

公司研究

年度业绩创历史新高，一季度业绩略超预期，高成长趋势延续

——中联重科（000157.SZ/1157.HK）2020年报、2021年一季度业绩预告点评

要点

业绩创历史新高，利润率持续提升

中联重科2020年实现营业收入651.1亿人民币，同比增长50.3%；实现归母净利润72.8亿人民币，同比增长66.6%。毛利率28.6%，同比下降1.4个百分点；净利率11.3%，同比上升1.4个百分点，主要由于规模效应和经营效率提升。经营性净现金流入74.2亿人民币，同比增长19.3%。

工程机械主要产品巩固优势，潜力市场突破，增长趋势延续

2020年公司混凝土机械收入189.8亿人民币，同比增长36.6%，其中长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额居行业第一，搅拌车轻量化产品份额提升至行业前三；起重机械收入349.0亿人民币，同比增长57.6%，其中30吨及以上汽车起重机和履带起重机国内市场份额位居行业第一，建筑起重机械销售规模稳居全球第一；其他工程机械产品收入75.0亿人民币，同比增长51.8%，土方机械、高空作业机械、干混砂浆设备、矿山机械市场竞争力不断提升。

形成“农机设备+智慧农业”两条主线，农机业务前景光明

2020年公司农业机械收入26.4亿，同比增长67.0%，其中甘蔗机销量保持市场第一，抛秧机首年推出即取得市场销量第一；打捆机首次取得销量市场第一。公司农机工业互联网、人工智能、智慧农业三大数据平台实现融合应用，建成首个水稻智慧农场，数字农业模型搭建完成，具备大面积商业推广能力。农业机械化趋势不断发展，公司农机业务前景光明，有望成为继工程机械之后新的增长点。

加速推进智能制造，技术创新引领市场

公司全面升级4.0创新工程，提出4.0A新阶段技术创新的新理念：智能、极致、绿色，产品性能升级加速推进，研发完成后将推动公司产品在数字化、智能化、新能源化三方面全面升级，成为公司持续发展的源动力。

预告一季度业绩同比大幅上升，维持“买入”评级

公司发布2021年第一季度业绩预告，预计归母净利润为22-26亿人民币，同比大幅增长114.4%-153.4%，基本每股收益0.29-0.35元人民币。公司一季度业绩略超预期，显示行业维持高景气，公司核心产品产销两旺，盈利能力持续提升。我们随之上调公司21-22年净利润预测13.1%/17.1%至93.8/107.5亿人民币，引入23年净利润预测120.2亿人民币，对应21-23年EPS预测1.08/1.24/1.39元人民币。维持公司A股和H股“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；下游景气度下行风险；海外疫情控制不力风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	43,307	65,109	77,533	86,476	94,854
营业收入增长率	50.92%	50.34%	19.08%	11.53%	9.69%
净利润（百万元）	4,371	7,281	9,377	10,750	12,022
净利润增长率	116.42%	66.55%	28.79%	14.65%	11.83%
EPS（元）（摊薄）	0.50	0.84	1.08	1.24	1.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.25%	15.58%	15.70%	16.11%	16.14%
P/E（A股）	25	15	12	10	9
P/E（H股）	20	12	9	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-30；汇率：按1HKD=0.845CNY换算

A股：买入（维持）

当前价：12.65元

H股：买入（维持）

当前价：11.66港元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsec.com

分析师：王锐

执业证书编号：S0930517050004

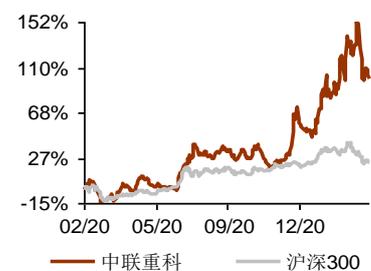
010-56513153

wangrui3@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	86.67
总市值(亿元)	1096.33
一年最低/最高(元)	5.52/16.28
近3月换手率	114.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.21	27.49	96.53
绝对	-19.04	24.36	133.49

资料来源：Wind

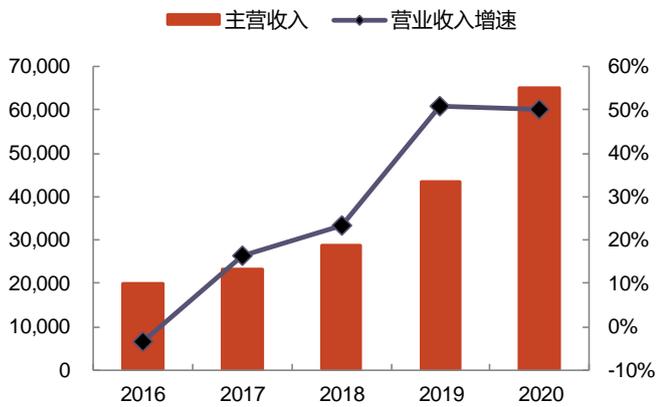
相关研报

工程机械销售维持景气，农机业务潜力巨大——中联重科（000157.SZ/1157.HK）2020年三季度业绩点评（2020-11-01）

业绩高速增长，中期派息提升股东回报——中联重科（000157.SZ）2020年中报点评（2020-08-23）

定增赋能业务成长，管理层参与认购彰显信心——中联重科（000157.SZ）定增预案点评（2020-07-06）

图表 1: 公司收入变化 (单位:百万元人民币)



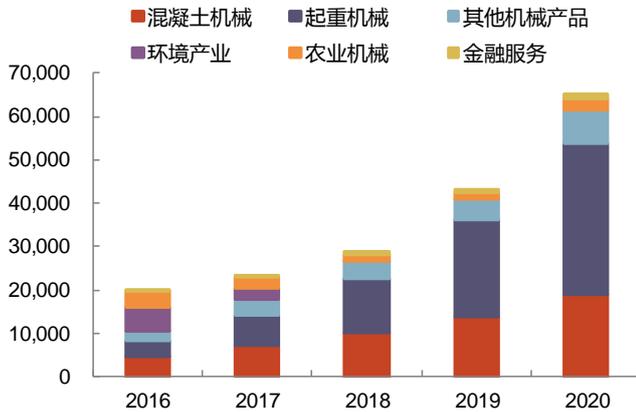
资料来源: 公司公告

图表 2: 公司净利润变化 (单位:百万元人民币)



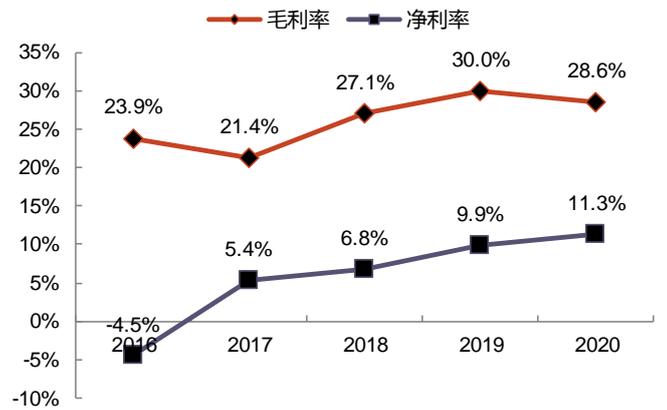
资料来源: 公司公告

图表 3: 公司分业务收入结构 (单位:百万元人民币)



资料来源: 公司公告

图表 4: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	43,307	65,109	77,533	86,476	94,854
营业成本	30,315	46,493	55,359	61,870	67,947
折旧和摊销	865	829	907	968	1,036
税金及附加	359	424	543	605	664
销售费用	3,780	4,046	4,497	5,016	5,502
管理费用	1,620	1,955	2,171	2,335	2,466
研发费用	1,516	3,345	3,722	4,151	4,553
财务费用	1,215	181	438	155	12
投资收益	946	796	850	900	950
营业利润	5,014	8,537	10,952	12,568	14,064
利润总额	5,034	8,652	11,032	12,648	14,144
所得税	759	1,297	1,655	1,897	2,122
净利润	4,275	7,355	9,377	10,750	12,022
少数股东损益	-96	75	0	0	0
归属母公司净利润	4,371	7,281	9,377	10,750	12,022
EPS(按最新股本计)	0.50	0.84	1.08	1.24	1.39

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,219	7,422	12,543	11,436	12,912
净利润	4,371	7,281	9,377	10,750	12,022
折旧摊销	865	829	907	968	1,036
净营运资金增加	-1,072	-555	-522	1,861	1,599
其他	2,055	-133	2,781	-2,144	-1,745
投资活动产生现金流	9,734	785	-1,291	-1,250	-1,225
净资本支出	-1,203	-613	-1,700	-1,700	-1,700
长期投资变化	3,908	3,388	-425	-450	-475
其他资产变化	7,029	-1,989	834	900	950
融资活动现金流	-19,649	-3,244	545	-3,905	-4,313
股本变化	66	63	729	0	0
债务净变化	-13,659	-2,435	-2,638	0	0
无息负债变化	11,506	18,288	3,680	3,572	3,029
净现金流	-3,681	5,013	11,797	6,281	7,374

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	30.0%	28.6%	28.6%	28.5%	28.4%
EBITDA 率	16.2%	15.8%	16.6%	16.5%	16.5%
EBIT 率	14.2%	14.5%	15.4%	15.4%	15.4%
税前净利润率	11.6%	13.3%	14.2%	14.6%	14.9%
归母净利润率	10.1%	11.2%	12.1%	12.4%	12.7%
ROA	4.6%	6.3%	7.2%	7.6%	7.9%
ROE (摊薄)	11.2%	15.6%	15.7%	16.1%	16.1%
经营性 ROIC	10.0%	14.3%	17.9%	19.0%	20.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	57%	59%	53%	52%	50%
流动比率	1.83	1.73	1.90	1.95	2.01
速动比率	1.49	1.42	1.58	1.62	1.68
归母权益/有息债务	1.77	2.39	3.53	3.94	4.40
有形资产/有息债务	3.85	5.53	7.21	7.82	8.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	92,068	116,275	130,316	140,888	151,639
货币资金	6,572	12,483	24,281	30,561	37,936
交易性金融资产	4,311	4,284	4,300	4,300	4,300
应收帐款	25,404	32,715	32,564	34,037	34,906
应收票据	0	241	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,077	1,023	1,173	1,307	1,433
存货	11,772	14,652	16,108	17,342	18,325
其他流动资产	3,936	4,599	4,599	4,599	4,599
流动资产合计	63,182	81,245	94,020	103,260	112,722
其他权益工具	2,367	2,279	2,279	2,279	2,279
长期股权投资	3,908	3,388	3,813	4,263	4,738
固定资产	5,803	6,109	6,166	6,284	6,426
在建工程	933	1,233	1,712	2,072	2,341
无形资产	4,048	4,555	4,662	4,766	4,869
商誉	2,053	2,091	2,091	2,091	2,091
其他非流动资产	415	458	458	458	458
非流动资产合计	28,886	35,030	36,296	37,628	38,917
总负债	52,535	68,388	69,431	73,003	76,032
短期借款	5,043	2,958	0	0	0
应付账款	9,301	13,663	14,947	16,086	16,987
应付票据	9,760	18,921	21,036	22,892	24,461
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	483	637	637	637	637
流动负债合计	34,583	46,948	49,440	53,012	56,041
长期借款	2,842	2,927	2,927	2,927	2,927
应付债券	11,673	13,410	12,000	12,000	12,000
其他非流动负债	2,535	3,450	3,450	3,450	3,450
非流动负债合计	17,951	21,440	19,991	19,991	19,991
股东权益	39,533	47,887	60,885	67,885	75,607
股本	7,875	7,938	8,667	8,667	8,667
公积金	17,022	17,441	23,282	23,282	23,282
未分配利润	17,430	22,593	29,021	36,021	43,743
归属母公司权益	38,863	46,744	59,742	66,742	74,464
少数股东权益	670	1,143	1,143	1,143	1,143

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.73%	6.21%	5.80%	5.80%	5.80%
管理费用率	3.74%	3.00%	2.80%	2.70%	2.60%
财务费用率	2.81%	0.28%	0.57%	0.18%	0.01%
研发费用率	3.50%	5.14%	4.80%	4.80%	4.80%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.32	0.43	0.50	0.55
每股经营现金流	0.79	0.94	1.45	1.32	1.49
每股净资产	4.94	5.89	6.89	7.70	8.59
每股销售收入	5.50	8.20	8.95	9.98	10.94

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A股)	25	15	12	10	9
PB (A股)	2.6	2.1	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.5	11.1	8.6	7.4	6.5
股息率	0.0%	2.5%	3.4%	3.9%	4.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE