

三一重工 (600031)

证券研究报告

2021年11月01日

Q3 业绩受下游影响有所承压，海外出口有望抵御周期

受下游需求影响，Q3 业绩有所承压：受制于国内下游需求走弱及 2020 年需求超补反弹高基数的影响，公司业绩低于预期。前三季度公司实现收入 882.81 亿元，同比增长 20.23%，归母净利润 125.67 亿元，同比+0.91%，扣非后归母净利润为 114.12 亿元，同比+0.95%；其中三季度单季实现营业收入 207.83 亿元，同比-12.98%；归母净利润 24.93 亿元，同比-35.32%；扣非后归母净利润为 20.35 亿元，同比-39.42%。本期 ROE 为 3.96%，同比-3.51pct。

盈利能力小幅下滑，未来随着数字化电动化有望迎来改善：前三季度毛利率为 27.324%，净利率为 14.66%，同比分别下降 2.98、2.81pct。三季度单季来看，毛利率为 24.64%，净利率为 12.45%，同比分别下降 5.57、4.25pct。此外，公司持续推进数字化、电动化、国际化转型，人才投入力度加大，前三季度期间费用率整体为 12.84%，同比+1.25pct，其中销售/管理/财务/研发费率 5.80%/2.21%/-0.23%/4.98%，同比变动+0.67/+0.22/-0.57/0.94pct。Q3 持续受到原材料涨价、疫情的短期影响，未来随着原材料涨价放缓、数字化电动化的展开，利润率有望得到逐步修复。

经营性现金流受到错峰影响：由于 Q3 采购支付现金有所增加，公司经营活动现金流量净额 Q1-Q3 为 102.36 亿元，同比-7.15%，Q3 单季度 4.48 亿元，同比-81.91%，

回款能力及资产质量水平持续提升：前三季度应收/营收 25.96%，同比-11.63pct，存货 178 亿元，较年初降低 7.8%，存货周转率 3.44，同比-1.43%，应收账款周转率 3.95，同比 33.90%，保持较好水平。

全球首家灯塔工厂落地，智能制造护航长期发展：公司的北京桩机工厂顺利落地，荣获全球首家“灯塔工厂”认证，成为全球行业智能工厂标杆。灯塔工厂的建成彰显公司数字转型的决心以及先进的智能制造技术，公司有望成为世界级智能制造领航者。

“双聚战略”驱动国际化发展，数字化加速打开成长曲线：公司采用聚焦重点国家、重点产品的“双聚战略”，通过组团出海、国际产能合作和大项目输出，持续实现国际化运营模式升级。此外，公司抓住数字化的机会，依托物联网平台建立起智能服务体系，将购机、运营、服务整合成一条完整的价值链，将营业模式从单一制造转型为制造+服务+金融综合体系，协同发展成为新增长极。

盈利预测与投资建议：综合考虑工程机械景气度超预期、公司基本面情况，我们下调盈利预测，预计 21-23 年归母净利润为 155.4 亿（前值 176 亿）、179.2 亿（前值 207 亿）和 199.4 亿（前值 226 亿），对应 PE 分别为 12.6、10.9 和 9.8，持续重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示：数字化和国际化转型不及预期、市场竞争加剧、疫情对经济冲击影响大幅超预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	75,665.76	100,054.28	116,488.03	126,051.21	135,582.40
增长率(%)	35.55	32.23	16.42	8.21	7.56
EBITDA(百万元)	19,648.04	25,648.95	21,008.67	23,566.67	26,038.32
净利润(百万元)	11,206.66	15,431.47	15,537.58	17,917.60	19,940.74
增长率(%)	83.23	37.70	0.69	15.32	11.29
EPS(元/股)	1.32	1.82	1.83	2.11	2.35
市盈率(P/E)	17.40	12.64	12.55	10.88	9.78
市净率(P/B)	4.39	3.45	2.79	2.37	2.02
市销率(P/S)	2.58	1.95	1.67	1.55	1.44
EV/EBITDA	6.64	10.27	7.85	5.20	5.33

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	8,492.23
流通 A 股股本(百万股)	8,492.23
A 股总市值(百万元)	195,830.84
流通 A 股市值(百万元)	195,830.84
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	51.61
一年内最高/最低(元)	50.30/22.44

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《三一重工-半年报点评:研发投入未来，全球化战略护航长期成长》 2021-08-30
- 《三一重工-公司点评:2021 年员工持股计划草案出炉，原材料涨价下龙头综合竞争优势凸显》 2021-06-01
- 《三一重工-季报点评:Q1 业绩表现亮眼，坚定看好龙头表现》 2021-05-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	13,526.74	12,595.90	16,283.24	57,928.86	42,397.93	营业收入	75,665.76	100,054.28	116,488.03	126,051.21	135,582.40
应收票据及应收账款	21,792.89	21,764.71	36,479.31	19,543.45	40,715.39	营业成本	50,932.27	69,719.95	84,297.00	91,075.96	97,707.18
预付账款	633.59	1,155.81	1,419.93	1,261.75	1,452.34	营业税金及附加	370.91	407.52	465.95	478.99	488.10
存货	14,251.74	19,197.91	20,609.01	17,339.31	23,372.01	营业费用	5,487.59	5,331.88	6,057.38	6,302.56	6,643.54
其他	17,787.09	29,275.12	26,438.40	25,412.59	28,931.08	管理费用	2,051.66	2,201.21	2,329.76	2,268.92	2,304.90
流动资产合计	67,992.06	83,989.44	101,229.88	121,485.96	136,868.76	研发费用	3,644.41	4,991.57	5,125.47	5,294.15	5,423.30
长期股权投资	2,985.44	3,419.82	3,419.82	3,419.82	3,419.82	财务费用	(46.39)	282.02	127.82	112.68	107.30
固定资产	10,615.38	10,840.89	10,565.81	9,574.32	8,138.03	资产减值损失	(142.45)	(24.32)	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,104.78	3,743.45	2,282.07	1,417.24	880.34	公允价值变动收益	289.65	436.33	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,392.61	3,346.71	3,046.97	2,747.23	2,447.49	投资净收益	382.85	904.81	700.00	700.00	700.00
其他	3,942.88	8,424.06	4,731.75	5,678.69	6,253.70	其他	(1,080.17)	(2,744.69)	(1,400.00)	(1,400.00)	(1,400.00)
非流动资产合计	22,041.08	29,774.92	24,046.40	22,837.29	21,139.37	营业利润	13,775.43	18,548.01	18,784.65	21,217.94	23,608.09
资产总计	90,541.30	126,254.55	133,002.91	152,381.01	166,582.42	营业外收入	182.69	158.09	150.00	150.00	150.00
短期借款	8,641.16	7,636.41	6,000.00	7,000.00	8,000.00	营业外支出	503.80	174.74	200.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	20,294.62	32,207.33	28,673.83	34,573.36	30,564.76	利润总额	13,454.32	18,531.35	18,734.65	21,167.94	23,558.09
其他	13,212.82	22,205.37	22,005.90	22,121.59	24,541.10	所得税	1,959.87	2,670.67	2,716.52	3,069.35	3,415.92
流动负债合计	42,148.59	62,049.11	56,679.73	63,694.96	63,105.86	净利润	11,494.45	15,860.69	16,018.12	18,098.58	20,142.17
长期借款	1,302.84	4,531.57	1,500.00	2,000.00	2,500.00	少数股东损益	287.79	429.22	480.54	180.99	201.42
应付债券	0.00	0.00	1,344.49	448.16	597.55	归属于母公司净利润	11,206.66	15,431.47	15,537.58	17,917.60	19,940.74
其他	1,563.12	1,486.12	1,470.77	1,506.67	1,487.85	每股收益(元)	1.32	1.82	1.83	2.11	2.35
非流动负债合计	2,865.96	6,017.69	4,315.26	3,954.84	4,585.41						
负债合计	45,014.55	68,066.80	60,995.00	67,649.79	67,691.26	主要财务比率					
少数股东权益	1,105.76	1,625.29	2,105.83	2,286.82	2,488.24		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	8,426.25	8,478.51	8,492.23	8,492.23	8,492.23	成长能力					
资本公积	5,948.32	5,129.42	5,379.57	5,379.57	5,379.57	营业收入	35.55%	32.23%	16.42%	8.21%	7.56%
留存收益	38,125.69	50,283.39	61,409.85	73,952.16	87,910.69	营业利润	74.85%	34.65%	1.28%	12.95%	11.26%
其他	(8,079.27)	(7,328.85)	(5,379.57)	(5,379.57)	(5,379.57)	归属于母公司净利润	83.23%	37.70%	0.69%	15.32%	11.29%
股东权益合计	45,526.75	58,187.75	72,007.91	84,731.21	98,891.16	获利能力					
负债和股东权益总计	90,541.30	126,254.55	133,002.91	152,381.01	166,582.42	毛利率	32.69%	30.32%	27.63%	27.75%	27.94%
						净利率	14.81%	15.42%	13.34%	14.21%	14.71%
						ROE	25.23%	27.28%	22.23%	21.73%	20.68%
						ROIC	38.81%	51.48%	68.77%	45.70%	202.96%
						偿债能力					
						资产负债率	49.72%	53.91%	45.86%	44.40%	40.64%
						净负债率	-3.19%	0.69%	-7.61%	-55.28%	-30.16%
						流动比率	1.63	1.47	1.83	1.96	2.24
						速动比率	1.29	1.16	1.47	1.69	1.87
						营运能力					
						应收账款周转率	3.55	4.59	4.00	4.50	4.50
						存货周转率	5.86	5.98	5.85	6.64	6.66
						总资产周转率	0.92	0.92	0.90	0.88	0.85
						每股指标(元)					
						每股收益	1.32	1.82	1.83	2.11	2.35
						每股经营现金流	1.56	1.57	0.33	5.48	-1.30
						每股净资产	5.23	6.66	8.23	9.71	11.35
						估值比率					
						市盈率	17.40	12.64	12.55	10.88	9.78
						市净率	4.39	3.45	2.79	2.37	2.02
						EV/EBITDA	6.64	10.27	7.85	5.20	5.33
						EV/EBIT	7.40	11.09	8.72	5.74	5.85

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	11,494.45	15,860.69	15,537.58	17,917.60	19,940.74
折旧摊销	2,020.29	1,904.48	2,096.20	2,236.06	2,322.93
财务费用	119.91	222.05	127.82	112.68	107.30
投资损失	(382.85)	(904.81)	(700.00)	(700.00)	(700.00)
营运资金变动	(3,376.04)	(5,122.24)	(14,738.78)	26,813.56	(32,933.32)
其它	3,389.62	1,402.74	480.54	180.99	201.42
经营活动现金流	13,265.38	13,362.91	2,803.37	46,560.89	(11,060.92)
资本支出	892.38	5,220.46	75.35	44.10	68.82
长期投资	657.09	434.38	0.00	0.00	0.00
其他	(13,530.34)	(16,904.35)	5,328.22	244.77	64.65
投资活动现金流	(11,980.88)	(11,249.51)	5,403.56	288.87	133.47
债权融资	12,073.68	12,997.85	10,804.04	11,087.86	12,573.92
股权融资	3,853.89	(1,031.50)	2,421.12	(27.04)	(21.67)
其他	(17,078.29)	(14,418.75)	(17,744.76)	(16,264.96)	(17,155.73)
筹资活动现金流	(1,150.73)	(2,452.41)	(4,519.60)	(5,204.13)	(4,603.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	133.77	(339.01)	3,687.34	41,645.62	(15,530.92)

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com