万联证券 WANLIAN SECURITIES

经营质量显著提升，全年业绩保持乐观

——中联重科（000157）跟踪报告

增持（维持）

日期：2020 年 08 月 22 日

事件：

公司于近日发布了 2020 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 288.27 亿元（YoY+29.5%）；归母净利润 40.18 亿元（YoY+56.0%）；毛利率、净利率分别为 29.36%、14.05%，分别同比上升-0.64pct、2.5pct。

投资要点：

- **优势产品稳定增长，龙头地位稳固：**上半年公司起重机械、混凝土机械板块营业收入分别为 153.39 亿元（YoY+39.4%）、86.37 亿元（YoY+15.3%）；毛利率分别为 31.2%（YoY-0.94pct）、27.7%（YoY+0.34pct）。上半年工程机械行业景气度高，公司的优势产品销量稳定增长，利润率水平在疫情的扰动下也基本保持稳定。公司市场竞争优势进一步增强，建筑起重机械销售规模保持全球第一，市场份额继续提升，龙头地位稳固；混凝土长臂架泵车、车载泵市场份额稳居行业第一，搅拌车市场份额提升至前三。
- **费用率显著下降，经营管理能力提升：**公司强化供应链管理和保障，不断提升智能制造水平，随着销售规模的增长，公司费用率显著下降。上半年公司期间费用率为13.2%，同比下降3.7pct。其中销售、管理、财务费用率分别同比下降了1.8、0.9、2.6pct；公司研发投入继续加大，研发费用率同比上升1.6pct。上半年公司应收账款、存货周转率分别提升0.18、0.06，自2016年以来公司资产周转情况持续好转。公司经营管理能力、风险控制能力大幅增强，实现了业绩的高质量增长。
- **行业景气周期持续，公司业绩弹性高：**国内市场在货币政策宽松、“两新一重”相关项目持续推进的背景下，工程机械行业景气周期的持续性有望超预期。目前公司的产品主要为混凝土机械、起重机等后周期品种，随着旧机更换高峰的到来以及环保升级、公路治超、推进装配式建筑等法规政策的推进，公司主营产品有望迎来销售高峰。此外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。公司有望保持较高的业绩弹性，预计2020年公司业绩增速将高于行业平均水平。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2020/2021/2022年归母净利润分别为66.48亿元/79.60亿元/88.61亿元，维持公司的“增持”评级。
- **风险因素：**房地产、基建投资增速不及预期风险；装配式建筑推广不及预期风险；工程机械更新换代速度不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	43,307	57,439	66,932	71,277
增长比率(%)	50.9%	32.6%	16.5%	6.5%
净利润(百万元)	4,371	6,648	7,960	8,861
增长比率(%)	116.4%	52.1%	19.7%	11.3%
每股收益(元)	0.55	0.84	1.01	1.12
市盈率(倍)	15.1	9.9	8.3	7.4

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	机械设备
公司网址	
大股东/持股	香港中央结算（代理人）有限公司（HKSCCNOMINEESLIMITED）/18.08%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	7,898.78
流通A股（百万股）	6,436.49
收盘价（元）	8.34
总市值（亿元）	658.76
流通A股市值（亿元）	536.80

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 08 月 21 日

分析师： 周春林
执业证书编号：S0270518070001
电话：021-60883486
邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理： 卢大炜
电话：021-60883481
邮箱：ludw@wlzq.com.cn

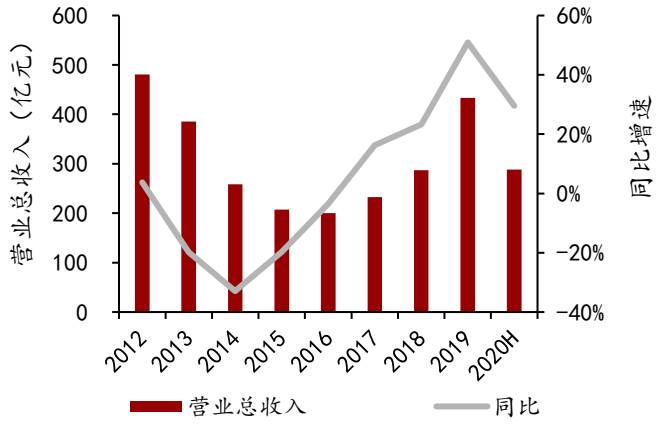
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

1、业绩持续良性增长，优势产品表现强势

从收入端来看，公司营业收入自2017年以来持续恢复，2020年营业收入达到了288.27亿元，同比增长29.5%。公司2020年上半年恢复至40.18亿元，同比大幅增长56.0%。公司的业绩在上年同期的高基数下保持了稳定快速增长。

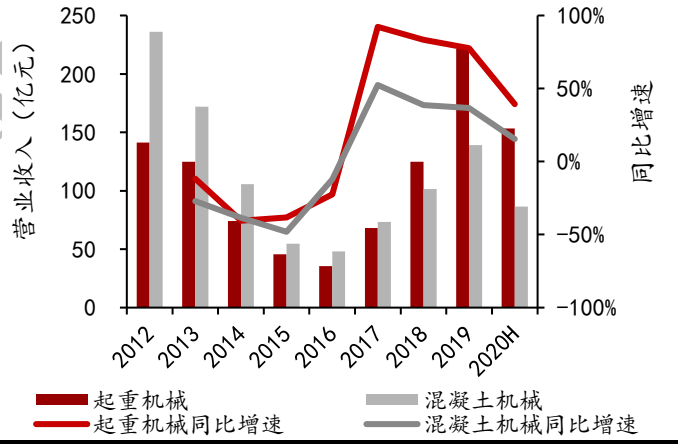
分业务来看，公司工程起重机械销售规模引领行业增长，建筑起重机械销售规模保持全球第一，混凝土机械市场地位保持“数一数二”。公司土方机械、高空作业机械等潜力产品快速突破，挖掘机上半年销量提升至国产品牌第七名，6月当月销量位居国产品牌第五名；高空作业平台上半年销售额同比增长超过100%，市场份额稳居行业第一梯队。2020年上半年，公司起重机械、混凝土机械分别实现营业收入153.39亿元、86.37亿元，分别同比增加39.4%%、15.3%；毛利率分别为31.2%、27.7%，分别同比增加-0.94pct、0.34pct。

图表1：公司营业收入及同比增速



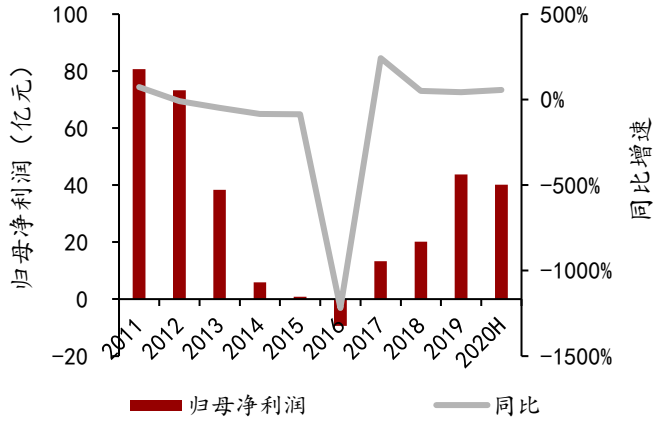
资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：公司起重机械、混凝土机械营业收入快速增长



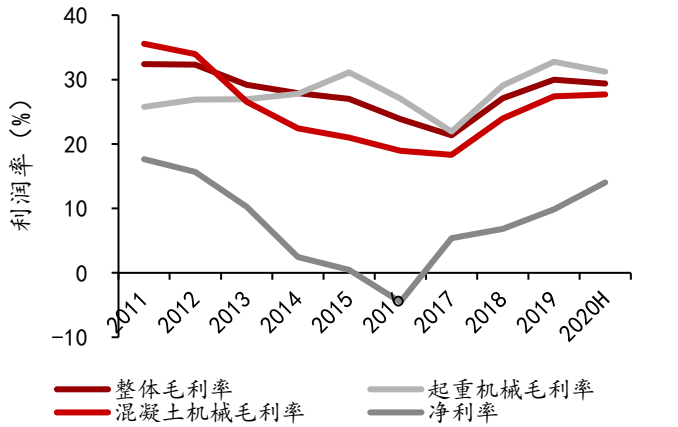
资料来源：wind，万联证券研究所

图表3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表4：公司利润率情况



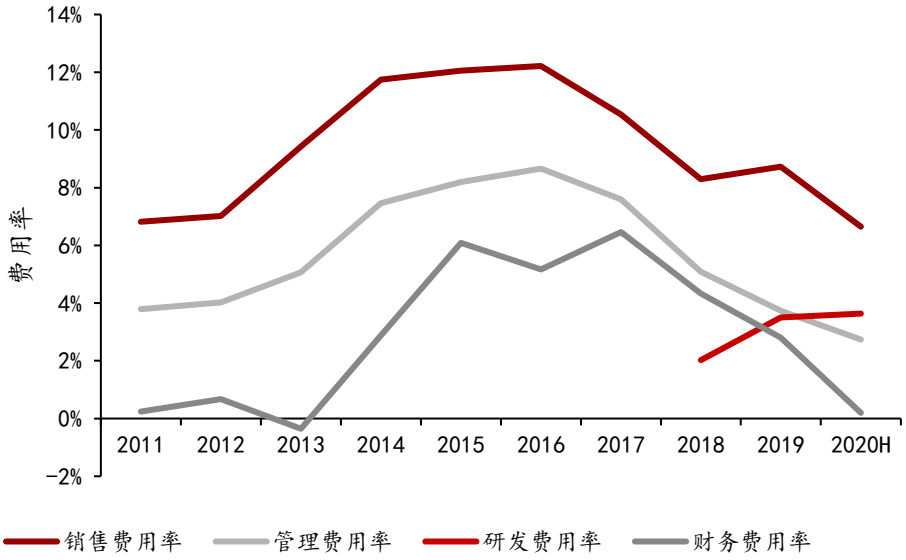
资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2、经营管理能力显著提升

2020年上半年公司期间费用率为13.21%，同比下降3.71pct。其中销售、管理、财务费用率分别为6.65%、2.74%、0.19%，分别同比下降了1.8、0.9、2.6pct；公司研发投入继续加大，研发费用率同比上升1.57pct至3.64%。

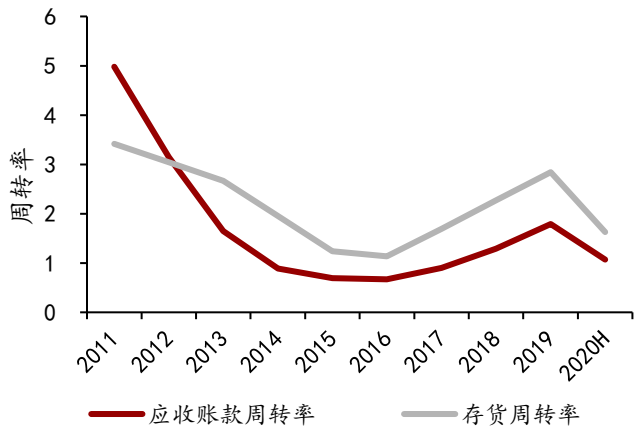
图表5：公司费用率情况



资料来源：wind，万联证券研究所

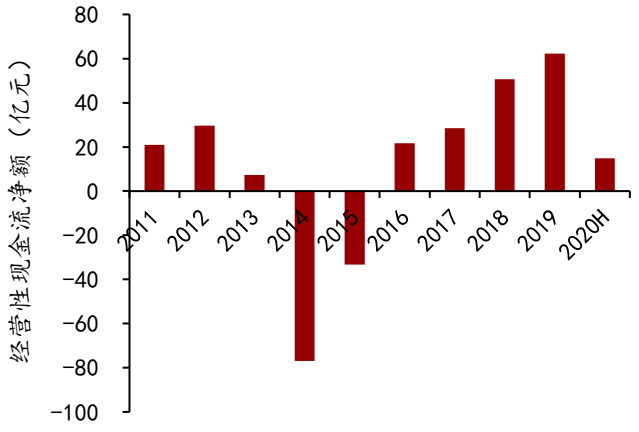
公司全面提升风险管控能力，经营质量显著提升。公司资产周转情况自2016年以来持续好转，2020年上半年公司应收账款周转率、存货周转率分别为1.07、1.63，同比分别上升了0.18、0.06。2020年上半年公司经营性现金流净额为14.79亿元，同比下降58.6%，主要系采购付款增加所致。

图表6：公司应收账款、存货周转率回升



资料来源：wind，万联证券研究所

图表7：公司经营性现金流净额情况



资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

3、盈利预测与投资建议

公司经营管理能力、风险控制能力、资源协同能力提升，市场领先地位更加稳固，净利率稳步提升，盈利能力增强，经营性现金流充裕，各项经营指标持续健康向上，公司的业绩实现了高质量增长。

在货币政策宽松、“两新一重”相关项目持续推进的背景下，工程机械行业景气周期的持续性有望超预期。目前公司的产品主要为混凝土机械、起重机等后周期品种，随着旧机更换高峰的到来以及环保升级、公路治超、推进装配式建筑等法规政策的推进，公司主营产品有望迎来销售高峰。此外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。公司有望保持较高的业绩弹性，预计2020年公司业绩增速将高于行业平均水平。

我们预计公司2020/2021/2022年归母净利润分别为66.48亿元/79.60亿元/88.61亿元，维持公司的“增持”评级。

4、风险因素

房地产、基建投资增速不及预期风险；装配式建筑推广不及预期风险；工程机械更新换代速度不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

资产负债表单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	63,182	75,995	81,588	86,895
货币资金	6,572	4,644	1,383	1,679
应收票据及应收账款	25,404	34,621	40,342	42,961
其他应收款	1,077	1,574	1,834	1,953
预付账款	880	1,203	1,398	1,478
存货	11,772	16,476	19,153	20,246
其他流动资产	17,478	17,478	17,478	18,577
非流动资产	28,886	32,157	36,933	38,059
长期股权投资	3,908	4,108	4,308	4,508
固定资产	5,803	5,890	8,694	10,039
在建工程	933	2,430	3,232	1,838
无形资产	4,048	4,042	4,049	4,052
其他长期资产	14,195	15,687	16,650	17,622
资产总计	92,068	108,152	118,521	124,953
流动负债	34,583	40,749	46,453	47,798
短期借款	5,043	2,000	2,000	1,000
应付票据及应付账款	19,061	25,899	30,083	31,727
预收账款	0	0	0	0
其他流动负债	10,479	12,850	14,370	15,070
非流动负债	17,951	18,951	19,951	20,951
长期借款	2,842	3,842	4,842	5,842
应付债券	11,673	11,673	11,673	11,673
其他非流动负债	3,437	3,437	3,437	3,437
负债合计	52,535	59,700	66,404	68,749
股本	7,875	9,125	9,125	9,125
资本公积	13,467	18,817	18,817	18,817
留存收益	20,986	23,134	26,594	30,455
归属母公司股东权益	38,863	47,612	51,072	54,933
少数股东权益	670	840	1,045	1,272
负债和股东权益	92,068	108,152	118,521	124,953

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6,219	1,354	5,279	7,789
净利润	4,275	6,819	8,164	9,088
折旧摊销	876	349	500	550
营运资金变动	-359	-5,533	-3,150	-1,567
其它	1,427	-281	-236	-283
投资活动现金流	9,734	-2,540	-4,250	-1,674
资本支出	-1,203	-1,890	-4,054	-451
投资变动	8,904	-1,800	-1,300	-2,399
其他	2,033	1,150	1,104	1,176
筹资活动现金流	-19,649	-742	-4,291	-5,818
银行借款	41,251	-2,043	1,000	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	313	1,250	0	0
其他	-61,212	51	-5,291	-5,818
现金净增加额	-3,681	-1,928	-3,262	297
期初现金余额	8,754	6,572	4,644	1,383
期末现金余额	5,073	4,644	1,383	1,679

利润表单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	43,307	57,439	66,932	71,277
营业成本	30,315	40,091	46,605	49,266
营业税金及附加	359	505	589	627
销售费用	3,780	4,538	5,288	5,631
管理费用	1,620	2,068	2,410	2,566
研发费用	1,516	2,183	2,543	2,709
财务费用	1,215	541	619	663
资产减值损失	-218	-117	-125	-122
公允价值变动收益	22	0	0	0
投资净收益	946	1,150	1,104	1,176
资产处置收益	16	7	7	7
营业利润	5,014	8,276	9,565	10,589
营业外收入	121	100	100	100
营业外支出	101	60	60	60
利润总额	5,034	8,316	9,605	10,629
所得税	759	1,497	1,441	1,541
净利润	4,275	6,819	8,164	9,088
少数股东损益	-96	170	204	227
归属母公司净利润	4,371	6,648	7,960	8,861
EBITDA	6,594	8,403	9,998	11,028

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入（%）	50.9%	32.6%	16.5%	6.5%
营业利润（%）	92.8%	65.1%	15.6%	10.7%
归属于母公司净利润（%）	116.4%	52.1%	19.7%	11.3%
获利能力				
毛利率（%）	30.0%	30.2%	30.4%	30.9%
净利率（%）	9.9%	11.9%	12.2%	12.8%
ROE（%）	11.2%	14.0%	15.6%	16.1%
ROIC（%）	7.9%	9.6%	11.0%	11.6%
偿债能力				
资产负债率（%）	57.1%	55.2%	56.0%	55.0%
净负债比率（%）	39.9%	32.3%	38.2%	34.9%
流动比率	1.83	1.86	1.76	1.82
速动比率	1.46	1.43	1.31	1.36
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.53	0.56	0.57
应收账款周转率	1.70	1.66	1.66	1.66
存货周转率	2.58	2.43	2.43	2.43
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.84	1.01	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.17	0.67	0.98
每股净资产(最新摊薄)	4.91	6.02	6.45	6.94
估值比率				
P/E	15.10	9.93	8.29	7.45
P/B	1.70	1.39	1.29	1.20
EV/EBITDA	10.37	10.92	9.60	8.68

资料来源：wind，万联证券研究所

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)