

中联重科(000157)

报告日期: 2023年06月24日

海外+新板块发力, 行业触底向上驱动业绩上行

——中联重科深度报告

投资要点

中国工程机械龙头, 改制创新释放活力, 盈利能力行业领先

公司是我国工程机械行业龙头企业, 2017-2021年营收CAGR30.3%, 归母净利润CAGR47.3%, 毛利率、净利率分别提升2.26pct、4.15pct, ROE由3.54%提升至11.03%。2022年行业下行期公司业绩承压, 营收下滑38.0%, 归母净利润下滑63.2%, 2017-2022年ROE中枢8.4%。公司是较早完成混合所有制改革的公司, 并先后进行股权激励和员工持股计划, 不断改制创新, 经营活力持续释放, 盈利水平位于行业领先地位。

起重机械、混凝土机械行业筑底向上, 公司建筑起重机械规模全球第一

2022年公司起重、混凝土机械收入占比为46%、20%。长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额仍稳居行业第一, 搅拌车市场份额提升至行业第二; 工程起重机械市场份额保持行业领先, 建筑起重机械销售规模稳居全球第一。基于汽车起重机8年更新高峰期, 泵车10年更新高峰期测算, 2023年国内汽车起重机销量有望见底, 泵车销量有望上行, 2023年4月, 汽车起重机、履带起重机、随车起重机销量同比均实现正增长, 塔机销量增速3月同比转正, 行业有望筑底上行。

土方机械、高空作业平台等新兴板块快速放量, 有望迅速做大做强

2022年公司高空机械、土方机械收入占比为11%、8%, 同比增长37.5%、8.5%。高空机械位于国内第一梯队, 未来随着安全性、经济性优势逐渐凸显, 行业有望持续渗透, 公司凭借产品力、型谱覆盖率及性价比优势, 市占率有望逐步提升, 叠加出口高景气, 支撑高机板块做大做强。公司挖机形成了“渭南+长沙”双制造基地布局, 2022年实现逆势增长, 中大吨位竞争力加强, 整体市场份额持续提升, 盈利能力不断改善。预计2023年挖机行业销量筑底向上, 将驱动公司土方机械业务不断上行。此外, 农机业务提质升级, 干混砂浆业务布局加强。

海外布局力度持续加大, 2023Q1出口实现123%增长, “一带一路”持续驱动

2017-2022年公司出口收入CAGR为33.4%, 出口收入占比由10%提升至24%, 2022年出口收入增长73%, 2023Q1增长123%, 高景气趋势延续。随着海外市场布局力度不断加大, 重点产品与市场逐渐突破, “一带一路”需求逐渐释放, 公司海外市场有望持续保持高增长。

盈利预测与估值: 预计公司2023-2025年归母净利润分别为33.77、47.93、63.40亿元, 对应PE分别为17、12、9倍。维持买入评级。

风险提示: 地产、基建需求修复不及预期; 境外出口不及预期; 原材料波动。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41631	45460	53915	66185
(+/-)(%)	-38%	9%	19%	23%
归母净利润	2306	3377	4793	6340
(+/-)(%)	-63%	46%	42%	32%
每股收益(元)	0.27	0.39	0.55	0.73
P/E	25	17	12	9

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 胡飘

hupiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.62
总市值(百万元)	57,448.31
总股本(百万股)	8,677.99

股票走势图



相关报告

1 《一季度营收增速转正, 国际化、多元化持续推进》

2023.04.28

2 《业绩符合预期, 出口与新兴业务有望持续发力》 2023.04.01

3 《工程机械行业需求边际改善, 公司业绩有望企稳向上》

2023.01.31

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年营收为 454.60、539.15、661.85 亿元，同比增长 9%、19%、23%，归母净利润为 33.77、47.93、63.40 亿元，同比增长 46%、42%、32%，当前股价对应 PE 为 17、12、9 倍。维持买入评级。

● 关键假设

1) 2023-2025 年汽车起重机行业增速假设：-30%、71%、41%；其他起重机景气度与汽车起重机整体一致，2023 年起重机行业触底。2023 年由于下游风电行业需求量持续景气，出口市场表现活跃，中大吨位汽车起重机、履带起重机收入占比提升，毛利率修复明显。塔式起重机与国内房地产相关度较高，整体呈弱修复态势。

3) 2023-2025 年混凝土泵车行业销量增速假设：86%、16%、77%；2023 年泵车销量上行，泵车景气度代表了混凝土机械行业景气度。公司混凝土泵车、搅拌车、搅拌站等产品由于行业更新需求向上，叠加低基数，开启上行通道。

2) 2023-2025 年挖掘机行业销量增速假设（含出口）：-5%、28%、15%。公司挖机产品起步较晚，中大挖竞争力显著增强，基数较低，叠加行业筑底向上，公司挖机产品仍保持较快增长。

4) 2023-2025 年高空作业机械行业持续渗透，仍维持较高增速，2022-2025 年行业国内销量 CAGR 约 25%。随着中联高机分拆上市，有望快速做大做强，市占率持续提升。

● 我们与市场的观点的差异

1) 我们认为挖机、汽车起重机更新需求见底，叠加出口维持较高增速，2023 年挖机、汽车起重机销量见底；泵车更新需求修复，2023 年泵车销量有望上行。工程机械行业筑底向上。

2) 2023 年起重机行业虽然仍承压，但产品结构，市场结构改善明显，高毛利率的重大吨位汽车起重机，履带起重机占比将提升，国外收入占比仍将提升，收入端较销量端有更好的表现，盈利水平有望持续改善。

3) 混凝土机械经过 2022 年大幅度调整后，由于国内更新需求及出口拉动，2023 年有望开启上行通道，对公司混凝土机械板块拉动效应明显。

4) 挖掘机行业国内渐行触底，公司挖机起步较晚，基数较低，行业短期承压对公司挖机板块影响相对较小，公司挖机表现仍将保持较快增长。

5) 高空作业机械行业仍处于成长通道，中联高机分拆上市，有助于快速做大做强，市占率有望继续上行。

● 股价上涨的催化因素

1) 挖机、起重机行业月度销量修复明显。2) 挖机、起重机、混凝土机械开工率、开工小时数提升明显。3) 房地产、基建政策利好。4) 行业出口超预期。

● 风险提示

地产、基建需求修复不及预期；境外出口不及预期；原材料波动。

正文目录

1 内生外延、改制创新释放活力，盈利能力行业领先	6
1.1 业内首家 A+H 股上市公司，内生外延成为行业领军企业	6
1.2 整体上市，混合所有制改革的成功典范	6
1.3 2017-2021 年归母净利润 CAGR47.3%，2023 年有望筑底向上	7
1.4 公司研发投入维持高位，壮大研发团队，加大人才引进力度	8
2 行业：2023 年行业筑底向上，海外市场高景气有望持续	9
2.1 房地产边际改善、基建逆周期调节作用显现、国内需求边际有望改善	9
2.2 海外市场有望持续高景气，出口占比维持较高水平	11
2.3 2023 年工程机械行业筑底向上，边际需求有望持续改善	11
2.3.1 2023 年挖掘机销量有望触底	11
2.3.2 2023 年汽车起重机销量有望触底	12
2.3.3 2023 年混凝土泵车销量有望上行	13
3 公司：核心产品市场地位再夯实，多元化、国际化持续拓展	14
3.1 起重机械、混凝土机械市场竞争力加强，行业地位再夯实	15
3.2 土方机械、高空作业平台快速放量，多元化持续拓展	16
3.3 农业机械化趋势向上，政策红利持续释放，支撑农机业务长期向上	18
3.4 海外市场持续布局，未来将在全球市场上展开角逐	18
3.5 智能化、数字化、绿色化协同发展，打造业内多项标杆项目与工程	19
4 盈利预测与估值分析	21
4.1 关键假设与盈利预测	21
4.2 估值与投资建议	23
5 风险提示	23

图表目录

图 1: 经过三十年的发展, 公司成为工程机械行业领军企业	6
图 2: 公司为混合所有制企业, 单一第一大股东湖南兴湘投资控股集团有限公司持股超过 14%	6
图 3: 2023Q1 营收 104.26 亿, 同比转正	7
图 4: 2023Q1 归母净利润 8.10 亿, 下滑幅度收窄	7
图 5: 2020 年公司 ROE15.58%, 为本轮周期峰值	7
图 6: 2020 年公司 ROA7.06%, 变化趋势和 ROE 相同	7
图 7: 受行业影响, 2022 年公司毛利率、净利率均有所回落	8
图 8: 2022 年, 存货周转率和应收账款周转率短期承压	8
图 9: 2022 年研发支出合计 34.44 亿元, 同比下滑 18.58%	8
图 10: 2022 年研发人员数量 7511 名, 同比增加 3.71%	8
图 11: 2022 年起重机械和混凝土机械的毛利率略有下降	9
图 12: 土方机械毛利率逐步上行, 2022 年 23.5%, 同比+4.5pct	9
图 13: 2023 年 5 月小松开工小时数 100.6 小时, 同比下滑 1.7%	9
图 14: 2023 年 4 月基建投资额累计同比上升 9.8%	9
图 15: 2023 年 4 月房屋新开工面积累计同比下滑 21.2%	10
图 16: 2023 年 4 月房地产开发投资额累计同比下滑 6.2%	10
图 17: 截止 2023 年 6 月 9 日, 庞源指数(新单)持续下探至 514 点, 未来有望企稳	10
图 18: 2023 年 5 月庞源吨米利用率 56.3%, 同比提升 3.7pct, 环比下降 0.4pct, 同比有所修复	10
图 19: 2023 年 5 月挖机行业累计出口销量占比约 52%	11
图 20: 2023 年 4 月汽车起重机出口销量占比总体维持较高水平	11
图 21: 2023 年 1-5 月挖机销量 93052 台, 同比下滑 23.9%	11
图 22: 2023-2025 年挖掘机行业销量有望筑底上行	11
图 23: 2023 年 4 月汽车起重机累计销量增速修复明显	12
图 24: 塔式起重机 2020 年销量约 52000 台, 达到本轮周期高点	12
图 25: 2023-2025 年汽车起重机行业销量有望筑底上行	13
图 26: 2020 年混凝土搅拌车销量为 10.52 万台, 同比增长 41%	13
图 27: 2022 年混凝土泵车销量为 1.04 万台, 同比下降 13%	13
图 28: 2023-2025 年混凝土泵车行业销量有望逐渐上行	14
图 29: 公司产品种类丰富, 覆盖多个领域	14
图 30: 2022 年起重机械和混凝土机械占总营收比重的 66%	15
图 31: 2018-2022 年业务营收占比: 起重、混凝土机械为核心	15
图 32: 2016-2019 年, 公司汽车起重机市场占有率逐年提升	15
图 33: 2022 年公司起重机营收略低于徐工机械, 高于三一重工	15
图 34: 2016-2020 年公司混凝土机械收入 CAGR41%, 2022 年筑底	16
图 35: 公司混凝土机械行业地位稳固, 位于行业第一梯队。	16
图 36: 公司起重机械毛利率高于三一重工、徐工机械	16
图 37: 公司混凝土机械毛利率略低于三一重工, 明显高于徐工机械	16
图 38: 2020-2022 年公司土方机械收入快速增长, 增速行业领先	17
图 39: 2020-2022 年公司土方机械毛利率稳步向上	17
图 40: 2020-2022 年公司高空作业机械收入增速领先同行	17
图 41: 2020-2022 年公司高空作业机械收入相对市占率快速提升	17
图 42: 2018-2021 年农机板块营收整体上行, 2022 年短期承压	18

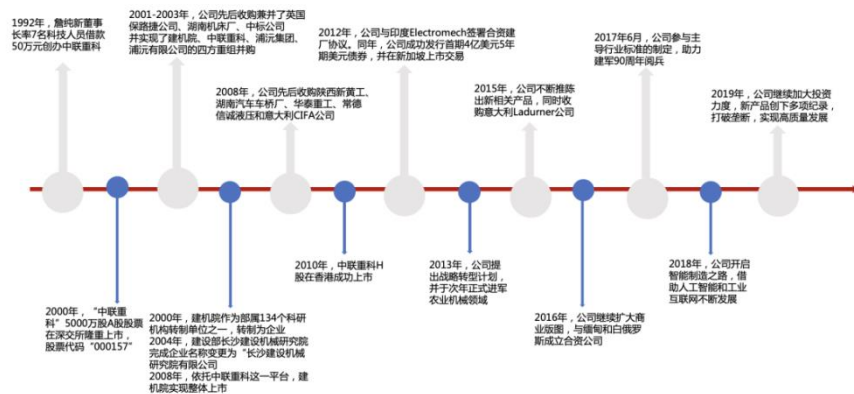
图 43: 未来农机板块盈利能力上升空间较大.....	18
图 44: 公司 2021 年在全球工程机械企业排名中, 位居第 7 位.....	18
图 45: 公司 2022 年在全球工程机械企业排名中, 位居第 12 位.....	18
图 46: 2022 年公司国外收入增速达 72.6%, 反超其他厂商.....	19
图 47: 2022 年公司海外收入占比约 24%, 仍有较大提升空间.....	19
图 48: 200 多台中联重科高端装备劈波斩浪奔赴土耳其.....	19
图 49: 中联重科混凝土搅拌车远销越南.....	19
图 50: 智慧产业城土方机械园智能工厂.....	20
图 51: 全球最大塔机智能工厂黑灯产线.....	20
图 52: 公司积极搭建技术创新平台, 协同共享促发展.....	20
表 1: 公司业务拆分表.....	22
表 2: 可比公司估值及归母净利润.....	23
表附录: 三大报表预测值.....	24

1 内生外延、改制创新释放活力，盈利能力行业领先

1.1 业内首家 A+H 股上市公司，内生外延成为行业领军企业

中联重科成立于1992年，主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备的研发制造，主导产品覆盖18大类别、106个产品系列，660个品种。2000年公司于深交所上市，2010年公司H股成功在香港上市，成为业内首家A+H股上市公司。目前，公司已覆盖全球100多个国家和地区，在“一带一路”沿线均有市场布局。产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯以及欧美、澳大利亚等高端市场。公司在东亚、东南亚、欧洲等全球多个国家建有分子公司，在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园，在土耳其、沙特拟新建工厂，并在全球设立50多个常驻机构。以阿联酋、巴西为中心，正逐步建立全球物流网络和零配件供应体系。

图1：经过三十年的发展，公司成为工程机械行业领军企业

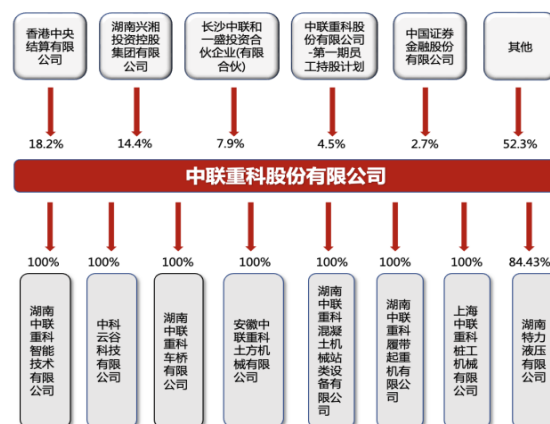


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.2 整体上市，混合所有制改革的成功典范

公司的单一第一大股东是湖南兴湘投资控股集团有限公司，持有公司14.44%的股份。公司经建机院改制并进行混合所有制改革，取得了经济和社会双重效益。公司在创始人兼董事长詹纯新的带领下，始终坚持“表里如一，品质卓越”的理念，为社会、客户、员工和股东等利益相关方创造最大价值，实现和谐共赢。

图2：公司为混合所有制企业，单一第一大股东湖南兴湘投资控股集团有限公司持股超过14%

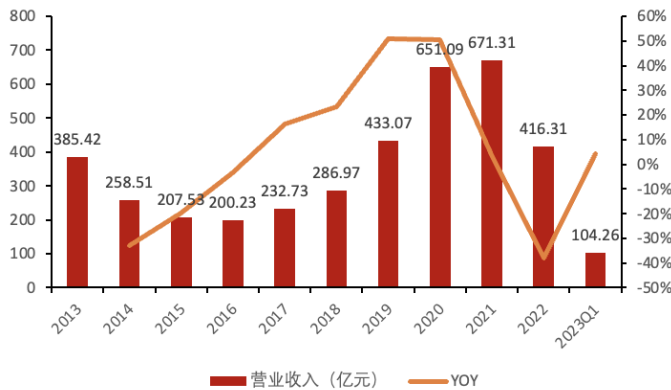


资料来源：Wind、浙商证券研究所、截止2022年年报

1.3 2017-2021 年归母净利润 CAGR47.3%，2023 年有望筑底向上

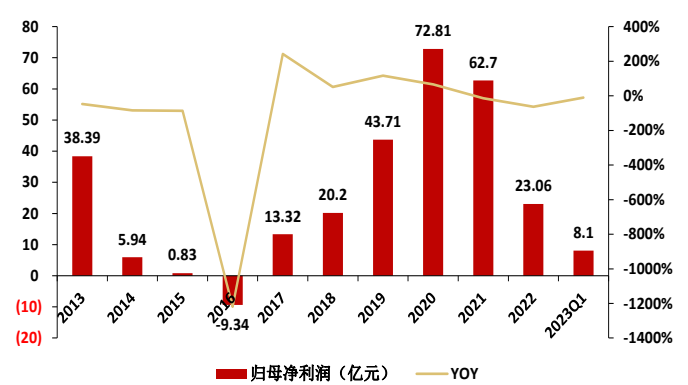
2022 年全年，公司实现收入 416.31 亿元，同比下降 38%，归母净利润 23.06 亿，同比下降 63.22%。受到工程机械行业进入低谷期以及局部疫情反复的影响，2022 年公司营收和净利润同比均有所下滑。2023 年第一季度，公司营收为 104.26 亿元，同比增长 4.13%；归母净利润为 8.10 亿元，同比下降 10.63%。伴随更新需求逐渐上行，下游行业的逐步恢复，尤其基建投资不断发力，工程机械行业需求有望回升，利好公司未来业绩增长。

图3：2023Q1 营收 104.26 亿，同比转正



资料来源：wind、浙商证券研究所

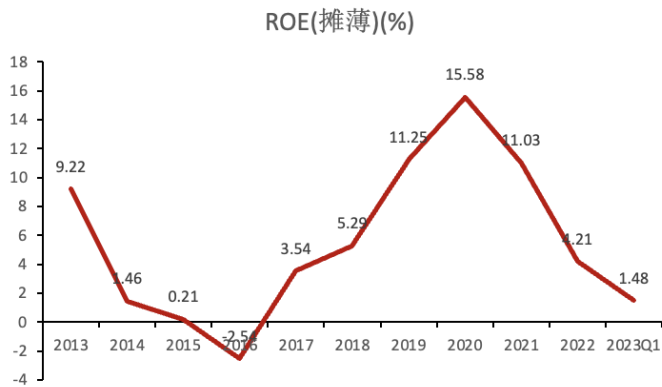
图4：2023Q1 归母净利润 8.10 亿，下滑幅度收窄



资料来源：wind、浙商证券研究所

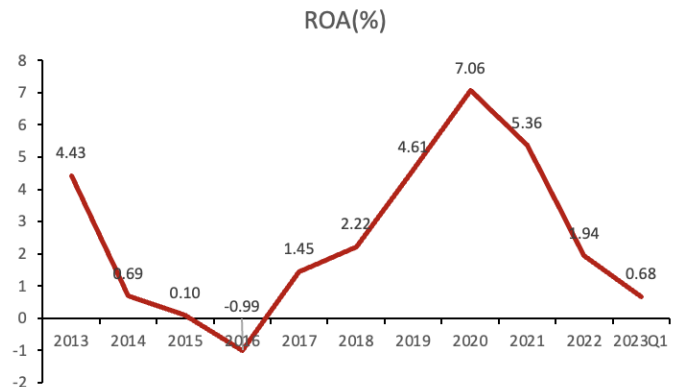
公司 ROA、ROE 下降幅度明显。2020 年两项指标均达到峰值，分别为 15.58% 和 7.06%，随后出现较大下滑，2023 年第一季度，公司 ROE 为 1.48%，ROA 为 0.68%，未来有望筑底回升。

图5：2020 年公司 ROE15.58%，为本轮周期峰值



资料来源：wind、浙商证券研究所

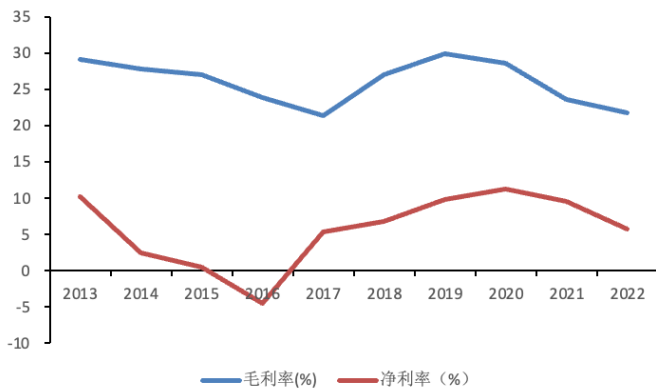
图6：2020 年公司 ROA7.06%，变化趋势和 ROE 相同



资料来源：wind、浙商证券研究所

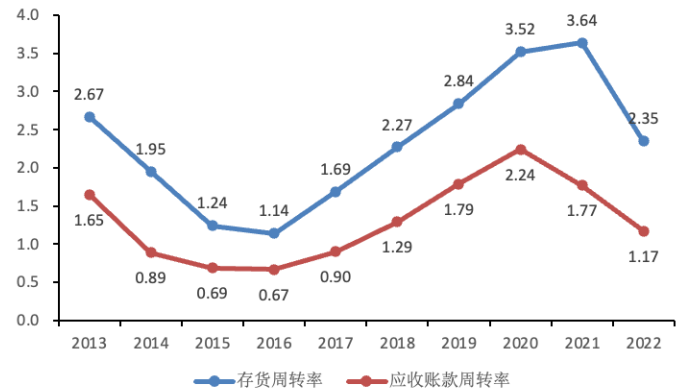
盈利能力方面，由于行业需求不足，叠加疫情影响，2022 年公司销售毛利率和净利率分别为 21.83% 和 5.73%，同比均有所降低。2022 年，公司的存货周转率和应收账款周转率也同比降低，较 2021 年分别下降 1.29 和 0.6 次。

图7：受行业影响，2022年公司毛利率、净利率均有所回落



资料来源：wind、浙商证券研究所

图8：2022年，存货周转率和应收账款周转率短期承压

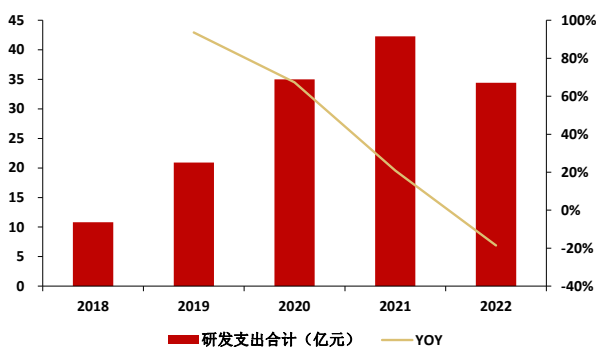


资料来源：wind、浙商证券研究所

1.4 公司研发投入维持高位，壮大研发团队，加大人才引进力度

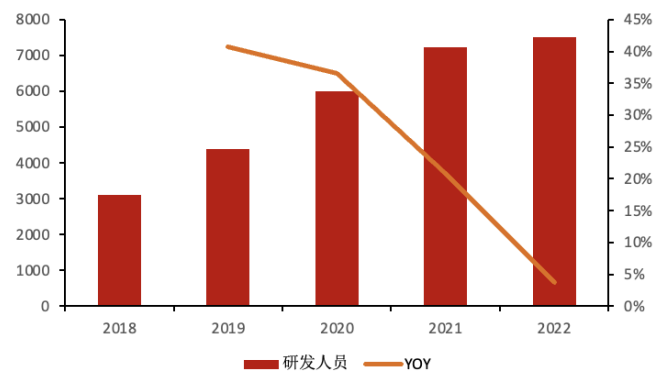
自2018年来，公司的研发人员数量不断增加，从2018年的3119人，占比20.6%，增加到2022年7511人，占全体员工30%。研发总支出方面，2018-2021年间，公司保持高速增长，2022年有所下降，为34.44亿元。2022年中联重科维持10年以上的高质量发明专利数量进入全国企业100强榜单，是工程机械唯一一家入选企业，公司在“三化”技术方面共申请专利1017件，其中绿色化技术专利465件，数字化技术专利115件，智能化技术专利437件。公司主导在研国际标准5项，国家标准16项，行业标准13项，发布国家标准5项；在绿色产品、绿色工厂、工地数据交换等领域立项发布国家、行业及团体标准11项，主导制定的国家级绿色产品评价标准数行业第一。

图9：2022年研发支出合计34.44亿元，同比下滑18.58%



资料来源：wind、浙商证券研究所

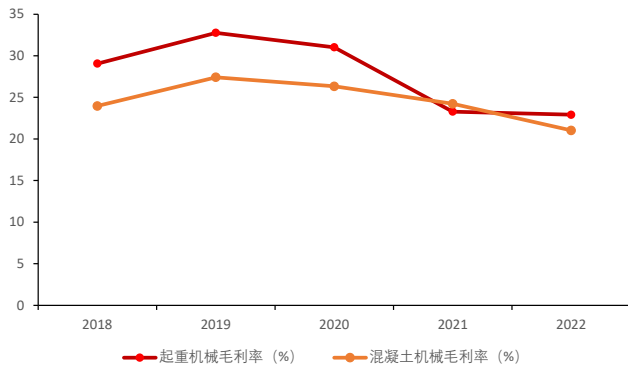
图10：2022年研发人员数量7511名，同比增加3.71%



资料来源：wind、浙商证券研究所

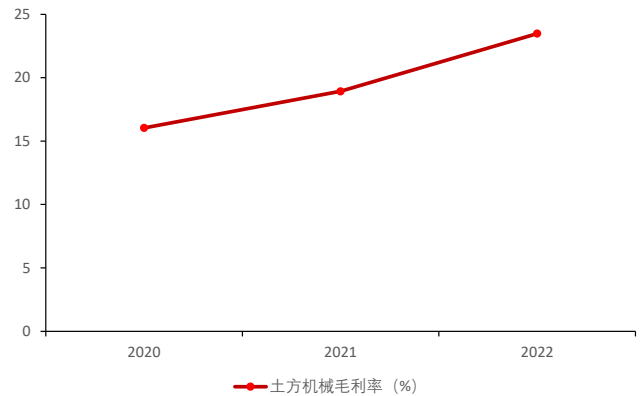
2019年以来受原材料价格、行业需求不足及竞争激烈的影响，主要产品毛利率呈下降趋势。2022年公司综合毛利率为21.8%，其中两大主营业务起重机业务、混凝土机械的毛利率分别为22.9%和21%，同比下降0.4pct和3.2pct；而土方机械随着产品放量，中大吨位结构优化，毛利率逐渐上行，2022年毛利率为23.5%，同比增加4.5pct。未来随着行业需求逐渐回暖以及原材料价格逐步下跌，未来公司盈利能力有望逐步企稳回升。

图11：2022年起重机械和混凝土机械的毛利率略有下降



资料来源：wind、浙商证券研究所

图12：土方机械毛利率逐步上行，2022年23.5%，同比+4.5pct



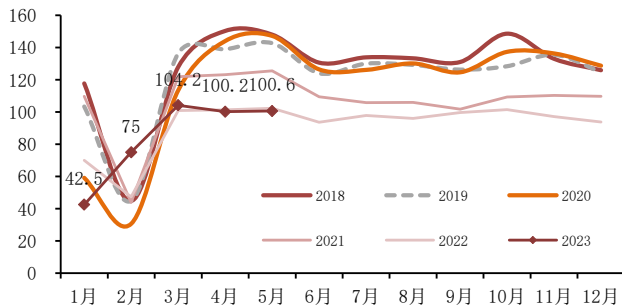
资料来源：wind、浙商证券研究所

2 行业：2023年行业筑底向上，海外市场高景气有望持续

2.1 房地产边际改善、基建逆周期调节作用显现、国内需求边际有望改善

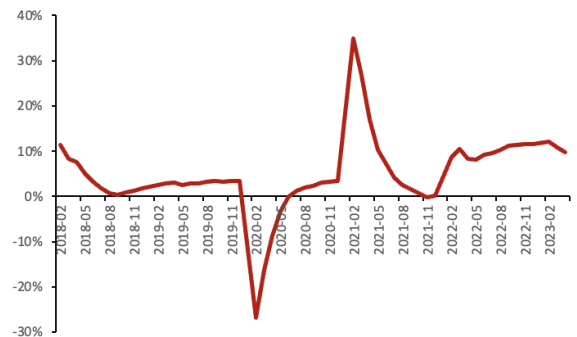
2023年4月全国基础设施建设投资累计同比上升9.8%，2023年基建投资有望继续保持高位，实物工作量加快形成，拉动效应有望逐渐释放。2023年5月小松开工小时数100.6，同比下滑1.7%。随着未来项目开工提速，开工率及开工小时数有望上行。

图13：2023年5月小松开工小时数100.6小时，同比下滑1.7%



资料来源：wind、浙商证券研究所

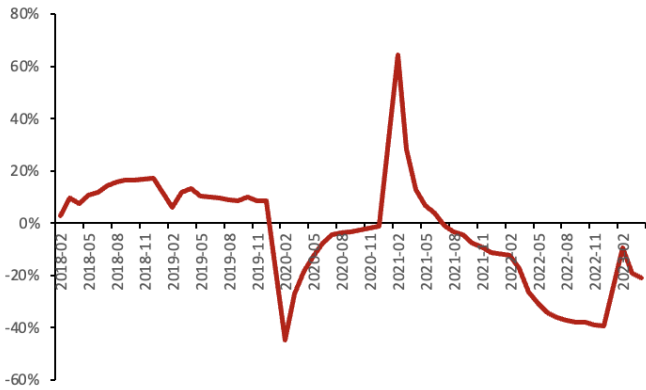
图14：2023年4月基建投资额累计同比上升9.8%



资料来源：wind、浙商证券研究所

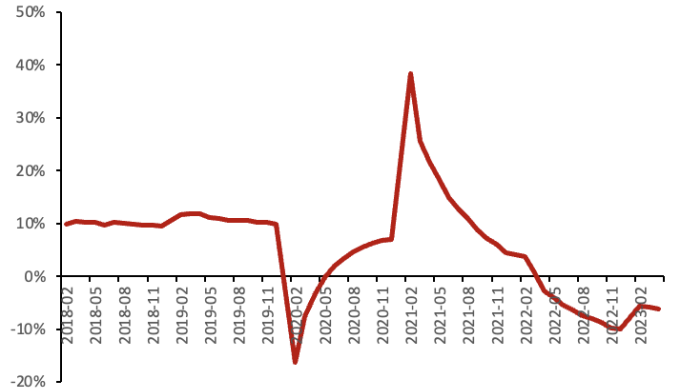
2023年4月我国房屋新开工面积累计同比下滑21.2%，下滑幅度有所扩大；房地产开发投资完成额累计同比下滑6.2%，跌幅略有扩大，随着稳经济、稳增长预期增强，房地产支持力度有望逐渐加大，房地产需求边际有望改善。

图15：2023年4月房屋新开工面积累计同比下滑21.2%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图16：2023年4月房地产开发投资额累计同比下滑6.2%



资料来源：wind、浙商证券研究所

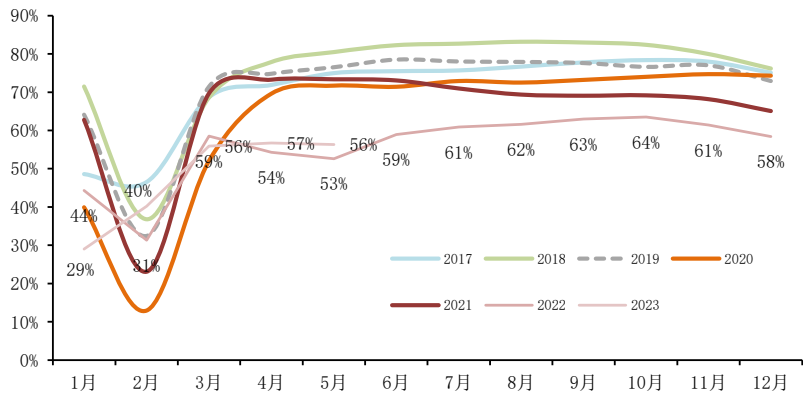
2023年5月鹿源吨米利用率56.3%，同比提升3.7pct，环比下降0.4pct，同比有所修复。鹿源指数（新单）持续下行，截止2023年6月9日，下探到514点。随着房地产需求边际改善，鹿源吨米利用率有望持续修复，鹿源指数有望企稳。

图17：截止2023年6月9日，鹿源指数（新单）持续下探至514点，未来有望企稳



资料来源：鹿源租赁官网、浙商证券研究所

图18：2023年5月鹿源吨米利用率56.3%，同比提升3.7pct，环比下降0.4pct，同比有所修复



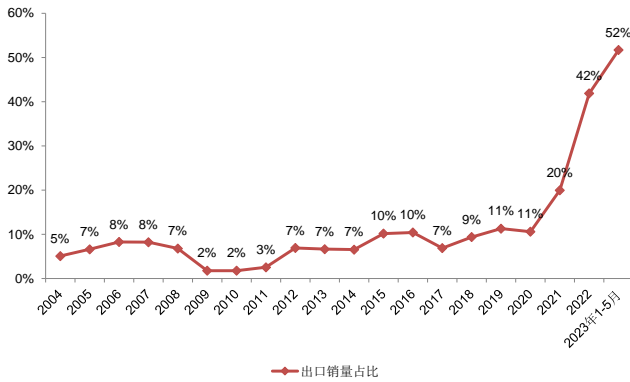
资料来源：鹿源租赁官网、浙商证券研究所

2.2 海外市场有望持续高景气，出口占比维持较高水平

工程机械全球化进入高速期，海外需求持续高增，出口占比提升，周期平滑作用凸显。据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2023年1-5月，共销售挖掘机93052台，同比下降23.9%，出口销量占比持续上行，达到约52%。

汽车起重机需求边际向好，出口销量占比维持较高水平。根据中国工程机械工业协会的数据，2022年汽车起重机销量同比下滑47.2%。2023年4月汽车起重机销量增长15%，1-4月累计销量下滑3%，修复趋势明显，4月出口销量比例27%，维持较高水平。

图19：2023年5月挖机行业累计出口销量占比约52%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图20：2023年4月汽车起重机出口销量占比总体维持较高水平



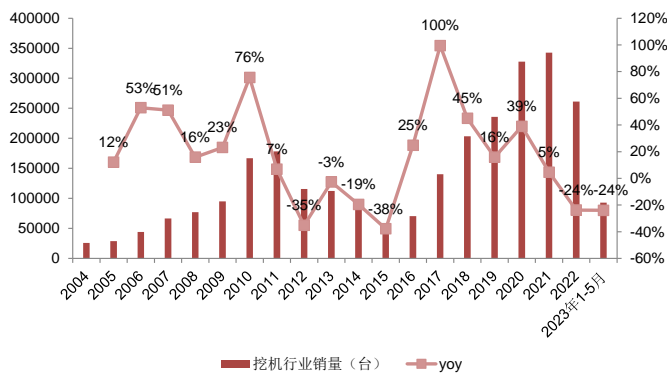
资料来源：wind、浙商证券研究所

2.3 2023年工程机械行业筑底向上，边际需求有望持续改善

2.3.1 2023年挖掘机销量有望触底

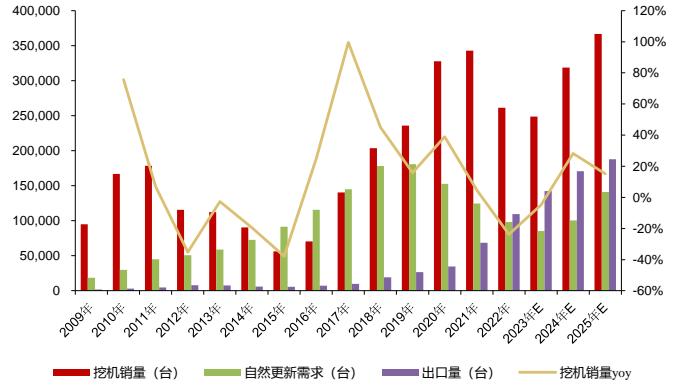
2023年5月销售各类挖掘机16809台，同比下降18.5%，其中国内6592台，同比下降45.9%；出口10217台，同比增长21%，增幅较4月提升12.1pct，出口占比继1月以后，再次突破60%。1-5月，共销售挖掘机93052台，同比下降23.9%；其中国内44933台，同比下降43.9%；出口48119台，同比增长13.9%。

图21：2023年1-5月挖机销量93052台，同比下滑23.9%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图22：2023-2025年挖掘机行业销量有望筑底上行



资料来源：wind、浙商证券研究所

假设：（1）按挖机10年寿命计算国内保有量，当年国内保有量为前10年需求量之和；设备从第6年更新，第6-10年更新比例分别为10%、20%、40%、20%和10%。（2）

2023-2025 年房地产新开工面积增速分别为-15%、-10%、-8%，采矿业投资分别为-5%、-4%、-4%，出口销量增速为 30%、20%、10%，国三机型在未来 5 年集中更新，每年新增 3 万台更新需求。（3）根据 2023 年 1-5 月国内挖机行业销量修正国内全年挖机销量，2024 年-2025 年做平滑修正。

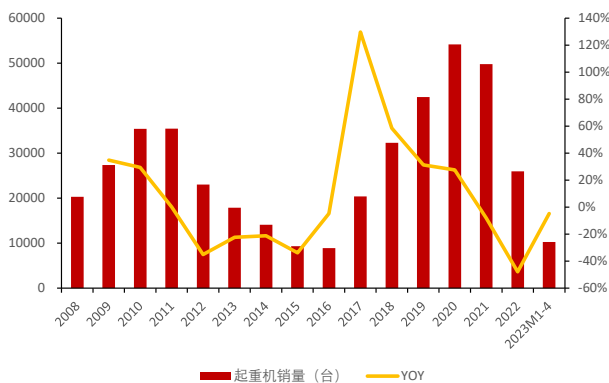
据我们的测算，2023 年-2025 年挖机销量分别为 248614、318539 台、366650 台，增速分别为-5%、28%、15%，2022 年-2025 年 CAGR11.9%。2023 年-2025 年国内更新需求占比分别为 91%、76%、76%，出口占比分别为 57%、54%、51%

2.3.2 2023 年汽车起重机销量有望触底

汽车起重机销量通常占到全部工程起重机销量的大约 70%，其景气度往往反映整个工程起重机的市场情况，因此汽车起重机通常能够反映整个工程起重机市场的需求。汽车起重机与挖掘机销量变化较同步，2011 年为上轮景气高点、2016 年为上轮低点，2020 年为本轮景气高点。

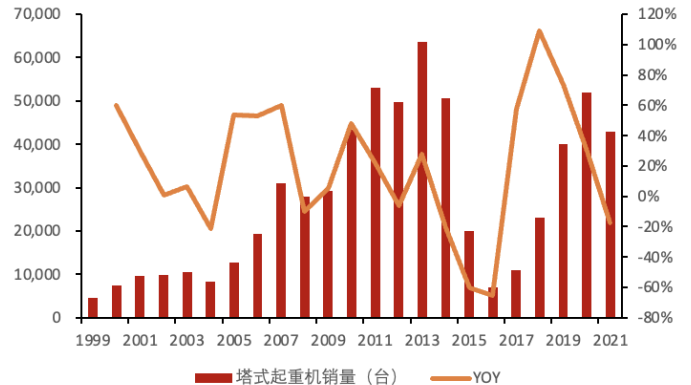
塔式起重机受地产开工低迷影响，销量下滑。2013 年塔式起重机迎来周期顶点，销量超过 60000 台，随后在受房地产需求下降的影响下，塔机销量开始下滑，2016 年销量仅有 7000 台。2017 年开始，工程机械行业整体逐步复苏，同年塔机销量也开始回升。经历了连续四年的销量回升，2020 年销量达到 52000 台。

图23：2023 年 4 月汽车起重机累计销量增速修复明显



资料来源：wind、浙商证券研究所

图24：塔式起重机 2020 年销量约 52000 台，达到本轮周期高点

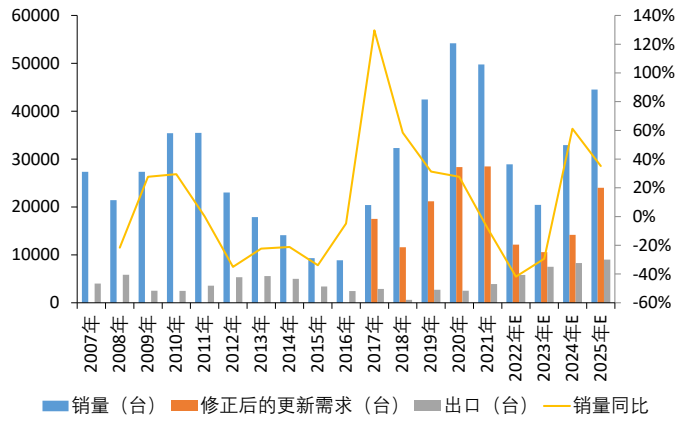


资料来源：wind、浙商证券研究所测算

假设：（1）2023-2025 年进口起重机台量忽略不计，出口增速分别为 38%，9%，8%。（2）起重机保有量与挖掘机保有量线性关系显著，2023-2025 年起重机 10 年保有量为 30.1 万台、30.9 万台、32.0 万台。（3）由于销量统计并未完全反映当年全部销量，当年理论需求量=（当年销量+当年进口-当年出口）*1.25。（4）10 年寿命。设备从第 6 年更新，第 6-10 年更新比例分别为 10%、20%、40%、20%和 10%

我们预计 2023-2025 年起重机销量为 18031 台、30834 台、43612 台，同比-30%、71%、41%。2023 年销量见底。2023 年更新需求占比 58%，处于历史较高水平；出口需求占比 42%，处于历史高位。

图25：2023-2025 年汽车起重机行业销量有望筑底上行

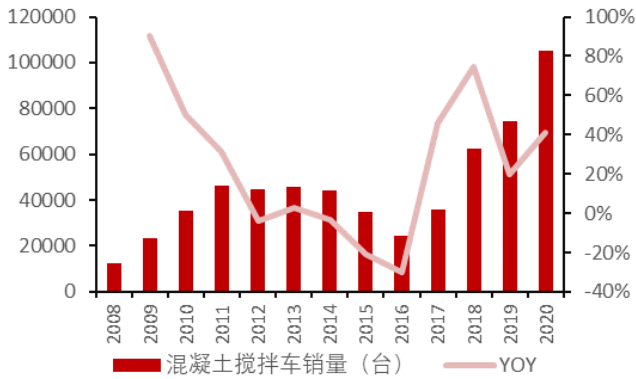


资料来源：wind、浙商证券研究所测算

2.3.3 2023 年混凝土泵车销量有望上行

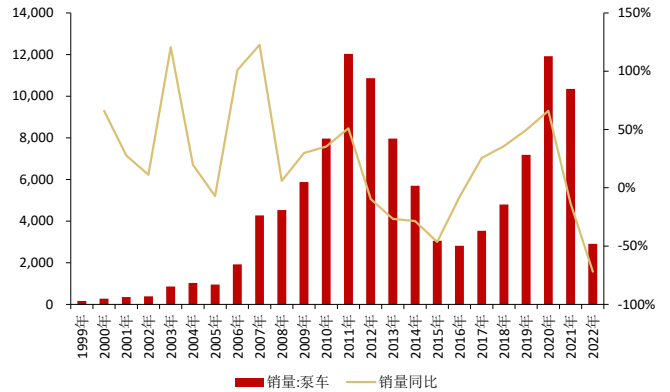
泵车、搅拌车与挖掘机景气度较同步，泵车经过 2011-2016 年回调后，2016-2020 年处于上升期，2021 年开始再度回调，2022 年下滑幅度达 72%，逐渐见底。

图26：2020 年混凝土搅拌车销量为 10.52 万台，同比增长 41%



资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所

图27：2022 年混凝土泵车销量为 1.04 万台，同比下降 13%

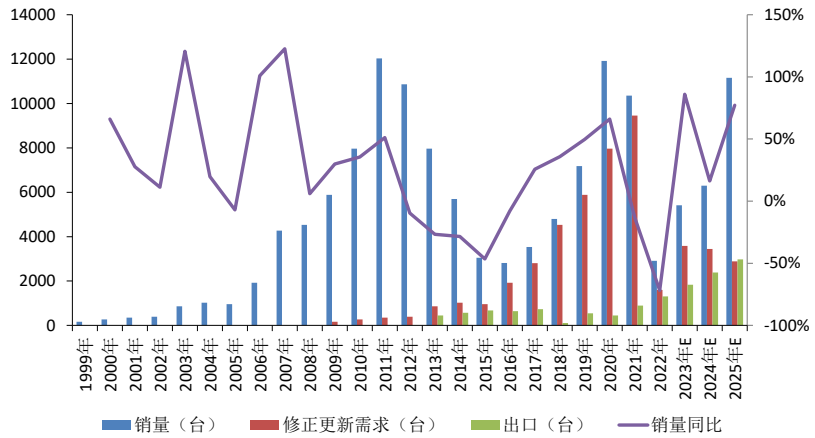


资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所

假设：（1）2023-2025 年进口泵车台量忽略不计，出口增速分别为 40%、30%、25%，房屋施工面积增速分别为 0%、2.5%、8%。（2）泵车销量与房屋施工面积高度相关，存在线性关系，2023-2025 年泵车保有量 5.21 万台、5.26 万台、5.79 万台。（3）设备从 8-12 年开始更新，更新比例分别为 10%、20%、40%、20%和 10%

我们预计 2023-2025 年泵车销量为 5414 台、6298 台、11158 台、同比 86%、16%、77%。2022 年销量见底。2023 年更新需求占比 66%，出口需求 34%，均处于历史较高水平、保有量出现萎缩，无新增需求。

图28：2023-2025 年混凝土泵车行业销量有望逐渐上行



资料来源：wind、浙商证券研究所测算

3 公司：核心产品市场地位再夯实，多元化、国际化持续拓展

公司是工程机械、农业机械行业龙头，打造多位一体高端装备制造企业。经过 20 多年的创新发展，中联重科逐步成长为一家全球化企业。目前，公司积极推进战略转型，打造集工程机械、农业机械和金融服务多位一体的高端装备制造企业。从产品看，工程机械包括混凝土机械、起重机械、土石方施工机械、桩工机械、高空作业机械、消防应急机械、矿山机械和叉车等，主要为基础设施及房地产建设服务；农业机械包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机具等，主要为农业生产提供育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程服务。

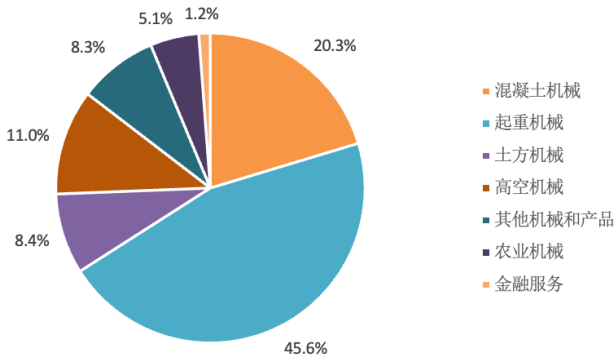
图29：公司产品种类丰富，覆盖多个领域



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

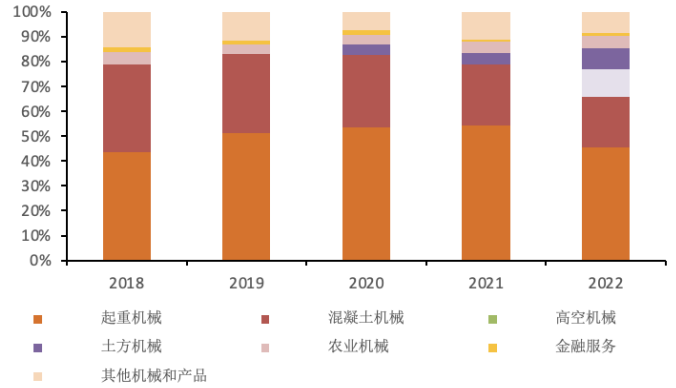
起重机械和混凝土机械为公司核心产品，新兴板块包括高空作业机械、土方机械等。公司主要业务包括混凝土机械、起重机械、土方机械、其他机械和产品、农业机械、金融服务。2018 年，起重机械和混凝土机械两个板块的营收占比达到了 79%，2020 年上升至 83%，随后又在 2022 年降至 66%，起重机械依然是公司主要营收来源，2022 年营收达到 189.8 亿元，占总营收的 45.6%；混凝土机械营收占比排名第二，全年实现收入 84.6 亿元，占 20.3%。新兴板块中，高空机械、土方机械分别营收 46 亿元和 35 亿元，两者营收合计占比接近 20%。

图30：2022年起重机械和混凝土机械占总营收比重的66%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图31：2018-2022年业务营收占比：起重、混凝土机械为核心



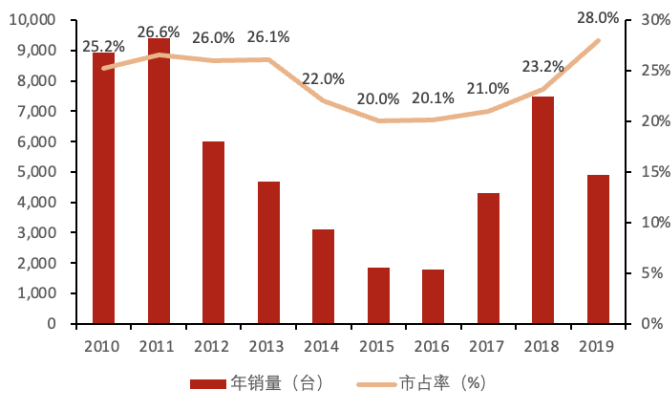
资料来源：wind、浙商证券研究所

3.1 起重机械、混凝土机械市场竞争力加强，行业地位再夯实

核心产品市场地位持续巩固。混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额仍稳居行业第一，搅拌车市场份额提升至行业第二。工程起重机械市场份额保持行业领先，200吨及以上全地面起重机械销量位居行业第一，全球最大吨位全地面起重 ZAT24000H 实现批量交付。建筑起重机械销售规模稳居全球第一，加速产品迭代升级，推出 R 代塔机，实现“全域安全、30 年寿命、远程管理”三大核心技术突破，确立世界塔机技术标杆。同时，公司还升级推出 LW2460-200 风电塔机，再次刷新世界纪录。

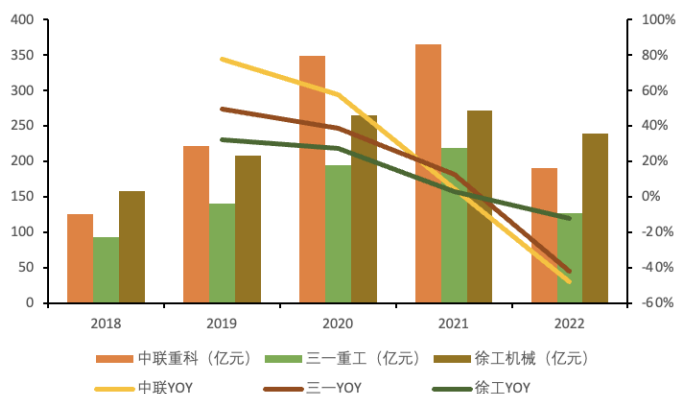
起重机械市场份额稳中有升。2019 年公司起重机械占国内市场 28% 左右，稳居第一梯队。自 2018 年起，公司该板块的营收也在行业中独占鳌头，2020 和 2021 两年更是远超过徐工机械和三一重工，位居第一。2022 年，在整个工程机械行业需求下行的背景下，公司起重机械板块营收降幅明显，为 190 亿，同比下滑 48%，未来有望逐步筑底回升。

图32：2016-2019年，公司汽车起重机市场占有率逐年提升



资料来源：wind、浙商证券研究所

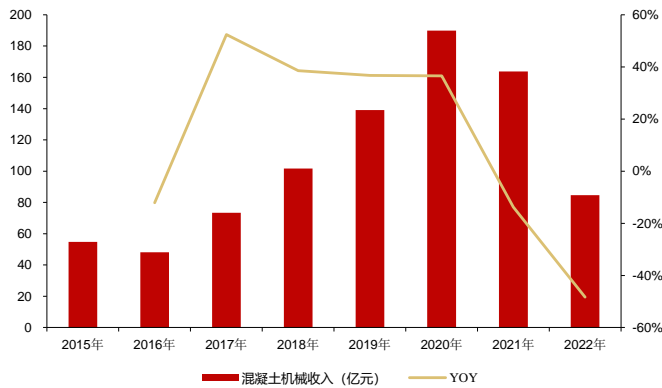
图33：2022年公司起重机械营收略低于徐工机械，高于三一重工



资料来源：wind、浙商证券研究所

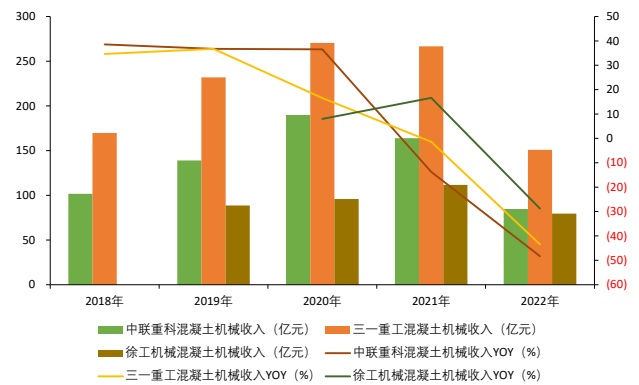
混凝土机械市场地位稳固，位于行业第一梯队。2016-2020 年行业景气上行，公司混凝土机械收入 CAGR 达 41%，2021-2022 年下行筑底。与竞争对手相比，公司混凝土机械市场地位稳固，位于行业第一梯队，仅次于三一重工。

图34：2016-2020 公司混凝土机械收入 CAGR41%，2022 年筑底



资料来源：wind、浙商证券研究所

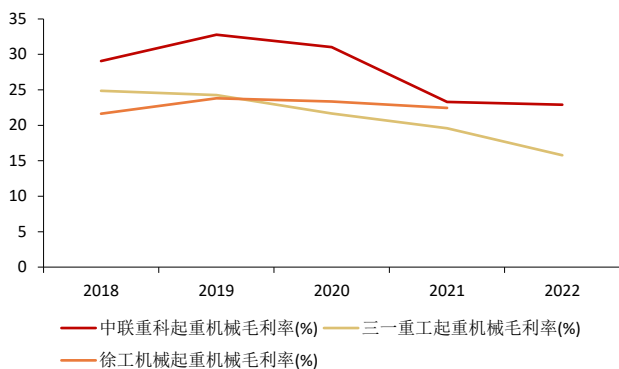
图35：公司混凝土机械行业地位稳固，位于行业第一梯队。



资料来源：wind、浙商证券研究所

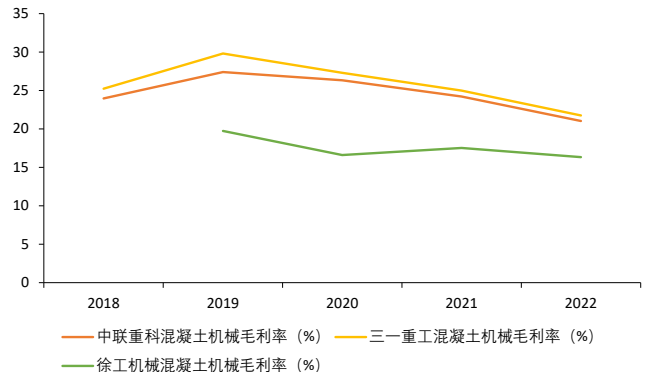
2018年以来，公司起重机械板块毛利率始终高于三一重工和徐工机械，2022年该业务板块毛利率为22.9%，同比下降0.38pct，表现相对平稳。混凝土机械方面，公司毛利率明显高于徐工机械，略低于三一重工，但两者的差距从2019年的2.4pct，逐渐缩小至2022年的0.7pct。未来随着公司的新产品不断投入市场，以及海外欧美增量市场带来的高端产品销售额，毛利率有望进一步提升。

图36：公司起重机械毛利率高于三一重工、徐工机械



资料来源：wind、浙商证券研究所

图37：公司混凝土机械毛利率略低于三一重工，明显高于徐工机械



资料来源：wind、浙商证券研究所

参与行业标准制定，成为行业品质标杆。公司主导制定的国际标准 ISO19720-1：2017《建筑施工机械与设备混凝土及灰浆制备机械与设备第1部分：术语和商业规格》于2017年6月正式发布，成为全球工程机械行业首个由中国企业主导并正式出版发行的国际标准；国际标准 ISO10245-3：2019《起重机-限制器和指示器-第3部分：塔式起重机》于2019年3月正式发布，成为起重机领域第一个由中国主导完成修订的国际标准；国际标准 ISO21573-2：2020《建筑施工机械与设备混凝土泵第2部分：技术参数的测试方法》于2020年12月底正式发布，成为混凝土泵送机械领域第一个由中国主导完成修订的国际标准；2021年公司主导修订的国际标准 ISO12480-1《起重机安全使用第1部分：总则》已成功进入委员会阶段。

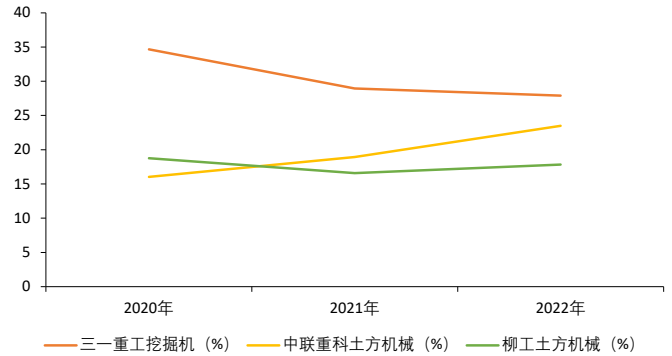
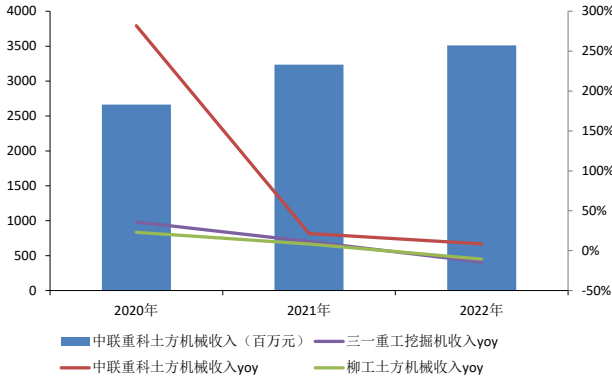
3.2 土方机械、高空作业平台快速放量，多元化持续拓展

公司在以挖机为代表的土方机械领域，形成“渭南+长沙”双制造基地布局，长沙挖掘机智能制造示范工厂实现全线投产，中大吨位挖掘机产品可靠性、智能技术实现全面升级，整体市场份额持续提升，经营质量持续向好。国内中大挖销量进入行业前列。公司营

收和毛利率自 2020 年来，连续三年实现增长，2022 年营收达到 35.12 亿，同比增长 8.5%，毛利率达到 23.48%，同比提升 4.55pct。

图38：2020-2022 年公司土方机械收入快速增长，增速行业领先

图39：2020-2022 年公司土方机械毛利率稳步向上



资料来源：wind、公司公告、浙商证券研究所

资料来源：wind、浙商证券研究所

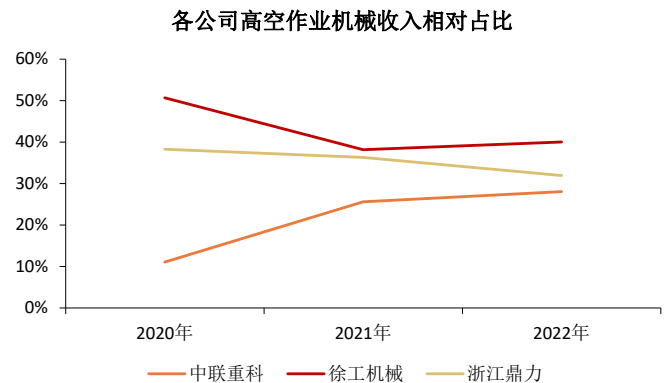
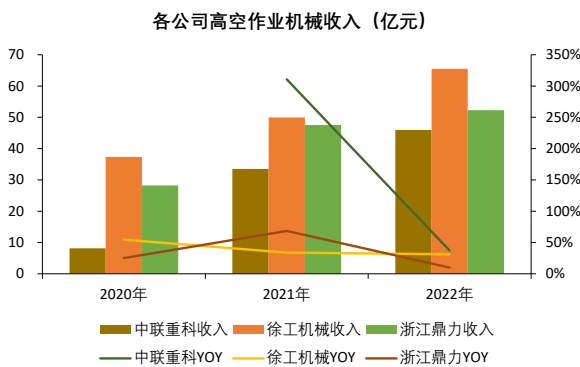
高空作业机械方面，公司成为国内型号最全的高空设备厂商，国内销量行业领先，已拥有剪叉、曲臂、直臂、蜘蛛车等 80 余款产品，实现 4-68 米全覆盖，ZT68J 作业高度为全球行业之首。在加快常规机型的产品升级换代的同时，加速全新品类产品开发，车载式高空作业平台、蜘蛛作业车实现小批量产，伸缩臂叉装车、高空作业机器人等新产品研制下线。市场表现和客户口碑持续提升。

2022 年公司加快研发步伐，完成基于锂电池动力的新能源高空作业平台的多项技术研究，搭载至系列高空作业平台产品上；完成自动化智能生产线的建立，实现新能源智能网联高空作业平台产品的产业化。2022 年，高空作业机械实现收入 46 亿元，同比增长 37.15%。在 2022 年全球高空作业平台制造企业 10 强中，位列第七，较 2021 年前进两位，实现突破。

与国内厂商徐工机械、浙江鼎力相比，2020-2022 年期间，公司高空作业机械收入增速最快，相对市占率快速提升。未来随着行业的持续成长，叠加中联高机分拆上市，公司高空作业机械业务有望快速做大做强。

图40：2020-2022 年公司高空作业机械收入增速领先同行

图41：2020-2022 年公司高空作业机械收入相对市占率快速提升



资料来源：wind、浙商证券研究所

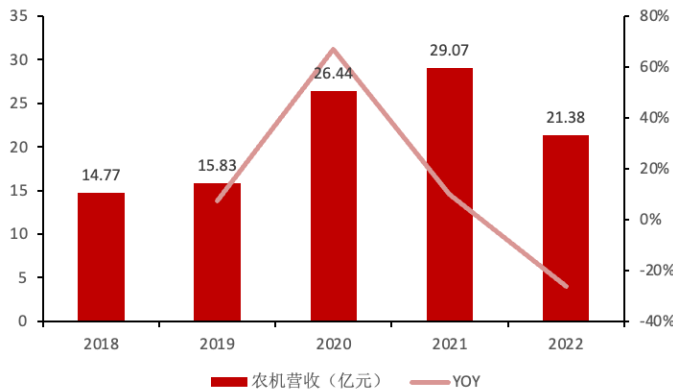
资料来源：wind、浙商证券研究所

3.3 农业机械化趋势向上，政策红利持续释放，支撑农机业务长期向上

近年来我国农业持续发展，2022年农林牧渔业GDP达9.26万亿元，比去年同期增加4.3%。农机与农业发展紧密相关，世界主要发达国家于二十世纪六十、七十年代基本实现了农业机械化。

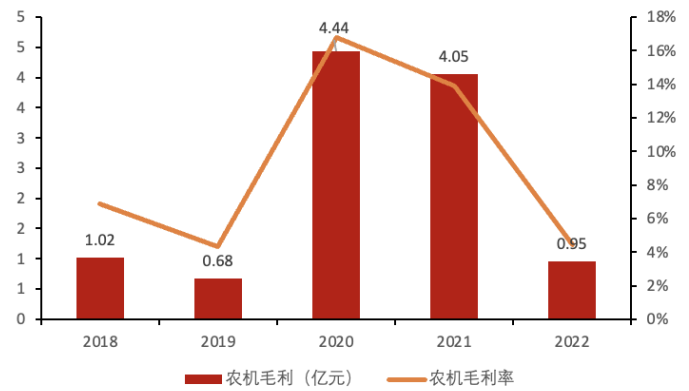
公司农机板块营收自2018年来呈上升趋势，在2021年达到29亿元，2022年出现下滑，同比降低26.5pct。毛利率的变化趋势和营收相似，同样在2022年到达低点。随着未来我国农业生产集约化、机械化持续发展，国家政策支持力度有望加强，公司农业机械板块将逐渐走向高端化、智能化，产品不断迭代升级，支撑农机业务长期向上。

图42：2018-2021年农机板块营收整体上行，2022年短期承压



资料来源：wind、浙商证券研究所

图43：未来农机板块盈利能力上升空间较大

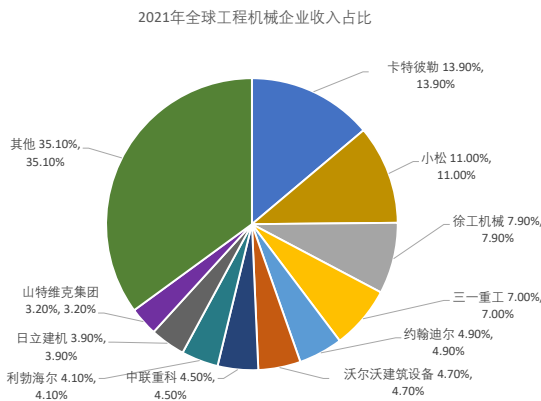


资料来源：wind、浙商证券研究所

3.4 海外市场持续布局，未来将在全球市场上展开角逐

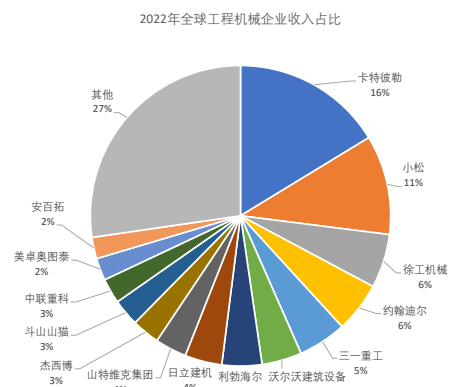
公司2021年在全球工程机械企业排名中，位居第7位，2022年由于国内周期下行，需求不足，疫情影响，叠加公司国内市场占比较高，公司业绩短期承压，2022年在全球工程机械企业排名中，下降至第12位。随着公司海外扩张步伐加快，挖掘机、高空作业机械等品类快速上行，产品不断丰富完善，未来公司全球竞争力有望逐渐提升。

图44：公司2021年在全球工程机械企业排名中，位居第7位



资料来源：KHL、浙商证券研究所

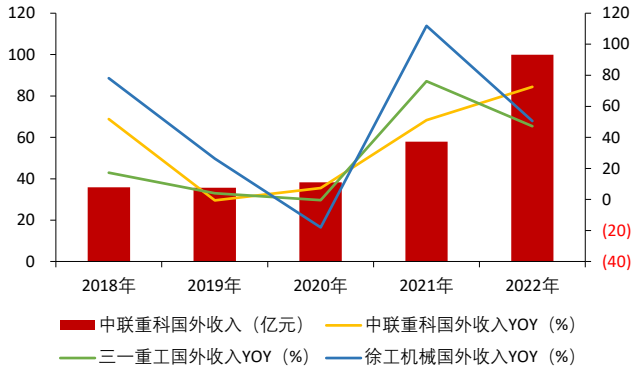
图45：公司2022年在全球工程机械企业排名中，位居第12位



资料来源：KHL、浙商证券研究所

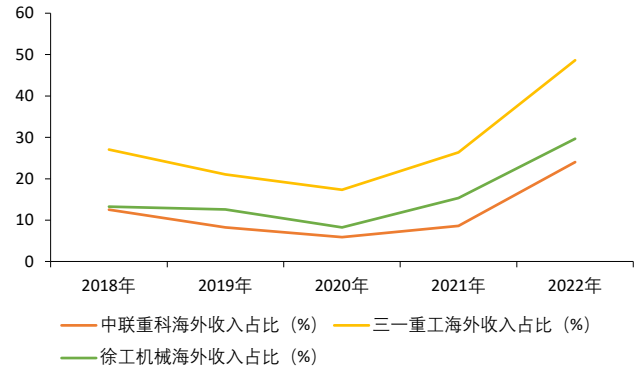
2020-2022年随着公司海外战略逐步实施，公司国外收入快速提升，年复合增长率达61.5%，2022年国外收入创新高，达100亿元，同比增长72.6%，增速领先于三一重工、徐工机械。2022年公司海外收入占比约24%，未来仍有较大提升空间。

图46：2022年公司国外收入增速达72.6%，反超其他厂商



资料来源：KHL、浙商证券研究所

图47：2022年公司海外收入占比约24%，仍有较大提升空间



资料来源：KHL、浙商证券研究所

2022年工程机械产品海外市场持续突破创新高。公司海外收入同比增长72.60%，出口收入每季度呈现爬坡式快速增长，重点产品与市场实现有效突破。印尼、印度、阿联酋、沙特、土耳其等重点国家本地化发展战略成效显著，销售业绩同比增长超过100%。工程起重机械出口收入规模超过30亿元，ZAT8000H全地面起重机批量交付，是我国出口海外最大吨位的全地面起重机。高空作业机械产品销售至海外80余个国家和地区，成功打入欧美高端市场，加拿大、墨西哥、巴西、波兰等国实现中国品牌市占率第一。

公司用“地球村”思维和“本地化”理念加速海外业务的模式变革，端对端深耕全球市场，数字化赋能业务模式，战略布局持续完善，出口收入逐季呈现爬坡式快速增长，重点产品与市场实现突破。2023年一季度，中联重科海外收入同比大幅增长123%。

图48：200多台中联重科高端装备劈波斩浪奔赴土耳其



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图49：中联重科混凝土搅拌车远销越南



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

3.5 智能化、数字化、绿色化协同发展，打造业内多项标杆项目与工程

2022年公司在智能化、数字化、绿色化的经营理念下，硕果累累，打造的多项业内标杆项目与工程，持续推进公司转型升级。

(1) 国家智能制造试点的“挖掘机械智能制造示范工厂”实现全线投产，包括4条无人化“黑灯”产线，是全球唯一实现全流程挖掘机械智能制造的生产基地，其中大型柔性智能备料车间入选“2022中国智能制造十大科技进展”；

(2) 行业领先的高空作业机械智能工厂实现臂式装配线等9条智能产线建成投产，筑牢行业第一梯队的产业基础；

(3) 行业领先的混凝土泵送机械智能工厂实现泵车整机装配线等4条智能产线建成；

- (4) 全球领先的中联智慧产业城高强钢备料中心、薄板件中心产线进入安装调试；
- (5) 工程起重机械、基础施工机械、农业机械、工程车桥、中高端液压油缸等主机及零部件智能制造工厂产线建设正有序推进。
- (6) 公司深度融合人工智能、智能制造技术、智能装备，打造智能化、柔性化、绿色化的智能产线；
- (7) 融合智能控制算法与数字化系统，构建高效、协同的业务链条。
- (8) 持续推进 150 余项行业领先的全流程成套智能制造技术应用研究，实现 113 项技术在智能产线成功搭载，其中 52 项为行业首创，加速赋能生产制造智能化升级，推动公司引领智能制造行业发展。

图50：智慧产业城土方机械园智能工厂



资料来源：中联重科公众号、浙商证券研究所

图51：全球最大塔机智能工厂黑灯产线

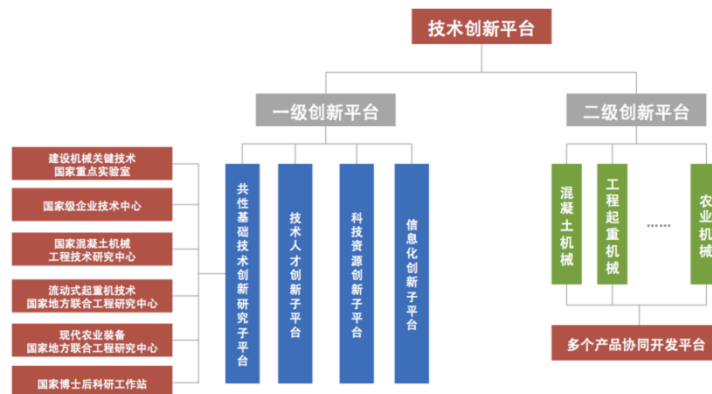


资料来源：中联重科公众号、浙商证券研究所

公司拥有建设机械关键技术国家重点实验室、国家级企业技术中心、国家混凝土机械工程技术研究中心、流动式起重机技术国家地方联合工程研究中心、国家级工业设计中心、现代农业装备国家地方联合工程研究中心以及国家博士后科研工作站八个国家级创新平台，公司整体创新能力得到了国家高度认可。

与此同时，公司形成了共性技术研究和主机产品、关键零部件开发为一体的二级创新平台，技术创新体系完备，为企业技术发展提供动力源泉。这一独特研发体系实现了科研与产业的深度融合，使科研开发与市场需求实现有效对接。

图52：公司积极搭建技术创新平台，协同共享促发展



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值分析

4.1 关键假设与盈利预测

1、基于此前，汽车起重机、挖掘机及混凝土泵车销量测算，由于更新需求筑底，出口有望持续保持高增长，对国内平滑作用更加凸显，高空作业机械仍处于成长通道。2023-2025年挖机销量同比-5%，28%，15%，汽车起重机销量同比-30%，71%，41%，泵车销量同比86%、16%、77%，高空作业机械销量2022-2025年CAGR约25%。履带起重机、随车起重机、塔式起重机行业景气变化于汽车起重机行业保持一致，车载泵、搅拌车、混凝土搅拌站行业景气度与泵车行业景气度保持一致，行业总体筑底向上。

2、2023-2025年公司汽车起重机、履带起重机市占率有望上行，同时受益于风电吊装行业需求及出口需求旺盛，中大吨位产品占比提升，结构改善明显，盈利能力有所提升。但由于公司塔式起重机与房地产关系更加密切，对起重机板块有所拖累，基于此，假设公司起重机收入增速分别为6%、19%、25%。毛利率按23.0%、23.3%、23.8%计算。

3、2023-2025年公司混凝土机械开启上行通道，混凝土泵车、搅拌车、车载泵、搅拌站等产品有望得到修复，假设公司混凝土机械收入增速分别为7%、20%、26%。毛利率按22.0%、22.8%、23.5%计算。

4、2023-2025年公司高空作业机械由于市占率持续提升，假设公司高空作业机械收入增速30%、28%、25%，毛利率总体平稳，按21.0%、21.9%、21.6%计算。公司挖掘机由于行业筑底向上，公司挖机产品起步晚、基数低、竞争力逐步增强，假设公司挖机收入保持较高增速，2023-2025年公司土方机械收入增速分别为10%、18%、22%。毛利率维持提升态势，按24.0%、24.8%、25.0%计算。

5、农业机械、金融服务、其他机械和产品占比较低，假设收入增速，盈利水平总体平稳，2023-2025年农业机械收入增速8%、10%、12%，由于农机板块业务短期调整，毛利率参考前3年均值，分别按11.7%、10.0%、8.7%计算；金融服务收入增速5%、8%、9%，毛利率均按98%计算；其他机械和产品收入增速5%、5%、5%，毛利率均按21%、22%、22%计算；

综上，由于工程机械行业筑底，2023-2025年公司起重机械、混凝土机械整体先承压后向上，叠加高空作业机械，挖掘机械等新兴板块发力，海外市场持续高景气，根据我们测算，2023-2025年公司收入同比9%、19%、23%。考虑到产品结构优化，原材料及海运费降低等因素，盈利水平提升，预计2023-2025年公司盈利能力逐渐提升，毛利率分别为22.76%、23.20%、23.46%。

表1: 公司业务拆分表

	2022A	2023E	2024E	2025E
起重机械				
收入 (亿元)	189.79	201.18	239.40	299.25
YOY	-48%	6%	19%	25%
毛利率	22.9%	23.0%	23.3%	23.80%
混凝土机械				
收入 (亿元)	84.60	90.52	108.63	136.87
YOY	-48%	7%	20%	26%
毛利率	21.0%	22.0%	22.8%	23.5%
高空作业机械				
收入 (亿元)	45.96	59.75	76.48	95.60
YOY	37%	30%	28%	25%
毛利率	20.8%	21.0%	21.9%	21.6%
土方机械				
收入 (亿元)	35.12	38.63	45.59	55.61
YOY	9%	10%	18%	22%
毛利率	23.5%	24.0%	24.8%	25.0%
农业机械				
收入 (亿元)	21.38	23.09	25.40	28.45
YOY	-26%	8%	10%	12%
毛利率	4.43%	11.70%	10.01%	8.71%
金融服务				
收入 (亿元)	5.02	5.27	5.69	6.21
YOY	-28%	5%	8%	9%
毛利率	97.94%	98.00%	98.00%	98.00%
其他机械和产品				
收入 (亿元)	34.44	36.16	37.97	39.87
YOY	-53%	5%	5%	5%
毛利率	17.25%	21.00%	22.00%	22.00%
公司整体				
收入 (亿元)	416.31	454.60	539.15	661.85
YOY	-38%	9%	19%	23%
毛利率	21.83%	22.76%	23.20%	23.46%

资料来源: wind、浙商证券研究所测算

4.2 估值与投资建议

公司是国内工程机械龙头之一，在工程机械行业筑底上行的背景下，公司起重机械、混凝土机械业务逐渐重新步入上行通道，高空作业机械、挖掘机等新板块持续上行，海外市场持续发力。与同类公司相比，公司估值仍有较大提升空间。

表2：可比公司估值及归母净利润

年份	PE (倍)				归母净利润 (亿元)			
	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)
中联重科*	25	17	12	9	23.1	33.8	47.9	63.4
三一重工	33	21	16	13	42.7	68.2	89.5	112.5
徐工机械	18	12	9	7	43.1	64.5	81.4	104.8
恒立液压	38	33	27	23	23.4	27.1	32.5	39.0
艾迪精密	65	55	46	32	2.5	3.0	3.6	5.1
均值	38	30	24	19	—			

资料来源：wind、*代表浙商证券预测，其他为 WIND 一致预期，对应股价为 2023 年 6 月 21 日收盘价

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入 454.60、539.15、661.85 亿元，同比增长 9%、19%、23%，归母净利润为 33.77、47.93、63.40 亿元，同比增长 46%、42%、32%，对应 EPS 为 0.39、0.55、0.73 元。现价对应 PE 为 17、12、9 倍，基于工程机械行业筑底向上、新兴板块及海外市场持续发力，公司逐渐步入上行通道，当前估值相对较低等原因，维持“买入”评级。

5 风险提示

1、地产、基建需求修复不及预期

国内房地产、基建需求不及预期，开工率和资金到位率不够，导致工程机械销量与收入不及预期，价格压力仍然较大。

2、境外出口不及预期

受国际关系、全球各大区域需求疲软，导致产品出口受阻，地区竞争格局恶化，出口收入增速不及预期。

3、原材料波动

钢材、核心零部件价格波动，影响公司毛利率，导致业绩面临波动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	73586	84996	94039	103781
现金	15499	35184	39390	39608
交易性金融资产	4011	4011	4011	4011
应收账款	28202	22460	26157	31636
其它应收款	685	760	921	1109
预付账款	2632	1361	1879	2787
存货	14203	10534	12422	15197
其他	8354	10686	9258	9433
非流动资产	49967	43262	43710	45882
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4476	4018	4228	4240
固定资产	10418	10779	11060	11294
无形资产	5326	5512	5674	5661
在建工程	3373	2979	2703	2562
其他	26374	19973	20045	22124
资产总计	123553	128258	137748	149662
流动负债	48391	43642	50383	55527
短期借款	6201	4157	4557	4972
应付款项	21234	24580	28157	32928
预收账款	0	0	0	0
其他	20957	14905	17669	17628
非流动负债	18186	22673	20581	20947
长期借款	10937	11037	11237	11537
其他	7249	11636	9344	9410
负债合计	66578	66315	70964	76474
少数股东权益	2234	2268	2317	2381
归属母公司股东权	54741	59674	64467	70807
负债和股东权益	123553	128258	137748	149662

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2425	17317	5384	1998
净利润	2385	3411	4841	6404
折旧摊销	1040	928	989	1052
财务费用	(265)	640	560	530
投资损失	(309)	(309)	(309)	(309)
营运资金变动	3282	8367	422	(3506)
其它	(3707)	4279	(1118)	(2173)
投资活动现金流	567	(1566)	134	(1212)
资本支出	(4496)	(650)	(750)	(900)
长期投资	(448)	566	(228)	(37)
其他	5511	(1481)	1112	(275)
筹资活动现金流	(2494)	3934	(1312)	(569)
短期借款	2888	(2043)	400	415
长期借款	6035	100	200	300
其他	(11417)	5877	(1911)	(1283)
现金净增加额	498	19685	4206	218

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41631	45460	53915	66185
营业成本	32543	35114	41408	50658
营业税金及附加	289	285	356	426
营业费用	2635	2587	2870	3480
管理费用	1574	1591	1569	1655
研发费用	2507	2500	2804	3309
财务费用	(265)	640	560	530
资产减值损失	1035	500	593	728
公允价值变动损益	(11)	(11)	(11)	(11)
投资净收益	309	309	309	309
其他经营收益	775	932	892	866
营业利润	2386	3473	4946	6563
营业外收支	84	61	70	72
利润总额	2471	3534	5016	6635
所得税	86	123	175	231
净利润	2385	3411	4841	6404
少数股东损益	79	34	48	64
归属母公司净利润	2306	3377	4793	6340
EBITDA	4244	5438	6839	8522
EPS (最新摊薄)	0.27	0.39	0.55	0.73

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-37.98%	9.20%	18.60%	22.76%
营业利润	-67.00%	45.54%	42.40%	32.71%
归属母公司净利润	-63.22%	46.45%	41.92%	32.28%
获利能力				
毛利率	21.83%	22.76%	23.20%	23.46%
净利率	5.73%	7.50%	8.98%	9.68%
ROE	4.00%	5.68%	7.45%	9.06%
ROIC	3.82%	5.22%	6.25%	7.47%
偿债能力				
资产负债率	53.89%	51.70%	51.52%	51.10%
净负债比率	33.24%	29.52%	30.37%	28.18%
流动比率	1.52	1.95	1.87	1.87
速动比率	1.23	1.71	1.62	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.36	0.41	0.46
应收账款周转率	1.17	1.80	2.17	2.20
应付账款周转率	2.34	2.97	3.61	3.67
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.39	0.55	0.73
每股经营现金	0.28	2.00	0.62	0.23
每股净资产	6.31	6.88	7.43	8.16
估值比率				
P/E	24.91	17.01	11.99	9.06
P/B	1.05	0.96	0.89	0.81
EV/EBITDA	12.43	8.14	6.17	4.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>