

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 三一重工 (600031): 盈利能力有所下滑, 持续加大研发投入力度

2021年11月4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

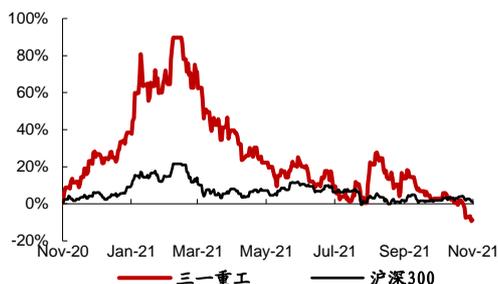
### 公司评级

当前价格:	22.61 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):	8492.23
流通股本(百万股):	8492.23
流通A股市值(亿元):	1920.09
每股净资产(元):	7.56
资产负债率(%):	51.61

### 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): 毛利率下滑, 核心产品销售收入稳步增长

### 内容提要:

- 公司近日发布了2021年三季度报告, 1-9月公司实现营业收入877.18亿元, 同比增长20.34%; 归母净利润125.67亿元, 同比增长0.91%。2021Q3, 公司实现营业收入205.90亿元, 同比下降13.14%; 归母净利润24.93亿元, 同比下降35.32%。
- 毛利率出现下滑, 期间费用率上升。受钢材等原材料价格上升影响, 2021年1-9月公司综合毛利率同比减少2.98个百分点至27.32%, 第三季度综合毛利率同比减少5.57个百分点至24.64%, 均为2017年以来同期最低值。2021年前三季度, 公司期间费用率同比上升1.25个百分点至12.84%, 其中, 销售费用率同比上升0.67个百分点至5.84%; 管理费用率同比上升0.22个百分点至2.22%; 研发费用率同比上升0.93个百分点至5.01%; 财务费用率同比减少0.58个百分点至-0.22%。
- 三季度盈利能力有所下滑。2021年前三季度, 公司归母净利润率同比减少2.76个百分点至14.33%, 2021Q3归母净利润率同比减少4.15个百分点至12.11%, 受国内下游需求走弱、去年超补偿反弹高基数影响导致收入增速下降, 叠加成本压力加大及期间费用率上升等因素, 公司短期业绩承压、盈利能力出现一定的下降。
- 多重因素致工程机械下游需求走弱。2021年1-9月, 我国新增专项债发行规模同比下降29.69%至2.37万亿元, 发行规模下降及发行进度低于预期导致项目资金到位不畅; 全国房地产调控政策呈收紧态势, 部分房企面临一定的债务及现金流压力, 1-9月我国房屋新开工面积同比下降4.5%; 此外, 钢材价格中枢上移一定程度上影响了下游开工意愿, 以上几方面因素共同作用导致国内工程机械需求下降。1-9月, 中国地区小松开工小时数同比下降5.37%至947.7, 其中, 第三季度同比降幅达到17.54%, 在下游需求走弱的情况下, 主要企业第三季度国内挖掘机销量同比下降32.17%至3.86万台, 较二季度降幅进一步扩大。
- 加大研发投入力度, 坚定国际化战略。2021年前三季度, 公司研发费用同比增长47.96%至43.92亿元, 聚焦电动化、智能化及国际化产品研发。截止到2021H1, 公司已累计推出26款电动化产品, 覆盖挖掘机、起重机、搅拌机、自卸车及路面机械; 根据不同国家和地区客户需求及排放标准, 累计推出70余款国际化产品。近年来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, 上半年三一美国、三一印度、三一欧洲等海外事业部销售均实现高速增长, 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: 下调此前的盈利预测, 预计公司2021-2023年EPS分别为1.88、2.09、2.26元, 以11月4日22.61元/股的收盘价计算, 对应的动态市盈率分别为12.03、10.82、10.0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	115431	123374	128119
增长率 (%)	36.57%	31.25%	15.37%	6.88%	3.85%
归属母公司股东净利润	11326	15431	15973	17744	19154
增长率 (%)	85.18%	36.25%	3.51%	11.09%	7.95%
每股收益(元)	1.33	1.82	1.88	2.09	2.26
市盈率(倍)	17.00	12.42	12.03	10.82	10.00

资料来源: Wind, 国开证券研究与市场部

注: 公司2021-2023年业绩系作者预测值, 估值指标以11月4日收盘价测算

**事件：**公司近日发布了 2021 年三季度报告，1-9 月公司实现营业收入 877.18 亿元，同比增长 20.34%；归母净利润 125.67 亿元，同比增长 0.91%。2021Q3，公司实现营业收入 205.90 亿元，同比下降 13.14%；归母净利润 24.93 亿元，同比下降 35.32%。

**点评：**

**毛利率出现下滑，期间费用率上升。**受钢材等原材料价格上升影响，2021 年 1-9 月公司综合毛利率同比减少 2.98 个百分点至 27.32%，第三季度综合毛利率同比减少 5.57 个百分点至 24.64%，均为 2017 年以来同期最低值。2021 年前三季度，公司期间费用率同比上升 1.25 个百分点至 12.84%，其中，销售费用率同比上升 0.67 个百分点至 5.84%；管理费用率同比上升 0.22 个百分点至 2.22%；研发费用率同比上升 0.93 个百分点至 5.01%；财务费用率同比减少 0.58 个百分点至 -0.22%。

**三季度盈利能力有所下滑。**2021 年前三季度，公司归母净利润率同比减少 2.76 个百分点至 14.33%，2021Q3 归母净利润率同比减少 4.15 个百分点至 12.11%，受国内下游需求走弱、去年超补偿反弹高基数影响导致收入增速下降，叠加成本压力加大及期间费用率上升等因素，公司短期业绩承压、盈利能力出现一定的下降。

**多重因素致工程机械下游需求走弱。**2021 年 1-9 月，我国新增专项债发行规模同比下降 29.69%至 2.37 万亿元，发行规模下降及发行进度低于预期导致项目资金到位不畅；全国房地产调控政策呈收紧态势，部分房企面临一定的债务及现金流压力，1-9 月我国房屋新开工面积同比下降 4.5%；此外，钢材价格中枢上移一定程度上影响了下游开工意愿，以上几方面因素共同作用导致国内工程机械需求下降。1-9 月，中国地区小松开工小时数同比下降 5.37%至 947.7，其中，第三季度同比降幅达到 17.54%，在下游需求走弱的情况下，主要企业第三季度国内挖掘机销量同比下降 32.17%至 3.86 万台，较二季度降幅进一步扩大。

**加大研发投入，坚定国际化战略。**2021 年前三季度，公司研发费用同比增长 47.96%至 43.92 亿元，聚焦电动化、智能化及国际化产品研发。截止到 2021H1，公司已累计推出 26 款电动化产品，覆盖挖掘机、起重机、搅拌机、自卸车及路面机械；根据不同国家和地区客户需求及排放标准，累计推出 70 余款国际化产品。近年来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，上半年三一美国、三一印度、三一欧洲等海外事业部销售均实现高增长，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：**下调此前的盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.88、2.09、2.26 元，以 11 月 4 日 22.61 元/股的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 12.03、10.82、10.0 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)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	100054	115431	123374	128119	货币资金	12596	20048	33003	47342
%增长率	31.25%	15.37%	6.88%	3.85%	交易性金融资产	14214	18214	21214	24214
营业成本	70035	83096	88407	91500	应收账款及应收票据	21765	23039	23434	23802
毛利率	30.00%	28.01%	28.34%	28.58%	存货	19198	20945	21072	21559
税金及附加	408	470	503	522	预付账款	1156	1246	1282	1299
%营业收入	0.41%	0.41%	0.41%	0.41%	其他流动资产	22500	24529	25660	26667
销售费用	5332	6926	7279	7495	流动资产合计	91428	108021	125665	144883
%营业收入	5.33%	6.00%	5.90%	5.85%	长期股权投资	3420	3920	4320	4720
管理费用	2201	2193	2344	2434	投资性房地产	146	114	85	54
%营业收入	2.20%	1.90%	1.90%	1.90%	固定资产合计	10841	11035	11277	11244
研发费用	4992	5194	5552	5765	无形资产	3228	3026	2954	2862
%营业收入	4.99%	4.50%	4.50%	4.50%	商誉	50	51	51	52
财务费用	282	307	67	-335	递延所得税资产	1441	1441	1441	1441
%营业收入	0.28%	0.27%	0.05%	-0.26%	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>144162</b>	<b>162910</b>	<b>182902</b>
信用减值损失	-657	-700	-650	-650	短期借款	7636	7000	6000	4500
其他收益	1072	1270	1272	1359	应付票据及应付账款	32207	34149	34636	35096
投资收益	905	923	969	1038	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	1994	2033	2105
公允价值变动收益	436	503	538	559	应交税费	2030	2309	2467	2562
资产处置收益	10	12	12	13	其他流动负债	18312	20151	21224	22127
<b>营业利润</b>	<b>18548</b>	<b>19220</b>	<b>21351</b>	<b>23044</b>	流动负债合计	62049	65603	66362	66389
%营业收入	18.54%	16.65%	17.31%	17.99%	长期借款	4532	6532	5532	5032
营业外收支	-17	-19	-21	-21	应付债券	0	800	1300	1800
<b>利润总额</b>	<b>18531</b>	<b>19201</b>	<b>21331</b>	<b>23022</b>	递延所得税负债	600	600	600	600
%营业收入	18.52%	16.63%	17.29%	17.97%	其他非流动负债	886	886	886	886
所得税费用	2671	2784	3093	3335	<b>负债合计</b>	<b>68067</b>	<b>74421</b>	<b>74679</b>	<b>74707</b>
净利润	15861	16417	18237	19687	归属于母公司的所有者权益	56562	67671	85667	105099
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>15431</b>	<b>15973</b>	<b>17744</b>	<b>19154</b>	少数股东权益	1625	2070	2563	3096
%增长率	36.25%	3.51%	11.09%	7.95%	<b>股东权益</b>	<b>58188</b>	<b>69741</b>	<b>88230</b>	<b>108195</b>
少数股东损益	429	444	494	533	<b>负债及股东权益</b>	<b>126255</b>	<b>144162</b>	<b>162910</b>	<b>182902</b>

基本指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	1.82	1.88	2.09	2.26
BPS (元)	6.66	7.97	10.09	12.38
PE (倍)	12.42	12.03	10.82	10.00
PB (倍)	3.39	2.84	2.24	1.83
EV/EBITDA (倍)	10.11	9.89	8.50	7.32
ROE	27.28%	23.60%	20.71%	18.23%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	13363	16024	18428	19299
投资活动现金流净额	-11250	-5045	-3354	-2907
筹资活动现金流净额	-2452	-3528	-2119	-2053
现金净流量	-359	7452	12955	14339

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 11 月 4 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年至今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