

投资评级 优于大市 维持

收入小幅增长，毛利率快速修复

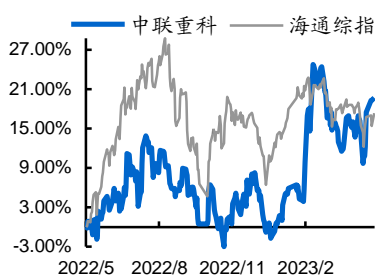
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 05月09日收盘价(元) | 6.57 |
| 52周股价波动(元) | 5.31-7.00 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 8678/7069 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 57014/56835 |

相关研究

《净现比大幅改善，海外收入快速增长》
 2023.04.06

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-----|-----|------|
| 绝对涨幅(%) | 2.8 | 0.6 | 12.7 |
| 相对涨幅(%) | 5.1 | 0.4 | 15.2 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:赵靖博

Tel:(021)23154119

Email:zjb13572@haitong.com

证书:S0850521100001

联系人:刘绮雯

Tel:(021)23154659

Email:lqw14384@haitong.com

投资要点:

- **公司发布2023年一季度报告。**2023Q1公司营业收入为104.26亿元，同比增长4.13%；归母净利润为8.10亿元，同比下降10.63%；扣非后归母净利润为6.51亿元，同比下降26.18%。
- **公司毛利率快速修复。**2023Q1公司毛利率为26.39%，同比提升6.32pct，净利率为8.24%，同比下降1.11pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为6.49%/3.60%/6.19%/1.19%，同比+1.51/+0.24/+1.86/+1.25pct。公司毛利率快速提升的主要原因为：1)公司大力推进智能制造，智能工厂平均生产效率提升34%，研发周期缩短31%，运营成本下降20%，订单完成周期缩短35%；2)公司持续深化降本增效，推进新材料新工艺新技术应用、进口零部件国产化、关键件自制率提升、市场端对端变革等，提升经营效益；3)原材料价格和运费成本进一步下降。公司净利率同比略有下降的原因主要为财务费用上升和政府补助减少的影响；公司研发投入也持续增长，2023Q1同比增长48.70%。
- **海外收入快速增长，新业务板块增速突出。**随着公司加速以地球村思维拓展海外市场，持续深化端对端、数字化、本土化的海外业务体系，推进全球市场布局和构建全球物流网络及零配件供应体系，公司2023Q1境外收入同比增长123%。公司土方机械、高空作业机械等新兴业务板块增速突出，高空作业机械产品已销售至海外80余个国家和地区，成功打入欧美高端市场。
- **存货：**截止2023年一季度末公司存货为195.72亿元，同比增长19.52%，环比增长37.80%，我们认为主要原因为公司海外业务收入规模不断增长，公司海外铺货增加。
- **盈利预测：**我们认为，公司整体维持了比较好的盈利质量，风险控制能力良好。目前公司智能化进展顺利，智慧产业城的各产品线主机园区及关键零部件园区建设逐步落地。展望2023年，风电装机需求旺盛有望带动履带起重机、大吨位的汽车起重机需求回升。地产投资边际改善也有望带动混凝土机械和建筑起重机需求好转，高空作业机械、挖掘机械等新品发展动力十足，海外布局逐步完善，公司业绩有望稳步增长。参考可比公司，我们给予公司2023年1.1-1.2倍PB估值，合理价值区间为7.52-8.20元/股，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**宏观经济和政策风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险等。

主要财务数据及预测

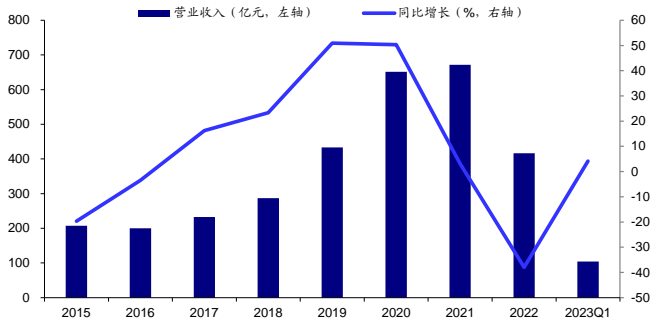
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 67131 | 41631 | 51837 | 62077 | 74007 |
| (+/-)YoY(%) | 3.1% | -38.0% | 24.5% | 19.8% | 19.2% |
| 净利润(百万元) | 6270 | 2306 | 3572 | 5699 | 7791 |
| (+/-)YoY(%) | -13.9% | -63.2% | 54.9% | 59.5% | 36.7% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.72 | 0.27 | 0.41 | 0.66 | 0.90 |
| 毛利率(%) | 23.6% | 21.8% | 23.5% | 24.6% | 25.5% |
| 净资产收益率(%) | 11.0% | 4.2% | 6.0% | 8.6% | 10.3% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

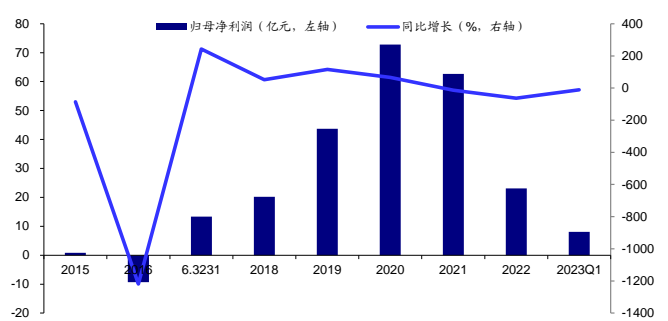
1. 公司财务情况

图1 营业收入



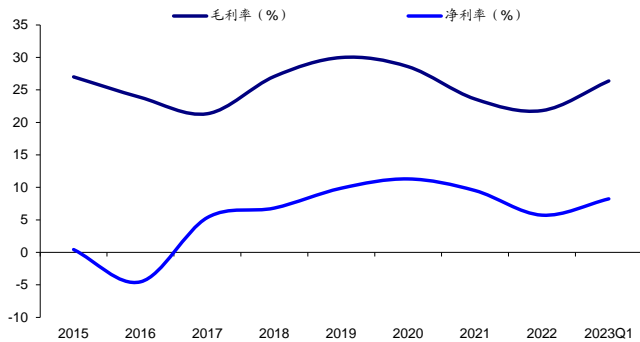
资料来源: wind, 海通证券研究所

图2 归母净利润



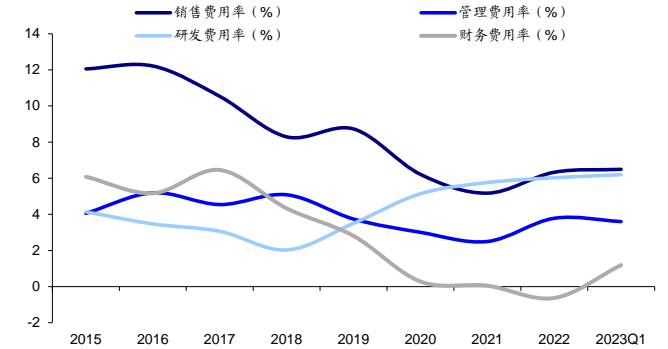
资料来源: wind, 海通证券研究所

图3 毛利率、净利率



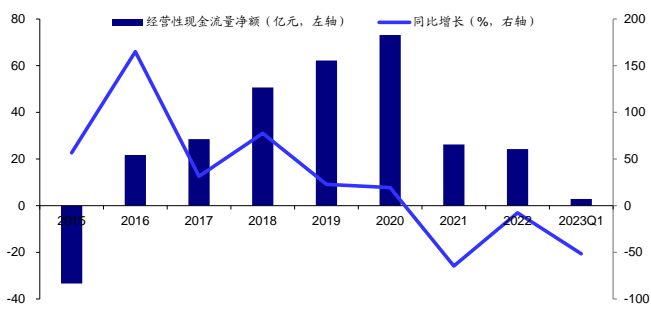
资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 期间费用率



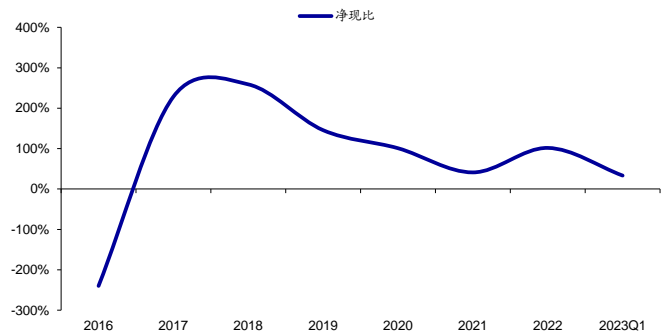
资料来源: wind, 海通证券研究所

图5 经营性现金流量净额

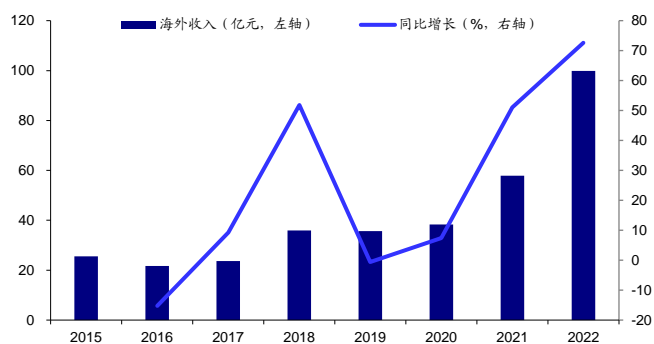


资料来源: wind, 海通证券研究所

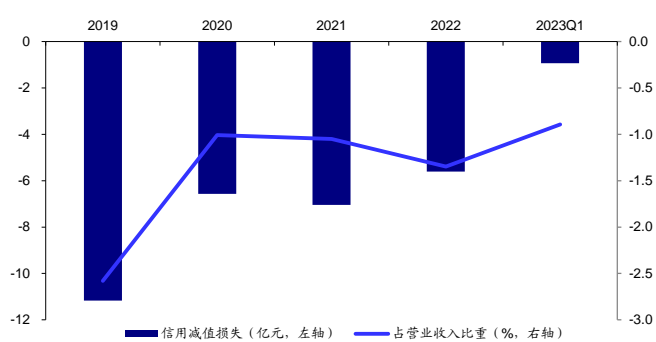
图6 经营性现金流量净额/净利润



资料来源: wind, 海通证券研究所

图7 海外收入


资料来源: wind, 海通证券研究所

图8 信用减值损失


资料来源: wind, 海通证券研究所

2. 盈利预测

我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 518.37/620.77/740.07 亿元, 同比增长 24.5%/19.8%/19.2%; 归母净利润为 35.72/56.99/77.91 亿元, 同比增长 54.9%/59.5%/36.7%。

表 1 公司分业务预测表

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 起重机械 | | | | | |
| 营收 (亿元) | 364.94 | 189.79 | 201.74 | 219.60 | 245.02 |
| yoy | 4.57% | -47.99% | 6.30% | 8.85% | 11.58% |
| 毛利率 | 23.29% | 22.91% | 23.26% | 24.15% | 24.81% |
| 业务占比 | 54.36% | 45.59% | 38.92% | 35.37% | 33.11% |
| 混凝土机械 | | | | | |
| 营收 (亿元) | 163.80 | 84.60 | 98.81 | 107.71 | 116.43 |
| yoy | -13.72% | -48.35% | 16.80% | 9.00% | 8.10% |
| 毛利率 | 24.23% | 21.03% | 21.52% | 22.44% | 21.12% |
| 业务占比 | 24.40% | 20.32% | 19.06% | 17.35% | 15.73% |
| 农业机械 | | | | | |
| 营收 (亿元) | 29.07 | 21.38 | 25.66 | 30.79 | 36.95 |
| yoy | 9.94% | -26.43% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 13.92% | 4.43% | 16.00% | 18.00% | 19.00% |
| 业务占比 | 4.33% | 5.14% | 4.95% | 4.96% | 4.99% |
| 高空作业机械 | | | | | |
| 营收 | 33.51 | 45.96 | 73.54 | 102.96 | 144.14 |
| yoy | | 37.15% | 60.00% | 40.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 20.79% | 20.81% | 23.00% | 25.00% | 28.00% |
| 业务占比 | 4.99% | 11.04% | 14.19% | 16.59% | 19.48% |
| 土方机械 | | | | | |
| 营收 (亿元) | 32.37 | 35.12 | 73.74 | 110.62 | 143.80 |
| yoy | 21.48% | 8.50% | 110.00% | 50.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 18.93% | 23.48% | 26.00% | 27.00% | 28.00% |
| 业务占比 | 4.82% | 8.43% | 14.23% | 17.82% | 19.43% |
| 金融服务 | | | | | |
| 营收 (亿元) | 7.01 | 5.02 | 5.27 | 5.53 | 5.81 |
| yoy | -35.24% | -28.35% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 97.10% | 97.94% | 97.00% | 97.00% | 98.00% |
| 业务占比 | 1.04% | 1.21% | 1.02% | 0.89% | 0.79% |
| 其他机械和产品 | | | | | |
| 营收 (亿元) | 74.13 | 34.44 | 39.61 | 43.57 | 47.92 |
| yoy | 53.27% | -15.21% | 15.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 22.71% | 17.25% | 21.00% | 21.00% | 21.00% |
| 业务占比 | 11.04% | 8.27% | 7.64% | 7.02% | 6.48% |
| 合计 | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 671.31 | 416.31 | 518.37 | 620.77 | 740.07 |
| YOY | 3.11% | -37.98% | 24.51% | 19.75% | 19.22% |
| 毛利率 | 23.61% | 21.83% | 23.50% | 24.62% | 25.51% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 可比公司估值

考虑到公司主要从事工程机械产品的生产和销售, 因此我们选取业务及应用领域相关的公司作为中联重科的可比公司, 分别为徐工机械、三一重工、柳工、建设机械和恒立液压。

可比公司 2023 年 PB 平均值为 2.29 倍,参考可比公司,我们给予公司 2023 年 1.1-1.2 倍 PB 估值,合理价值区间为 7.52-8.20 元/股。我们看好公司新产品发展动力充足、海外市场布局完善,有望迎来收入快速增长,维持“优于大市”评级。

表 2 可比公司 PB 估值表

| 公司 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | 每股净资产 (元/股) | 市净率 PB (倍) |
|------|----------|---------|-------------|------------|
| 徐工机械 | 751.51 | 6.36 | 5.22 | 1.22 |
| 三一重工 | 1,374.83 | 16.20 | 8.30 | 1.95 |
| 建设机械 | 61.60 | 4.90 | - | - |
| 柳工 | 150.05 | 7.69 | 9.18 | 0.84 |
| 恒立液压 | 786.66 | 58.67 | 11.40 | 5.15 |
| 平均值 | | | | 2.29 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2023 年 5 月 9 日价格, 总市值为 2023 年 5 月 9 日市值, 市净率 PB 根据 Wind 一致预期 2023 年每股净资产计算, 其中建设机械缺少 2023 年每股净资产 Wind 一致预期, 计算 PB 平均值时将其剔除。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 41631 | 51837 | 62077 | 74007 |
| 每股收益 | 0.27 | 0.41 | 0.66 | 0.90 | 营业成本 | 32543 | 39655 | 46791 | 55129 |
| 每股净资产 | 6.31 | 6.84 | 7.63 | 8.68 | 毛利率% | 21.8% | 23.5% | 24.6% | 25.5% |
| 每股经营现金流 | 0.28 | 0.09 | 0.31 | 0.41 | 营业税金及附加 | 289 | 430 | 515 | 614 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.06 | 0.06 | 0.06 | 营业税金率% | 0.7% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 2635 | 2592 | 3104 | 3700 |
| P/E | 24.76 | 15.98 | 10.02 | 7.33 | 营业费用率% | 6.3% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| P/B | 1.04 | 0.96 | 0.86 | 0.76 | 管理费用 | 1574 | 1814 | 1862 | 2220 |
| P/S | 1.37 | 1.10 | 0.92 | 0.77 | 管理费用率% | 3.8% | 3.5% | 3.0% | 3.0% |
| EV/EBITDA | 16.71 | 10.82 | 8.07 | 6.33 | EBIT | 2082 | 5272 | 7321 | 9383 |
| 股息率% | 0.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 财务费用 | -265 | 244 | 144 | 137 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.6% | 0.5% | 0.2% | 0.2% |
| 毛利率 | 21.8% | 23.5% | 24.6% | 25.5% | 资产减值损失 | -589 | -800 | -800 | -800 |
| 净利润率 | 5.5% | 6.9% | 9.2% | 10.5% | 投资收益 | 309 | 259 | 310 | 370 |
| 净资产收益率 | 4.2% | 6.0% | 8.6% | 10.3% | 营业利润 | 2386 | 4050 | 6461 | 8833 |
| 资产回报率 | 1.9% | 2.9% | 4.2% | 5.2% | 营业外收支 | 84 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 2.5% | 6.1% | 7.8% | 9.0% | 利润总额 | 2471 | 4050 | 6461 | 8833 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 3244 | 6092 | 8141 | 10203 |
| 营业收入增长率 | -38.0% | 24.5% | 19.8% | 19.2% | 所得税 | 86 | 405 | 646 | 883 |
| EBIT 增长率 | -67.8% | 153.2% | 38.9% | 28.2% | 有效所得税率% | 3.5% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 净利润增长率 | -63.2% | 54.9% | 59.5% | 36.7% | 少数股东损益 | 79 | 73 | 116 | 159 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 2306 | 3572 | 5699 | 7791 |
| 资产负债率 | 53.9% | 49.7% | 49.1% | 48.0% | | | | | |
| 流动比率 | 1.52 | 1.63 | 1.65 | 1.70 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 1.17 | 1.34 | 1.33 | 1.36 | 货币资金 | 15499 | 7471 | 7676 | 8781 |
| 现金比率 | 0.32 | 0.17 | 0.16 | 0.16 | 应收账款及应收票据 | 28202 | 36499 | 43267 | 50974 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 14203 | 11951 | 14101 | 16614 |
| 应收帐款周转天数 | 244.74 | 255.00 | 253.00 | 250.00 | 其它流动资产 | 15682 | 13894 | 14149 | 14479 |
| 存货周转天数 | 159.30 | 110.00 | 110.00 | 110.00 | 流动资产合计 | 73586 | 69815 | 79193 | 90848 |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.42 | 0.46 | 0.49 | 长期股权投资 | 4476 | 4476 | 4476 | 4476 |
| 固定资产周转率 | 4.00 | 4.32 | 4.51 | 4.71 | 固定资产 | 10418 | 12008 | 13757 | 15696 |
| | | | | | 在建工程 | 3373 | 3773 | 4173 | 4573 |
| | | | | | 无形资产 | 5326 | 6126 | 6926 | 7726 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 49967 | 52728 | 55667 | 58817 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 123553 | 122543 | 134860 | 149665 |
| 净利润 | 2306 | 3572 | 5699 | 7791 | 短期借款 | 6201 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 79 | 73 | 116 | 159 | 应付票据及应付账款 | 21234 | 21729 | 25639 | 29452 |
| 非现金支出 | 2196 | 1620 | 1620 | 1620 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 340 | 74 | -122 | -188 | 其它流动负债 | 20957 | 20998 | 22421 | 24133 |
| 营运资金变动 | -2497 | -4521 | -4639 | -5825 | 流动负债合计 | 48391 | 42727 | 48060 | 53585 |
| 经营活动现金流 | 2425 | 818 | 2673 | 3557 | 长期借款 | 10937 | 10937 | 10937 | 10937 |
| 资产 | -1441 | -2045 | -2059 | -2103 | 其它长期负债 | 7249 | 7249 | 7249 | 7249 |
| 投资 | 1792 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 18186 | 18186 | 18186 | 18186 |
| 其他 | 216 | 259 | 310 | 370 | 负债总计 | 66578 | 60913 | 66247 | 71772 |
| 投资活动现金流 | 567 | -1786 | -1749 | -1733 | 实收资本 | 8678 | 8678 | 8678 | 8678 |
| 债权募资 | 19993 | -6201 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 54741 | 59323 | 66191 | 75311 |
| 股权募资 | 1098 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 2234 | 2307 | 2423 | 2582 |
| 其他 | -23584 | -859 | -719 | -719 | 负债和所有者权益合计 | 123553 | 122543 | 134860 | 149665 |
| 融资活动现金流 | -2494 | -7059 | -719 | -719 | | | | | |
| 现金净流量 | 601 | -8028 | 205 | 1105 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 09 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵靖博 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 浙江鼎力, 中联重科, 捷佳伟创, 中兵红箭, 北路智控, 三一重工, 高测股份

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|-----------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。