

三一重工 (600031)

电动挖掘机在欧洲取得新突破，全球化、电动化助力迈向全球龙头

买入 (维持)

2024年07月03日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	80839	74019	78963	89601	102693
同比(%)	(24.36)	(8.44)	6.68	13.47	14.61
归母净利润(百万元)	4290	4527	6284	8494	11321
同比(%)	(64.35)	5.53	38.79	35.17	33.28
EPS-最新摊薄(元/股)	0.51	0.53	0.74	1.00	1.33
P/E(现价&最新摊薄)	30.85	29.24	21.07	15.59	11.69

股价走势



事件:三一集团在荷兰发布首款海外市场中型电动挖掘机SY215E,标志着公司在欧洲电动化市场取得了新的突破。

投资要点

■ 高度重视电动化发展机遇，电动挖掘机在欧洲市场取得重大突破

公司高度重视工程机械电动化发展机遇，2021年开始发力电动化产品研发，全面推进工程车辆、挖掘机、装载机、起重机等产品电动化进程。公司产品线丰富、产品型谱齐全，2022-2023年公司分别实现电动产品收入27+/31.5亿元，收入规模快速扩张。2023年前三季度，公司电动搅拌车、电动自卸车、电动起重机、电动泵车销售市占率均居行业第一，电动产品竞争力凸显。此外，公司近期在电动挖掘机领域也取得重大突破，2024年6月公司在荷兰发布首款海外市场中型电动挖掘机SY215E并取得20台签约预售订单，标志公司在欧洲电动化市场取得新突破。我们认为欧洲市场环保要求高，发达经济体已明确提出电动化补贴政策及零碳排放政策，鼓励电动化设备推广；且欧洲市场需求以小挖为主，小挖电动化难度较低，电动化挖掘机推广难度较低。挖掘机是公司核心拳头产品，技术&渠道壁垒高，我们认为公司在欧洲电动挖掘机市场已经取得先发优势，未来将率先受益于欧洲挖掘机电动化渗透率提升。

■ 电动化工程机械市场空间广阔，技术突破后可迎来发展热潮

2023年全球工程机械电动化率不足1%，我们判断技术突破并实现充分降本后电动化渗透率有望达到30%以上。以挖掘机为例，2023年我国挖掘机销量约19.5万台，若未来电动化率达到30%将带来年均约6万台的电动化挖掘机需求，2024年1-5月我国电动化挖掘机销量不足40台，市场空间广阔。当前阻碍工程机械电动化率提升的核心因素在于传动效率较低导致电动产品成本高、经济性较差，传统的液压传动系统的传动效率不超过50%，动能损耗严重。为此，当前工程机械研发的核心问题在于使用电传动系统替代液压传动从而提高整体的传动效率。而电传动价格昂贵，产业化处于初期阶段，大规模应用方案尚不成熟。而公司是国内研发投入强度最高的企业，我们判断公司有望最早突破电动化技术瓶颈，率先引领电动化工程机械发展热潮。

■ 电动化、全球化平滑国内周期波动，助力弯道超车迈向全球龙头

2023年公司海外收入占比达到60%，全球化成为公司平滑周期的重要抓手。据KHL数据，2023年公司全球工程机械市占率为4.2%，全球龙头卡特彼勒/小松的市场份额分别为16.8%/10.4%，相较全球龙头仍有较大提升空间。复盘全球工程机械龙头全球化之路可以看出，技术创新是弯道超车的制胜法宝。我们认为公司有望复制小松路径，依靠全球领先的电动化技术实现新一轮的弯道超车，迈向全球龙头。

盈利预测与投资评级:国内工程机械行业更新周期渐近，全球化、电动化、智能化战略再造三一重工，坚定看好公司长期成长性。我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为63/85/113亿元，当前市值对应PE为21/16/12倍，维持“买入”评级。

风险提示:行业周期波动、行业竞争加剧、国际贸易摩擦、电动化技术突破不及预期等。

市场数据

收盘价(元)	15.60
一年最低/最高价	12.60/18.03
市净率(倍)	1.90
流通A股市值(百万元)	132,041.77
总市值(百万元)	132,377.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.19
资产负债率(% ,LF)	54.29
总股本(百万股)	8,485.74
流通A股(百万股)	8,464.22

相关研究

《三一重工(600031): 2023年年报及2024年一季报点评: 业绩符合预期,看好国际化推进、盈利能力回升》

2024-05-01

《三一重工(600031): 周期底部蓄力,工程机械龙头再起航》

2023-12-27

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	97,633	96,645	106,541	127,005	营业总收入	74,019	78,963	89,601	102,693
货币资金及交易性金融资产	28,921	39,218	30,538	62,036	营业成本(含金融类)	53,326	56,717	63,277	71,670
经营性应收款项	25,588	20,470	28,235	22,086	税金及附加	424	382	457	533
存货	19,768	15,271	23,820	20,456	销售费用	6,218	6,475	7,168	7,702
合同资产	67	63	71	82	管理费用	2,651	2,527	2,688	3,081
其他流动资产	23,289	21,623	23,876	22,345	研发费用	5,865	5,527	6,093	6,675
非流动资产	53,569	54,026	55,066	55,721	财务费用	(463)	315	358	411
长期股权投资	2,401	2,401	2,401	2,401	加:其他收益	765	884	1,017	1,210
固定资产及使用权资产	24,233	24,948	25,446	25,681	投资净收益	(177)	395	448	513
在建工程	1,367	683	842	921	公允价值变动	21	0	0	0
无形资产	4,832	5,257	5,641	5,982	减值损失	(1,258)	(985)	(1,103)	(1,045)
商誉	50	50	50	50	资产处置收益	(6)	9	3	2
长期待摊费用	184	184	184	184	营业利润	5,343	7,322	9,925	13,301
其他非流动资产	20,502	20,502	20,502	20,502	营业外净收支	(26)	31	24	21
资产总计	151,202	150,670	161,606	182,725	利润总额	5,317	7,353	9,950	13,322
流动负债	54,415	57,993	60,185	69,654	减:所得税	710	886	1,205	1,672
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,937	5,987	6,037	6,087	净利润	4,606	6,467	8,744	11,650
经营性应付款项	22,693	28,209	28,580	35,741	减:少数股东损益	79	183	250	329
合同负债	2,178	1,792	1,999	2,264	归属母公司净利润	4,527	6,284	8,494	11,321
其他流动负债	23,608	22,006	23,569	25,561	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.53	0.74	1.00	1.33
非流动负债	27,614	27,624	27,624	27,624	EBIT	5,046	9,204	12,039	15,288
长期借款	23,556	23,566	23,566	23,566	EBITDA	8,196	11,906	14,927	18,351
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.71	28.17	29.38	30.21
租赁负债	551	551	551	551	归母净利率(%)	6.18	7.96	9.48	11.02
其他非流动负债	3,508	3,508	3,508	3,508	收入增长率(%)	(8.44)	6.68	13.47	14.61
负债合计	82,029	85,617	87,809	97,278	归母净利润增长率(%)	5.53	38.79	35.17	33.28
归属母公司股东权益	68,040	63,737	72,231	83,551					
少数股东权益	1,133	1,316	1,566	1,896					
所有者权益合计	69,173	65,053	73,797	85,447					
负债和股东权益	151,202	150,670	161,606	182,725					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,708	24,851	(3,975)	35,936	每股净资产(元)	8.02	7.51	8.51	9.85
投资活动现金流	(2,694)	(2,725)	(3,452)	(3,183)	最新发行在外股份(百万股)	8,486	8,486	8,486	8,486
筹资活动现金流	(7,530)	(1,899)	(1,254)	(1,256)	ROIC(%)	4.51	8.33	10.63	12.18
现金净增加额	(4,554)	20,227	(8,680)	31,498	ROE-摊薄(%)	6.65	9.86	11.76	13.55
折旧和摊销	3,150	2,702	2,888	3,064	资产负债率(%)	54.25	56.82	54.34	53.24
资本开支	(4,128)	(3,119)	(3,900)	(3,696)	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.24	21.07	15.59	11.69
营运资本变动	(3,050)	13,829	(17,538)	19,407	P/B(现价)	1.95	2.08	1.83	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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>