

业绩符合预期，市占率稳步提升

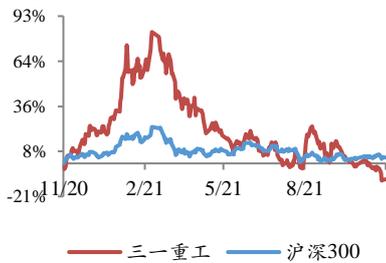
——2021年三季度业绩点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-11-01

收盘价（元）	23.06
近12个月最高/最低（元）	46.91/22.86
总股本（百万股）	8,492
流通股本（百万股）	8,492
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,958
流通市值（亿元）	1,958

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

- 加大研发布局未来，盈利能力短期承压 2021-08-30
- 业绩超预期，价值被低估 2021-04-16
- 加大研发布局未来，剩者为王强者恒强 2021-04-02

主要观点：

- 事件：**10月23日，公司发布2021年三季度报，1-9月份，公司实现收入882.81亿元，同比增长20.23%，归母净利润125.67亿元，同比增长0.96%；单Q3，实现收入207.83亿元，同比降低12.98%，归母净利润24.93亿元，同比降低35.32%。
- 核心观点：**业绩基本符合预期。公司单三季度利润同比下滑主要系①行业进入调整期，需求表现较弱，收入下滑；②市场价格下行导致倒挂，加大对经销商返利，维护渠道稳定；③产品/市场结构变化。在行业增速放缓背景下，公司整体保持较强市场竞争力，市占率稳步提升。展望未来，一方面，数字化改善公司盈利能力，合计21座灯塔工厂改造计划预计于明年上半年全部完工，数字化降本增效成果逐步显现；另一方面，国际化战略有望平滑国内市场周期波动的影响，预计海外收入规模维持60%以上增速，占总收入比重持续提升。维持公司“买入”评级。
- 国内市场调整阶段，公司阿尔法凸显，市占率稳步提升，国际化战略进展顺利。**三季度行业整体表现偏弱，一方面由于短期因素影响，如限产限电、疫情反弹等，另一方面由于房地产政策压制了设备需求。在市场大势下，公司基于自身渠道、管理、服务、产品全方位竞争优势，市场份额稳步提升。**分产品来看：**①**挖机板块：**公司延续了近年来市占率提升趋势，达到30%左右，其中小挖提升相对较快；②**混凝土机械：**泵车保持行业第一，搅拌车市占率略有提升；③**起重机：**汽车起重机市占率提升较快，履带吊保持行业第一，受风电吊装需求推动，起重机板块表现出较强韧性。**分市场来看，**公司海外收入保持高速增长，全年收入占比有望超过20%。面对海外市场，公司坚持本土化研发、服务与经营，同时加大渠道建设力度，海外代理商数量大幅增加。随着海外市场收入规模的扩大，公司熨平国内单一市场周期波动能力进一步增强。
- 多种因素导致盈利能力承压，公司降本增效成果明显。**前三季度，公司销售毛利率27.32%，同比-2.98pct。毛利率承压主要受价格端影响：①加大对渠道支持力度，维护渠道稳定以及经销商盈利水平；②产品/市场结构变化，包括挖机板块低毛利海外销售占比提升，以及混凝土机械板块低毛利搅拌车收入占比提升。从成本端来看，公司通过工艺改进、集中采购备货、智能制造很好的应对了原材料及运费成本上涨，成本端对整体毛利率影响有限。展望未来，我们预计公司有能力和意愿维持毛利率稳定，一方面，终端产品价格下降空间有限，另一方面，优质企业将通过不断推陈出新维持较好的长期毛利率。**坚持“两新三化”投入布局未来，期间费用率略有提升：**前三季度，公司期间费用率12.76%，同比+1.25pct，销售、管理、研发、财务费用率

分别同比+0.67、+0.22、+0.93、-0.58pct，销售、研发费用率提升相对较高，主要系一方面公司国际化战略加大对渠道建设投入，另一方面，针对“两新三化”产品的持续研发。2021年Q1-03，公司研发费用分别为14、16、13亿元，预计公司未来将保持平稳的研发投入水平，聚焦电动化、国际化、自动化产品。综上，前三季度，公司净利率14.66，同比-2.81pct。

- 公司整体资产质量高，现金流承压系三季度采购支付增加导致。**前三季度，公司经营活动净现金流为102.36亿元，同比下降7.61%；单Q3，经营性净现金流4.48亿，同比下滑81.91%。从销售回款角度来看，公司表现良好，应收周转天数68天，相对2020年水平进一步下降，回款率提高；从采购支付角度看，公司于2020Q4-2021Q1期间进行大量原材料储备，采购付款周期约6-8个月，因此三季度存在刚性支付压力。我们预计公司未来单季度现金压力减小，一方面系后续采购规模下降，刚性支付减少，另一方面，公司通过海外融资平台建设、加强商业信用管控等手段平滑受采购支付影响的现金流波动。

● 投资建议

预计公司2021-23年归母净利润分别为157、188、229亿元，同比增速分别为2.0%、19.5%、21.7%。对应PE分别为12、10、9倍。公司前瞻性研发布局未来，全球产品竞争力将持续加强，维持“买入”评级。

● 风险提示

经济增速大幅下滑，基建补短板效果不及预期；海外市场开拓受阻；市场竞争加剧。

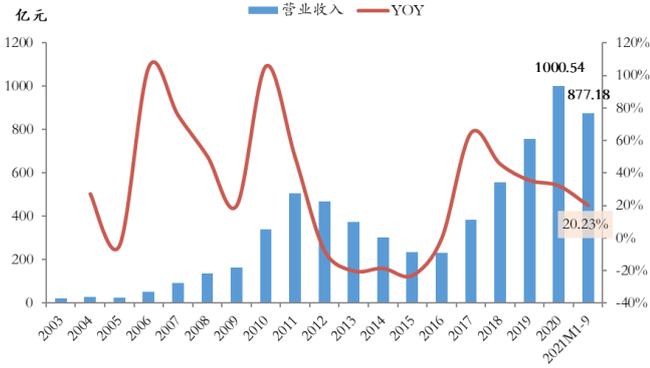
● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	100054	113997	130257	149047
收入同比 (%)	31.2%	13.9%	14.3%	14.4%
归属母公司净利润	15431	15738	18812	22892
净利润同比 (%)	36.2%	2.0%	19.5%	21.7%
毛利率 (%)	30.0%	27.7%	28.0%	28.3%
ROE (%)	27.3%	21.8%	20.6%	20.1%
每股收益 (元)	1.84	1.85	2.22	2.70
P/E	19.25	12.44	10.41	8.55
P/B	5.25	2.71	2.15	1.72
EV/EBITDA	15.64	10.80	8.57	6.53

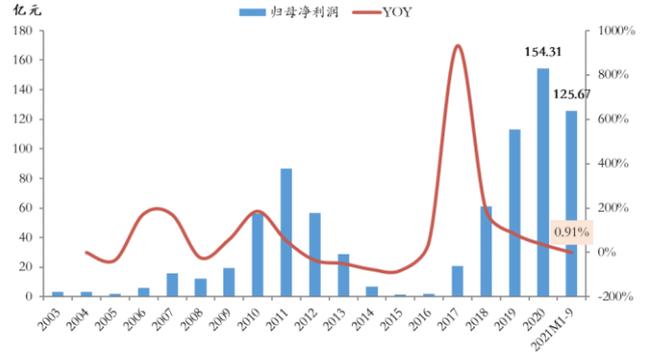
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 公司 2021M1-9 营收增速 20.23%



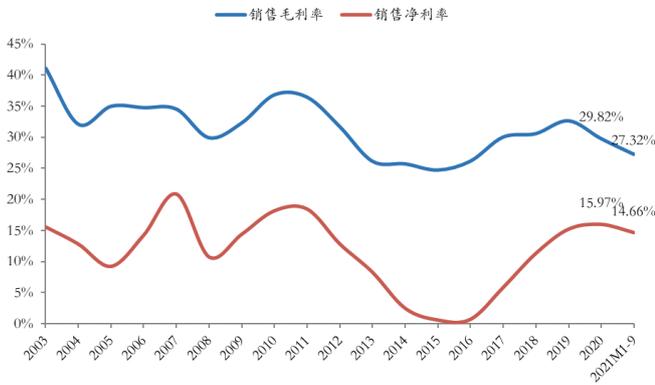
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 公司 2021M1-9 归母净利润增速 0.91%



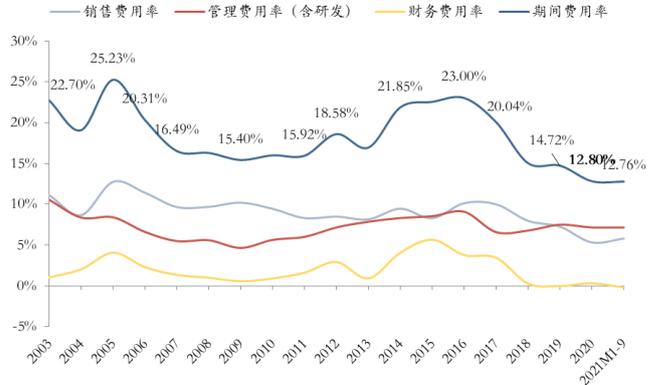
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利率承压, 带动净利率下滑



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 公司期间费用率情况



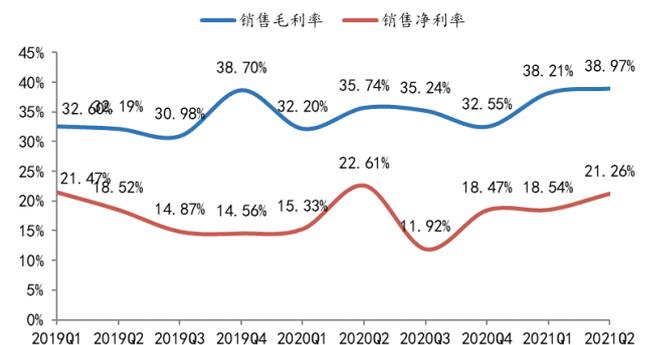
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 公司加大研发投入



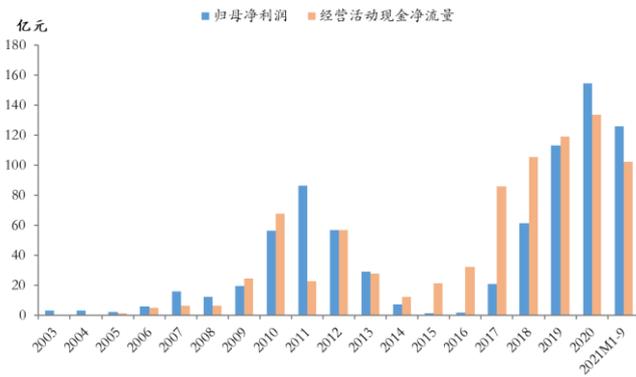
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度毛、净利率情况



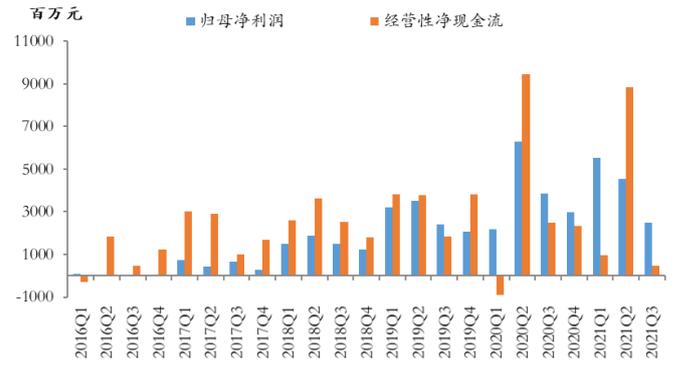
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 经营性净现金与归母净利润基本匹配



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司单季度经营性净现金流情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示:

经济增速大幅下滑, 基建补短板效果不及预期; 海外市场开拓受阻; 市场竞争加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	91428	109085	136902	169564	营业收入	100054	113997	130257	149047
现金	12596	7566	18730	33968	营业成本	70035	82394	93725	106915
应收账款	21512	28109	31404	34710	营业税金及附加	408	456	495	566
其他应收款	1869	3748	4639	5717	销售费用	5332	6669	7164	7452
预付账款	1156	1071	1125	1283	管理费用	2201	2280	2475	2534
存货	19198	23702	26962	30756	财务费用	282	346	169	123
其他流动资产	35098	44889	54042	63130	资产减值损失	-24	-2	-2	-2
非流动资产	34827	37071	39401	41748	公允价值变动收益	-436	-500	-550	-600
长期投资	3420	3620	3870	4120	投资净收益	905	1368	1303	1490
固定资产	10841	10066	9317	8595	营业利润	18548	18757	22379	27181
无形资产	3228	3196	3094	2972	营业外收入	158	120	120	120
其他非流动资产	17338	20190	23121	26062	营业外支出	175	100	100	100
资产总计	126255	146156	176304	211313	利润总额	18531	18777	22399	27201
流动负债	62049	65821	76742	88402	所得税	2671	2685	3203	3890
短期借款	7636	0	0	0	净利润	15861	16092	19196	23311
应付账款	24892	19639	22597	25777	少数股东损益	429	354	384	420
其他流动负债	29520	46182	54145	62625	归属母公司净利润	15431	15738	18812	22892
非流动负债	6018	6018	6018	6018	EBITDA	18992	17920	21294	25584
长期借款	4532	4532	4532	4532	EPS (元)	1.84	1.85	2.22	2.70
其他非流动负债	1486	1486	1486	1486					
负债合计	68067	71839	82760	94420					
少数股东权益	1625	1979	2363	2783					
股本	8479	8491	8491	8491					
资本公积	5129	5129	5129	5129					
留存收益	42955	58717	77561	100490					
归属母公司股东权益	56562	72337	91181	114110					
负债和股东权益	126255	146156	176304	211313					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13363	11946	19507	23413
净利润	15431	15738	18812	22892
折旧摊销	1904	1194	1214	1234
财务费用	222	381	215	215
投资损失	-905	-1368	-1303	-1490
营运资金变动	-3546	-3778	818	836
其他经营现金流	19233	19295	17746	21783
投资活动现金流	-11250	-8971	-8127	-7960
资本支出	-4133	-1454	-1545	-1555
长期投资	-9940	-9415	-8415	-8465
其他投资现金流	2823	1898	1833	2060
筹资活动现金流	-2452	-8005	-215	-215
短期借款	-1005	-7636	0	0
长期借款	3229	0	0	0
普通股增加	52	12	0	0
资本公积增加	-819	0	0	0
其他筹资现金流	-3910	-381	-215	-215
现金净增加额	-359	-5030	11165	15238

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	31.2%	13.9%	14.3%	14.4%
营业利润	33.0%	1.1%	19.3%	21.5%
归属于母公司净利	36.2%	2.0%	19.5%	21.7%
获利能力				
毛利率 (%)	30.0%	27.7%	28.0%	28.3%
净利率 (%)	15.4%	13.8%	14.4%	15.4%
ROE (%)	27.3%	21.8%	20.6%	20.1%
ROIC (%)	20.5%	18.0%	17.4%	17.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	53.9%	49.2%	46.9%	44.7%
净负债比率 (%)	117.0%	96.7%	88.5%	80.8%
流动比率	1.47	1.66	1.78	1.92
速动比率	1.14	1.28	1.42	1.55
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.78	0.74	0.71
应收账款周转率	4.65	4.06	4.15	4.29
应付账款周转率	2.81	4.20	4.15	4.15
每股指标 (元)				
每股收益	1.84	1.85	2.22	2.70
每股经营现金流薄)	1.57	1.41	2.30	2.76
每股净资产	6.66	8.52	10.74	13.44
估值比率				
P/E	19.25	12.44	10.41	8.55
P/B	5.25	2.71	2.15	1.72
EV/EBITDA	15.64	10.80	8.57	6.53

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。