

## 买入

2020 年 9 月 1 日

### 业绩再创辉煌，毛利水平保持稳定，全年市场份额有望提升

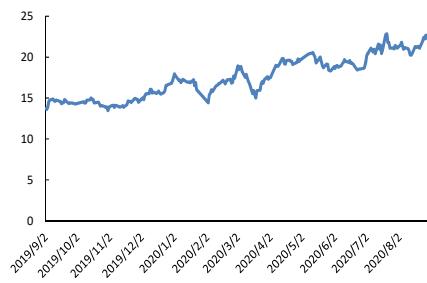
- **业绩再创辉煌，略超预期：**公司 2020 年上半年实现收入 491.88 亿元，同比增长 13.37%；其中，国内收入 417.56 亿元，同比增长 17.72%；国际收入 63.92 亿元，同比减少 9.03%。核心业务毛利率为 30.74%，同比略微下滑约 2.07 个百分点，主要是由于新会计准则将原本计入销售费用的运输费用计入到营业成本，同时受到疫情影响，公司加大了老客户的让利力度。归属于上市公司股东的净利润 84.68 亿元，同比增长 25.48%；基本每股收益 1.0042 元。
- **Q2 实现超额补偿，疫情下毛利水平保持稳定：**公司 Q2 业绩实现超额补偿，销售收入 319.21 亿元，同比增长 44.5%，归属于上市公司股东的净利润 62.74 亿元，同比大幅增长 78%。公司 2020 年上半年挖掘机械销售收入为 186.49 亿元，同比增长 17.22%，毛利率 34.86%，同比减少 1.98 个百分点，国内市场上连续第 10 年蝉联销量冠军；混凝土机械实现销售收入 135.06 亿元，同比增长 4.51%，稳居全球第一品牌；毛利率为 28.94%，同比下滑 0.61 个百分点。起重机械销售收入达 94.27 亿元，同比增长 10.9%，其中汽车起重机市场份额大幅提升；毛利率为 20.02%，同比下滑 5.81 个百分点。
- **Q3 淡季不淡，行业集中度将进一步提升：**从 7 月份行业数据来看，7 月我国挖掘机销量 19110 台，同比增长 54.8%，淡季不淡，且已连续四个月单月增速超过 50%。2020 年 1-7 月挖掘机行业累计销量 18.95 万台，同比增长 26.7%。其中，公司实现挖掘机销量 4.86 万台，同比增长 26.8%，1-7 月累计市占率为 25.6%，7 月单月市占率持续提升至 26.7%。徐工累计市占率为 16.0% 卡特累计市占率为 10.5%，累计 CR5 为 68.3%，相比 2019 年提升 1.6%，行业集中度进一步提升，利好龙头企业。
- **看好下半年需求，全年市场份额提升在望，目标价 28.25 元：**随着国家逆周期政策的持续落地，我们预计下半年基建投资力度将继续加大，而地产投资保持韧性，工程机械设备需求将迎来爆发。公司作为国内挖掘机械的绝对龙头，全年市占率有望同比提升，龙头地位会愈发稳固。同时，通过数字化和智能化的持续转型，以及国际战略的稳步推进，我们依旧看好公司中长期的发展。提升目标价至 28.25 元，对应 2021 年 14 倍 PE，相对于现价有 27.6% 的上升空间，维持买入评级。

### 盈利摘要

截止12月31日	2018年实际	2019年实际	2020年预测	2021年预测	2022年预测
营业额（百万人民币）	55,822	75,666	90,140	100,319	107,623
变动（%）	45.6	35.5	19.1	11.3	7.3
净利润（百万人民币）	6,116	11,207	14,443	17,006	19,084
每股盈余（人民币）	0.78	1.33	1.71	2.02	2.26
变动（%）	187.4	69.6	28.9	17.7	12.2
市盈率@22.14元（倍）	28.2	16.6	12.9	11.0	9.8
市净率@22.14元（倍）	5.3	4.1	3.3	2.7	2.3
每股股息（人民币）	0.28	0.42	0.54	0.63	0.71
股息现价比率（%）	1.3	1.9	2.4	2.9	3.2

资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

### 股价表现



资料来源：Bloomberg

## 主要财务报表

### 损益表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	55,822	75,666	90,140	100,319	107,623
毛利	17,094	24,733	28,599	34,160	37,672
销售费用	-4,447	-5,488	-5,408	-6,521	-6,457
管理费用	-2,046	-2,052	-1,352	-1,505	-1,614
其他收入/开支	-2,723	-3,419	-4,178	-5,398	-6,369
<b>营业收入</b>	7,878	13,775	17,661	20,737	23,232
财务开支	-136	46	55	62	66
联营公司	128	140	140	140	140
<b>税前盈利</b>	7,550	13,454	17,339	20,416	22,911
所得税	-1,247	-1,960	-2,526	-2,974	-3,337
少数股东应占利润	187	288	370	436	489
<b>净利润</b>	6,116	11,207	14,443	17,006	19,084
折旧及摊销	1,932	2,020	2,040	2,061	2,082
<b>EBITDA</b>	9,810.6	15,795.7	19,701.1	22,797.8	25,313.1
EPS(基本)	0.78	1.33	1.71	2.02	2.26
<b>增长</b>					
总收入 (%)	45.6%	35.5%	19.1%	11.3%	7.3%
EBITDA (%)	241.1%	61.0%	24.7%	15.7%	11.0%
每股收益 (%)	187.4%	69.6%	28.9%	17.7%	12.2%

### 资产负债表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,985	13,527	17,541	26,246	37,282
应收账款	2,626	3,059	4,115	5,163	6,740
存货	11,595	14,252	19,564	21,032	22,238
其他流动资产	25,690	37,663	44,694	47,020	47,864
<b>总流动资产</b>	51,896	68,500	85,914	99,462	114,124
固定资产	11,867	10,615	11,051	11,702	12,345
无形资产	3,880	3,339	3,339	3,339	3,339
其他固定资产	6,132	8,086	8,086	8,086	8,086
<b>总资产</b>	73,775	90,541	108,390	122,590	137,894
应付账款	17,191	20,295	27,860	29,950	31,667
短期银行贷款	5,417	8,641	8,641	8,641	8,641
其他短期负债	11,328	13,213	13,213	13,213	13,213
<b>总流动负债</b>	33,935	42,149	49,714	51,804	53,521
长期银行贷款	1,941	1,303	1,305	1,307	1,309
其他负债	5,396.5	1,563.1	1,563.1	1,563.1	1,563.1
<b>总负债</b>	41,273	45,015	52,581	54,674	56,393
少数股东权益	1,017	1,106	1,476	1,912	2,401
<b>股东权益</b>	32,502	45,527	55,809	67,916	81,502
每股净资产	4.17	5.40	6.62	8.06	9.67
营运资金	17,960.6	26,351.6	36,200.3	47,657.5	60,602.8

### 财务分析

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
毛利率	30.6%	32.7%	31.7%	34.1%	35.0%
EBITDA 利率	17.6%	20.9%	21.9%	22.7%	23.5%
净利率	11.0%	14.8%	16.0%	17.0%	17.7%
ROE	20.8%	28.7%	28.5%	27.5%	25.5%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入(%)	11.6%	10.0%	7.5%	8.0%	7.5%
实际税率 (%)	16.5%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
派息率 (%)	35.6%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
库存周转天数	129	116	116	116	116
应付账款天数	191	165	165	165	165
应收账款天数	161	121	121	121	121
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7
收入/总资产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
总资产/股本	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7
盈利对利息倍数	58.1	(297.0)	(319.6)	(337.2)	(352.1)

### 现金流量表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>EBITDA</b>	9,811	15,796	19,701	22,798	25,313
融资成本	136	-46	-55	-62	-66
营运资金变化	738	-544	-5,834	-2,752	-1,910
所得税	-2,721	-3,879	-2,526	-2,974	-3,337
其他营运活动	2,564	1,939	-8,184	-12,101	-14,109
<b>营运现金流</b>	10,527	13,265	3,101	4,910	5,891
资本开支	-1,003	-2,157	-880	-880	-880
其他投资活动	-9,762	-9,824	591	591	591
<b>投资活动现金流</b>	-10,765	-11,981	-290	-290	-290
负债变化	1,584	1,756	1,844	1,936	2,033
股本变化	0	0	0	0	0
股息和利息	-1,733	-2,883	-4,531	-5,335	-5,987
其他融资活动	975	-23	1,197	1,644	1,985
<b>融资活动现金流</b>	827	-1,151	-1,491	-1,755	-1,970
<b>现金变化</b>	595	131	1,321	2,865	3,632
期初持有现金	3,726	4,321	4,451	5,773	8,637
汇率变动	6	-3	0	0	0
期末持有现金	4,321	4,451	5,773	8,637	12,269

资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。