

中联重科 (000157.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

出口保持高增长，盈利能力持续改善

业绩简评

4月29日，公司发布24年一季度，24Q1公司实现营业收入117.73亿元，同比+12.93%；实现归母净利润9.16亿元，同比+13.06%；扣非后归母净利润为7.77亿元，同比+19.45%，符合市场预期。

经营分析

海外占比接近5成，带动盈利能力持续提升。根据公告，24Q1公司毛利率、净利率分别达28.65%/8.67%，同比+2.26/0.36pcts，若剔除股份支付费用影响，24Q1公司净利率达到9.62%（同比+1.38pcts），盈利能力明显提升主要得益于境外收入占比提升；根据公告，24Q1公司境外市场57.03亿元，同比+52.85%，境外收入占比达到48.43%，相比23年底提升10.39pcts。其中23年境外市场毛利率达到32.23%，比国内高出7.57pcts；海外收入占比提振整体毛利率。

产品实现多元化发展，挖机、高机、农机发展迅速。根据公告，23年土方机械、高机分别实现66.48/57.07亿元，同比+89.32%/24.16%，上述两个领域收入占比14.12%/12.12%，收入占比分别提升5.69/1.08pcts，推动公司多元化发展，其中土方机械板块进展迅速，坚持聚焦中大挖战略，市场份额持续提升，在挖机国内市场实现逆周期增长。

国内挖机市场筑底信号明确，公司有望受益于新一轮更新周期启动。根据CME数据，23M4挖机国内销量9500台（同比基本持平），有望实现连续两个月持平/正增长，国内挖机市场的下行周期或已结束，板块筑底信号明确，随着“以旧换新”政策落地，板块更新周期有望提前启动。公司近两年大力发展土方机械领域，有望充分受益国内挖机市场复苏。

盈利预测、估值与评级

我们根据公告调整盈利预测，预计2024-2026年公司营业收入为583.50/721.47/857.16亿元，归母净利润为43.90/61.09/78.14亿元，对应PE为17/12/9X，维持“增持”评级。

风险提示

下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

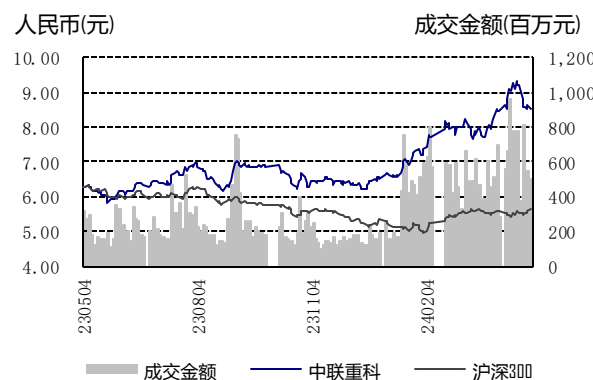
分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：8.50元

相关报告：

- 《中联重科公司点评：出口高增长，盈利能力大幅改善》，2024.3.29
- 《中联重科公司点评：出口保持高增，业绩符合预期》，2024.1.24
- 《中联重科公司点评：出口保持高增，业绩超预期》，2023.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	41,631	47,075	58,350	72,147	85,716
营业收入增长率	-37.98%	13.08%	23.95%	23.65%	18.81%
归母净利润(百万元)	2,306	3,506	4,390	6,109	7,814
归母净利润增长率	-63.22%	52.04%	25.22%	39.15%	27.92%
摊薄每股收益(元)	0.266	0.404	0.506	0.704	0.900
每股经营性现金流净额	0.28	0.31	0.49	0.62	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.21%	6.22%	7.48%	9.80%	11.66%
P/E	20.47	16.16	16.80	12.07	9.44
P/B	0.86	1.00	1.26	1.18	1.10

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	67,131	41,631	47,075	58,350	72,147	85,716
增长率		-38.0%	13.1%	24.0%	23.6%	18.8%
主营业务成本	-51,280	-32,543	-34,109	-42,091	-51,649	-61,175
%销售收入	76.4%	78.2%	72.5%	72.1%	71.6%	71.4%
毛利	15,851	9,088	12,966	16,260	20,499	24,541
%销售收入	23.6%	21.8%	27.5%	27.9%	28.4%	28.6%
营业税金及附加	-375	-289	-330	-350	-433	-429
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
销售费用	-3,473	-2,635	-3,557	-4,376	-5,411	-6,429
%销售收入	5.2%	6.3%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	-1,673	-1,574	-1,904	-2,042	-2,525	-3,000
%销售收入	2.5%	3.8%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-3,865	-2,507	-3,441	-3,793	-4,690	-5,572
%销售收入	5.8%	6.0%	7.3%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	6,464	2,082	3,734	5,698	7,440	9,112
%销售收入	9.6%	5.0%	7.9%	9.8%	10.3%	10.6%
财务费用	-31	265	260	-329	-370	-310
%销售收入	0.0%	-0.6%	-0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-749	-1,035	-884	-477	-479	-377
公允价值变动收益	65	-11	-37	20	20	20
投资收益	140	250	-187	200	200	200
%税前利润	1.9%	10.1%	n.a	3.8%	2.9%	2.3%
营业利润	7,231	2,386	4,152	5,112	6,811	8,645
营业利润率	10.8%	5.7%	8.8%	8.8%	9.4%	10.1%
营业外收支	93	84	75	90	90	90
税前利润	7,324	2,471	4,228	5,202	6,901	8,735
利润率	10.9%	5.9%	9.0%	8.9%	9.6%	10.2%
所得税	-938	-86	-457	-520	-483	-611
所得税率	12.8%	3.5%	10.8%	10.0%	7.0%	7.0%
净利润	6,386	2,385	3,771	4,682	6,418	8,124
少数股东损益	116	79	265	292	309	309
归属于母公司的净利润	6,270	2,306	3,506	4,390	6,109	7,814
净利率	9.3%	5.5%	7.4%	7.5%	8.5%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6,386	2,385	3,771	4,682	6,418	8,124
少数股东损益	116	79	265	292	309	309
非现金支出	1,755	2,196	2,282	1,656	1,753	1,743
非经营收益	491	340	83	-67	350	349
营运资金变动	-6,008	-2,497	-3,424	-1,987	-3,149	522
经营活动现金净流	2,625	2,425	2,713	4,284	5,372	10,738
资本开支	-2,752	-1,441	-1,803	-1,367	-1,713	-1,515
投资	-1,212	1,792	1,893	-1,180	-780	-580
其他	2,130	216	-368	200	200	200
投资活动现金净流	-1,834	567	-278	-2,347	-2,293	-1,895
股权募资	6,421	1,098	387	0	0	0
债权募资	81	2,751	194	-4,526	2,470	-2,627
其他	-4,081	-6,343	-3,225	-2,794	-3,104	-3,785
筹资活动现金净流	2,421	-2,494	-2,643	-7,320	-633	-6,412
现金净流量	3,104	601	-185	-5,383	2,446	2,431

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,167	15,499	15,870	10,404	12,788	15,174
应收款项	46,152	29,839	26,889	42,971	50,927	55,752
存货	13,501	14,203	22,504	18,174	23,574	27,780
其他流动资产	14,573	14,323	13,276	11,009	12,000	12,791
流动资产	89,393	73,862	78,539	82,557	99,290	111,497
%总资产	73.3%	59.8%	60.0%	61.1%	65.1%	67.6%
长期投资	13,814	25,186	24,258	24,258	24,258	24,258
固定资产	9,296	13,792	16,609	17,330	17,711	17,802
%总资产	7.6%	11.2%	12.7%	12.8%	11.6%	10.8%
无形资产	7,477	7,958	7,814	8,201	8,373	8,543
非流动资产	32,625	49,691	52,323	52,631	53,160	53,399
%总资产	26.7%	40.2%	40.0%	38.9%	34.9%	32.4%
资产总计	122,018	123,553	130,862	135,188	152,450	164,896
短期借款	11,206	11,191	7,545	8,817	12,287	9,661
应付款项	28,626	27,818	29,690	39,446	49,834	59,033
其他流动负债	9,840	9,382	12,761	10,254	10,744	11,664
流动负债	49,672	48,391	49,996	58,517	72,865	80,358
长期贷款	4,902	10,937	14,944	11,944	10,944	10,944
其他长期负债	9,147	7,249	6,754	3,014	2,952	2,908
负债	63,721	66,578	71,695	73,475	86,762	94,210
普通股股东权益	56,868	54,741	56,407	58,661	62,326	67,015
其中：股本	8,678	8,678	8,678	8,678	8,678	8,678
未分配利润	25,405	24,902	25,734	28,368	32,033	36,722
少数股东权益	1,429	2,234	2,760	3,052	3,362	3,671
负债股东权益合计	122,018	123,553	130,862	135,188	152,450	164,896

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.722	0.266	0.404	0.506	0.704	0.900
每股净资产	6.553	6.308	6.500	6.760	7.182	7.722
每股经营现金净流	0.302	0.279	0.313	0.494	0.619	1.237
每股股利	0.210	0.320	0.320	0.202	0.282	0.360
回报率						
净资产收益率	11.03%	4.21%	6.22%	7.48%	9.80%	11.66%
总资产收益率	5.14%	1.87%	2.68%	3.25%	4.01%	4.74%
投入资本收益率	7.24%	2.51%	4.04%	6.22%	7.78%	9.28%
增长率						
主营业务收入增长率	3.11%	-37.98%	13.08%	23.95%	23.65%	18.81%
EBIT增长率	-26.93%	-67.78%	79.30%	52.61%	30.57%	22.47%
净利润增长率	-13.88%	-63.22%	52.04%	25.22%	39.15%	27.92%
总资产增长率	4.94%	1.26%	5.92%	3.31%	12.77%	8.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	205.9	311.0	203.6	250.0	240.0	220.0
存货周转天数	100.2	155.4	196.4	160.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	101.0	155.8	130.0	160.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	36.8	91.3	84.8	68.2	54.6	45.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.24%	4.64%	8.20%	11.98%	10.16%	1.50%
EBIT利息保障倍数	207.1	-7.9	-14.3	17.3	20.1	29.4
资产负债率	52.22%	53.89%	54.79%	54.35%	56.91%	57.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	22	40	44	70
增持	1	5	6	7	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.25	1.17	1.17	1.04

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-31	增持	6.87	7.46~7.46
2	2023-08-31	增持	6.31	N/A
3	2023-10-31	增持	6.56	N/A
4	2024-01-24	增持	7.04	N/A
5	2024-03-29	增持	8.03	N/A

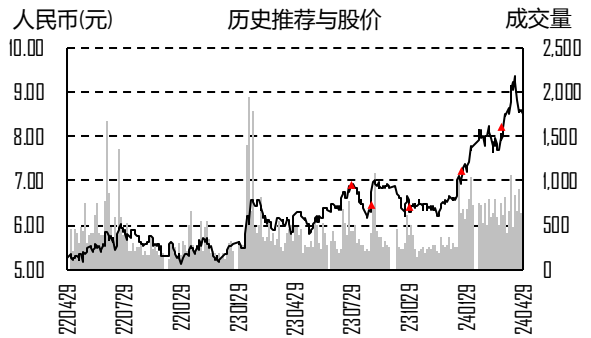
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806