

2021 年三季报点评：业绩阶段性承压，战略性投入持续加大，看好数字化、电动化发展前景 买入（维持）

2021 年 10 月 29 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
021-60199784

zhouers@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	119,661	128,942	135,055
同比（%）	32.2%	19.6%	7.8%	4.7%
归母净利润（百万元）	15,431	16,990	20,545	22,004
同比（%）	37.7%	10.1%	20.9%	7.1%
每股收益（元/股）	1.82	2.00	2.42	2.59
P/E（倍）	13	11	9	9

事件：公司发布 2021 年三季报：2021 年前三季度实现营业收入 877.18 亿元，同比+20.34%；归母净利润 125.67 亿元，同比+0.91%，符合市场预期。公司业绩阶段性承压，主要系市场季节性波动、原材料价格波动及战略性投入加大。

投资要点

■ 市场季节性波动+原材料价格上涨，三季度业绩阶段性承压

单季度看，公司 2021 年 Q3 收入 207.83 亿元，同比-12.98%；归母净利润 24.93 亿元，同比-35.32%。公司业绩增速较 Q2 环比下滑，主要系三季度行业需求波动，叠加规模效应下降、原材料成本上升，导致利润率承压。2021 年 7-9 月国内挖掘机行业销量 5.55 万台，同比-16%。起重机行业销量 1971 台，同比-51%。混凝土机械、起重机械三季度市场波动较大，主要系今年 7 月重型燃油车实施国六法规切换，Q3 前行业清理国五库存，提前透支部分市场需求。

单季度分业务看，我们预计受环保切换、房地产调控升级影响，公司混凝土机械板块受冲击相对较大；起重机受益海外风电高景气，大吨位履带吊占比提升，较为平稳；挖机市占率提升，较为平稳。进入 Q4 为行业传统旺季，且环保切换影响逐步减弱，市场需求有望环比改善。

■ 原材料价格波动+规模效应减弱，盈利能力短期下滑，经营质量保持稳健

2021 年前三季度公司综合毛利率为 27.32%，同比-2.98pct；归母净利率为 14.66%，同比-2.81pct，主要受到原材料等成本上涨、规模效应下降的影响。公司前三季度期间费用率 12.76%，同比+1.25pct，其中销售/研发费用率分别+0.67/0.94pct。单 Q3 综合毛利率 24.63%，同比-5.58pct；归母净利率 12.11%，同比-4.15pct，主要系：①钢材等原材料价格上涨；②下游需求季度走弱，短期规模效应下降；③战略性投入加强，包括支持经销商营销服务、数字化项目等。

2021 年前三季度供经营性现金流净额 102.36 亿元，同比-7.61%，其中汽车金融约影响近 20 亿元，扣除影响仍为正增长。行业回款风险较低，公司逾期率处于历史低位，资产质量稳健。

■ 战略性投入持续加大，看好数字化、电动化发展前景

公司筹建的 21 个灯塔工厂中，14 个建成达产，其余预计 2022 年 H1 基本建成。灯塔工厂能够提升 100%产能，精简 75%人员，人工+材料降本空间达 10%。随着灯塔工厂投产、下游需求回暖、原材料价格回归正常，公司盈利能力有望回升。

公司强研发投入布局“两新三化”领域，2021 年 Q3 公司单季度研发费用率 6.48%，创历史新高。电动化业务开始进入兑现期，Q3 电动工程车辆（搅拌车+自卸车）销量快速增长，全年销量有望突破 1000 台。电动化工程车辆的价值量是传统工程车 2 倍以上，毛利率显著更高。随“双碳”相关政策推行，我们预计未来几年公司电动化产品将持续放量，成为业绩一大增长点。

■ 展望 2022：起重机、挖掘机板块发展稳健，电动化搅拌车贡献全新增长点

2021 年新增专项债额度尚余 1.4 万亿元，有望在年底前发完，带动大型基建项目集中落地。展望 2022 年，公司三大板块业务：（1）混凝土机械：受到地产开工面积/投资额下滑影响，混凝土机械国内需求端承压，电动化搅拌车进入业绩兑现期，有望放量分散收入压力；（2）起重机：全球风电市场高景气持续，大吨位履带吊需求旺盛，收入有望稳健增长；（3）挖掘机：挖机海外需求旺盛，持续为公司输血，2022 年印尼工厂建成，海外收入有望进一步提升，国内小挖替人趋势下，地产/基建波动对挖机需求的影响弱化，我们预计公司挖机板块业务将维持稳定正增长。

盈利预测与投资评级：考虑到行业需求波动，原材料成本上涨，我们将公司 2021-2023 年由 177/205/220 亿元调整至 170/205/220 亿元，当前市值对应 PE 为 11/9/9 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)	22.96
一年最低/最高价	22.44/49.23
市净率(倍)	3.04
流通 A 股市值(百万元)	194981.61

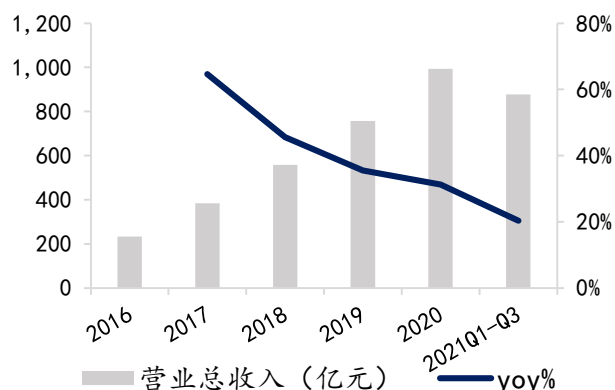
基础数据

每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	51.61
总股本(百万股)	8,492.23
流通 A 股(百万股)	8,492.23

相关研究

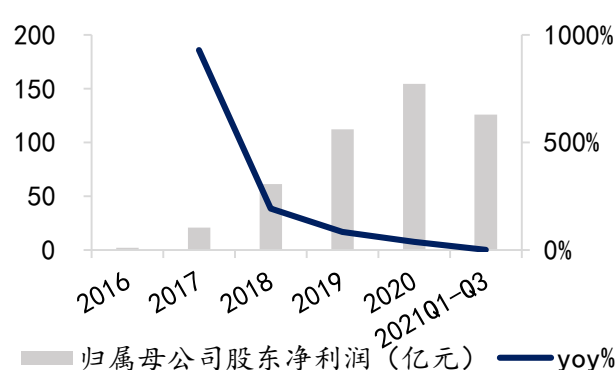
- 1、《三一重工 (600031)：2021 年中报点评：无惧短期利润率波动，加大投资增强未来信心》2021-08-30
- 2、《三一重工 (600031)：2021 年一季报点评：业绩符合预期，龙头阿尔法持续强化》2021-04-30
- 3、《三一重工 (600031)：2021Q1 业绩预告点评：业绩超预期，盈利性提升贡献业绩弹性》2021-04-15

图 1: 21Q1-Q3 公司营业收入 877.18 亿元, 同比 +20.34%



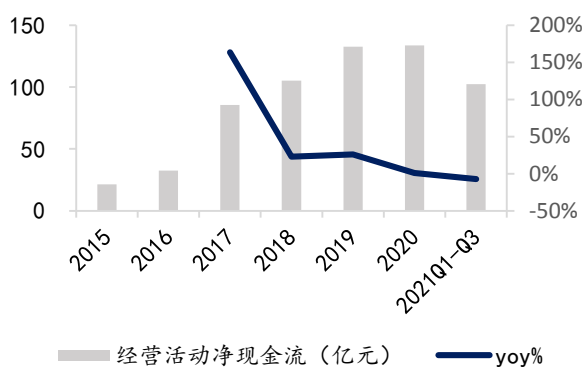
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 21Q1-Q3 公司归母净利润 125.67 亿元, 同比 +0.91%



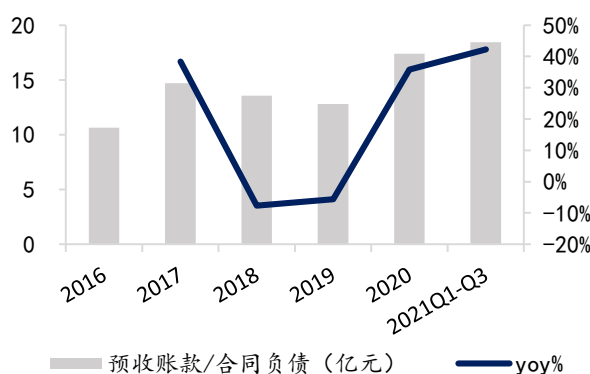
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 21Q1-Q3 经营性净现金流 102.36 亿元



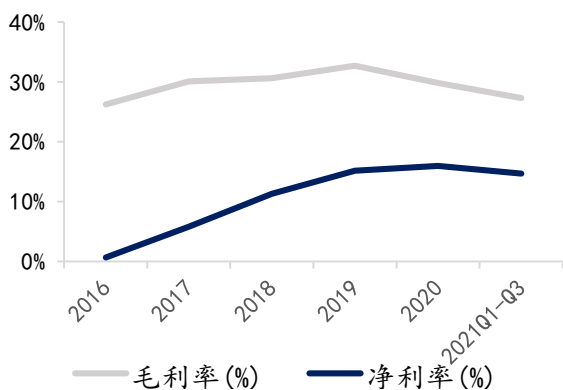
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 21Q1-Q3 公司合同负债 18.44 亿元



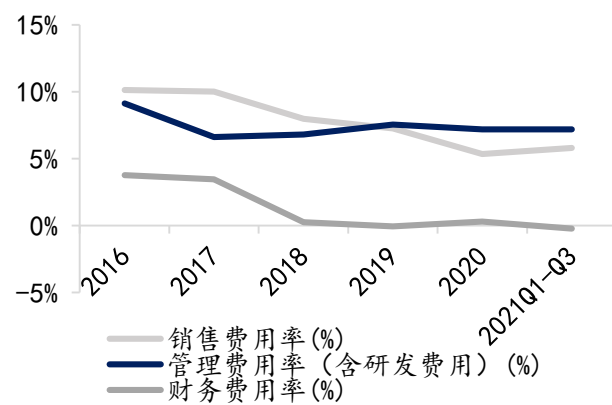
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 21Q1-Q3 公司综合毛利率 27.32%, 同比 -2.98pct; 归母净利润率 14.66%, 同比 -2.81pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 21Q1-Q3 公司期间费用率 12.76%, 同比 +1.25pct



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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	99651	117194	136410	营业收入	100054	119661	128942	135055
现金	12596	12197	30851	43657	减:营业成本	69720	85436	90624	94688
应收账款	23633	28264	30457	31900	营业税金及附加	408	479	464	486
存货	19198	23407	23587	24126	营业费用	5332	6222	6447	6753
其他流动资产	36001	35783	32299	36726	管理费用	5696	8484	8624	9037
非流动资产	34827	40381	42267	43104	财务费用	282	-359	-258	0
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	-191	-329	174
无形资产	3228	3420	3706	4082	营业利润	18548	20464	24747	26504
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	140032	159461	179513	利润总额	18531	20464	24747	26504
流动负债	62049	62713	66284	69353	减:所得税费用	2671	2949	3566	3820
短期借款	8466	8466	8466	8466	少数股东损益	429	525	635	681
应付账款	32207	33940	36001	37616	归属母公司净利润	15431	16990	20545	22004
其他流动负债	21375	20307	21816	23271	EBIT	22394	19148	22897	24214
非流动负债	6018	6018	6018	6018	EBITDA	24283	21373	25645	27331
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	68731	72302	75371	每股收益(元)	1.82	2.00	2.42	2.59
少数股东权益	1625	2151	2786	3467	每股净资产(元)	6.67	8.14	9.94	11.86
归属母公司股东权益	56562	69150	84373	100676	发行在外股份(百万股)	8479	8492	8492	8492
负债和股东权益	126255	140032	159461	179513	ROIC(%)	41.7%	31.8%	33.4%	33.8%
					ROE(%)	27.3%	24.6%	24.4%	21.9%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	30.3%	28.6%	29.7%	29.9%
经营活动现金流	13363	13060	22510	25040	销售净利率(%)	15.9%	14.6%	16.4%	16.8%
投资活动现金流	-11250	-9058	1467	-6533	资产负债率(%)	53.9%	48.9%	44.9%	41.3%
筹资活动现金流	-2452	-4402	-5323	-5701	收入增长率(%)	32.2%	19.6%	7.8%	4.7%
现金净增加额	-359	-399	18655	12806	净利润增长率(%)	37.7%	10.1%	20.9%	7.1%
折旧和摊销	1890	2225	2749	3117	P/E	12.56	11.43	9.45	8.82
资本开支	-5060	-6615	-3835	-2953	P/B	3.43	2.81	2.30	1.93
营运资本变动	1232	-6127	-1419	-761	EV/EBITDA	10.78	12.27	10.35	9.81

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>

