

2020 年报点评：业绩同比+67%，21 年仍有 望延续高增长

2021 年 03 月 31 日

买入（维持）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@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

事件 1: 公司 2020 年营收 651 亿，同比+50.3%，归母净利润 72.8 亿，同比+66.6%；扣非后归母净利润 63.1 亿，同比+79.5%。

事件 2: 公司 2021Q1 预计归母净利润 22-26 亿，同比+114.4%-153.4%；扣非后归母净利润 20.7-25.2 亿，同比+137.9-189.6%，业绩延续上行走势。

投资要点

■ 主营产品收入表现亮眼，受益于行业高景气+份额持续提升

分产品看，2020 年混凝土机、起重机（包括工程起重机和塔机）、土方机械等其他工程机械分别实现收入 190 亿、349 亿、75 亿，同比增长 37%、58%、52%。公司作为后周期龙头市场份额持续提升，汽车、履带起重机市场份额均创历史新高，混凝土机械市场份额显著提升，叠加制造业持续复苏，中联主营业务表现亮眼。此外，农业机械收入 26.4 亿，同比+13.9%，延续上一年趋势加速回升；金融服务收入 10.8 亿，同比+47.6%。

■ 产品结构调整导致盈利能力短期下滑，期间费用率控制良好

2020 年综合毛利率 29%，同比-1.41pct。分产品看，混凝土机/起重机/其他机械和产品/农业机械的毛利率分别为 26.3%/31.0%/17.4%/16.8%；分别同比-1.1pct/-1.7pct/-7.7pct/+12.5pct。我们认为公司综合毛利率小幅回落主要有以下原因：①起重机方面小型吨位产品市场需求持续旺盛，产品结构改变导致毛利率被拉低；②农机、高空作业平台等毛利较低的新兴事业部营收占比提升在一定程度上摊低了毛利率；③疫情下公司优先考虑全款订单，适当让利政策对短期毛利率产生一定影响。值得注意的是，农机方面产品结构持续优化、规模效应进一步增强，盈利能力改善明显。

2020 年销售净利率为 11.3%，同比+1.43pct，反应控费能力大幅提升。公司全年期间费用率为 14.6%，同比-4.1pct，其中管理费用率、销售费用率、财务费用率控制良好，分别同比-0.74pct/-2.5pct/-2.5pct，研发费用率同比+1.6pct，主要系公司致力于自主创新能力的提升，目前已实现 4.0 产品全覆盖。

■ 经营性净现金流再创历史新高，营运能力持续提升

公司经营性净现金流 74.2 亿元，同比+19.3%，再创历史新高，说明此次行业需求提升是高质量的。报告期内公司存货周转天数为 102 天，同比减少 25 天；应收账款周转天数 161 天，同比大幅减少 40 天。营业周期已接近上一轮周期时的健康水平，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。

■ 21 全年业绩有望延续高增长，发行 50 亿可转债彰显持续扩张信心

1) 行业层面来看，基建投资延续、环保超治法规切换、更新周期、人工替换等多重驱动因素下，下游零部件厂商排产旺盛，行业需求延续性较强。我们预测 2021 年挖机行业销量有望增长 5%-15%，工程起重机增长 10%-15%，混凝土机增长 15%-20%。

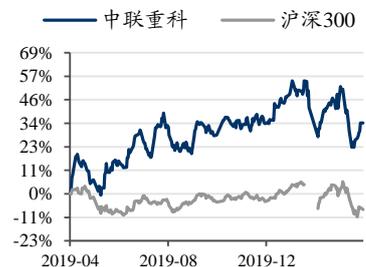
2) 公司层面来看，①塔机业务：装配式建筑渗透率持续提升+收购威尔伯特打开海外市场+中大塔方面长期优势积累，共同助力 2021 年该业务板块实现高速增长；②工程起重机：公司市占率始终位于行业前三（销售口径）+产能快速提升，增速有望超越行业；③混凝土机械：泵车从 2019 年开始进入更新高峰，我们预计 2019-2021 年每年更新数量在 7000-9000 台左右，中联作为国内混凝土机械双寡头之一将显著受益于此；④高空作业平台：我们预计 AWP 将是工程机械行业中未来增速最快的行业，公司作为 AWP 第一梯队中产品性能最好、增长最快的公司，2021 年该营收有望实现翻倍增长。此外，2020 年 12 月中联宝马展订单超 200 亿元，我们预计这笔订单将于 2021 年前两季度确认收入，中联重科全年业绩有望延续高增长。

继定增募集资金 66 亿元后，公司于 3 月 30 日公告了发行 50 亿元新增可转债的预案，彰显了公司持续发展扩张的决心。

■ 盈利预测与投资评级：随着行业景气度超预期延续，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.10/1.21 元上调至 1.16/1.34 元，预计 2023 年 EPS 为 1.48 元，当前市值对应 PE 为 11/10/9X，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.65
一年最低/最高价	5.38/15.85
市净率(倍)	2.15
流通 A 股市值(百万元)	82775.53

基础数据

每股净资产(元)	5.89
资产负债率(%)	58.82
总股本(百万股)	8666.61
流通 A 股(百万股)	6543.52

相关研究

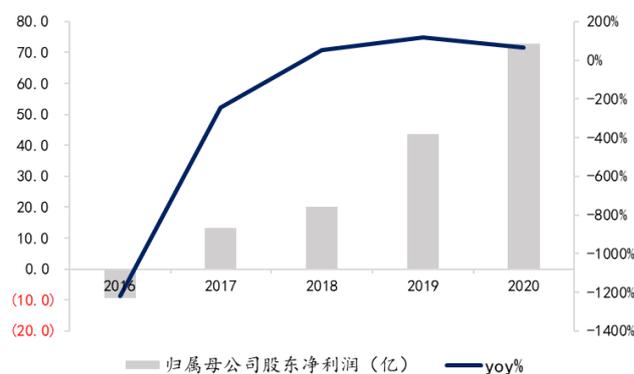
- 1、《中联重科 (000157): A+H 股定增落地，产业链布局贡献新增长极》2021-02-08
- 2、《中联重科 (000157): 业绩预增 60%-72%略超预期，后周期龙头确定性强》2021-01-20
- 3、《中联重科 (000157): 定增方案过审，后周期龙头面临估值修复》2020-12-08

图 1: 2020 年实现收入 651 亿, 同比+50%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年归母净利润 72.8 亿, 同比+67%



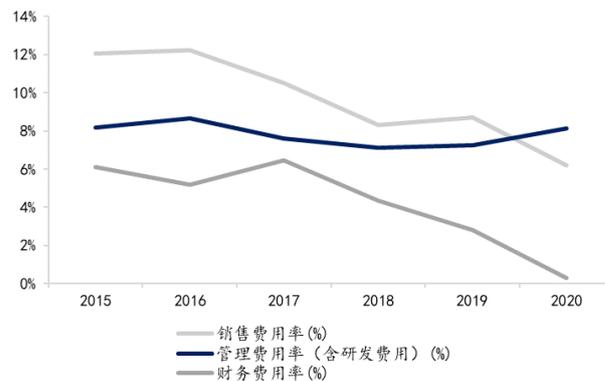
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 盈利能力大幅提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 期间费用率控制良好



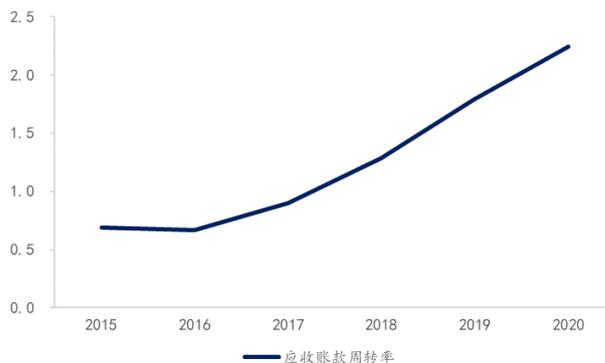
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 经营性净现金流创历史新高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 应收账款周转率明显提升



数据来源: 公司公告, 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	81245	97720	107099	115245	营业收入	65109	81388	91090	98627
现金	12483	11214	12000	13450	减:营业成本	46493	57291	64194	69616
应收账款	33975	44596	49912	54042	营业税金及附加	424	659	738	789
存货	14652	20405	22864	24795	营业费用	4046	5860	6376	6805
其他流动资产	20135	21505	22323	22957	管理费用	3135	5768	6164	6365
非流动资产	35030	36956	37040	37055	财务费用	181	815	822	789
长期股权投资	3388	3588	3788	3988	资产减值损失	-95	-160	-160	-160
固定资产	7342	9220	9256	9223	加:投资净收益	796	500	500	500
在建工程	1233	490	267	200	其他收益	-3183	152	152	152
无形资产	4555	4403	4251	4099	营业利润	8537	11807	13607	15075
其他非流动资产	18512	19255	19478	19545	加:营业外净收支	115	40	40	40
资产总计	116275	134676	144139	152300	利润总额	8652	11847	13647	15115
流动负债	46948	63335	70478	76069	减:所得税费用	1297	1777	2047	2267
短期借款	3228	3228	3228	3228	少数股东损益	75	0	0	0
应付账款	32584	45519	51004	55312	归属母公司净利润	7281	10070	11600	12847
其他流动负债	11136	14588	16246	17530	EBIT	12191	11962	13769	15203
非流动负债	21440	21440	21440	21440	EBITDA	13019	12966	14882	16398
长期借款	2927	2927	2927	2927					
其他非流动负债	18513	18513	18513	18513	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	68388	84775	91918	97509	每股收益(元)	0.92	1.16	1.34	1.48
少数股东权益	1143	1143	1143	1143	每股净资产(元)	5.89	5.63	5.89	6.19
					发行在外股份(百万股)	7938	8667	8667	8667
归属母公司股东权益	46744	48758	51078	53647	ROIC(%)	22.2%	21.1%	24.4%	26.1%
负债和股东权益	116275	134676	144139	152300	ROE(%)	15.6%	20.7%	22.7%	23.9%
					毛利率(%)	28.6%	29.6%	29.5%	29.4%
					销售净利率(%)	11.3%	12.4%	12.7%	13.0%
					资产负债率(%)	58.8%	62.9%	63.8%	64.0%
					收入增长率(%)	50.3%	25.0%	11.9%	8.3%
					净利润增长率(%)	66.6%	38.3%	15.2%	10.8%
					P/E	13.86	10.94	9.50	8.57
					P/B	2.16	2.26	2.16	2.05
					EV/EBITDA	13.00	14.32	12.96	12.10

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>