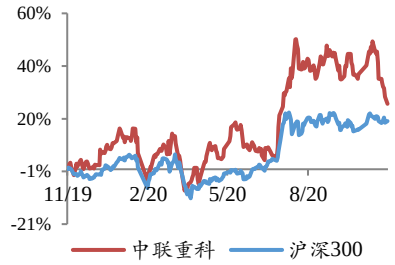
聚焦工程机械，业务经营实现质的飞跃

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2020-11-02

收盘价（元）	7.24
近 12 个月最高/最低（元）	8.92/5.44
总股本（百万股）	7,919
流通股本（百万股）	6,452
流通股比例（%）	81.47
总市值（亿元）	573
流通市值（亿元）	467

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1.华安证券_公司研究_首次覆盖深度报告：中联重科：定增助力行稳致远，破釜沉舟再谋发展 20200709

2.华安证券_公司研究_三季报预告点评报告：中联重科：业绩持续超预期，经营稳健价值属性凸显 20201020

主要观点：

- **事件：**公司发布三季报，1-9 月份，实现营收 452.44 亿元，同比增长 42.48%，归母净利润 56.86 亿元，同比增长 63.41%；单 Q3，实现营收 164.17 亿元，同比增长 72.94%，归母净利润 16.68 亿元，同比增长 84.61%。
- **核心观点：**业绩超预期，符合此前预告预期。Q3 工程机械行业持续高景气，呈现淡季不淡的特点，尤以起重机和混凝土机械为代表的后周期品种，销量增速和开工率表现均超越挖机。公司主打产品（混凝土机械+起重机）市占率持续提升，后发新兴板块（挖机、高机、农机）快速突破，新老业务多点开花。**我们认为公司最近两年战略调整，聚焦工程机械板块，上下一心，经营已经实现质的飞跃，价值属性凸显，维持“买入”评级。**

- **公司业绩超市场预期，主打产品和新兴业务同时发力**

2020 年前 9 个月，国内基建、风电等下游领域需求保持旺盛，受“两新一重”相关项目支撑，工程机械行业保持高景气度，公司主打后周期产品起重机和混凝土机械带动公司业绩稳定增长，挖机、农机和高机等新型板块也为公司业绩增长注入新动力。分产品来看：

起重机板块：公司起重机板块 2020 上半年收入占比 53%，是第一大收入来源。工程起重机方面，2020 年 Q3 汽车起重机行业销量 13086 台，同比增长 69%，公司市占率提升阶段，我们判断公司工程起重机整体增速超越行业；建筑起重机方面，份额保持全球第一，根据公司官方信息，9 月 14 日，公司 2020 年塔机出货突破 100 亿，保持快速增长势头。

混凝土机械：收入占比 30%左右，公司第二大收入来源。公司长臂架泵车、车载泵车市占率保持首位；搅拌车轻量化产品优势凸显，市占率进入前三强。上半年受到疫情影响，该板块增速低于公司整体，且部分订单延迟确认至 Q3，三季度随着下游基建、房地产投资由负转正，混凝土机械需求较好，我们判断公司该板块增速有望回升至较高水平。

农业机械：农机行业持续回暖，疫情背景下，国家对农业的重视度持续提升，农机行业潜藏的机遇开始显现，市场活跃度增强。公司明确由传统农机向智慧农业领域转型，搭载人工智能技术的收割机、大马力拖拉机等产品持续收获市场认可。

挖机与高空作业平台：挖机方面，公司 1-9 月份销量 5107 台，市占率快速提升至 2.16%，销量排名升至第 12 名，其智慧产业成挖机园区将于 2021 年上半年投产，设计产能 3.3 万台/年，高智能化水平为挖机板块增长提供动力；高机板块，全年收入目标 20 亿元，市场份额稳居行业第一梯队。

● 公司盈利能力持续提升，未来智能制造助力公司进一步降本增效

公司 2020 年 1-9 月份整体毛利率 28.51%，同比-1.31pct。我们认为公司整体毛利率下滑主要由于：①价格方面，公司上半年疫情期间对部分产品做出价格折让，整体均价略有下滑；②产品结构方面，中小型塔机、低配版工程起重机销售占比有所上升。

费用率方面，1-9 月份，公司期间费用率 13.63%，同比-3.88pct，其中销售、管理、财务、研发费用率分别同比-1.78pct、-0.77pct、-2.88pct、+1.48pct，公司线上线下一体化端对端营销战略有效降低销售费用，此外财务费用的减少主要得益于公司主动降低有息负债占比。2020 年 1-9 月，公司净利率 10.26%，同比+0.89pct，盈利能力持续提升。未来公司智能制造持续推进，挖机、液压元件、塔机等智能产线建设均有序进行，助力公司进一步降本增效，增强产品竞争力。

● 定增助力公司迈向新起点，高管认购强化投资者信心

公司拟募集不超过 66 亿，投资于“挖机+搅拌车+关键零部件+关键液压元器件”这四个智能制造项目，同时补充流动资金。**①从业务布局角度**：最受市场关注的无疑是加码布局挖机，我们认为布局挖机业务是公司做大做强必经之路；**②从引入战投角度**：公司核心经营层参与此次认购，利益一致，增强投资者信心；**③从分红角度**：公司上市以来，累计现金分红率 34.58%，位居行业前列，未来三年股东回报规划，提出 2020~2022 个年度，公司利润分配按每 10 股不低于约 3.2 元进行现金分红，经营稳健，分红率高。总体来看，公司未来增长动力足，价值属性凸显。

● 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 64.96、80.00、100.31 亿元，同比增速为 48.6%、23.2%、25.4%。对应 PE 分别为 9、7 和 6 倍。经营稳健，价值属性凸显，给予“买入”评级。

● 风险提示

基建补短板不及预期、市场竞争加剧，产品毛利率下滑、新产品产能投放不及预期。

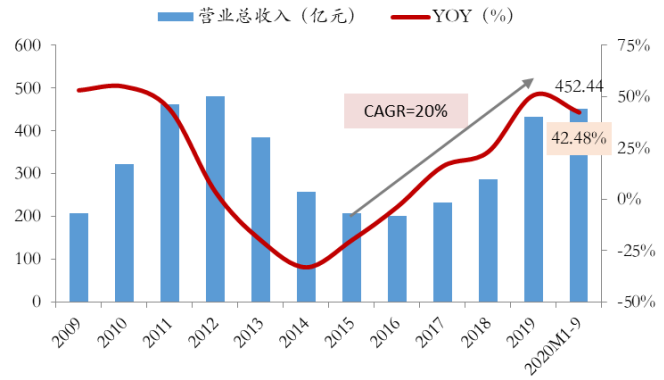
● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43307	53024	62715	70680
收入同比（%）	50.9%	22.4%	18.3%	12.7%
归属母公司净利润	4371	6496	8000	10031
净利润同比（%）	116.4%	48.6%	23.2%	25.4%
毛利率（%）	30.0%	30.2%	30.5%	30.7%
ROE（%）	11.2%	14.2%	14.9%	15.7%
每股收益（元）	0.55	0.82	1.01	1.27
P/E	12.10	8.83	7.17	5.72
P/B	1.36	1.26	1.07	0.90
EV/EBITDA	10.37	7.21	5.49	4.32

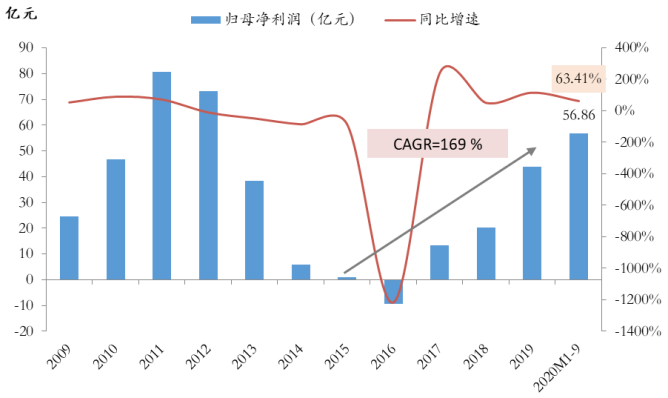
资料来源： wind，华安证券研究所

图表 1　2020M1-9 营收增速达 42.48%



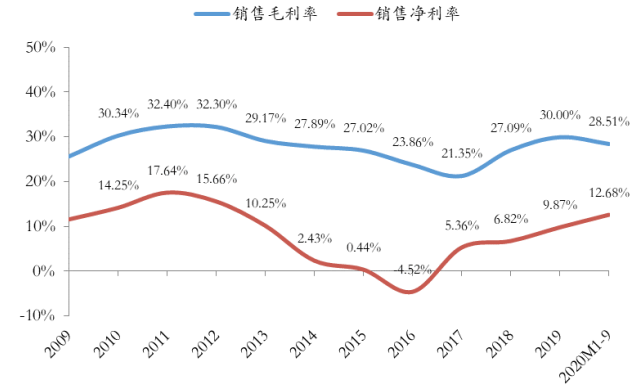
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2　2020M1-9 归母净利润增速达 63.41%



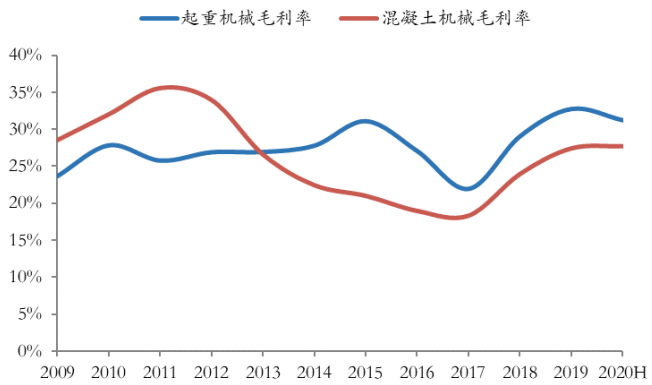
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3　毛利率略有下滑，净利率不断提升



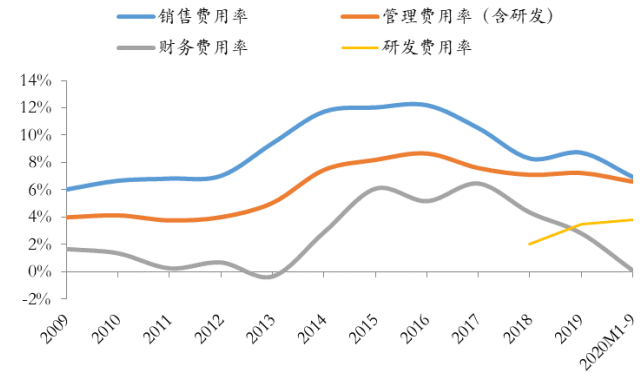
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4　起重板块毛利率略有下降



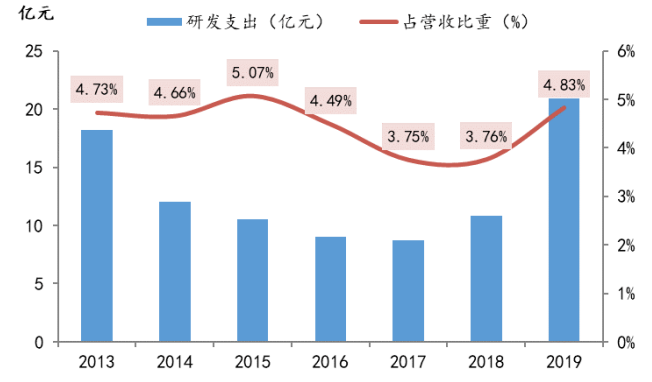
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 费用率下降明显，内控质量



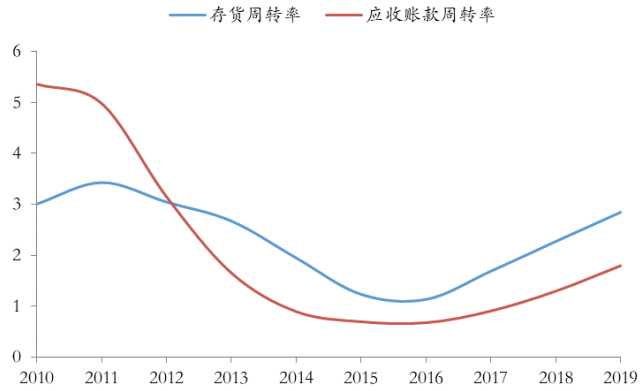
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6　2019 年研发支出规模增长明显



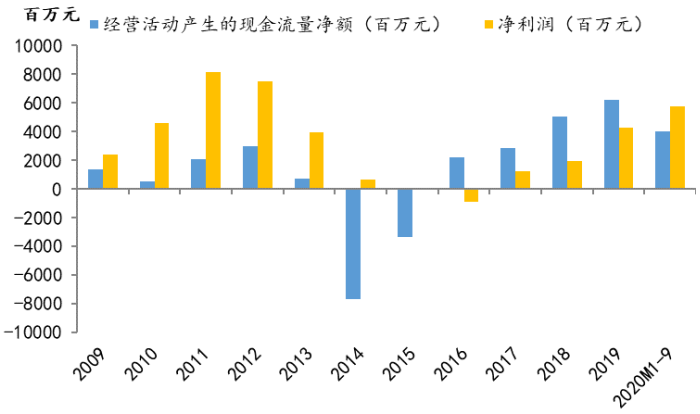
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 存货、应收账款周转率明显回升，经营效率好转



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 经营性净现金流持续好转，回款良好



资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	63182	79559	95636	110984
现金	6572	16459	24274	32830
应收账款	25404	29054	34364	38729
其他应收款	1077	1307	1546	1743
预付账款	880	1073	1263	1420
存货	11772	14187	16710	18785
其他流动资产	17478	17478	17478	17478
非流动资产	28886	28026	27761	28396
长期投资	3908	2708	2108	2408
固定资产	5803	6113	6418	6723
无形资产	4048	4048	4048	4048
其他非流动资产	15128	15157	15187	15217
资产总计	92068	107584	123397	139380
流动负债	34583	42836	50089	55819
短期借款	5043	7543	9043	10043
应付账款	9301	11654	13726	15430
其他流动负债	20240	23640	27320	30346
非流动负债	17951	18451	19051	19751
长期借款	2842	3342	3942	4642
其他非流动负债	15109	15109	15109	15109
负债合计	52535	61288	69140	75570
少数股东权益	670	638	598	120
股本	7875	7875	7875	7875
资本公积	13467	13467	13467	13467
留存收益	17522	24317	32317	42348
归属母公司股东权	38863	45659	53659	63690
负债和股东权益	92068	107584	123397	139380

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	6219	7536	7583	9355
净利润	4371	6496	8000	10031
折旧摊销	876	500	500	500
财务费用	1705	916	1021	1100
投资损失	-946	-530	-627	-707
营运资金变动	-359	-987	-2510	-2062
其他经营现金流	5302	8624	11709	12586
投资活动现金流	9734	267	-847	-1399
资本支出	-1203	-293	-306	-339
长期投资	8904	0	-1200	-1800
其他投资现金流	2033	560	659	740
筹资活动现金流	-19649	2084	1079	600
短期借款	-3283	2500	1500	1000
长期借款	-2697	500	600	700
普通股增加	66	0	0	0
资本公积增加	88	0	0	0
其他筹资现金流	-13824	-916	-1021	-1100
现金净增加额	-3681	9887	7815	8556

利润表				单位:百万元
会计年度	2019	2020	2021	2022
营业收入	43307	53024	62715	70680
营业成本	30315	36988	43566	48974
营业税金及附加	359	350	408	459
销售费用	3780	3447	4076	4594
管理费用	1620	1697	1881	2120
财务费用	1215	699	675	537
资产减值损失	-218	-1710	-1765	-1465
公允价值变动收益	-22	-30	-32	-33
投资净收益	946	530	627	707
营业利润	5014	7442	9353	11333
营业外收入	121	250	270	200
营业外支出	101	88	90	92
利润总额	5034	7604	9533	11441
所得税	759	1141	1573	1888
净利润	4275	6464	7960	9553
少数股东损益	-96	-32	-40	-478
归属母公司净利润	4371	6496	8000	10031
EBITDA	6594	9133	10963	12346
EPS（元）	0.55	0.82	1.01	1.27

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	50.9%	22.4%	18.3%	12.7%
营业利润	92.8%	48.4%	25.7%	21.2%
归属于母公司净利	116.4%	48.6%	23.2%	25.4%
获利能力				
毛利率（%）	30.0%	30.2%	30.5%	30.7%
净利率（%）	10.1%	12.3%	12.8%	14.2%
ROE（%）	11.2%	14.2%	14.9%	15.7%
ROIC（%）	7.9%	10.2%	10.7%	10.6%
偿债能力				
资产负债率（%）	57.1%	57.0%	56.0%	54.2%
净负债比率（%）	132.9%	132.4%	127.4%	118.4%
流动比率	1.83	1.86	1.91	1.99
速动比率	1.46	1.50	1.55	1.63
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.49	0.51	0.51
应收账款周转率	1.70	1.83	1.83	1.83
应付账款周转率	3.26	3.17	3.17	3.17
每股指标（元）				
每股收益	0.55	0.82	1.01	1.27
每股经营现金流	0.79	0.95	0.96	1.18
每股净资产	4.91	5.77	6.78	8.04
估值比率				
P/E	12.10	8.83	7.17	5.72
P/B	1.36	1.26	1.07	0.90
EV/EBITDA	10.37	7.21	5.49	4.32

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩，金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。