

三一重工 - A (600031 CH)

盈利上调 + 估值扩张

我们看到三一重工的潜在估值重估机会，鉴于以下原因：（1）挖掘机需求将继续由结构性因素驱动，使未来销售更具可持续性；（2）公司数字化转型战略将有助于扩大其竞争优势；（3）海外扩张将提供巨大机会。因此，我们认为市场将逐步重估三一重工为增长型而非周期型股票。我们将 2020-22 年盈利预测上调 6-14%。基于 22 倍 2021 年预测市盈率（此前为 17 倍），我们的新目标价为 49.5 元人民币。我们认为，2021 年第一季度对挖掘机的超预期需求将成为近期的强劲催化剂。重申买入评级。

- **数字化转型增强全球竞争力。**公司数年前开始智能制造数字化转型，这使得其逐步实现了更高的生产效率。2019 年，公司人均收入达到 59 万美元，超过卡特彼勒（CAT US）（53 万美元）。展望未来，随着更多灯塔工厂启用和进一步数字化转型，我们预计公司的全球竞争力将进一步增强。
- **海外机会。**多年来，卡特彼勒（Caterpillar）在美国以外地区产生约 60% 收入，而小松（6301 JP）在日本以外地区产生超过 70% 收入。鉴于三一重工 2019 年至 2020 年上半年期间海外收入占总收入 20% 以下，我们认为三一重工在中国以外发展潜力巨大。随着产品质量提高和持续的销售网络建设，我们相信海外市场将成为重要的收入增长动力。我们认为，海外业务比重提升将使三一重工的盈利趋势趋于平稳，这将有助于提升估值。
- **挖掘机行业预测上调。**根据 CCMA 资料，2020 年中国主要生产商挖掘机销量同比增长 39% 至 32.8 万台，创历史新高。展望未来，人工替代、轮式装载机替代、以及日益严格的排放标准成为挖掘机结构性增长动力。我们将 2021 年挖掘机需求增长预测由 3% 上调至 10%。根据上游供应链回馈，我们预计挖掘机需求将在 2021 年上半年保持强劲增长。我们预计 2021 年 1-2 月挖掘机销售同比增长超 70%，将超出市场预期。
- **主要风险：**（1）疫情引起的海外业务风险；（2）工程建设活动放缓；（3）扩展融资业务的风险。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	55,822	75,666	97,663	111,937	120,625
同比增长 (%)	46	36	29	15	8
净收入(百万元人民币)	6,116	11,207	15,606	19,053	20,963
每股盈利(元人民币)	0.79	1.36	1.84	2.25	2.48
每股盈利变动 (%)	189.6	71.4	36.1	22.1	10.0
市场预测每股盈利(人民币)	N/A	N/A	1.82	2.13	2.39
EV / EBITDA (x)	37.9	24.0	18.1	14.9	13.7
市盈率 (倍)	51.1	29.8	21.9	17.9	16.3
市帐率 (倍)	10.0	7.7	6.0	4.8	4.0
股息率 (%)	0.7	1.1	1.4	1.8	1.9
权益收益率 (%)	21.5	29.5	30.9	30.0	26.8
净资产负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	RMB49.50
(此前目标价)	RMB34.60)
潜在升幅	+23%
当前股价	RMB40.37

中国工程机械及设备

冯健嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	342,277
3 月平均流通量(百万元人民币)	2,228
52 周内股价高低(人民币)	41.38/14.39
总股本(百万)	8,435

数据来源：彭博

股东结构

三一集团	30.2%
香港中央结算	9.9%
梁稳根	2.8%
其他	57.1%

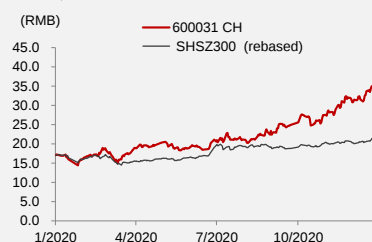
数据来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	28.2%	16.9%
3-月	62.2%	35.4%
6-月	95.6%	69.9%

数据来源：彭博

股份表现



数据来源：彭博

审计师：瑞华会计师事务所

财务报表

损益表

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	55,822	75,666	97,663	111,937	120,625
销售成本	-38,728	-50,932	-66,290	-74,674	-80,633
毛利	17,094	24,733	31,373	37,263	39,992
税金及附加	-326	-371	-391	-336	-362
销售费用	-4,447	-5,488	-6,055	-6,716	-6,996
管理费用	-3,800	-5,696	-7,129	-7,836	-8,082
公允价值变动	-362	290	300	0	0
资产减值	-1,095	-1,259	-1,367	-1,679	-1,809
EBIT	7,063	12,209	16,731	20,696	22,742
净财务收入/(支出)	-136	46	327	657	1,134
财务收入	344	505	887	1,340	1,816
财务支出	-479	-458	-561	-683	-681
其他收益	495	1,059	1,380	1,250	1,000
联营企业和合营企业投资收	128	140	123	162	171
税前盈利	7,550	13,454	18,560	22,766	25,048
所得税费用	-1,247	-1,960	-2,636	-3,324	-3,657
税后盈利	6,303	11,494	15,924	19,442	21,391
少数股东	-187	-288	-318	-389	-428
净利润	6,116	11,207	15,606	19,053	20,963
折旧和摊销	1,932	2,020	2,085	2,127	2,167
EBITDA	8,995	14,230	18,816	22,824	24,910

现金流

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	7,550	13,454	18,560	22,766	25,048
融资成本	388	120	561	683	681
利息收入	-344	-505	-887	-1,340	-1,816
联营及合营公司利润	-128	-140	-123	-162	-171
公允价值变动	-276	-673	0	0	0
资产拨备	-8	249	0	0	0
折旧和摊销	1,932	2,020	2,085	2,127	2,167
已付所得税	-1,247	-1,960	-2,636	-3,324	-3,657
营运资金变动	1,788	531	-2,005	-4,504	-112
其他	870	167	0	0	0
经营活动所得现金净额	10,527	13,265	15,555	16,246	22,141
购买物业、厂房及设备净投资	-1,003	-2,157	-3,500	-4,000	-4,000
联营企业和合营企业投资	-648	-11	-50	-50	0
子公司投资	311	153	-3,380	0	0
已收股息	13	14	12	16	0
已收利息	344	505	887	1,340	1,816
其他	-9,781	-10,485	-70	0	0
投资活动所用现金净额	-10,765	-11,981	-6,101	-2,694	-2,184
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	1,584	1,756	7,000	-200	100
已付股息	-1,233	-2,165	-3,516	-4,916	-6,002
已付利息	-479	-458	-561	-683	-681
其他	955	-283	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	827	-1,151	2,924	-5,799	-6,583
现金及等同现金(减少)增加净	589	134	12,378	7,754	13,374
年初之现金及等同现金项目	4,104	11,985	13,527	25,905	33,659
汇兑及其他	7,293	1,408	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	11,985	13,527	25,905	33,659	47,032

资产负债表

YE 31 Dec (RMB mn)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	21,879	22,041	26,635	29,448	30,898
物业、厂房及设备	11,867	10,615	15,772	18,009	20,206
联营及合营公司	2,328	2,985	3,146	3,342	3,513
商誉	51	49	49	49	49
应收账款	366	1,286	855	1,599	1,045
无形资产	3,880	3,339	3,048	2,683	2,319
投资	1,121	0	0	0	0
其他	1,115	2,656	2,656	2,656	2,656
递延税项资产	1,152	1,109	1,109	1,109	1,109
流动资产	51,896	68,500	92,488	101,122	121,630
存货	11,595	14,252	17,713	18,294	20,586
应收账款	20,802	21,793	30,116	29,379	34,734
其他应收账款	1,704	3,030	2,856	3,891	3,380
其他	3,272	6,897	6,897	6,897	6,897
银行结余及现金	11,985	13,527	25,905	33,659	47,032
流动负债	33,935	42,149	51,322	48,542	55,112
应付账及其他应付款项	17,191	20,295	29,468	26,588	33,058
银行借款	8,336	10,771	10,771	10,871	10,971
税项负债	524	1,490	1,490	1,490	1,490
其他	3,567	4,162	4,162	4,162	4,162
非流动负债	7,337	2,866	9,866	9,566	9,566
银行借款	5,974	1,303	8,303	8,003	8,003
递延税项负债	650	714	714	714	714
其他	471	728	728	728	728
资本及储备	32,502	45,527	57,935	72,461	87,851
股东权益	31,485	44,421	56,511	70,648	85,610
非控股权益	1,017	1,106	1,424	1,813	2,241

主要比率

YE 31 Dec	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
Sales mix (%)					
混凝土机械	30%	31%	28%	29%	30%
挖掘机械	34%	37%	42%	42%	41%
起重机械	17%	18%	17%	17%	17%
桩工机械	8%	6%	6%	6%	6%
路面机械	4%	3%	3%	2%	2%
其他	4%	3%	3%	3%	3%
其他业务	3%	2%	2%	2%	2%
总数	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.6	32.7	32.1	33.3	33.2
息税前利润率	12.7	16.1	17.1	18.5	18.9
净利润率	11.3	15.2	16.3	17.4	17.7
增长率 (%)					
收入	45.6	35.5	29.1	14.6	7.8
毛利	48.3	44.7	26.8	18.8	7.3
息税前利润	n/a	72.9	37.0	23.7	9.9
净利润	192.3	83.2	39.3	22.1	10.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.8	2.1	2.2
平均应收账款周转天数	133	107	101	101	101
平均存货周转天数	91	93	88	88	88
平均应付账款周转天数	133	134	137	137	135
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	9.3	13.6	14.9	15.3	14.8
资本回报率	21.5	29.5	30.9	30.0	26.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.79	1.36	1.84	2.25	2.48
每股账面值(人民币)	4.04	5.27	6.68	8.35	10.12
每股股息(人民币)	0.28	0.43	0.58	0.71	0.78

数据来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。