净利润大幅增长，产品市占率与竞争力全面提升

——中联重科（000157）2020 年年报点评

买入|维持

事件：

公司发布 2020 年年报及一季度业绩预告，2020 年实现营收 651.09 亿元，同比增长 50.34%；归母净利润 72.81 亿元，同比增长 66.55%。2021 年一季度实现归母净利润 22 亿至 26 亿元，同比增长 114.41%至 153.39%。

点评：

- **混凝土机械、起重机械高速增长，农机板块迎来向上拐点**

（1）工程机械板块收入 613.83 亿元，同比增长 49.75%。混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械三大产品竞争力持续增强。起重机械收入 348.97 亿元，同比增长 57.57%，汽车起重机、履带起重机市场份额均创历史新高，其中 30 吨及以上汽车起重机销量居行业第一，大吨位履带起重机订单已排产至 2021 年下半年；建机收入创历史新高，规模稳居全球第一。混凝土机械收入 189.84 亿元，同比增长 36.56%，长臂架泵车和搅拌站等市场份额稳居行业第一，搅拌车轻量化产品提升至前三。在土方机械和高空作业机械的潜力市场全面突破，土方机械收入同比增长 282%，新兴领域后劲十足。

（2）农业机械板块收入 26.44 亿元，同比增长 67.01%。公司抓住我国智慧农业和智慧农机加速转型的机遇，通过整合事业部、精简产品、重塑经销商等方式，实现轻装上阵，大力推动安徽、湖南等智慧农业项目落地；并聚焦智能化、高端、大马力产品研发，成功上市 2ZPY-13A 抛秧机、升级动力换挡大马力拖拉机等，补齐了行业短板。公司目前已形成“农机设备+智慧农业”两条主线，在 2020 年利润大幅上涨，毛利率提升 12.5pcts 至 16.8%。

- **财务指标全面优化，数字化转型成效显著**

由于产品降价、原材料涨价及会计准则变化等原因，毛利率下降 1.41pcts 至 28.59%，后续有望通过集采方式提升盈利水平。随着全产业链的数字化转型升级，销售和管理费用率均明显优化，同比分别下降 2.51 和 0.74pcts 至 6.21%和 3%。公司有效控制有息负债并把握资金价格低点，降低融资成本，财务费用率下降 2.53pcts 至 0.28%。研发费用同比增长 18.3%，费用率上升 1.64pcts 至 5.14%，研发人员同比增长 36.5%。公司还坚持客户准入管理，忠实客户占比较高且回款及时，经营现金流净额同比增长 19.33%。

- **工程机械与农机行业景气度较高，后续增长无忧**

设备更新、环保趋严以及机械换人等因素持续共振助力工程机械延续高景气度。起重机械和混凝土机械作为后周期产品，更新高峰期仍将持续，叠加风电规模扩容、装配式建筑渗透率提升、治超力度加大等因素，设备需求确定性较强，我们预计2021年行业增速达20%至30%。农业机械方面，国家政策扶持力度不断加大，农机行业机遇显现。公司经过10年积淀，已成长为全国产品链最全的农机装备企业，市占率行业领先，未来有望推动行业集中和整合，引领行业迈入人工智能时代，打开农机增长空间。

- **投资建议与盈利预测**

我们预计，公司在 2021 至 2023 年实现归母净利润 90.64/109.09/122.57 亿元，对应 P/E 12/10/9X，维持“买入”评级。

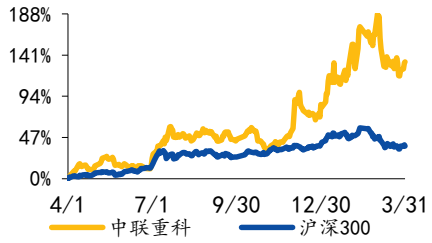
- **风险提示**

基建投资不及预期；市场竞争加剧；新产品投放不及预期。

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	15.7 / 5.59
A 股流通股（百万股）：	8125.49
A 股总股本（百万股）：	8666.61
流通市值（百万元）：	103274.91
总市值（百万元）：	110152.65

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-机械行业 11 月份挖掘机销量点评：11 月销量增速达 67%，21 年挖机市场依旧乐观》2020.12.14

《国元证券行业研究-机械行业 2021 年投资策略：乘风向上，国产崛起》2020.12.01

《国元证券行业研究-工程机械行业跟踪：行业景气度延续，建议超配工程机械》2020.04.17

报告作者

分析师　满在朋
执业证书编号　S0020519070001
电话　021-51097188-1851
邮箱　manzaipeng@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	43307	65109	79133	89995	98113
收入同比（%）	50.92	50.34	21.54	13.73	9.02
归母净利润(百万元)	4371	7281	9072	10924	12273
归母净利润同比(%)	116.42	66.55	24.60	20.42	12.35
ROE（%）	11.25	15.58	14.88	15.19	14.58
每股收益（元）	0.52	0.86	1.07	1.29	1.45
市盈率(P/E)	24.57	14.75	11.84	9.83	8.75

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	63182	81245	101073	116540	132294
现金	6572	12483	27583	33974	40090
应收账款	25404	32715	38554	45672	51509
其他应收款	1077	1023	1029	1170	1275
预付账款	880	880	1352	1456	1577
存货	11772	14652	16122	17009	18431
其他流动资产	17478	19491	16434	17260	19411
非流动资产	28886	35030	35760	37514	39603
长期投资	3908	3388	3580	3571	3543
固定资产	5803	6109	7472	8328	8804
无形资产	4048	4555	4857	5010	5163
其他非流动资产	15128	20978	19852	20606	22093
资产总计	92068	116275	136833	154054	171897
流动负债	34583	46948	54192	61586	66998
短期借款	5043	2958	3846	7307	8769
应付账款	9301	13663	15769	16458	17831
其他流动负债	20240	30326	34577	37821	40397
非流动负债	17951	21440	20440	19233	19271
长期借款	2842	2927	3047	4547	5347
其他非流动负债	15109	18513	17393	14686	13924
负债合计	52535	68388	74633	80820	86268
少数股东权益	670	1143	1229	1340	1464
股本	7875	7938	8449	8449	8449
资本公积	13467	13517	18151	18151	18151
留存收益	20986	26517	35589	46514	58787
归属母公司股东权益	38863	46744	60972	71895	84165
负债和股东权益	92068	116275	136833	154054	171897

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6219	7422	6397	6920	7805
净利润	4275	7355	9158	11035	12397
折旧摊销	876	833	1005	1207	1384
财务费用	1215	181	410	324	374
投资损失	-946	-796	-858	-852	-845
营运资金变动	-359	-2050	-2938	-5363	-6371
其他经营现金流	1158	1899	-380	569	865
投资活动现金流	9734	785	800	-1564	-2768
资本支出	1337	1101	1900	1600	1400
长期投资	-9070	-933	192	-9	-27
其他投资现金流	2001	953	2891	27	-1395
筹资活动现金流	-19649	-3244	7903	1036	1079
短期借款	-3283	-2084	888	3461	1461
长期借款	-2697	85	120	1500	800
普通股增加	66	63	511	0	0
资本公积增加	88	50	4634	0	0
其他筹资现金流	-13824	-1357	1750	-3926	-1182
现金净增加额	-3681	5013	15099	6391	6116

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	43307	65109	79133	89995	98113
营业成本	30315	46493	56318	63301	68582
营业税金及附加	359	424	633	670	731
营业费用	3780	4046	5381	6120	6623
管理费用	1620	1955	2770	3150	3336
研发费用	1516	3345	3945	4396	4793
财务费用	1215	181	410	324	374
资产减值损失	-218	-95	150	220	230
公允价值变动收益	22	66	35	40	40
投资净收益	946	796	858	852	845
营业利润	5014	8537	10739	13008	14642
营业外收入	121	223	165	130	130
营业外支出	101	108	130	156	187
利润总额	5034	8652	10774	12982	14585
所得税	759	1297	1616	1947	2188
净利润	4275	7355	9158	11035	12397
少数股东损益	-96	75	86	110	124
归属母公司净利润	4371	7281	9072	10924	12273
EBITDA	7105	9551	12154	14539	16400
EPS（元）	0.56	0.92	1.07	1.29	1.45

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	50.92	50.34	21.54	13.73	9.02
营业利润(%)	92.76	70.27	25.80	21.12	12.56
归属母公司净利润(%)	116.42	66.55	24.60	20.42	12.35
获利能力					
毛利率(%)	30.00	28.59	28.83	29.66	30.10
净利率(%)	10.09	11.18	11.46	12.14	12.51
ROE(%)	11.25	15.58	14.88	15.19	14.58
ROIC(%)	14.48	20.27	23.83	25.06	24.97
偿债能力					
资产负债率(%)	57.06	58.82	54.54	52.46	50.19
净负债比率(%)	19.66	9.00	11.65	16.15	17.99
流动比率	1.83	1.73	1.87	1.89	1.97
速动比率	1.47	1.41	1.55	1.60	1.69
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.63	0.63	0.62	0.60
应收账款周转率	1.45	1.91	1.93	1.86	1.77
应付账款周转率	3.72	4.05	3.83	3.93	4.00
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.86	1.07	1.29	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.88	0.76	0.82	0.92
每股净资产(最新摊薄)	4.60	5.53	7.22	8.51	9.96
估值比率					
P/E	24.57	14.75	11.84	9.83	8.75
P/B	2.76	2.30	1.76	1.49	1.28
EV/EBITDA	15.56	11.58	9.10	7.60	6.74

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188