

收入表现好于行业，盈利修复进行时

华泰研究

2023年4月27日 | 中国内地

季报点评

工程机械

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

20.68

研究员	倪正洋
SAC No. S0570522100004	nizhengyang@htsc.com
SFC No. BTM566	+ (86) 21 2897 2228
研究员	史俊奇
SAC No. S0570522110002	shijunqi@htsc.com
SFC No. BTM901	+ (86) 21 2897 2228
研究员	黄菁伦
SAC No. S0570522100003	huangjinglun@htsc.com
	+ (86) 21 2897 2228

23Q1 营收及归母净利润短期承压，盈利能力修复进行时

公司发布 2023 年一季报，实现营收 179.97 亿元 (YOY-11.25%，QOQ-16.90%)，归母净利润 15.12 亿元 (YOY-4.92%，QOQ+123.66%)，扣非净利 14.38 亿元 (YOY+32.11%，QOQ+1683.73%)。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.94、1.24、1.46 元。可比公司 23PE 均值 14x，公司处于 2017 年以来的周期低点，考虑公司作为行业龙头，盈利能力显著高于行业，且海外收入高增公司有望成长为全球龙头，给予公司 23 年 22 倍 PE，目标价 20.68 元，维持“买入”评级。

Q1 国内工程机械行业依然下行，主要产品国内销量同比均有所下滑

据工程机械工业协会，2023Q1 行业实现挖掘机销售 5.75 万台/yoy-25.5%，其中中国内销 2.88 万台/yoy-44.4%，出口 2.86 万台/yoy+13.3%。23Q1 共销售汽车起重机 7551 台/yoy-10.2%。据 CME 观测，4 月挖机销售或为 1.8 万台/yoy-26%，其中国内 9000 台/yoy-44%，海外 9000 台/yoy+6%。在行业主要产品销量大幅下滑的背景下，公司 23Q1 销售收入下滑幅度显著好于行业，且维持了不错的盈利能力。

行业下行期毛利率及净利率同比双升

23Q1 公司实现毛利率 27.60%/yoy+5.43pct，相比 2022 年全年提升 3.58pct，净利率 8.78%/yoy+0.60pct，相比 2022 年全年提升 3.28pct。23Q1 公司在行业下行期，仍维持稳定的毛利率水平且有所提升，同时通过有效管理期间费用率，实现净利率水平的提升。

国内周期下行静待拐点，海外收入高增熨平周期

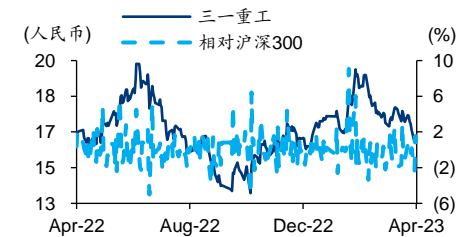
国内工程机械行业 2021Q2 开始进入下行周期，从主要产品销量及终端需求景气度判断，国内当前仍然处在下行周期。海外收入方面，2022 年出口销量高增的背景下，2023 年全球衰退预期不断强化，总需求逐渐疲软，可能难以推动工程机械类需求增速进一步上行，但美国能源投资和全球矿业投资逐步修复，以及中国与东南亚、中东、俄罗斯等友好国家合作的持续深化，或对中国工程机械出口增量需求带来重要的支撑。

风险提示：国内基建/地产投资不及预期；行业竞争格局恶化；出口增速不及预期。

基本数据

目标价 (人民币)	20.68
收盘价 (人民币 截至 4 月 26 日)	16.03
市值 (人民币 百万)	136,040
6 个月平均日成交额 (人民币 百万)	1,308
52 周价格范围 (人民币)	13.50-19.84
BVPS (人民币)	7.83

股价走势图



资料来源: Wind

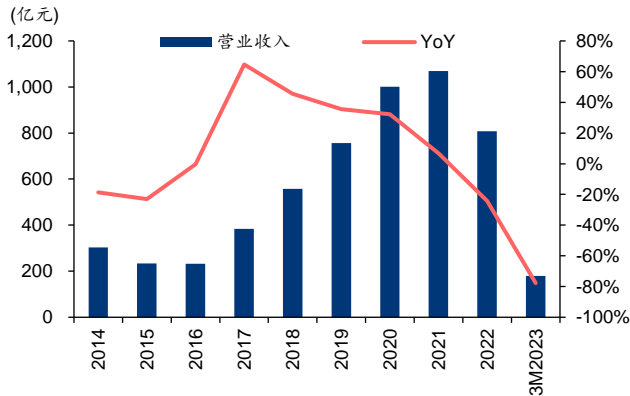
经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币 百万)	106,873	80,822	90,180	104,745	128,819
+/-%	6.82	(24.38)	11.58	16.15	22.98
归属母公司净利润 (人民币 百万)	12,033	4,273	7,947	10,510	12,355
+/-%	(22.02)	(64.49)	85.99	32.25	17.55
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.42	0.50	0.94	1.24	1.46
ROE (%)	18.93	6.67	11.01	12.74	13.06
PE (倍)	11.31	31.84	17.12	12.94	11.01
PB (倍)	2.14	2.09	1.87	1.64	1.43
EV EBITDA (倍)	8.38	19.23	9.85	7.34	6.03

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

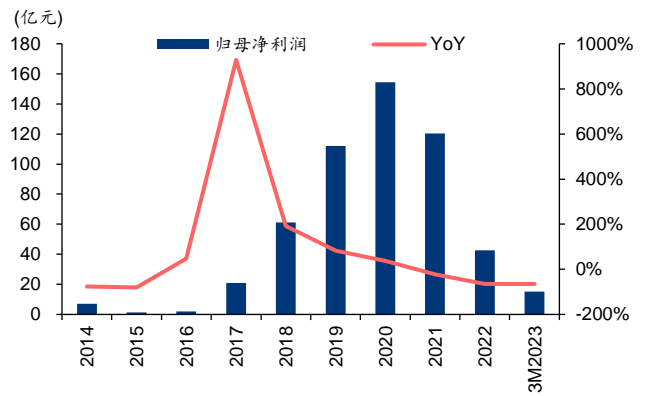
主要经营指标

图表1: 2023Q1 公司实现营业收入 180 亿元/-11%



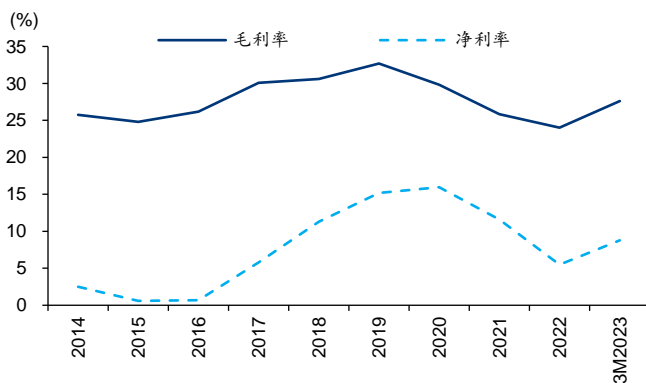
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 2023Q1 公司实现归母净利润 15.12 亿元/-5%



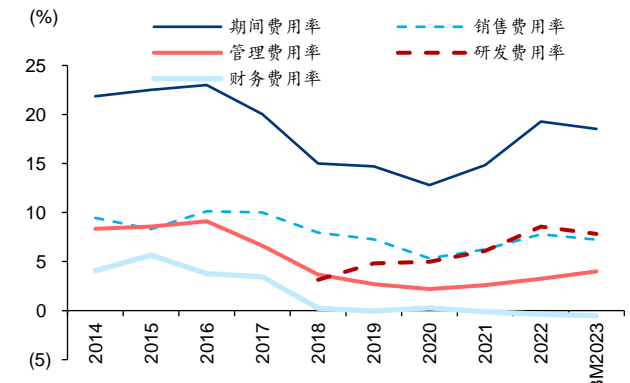
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 2023Q1 公司毛利率为 27.60%, 净利率为 8.78%



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 2023Q1 公司期间费用率达 18.54%



注: 2017 年及之前研发费用包含在管理费用中
资料来源: 公司公告, 华泰研究

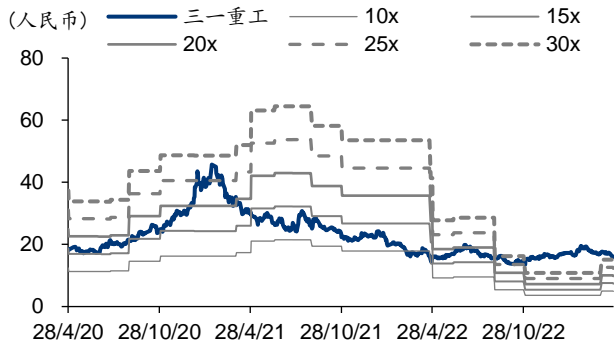
图表5: 可比公司估值表 (2023 年 4 月 26 日)

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
000425 CH	徐工机械	6.56	775.14	56.15	51.96	68.70	81.08	13.81	14.92	11.28	9.56
000157 CH	中联重科	6.11	491.20	62.70	23.06	35.98	48.46	7.83	21.30	13.65	10.14
603298 CH	杭叉集团	21.56	201.71	9.08	9.88	12.65	15.31	22.20	20.42	15.94	13.17
600761 CH	安徽合力	20.00	148.04	6.34	9.04	11.69	14.19	23.35	16.37	12.67	10.43
603338 CH	浙江鼎力	52.81	267.40	8.84	12.11	15.01	18.11	30.23	22.08	17.81	14.76
	平均值							19.49	19.02	14.27	11.61
600031 CH	三一重工	16.03	1360.40	120.33	42.73	79.47	105.10	11.31	31.84	17.12	12.94

注: 可比公司盈利预测来自 iFind 一致预测

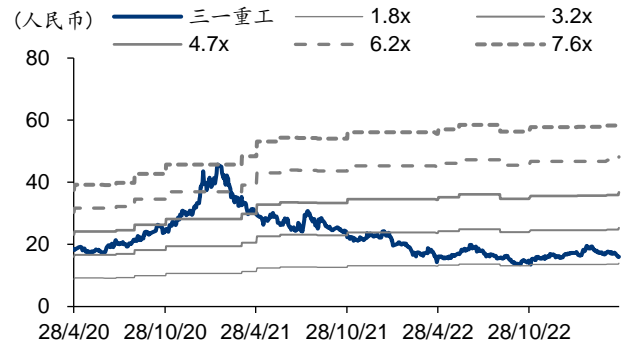
资料来源: iFind, 华泰研究预测

图表6: 三一重工 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 三一重工 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	93,719	105,762	95,171	125,646	124,775
现金	14,812	21,343	22,913	29,336	33,442
应收账款	19,655	25,022	22,441	29,931	31,411
其他应收账款	2,173	2,858	1,385	4,229	2,226
预付账款	748.03	1,042	955.22	1,364	1,488
存货	18,463	19,738	12,353	24,987	20,924
其他流动资产	37,868	35,759	35,124	35,798	35,284
非流动资产	44,838	52,993	52,930	53,699	56,139
长期投资	2,333	2,239	2,214	2,189	2,164
固定投资	13,295	19,636	19,832	20,484	22,429
无形资产	3,881	4,438	4,282	4,175	4,189
其他非流动资产	25,328	26,680	26,602	26,851	27,357
资产总计	138,557	158,755	148,101	179,345	180,915
流动负债	61,432	67,630	53,143	77,966	70,819
短期借款	5,778	4,540	4,540	4,540	4,540
应付账款	20,484	19,718	13,015	25,072	21,757
其他流动负债	35,170	43,372	35,588	48,354	44,522
非流动负债	12,029	25,116	20,783	16,632	12,882
长期借款	9,603	21,625	17,293	13,142	9,391
其他非流动负债	2,426	3,491	3,491	3,491	3,491
负债合计	73,461	92,746	73,927	94,599	83,701
少数股东权益	1,404	1,043	1,262	1,550	1,890
股本	8,493	8,493	8,487	8,487	8,487
资本公积	5,144	5,374	5,374	5,374	5,374
留存公积	52,426	52,905	59,912	69,178	80,071
归属母公司股东权益	63,691	64,966	72,913	83,196	95,324
负债和股东权益	138,557	158,755	148,101	179,345	180,915

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	11,904	4,099	6,859	14,858	13,776
净利润	12,326	4,405	8,165	10,799	12,695
折旧摊销	1,700	2,074	2,631	2,983	3,411
财务费用	(124.52)	(293.60)	959.68	697.31	346.12
投资损失	(1,045)	(746.05)	(269.37)	(269.37)	(269.37)
营运资金变动	(1,222)	(2,264)	(3,857)	1,429	(1,626)
其他经营现金	270.75	923.58	(770.47)	(780.47)	(780.47)
投资活动现金	(9,288)	(1,838)	(2,228)	(3,402)	(5,501)
资本支出	(10,300)	(5,665)	(2,517)	(3,686)	(5,767)
长期投资	(2,158)	(524.39)	25.07	25.07	25.07
其他投资现金	3,170	4,351	263.74	258.52	240.26
筹资活动现金	(1,315)	4,826	(3,061)	(5,032)	(4,169)
短期借款	(1,858)	(1,238)	0.00	0.00	0.00
长期借款	5,071	12,022	(4,332)	(4,151)	(3,750)
普通股增加	14.08	0.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	14.51	230.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,557)	(6,189)	1,271	(881.35)	(419.20)
现金净增加额	1,284	7,002	1,570	6,424	4,105

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	106,873	80,822	90,180	104,745	128,819
营业成本	78,680	60,800	65,467	76,175	93,659
营业税金及附加	422.27	368.41	411.06	477.45	587.19
营业费用	6,699	6,302	6,132	5,970	8,502
管理费用	2,771	2,639	2,435	2,723	3,220
财务费用	(124.52)	(293.60)	959.68	697.31	346.12
资产减值损失	(5.41)	(103.99)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	53.55	(250.26)	60.00	70.00	70.00
投资净收益	1,045	746.05	269.37	269.37	269.37
营业利润	13,807	4,747	9,169	12,086	14,204
营业外收入	155.72	225.63	154.84	154.84	154.84
营业外支出	107.04	140.22	174.74	174.74	174.74
利润总额	13,856	4,832	9,149	12,066	14,184
所得税	1,530	427.82	983.52	1,267	1,489
净利润	12,326	4,405	8,165	10,799	12,695
少数股东损益	292.32	131.78	218.47	288.94	339.65
归属母公司净利润	12,033	4,273	7,947	10,510	12,355
EBITDA	15,174	6,835	12,988	16,034	18,295
EPS (人民币, 基本)	1.43	0.51	0.94	1.24	1.46

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	6.82	(24.38)	11.58	16.15	22.98
营业利润	(25.56)	(65.62)	93.15	31.81	17.52
归属母公司净利润	(22.02)	(64.49)	85.99	32.25	17.55
获利能力 (%)					
毛利率	26.38	24.77	27.40	27.28	27.29
净利率	11.53	5.45	9.05	10.31	9.85
ROE	18.93	6.67	11.01	12.74	13.06
ROIC	26.75	8.52	16.73	21.23	22.40
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.02	58.42	49.92	52.75	46.27
净负债比率 (%)	6.97	13.85	7.38	(5.97)	(13.13)
流动比率	1.53	1.56	1.79	1.61	1.76
速动比率	0.87	0.97	1.17	1.02	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.54	0.59	0.64	0.72
应收账款周转率	5.19	3.62	3.80	4.00	4.20
应付账款周转率	3.47	3.02	4.00	4.00	4.00
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	0.50	0.94	1.24	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	0.48	0.81	1.75	1.62
每股净资产(最新摊薄)	7.50	7.66	8.59	9.80	11.23
估值比率					
PE (倍)	11.31	31.84	17.12	12.94	11.01
PB (倍)	2.14	2.09	1.87	1.64	1.43
EV EBITDA (倍)	8.38	19.23	9.85	7.34	6.03

免责声明

分析师声明

本人，倪正洋、史俊奇、黄菁伦，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师倪正洋、史俊奇、黄菁伦本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司