

中联重科 (000157)

2023 年一季报点评：业绩表现优于行业，海外收入同比高增 123%

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004
luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061
weiyj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 41,631 | 45,376 | 51,054 | 60,306 |
| 同比 | -38% | 9% | 13% | 18% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 2,306 | 3,463 | 4,488 | 5,650 |
| 同比 | -63% | 50% | 30% | 26% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.27 | 0.40 | 0.52 | 0.65 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 23.29 | 15.51 | 11.97 | 9.51 |

关键词: #出口导向

事件: 公司披露 2023 年一季报: 2023 年一季度公司实现营收 104 亿元, 同比增长 4%, 归母净利润 8 亿元, 同比减少 11%。

投资要点

■ **业绩表现优于行业, 出口同比高增 123%**

公司一季度收入增速转正, 好于工程机械行业整体表现, 2023 年 Q1 挖机行业销量同比下滑 26%, 其中内销同比下滑 44%, 出口同比增长 13%。公司表现优于行业, 原因在于: (1) 公司积极拓展海外市场, Q1 海外营收同比增幅达 123%, 出口高速增长拉平周期波动; (2) “保交楼”资金落位加速, 公司拳头产品混凝土机械、起重机械板块企稳; (3) 挖机、高机等新兴板块放量, 贡献业绩增量。

■ **利润率修复明显, 盈利能力有望持续回升**

2023 年 Q1 公司销售毛利率为 26.4%, 同比提升 6.3pct, 环比提升 2.2pct, 毛利率在原材料、海运费价格下降, 海外收入占比提升趋势下继续修复。费用端, 2023 年 Q1 公司期间费用率为 17.5%, 同比增长 4.9%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.5%/3.6%/6.2%/1.2%, 同比增长 1.5/0.2/1.9/1.2pct, 渠道建设和研发投入维持较高水平。由于费用率提升幅度较大, 2023 年 Q1 公司销售净利率为 8.2%, 同比下滑 1.1pct, 主要系财务费用及政府补助影响。全年来看, 公司盈利能力有望修复: (1) 2022 年 Q3 以来钢材价格持续下行, 公司成本端压力减弱, (2) 海外毛利率高于国内, 海外收入占比提升带动毛利率中枢上移, (3) 高机、挖机等板块规模效应有待释放。

■ **高机、挖机等板块高速拓展, 公司有望迎价值重估**

公司积极推进多元化战略, 高机板块增长最为亮眼: 2020-2022 年, 中联高机分别实现营业收入 10/29/46 亿元, 复合增速 108%, 已稳居国内第一梯队, 销售净利率分别为 3%/8%/14%, 受益规模效应、经营管理效率提升, 呈上行趋势, 但对标国内高机龙头浙江鼎力 2022 年销售净利率 23%仍有提升空间, 利润弹性大。公司 2023 年 2 月发布公告, 拟拆分中联高机重组上市, 拆分后高机业绩仍体现在公司合并报表。高机板块有望通过独立上市公司平台增强资本实力, 进一步做大做强, 板块迎价值重估。

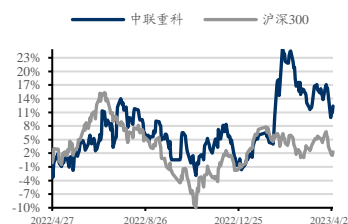
■ **预计工程机械行业前低后高, 龙头业绩有望触底回暖**

CME 预估 2023 年 4 月挖机销量 18000 台, 同比下降 26%, 其中国内销量 9000 台, 同比下降 44%, 出口销量 9000 台, 同比增长 6%。受下游项目资金面紧张, 开工小时复苏放缓影响, 4 月工程机械内销下滑幅度仍较大。随着 5 月开始行业销量走向低基数, 预计全年行业增速前低后高, 工程机械全球制造优势下, 我们对龙头海外份额提升保持乐观, 看好业绩触底回暖。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司一季度表现好于预期, 我们上调 2023-2024 年归母净利润预测 35 (原值 33)/45 (原值 44)/57 (原值 50) 亿元, 当前市值对应 PE 为 16/12/10 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 地缘政治冲突, 基建项目落地不及预期, 原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元) | 6.19 |
| 一年最低/最高价 | 5.31/7.00 |
| 市净率(倍) | 0.98 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 43,755.42 |
| 总市值(百万元) | 53,716.77 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.29 |
| 资产负债率(% ,LF) | 55.91 |
| 总股本(百万股) | 8,677.99 |
| 流通 A 股(百万股) | 7,068.73 |

相关研究

《中联重科(000157): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 多元化、全球化快速铺开》

2023-03-31

《中联重科(000157): 拟将中联高机分拆上市, 工程机械龙头业绩有望底部回暖》

2023-02-06

中联重科三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 73,586 | 55,721 | 68,267 | 70,866 | 营业总收入 | 41,631 | 45,376 | 51,054 | 60,306 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 19,509 | 13,582 | 7,635 | 13,158 | 营业成本(含金融类) | 32,543 | 34,553 | 38,488 | 45,024 |
| 经营性应收款项 | 31,786 | 23,411 | 35,344 | 34,003 | 税金及附加 | 289 | 288 | 324 | 383 |
| 存货 | 14,203 | 10,752 | 17,045 | 15,472 | 销售费用 | 2,635 | 2,496 | 2,808 | 3,317 |
| 合同资产 | 2 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 1,574 | 1,497 | 1,634 | 1,809 |
| 其他流动资产 | 8,085 | 7,976 | 8,243 | 8,233 | 研发费用 | 2,507 | 2,405 | 2,706 | 3,196 |
| 非流动资产 | 49,967 | 51,468 | 53,144 | 54,912 | 财务费用 | -265 | 454 | 511 | 603 |
| 长期股权投资 | 4,476 | 4,771 | 5,100 | 5,496 | 加:其他收益 | 783 | 739 | 813 | 732 |
| 固定资产及使用权资产 | 10,961 | 13,144 | 14,291 | 15,147 | 投资净收益 | 309 | 452 | 511 | 603 |
| 在建工程 | 3,373 | 1,827 | 1,398 | 1,279 | 公允价值变动 | -11 | 188 | 207 | 227 |
| 无形资产 | 5,326 | 5,959 | 6,665 | 7,383 | 减值损失 | -1,035 | -1,192 | -1,091 | -1,210 |
| 商誉 | 2,598 | 2,533 | 2,458 | 2,374 | 资产处置收益 | -8 | 128 | 154 | 175 |
| 长期待摊费用 | 16 | 16 | 16 | 16 | 营业利润 | 2,386 | 3,998 | 5,178 | 6,502 |
| 其他非流动资产 | 23,217 | 23,217 | 23,217 | 23,217 | 营业外净收支 | 84 | 56 | 66 | 85 |
| 资产总计 | 123,553 | 107,189 | 121,411 | 125,779 | 利润总额 | 2,471 | 4,054 | 5,244 | 6,587 |
| 流动负债 | 48,391 | 29,583 | 39,228 | 37,818 | 减:所得税 | 86 | 525 | 666 | 810 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 11,191 | 7,878 | 7,878 | 7,878 | 净利润 | 2,385 | 3,529 | 4,578 | 5,777 |
| 经营性应付款项 | 21,234 | 7,849 | 15,672 | 11,843 | 减:少数股东损益 | 79 | 66 | 90 | 127 |
| 合同负债 | 1,892 | 1,728 | 1,924 | 2,251 | 归属母公司净利润 | 2,306 | 3,463 | 4,488 | 5,650 |
| 其他流动负债 | 14,074 | 12,128 | 13,753 | 15,846 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.27 | 0.40 | 0.52 | 0.65 |
| 非流动负债 | 18,186 | 18,186 | 18,186 | 18,186 | EBIT | 1,830 | 5,389 | 6,233 | 7,614 |
| 长期借款 | 10,937 | 10,937 | 10,937 | 10,937 | EBITDA | 2,991 | 6,691 | 7,531 | 8,921 |
| 应付债券 | 25 | 25 | 25 | 25 | 毛利率(%) | 21.83 | 23.85 | 24.61 | 25.34 |
| 租赁负债 | 355 | 355 | 355 | 355 | 归母净利率(%) | 5.54 | 7.63 | 8.79 | 9.37 |
| 其他非流动负债 | 6,869 | 6,869 | 6,869 | 6,869 | 收入增长率(%) | -37.98 | 9.00 | 12.51 | 18.12 |
| 负债合计 | 66,578 | 47,770 | 57,414 | 56,005 | 归母净利润增长率(%) | -63.22 | 50.17 | 29.59 | 25.90 |
| 归属母公司股东权益 | 54,741 | 57,120 | 61,607 | 67,257 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2,234 | 2,300 | 2,390 | 2,517 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 56,975 | 59,419 | 63,997 | 69,774 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 123,553 | 107,189 | 121,411 | 125,779 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 2,425 | 1,309 | -3,164 | 8,251 | 每股净资产(元) | 6.31 | 6.58 | 7.10 | 7.75 |
| 投资活动现金流 | 567 | -1,973 | -2,032 | -1,978 | 最新发行在外股份(百万股) | 8,678 | 8,678 | 8,678 | 8,678 |
| 筹资活动现金流 | -2,494 | -5,263 | -750 | -750 | ROIC(%) | 2.25 | 5.93 | 6.73 | 7.76 |
| 现金净增加额 | 601 | -5,927 | -5,947 | 5,523 | ROE-摊薄(%) | 4.21 | 6.06 | 7.28 | 8.40 |
| 折旧和摊销 | 1,161 | 1,302 | 1,298 | 1,307 | 资产负债率(%) | 53.89 | 44.57 | 47.29 | 44.53 |
| 资本开支 | -1,441 | -2,317 | -2,421 | -2,413 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 23.29 | 15.51 | 11.97 | 9.51 |
| 营运资本变动 | -2,497 | -4,758 | -9,944 | 299 | P/B(现价) | 0.98 | 0.94 | 0.87 | 0.80 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

