

## 公司研究

## 短期业绩有望触底，股权激励提振信心

## ——三一重工（600031.SH）2022年中期业绩预告、限制性股权激励计划公告点评

## 买入（维持）

当前价：17.66元

## 作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebscn.com

分析师：杨绍辉

执业证书编号：S0930522060001

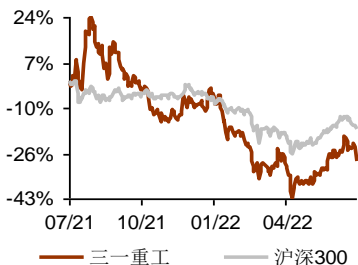
021-52523860

yangshaohui@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	84.93
总市值(亿元):	1499.92
一年最低/最高(元):	14.20/32.22
近3月换手率:	78.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.79	1.08	-9.95
绝对	0.91	6.87	-24.04

资料来源：Wind

## 相关研报

市场地位保持领先，电动化与海外拓展空间广阔——三一重工（600031.SH）2021年年报点评（2022-04-24）

## 要点

## 上半年业绩受行业景气度影响下滑

三一重工发布2022半年度业绩预告，预计2022年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为22-30亿元，同比下降78.2%-70.2%；扣非后净利润为19-26亿元，同比下降79.7%-72.3%。

业绩变动的主要原因包括：1、上半年国内工程机械行业仍处于下行调整期，且受新冠疫情反复的影响，地产投资低迷，宏观经济增速放缓，因此工程有效开工率不足，上半年工程机械市场需求减少，营业收入下降幅度较大；2、公司加大对经销商的帮扶力度，加大市场渠道及服务投入；3、公司持续加强工程机械产品及关键零部件的研发投入，特别是加大数字化、电动化、国际化产品与技术的研发力度，推进数字化、电动化、国际化战略。

## 利润率受疫情及原材料成本上涨等因素影响，但下半年有望改善

上半年以来，长三角等地区的疫情影响了部分基建项目的正常施工，同时物流及供应链也随之受阻，对公司挖掘机等产品生产节奏造成影响；同时，原材料成本进一步上涨，对产品毛利率形成压力。目前，公司临港等厂区已复工复产，物流运输正常化，近期原材料价格也出现明显下行；受此影响，公司下半年各产品利润率有望随之出现反弹。

## 工程机械市场景气度有望触底反弹

上半年受行业周期、疫情、地产链事件等因素影响，项目开工率偏低，国内工程机械市场需求出现下滑。根据中国工程机械工业协会统计，2022年1-6月纳入统计的26家主机制造企业，共计销售各类挖掘机产品143,094台，同比下降36.1%。其中，国内市场销量91,124台，同比下降52.9%；出口销量51,970台，同比增长72.2%。

但与此同时，我们看到由于基数效应及上游景气变化，工程机械行业需求已出现复苏迹象。2022年6月，挖掘机行业销量为20,761台，同比下降10.1%，环比增长0.7%，为近几个月首次环比增长。

为完成年度经济增长目标，相关经济刺激政策有望陆续出台。6月份国务院要求加快稳经济一揽子政策落地生效，近期基础建设投资加快，1-6月基础设施投资同比增长7.1%，比1-5月份加快0.4个百分点。上半年新开工项目计划总投资同比增长22.9%，保持较快增长。随着大规模留抵退税、专项债发行使用、加大金融支持实体经济力度等政策效应逐渐显现，下半年工程机械行业需求有望逐渐复苏，销量同比降幅有望继续收窄，直至同比转正。

## 推出股权激励计划，提振士气，彰显信心

公司发布限制性股票激励计划，拟向145名公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）人员授予2907万股限制性股票，占公司股本0.34%，授予价格为9.66元。激励计划分为两期解锁，解锁条件分别为：2023年收入或净利润较2022年增长10%，以及2024年收入或净利润较2022年增长20%。公司此次在景气低点推出股权激励计划，有利于提振核心员工士气，激励条件显示出管理层对未来持续增长的信心。

### 维持“买入”评级

基于行业景气变化，以及原材料价格上涨的冲击，我们下调公司 22-24 年净利润预测 38.4%/33.2%/28.3%至 78.6/100.3/123.9 亿元，对应 22-24 年 EPS 预测 0.93/1.18/1.46 元。公司市场地位保持领先，在海内外仍有广阔成长空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧风险、下游景气度下行风险、海外疫情控制不力风险

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	99,342	106,113	87,897	99,041	109,029
营业收入增长率	31.29%	6.82%	-17.17%	12.68%	10.09%
净利润（百万元）	15,431	12,033	7,858	10,033	12,388
净利润增长率	37.70%	-22.02%	-34.70%	27.68%	23.47%
EPS（元）	1.82	1.42	0.93	1.18	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.28%	18.89%	11.60%	13.32%	14.65%
P/E	10	12	19	15	12
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-15

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	99,342	106,113	87,897	99,041	109,029
营业成本	69,720	78,680	66,753	74,231	80,669
折旧和摊销	1,890	1,994	1,897	2,142	2,397
税金及附加	408	422	352	396	436
销售费用	5,332	6,699	5,713	6,339	6,869
管理费用	2,201	2,771	2,461	2,674	2,835
研发费用	4,992	6,509	5,538	6,141	6,651
财务费用	282	-125	54	2	-132
投资收益	905	1,045	1,100	1,150	1,200
营业利润	18,548	13,807	9,116	11,616	14,318
利润总额	18,531	13,856	9,166	11,666	14,368
所得税	2,671	1,530	1,008	1,283	1,581
净利润	15,861	12,326	8,158	10,383	12,788
少数股东损益	429	292	300	350	400
归属母公司净利润	15,431	12,033	7,858	10,033	12,388
EPS(按最新股本计)	1.82	1.42	0.93	1.18	1.46

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	13,363	11,904	7,891	10,703	13,501
净利润	15,431	12,033	7,858	10,033	12,388
折旧摊销	1,890	1,994	1,897	2,142	2,397
净营运资金增加	-3,087	2,153	-1,151	1,891	1,430
其他	-871	-4,276	-713	-3,363	-2,713
投资活动产生现金流	-11,250	-9,288	-4,894	-4,625	-4,600
净资本支出	-4,133	-9,977	-5,200	-5,200	-5,200
长期投资变化	3,420	2,333	-550	-575	-600
其他资产变化	-10,537	-1,645	856	1,150	1,200
融资活动现金流	-2,452	-1,315	-7,261	-4,741	-7,549
股本变化	52	14	1	0	0
债务净变化	924	4,849	-3,386	-2,291	-4,567
无息负债变化	22,128	545	-5,925	2,570	1,993
净现金流	-359	1,284	-4,264	1,337	1,352

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.8%	25.9%	24.1%	25.1%	26.0%
EBITDA 率	19.8%	13.9%	11.9%	13.1%	14.4%
EBIT 率	17.9%	12.0%	9.7%	11.0%	12.2%
税前净利润率	18.7%	13.1%	10.4%	11.8%	13.2%
归母净利润率	15.5%	11.3%	8.9%	10.1%	11.4%
ROA	12.6%	8.9%	6.1%	7.3%	8.6%
ROE (摊薄)	27.3%	18.9%	11.6%	13.3%	14.6%
经营性 ROIC	30.6%	18.6%	12.0%	14.1%	16.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	54%	53%	48%	45%	42%
流动比率	1.47	1.53	1.60	1.64	1.76
速动比率	1.16	1.23	1.25	1.28	1.37
归母权益/有息债务	4.35	3.57	4.68	6.19	11.13
有形资产/有息债务	9.34	7.42	8.80	11.12	18.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	126,255	138,557	133,582	141,796	148,895
货币资金	12,596	14,812	10,548	11,885	13,237
交易性金融资产	14,214	14,773	15,000	15,000	15,000
应收账款	21,512	19,655	19,337	20,799	21,817
应收票据	253	513	439	495	545
其他应收款 (合计)	1,869	2,173	1,582	1,783	1,963
存货	19,198	18,463	18,291	19,622	20,534
其他流动资产	11,134	10,275	10,275	10,275	10,275
流动资产合计	91,428	93,719	84,790	89,271	92,867
其他权益工具	790	1,389	1,389	1,389	1,389
长期股权投资	3,420	2,333	2,883	3,458	4,058
固定资产	10,841	13,295	15,206	17,068	18,821
在建工程	3,741	7,415	8,186	8,765	9,199
无形资产	3,228	3,881	4,002	4,119	4,235
商誉	50	46	46	46	46
其他非流动资产	5,241	5,837	5,837	5,837	5,837
非流动资产合计	34,827	44,838	48,792	52,525	56,028
总负债	68,067	73,461	64,150	64,429	61,854
短期借款	7,636	5,778	4,858	3,567	0
应付账款	24,892	20,484	19,358	20,785	21,781
应付票据	7,315	8,076	6,675	7,423	8,067
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7,457	9,705	9,705	9,705	9,705
流动负债合计	62,049	61,432	53,098	54,377	52,803
长期借款	4,532	9,603	8,603	7,603	6,603
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	849	1,842	1,842	1,842	1,842
非流动负债合计	6,018	12,029	11,052	10,052	9,052
股东权益	58,188	65,095	69,432	77,367	87,040
股本	8,479	8,493	8,493	8,493	8,493
公积金	8,491	8,803	9,390	9,390	9,390
未分配利润	41,792	48,767	52,216	59,802	69,075
归属母公司权益	56,562	63,691	67,727	75,313	84,586
少数股东权益	1,625	1,404	1,704	2,054	2,454

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	5.37%	6.31%	6.50%	6.40%	6.30%
管理费用率	2.22%	2.61%	2.80%	2.70%	2.60%
财务费用率	0.28%	-0.12%	0.06%	0.00%	-0.12%
研发费用率	5.02%	6.13%	6.30%	6.20%	6.10%
所得税率	14%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.60	0.45	0.29	0.37	0.45
每股经营现金流	1.57	1.40	0.93	1.26	1.59
每股净资产	6.66	7.50	7.97	8.87	9.96
每股销售收入	11.70	12.49	10.35	11.66	12.84

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	10	12	19	15	12
PB	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.5	10.3	14.4	11.4	9.1
股息率	3.4%	2.5%	1.6%	2.1%	2.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE