

三一重工 (600031.SH)

积极推动复工复产，需求前瞻指标良好

核心观点：

- **复工有力推进、外部条件在恢复：**湖南日报2月21日消息，三一集团国内17个生产园区均已复工，1.6万余名员工重回岗位，整体复工率超过70%。从外部条件来看，2月20日公司首次接收到了从武汉发来的3车零部件，表明即使在疫情较重地区，有限的物流条件也在逐步恢复；公司海内外订单依旧饱满，近10亿元订单近期陆续装车发货。
- **春节前的前瞻指标良好，销量受春节错位影响：**央行公布，2020年1月新增人民币中长期贷款为2.41万亿元，同比增长14.9%，保持温和增长态势，对各类投资项目后续建设形成较好支撑。工程机械协会数据显示，2020年1月，挖掘机销量为9,942台，同比减少15.4%，这应与春节错位，导致1月有效销售时间较上年减少一周有关。
- **全年需求节奏改变，后续重视政策力度：**政策强调在做好疫情防控的同时，要努力实现全年经济社会发展目标。结合疫情影响，下游基建、房地产等投资结构或有改变，我们下调1季度销量预期，但维持全年预测不变，前期销量缺失的追回时间需观察货币和财政的政策力度。
- **预计19-21年EPS分别为1.35/1.61/1.76元/股。**对应最新股价的PE估值水平为12.7x/10.7x/9.8x。当前行业可比公司20年PE为14.5x，可比的主机厂平均PE估值水平为8.6x。公司是国内工程机械龙头，市占率持续提升，公司海外业务持续扩张，我们给予公司20年12x的合理PE，测算公司合理价值为19.34元/股，继续给予“买入”评级。
- **风险提示：**基建和地产投资需求下滑；竞争激烈导致毛利率下降；价格竞争导致应收账款风险增加；股东大会和监管机构审批不通过风险。

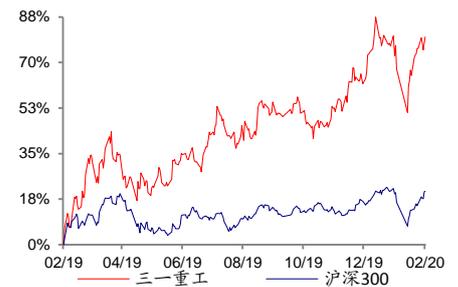
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	38,335	55,822	74,262	85,925	90,171
增长率(%)	64.7	45.6	33.0	15.7	4.9
EBITDA(百万元)	6,798	10,452	16,065	18,654	20,360
归母净利润(百万元)	2,092	6,116	11,409	13,582	14,818
增长率(%)	928.4	192.3	86.5	19.0	9.1
EPS(元/股)	0.27	0.78	1.35	1.61	1.76
市盈率(P/E)	33.24	10.64	12.72	10.68	9.79
市净率(P/B)	2.73	2.07	3.30	2.52	2.01
EV/EBITDA	11.51	6.45	9.03	7.81	7.07

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	17.22元
合理价值	19.34元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-23

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-60750615



daichuan@gf.com.cn

分析师：

罗立波



SAC 执证号：S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

三一重工(600031.SH):市场 2020-01-20
份额快速提升，净利润保持高速增长

三一重工(600031.SH):收购 2019-12-27
汽车金融公司的影响探讨

三一重工(600031.SH):竞争 2019-12-09
力是如何炼成的？

目录索引

一、复工有力推进，外部条件在恢复	4
二、春节前的前瞻指标良好，销量受春节错位影响.....	5
三、全年需求节奏改变，后续重视政策力度.....	6
四、盈利预测及投资建议.....	8
五、风险提示	8

图表索引

图 1: 三一重工的 18 号灯塔工厂的自动化生产图景	4
图 2: 三一重工的员工人数和人均实现营业收入	4
图 3: 我国挖掘机销量与新增人民币中长期贷款的增速比较	5
图 4: 2008 年以来, 1 月销量占全年比重与 1 月工作日的关系	5
图 5: 我国挖掘机 10 年保有量 (台) 增长率及其与房地产开发投资增速比较	6
图 6: 我国挖掘机的内销量按照更新需求和新增保有量的拆解 (台)	7
图 7: 工程机械主要企业 2019 年 1-3 季度营业收入和净利润情况	7
图 8: 工程机械主要企业 2019 年 1-3 季度净利润增长率的拆解	8
表 1: 三一重工国内可比公司估值表	8

一、复工有力推进，外部条件在恢复

复工有力推进：湖南日报2月21日消息，三一集团国内17个生产园区均已复工，1.6万余名员工重回岗位，整体复工率超过70%。以上市公司三一重工旗下的泵送事业部为例，其复工组织早、产能恢复快。仅2月以来，泵送事业部的18号工厂已交付220台国际订单，已有5,800台工人返厂，复工率达到83%。

外部条件在恢复：对于工程机械主机企业，内外部的物流是生产持续进行的必要条件。2月20日，公司首次接收到了从武汉发来的3车零部件，表明即使在疫情较重的地区，有限的物流条件也在逐步恢复。目前，公司海内外订单依旧饱满，订货商来自北美、东南亚、中东、非洲等地区，近10亿元订单近期陆续装车发货。

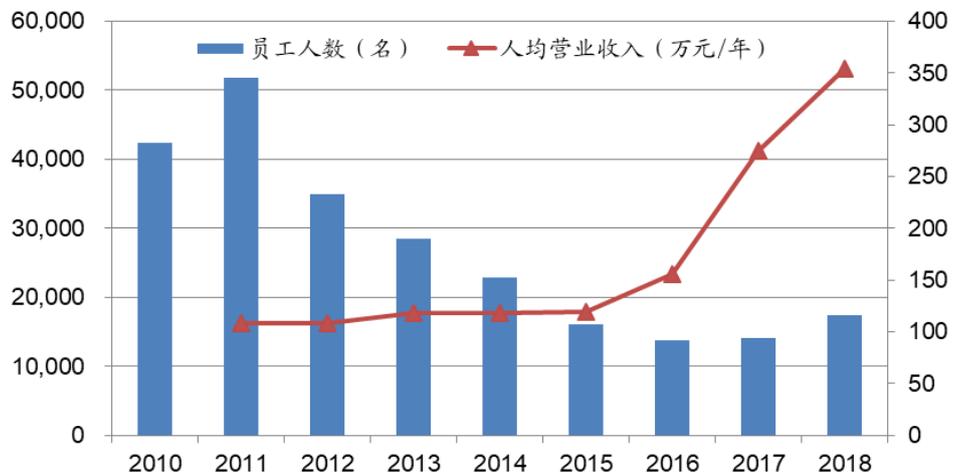
图1：三一重工的18号灯塔工厂的自动化生产图景



数据来源：工程机械商贸网，广发证券发展研究中心

疫情防控，考验公司竞争力：疫情发生以来，对公司各业务环节，特别是前期数字化的成果形成考验。从1月31日起，三一就全线推进研发、商务、财务的多个核心业务线上运行；最早复产的泵送事业部18号厂房，近100台机器人有序运行，有效解决了熟悉工厂的紧缺问题，整体效率提升超过30%。根据证券日报的资料显示，三一集团总裁唐修国在接受记者采访时表示，今年的旺季可能会迟到，但不会缺席，预计疫情后各类工程进度急需补课，需求将迎来反弹，三一已做好充分准备。

图2：三一重工的员工人数和人均实现营业收入

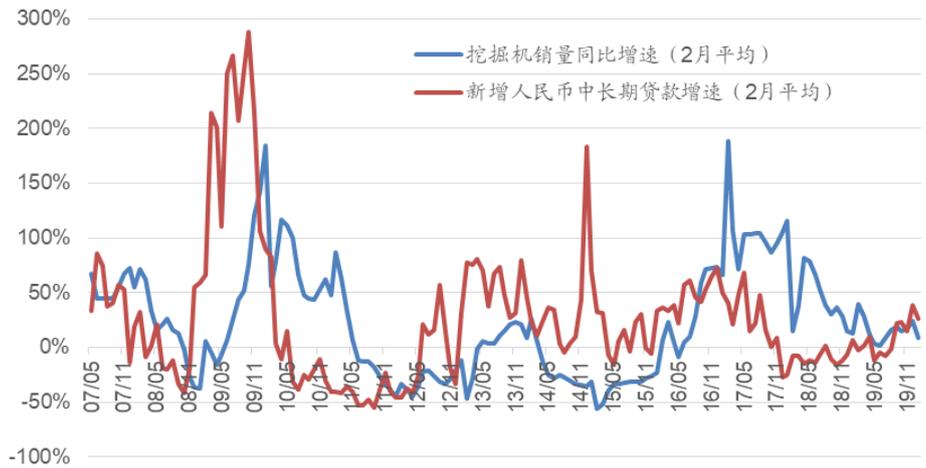


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、春节前的前瞻指标良好，销量受春节错位影响

春节前的信贷投放良好：央行公布，2020年1月新增人民币中长期贷款为2.41万亿元，同比增长14.9%；最近3月累计新增人民币中长期贷款为4.18万亿元，同比增长24.0%。历史来看，新增人民币中长期贷款对工程机械需求具有指引性，而这一指标当前保持温和增长，对各类投资项目后续建设形成较好支撑。

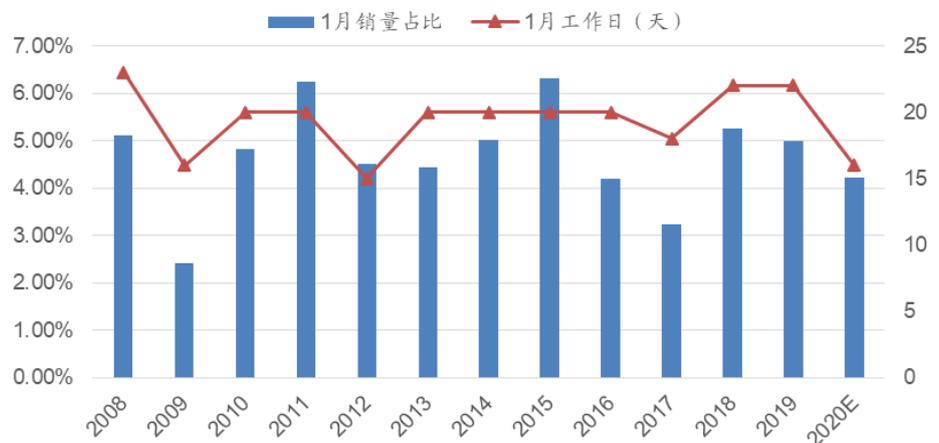
图3：我国挖掘机销量与新增人民币中长期贷款的增速比较



数据来源：工程机械协会，中国人民银行，广发证券发展研究中心

工程机械协会数据显示，2020年1月，纳入统计的25家主机制造企业销售挖掘机为9,942台，同比减少15.4%；其中，国内市场销量为7,758台，同比减少23.5%；出口销量为2,184台，同比增长35.3%。2019年10-12月，我国挖掘机行业销量同比增长19.8%，2020年1月的反差，我们认为与春节错位，导致1月有效销售时间减少有关。如果假定2020年销量与2019年持平，则2020年1月销量（工作日16天）占全年比重为4.2%。2008年以来，1月工作日最短的2009年（16天）、2012年（15天）、2017年（18天），这三年的1月销量占全年的比例平均仅为3.4%。

图4：2008年以来，1月销量占全年比重与1月工作日的关系



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

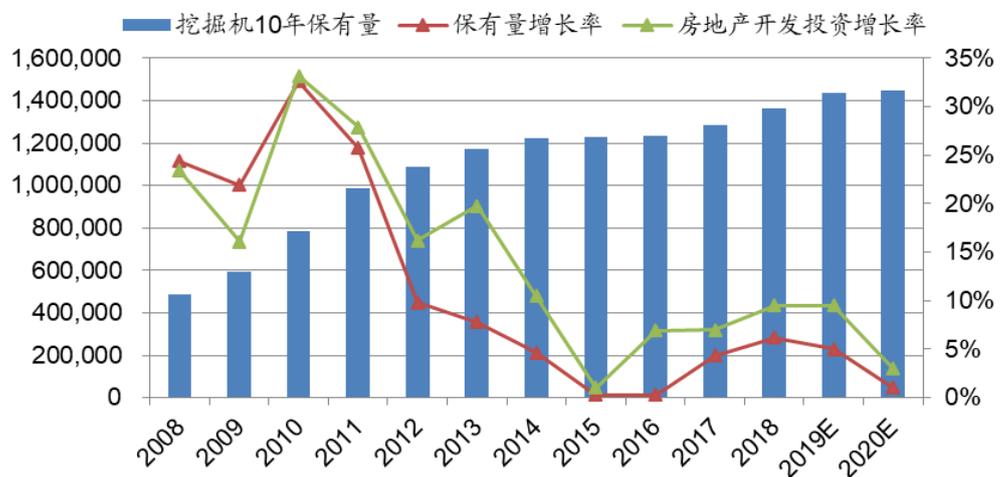
三、全年需求节奏改变，后续重视政策力度

近期政策强调疫情防控和经济发展两手抓：根据央视网消息，中共中央政治局在2月21日召开的会议指出，要建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序。会议强调，在做好疫情防控的同时，要努力实现全年经济社会发展目标，其中包括：要发挥好有效投资关键作用，要加大新项目开工力度，加快在建项目进度。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。

2月销量预计大幅减少，下游复工复产陆续启动：2月19日，发改委在国务院新闻发布会上介绍，广东、江苏、上海等经济大省（市）规模以上工业企业复工率超过50%。根据各工程机械主机企业的网站新闻，多数主机企业已经复工，产能利用率在逐步提升。从销售端来看，由于工程机械的订单提货，多数是在下游的基建、房地产等投资项目复工才能有效展开，这多数要晚于工业企业复工一段时间。综合各方面的信息，我们判断2月销量预计将有较大的降幅，3月销量可能处于爬坡期，春节后的销售旺季曲线可能较正常年份要滞后30~50天时间。

全年销量取决于下游投资增速，结构上会有调整：工程机械需求的根本来源是下游的房地产、基建、制造业、采矿等投资需求。在疫情发生后，销量形成短期冲击，全年销量预测是否需要调整，核心也在于判断下游的投资增速是否需要调整。从结构上来看，我们认为下游的房地产、基建均属于对政策、资金具有高度敏感的领域，根据前述政策表述，房地产投资增速预计有可能向下修正，基建投资增速存在得到逆周期提振的潜力。

图5：我国挖掘机10年保有量（台）增长率及其与房地产开发投资增速比较

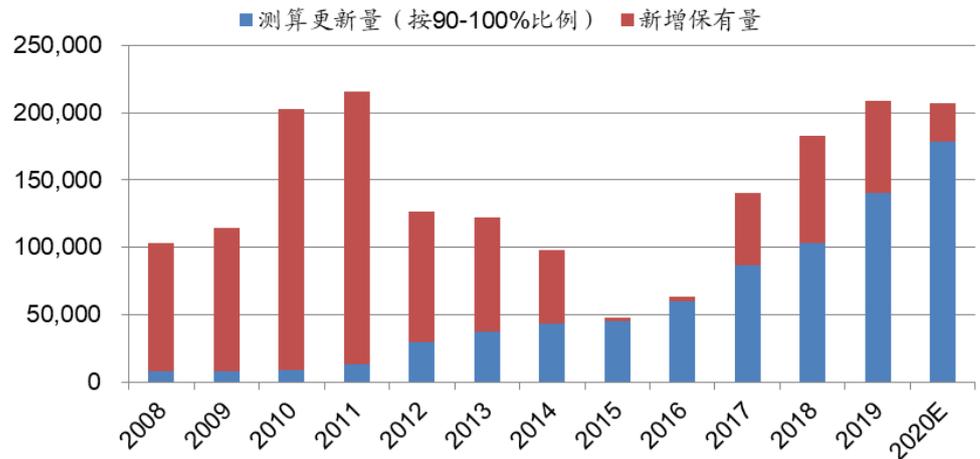


数据来源：工程机械协会，国家统计局，广发证券发展研究中心

备注：2020年挖掘机保有量及保有量增速、房地产开发投资增速为预测值

密切观察政策力度，决定挖掘机后续追回进度：2020年的挖掘机内销部分测算，从需求来源可分为新增保有量和更新需求（按照10年更新周期，3年移动平滑）。我们测算如果要实现2020年内销量与2019年基本持平，对应的条件是更新相对充分、保有量增长2%左右。根据历史经验来看，这对应的下游房地产投资增速需要保持在3~4%水平，同时基建投资增速稳定或有提升。

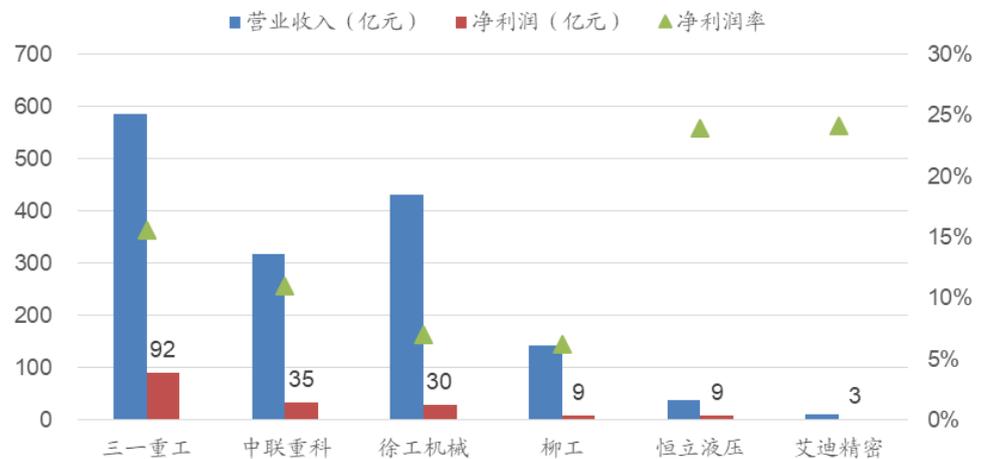
图6: 我国挖掘机的内销量按照更新需求和新增保有量的拆解 (台)



数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

需要强调的是, 在工程机械领域的价值增长型投资, 我们聚焦的企业收益来自于: 市场份额的可预期持续提升、具有技术支撑的盈利能力提升, 而这两点是具有趋势性的变量。以2019年前3季度为例, 根据工程机械协会的统计, 我国挖掘机累计销量为17.92万台, 同比增长14.7%; 装载机累计销量为9.32万台, 同比增长2.4%; 汽车起重机累计销量为3.28万台, 同比增长32.7%; 其他产品多数变化实现小幅增长。

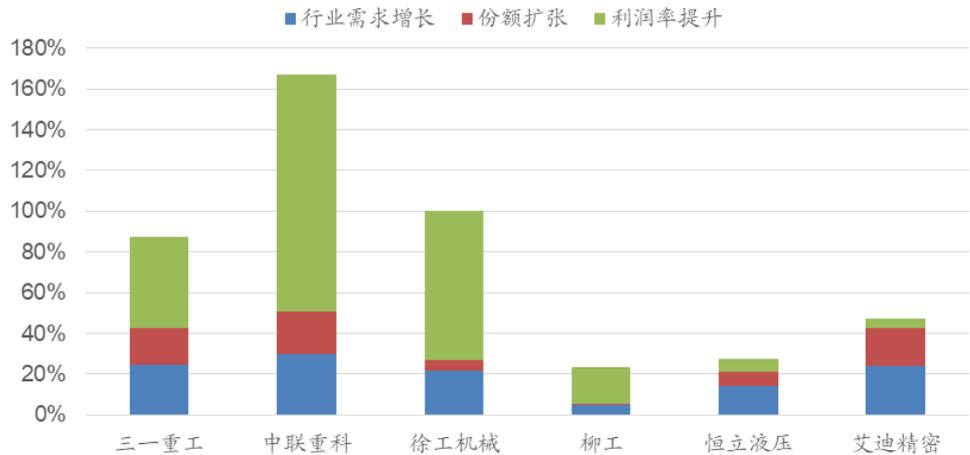
图7: 工程机械主要企业2019年1-3季度营业收入和净利润情况



数据来源: 工程机械协会, Wind, 广发证券发展研究中心

我们统计工程机械的龙头企业, 2019年前3季度, 普遍实现了收入的中速增长和利润的高速增长。如果把利润增长进行拆解, 如下图所示, 其中最重要的贡献来自于份额扩张和利润率提升。站在当前时间看, 如果2020年的行业需求是前低后高, 全年销量是小幅度波动, 企业的利润增长关键因素仍在于市场份额和利润率, 而疫情的冲击对企业来说是一次特殊的考验。

图8：工程机械主要企业2019年1-3季度净利润增长率的拆解



数据来源：工程机械协会，Wind，广发证券发展研究中心

四、盈利预测及投资建议

盈利预测及投资建议：我们预计公司19-21年EPS分别为1.35/1.61/1.76元/股。对应最新股价的PE估值水平为12.7x/10.7x/9.8x。。当前行业可比公司20年PE为14.5x，可比的主机厂平均PE估值水平为8.6x。公司是国内工程机械龙头，市占率持续提升，公司海外业务持续扩张，我们给予公司20年12x的合理PE，测算公司合理价值为19.34元/股，继续给予“买入”评级。

表1：三一重工国内可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值	净利润 (百万元)			PE(x)		
			(亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中联重科	000157.SZ	工程机械设备	502.43	2,020	4,386	5,829	24.9	11.5	8.6
徐工机械	000425.SZ	工程机械设备	415.97	2,046	3,825	4,704	20.3	10.9	8.8
柳工	000528.SZ	工程机械设备	96.38	790	1,017	1,149	12.2	9.5	8.4
恒立液压	601100.SH	工程机械零部件	479.37	837	1,235	1,498	57.3	38.8	32.0
平均水平							28.7	17.7	14.5
主机厂平均估值水平							19.1	10.6	8.6

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：数据截止到最新交易日，中联重科、徐工机械、恒立液压盈利预测来自于广发证券，柳工盈利预测来自于wind一致预期。

五、风险提示

基建和地产投资需求下滑；竞争激烈导致毛利率下降；价格竞争导致应收账款风险增加；股东大会和监管机构审批不通过风险。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	36,207	51,896	65,251	79,291	93,052
货币资金	4,104	11,985	11,804	10,791	12,923
应收及预付	19,937	21,784	27,470	34,234	40,869
存货	7,642	11,595	12,545	15,168	16,784
其他流动资产	4,525	6,533	13,433	19,098	22,476
非流动资产	22,030	21,879	23,142	24,376	25,988
长期股权投资	1,404	2,328	2,328	2,328	2,328
固定资产	12,805	11,867	11,666	11,450	11,461
在建工程	833	791	941	1,091	1,241
无形资产	4,092	3,880	3,880	3,880	3,880
其他长期资产	2,895	3,013	4,327	5,627	7,077
资产总计	58,238	73,775	88,394	103,667	119,040
流动负债	22,983	33,935	36,170	37,096	37,232
短期借款	2,257	5,417	2,000	1,000	1,000
应付及预收	12,408	18,548	21,834	22,597	22,846
其他流动负债	8,318	9,971	12,335	13,499	13,386
非流动负债	8,882	7,337	6,841	7,041	6,841
长期借款	3,367	1,941	2,241	2,441	2,241
应付债券	4,210	4,033	4,000	4,000	4,000
其他非流动负债	1,305	1,363	600	600	600
负债合计	31,865	41,273	43,010	44,136	44,073
股本	7,668	7,801	8,426	8,426	8,426
资本公积	1,050	1,883	1,258	1,258	1,258
留存收益	18,092	22,963	34,372	47,954	62,772
归属母公司股东权益	25,498	31,485	43,940	57,522	72,340
少数股东权益	876	1,017	1,443	2,009	2,627
负债和股东权益	58,238	73,775	88,394	103,667	119,040

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	38,335	55,822	74,262	85,925	90,171
营业成本	26,806	38,728	50,878	58,278	61,262
营业税金及附加	279	326	371	430	451
销售费用	3,832	4,447	4,827	5,585	5,410
管理费用	1,762	2,046	1,337	1,719	1,623
研发费用	771	1,754	1,485	1,976	1,803
财务费用	1,319	136	328	277	257
资产减值损失	1,189	1,095	579	510	642
公允价值变动收益	403	-362	-350	200	200
投资净收益	-19	637	300	50	50
营业利润	2,876	7,878	14,409	17,403	18,974
营业外收支	-7	-328	-150	-150	-150
利润总额	2,869	7,550	14,259	17,253	18,824
所得税	642	1,247	2,424	3,106	3,388
净利润	2,227	6,303	11,835	14,147	15,436
少数股东损益	135	187	426	566	617
归属母公司净利润	2,092	6,116	11,409	13,582	14,818
EBITDA	6,798	10,452	16,065	18,654	20,360
EPS (元)	0.27	0.78	1.35	1.61	1.76

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	8,565	10,527	5,156	2,571	5,501
净利润	2,227	6,303	11,835	14,147	15,436
折旧摊销	1,913	1,932	701	716	739
营运资金变动	2,450	1,913	-7,996	-13,086	-11,585
其它	1,974	378	616	793	911
投资活动现金流	1,218	-10,765	-3,265	-2,898	-3,298
资本支出	-34	-1,003	-950	-848	-1,098
投资变动	787	-9,975	-2,300	-2,300	-2,300
其他	464	213	-15	250	100
筹资活动现金流	-13,085	827	-2,073	-685	-70
银行借款	-12,158	1,584	-3,117	-800	-200
股权融资	43	538	0	0	0
其他	-969	-1,295	1,044	115	130
现金净增加额	-3,302	589	-181	-1,012	2,132
期初现金余额	7,050	3,726	11,985	11,804	10,791
期末现金余额	3,726	4,321	11,804	10,791	12,923

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	64.7%	45.6%	33.0%	15.7%	4.9%
营业利润增长	130.6%	173.9%	82.9%	20.8%	9.0%
归母净利润增长	928.4%	192.3%	86.5%	19.0%	9.1%
获利能力					
毛利率	30.1%	30.6%	31.5%	32.2%	32.1%
净利率	5.8%	11.3%	15.9%	16.5%	17.1%
ROE	8.2%	19.4%	26.0%	23.6%	20.5%
ROIC	11.0%	22.1%	31.6%	27.8%	25.1%
偿债能力					
资产负债率	54.7%	55.9%	48.7%	42.6%	37.0%
净负债比率	22.0%	19.4%	13.3%	11.0%	9.9%
流动比率	1.58	1.53	1.80	2.14	2.50
速动比率	1.21	1.16	1.43	1.69	2.01
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.85	0.92	0.89	0.81
应收账款周转率	2.04	2.79	2.81	2.61	2.28
存货周转率	3.87	4.03	4.06	3.84	3.65
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.78	1.35	1.61	1.76
每股经营现金流	1.12	1.35	0.61	0.31	0.65
每股净资产	3.33	4.04	5.21	6.83	8.59
估值比率					
P/E	33.24	10.64	12.72	10.68	9.79
P/B	2.73	2.07	3.30	2.52	2.01
EV/EBITDA	11.51	6.45	9.03	7.81	7.07

广发机械行业研究小组

罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
周静：高级分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。