

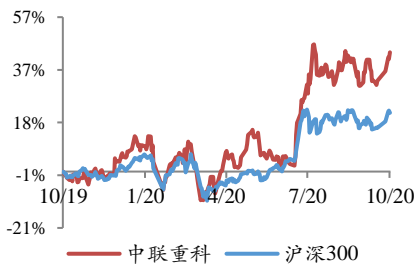
业绩持续超预期，经营稳健价值属性凸显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-10-20

收盘价（元）	8.74
近12个月最高/最低（元）	8.97/5.2
总股本（百万股）	7918
流通股本（百万股）	6451
流通股比例（%）	81.47
总市值（亿元）	684
流通市值（亿元）	557

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

主要观点：

● **事件：**公司发布三季报预告，1-9月份，实现归母净利润55-58亿元，同比+58%~67%，单Q3，归母净利润14.8-17.8亿元，同比+64%~97%。

● **核心观点：**业绩超预期。Q3工程机械行业持续高景气，尤其是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，潜力市场（挖机+高空作业平台）快速突破，新老业务多点开花。我们认为公司经营稳健，价值属性凸显，维持“买入”评级。

● 点评：

➢ 公司业绩超市场预期，主打产品市占率持续提升，表现突出

工程机械行业受设备更新换代及“两新一重”建设持续推进等多重利好驱动影响，行业保持高景气度。尤其是进入Q3，混凝土机械和起重机从销量增速和开工率水平上超越挖机，公司这两块业务合计占比超80%，受益主打产品销量高速增长，三季度业绩靓丽，超市场预期。

① **起重机板块：**从上半年的数据来看，起重机板块收入占比53%，是公司第一大收入来源。起重机板块分为工程起重机（汽车、履带、随车）和建筑起重机（塔机），**工程起重机**板块受益下游基建投资需求（厂房建设、高架桥、地铁等项目），行业销量持续增长，加之2019年Q3行业基数较低，我们判断行业Q3增速在60%以上，公司市占率提升，增速将超越行业；**建筑起重机**依旧保持全球第一，公司不断推陈出新，W系列塔机自上市以来，深受客户青睐，根据公司官方信息，9月14日，公司塔机出货突破100亿，比2019年提前3个月，2020年，塔机仍将是强劲的利润来源之一。

② **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。

➢ 潜力市场快速突破，渐行渐稳，有望成为新的业绩增长点

① **农业机械：**一方面，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，另一方面，受到疫情影响，农机跨区作业受限，带来农机新增需求。我们认为未来随着农业机械化水平不断提升，农机更新换代的背景下，需

求将有稳定支撑，公司产品种小麦机、烘干机、旋耕机、打捆机产品在国内市场份额保持“数一数二”，甘蔗全程机械化在海外市场取得突破，农机板块未来将成为业绩贡献亮点。

②**土方机械**：后发优势初显，E-10系列挖掘机等产品性能达到行业先进水平，具有高效、可靠、节能、经济等显著优势，备受青睐；1-9月份销量5107台，市占率2.16%，市占率快速提升，前景值得期待。

③**高空作业平台**：率先推出全交流电动曲臂、高性能全交流锂电剪叉产品，广受好评；上半年销售额同比增长超100%，市场份额稳居行业第一梯队，行业景气叠加市场影响力提升，预期下半年继续保持高增长。

➤ 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11、9和7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	2020	2021	2022
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	10.53	8.55	6.82
P/B	1.36	1.50	1.27	1.07
EV/EBITDA	10.37	8.42	6.49	5.21

资料来源：wind，华安证券研究所

图表目录

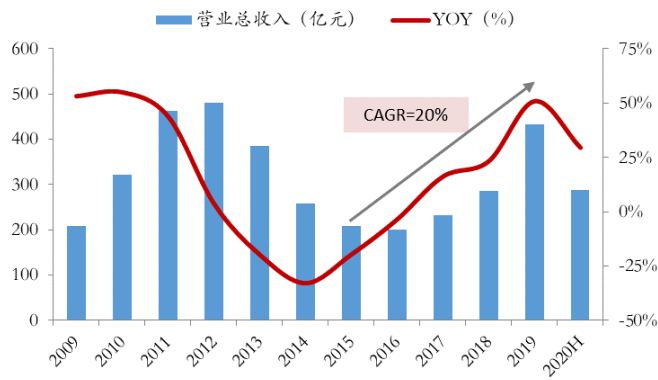
图表 1 中联重科股价复盘图.....	4
图表 2 2015-2019 营收 CAGR 达 20%.....	4
图表 3 2015-2019 归母净利润 CAGR 达 169%.....	4
图表 4 毛利率、净利率不断提升.....	5
图表 5 起重机、混凝土机械毛利率持续上升.....	5
图表 6 费用率下降明显, 内控质量.....	5
图表 7 2019 年研发支出规模增长明显.....	5
图表 8 存货、应收账款周转率明显回升, 经营效率好转.....	5
图表 9 经营性净现金流持续好转, 回款良好.....	5
图表 10 2006-2019 年我国主要工程机械销量统计.....	6
图表 11 全球工程机械龙头企业产品布局图谱.....	6
图表 12 2019 年起重、混凝土机械收入占比合计超 83%.....	6
图表 13 起重、混凝土机械收入占比回升至高位.....	6
图表 14 中联混凝土泵车轻量化 4.0 系列代表.....	7
图表 15 中联重科挖机业务发展历程.....	7
图表 16 庞源租赁塔机吨米利用率仍处于较高水平.....	8
图表 17 汽车起重机行业销量 8 月同比增长 47.8%.....	8

图表1 中联重科股价复盘图



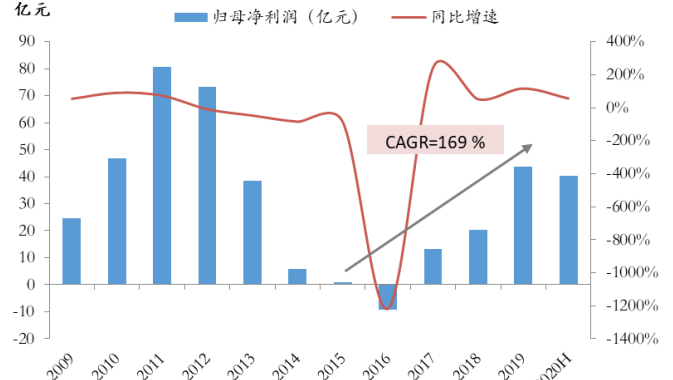
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表2 2015-2019 营收 CAGR 达 20%



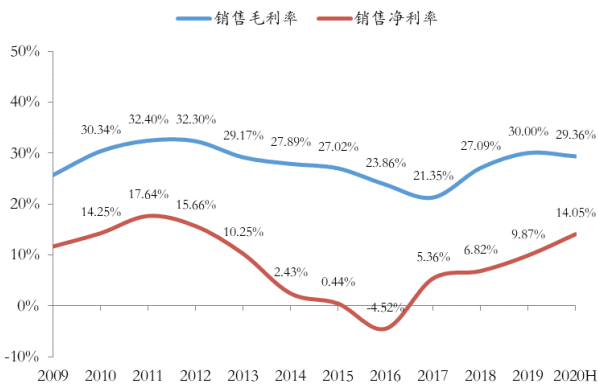
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表3 2015-2019 归母净利润 CAGR 达 169%



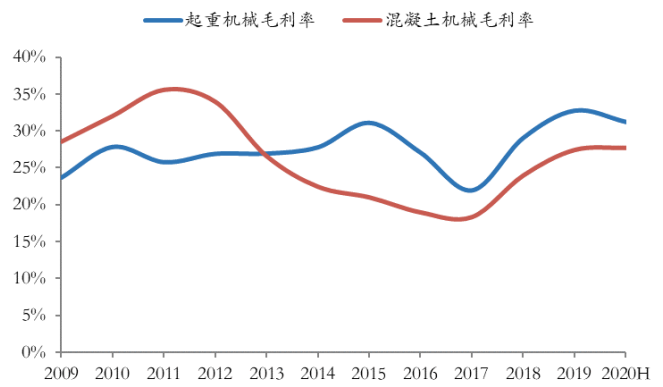
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 毛利率、净利率不断提升



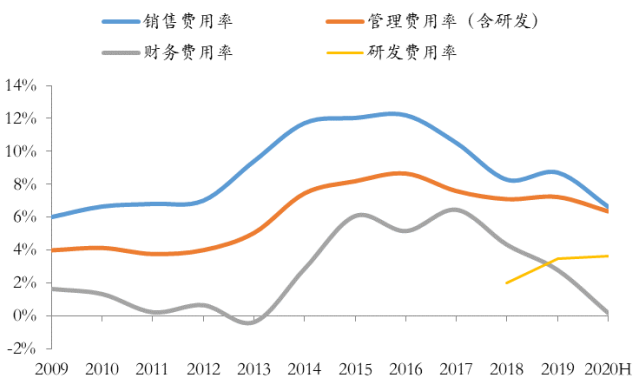
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 起重机、混凝土机械毛利率持续上升



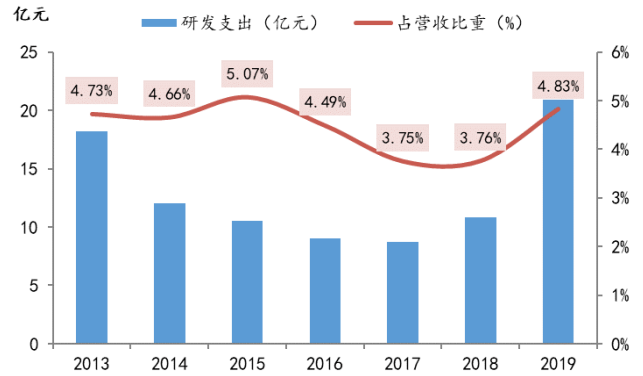
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 费用率下降明显, 内控质量



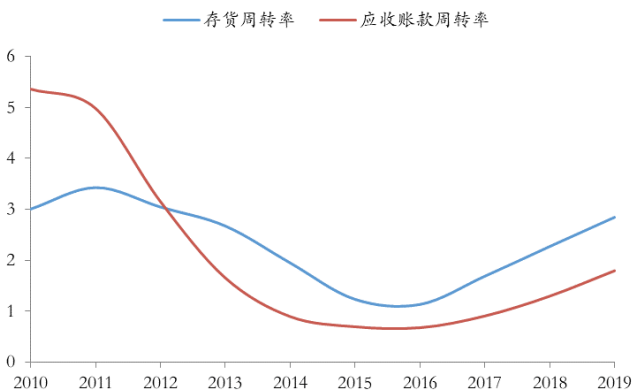
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 2019年研发支出规模增长明显



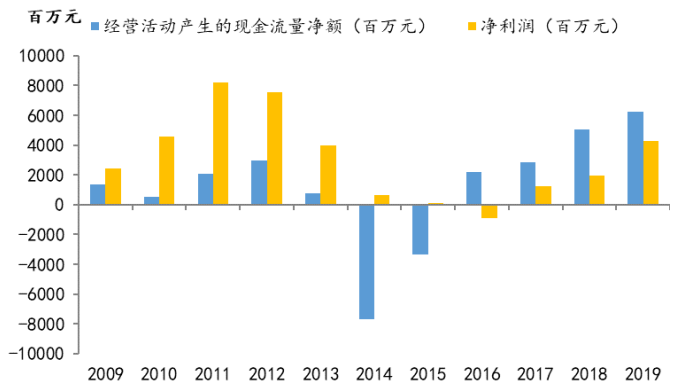
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 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9 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

图表 10 2006-2019 年我国主要工程机械销量统计

主要工程机械销量统计 (台)										
年份	挖掘机	装载机	平地机	推土机	压路机	摊铺机	汽车起重机	随车起重机	合计	挖掘机销量
2006	49625	129834	2245	5925	8740	1136	14465	19422	231392	21.45%
2007	71241	161628	3893	7207	9437	1347	20862	31020	306635	23.23%
2008	82975	162335	4320	8722	10885	1436	21419	27918	320010	25.93%
2009	101559	149355	3608	8599	19852	1678	28494	29300	342445	29.66%
2010	179296	228219	4531	13911	26281	3019	35143	43400	533800	33.59%
2011	193891	258901	5259	13115	22217	3386	35455	53000	585224	33.13%
2012	130624	181522	4347	10169	13782	2179	23073	49804	415500	31.44%
2013	126296	188405	4017	9561	15726	2066	17889	63684	427644	29.53%
2014	103227	156272	3662	7742	14270	1737	14096	50657	351663	29.35%
2015	60514	73581	2620	3682	10388	1804	9327	20000	181916	33.26%
2016	73390	75445	3184	4061	11959	1971	9568	7000	186578	39.33%
2017	144867	99063	4522	5719	17421	2390	20434	11000	305416	47.43%
2018	203420	118811	5261	7600	18376	2319	32278	14084	402149	50.58%
2019	235693	123615	4348	5807	16978	2773	42959	15462	447635	52.65%

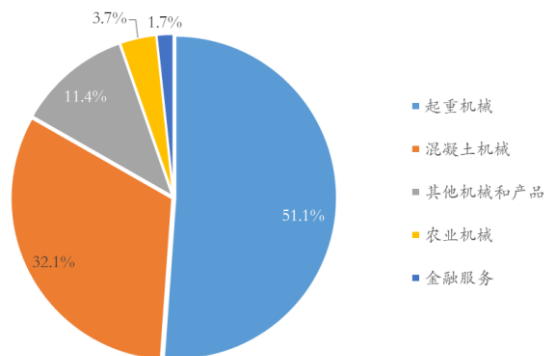
资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 11 全球工程机械龙头企业产品布局图谱

	卡特	小松	沃尔沃	特雷克斯	CNH	约翰迪尔	JCB	利勃海尔	斗山
装载机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
挖掘机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
推土机	●	●			●	●		●	
平地机	●	●	●	●	●	●			
自卸车	●	●	●	●	●	●	●	●	●
压路机	●		●	●	●		●		
摊铺机	●		●	●					
铣刨机	●		●	●					
挖掘装载机	●	●	●	●	●	●	●		
滑移装载机	●	●	●		●	●	●		●
起重机				●				●	
混凝土设备				●				●	
叉车		●					●		●
伸缩臂叉车	●			●	●		●		
隧道机械	●			●					
矿用机械	●	●		●				●	

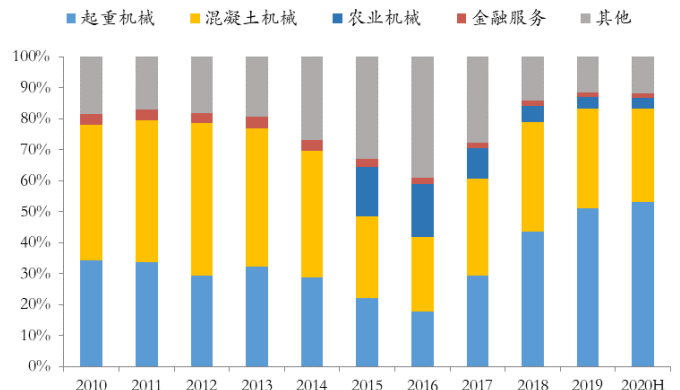
资料来源：各公司官网，华安证券研究所

图表 12 2019 年起重、混凝土机械收入占比合计超 83%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 起重、混凝土机械收入占比回升至高位



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 中联混凝土泵车轻量化 4.0 系列代表

混凝土泵车 4.0 系列代表	5桥67M-ZLJ5541THBSE	4桥59M--ZLJ5441THBBE	3桥49M-ZLJ5350THBKF	2桥38M-ZLJ5230THBKF
型号				
振幅	±0.2m	±0.2m	±0.2m	
最大布料 (高度/半径/深度)	66.1/60.9/48.3m	58.1/52.9/41.7m	48.7/43.7/34.7m	37.1/32.75/25.55m
排放	国五/国六	国五/国六	国五	国五
底盘品牌	斯堪尼亚	斯堪尼亚/奔驰	解放	重汽斯太尔
产品优点	5桥合规最长、结构稳定可靠、智能元件自判断、行业首创失效预警输送管	4桥合规最长，失效预警输送管，寿命提升30%、独立双回路液压系统、油液用量减少30%	布料范围大、臂架结构稳、场地适应性强、运营成本低	同米段出口压力最大、泵车车载泵双功能、场地通过性强、综合油耗低，年节油4万元

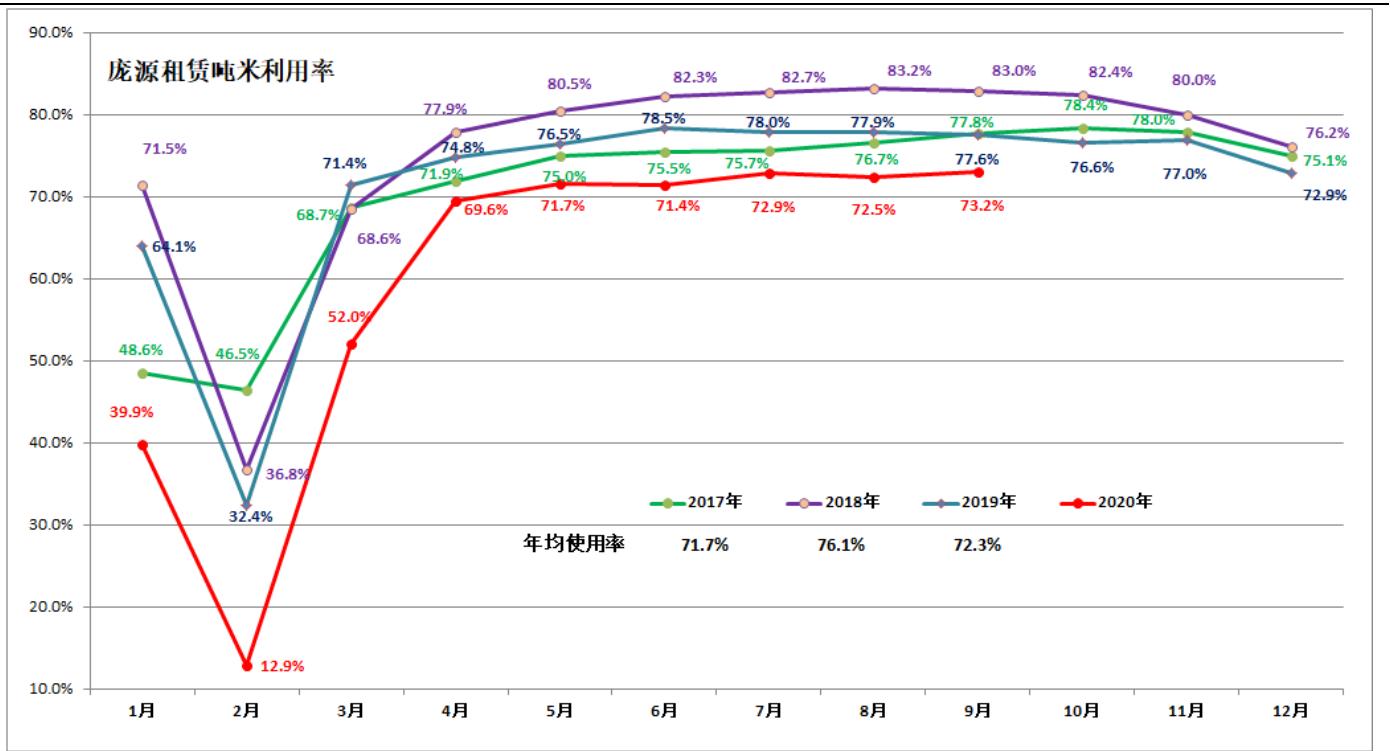
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 15 中联重科挖机业务发展历程



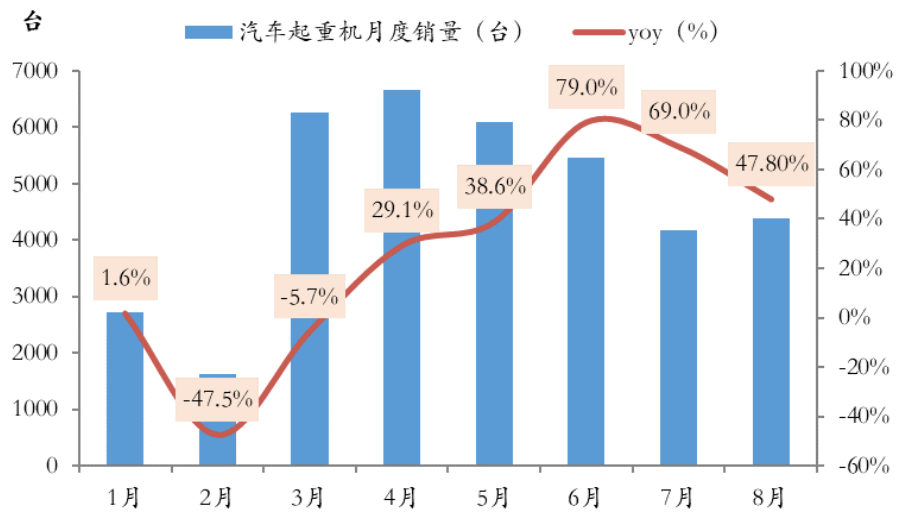
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 16 庞源租赁塔机吨米利用率仍处于较高水平



资料来源：庞源租赁官网，华安证券研究所

图表 17 汽车起重机行业销量 8 月同比增长 47.8%



资料来源：wind，华安证券研究所

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。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	63182	79559	95636	110984	营业收入	43307	53024	62715	70680
现金	6572	16459	24274	32830	营业成本	30315	36988	43566	48974
应收账款	25404	29054	34364	38729	营业税金及附加	359	350	408	459
其他应收款	1077	1307	1546	1743	销售费用	3780	3447	4076	4594
预付账款	880	1073	1263	1420	管理费用	1620	1697	1881	2120
存货	11772	14187	16710	18785	财务费用	1215	699	675	537
其他流动资产	17478	17478	17478	17478	资产减值损失	-218	-1710	-1765	-1465
非流动资产	28886	28026	27761	28396	公允价值变动收益	-22	-30	-32	-33
长期投资	3908	2708	2108	2408	投资净收益	946	530	627	707
固定资产	5803	6113	6418	6723	营业利润	5014	7442	9353	11333
无形资产	4048	4048	4048	4048	营业外收入	121	250	270	200
其他非流动资产	15128	15157	15187	15217	营业外支出	101	88	90	92
资产总计	92068	107584	123397	139380	利润总额	5034	7604	9533	11441
流动负债	34583	42836	50089	55819	所得税	759	1141	1573	1888
短期借款	5043	7543	9043	10043	净利润	4275	6464	7960	9553
应付账款	9301	11654	13726	15430	少数股东损益	-96	-32	-40	-478
其他流动负债	20240	23640	27320	30346	归属母公司净利润	4371	6496	8000	10031
非流动负债	17951	18451	19051	19751	EBITDA	6594	9133	10963	12346
长期借款	2842	3342	3942	4642	EPS (元)	0.55	0.82	1.01	1.27
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					
归属母公司股东权益	38863	45659	53659	63690					
负债和股东权益	92068	107584	123397	139380					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	
经营活动现金流	6219	7536	7583	9355	成长能力				
净利润	4371	6496	8000	10031	营业收入	50.9%	22.4%	18.3%	12.7%
折旧摊销	876	500	500	500	营业利润	92.8%	48.4%	25.7%	21.2%
财务费用	1705	916	1021	1100	归属于母公司净利	116.4%	48.6%	23.2%	25.4%
投资损失	-946	-530	-627	-707	获利能力				
营运资金变动	-359	-987	-2510	-2062	毛利率 (%)	30.0%	30.2%	30.5%	30.7%
其他经营现金流	5302	8624	11709	12586	净利率 (%)	10.1%	12.3%	12.8%	14.2%
投资活动现金流	9734	267	-847	-1399	ROE (%)	11.2%	14.2%	14.9%	15.7%
资本支出	-1203	-293	-306	-339	ROIC (%)	7.9%	10.2%	10.7%	10.6%
长期投资	8904	0	-1200	-1800	偿债能力				
其他投资现金流	2033	560	659	740	资产负债率 (%)	57.1%	57.0%	56.0%	54.2%
筹资活动现金流	-19649	2084	1079	600	净负债比率 (%)	132.9%	132.4%	127.4%	118.4%
短期借款	-3283	2500	1500	1000	流动比率	1.83	1.86	1.91	1.99
长期借款	-2697	500	600	700	速动比率	1.46	1.50	1.55	1.63
普通股增加	66	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	88	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.49	0.51	0.51
其他筹资现金流	-13824	-916	-1021	-1100	应收账款周转率	1.70	1.83	1.83	1.83
现金净增加额	-3681	9887	7815	8556	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
每股经营现金流薄)	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	10.53	8.55	6.82
P/B	1.36	1.50	1.27	1.07
EV/EBITDA	10.37	8.42	6.49	5.21

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。