

分析师: 刘智

登记编码: S0730520110001

liuzhi@ccnew.com 02150586775

# 后周期品种逐步发力, 挖掘机业务快速追赶第一梯队

## ——中联重科(000157)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

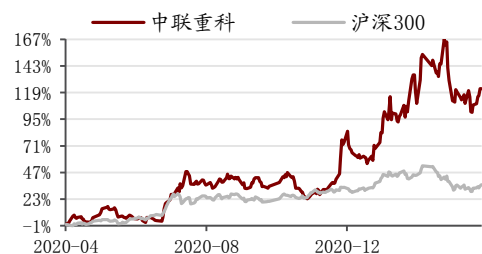
**买入 (维持)**
**市场数据 (2021-04-02)**

发布日期: 2021年04月06日

收盘价(元)	13.07
一年内最高/最低(元)	15.85/5.85
沪深300指数	5161.56
市净率(倍)	2.42
流通市值(亿元)	855.24

**基础数据 (2020-12-31)**

每股净资产(元)	5.89
每股经营现金流(元)	0.94
毛利率(%)	28.59
净资产收益率-摊薄(%)	15.58
资产负债率(%)	58.82
总股本/流通股(万股)	793769.05/652654.85
B股/H股(万股)	0/138820.71

**个股相对沪深300指数表现**


资料来源: 贝格数据, 中原证券

**相关报告**

1 《中联重科(000157)公司点评报告: 定增加码补足挖掘机短板, 工程机械巨头再度起航》 2021-01-13

**联系人: 朱宇澍**
**电话:** 021-50586328

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

**邮编:** 200122

**事件:**

中联重科发布2020年年度报告。报告期内,公司实现营业收入651.09亿元,同比增长50.34%;归属于上市公司股东净利润72.81亿元,同比增长66.55%。

与此同时,中联重科发布了2021年一季度业绩预告,预计报告期内实现归属于公司股东的净利润22亿-26亿元,比上年同期增长114.41%-153.39%,有望创同期历史最佳。

**点评:**

● 年报业绩高速增长, 起重机、混凝土机械等后周期品种逐渐发力

公司实现营业收入651.09亿元,同比增长50.34%;归属于母公司净利润72.81亿元,同比增长66.55%。2020年毛利率28.59%,同比下滑1.41pct,净利率11.3%,同比提升1.43pct。

分业务看,起重机械实现收入348.97亿,同比增长57.57%,混凝土机械实现收入189.84亿,同比增长36.56%,土方机械26.64亿,同比增长282%,其他工程机械实现收入48.37亿,同比增长13.94%,农业机械实现收入26.44亿,同比增长67.01%,金融服务实现收入10.82亿,同比增长47.58%。

起重机业务方面,汽车起重机、履带起重机市场份额均创历史新高,30吨及以上汽车起重机销量居行业第一,履带起重机市场份额位居国内行业第一,建筑起重机械销售额创历史新高,销售规模稳居全球第一。2020年中联重科起重机业务实现营收348.97亿,同比增长57.57%,占主营收入比例为53.6%,毛利率为31.02%,同比下降1.74pct。起重机是中联重科毛利率最高的拳头产品之一,对比其他巨头三一和徐工,公司起重机毛利率显著高出竞争对手。

混凝土机械市场份额显著提升,其中:长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额仍稳居行业第一;搅拌车轻量化产品优势凸显,市场份额提升至行业前三。2020年中联重科混凝土机械实现营收189.84亿,同比增长36.56%,毛利率为26.33%,同比下降1.07pct,与竞争对手的混凝土机械业务毛利率大致相当。

起重机械和混凝土机械共实现营收538.81亿,占中联重科2020年主营业务收入比例为82.76%,营业利润158.25亿,占营业利润比例为85%。中联重科的主力品种起重机械、混凝土机械都是工程机械后周期品种,接力挖掘机等土方机械开始发力,助力中联重科业绩高速增长。

## ● 挖掘机业务快速追赶，锚定行业第一梯队

公司 2020 年挖掘机业务高速增长，2020 年土方机械实现收入 26.64 亿，同比增长 282%，全年销量提升至国产品牌第六名，挖掘机销量开始明显放量增长。2020 年公司挖掘机销量接近 8000 台，市占率提升到 2.3%。2020 年是中联重科挖掘机业务高速增长年。今年年初中联重科完成定增 52 亿，最大募投项目就是 30.8 亿新建年产量 3.3 万台的挖掘机智能制造项目，建设期 1.33 年，完全达产后中联重科预计将有 5 万台挖掘机的产能，产能足够公司进入行业第一梯队。借助中联重科在工程机械领域多年的技术积累和市场积淀，挖掘机业务有望实现快速追赶，进入行业第一梯队，补足公司在工程机械领域最后一块短板。

## ● 农业机械高速增长，国产替代道路逐步开启

公司 2020 年农业机械板块实现营收 26.44 亿，同比增长 67.01%。毛利率 16.78%，同比提高 12.48pct，规模效应明显。

公司加速向智慧农机和智慧农业转型已形成“农机设备+智慧农业”两条主线，夯实发展基础，蓄积发展后劲。公司甘蔗机销量继续保持市场第一，抛秧机首年推出即获得突破，取得销量市场第一；打捆机实现突破，首次取得销量市场第一；小麦机、烘干机国内市场份额保持行业第二。

农业机械国内市场庞大，进口依赖性强。根据中国农机工业协会发布的数据显示，我国农机工业市场规模近 5 年在 2400-4600 亿之间，波动比较剧烈波动。2020 年 1-9 月，1769 家规模以上农机企业主营业务收入总额达到 1828.61 亿元，同比增长 3%，骨干企业收入增速达到 20.33%。农业机械市场规模中位数也在三千亿左右，和整个工程机械行业市场规模是一个数量级，世界农机市场上孕育了约翰迪尔这样营收接近 400 亿美元，市值超过千亿美元的龙头。

公司是国内农业机械龙头企业，近年来逐渐取得一定的突破，国产替代道路逐步开启。2020 年公司农业机械营收仅 26.44 亿，市占率仅 1%，对比世界农机巨头仍有较大的发展空间。

## ● 维持公司“买入”投资评级

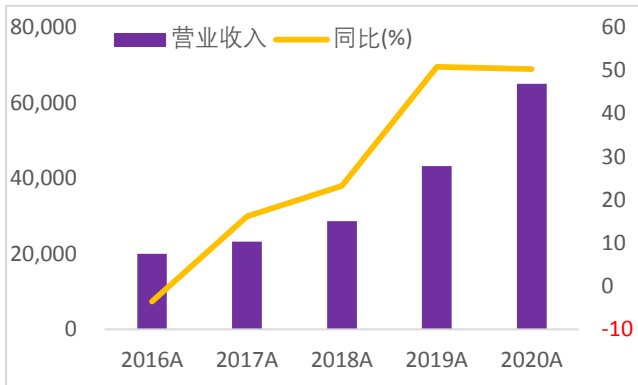
我们预测公司 2021、2022、2023 年归母净利润 100.54 亿、116.72 亿、131.59 亿元，2021、2022、2023 年 EPS 分别为 1.16 元、1.35 元、1.52 元，按照前收盘价 13.02 元/股计算，对应 PE 分别为 11.2X、9.65X、8.56X。考虑到：1) 制造业投资复苏趋势强，公司起重机、混凝土机械等业务依然有较高的景气度；2) 公司在挖掘机领域大力开拓，有望在几年内进军挖掘机第一梯队，补足工程机械最大的短板。维持公司“买入”投资评级。

**风险提示：**制造业投资复苏不及预期；公司混凝土机械、起重机械销量不及预期；原材料上涨导致公司产品毛利率波动；挖掘机等业务拓展不及预期。

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	65108.94	81121.01	94313.09	107209.26
增长率	50.34%	24.59%	16.26%	13.67%
归母净利润（百万元）	7280.67	10053.68	11671.66	13159.01
增长率	66.55%	38.09%	16.09%	12.74%
每股收益 EPS（元）	0.84	1.16	1.35	1.52
净资产收益率 ROE	15.36%	17.44%	17.34%	16.85%
PE	15.46	11.20	9.65	8.56
PB	2.41	1.99	1.70	1.46

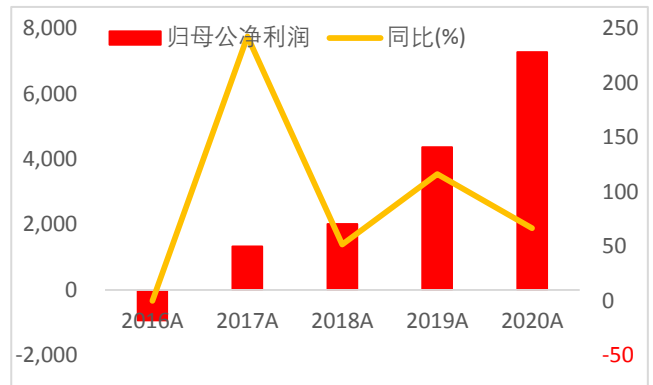
资料来源：wind，贝格数据，中原证券

图 1: 近年公司营业收入增长 (百万元)



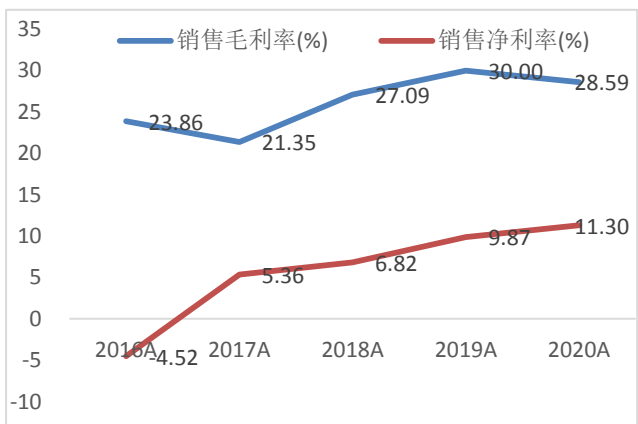
资料来源: wind, 中原证券

图 2: 近年公司归母净利润增长 (百万元)



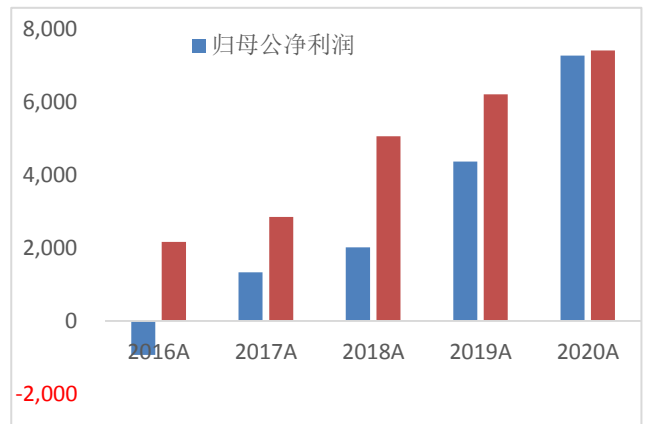
资料来源: wind, 中原证券

图 3: 近年公司销售毛利率、净利率 (%)



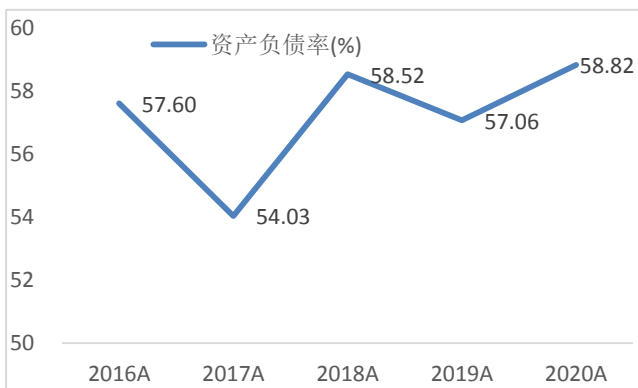
资料来源: wind, 中原证券

图 4: 近年公司经营活动现金净流量 (百万元)



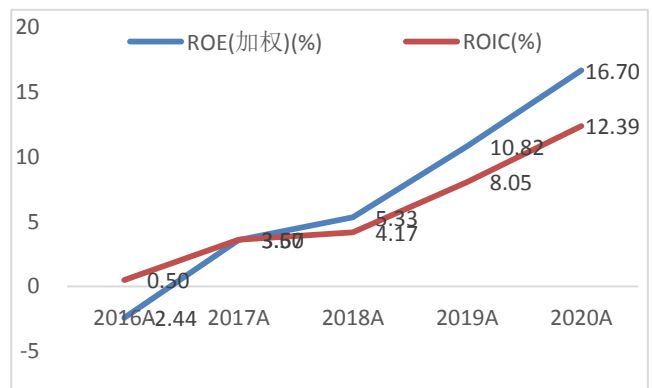
资料来源: wind, 中原证券

图 5: 近年公司资产负债率 (%)



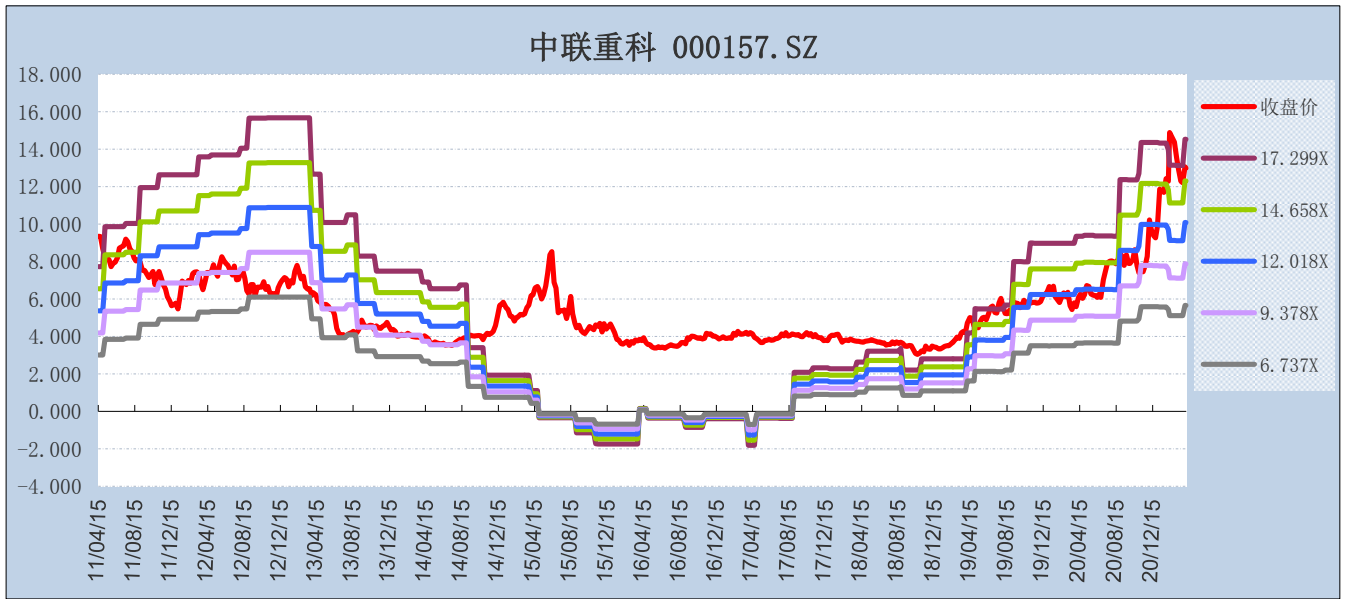
资料来源: wind, 中原证券

图 6: 近年公司 ROE、ROIC (%)



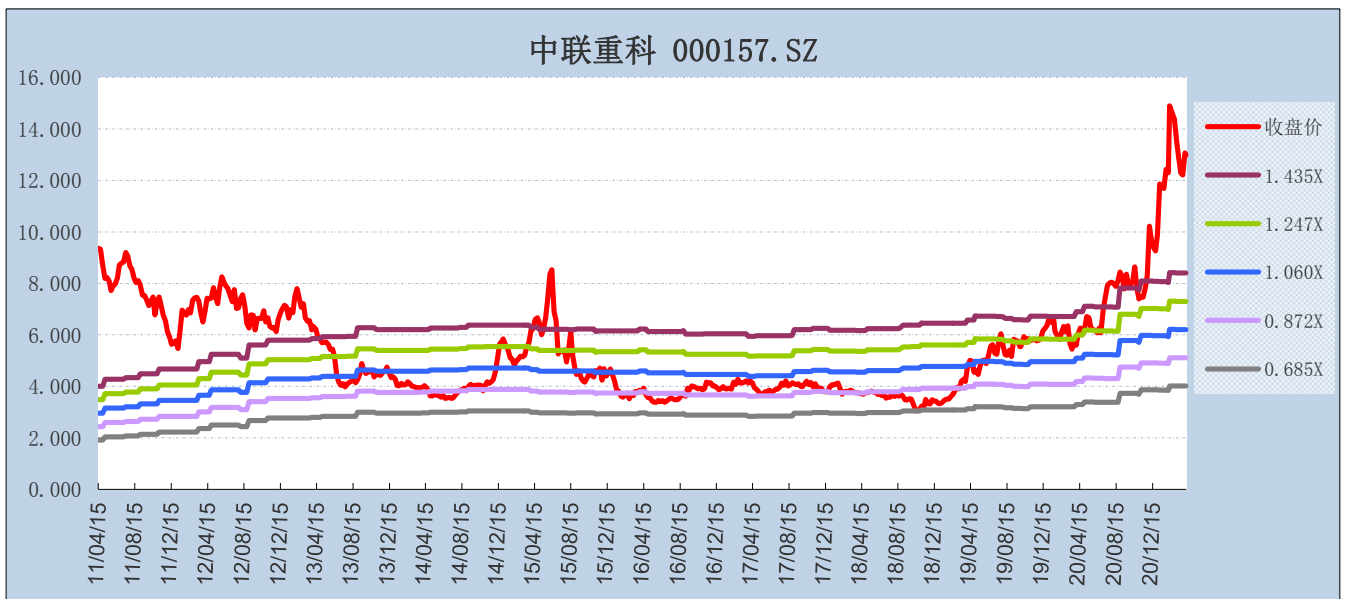
资料来源: wind, 中原证券

图 7: 中联重科 PE-Band



资料来源: wind, 中原证券

图 8: 中联重科 PB-Band



资料来源: wind, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	65108.94	81121.01	94313.09	107209.26	净利润	7355.24	10068.68	11691.66	13184.01
营业成本	46492.52	57671.06	66556.67	75456.60	折旧与摊销	832.92	1194.20	1194.20	1194.20
营业税金及附加	424.42	576.95	652.11	748.35	财务费用	180.92	978.00	1074.00	1129.00
销售费用	4046.24	4867.26	5847.41	6968.60	资产减值损失	-94.68	-50.00	-49.00	-43.00
管理费用	1955.19	6084.08	7167.80	8255.11	经营营运资本变动	6178.19	-9529.06	-1186.48	-3740.19
财务费用	180.92	978.00	1074.00	1129.00	其他	-7030.84	-386.36	-546.21	-571.93
资产减值损失	-94.68	-50.00	-49.00	-43.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>7421.75</b>	<b>2275.46</b>	<b>12178.17</b>	<b>11152.10</b>
投资收益	795.93	635.00	529.00	637.00	资本支出	-943.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	65.80	0.00	0.00	0.00	其他	1728.88	11002.43	529.00	637.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>785.47</b>	<b>11002.43</b>	<b>529.00</b>	<b>637.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>8537.06</b>	<b>11628.67</b>	<b>13593.11</b>	<b>15331.60</b>	短期借款	-2084.39	-2958.49	0.00	0.00
其他非经营损益	114.68	216.84	162.98	179.23	长期借款	84.97	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>8651.74</b>	<b>11845.51</b>	<b>13756.09</b>	<b>15510.83</b>	股权融资	112.70	0.00	0.00	0.00
所得税	1296.50	1776.83	2064.43	2326.82	支付股利	-1661.95	-1456.13	-2010.74	-2334.33
净利润	7355.24	10068.68	11691.66	13184.01	其他	304.93	-19.69	-1074.00	-1129.00
少数股东损益	74.57	15.00	20.00	25.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3243.74</b>	<b>-4434.31</b>	<b>-3084.74</b>	<b>-3463.33</b>
归属母公司股东净利润	7280.67	10053.68	11671.66	13159.01	<b>现金流量净额</b>	<b>5012.95</b>	<b>8843.58</b>	<b>9622.43</b>	<b>8325.77</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	12483.47	21327.05	30949.48	39275.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	34854.72	46255.74	52732.18	60264.86	销售收入增长率	50.34%	24.59%	16.26%	13.67%
存货	14652.38	19760.99	22216.07	25441.82	营业利润增长率	70.27%	36.21%	16.89%	12.79%
其他流动资产	19254.56	7165.14	7633.69	8091.73	净利润增长率	72.05%	36.89%	16.12%	12.76%
长期股权投资	3387.96	3387.96	3387.96	3387.96	EBITDA 增长率	34.43%	44.50%	14.93%	11.31%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7342.31	6785.97	6229.62	5673.28	毛利率	28.59%	28.91%	29.43%	29.62%
无形资产和开发支出	6666.75	6029.89	5393.03	4756.17	三费率	9.50%	14.71%	14.94%	15.25%
其他非流动资产	17632.79	17631.78	17630.78	17629.78	净利率	11.30%	12.41%	12.40%	12.30%
<b>资产总计</b>	<b>116274.94</b>	<b>128344.52</b>	<b>146172.82</b>	<b>164520.86</b>	ROE	15.36%	17.44%	17.34%	16.85%
短期借款	2958.49	0.00	0.00	0.00	ROA	6.33%	7.85%	8.00%	8.01%
应付和预收款项	34833.99	41599.49	48579.34	54908.29	ROIC	26.69%	34.92%	34.39%	36.02%
长期借款	2927.02	2927.02	2927.02	2927.02	EBITDA/销售收入	14.67%	17.01%	16.82%	16.47%
其他负债	27668.53	26090.64	27258.16	28427.56	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>68388.03</b>	<b>70617.14</b>	<b>78764.52</b>	<b>86262.87</b>	总资产周转率	0.63	0.66	0.69	0.69
股本	7937.69	7937.69	7937.69	7937.69	固定资产周转率	10.93	13.91	17.88	22.72
资本公积	13516.65	13516.65	13516.65	13516.65	应收账款周转率	2.24	2.14	2.05	2.04
留存收益	26517.32	35114.87	44775.79	55600.47	存货周转率	3.44	3.33	3.15	3.15
归属母公司股东权益	46743.74	56569.21	66230.13	77054.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.41%	—	—	—
少数股东权益	1143.17	1158.17	1178.17	1203.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>47886.91</b>	<b>57727.38</b>	<b>67408.30</b>	<b>78257.98</b>	资产负债率	58.82%	55.02%	53.88%	52.43%
负债和股东权益合计	116274.94	128344.52	146172.82	164520.86	带息债务/总负债	28.21%	23.13%	20.74%	18.94%
					流动比率	1.73	1.92	1.98	2.05
					速动比率	1.42	1.52	1.59	1.66
					股利支付率	22.83%	14.48%	17.23%	17.74%
<b>业绩与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>每股指标</b>				
EBITDA	9550.90	13800.87	15861.31	17654.80	每股收益	0.84	1.16	1.35	1.52
PE	15.46	11.20	9.65	8.56	每股净资产	5.39	6.53	7.64	8.89
PB	2.41	1.99	1.70	1.46	每股经营现金	0.86	0.26	1.41	1.29
PS	1.73	1.39	1.19	1.05	每股股利	0.19	0.17	0.23	0.27
EV/EBITDA	9.24	5.52	4.20	3.30					
股息率	1.48%	1.29%	1.79%	2.07%					

资料来源: wind, 贝格数据, 中原证券

### 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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。