

2020年08月22日

## 20H1 业绩超预期, 后周期龙头增长确定性高 买入 (维持)

**事件:** 公司 2020 年 H1 实现收入 288 亿, 同比+29%, 归母净利润 40.2 亿, 同比+56%; 扣非归母净利润 35.1 亿, 同比+66%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.10 元 (含税)。

### 投资要点

#### ■ 主营产品收入大幅增长, 受益于行业高景气+份额提升

**分行业看, 工程机械板块中混凝土机、起重机 (包括工程起重机和塔机)、土方机械等其他工程机械和产品分别实现收入 86 亿、153 亿、34 亿, 同比增长 15%、39%、34%, 主营产品销量持续快速增长, 主要受益于工程机械行业景气度延续+公司份额提升:**

1) 二季度以来, 下游都处于疫情后的赶工状态; 基建、房地产投资增速开始回暖; 后周期产品更新高峰来临, 同时环保政策对产品更新换代起到持续支撑作用, 使得工程机械行业景气度延续。

2) **起重机械、混凝土机械在国内市场份额持续提升**, 其中汽车起重机市占率继续稳步提升, 履带起重机收入增长翻倍, 市场份额达国内第一; 塔机销售额创历史新高, 保持全球第一的基础上份额仍在提升; 混凝土机械中臂架泵车、车载泵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。

3) **土方机械、高空作业平台等潜力市场快速突破**。1-6 月公司挖机销量达 3534 台, 一跃提升至国产品牌第 7 名; 高空作业平台上半年销售额同比增长超过 100%, 市场份额稳居行业第一梯队。

此外, 农业机械收入 10.6 亿元, 同比+15.8%, 结束 17 年以来的下滑趋势, 实现趋稳回升; 金融服务收入 4.2 亿, 同比+25.1%。

#### ■ 盈利能力维持较高水平, 期间费用率控制良好

**综合毛利率 29%, 同比-0.64pct。**混凝土机/起重机/其他机械和产品/农机机械的毛利率分别为 27.7%/31.2%/21.7%/12.3%, 分别同比+0.3pct/-0.9pct/-4.4pct/+1.9pct。其他机械和产品的毛利率下滑影响综合毛利率, 我们判断主要系新产品尚处推广期和放量期, 毛利率受到一定影响。

**销售净利率为 14.1%, 同比+2.5pct。**全年期间费用率为 13.2%, 同比-3.7pct, 其中管理费用率、财务费用率、销售费用率均控制良好, 分别同比-0.9pct/-2.6pct/-1.8pct。这主要有两点原因: 1) 公司将端对端销售模式推广到各产品线, 使得人员精简, 管理费用和销售费用出现明显下降; 2) 公司资金使用效率优化, 2019 年后中联一直在降低债务, 再加上 2020H1 汇兑损益的优化, 使得财务费用率同比降幅超过 1pct。

#### ■ 营运能力持续优化, 接近上一轮周期水平

报告期内公司存货周转天数为 111 天, 同比减少 4 天; 应收账款周转天数 169 天, 同比大幅减少 33 天, 营运能力已接近上一轮周期时的水平, 主要系公司保持较为严格的信用政策, 收款速度提升, 营运能力大幅提高。公司经营净现金流 14.8 亿元, 同比减少 59%, 主要系公司为防范经营风险, 提前备货, 采购付款大幅增加。

#### ■ 全年景气将持续, 后周期产品增长确定性高

Q2 以来基建、房地产投资开始转正, 疫情影响下全年基建投资不悲观; 且公司混凝土和塔机产品 H1 产能受限, H2 会出现需求延迟的情况, 因此我们认为下半年销量持续性会好于去年。此外, 中后端产品景气度会更加凸显, 公司作为中后端产品龙头, 下半年业绩仍有望实现超预期增长。

#### ■ 盈利预测与投资评级:

混凝土机+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强, 且市场份额不断集中, 公司将受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年实现归母净利润分别为 65.3/78.6/87.9 亿元, 三年内业绩有望翻倍, 当前股价对应 PE 分别为 10/8.4/7.5 倍, 参考国内外可比上市公司, 我们认为公司 PE 估值被低估, 我们给予 2020 年目标估值至 11 倍 PE, 对应市值 718 亿, 维持目标价 9.1 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 工程机械行业景气度不及预期; 新业务开展不及预期。

**证券分析师 陈显帆**  
执业证号: S0600515090001  
021-60199769  
chenxf@dwzq.com.cn

**证券分析师 周尔双**  
执业证号: S0600515110002  
021-60199784  
zhouersh@dwzq.com.cn

**研究助理 朱贝贝**  
zhubb@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.34
一年最低/最高价	5.28/8.97
市净率(倍)	1.49
流通 A 股市值(百万元)	53850.75

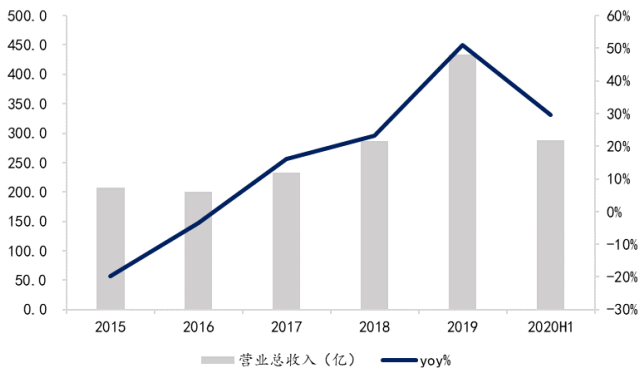
### 基础数据

每股净资产(元)	5.61
资产负债率(%)	58.26
总股本(百万股)	7912.82
流通 A 股(百万股)	6450.52

### 相关研究

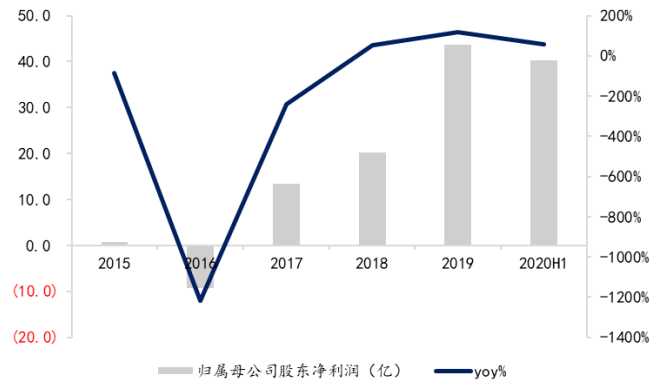
- 1、《中联重科 (000157): 中报业绩预告超预期, 后周期龙头估值低、弹性大》2020-07-14
- 2、《中联重科 (000157): 拟引进战投定增 66 亿扩产, 股东回报计划保障持续高分红》2020-07-06
- 3、《中联重科 (000157): 三年业绩预计翻倍, 估值向上大幅修正》2020-07-01

图 1: 2020 年 H1 实现收入 288 亿, 同比+29%



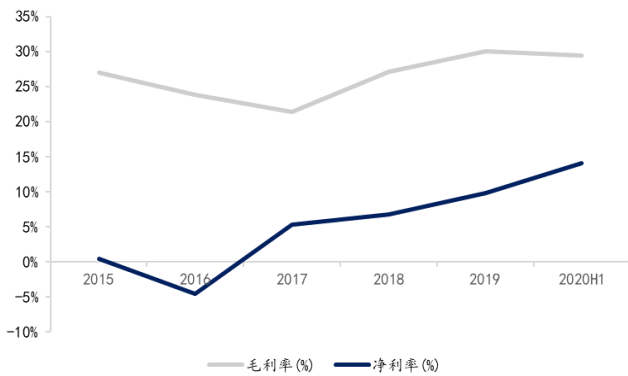
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年 H1 实现归母净利润 40.2 亿, 同比+56%



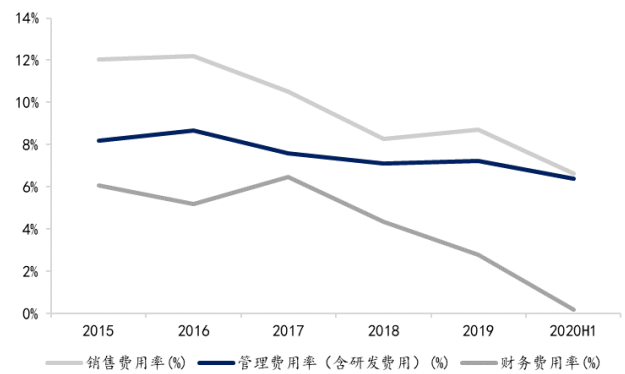
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 3: 盈利能力持续提升



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 控费能力良好, 研发费用提升用于开发新产品



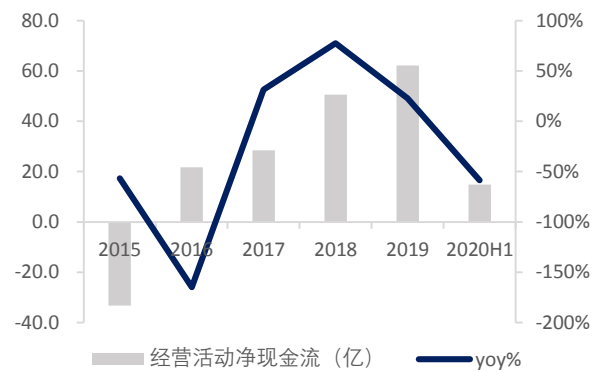
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 应收账款周转率高于去年同期



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 公司提前备货, 导致经营性净现金流暂时下降



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)						
2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>63182</b>	<b>72198</b>	<b>80719</b>	<b>85399</b>	<b>营业收入</b>	<b>43307</b>	<b>56832</b>	<b>65709</b>	<b>70374</b>		
现金	6572	7000	7500	8000	减:营业成本	30315	39742	45817	48910		
应收账款	26450	31141	36005	38561	营业税金及附加	359	460	545	584		
存货	11772	14155	16319	17420	营业费用	3780	4603	5257	5630		
其他流动资产	18389	19902	20896	21418	管理费用	3135	4056	4406	4357		
<b>非流动资产</b>	<b>28886</b>	<b>29894</b>	<b>30172</b>	<b>30394</b>	财务费用	1215	1203	1350	1463		
长期股权投资	3908	4108	4308	4508	资产减值损失	-218	-240	-240	-240		
固定资产	6735	7679	7891	8049	加:投资净收益	946	500	500	500		
在建工程	933	400	240	192	其他收益	-653	135	135	135		
无形资产	4048	3913	3778	3643	<b>营业利润</b>	<b>5014</b>	<b>7642</b>	<b>9207</b>	<b>10304</b>		
其他非流动资产	13262	13795	13955	14003	加:营业外净收支	20	40	40	40		
<b>资产总计</b>	<b>92068</b>	<b>102092</b>	<b>110891</b>	<b>115793</b>	<b>利润总额</b>	<b>5034</b>	<b>7682</b>	<b>9247</b>	<b>10344</b>		
<b>流动负债</b>	<b>34583</b>	<b>43302</b>	<b>50528</b>	<b>53672</b>	减:所得税费用	759	1152	1387	1552		
短期借款	7484	10662	12967	14987	少数股东损益	-96	0	0	0		
应付账款	19061	21776	25105	25460	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4371</b>	<b>6530</b>	<b>7860</b>	<b>8792</b>		
其他流动负债	8038	10863	12456	13225	EBIT	7234	8105	9818	11027		
<b>非流动负债</b>	<b>17951</b>	<b>17951</b>	<b>17951</b>	<b>17951</b>	EBITDA	8099	8941	10745	12027		
长期借款	2842	2842	2842	2842							
其他非流动负债	15109	15109	15109	15109	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>		
<b>负债合计</b>	<b>52535</b>	<b>61253</b>	<b>68480</b>	<b>71624</b>	每股收益(元)	0.56	0.83	0.99	1.11		
少数股东权益	670	670	670	670	每股净资产(元)	4.94	5.08	5.28	5.50		
归属母公司股东权益	38863	40169	41741	43500	发行在外股份(百万股)	7875	7913	7913	7913		
<b>负债和股东权益</b>	<b>92068</b>	<b>102092</b>	<b>110891</b>	<b>115793</b>	ROIC(%)	13.3%	14.9%	16.6%	17.4%		
					ROE(%)	11.2%	16.3%	18.8%	20.2%		
					毛利率(%)	30.0%	30.1%	30.3%	30.5%		
					销售净利率(%)	10.1%	11.5%	12.0%	12.5%		
					资产负债率(%)	57.1%	60.0%	61.8%	61.9%		
					收入增长率(%)	50.9%	31.2%	15.6%	7.1%		
					净利润增长率(%)	116.4%	49.4%	20.4%	11.9%		
					P/E	15.02	10.11	8.40	7.51		
					P/B	1.69	1.64	1.58	1.52		
					EV/EBITDA	14.60	14.20	12.49	11.42		

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>

