

Q3 业绩保持强劲增长, 后周期龙头业绩确定性强

买入 (维持)

2020 年 10 月 30 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

021-60199784

zhouers@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	43307	59045	65906	70040
同比 (%)	50.9%	36.3%	11.6%	6.3%
归母净利润 (百万元)	4371	6836	7947	8844
同比 (%)	116.4%	56.4%	16.3%	11.3%
每股收益 (元/股)	0.56	0.86	1.00	1.12
P/E (倍)	13.33	8.57	7.37	6.63

事件: 公司 Q1-Q3 实现营收 452.44 亿 (+42.48%), 归母净利润 56.86 亿 (+63.41%), 扣非净利 49.56 亿 (+79.16%)。其中 Q3 单季实现收入 164.17 亿 (+72.94%), 归母净利润 16.68 亿 (+84.51%), 扣非净利 14.51 亿 (+122.55%)。

投资要点

■ 行业需求旺盛+市占率提升, 公司 Q3 业绩保持强势增长

公司 Q3 收入保持较快增长, 主要系: 1) 受益于疫情后的赶工需求, Q3 工程机械销量持续旺盛; 2) 公司作为后周期龙头, 产品优势明显, 市场份额持续提升; 3) 公司强化数字供应链和智能制造管理, 降本增效成果凸显, 净利润增速高于收入增速。

■ 净利率持续上行, Q3 现金流情况大幅转好

Q1-Q3 公司整体毛利率 28.51%, 同比-1.31pct, Q3 单季毛利率 27.03%, 同比-2.4pct, 我们判断主要受疫情期间销售政策调整以及产品结构变化的影响。

Q1-Q3 净利率提升至 12.68%, 同比+1.78pct, Q3 单季净利率 10.26%, 同比+0.89pct。净利率不降反增主要系公司期间费用控制能力良好, Q1-Q3 公司期间费用率 13.63%, 同比-3.87pct, 主要系: 1) 通过端对端销售模式降低管理费用率和销售费用率; 2) 公司控制带息负债规模, 叠加汇兑损益优化, 财务费用率同比降低。

Q1-Q3 经营活动净现金流 40.17 亿, 同比-19%, 其中 Q3 单季 25.38 亿, 同比+83%, 上半年经营回款延后, 于 Q3 加速回收, 现金流情况大幅转好; 应收账款周转天数 164 天, 周转速度持续加快, 营运能力不断向好。

■ 后周期景气度凸显+龙头地位稳固, 公司增长确定性强

疫情导致下游旺季顺延后, 叠加四季度基建投资力度有望延续, 我们预计全年工程机械需求整体保持旺盛, 下半年或与上半年整体持平。此外, 后周期产品景气度会更加凸显, 有望接力挖机成为增长最快的机种。公司混凝土机械排名前二、汽车起重机市占率排名前三、塔机稳居第一, 作为后周期龙头业绩释放弹性更高。

公司强调端对端销售模式和智能制造管理, 销售效率进一步提高, 成本进一步下降, 竞争优势更加凸显, 龙头地位稳固。

■ 盈利预测与投资评级: 混凝土机械+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强, 且市场份额不断集中, 公司将受益于后周期品种景气度高涨+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 68/79/88 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 8.6/7.4/6.6 倍, 参考国内外可比上市公司, 我们认为公司 PE 估值被显著低估, 给予 2020 年目标估值 11 倍, 对应市值 748 亿, 目标价 9.8 元, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 宏观经济下行风险; 行业竞争加剧导致利润率下滑; 市场拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.40
一年最低/最高价	5.14/8.73
市净率(倍)	1.27
流通 A 股市值(百万元)	47741.46

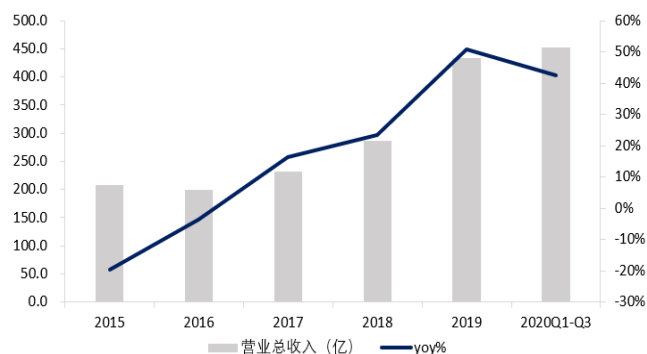
基础数据

每股净资产(元)	5.85
资产负债率(%)	57.52
总股本(百万股)	7918.70
流通 A 股(百万股)	6451.55

相关研究

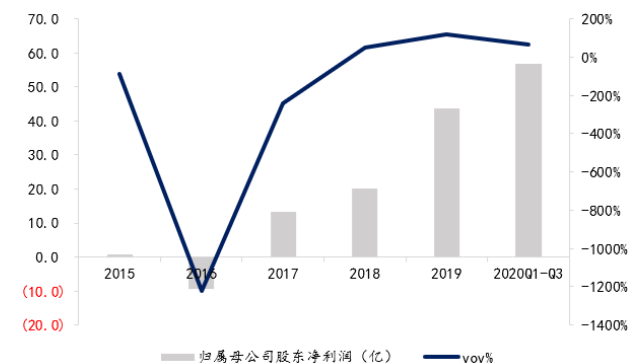
- 1、《中联重科 (000157): Q3 业绩增长强劲, 后周期龙头确定性强》2020-10-15
- 2、《中联重科 (000157): 定增方案修订版落地, 长期坚定信心不变》2020-09-30
- 3、《中联重科 (000157): 20H1 业绩超预期, 后周期龙头增长确定性高》2020-08-23

图 1: 2020 年前三季度实现营业收入 452 亿, 同比 +42%



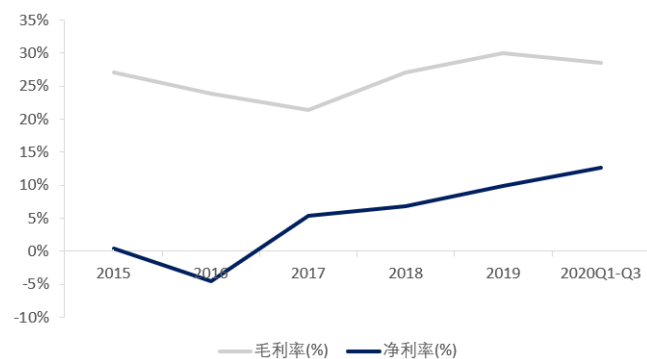
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 2: 2020 年前三季度实现归母净利润 57 亿, 同比 +63%



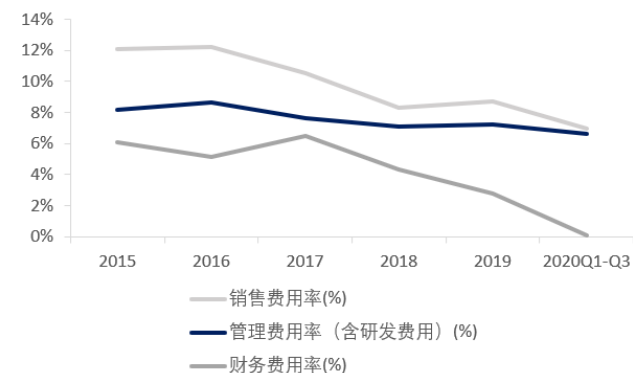
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 3: 2020 年前三季度净利率升至 12.7%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 2020 年前三季度期间费用率降至 13.63%



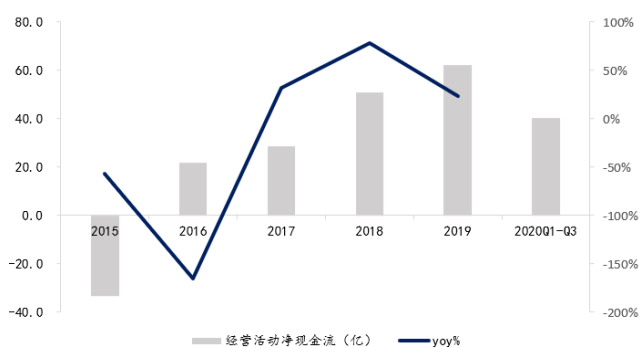
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年前三季度应收账款周转率 1.65, 高于去年同期 1.30



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 2020 年前三季度经营性现金流净额 40.17 亿, 第三季度现金流回款情况大幅优化



数据来源: WIND, 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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	63182	74186	80865	85057	营业收入	43307	59045	65906	70040
现金	6572	7000	7500	8000	减: 营业成本	30315	41224	45861	48569
应收账款	26450	32353	36113	38378	营业税金及附加	359	478	547	581
存货	11772	14683	16334	17298	营业费用	3780	4783	5272	5603
其他流动资产	18389	20150	20918	21381	管理费用	3135	4209	4419	4337
非流动资产	28886	29894	30172	30394	财务费用	1215	1223	1372	1459
长期股权投资	3908	4108	4308	4508	资产减值损失	-218	-240	-240	-240
固定资产	6735	7679	7891	8049	加: 投资净收益	946	500	500	500
在建工程	933	400	240	192	其他收益	-653	135	135	135
无形资产	4048	3913	3778	3643	营业利润	5014	8002	9309	10365
其他非流动资产	13262	13795	13955	14003	加: 营业外净收支	20	40	40	40
资产总计	92068	104080	111036	115452	利润总额	5034	8042	9349	10405
流动负债	34583	45229	50595	53242	减: 所得税费用	759	1206	1402	1561
短期借款	7484	11369	12994	14821	少数股东损益	-96	0	0	0
应付账款	19061	22589	25129	25282	归属母公司净利润	4371	6836	7947	8844
其他流动负债	8038	11271	12472	13138	EBIT	7234	8486	9941	11084
非流动负债	17951	17951	17951	17951	EBITDA	8099	9321	10868	12084
长期借款	2842	2842	2842	2842					
其他非流动负债	15109	15109	15109	15109					
负债合计	52535	63180	68547	71193	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	670	670	670	670	每股收益(元)	0.56	0.86	1.00	1.12
归属母公司股东权益	38863	40230	41820	43588	每股净资产(元)	4.94	5.08	5.28	5.50
负债和股东权益	92068	104080	111036	115452	发行在外股份(百万股)	7875	7919	7919	7919
					ROIC(%)	13.3%	15.5%	16.7%	17.5%
					ROE(%)	11.2%	17.0%	19.0%	20.3%
					毛利率(%)	30.0%	30.2%	30.4%	30.7%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.1%	11.6%	12.1%	12.6%
经营活动现金流	6219	2936	6196	6730	资产负债率(%)	57.1%	60.7%	61.7%	61.7%
投资活动现金流	9734	-924	-964	-983	收入增长率(%)	50.9%	36.3%	11.6%	6.3%
筹资活动现金流	-19649	-1584	-4732	-5248	净利润增长率(%)	116.4%	56.4%	16.3%	11.3%
现金净增加额	-3681	428	500	500	P/E	13.33	8.57	7.37	6.63
折旧和摊销	865	836	926	1000	P/B	1.50	1.46	1.40	1.34
资本开支	-1822	-724	-764	-783	EV/EBITDA	13.68	13.03	11.67	10.71
营运资本变动	1730	-4495	-2437	-2874					

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>