

2021年01月20日

业绩预增 60%-72%略超预期,后周期龙头确定性强

买入 (维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	43,307	63,087	76,160	81,669
同比 (%)	50.9%	45.7%	20.7%	7.2%
归母净利润 (百万元)	4,371	7,260	9,038	10,018
同比 (%)	116.4%	66.1%	24.5%	10.8%
每股收益 (元/股)	0.56	0.92	1.14	1.26
P/E (倍)	20.39	11.96	9.61	8.67

事件: 公司发布 2020 年业绩预告: 预计 2020 年实现归母净利润 70-75 亿元, 同比增长 60.13%-71.57%, 略超市场预期; 扣非后净利润 61-68 亿元, 同比增长 73.58%-93.50%。

投资要点

■ 工程机械下游需求旺盛, 公司业绩高增确定性强

按业绩预告中值预计, 公司 Q4 归母净利润同比增速达 73%, 保持高速增长。2020 Q2 以来, 工程机械下游需求持续旺盛, 据我们调研情况, 预计 2020 年泵车行业销量同比+50%; 搅拌车行业销量同比+35%; 风电抢装叠加基建拉动+更新需求, 大吨位起重机供不应求, 部分厂商排产已至下半年。结合产业链调研及我们的判断, 预计 2021 年起重机、混凝土机行业销量保持 10%-20% 增长。

结合行业开工小时数, 上游核心零部件厂商排产及出口指标向好, 我们认为 2021 年行业迎开门红是大概率事件。2020 年 12 月公司宝马展订单超 200 亿元, 预计将于 2021 年前两季度实现收入, 叠加行业下游高景气持续, 公司 Q1 业绩高增确定性强。

■ 后周期更新高峰+战略新业务双轮驱动, 公司中长期发展动力强劲

我们预计 2020-2022 年为起重机、混凝土机寿命替换高峰, 有望接力挖掘机成为近两年内增长最快的机种。公司 2019 年上述三项业务在公司总收入中占比达 83%, 作为后周期龙头业绩释放弹性高, 增长确定性高。

公司积极发力新业务 AWP+土方机械, 有望贡献新的增长点。在高空作业平台领域, 公司拥有行业首家剪叉式和臂式高空作业平台全工序智能化流水作业, 可节省三分之二人力。2020 年公司挖机份额突破 2%, 发展了 30 多家代理商, 在国内及一带一路需求带动下, 份额有望持续提升。

■ 定增方案过审, 主要压制股价因素消除

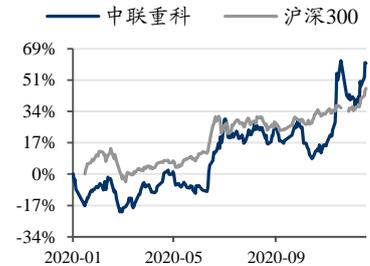
2020 年 9 月, 公司发布 A+H 股非公开定增方案, 拟募资 66 亿元用于挖机、搅拌车以及关键零部件等项目扩产, 其中管理层参与认购 H 股定增 10 亿元。2020 年 12 月, A 股定增获得核准, 为不超过 35 名特定投资者发行不超过 10.6 亿股, 合计募资 51.99 亿, 锁定期 6 个月, 我们认为, 随着定增方案的过审, 近几个月来压制公司股价的因素消除。同时公司作为工程机械后周期板块的龙头, 业绩弹性大, 估值面临修复。

盈利预测与投资评级: 公司行业龙头地位稳固, 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 年公司归母净利润分别为 72.6/90.4/100.2 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 12/10/9 倍, 参考国内外可比上市公司, 我们认为公司 PE 估值被显著低估, 给予 2021 年目标估值 15 倍, 对应市值 1350 亿, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险; 行业竞争加剧导致利润率下滑; 市场拓展不及预期。

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
证券分析师 朱贝贝
执业证号: S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn
研究助理 罗悦
luoyue@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.32
一年最低/最高价	9.95/13.00
市净率(倍)	1.94
流通 A 股市值(百万元)	73880.53

基础数据

每股净资产(元)	5.85
资产负债率(%)	57.52
总股本(百万股)	7937.69
流通 A 股(百万股)	6526.55

相关研究

- 《中联重科 (000157): 定增方案过审, 后周期龙头面临估值修复》2020-12-08
- 《中联重科 (000157): Q3 业绩保持强劲增长, 后周期龙头业绩确定性高》2020-11-01

附表：可比公司估值

2021/1/20		货币	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
代码	公司			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600031.SH	三一重工	CNY	39.85	1.79	2.08	2.23	22	19	18
601100.SH	恒立液压	CNY	116.25	1.54	1.82	2.14	75	64	54
000157.SZ	中联重科	CNY	11.32	0.91	1.14	1.26	12	10	9
603338.SH	浙江鼎力	CNY	105.99	1.85	2.67	3.29	57	40	32
CAT.N	卡特彼勒	USD	194.06	5.43	7.41	9.93	36	26	20
6301.T	小松制作所	JPY	3,035.00	162.93	93.06	152.59	19	33	20

数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

(注：三一、恒立、中联、鼎力为东吴预测，卡特、小松为 Bloomberg 一致预测)

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
流动资产	63182	78078	90445	95941	营业收入	43307	63087	76160	81669
现金	6572	7000	7500	8000	减:营业成本	30315	44662	53762	57583
应收账款	26450	34568	41731	44750	营业税金及附加	359	511	617	653
存货	11772	15907	19148	20509	营业费用	3780	4542	5407	5635
其他流动资产	18389	20603	22066	22682	管理费用	3135	4488	5161	5280
非流动资产	28886	29894	30172	30394	财务费用	1215	1257	1493	1647
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	营业利润	5014	8502	10593	11745
其他非流动资产	13262	13795	13955	14003	加:营业外净收支	20	40	40	40
资产总计	92068	107972	120617	126336	利润总额	5034	8542	10633	11785
流动负债	34583	49036	59873	63588	减:所得税费用	759	1281	1595	1768
短期借款	7484	12510	15966	18227	少数股东损益	-96	0	0	0
应付账款	19061	24472	29459	29974	归属母公司净利润	4371	7260	9038	10018
其他流动负债	8038	12054	14448	15386	EBIT	7234	9019	11347	12653
非流动负债	17951	17951	17951	17951	EBITDA	8099	9855	12273	13652
长期借款	2842	2842	2842	2842					
其他非流动负债	15109	15109	15109	15109	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	52535	66987	77824	81539	每股收益(元)	0.56	0.91	1.14	1.26
少数股东权益	670	670	670	670	每股净资产(元)	4.94	5.08	5.31	5.56
归属母公司股东权益	38863	40315	42123	44126	发行在外股份(百万股)	7875	7938	7938	7938
负债和股东权益	92068	107972	120617	126336	ROIC(%)	13.3%	16.2%	18.2%	18.7%
					ROE(%)	11.2%	18.0%	21.5%	22.7%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	30.0%	29.2%	29.4%	29.5%
经营活动现金流	6219	2135	5238	7235	销售净利率(%)	10.1%	11.5%	11.9%	12.3%
投资活动现金流	9734	-924	-964	-983	资产负债率(%)	57.1%	62.0%	64.5%	64.5%
筹资活动现金流	-19649	-783	-3774	-5752	收入增长率(%)	50.9%	45.7%	20.7%	7.2%
现金净增加额	-3681	428	500	500	净利润增长率(%)	116.4%	66.1%	24.5%	10.8%
折旧和摊销	865	836	926	1000	P/E	20.39	11.96	9.61	8.67
资本开支	-1822	-724	-764	-783	P/B	2.29	2.23	2.13	2.04
营运资本变动	1730	-5721	-4486	-3543	EV/EBITDA	17.49	15.84	13.60	12.50

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>

