

三一重工（600031）

2023 年中报点评：二季度开启业绩启航，国际化卓有成效

买入（维持）

2023 年 09 月 04 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	80,822	84,853	95,374	123,539
同比	-24%	5%	12%	30%
归属母公司净利润（百万元）	4,273	6,803	9,438	12,996
同比	-64%	59%	39%	38%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.50	0.80	1.11	1.53
P/E（现价&最新股本摊薄）	31.68	19.90	14.34	10.42

关键词：#业绩符合预期 #出口导向 #规模经济

事件：公司披露 2023 年半年报，业绩符合市场预期。

投资要点

■ 二季度开启业绩启航，国际化卓有成效

2023 年上半年公司实现营业收入 399 亿元，同比下滑 0.3%，归母净利润 34 亿元，同比增长 29%，呈现利润大于营收大于行业销量增速，主要系份额提升及产品结构优化。单二季度来看，公司实现营收 219 亿元，同比增长 11%；归母净利润 19 亿元，同比增长 81%。二季度公司收入、利润均恢复正增长，考虑到下半年业绩基数较低，二季度有望开启业绩启航。分产品看，混凝土、起重机械均已恢复正增长：（1）挖机实现收入 151 亿元，同比下降 9%，其中海外收入 100 亿元，同比增长 32%。上半年公司中挖、大挖国内市占率提升超 5 个点，超大型挖掘机国内份额第一，上半年销售额接近翻番。（2）混凝土机械实现收入 84 亿元，同比增长 0.5%，其中国内收入 39 亿元，同比下滑 11%，海外收入 45 亿元，同比提升 14%。（3）起重机械实现营收 74 亿元，同比增长 3%。其中国内 36 亿元，同比下滑 24%，海外收入 38 亿元，同比提升 58%。

■ 欧美高端市场拓展顺利，国际化长期前景可观

2023 年上半年公司海外营收 225 亿元，同比增长 36%，海外市场收入首次超过国内，占比达 58%。上半年公司主要产品出口均实现正增长：挖掘机同比增长 32%，混凝土机械同比增长 14%，起重机械同比增长 58%，路面机械同比增长 61%。欧美高端市场拓展顺利，上半年收入同比增长 72%、23%，收入占比合计达 54%。亚澳地区同比增速 22%，收入占比达 40%。据 KHL 发布 Yellow Table，2022 年 TOP50 工程机械制造商总销售额为 2306 亿美元，三一重工全球份额仅 7%，远低于国内份额，海外市场成长空间广阔。

■ 结构优化+降本增效，盈利能力提升趋势持续

2023 年上半年公司销售毛利率 28.2%，同比增长 5.7pct，其中国内毛利率 24.4%，同比提升 3.4pct；海外毛利率 31.0%，同比提升 6.6pct，海外市场拓展带动利润率上行；销售净利率 8.9%，同比增长 2.0pct，净利率逐步回暖。公司上半年主要产品利润率均有提升：挖掘机械毛利率达 34%，同比提升 9.2 个百分点；混凝土机械毛利率 22%，同比提升 1.2 个百分点；起重机械毛利率 25%，同比提升 9.3 个百分点，费用端，2023H1 公司期间费用率 15.5%，同比下降 0.4pct。在公司产品结构优化、海外市场拓展、原材料价格回落背景下，我们预计公司盈利能力提升趋势持续。

■ 推出新一轮员工持股计划，彰显发展信心

公司于 7 月 1 日公告员工持股计划，设立规模不超过 5.9 亿元，股票来源为前期回购股份，合计不超过公司当前股本总额的 1%。计划覆盖董监高及核心人员，共计不超过 7131 人，占当前员工总数的 27%，其中董监高授予比例 4%，其余核心员工授予比例 96%，激励覆盖面广，员工利益与公司成长深度绑定，为公司长期发展奠定基础。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 68/94/130 亿元，当前市值对应 PE 为 20/14/10 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**地缘政治冲突、行业竞争加剧、基建不及预期、原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.95
一年最低/最高价	13.30/19.73
市净率(倍)	2.03
流通 A 股市值(百万元)	135,004.24
总市值(百万元)	135,361.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.87
资产负债率(%，LF)	57.90
总股本(百万股)	8,486.60
流通 A 股(百万股)	8,464.22

相关研究

《三一重工(600031)：拟推出员工持股计划，彰显成长信心》

2023-06-15

《三一重工(600031)：2023 年一季报点评：业绩好于市场预期，盈利能力有望持续修复》

2023-04-26

内容目录

1. 二季度开启业绩启航，国际化卓有成效4

2. 欧美高端市场拓展顺利，国际化长期前景可观5

3. 结构优化+降本增效，盈利能力提升趋势持续6

4. 推出新一轮员工持股计划，彰显发展信心8

5. 盈利预测与投资评级8

6. 风险提示8

图表目录

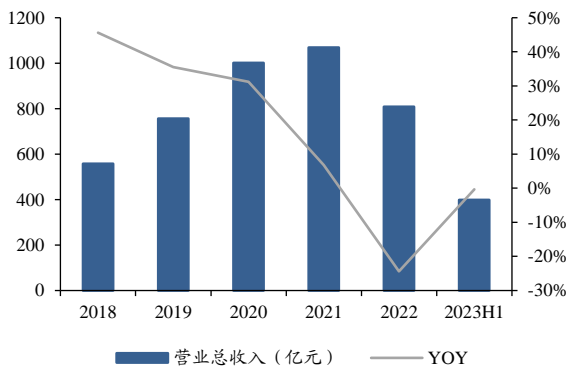
图 1:	2023H1 公司实现营业总收入 399 亿元, 同比下降 0.3%	4
图 2:	2023H1 公司实现归母净利润 34 亿元, 同比增长 29%	4
图 3:	2023H1 公司混凝土机械、起重机机械收入均已恢复正增长 (单位: 亿元)	5
图 4:	2023H1 挖机/起重机出口分别同比增长 32%/58%	5
图 5:	2023H1 海外收入 225 亿元, 同比增长 36%, 收入占比达 58%	5
图 6:	2023H1 公司海外分地区收入规模及增速	5
图 7:	2023H1 公司毛利率/净利率分别为 28.2%/8.9%, 同比增长 5.7/2.0pct	6
图 8:	2023H1 公司期间费用率 15.5%, 同比下降 0.4pct	6
图 9:	2023H1 公司挖机/起重机毛利率同比提升幅度最大, 分别为 9.2/9.3pct	7
图 10:	2023H1 公司海外毛利率 31%, 同比提高 7pct, 比国内高 7pct	7
表 1:	2022 年前十大工程机械制造商排名	6

事件：公司披露 2023 年半年度报告。

1. 二季度开启业绩启航，国际化卓有成效

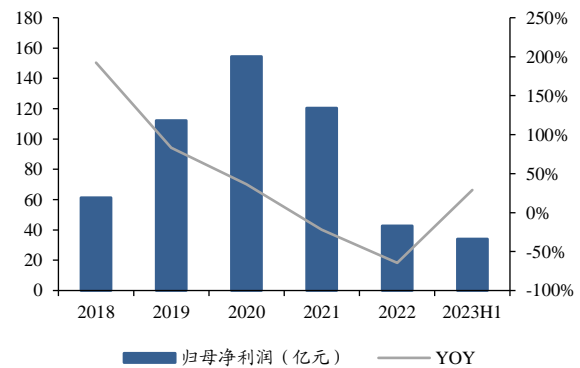
二季度业绩强势回升，有望开启业绩启航。收入端，2023 年上半年公司实现营业总收入 399 亿元，同比下降 0.3%；单 Q2 实现营收 219 亿元，同比增长 11%，环比提升 22%，在行业低迷的背景下公司实现强势反弹，主要得益于海外市场、电动化产品快速发展。利润端，2023 年上半年公司实现归母净利润 34 亿元，同比增长 29%；单 Q2 实现归母净利润 19 亿元，同比增长 81%，环比提升 25%，净利润增幅远超收入端，主要系产品及销售结构变动带来毛利率提升。

图1：2023H1 公司实现营业总收入 399 亿元，同比下降 0.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

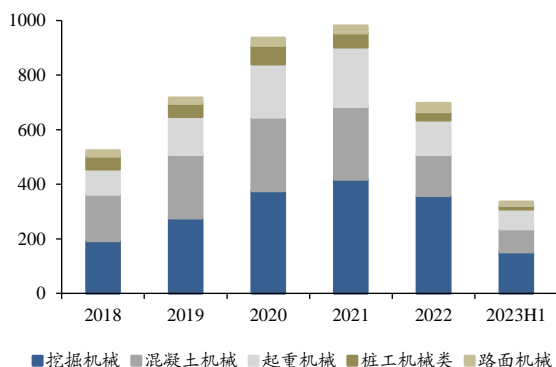
图2：2023H1 公司实现归母净利润 34 亿元，同比增长 29%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

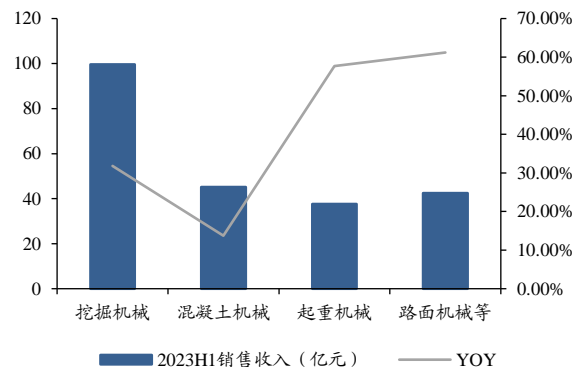
混凝土机械、起重机械均已恢复正增长，主要产品海外收入增长强劲。2023H1 年三一主要产品海外收入均正增长，起重机、挖机表现最为亮眼：（1）挖机实现收入 151 亿元，同比下降 9%，其中国内收入 52 亿元，同比下滑 43%，与行业 44% 的销量降幅接近，海外收入 100 亿元，同比增长 32%，显著高于行业 11% 增速。（2）混凝土机械实现收入 84 亿元，同比增长 0.5%，其中国内收入 39 亿元，同比下滑 11%，海外收入 45 亿元，同比提升 14%，表现均好于行业。（3）起重机实现营收 74 亿元，其中国内 36 亿元，同比下滑 24%，海外收入 38 亿元，同比提升 58%。

图3：2023H1 公司混凝土机械、起重机机械收入均已恢复正增长（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2023H1 挖机/起重机出口分别同比增长 32%/58%

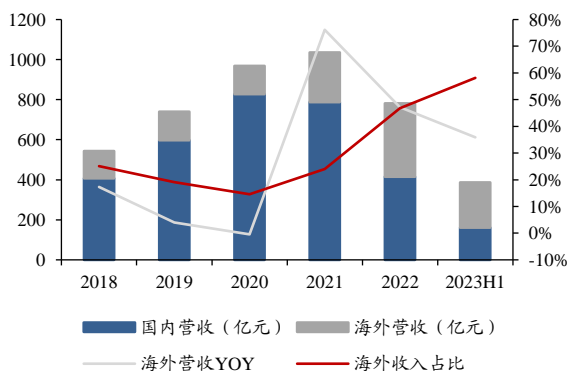


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 欧美高端市场拓展顺利，国际化长期前景可观

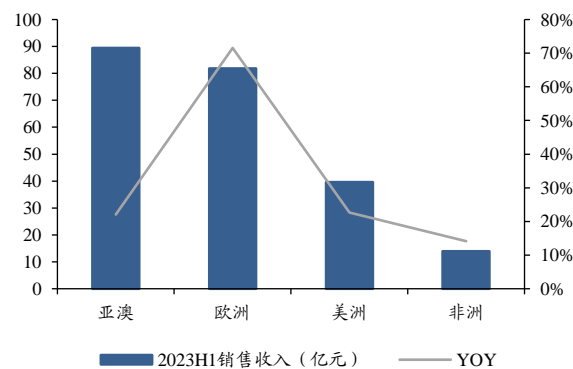
2023 年海外收入占比 58%，欧美高端市场拓展顺利。2023 年上半年公司国内营收 162 亿元，同比下降 27%；海外营收 225 亿元，同比增长 36%，海外市场收入首次超过国内，占比达 58%，贡献主要业绩。出口分区域看，亚澳仍为第一大市场，欧美增速较高，亚澳/欧/美/非上半年营收增速分别达 22%/72%/23%/14%，收入占比分别为 40%/36%/18%/6%，欧洲市场高增主要系前期布局开始释放红利、子公司普茨迈斯特行业龙头地位稳固。公司为海外布局最早、渠道建设最好的主机厂之一，国际化战略已进入兑现期，份额提升驱动收入增长。

图5：2023H1 海外收入 225 亿元，同比增长 36%，收入占比达 58%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2023H1 公司海外分地区收入规模及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1: 2022 年前十大工程机械制造商排名

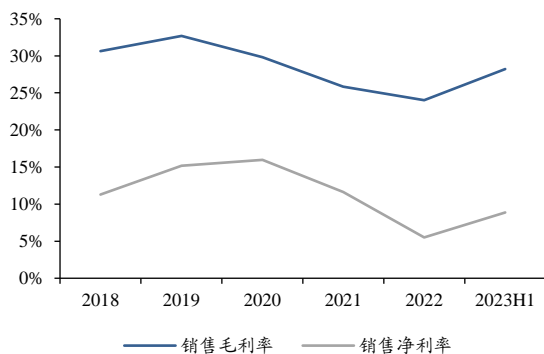
排名	公司	国家	销售额 (亿美元)	全球份额
1	卡特彼勒	美国	320.69	13.8%
2	小松	日本	253.18	10.9%
3	徐工集团	中国	181.01	7.8%
4	三一集团	中国	160.48	6.9%
5	约翰迪尔	美国	113.68	4.9%
6	沃尔沃建筑设备	瑞典	107.21	4.6%
7	中联重科	中国	104.03	4.5%
8	利勃海尔	德国	94.66	4.1%
9	日立建机	日本	88.76	3.8%
10	山特维克	瑞典	72.72	3.1%
合计			1496.42	64.4%

数据来源: KHL《2022 年 Yellow Table 》, 东吴证券研究所

3. 结构优化+降本增效, 盈利能力提升趋势持续

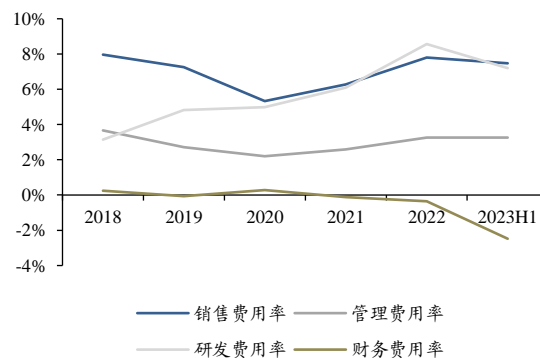
盈利能力提升, 利润率向好趋势有望延续。2023H1 公司销售毛利率 28.2%, 同比增长 5.7pct; 销售净利率 8.9%, 同比增长 2.0pct。费用端, 2023H1 公司期间费用率 15.5%, 同比下降 0.4pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.5%/3.3%/7.2%/-2.5%, 同比变动 0.3/0.1/0.1/-0.8pct, 财务费用率下降主要系人民币贬值带来汇兑收益。我们判断公司盈利能力修复, 主要系①产品结构变动, 部分产品销售提价; ②高毛利的海外市场收入占比提升; ③大宗原材料价格、海运费回落, 控本降费成效显现。展望 2023 年下半年, 以上毛利率修复逻辑仍持续, 看好公司利润率提升。

图7: 2023H1 公司毛利率/净利率分别为 28.2%/8.9%, 同比增长 5.7/2.0pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

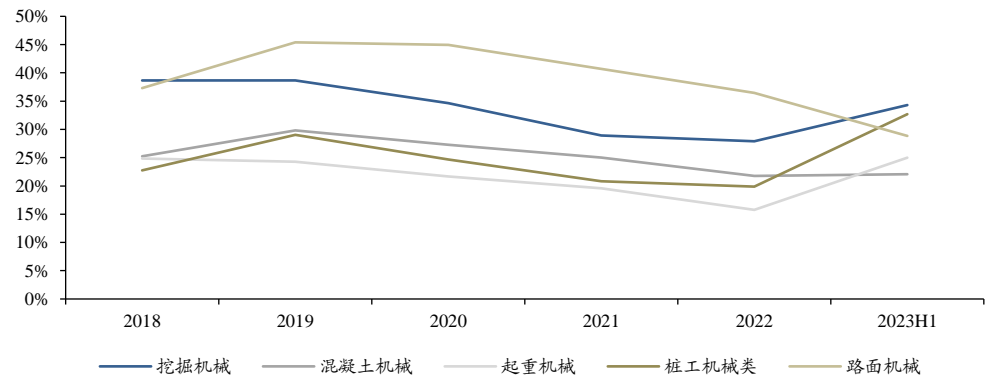
图8: 2023H1 公司期间费用率 15.5%, 同比下降 0.4pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

挖机、起重机械毛利率大幅提升，挖机大型化、产品电动化趋势明显。2023 年上半年公司除桩工机械毛利率同比下降 4.1pct 外，其他主要产品品类毛利率均有所提升，挖机/混凝土机械/起重机械/路面机械毛利率分别达 34%/22%/25%/29%，同比分别提升 9.2/1.2/9.3/1.3pct。我们判断挖机毛利率提升，主要得益于高毛利的大挖占比提升；电动化发展提升起重机械毛利率。挖机大型化、产品电动化趋势明确，结构有望进一步优化。

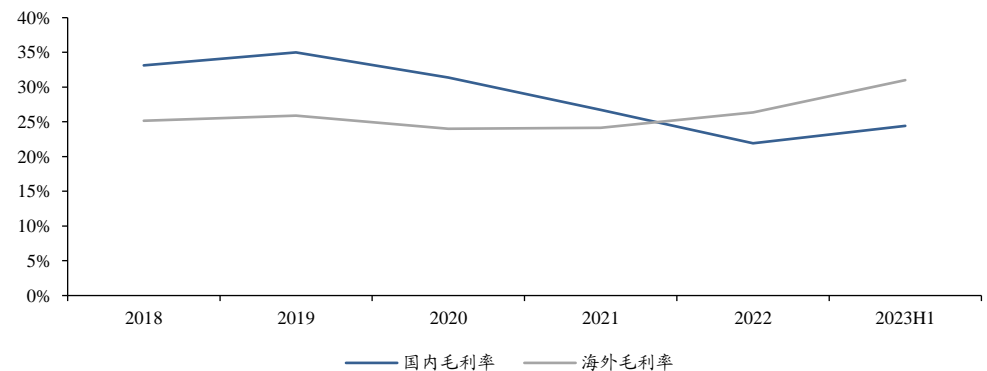
图9：2023H1 公司挖机/起重机械毛利率同比提升幅度最大，分别为 9.2/9.3pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

海外业务毛利率稳步提升，盈利能力更强。受益于海外销售规模增大、产品结构改善，公司海外主营业务毛利率稳步提升，毛利率达 31%，同比提升 7pct，相较于国内 24% 的毛利率高 7pct，海外盈利能力更强。预计随公司加强海外拓展，整体毛利率中枢有望持续上移。

图10：2023H1 公司海外毛利率 31%，同比提高 7pct，比国内高 7pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 推出新一轮员工持股计划，彰显发展信心

公司于7月1日公告员工持股计划，设立规模不超过5.9亿元，股票来源为前期回购股份，合计不超过公司当前股本总额的1%。计划覆盖董监高及核心人员，共计不超过7131人，占当前员工总数的27%，其中董监高授予比例4%，其余核心员工授予比例96%，激励覆盖面广，员工利益与公司成长深度绑定，为公司长期发展奠定良好基础。

5. 盈利预测与投资评级

我们维持2023-2025年公司归母净利润为68/94/130亿元，当前市值对应PE为19/14/10倍，维持“买入”评级。

6. 风险提示

地缘政治冲突、行业竞争加剧、基建不及预期、原材料价格波动等。

三一重工三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	105,762	92,242	113,266	135,189	营业总收入	80,822	84,853	95,374	123,539
货币资金及交易性金融资产	36,159	34,781	36,900	56,976	营业成本(含金融类)	61,178	62,422	68,572	88,888
经营性应收款项	26,946	23,279	30,007	32,031	税金及附加	368	382	401	556
存货	19,738	13,277	22,991	24,022	销售费用	6,302	6,109	6,676	8,648
合同资产	59	42	47	61	管理费用	2,639	2,376	2,384	2,471
其他流动资产	22,859	20,863	23,320	22,099	研发费用	6,923	6,364	6,867	8,648
非流动资产	52,993	54,022	55,553	56,628	财务费用	(294)	170	191	124
长期股权投资	2,239	2,239	2,239	2,239	加:其他收益	1,117	849	763	988
固定资产及使用权资产	20,080	22,835	24,630	25,755	投资净收益	746	764	858	988
在建工程	3,971	1,985	1,493	1,246	公允价值变动	(250)	0	0	0
无形资产	4,438	4,698	4,926	5,122	减值损失	(665)	(686)	(847)	(934)
商誉	48	48	48	48	资产处置收益	93	22	25	12
长期待摊费用	73	73	73	73	营业利润	4,747	7,980	11,084	15,261
其他非流动资产	22,145	22,145	22,145	22,145	营业外净收支	85	26	24	35
资产总计	158,755	146,264	168,819	191,816	利润总额	4,832	8,006	11,108	15,296
流动负债	67,630	56,801	69,677	79,347	减:所得税	428	1,030	1,429	1,968
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,632	6,682	6,732	6,782	净利润	4,405	6,976	9,679	13,328
经营性应付款项	28,908	22,498	33,973	39,229	减:少数股东损益	132	173	240	331
合同负债	1,897	1,635	1,796	2,328	归属母公司净利润	4,273	6,803	9,438	12,996
其他流动负债	30,194	25,986	27,176	31,008	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.50	0.80	1.11	1.53
非流动负债	25,116	25,126	25,126	25,126	EBIT	3,869	8,735	12,084	16,251
长期借款	21,625	21,635	21,635	21,635	EBITDA	6,442	11,290	14,843	19,200
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.02	26.44	28.10	28.05
租赁负债	308	308	308	308	归母净利率(%)	5.34	8.02	9.90	10.52
其他非流动负债	3,183	3,183	3,183	3,183	收入增长率(%)	(24.38)	4.99	12.40	29.53
负债合计	92,746	81,927	94,802	104,473	归母净利润增长率(%)	(64.49)	59.21	38.74	37.70
归属母公司股东权益	64,966	63,121	72,559	85,556					
少数股东权益	1,043	1,216	1,457	1,788					
所有者权益合计	66,009	64,338	74,016	87,344					
负债和股东权益	158,755	146,264	168,819	191,816					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,099	11,199	6,671	24,237	每股净资产(元)	7.65	7.44	8.55	10.08
投资活动现金流	(1,838)	(2,772)	(3,382)	(2,989)	最新发行在外股份(百万股)	8,487	8,487	8,487	8,487
筹资活动现金流	4,826	(1,158)	(1,170)	(1,172)	ROIC(%)	3.97	8.12	10.76	12.95
现金净增加额	7,002	7,268	2,119	20,076	ROE-摊薄(%)	6.58	10.78	13.01	15.19
折旧和摊销	2,572	2,555	2,759	2,949	资产负债率(%)	58.42	56.01	56.16	54.46
资本开支	(5,538)	(3,536)	(4,240)	(3,977)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.68	19.90	14.34	10.42
营运资本变动	(2,205)	576	(6,925)	6,840	P/B(现价)	2.09	2.14	1.87	1.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>