上升 0.08 个百分点至 1.9%；研发费用率同比上升 1.12 个百分点至 4.56%；财务费用率同比减少 0.21 个百分点至 -0.22%，综合毛利率下降、期间费用率上升是公司归母净利润增速低于收入增速的主要原因。

**核心产品销售收入稳步增长，经营活动净现金流创历史新高。**在设备更新需求增长及人工替代效应等因素驱动下，2021H1 公司主要产品收入实现稳步增长，其中，挖掘机械销售收入同比增长 39.46%至 260.07 亿元，销量全球居首；混凝土机械收入同比增长 31.05%至 177 亿元，稳居全球第一品牌。起重机械销售收入同比增长 48.86%至 140.34 亿元，汽车起重机市场份额持续提升。公司注重经营质量与风险管控，2021H1 经营活动净现金流同比增长 35.75%至 97.88 亿元，再创历史新高，各主要产品事业部的贷款逾期率控制在历史低水平。

**数字化、智能化转型进展相对顺利，坚定推进国际化战略。**报告期内，公司推动 7 家灯塔工厂建成达产，广泛采用视觉识别、工艺仿真、重载机器人等前沿的工业技术和数字技术，产能提升 70%、制造周期缩短 50%，工艺整体自动化率大幅提升。2021H1 公司坚定推进国际化战略，在海外市场渠道、服务能力、代理商体系、服务配件体系建设方面均取得积极进展，三一美国、三一印度、三一欧洲等海外事业部销售均实现高增长。2021H1，公司国际收入同比增长 94.69%至 124.44 亿元，挖掘机、混凝土机械、起重机械、桩工机械等产品销售均实现较高增速，凭借海外业务深度布局优势，出口业务有望成为公司重要的业绩增长点。

**盈利预测与投资评级：**预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.07、2.35、2.57 元，以 8 月 31 日 26.23 元/股的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 12.7、11.2、10.2 倍，维持公司“推荐”的投资评级。

**风险提示：**市场竞争加剧导致公司业绩不达预期；国内外经济复苏低于预期；全球疫情反复引致的市场风险；中美全面关系进一步恶化引致的市场风险；国内外二级市场风险。

**表：财务报表预测和估值数据汇总**

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>100054</b>	<b>117913</b>	<b>129360</b>	<b>136860</b>	货币资金	12596	21249	36680	53854
%增长率	31.25%	17.85%	9.71%	5.80%	交易性金融资产	14214	18214	21214	24214
营业成本	70035	83288	91617	96933	应收账款及应收票据	21765	23534	24571	25426
毛利率	30.00%	29.37%	29.18%	29.17%	存货	19198	20993	21837	22839
税金及附加	408	480	527	557	预付账款	1156	1249	1328	1376
%营业收入	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	其他流动资产	22500	24570	25758	26806
销售费用	5332	7075	7374	7527	流动资产合计	91428	109809	131389	154515
%营业收入	5.33%	6.00%	5.70%	5.50%	长期股权投资	3420	3920	4320	4720
管理费用	2201	2358	2458	2600	投资性房地产	146	114	85	54
%营业收入	2.20%	2.00%	1.90%	1.90%	固定资产合计	10841	11035	11277	11244
研发费用	4992	5306	5562	5885	无形资产	3228	3026	2954	2862
%营业收入	4.99%	4.50%	4.30%	4.30%	商誉	50	51	51	52
财务费用	282	307	55	-373	递延所得税资产	1441	1441	1441	1441
%营业收入	0.28%	0.26%	0.04%	-0.27%	其他非流动资产	15701	16554	17116	17645
资产减值损失	-24	-32	-12	-12	<b>资产总计</b>	<b>126255</b>	<b>145950</b>	<b>168634</b>	<b>192534</b>
信用减值损失	-657	-700	-650	-650	短期借款	7636	7000	6000	4500
其他收益	1072	1297	1334	1452	应付票据及应付账款	32207	34228	35894	37180
投资收益	905	943	1016	1109	预收账款	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	应付职工薪酬	1864	1999	2107	2229
公允价值变动收益	436	514	564	597	应交税费	2030	2358	2587	2737
资产处置收益	10	12	13	14	其他流动负债	18312	20172	21571	22717
<b>营业利润</b>	<b>18548</b>	<b>21133</b>	<b>24033</b>	<b>26239</b>	流动负债合计	62049	65757	68159	69364
%营业收入	18.54%	17.92%	18.58%	19.17%	长期借款	4532	6532	5532	5032
营业外收支	-17	-20	-22	-23	应付债券	0	800	1300	1800
<b>利润总额</b>	<b>18531</b>	<b>21114</b>	<b>24011</b>	<b>26216</b>	递延所得税负债	600	600	600	600
%营业收入	18.52%	17.91%	18.56%	19.16%	其他非流动负债	886	886	886	886
所得税费用	2671	3061	3482	3798	<b>负债合计</b>	<b>68067</b>	<b>74574</b>	<b>76477</b>	<b>77682</b>
净利润	15861	18052	20529	22418	归属于母公司的所有者权益	56562	69262	89488	111576
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>15431</b>	<b>17564</b>	<b>19973</b>	<b>21811</b>	少数股东权益	1625	2114	2669	3276
%增长率	36.25%	13.82%	13.72%	9.20%	<b>股东权益</b>	<b>58188</b>	<b>71376</b>	<b>92157</b>	<b>114852</b>
少数股东损益	429	489	556	607	<b>负债及股东权益</b>	<b>126255</b>	<b>145950</b>	<b>168634</b>	<b>192534</b>

基本指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	1.82	2.07	2.35	2.57
BPS (元)	6.66	8.16	10.54	13.14
PE (倍)	14.41	12.67	11.16	10.21
PB (倍)	3.94	3.21	2.49	2.00
EV/EBITDA (倍)	11.73	10.42	8.74	7.42
ROE	27.28%	25.36%	22.32%	19.55%

现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>13363</b>	<b>17195</b>	<b>20831</b>	<b>22025</b>
投资活动现金流净额	-11250	-5014	-3281	-2799
筹资活动现金流净额	-2452	-3528	-2119	-2053
<b>现金净流量</b>	<b>-359</b>	<b>8653</b>	<b>15431</b>	<b>17173</b>

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

注: 公司 2021-2023 年业绩系作者预测值, 估值指标以 8 月 31 日收盘价计算

## 分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至于公司研究与发展部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层