

600031.SH

买入

原评级: 买入

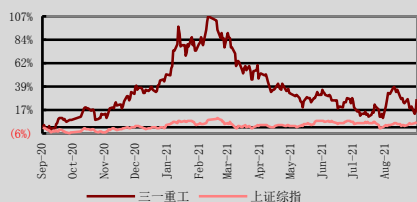
市场价格: 人民币 28.85

板块评级: 强于大市

本报告要点

- **核心产品市场竞争力持续增强, 多项产品市场份额进一步提升;** 多因素冲击致盈利能力短期承压, 加大研发投入及数字化转型布局未来; 海外多区域集体迎突破性进展, 持续深耕国际化战略有望再造一个三一。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.3)	16.2	(6.8)	32.8
相对上证指数	(17.1)	11.2	(5.2)	28.2

发行股数(百万)	8,491
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	244,961
3个月日均交易额(人民币 百万)	5,323
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
三一集团有限公司	29

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年9月1日收市价为标准

相关研究报告

- 《三一重工》20210407
- 《三一重工》20201105
- 《三一重工》20200901

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

高研发投入及数字化转型全面提升核心竞争力, 国际化战略推进顺利有望再造一个三一

公司公布2021年中报: 2021H1 共实现营收675.0亿元, 同比增长36.3%, 归母净利润100.7亿元, 同比增长17.2%, 扣非归母净利润93.8亿元, 同比增长18.0%, 经营净现金流97.9亿元, 同比增长35.8%。

支撑评级的要点

- **核心产品市场竞争力持续增强, 多项产品市场份额进一步提升。**受国内外工程机械需求持续火爆及公司核心产品市场份额提升的驱动, 公司主导产品销售持续增长, 经营业绩再创历史最佳, 市场龙头地位进一步巩固, 21H1实现营收675亿元, 同比增长36.3%, 其中Q2单季营收339.8亿元, 同比增长5.9%。分产品看, 挖掘机营收260.1亿元, 同比增长39.5%, 国内市场连续11年蝉联销量冠军, 据工程机械协会统计挖掘机上半年销量增速为31.3%, 挖掘机市场份额持续提升, 销量居全球第一; 混凝土机械营收177.0亿元, 同比增长31.1%, 市场份额稳居全球第一; 起重机械营收140.3亿元, 同比增长48.9%, 据工程机械协会统计汽车起重机上半年销量增速约30%, 汽车起重机市场份额持续提升; 路面机械营收18.0亿元, 同比增长19.9%, 平地机、压路机等市场份额持续提升, 摊铺机市场份额居全球第一; 桩工机械营收35.9亿元, 同比小幅下滑4.4%。
- **多因素冲击致盈利能力短期承压, 加大研发投入及数字化转型布局未来。**21H1公司整体毛利率28.1%, 同比下降2.2pct, 其中Q2毛利率26.5%, 同比下降5.0pct, 分产品看, 混凝土机械、挖掘机、桩工机械、路面机械上半年毛利率分别同比下降2.0pct/3.0pct/0.6pct/3.0pct, 起重机械毛利率同比增加1.3pct, 毛利率下行主要系原材料价格的大幅上涨、灯塔工厂推进致外协成本增加等因素影响所致; 期间费用率为12.1%, 同比增加1.7pct, 其中研发费用率及销售费用率分别同比增长1.1pct、0.7pct, 上半年公司加大对“两新四化”产品的研发投入, 研发费用同比大幅增长80.8%至30.6亿元, 提前卡位新兴成长赛道, 同时加大对经销商扶持力度, 进一步巩固营销渠道和服务优势, 致使销售费用率有所增长。受毛利率下行及期间费用率上行影响, 公司净利率短期承压, 上半年净利率同比下降2.2pct至15.3%。上半年公司数字化、智能化转型成果显著, 推动7家灯塔工厂建成投产, 产能提升70%, 制造周期缩短50%, 自动化率提升36pct, 累计已实现11家灯塔工厂建成投产, 灯塔工厂产能释放带来的降本增效未来有助于显著改善公司的盈利能力, 叠加后续原材料价格高位回落、高研发投入带来新产品竞争力的提升等, 公司盈利弹性有较大的释放空间。同时公司高度重视经营质量与风险管控, 主要产品事业部的贷款逾期率控制在历史最低水平, 报告期内经营净现金流97.9亿元, 同比增长35.8%, 再创历史同期最佳水平。
- **海外多区域集体迎突破性进展, 持续深耕国际化战略有望再造一个三一。**公司坚定持续推进国际化战略, 国际化业务上半年取得积极进展, 实现营收124.4亿元, 同比增长94.7%, 剔除普迈营收96.2亿元, 同比大增135%。从主要市场来看, 亚澳、欧洲、美洲、非洲区域分别实现营收56.7、37.5、19.6、10.7亿元, 分别同比增长120%、47%、173%、100%, 公司在大部分市场均实现高速增长, 增速超100%的国家地区有50个, 既有欧美等发达国家, 也有东南亚、南亚等传统核心国家, 发展质量成色十足, 在各区域市场地位和市场份额持续提升; 从不同产品看, 挖掘机、混凝土、起重机械、桩工机械分别实现销售50.4、36.3、25.1、12.7亿元, 分别同比增长129%、33%、183%、122%, 挖掘机在北美、印度、欧洲等主要市场销量份额大幅提升, 东南亚多个国家继续保持数一数二的市场地位, 海外销售破万台, 整体海外市场份额提升2.2pct, 混凝土机械进一步巩固全球龙头地位, 起重机械、桩工机械海外市场销售也位居行业前列, 履带式起重机海外市场份额提升23.7pct, 海外市场渠道、服务能力、代理商体系、服务配件体系等均取得明显进步, 上半年已在全球100多个国家建立本地化经销体系, 海外优质代理商超300家, 根据不同国家需求及标准的差异开发不同的国际化产品, 挖掘机已累计推出70款产品, 上半年针对欧美市场即推出10款产品, 公司的国际综合竞争力持续提升, 海外市场份额预计将持续扩张, 国际化业务的深入推进有望在海外再造一个三一。

估值

- 基于工程机械主要产品销量及原材料价格大幅上涨, 我们调整公司2021-2023年归母净利润分别至174.5/201.4/219.3亿元, 对应EPS为2.06/2.37/2.58元/股, 对应PE分别为14.0/12.2/11.2倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧, 基建和地产投资不及预期, 原材料价格大幅上涨, 海外业务拓展不及预期。

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	115,455	127,627	136,412
变动(%)	36	32	15	11	7
净利润(人民币 百万)	11,207	15,431	17,453	20,138	21,929
全面摊薄每股收益(人民币)	1.320	1.817	2.055	2.372	2.583
变动(%)	68.3	37.7	13.1	15.4	8.9
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.199	2.461	2.600
调整幅度(%)			(6.5)	(3.6)	(0.7)
全面摊薄市盈率(倍)	21.9	15.9	14.0	12.2	11.2
价格/每股现金流量(倍)	18.5	18.3	14.8	12.8	11.7
每股现金流量(人民币)	1.56	1.57	1.95	2.26	2.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.7	13.1	11.4	9.4	8.0
每股股息(人民币)	0.416	0.596	0.683	0.771	0.848
股息率(%)	1.4	2.1	2.4	2.7	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021H1 业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2020H1	2021H1	同比变动 (%)
营业总收入	491.88	674.98	36.25
营业成本	342.62	482.38	40.79
营业利润	101.19	118.58	15.09
净利润	86.38	102.96	17.30
归属于上市公司股东的净利润	84.68	100.74	17.16
扣非后净利润	79.46	93.77	18.01
销售费用	25.46	39.79	56.29
管理费用	9.00	12.76	41.72
研发费用	16.91	30.58	80.82
财务费用	0.04	(1.39)	(4,021.82)
销售费用率 (%)	5.18	5.90	
管理费用率 (%)	1.82	1.89	
研发费用率 (%)	3.43	4.53	
财务费用率 (%)	0.01	(0.21)	
毛利率 (%)	30.34	28.14	
净利率 (%)	17.56	15.34	

资料来源: 公司公告, 中银证券

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	115,455	127,627	136,412
销售成本	(51,303)	(70,127)	(83,161)	(92,342)	(99,102)
经营费用	(7,904)	(11,301)	(12,396)	(12,168)	(11,678)
息税折旧前利润	16,458	18,626	19,898	23,117	25,633
折旧及摊销	(2,020)	(1,904)	(2,340)	(2,804)	(3,232)
经营利润(息税前利润)	14,438	16,721	17,558	20,313	22,401
净利息收入/(费用)	551	232	915	1,465	1,972
其他收益/(损失)	1,488	2,407	3,255	3,487	3,380
税前利润	13,454	18,531	21,104	24,351	26,517
所得税	(1,960)	(2,671)	(3,166)	(3,653)	(3,978)
少数股东权益	288	429	485	560	610
净利润	11,207	15,431	17,453	20,138	21,929
核心净利润	11,160	15,429	17,460	20,146	21,937
每股收益(人民币)	1.320	1.817	2.055	2.372	2.583
核心每股收益(人民币)	1.314	1.817	2.056	2.373	2.584
每股股息(人民币)	0.416	0.596	0.683	0.771	0.848
收入增长(%)	36	32	15	11	7
息税前利润增长(%)	94	16	5	16	10
息税折旧前利润增长(%)	76	13	7	16	11
每股收益增长(%)	68	38	13	15	9
核心每股收益增长(%)	69	38	13	15	9

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	21,104	24,351	26,517
折旧与摊销	2,020	1,904	2,340	2,804	3,232
净利息费用	(46)	282	(290)	(551)	(736)
运营资本变动	3,270	1,424	5,159	1,525	1,221
税金	(1,672)	(2,241)	(3,166)	(3,653)	(3,978)
其他经营现金流	(3,761)	(6,537)	(8,555)	(5,325)	(5,303)
经营活动产生的现金流	13,265	13,363	16,592	19,151	20,953
购买固定资产净值	(1,573)	2,818	4,100	3,200	2,300
投资减少/增加	(273)	469	1,300	1,300	1,300
其他投资现金流	(10,135)	(14,537)	(2,134)	(8,846)	(5,494)
投资活动产生的现金流	(11,981)	(11,250)	3,266	(4,346)	(1,894)
净增权益	(3,528)	(5,057)	(5,797)	(6,543)	(7,198)
净增债务	1,797	924	(6,052)	(2,806)	(163)
支付股息	3,528	5,057	5,797	6,543	7,198
其他融资现金流	(2,948)	(3,377)	(3,310)	(5,988)	(6,460)
融资活动产生的现金流	(1,151)	(2,452)	(9,363)	(8,793)	(6,623)
现金变动	134	(339)	10,495	6,012	12,436
期初现金	11,985	13,527	12,596	23,091	29,103
公司自由现金流	1,284	2,113	19,858	14,805	19,059
权益自由现金流	3,035	3,320	13,515	11,448	18,160

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	23,091	29,103	41,539
应收帐款	21,793	21,765	22,365	23,581	24,770
库存	14,252	19,198	20,773	22,081	23,364
其他流动资产	634	1,156	1,279	1,578	1,543
流动资产总计	68,500	91,428	100,652	113,018	129,314
固定资产	11,720	14,584	16,566	17,100	16,234
无形资产	3,393	3,347	3,138	3,011	2,958
其他长期资产	6,803	11,739	15,218	16,806	18,370
长期资产总计	21,915	29,670	34,922	36,918	37,562
总资产	90,541	126,255	140,046	153,808	170,172
应付帐款	20,295	32,207	37,628	39,409	41,626
短期债务	8,641	7,636	2,486	0	0
其他流动负债	13,213	22,205	23,392	23,703	22,509
流动负债总计	42,149	62,049	63,505	63,112	64,135
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	8,491	8,491	8,491	8,491	8,491
储备	38,126	50,283	61,939	75,534	90,265
股东权益	46,617	58,774	70,430	84,025	98,756
少数股东权益	1,106	1,625	2,111	2,671	3,281
总负债及权益	90,541	126,255	140,046	153,808	170,172
每股帐面价值(人民币)	5.49	6.92	8.29	9.90	11.63
每股有形资产(人民币)	5.09	6.53	7.93	9.54	11.28
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.42)	(0.05)	(2.13)	(3.13)	(4.60)

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	17.2	18.1	18.8
息税前利润率(%)	19.1	16.7	15.2	15.9	16.4
税前利润率(%)	17.8	18.5	18.3	19.1	19.4
净利率(%)	14.8	15.4	15.1	15.8	16.1
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.6	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	25.9	38.5	32.9	77.5	112.0
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	1.4	1.7
估值					
市盈率(倍)	21.9	15.9	14.0	12.2	11.2
核心业务市盈率(倍)	22.0	15.9	14.0	12.2	11.2
市净率(倍)	5.3	4.2	3.5	2.9	2.5
价格/现金流(倍)	18.5	18.3	14.8	12.8	11.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.7	13.1	11.4	9.4	8.0
周转率					
存货周转天数	91.9	87.0	87.7	84.7	83.7
应收帐款周转天数	102.7	79.4	69.8	65.7	64.7
应付帐款周转天数	90.4	95.8	110.4	110.2	108.4
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	27.0	26.1	24.0
资产收益率(%)	15.0	13.2	11.2	11.8	11.8
已运用资本收益率(%)	5.5	5.9	5.8	6.0	5.7

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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