

2021 年一季报点评：净利润同比+135%，降本增效贡献业绩弹性

2021 年 04 月 30 日

买入 (维持)

事件：2021Q1 公司单季营收 190.50 亿，同比+110.11%，归母净利润 24.16 亿，同比+135.41%，靠业绩预告上限；扣非后归母净利润 22.43 亿，同比+157.79%；经营性现金流净额 26.60 亿，回款情况较好。

投资要点

■ 受益行业高景气，后周期机种+新兴战略板块保持高速增长

(1)传统后周期机种领域：21Q1 行业起重机销量 1.9 万辆，同比+75.75%，大吨位起重机排产至下半年；混凝土泵车、搅拌车，与同为后周期品种的起重机保持高速增长。2020 年公司工程起重机、塔机及混凝土机械合计收入占比 86%，深度受益后周期产品高景气持续，产品竞争力及市场份额持续提升。(2)新兴成长板块：2020 年挖机、高机及农机，三块合计收入不到 70 亿，体量较小。受益于公司出色产品竞争力、端对端营销政策，21Q1 高机等产品供不应求，新兴板块保持高速增长态势。

■ 新品快速放量短期拖累毛利率，降本增效贡献业绩弹性

21Q1 年综合毛利率 27.17%，同/环比-3.39/-1.60pct。我们预计主要系公司产品销售结构变化，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。我们预计 2021 年挖机、高机及高端农机仍是公司增长最快的子板块，预计随着规模放量，毛利率有望稳步回春。值得注意的是，公司臂式新产业园预计明年投产，届时产能有望站上新台阶。

21Q1 年归母净利润率为 12.68%，同/环比+1.36/+1.50pct，主要得益于控费能力大幅提升。21Q1 单季期间费用率为 14.6%，同比-4.47pct，其中管理/销售/财务费用率控制良好，分别同比-2.24/-1.05/-2.77pct，研发费用率同比+1.59pct，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。

■ 拟出售北京租赁公司 81% 股权，聚焦高端制造主业

2021 年 4 月 16 日，中联重科拟将北京租赁公司 91% 股权，以 16.2 亿转让给湖南省国资委、迪策投资。其中，45% 的股权、36% 的股权分别以人民币 9.0 亿、7.2 亿元转让给湖南国资集团、迪策投资公司。通过本次股权交易，公司将获得约 16 亿元资本金回收，用于主业发展，同时减少 130 亿左右的融资租赁应收款。公司融资租赁业务平均账期 3 年左右，存量未到期欠款有望 3 年左右归还。我们认为，融资租赁作为资金占用高，杠杆率高的业务，从上市公司剥离有利于降低资产负债率、减少公司资金占用，集中资源聚焦高端制造主业。同时，通过专业化、市场化的金融服务，租赁公司能够更客观有效的识别客户与风险，优化产业结构实现多赢。

■ 行业景气持续性有望超预期，行业竞争格局已大幅优化

针对市场担心的景气度及价格战问题，我们认为：

1、**本轮周期景气拉长，波动性弱化。**CME 预计 4 月挖机销量同比+10%，1-4 月累计增速至 55%。项目开工需求持续旺盛，下游设备客户平均回收期 2-3 年。我们预计 21 年后周期产品起重机、混凝土机械行业增速 20% 以上。未来几年行业周期波动预计个位数，较上一轮周期显著弱化。2025 年后有望进入下一轮大更新周期。

2、**行业竞争风险可控，利润率可以维持：**①**行业集中度提升：**2011 年挖机行业 CR3 为 33%，2020 年升至 56%，龙头话语权加大，竞争风险可控。②**中小厂商降价空间有限：**龙头利润率较高，行业降价对中小厂商将是存亡问题。③**部分机种已经涨价。**受原材料钢材涨价、下游需求旺盛影响，21Q1 行业搅拌车、泵车已经涨价，塔机等也存在涨价动力，行业竞争良性。建议积极关注受益行业集中度提升的强阿尔法。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2021-23 年预计净利润 101/116/128 亿，当前市值对应 PE 为 10/9/8 X，维持“买入”评级。

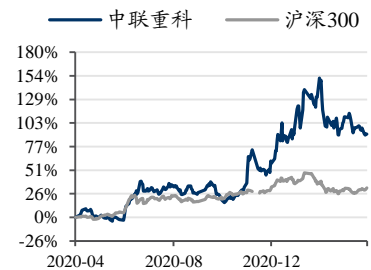
■ **风险提示：**工程机械行业景气度不及预期；新业务开展不及预期。

证券分析师 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)	11.88
一年最低/最高价	5.97/15.85
市净率(倍)	1.86
流通 A 股市值(百万元)	77737.02

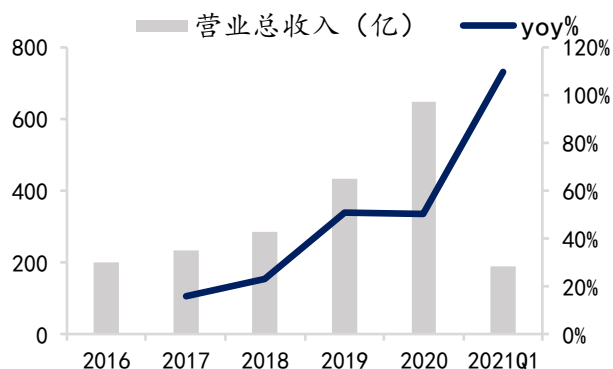
基础数据

每股净资产(元)	6.39
资产负债率(%)	58.22
总股本(百万股)	8666.61
流通 A 股(百万股)	6543.52

相关研究

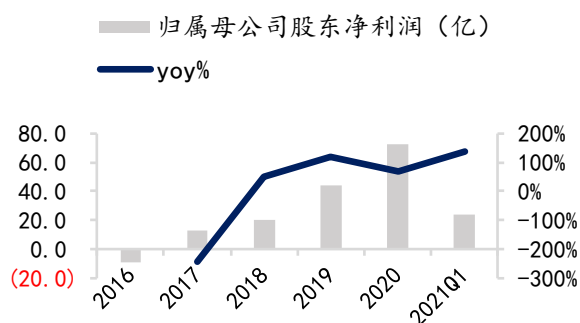
- 1、《中联重科 (000157)：2020 年报点评：业绩同比+67%，21 年仍有望延续高增长》2021-03-31
- 2、《中联重科 (000157)：A+H 股定增落地，产业链布局贡献新增长极》2021-02-08
- 3、《中联重科 (000157)：业绩预增 60%-72% 略超预期，后周期龙头确定性高》2021-01-20

图 1: 21Q1 公司营收 190.50 亿, 同比+110.11%



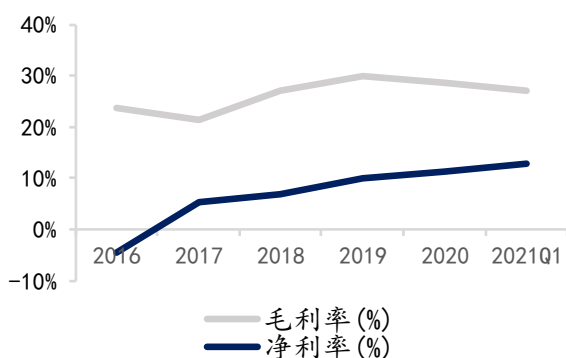
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 21Q1 归母净利润 24.16 亿, 同比+135.41%,



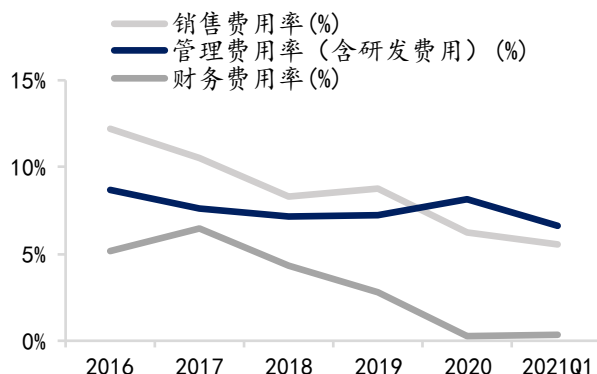
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 21Q1 毛利率 27.17%, 归母净利润率 12.68%



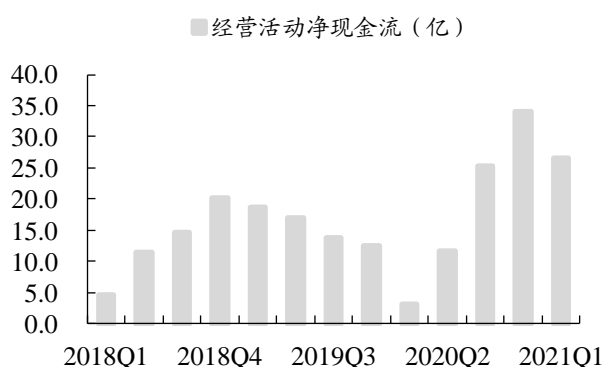
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 21Q1 单季期间费用率为 14.6%, 同比-4.47pct



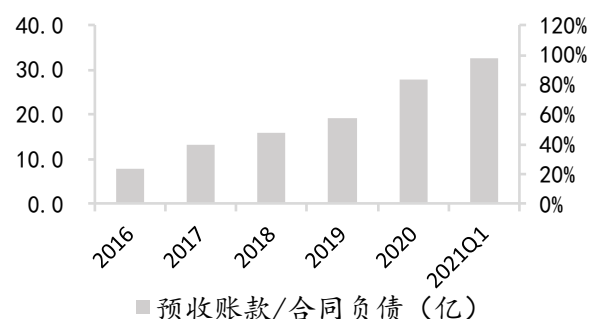
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 21Q1 经营性净现金流 26.6 亿, 回款良好



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 21Q1 公司合同负债 32.68 亿



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	978	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
归属母公司股东权益	46744	48758	51078	53647	发行在外股份(百万股)	7938	8667	8667	8667
负债和股东权益	116275	134676	144139	152300	ROIC(%)	22.2%	21.1%	24.4%	26.1%
					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	12.95	10.22	8.88	8.01
					P/B	2.02	2.11	2.02	1.92
					EV/EBITDA	12.50	13.81	12.51	11.70

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>