

中联重科 (000157)

2023 年中报点评：业绩略超预期，海外市场翻倍增长

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 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 年半年报, 略超市场预期。

投资要点

■ 业绩略超预期, 海外市场翻倍增长

公司 2023 年上半年实现营业总收入 240.8 亿元, 同比增长 13%, 归母净利润 20.4 亿元, 同比增长 19%, 单 Q2 实现营收 136.5 亿元, 同比增长 21%, 归母净利润 12.3 亿元, 同比增长 52%。略超市场预期。(1) 分产品看: 2023 上半年挖机行业周期下行, 行业销量同比下滑 24%。2023 年上半年公司拳头产品混凝土/起重机械实现收入 46/100 亿元, 同比变动-3/2%, 好于行业表现; 新兴板块土方机械上半年实现收入 29 亿元, 同比增长 99%, 中大挖国内市场份额同比实现翻倍增长, 海外销售规模同比增长达 174%; 高机收入 34 亿元, 同比增长 39%。(2) 分区域看: 2023 年上半年公司境内营收 157 亿元, 同比下滑 10%, 境外营收 84 亿元, 同比大幅增长 115%, 出口表现亮眼。根据公司公告, 上半年公司阿联酋、沙特、土耳其、俄罗斯、哈萨克斯坦、巴西等重点国家销售业绩同比增长超过 200%, 工程起重机械成为中东等地区市占率最高的品牌, 建起产品保持土耳其、印度、韩国市场第一地位。

■ 盈利能力持续修复, 国际化卓有成效

2023 年上半年公司销售毛利率 27.9%, 同比增长 7.1pct, 其中分产品看, 混凝土/起重/土方/高空机械毛利率为 23%/30%/30%/26%, 同比提升 2/11/10/3pct。分区域看, 境内/境外毛利率为 26%/32%, 同比提升 5%/12%。上半年销售净利率 9.2%, 同比增长 1.0pct。公司上半年盈利能力提升明显, 主要系海外收入占比提升, 叠加智能工厂规模效应释放。公司 2023 年上半年期间费用率为 16.8%, 同比增长 3.8pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.0%/3.6%/6.6%/-0.4%, 同比分别变动 1.6/0.3/1.3/0.6pct, 主要系海外销售团队建设和研发投入增长较快。随着公司国际化加速, 公司利润中枢有望持续上移。

■ 业务布局多板块驱动增长, 新一期持股计划彰显信心

公司传统业务优势明显, 新兴战略板块高机和挖机有望高速发展, 业务布局多板块驱动增长。我们预测公司经营业绩有望稳健增长, 利润弹性较大: (1) 公司智能制造产业集群预计年底完工, 产能将陆续落地。智能制造覆盖整机及零部件, 有望助力公司生产降本增效, 规模效应显现。(2) 国内周期温和修复, 海外业务快速成长。公司高机板块有望受益国内城中村政策拉动基建需求, 同时传统优势产品和土方机械海外市占率有望持续提升。(3) 公司发布核心管理层持股计划。公司拟使用先前回购的占总股本的 4.89% 的股份用于新一期员工持股计划。计划覆盖公司管理层和核心员工不超 1500 人, 有望进一步激发员工积极性和凝聚力, 增强成长信心。

■ 盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 35/45/57 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)	6.31
一年最低/最高价	5.31/7.12
市净率(倍)	1.03
流通 A 股市值(百万元)	44,587.04
总市值(百万元)	54,758.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.13
资产负债率(% ,LF)	58.16
总股本(百万股)	8,677.99
流通 A 股(百万股)	7,066.09

相关研究

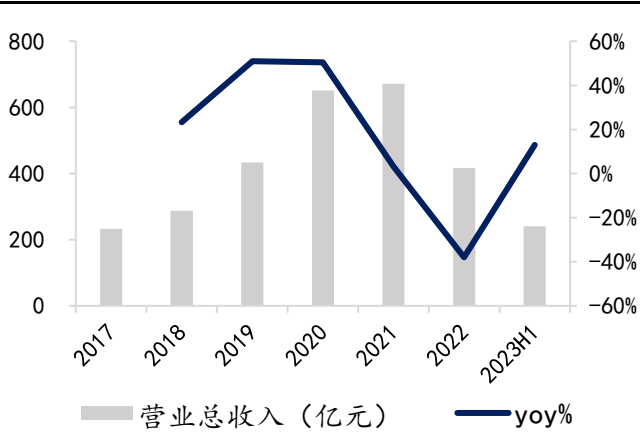
《中联重科(000157): 拟分拆中联高机重组上市, 彰显加速发展决心》

2023-07-12

《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%》

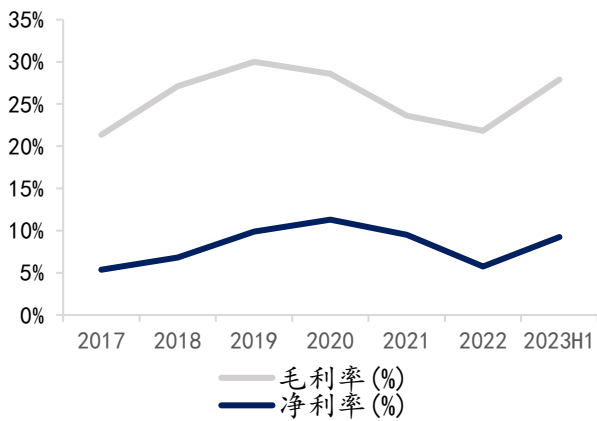
2023-04-28

图1: 2023H1 公司实现营收 240.8 亿元, 同比增长 13%



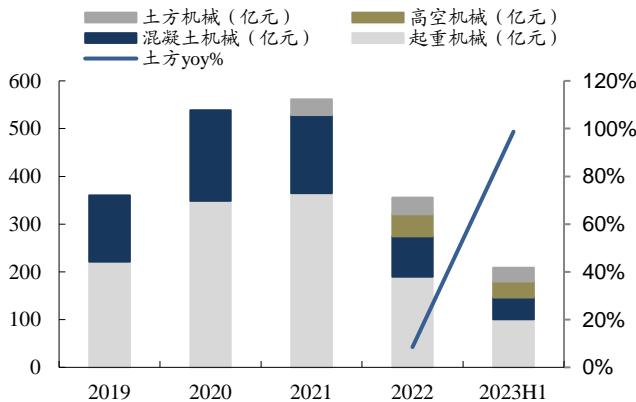
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023H1 公司销售毛/净利率分别为 27.9%/9.2%, 同比增长 7.1/1.0pct



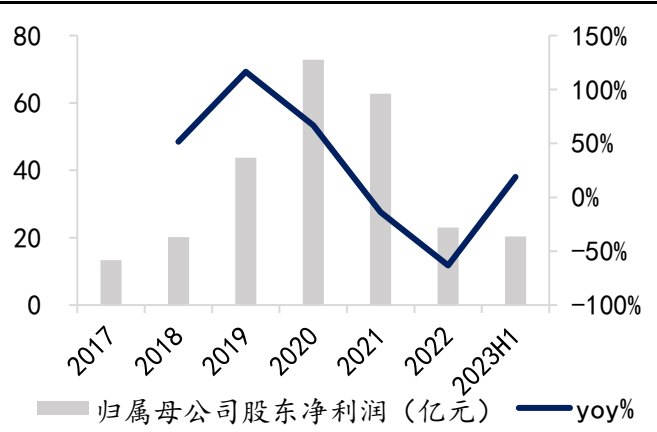
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 混凝土/起重/高空/土方机械收入分别为 46/100/34/29 亿元, 土方机械同比增长 100%



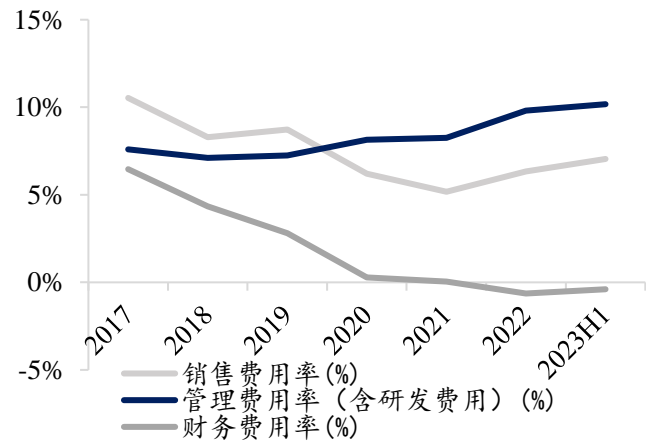
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 公司实现归母净利润 20.4 亿元, 同比增长 19%



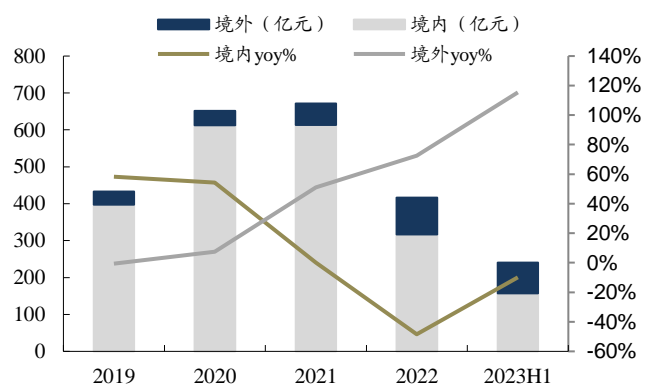
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023H1 公司期间费用率 16.8%, 同比增长 3.8pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023H1 境内/境外收入分别为 157/84 亿元, 同比变动-10/115%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>