

中联重科 (000157.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

出口保持高增长，业绩超预期

业绩简评

8月30日，公司发布23年中报，23H1公司实现收入240.75亿元（同比+13.03%）、归母净利润20.40亿元（同比+18.90%）；其中Q2单季度实现收入136.50亿元（同比+20.93%），实现归母净利润12.30亿元（同比+51.96%），超出市场预期。

经营分析

海外占比提升、降本增效，盈利能力环比大幅提升。根据公告，23Q2公司毛利率、净利率分别达29.04%/9.97%，同比+7.63/2.68pcts、环比+2.65/1.73pcts，盈利能力明显提升主要得益于：1) 境外收入占比提升、盈利能力强：根据公告，23H1公司境外毛利率比境内高5.96pcts，海外收入占比提升提振整体毛利率；2) 降本顺利：公司通过干混砂浆新材料提升施工质量，降低综合成本。我们看好公司盈利能力保持上升趋势，预计23-25年公司毛利率为25.7%/25.8%/26.6%。

产品实现多元化发展，挖机、高机发展迅速。根据公告，23H1土方机械、高机分别实现29.3/33.6亿元，同比+30.2%/26.3%，上述两个领域收入占比12.18%/13.95%，收入占比分别提升5.25/2.64pcts，推动公司多元化发展，其中土方机械板块进展迅速，坚持聚焦中大挖战略，市场份额持续提升，海外土方机械销售规模同比增长达174%，土方机械实现逆周期高增长。

出口顺利，境外收入实现翻倍以上增长，境外收入占比大幅提升。公司近两年积极布局海外市场，执行“两纵两横”战略，发力“一带一路”国家，核心产品出口高增；根据公告，23H1公司境外收入实现83.72亿元，同比+115.39%，海外收入占比达到34.78%，同比+16.53pcts，公司在境外市场市占率仍处于较低水平，未来海外收入有望维持高增长。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司营业收入为500.72/610.56/755.21亿元，归母净利润为40.43/56.45/78.69亿元，对应PE为14/10/7X，维持“增持”评级。

风险提示

下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

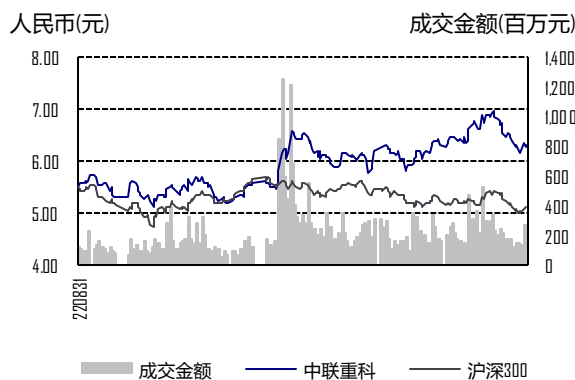
分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.31元

相关报告：

1.《中联重科公司深度研究：行业筑底、出口高增，行业巨头再启航》，2023.7.31



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,131	41,631	50,072	61,056	75,521
营业收入增长率	3.11%	-37.98%	20.27%	21.94%	23.69%
归母净利润(百万元)	6,270	2,306	4,043	5,645	7,869
归母净利润增长率	-13.88%	-63.22%	75.34%	39.60%	39.41%
摊薄每股收益(元)	0.722	0.266	0.466	0.650	0.907
每股经营性现金流净额	0.30	0.28	0.69	0.74	1.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.03%	4.21%	7.25%	9.55%	12.14%
P/E	9.92	20.47	13.54	9.70	6.96
P/B	1.09	0.86	0.98	0.93	0.84

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	65,109	67,131	41,631	50,072	61,056	75,521	货币资金	12,483	15,167	15,499	10,943	13,263	16,286	
增长率		3.1%	-38.0%	20.3%	21.9%	23.7%	应收款项	36,270	46,152	29,839	36,634	43,018	49,121	
主营业务成本	-46,493	-51,280	-32,543	-37,190	-45,279	-55,445	存货	14,652	13,501	14,203	15,650	19,612	23,499	
%销售收入	71.4%	76.4%	78.2%	74.3%	74.2%	73.4%	其他流动资产	17,839	14,573	14,323	13,154	14,116	14,920	
毛利	18,616	15,851	9,088	12,882	15,778	20,077	流动资产	81,245	89,393	73,862	76,382	90,010	103,826	
%销售收入	28.6%	23.6%	21.8%	25.7%	25.8%	26.6%	%总资产	69.9%	73.3%	59.8%	60.0%	63.6%	66.7%	
营业税金及附加	-424	-375	-289	-300	-366	-378	长期投资	19,101	13,814	25,186	25,186	25,186	25,186	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	固定资产	7,342	9,296	13,792	14,559	14,986	15,124	
销售费用	-4,046	-3,473	-2,635	-2,654	-3,175	-3,852	%总资产	6.3%	7.6%	11.2%	11.4%	10.6%	9.7%	
%销售收入	6.2%	5.2%	6.3%	5.3%	5.2%	5.1%	无形资产	6,677	7,477	7,958	8,340	8,510	8,679	
管理费用	-1,955	-1,673	-1,574	-1,402	-1,587	-1,888	非流动资产	35,030	32,625	49,691	50,961	51,533	51,814	
%销售收入	3.0%	2.5%	3.8%	2.8%	2.6%	2.5%	%总资产	30.1%	26.7%	40.2%	40.0%	36.4%	33.3%	
研发费用	-3,345	-3,865	-2,507	-2,754	-3,053	-3,776	资产总计	116,275	122,018	123,553	127,343	141,543	155,640	
%销售收入	5.1%	5.8%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%	短期借款	3,228	11,206	11,191	13,871	16,354	13,741	
息税前利润 (EBIT)	8,846	6,464	2,082	5,772	7,596	10,183	应付款项	38,056	28,626	27,818	34,499	43,167	52,851	
%销售收入	13.6%	9.6%	5.0%	11.5%	12.4%	13.5%	其他流动负债	5,664	9,840	9,382	9,743	10,328	11,445	
财务费用	-181	-31	265	-192	-363	-366	流动负债	46,948	49,672	48,391	58,113	69,850	78,037	
%销售收入	0.3%	0.0%	-0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	长期贷款	2,927	4,902	10,937	7,937	6,937	6,937	
资产减值损失	-1,775	-749	-1,035	-1,064	-894	-912	其他长期负债	18,513	9,147	7,249	3,074	3,003	2,952	
公允价值变动收益	66	65	-11	20	20	20	负债	68,388	63,721	66,578	69,124	79,790	87,925	
投资收益	519	140	250	200	200	200	普通股股东权益	46,744	56,868	54,741	55,781	59,109	64,830	
%税前利润	6.0%	1.9%	10.1%	4.1%	3.0%	2.2%	其中：股本	7,938	8,678	8,678	8,678	8,678	8,678	
营业利润	8,537	7,231	2,386	4,737	6,559	9,125	未分配利润	22,593	25,405	24,902	27,328	30,715	35,436	
营业利润率	13.1%	10.8%	5.7%	9.5%	10.7%	12.1%	少数股东权益	1,143	1,429	2,234	2,438	2,644	2,885	
营业外收支	115	93	84	90	90	90	负债股东权益合计	116,275	122,018	123,553	127,343	141,543	155,640	
税前利润	8,652	7,324	2,471	4,827	6,649	9,215	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	13.3%	10.9%	5.9%	9.6%	10.9%	12.2%	每股指标							
所得税	-1,297	-938	-86	-579	-798	-1,106	每股收益	0.917	0.722	0.266	0.466	0.650	0.907	
所得税率	15.0%	12.8%	3.5%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	5.889	6.553	6.308	6.428	6.811	7.471	
净利润	7,355	6,386	2,385	4,247	5,851	8,110	每股经营现金净流	0.935	0.302	0.279	0.693	0.736	1.217	
少数股东损益	75	116	79	204	206	241	每股股利	0.210	0.320	0.320	0.186	0.260	0.363	
归属于母公司的净利润	7,281	6,270	2,306	4,043	5,645	7,869	回报率							
净利率	11.2%	9.3%	5.5%	8.1%	9.2%	10.4%	净资产收益率	15.58%	11.03%	4.21%	7.25%	9.55%	12.14%	
							总资产收益率	6.26%	5.14%	1.87%	3.18%	3.99%	5.06%	
							投入资本收益率	11.07%	7.24%	2.51%	6.35%	7.86%	10.14%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	50.34%	3.11%	-37.98%	20.27%	21.94%	23.69%	
							EBIT增长率	54.70%	-26.93%	-67.78%	177.17%	31.60%	34.06%	
							净利润增长率	66.55%	-13.88%	-63.22%	75.34%	39.60%	39.41%	
							总资产增长率	26.29%	4.94%	1.26%	3.07%	11.15%	9.96%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	162.9	205.9	311.0	250.0	240.0	220.0	
							存货周转天数	103.7	100.2	155.4	160.0	170.0	170.0	
							应付账款周转天数	90.1	101.0	155.8	160.0	170.0	170.0	
							固定资产周转天数	34.2	36.8	91.3	76.1	62.0	49.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	5.84%	-4.24%	4.64%	9.76%	6.55%	-3.24%	
							EBIT利息保障倍数	48.9	207.1	-7.9	30.1	20.9	27.9	
							资产负债率	58.82%	52.22%	53.89%	54.28%	56.37%	56.49%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-31	增持	6.87	7.46~7.46

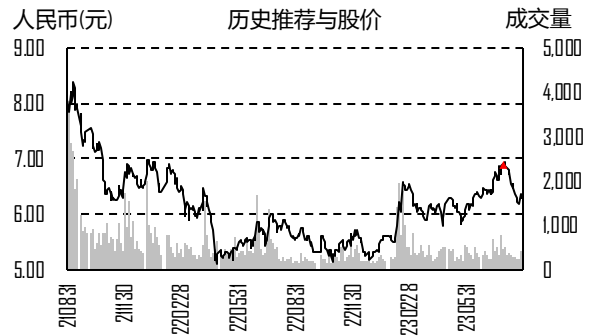
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806