



000157.SZ

买入

原评级: 买入

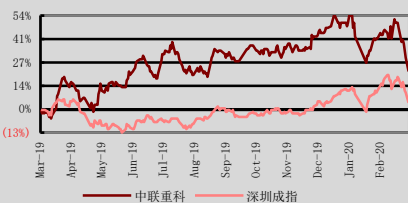
市场价格: 人民币 5.44

板块评级: 强大于市

本报告要点

- 年初至今公司经营情况良好, 明显优于行业平均水平, 3月下游加速复工复产带来设备发货水平直线上升, 预计一季度业绩有望持平, 全年有望实现30%的高增长。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.8)	(13.4)	(13.7)	26.4
相对深证成指	(17.2)	(7.3)	(14.6)	19.1

发行股数(百万)	7,873
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	42,831
3个月日均交易额(人民币 百万)	299
净负债比率(%) (2020E)	12
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司(HKSCC NOMINEES LIMITED)	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年3月16日收市价为标准

相关研究报告

- 《中联重科》 20191116
- 《中联重科》 20191031
- 《中联重科》 20191014

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

中联重科

工程机械精准复产的优秀样本, 后周期龙头全年业绩高增长可期

近期, 受全球疫情冲击及外资持续流出影响, 公司及工程机械相关标的均出现较大幅度下调, 我们认为此次调整更多是交易层面, 实际上近几天下游复工节奏明显加快, 公司发货水平及订单也快速上涨, 行业已开始积极向好, 对公司一季度及全年业绩我们继续乐观, 持续强烈推荐。

支撑评级的要点

- 核心产品经营情况明显优于行业平均水平, 3月下游加速复工复产带来设备发货水平直线上升。受疫情短期冲击的影响, 年初至今主要工程机械产品行业销量均出现不同程度的下滑, 公司在严抓疫情防控的同时实现企业的精准复产, 打造行业很好的复工样本, 疫情期间持续强化提升公司产品的核心竞争力, 加大云营销等新业态的培育, 因而取得了明显优于行业平均水平的经营成果。根据行业协会数据, 具体来看, 1-2月混凝土泵车行业总销量同比下降约46%, 混凝土搅拌车行业总销量同比下降约65%, 而公司混凝土泵车国内新机销量同比增长超50%, 市场份额提升至50%以上, 混凝土搅拌车同比下降20%左右, 搅拌车市场份额提升至15%左右; 1-2月汽车起重机行业总销量同比下降约35%, 而公司汽车起重机销量小幅下滑, 履带起重机销量大幅上升, 工程起重机总营收水平预计与去年同期持平; 塔机受下游开工、复工影响较大, 目前塔机复工率相对较低, 因而1-2月公司塔机销售同比有一定的下滑。3月前两周, 公司及行业销量继续同比下滑, 主要由于开工复工率较低、物流限制及去年同期高基数所致, 但随着各地政府加大对复工复产的推进, 下游复工率开始加速提升, 设备的开工率也逐步攀升, 近两天公司的订单、发货情况均出现明显好转, 按目前的复工复产及发货节奏, 公司混凝土、塔机销量下半个月有望转向正增长, 汽车起重机由于税改影响, 许多客户在3月提前采购设备, 透支了二季度的部分需求, 而今年接下来几个月行业销量会相对较平稳, 3月份预计行业仍继续下滑, 4-5月份行业销量有望转正, 公司销量预计会继续保持优于行业的水平。

- 全球疫情持续发酵对公司冲击有限, 逆周期调节发力将进一步带动设备需求上行。2019年公司半年报显示, 海外销售收入占比不到8%, 2018年全年占比不到13%, 2019年下半年国内销量增速更高, 因此全年预计海外营收占比不到10%, 海外营收占比明显低于主要竞争对手, 海外疫情的持续扩散即便对工程机械海外需求造成一定影响, 对公司的全年的业绩冲击也十分有限, 海外市场短期的调整也为公司未来国际化的发展预留更多的空间。1-2月公司海外子公司CIFA经营情况良好, 同比增长超10%, 19年预计全年营收10多亿, 即便后续一段时间完全停产影响也不大, 无需过度放大海外市场的冲击。公司混凝土机械底盘等部分零部件需要从欧美采购, 目前已备货800多台, 即便全球供应链受疫情冲击出现较大影响, 也足够公司支撑3个月以上的销售。为了更好的对冲疫情冲击带来的经济下行, 已多次强调要加大逆周期调节力度, 由投资拉动的设备需求量相比疫情前不减反增, 行业景气周期会被进一步拉长拉平。

- 一季度公司业绩有望持平, 全年业绩有望实现30%的高增长。根据公司主要产品1月3月中旬的销量情况, 我们预计一季度公司整体营收有望保持基本持平的水平, 将明显好于行业平均水平, 其中混凝土机械一季度预计将实现正增长、塔机有望保持持平、汽车起重机可能会小幅下滑。疫情对工程机械行业的冲击是暂时、可修复的, 全年来看, 行业总需求只会延后而不会缺席, 我们认为混凝土机械增长的确定性最强, 塔机次之, 挖掘机、汽车起重机销量至少也能维持在高位, 混凝土业务占比高的主机厂业绩确定性高、业绩弹性大, 公司混凝土机械接下来有望延续一季度销售火爆的态势, 预计全年市场份额相比19年也会有明显的提升。从全年来看, 扣除股份支付费用, 我们预计公司业绩有望实现25%-30%的增长, 若后续逆周期调节的力度较大及市场份额超预期提升, 全年业绩还将有一定的上修空间。

估值

- 基于工程机械持续行业高景气度和公司核心产品市场份额超预期提升, 我们上调公司2019-2021年归母净利润分别至44.0/57.6/68.9亿元(考虑股份支付费用), 对应EPS为0.56/0.73/0.88元/股, 对应PE分别为11.8/8.5/7.1倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情控制进度不及预期, 下游复工反复导致进度不及预期, 行业竞争加剧, 基建和地产投资不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	23,273	28,697	42,672	52,488	59,535
变动(%)	16	23	49	23	13
净利润(人民币 百万)	1,149	2,020	4,403	5,759	6,894
全面摊薄每股收益(人民币)	0.169	0.257	0.559	0.731	0.876
变动(%)	(242.7)	51.6	118.0	30.8	19.7
先前预测每股收益(人民币)			0.56	0.73	0.83
调整幅度(%)			0.7	0.9	6.1
全面摊薄市盈率(倍)	32.2	21.2	9.7	7.4	6.2
价格/每股现金流量(倍)	15.0	8.5	5.5	5.8	6.3
每股现金流量(人民币)	0.36	0.64	0.99	0.93	0.87
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.3)	17.4	5.9	4.7	3.8
每股股息(人民币)	0.198	0.092	0.336	0.366	0.394
股息率(%)	3.6	1.7	6.2	6.7	7.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	23,273	28,697	42,672	52,488	59,535
销售成本	(18,605)	(21,174)	(30,191)	(36,925)	(41,762)
经营费用	(12,044)	(4,843)	(5,968)	(7,575)	(8,407)
息税折旧前利润	(7,376)	2,680	6,514	7,989	9,365
折旧及摊销	(968)	(837)	(953)	(1,026)	(1,071)
经营利润(息税前利润)	(8,345)	1,843	5,561	6,963	8,294
净利息收入/(费用)	(1,504)	(1,244)	(1,133)	(858)	(753)
其他收益/(损失)	10,908	941	650	550	450
税前利润	1,059	1,540	5,078	6,655	7,991
所得税	7	(682)	(762)	(998)	(1,199)
少数股东权益	(84)	(63)	(86)	(102)	(102)
净利润	1,149	2,020	4,403	5,759	6,894
核心净利润	1,149	938	4,410	5,766	6,902
每股收益(人民币)	0.169	0.257	0.559	0.731	0.876
核心每股收益(人民币)	0.146	0.119	0.560	0.732	0.877
每股股息(人民币)	0.198	0.092	0.336	0.366	0.394
收入增长(%)	16	23	49	23	13
息税前利润增长(%)	828	(122)	202	25	19
息税折旧前利润增长(%)	(8,690)	(136)	143	23	17
每股收益增长(%)	(243)	52	118	31	20
核心每股收益增长(%)	(223)	(18)	370	31	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	27,614	35,046	37,423	40,850	43,168
应收帐款	25,194	25,048	27,818	29,627	31,892
库存	8,886	9,551	12,001	12,336	14,049
其他流动资产	347	725	1,098	1,234	1,519
流动资产总计	62,042	70,369	78,341	84,047	90,629
固定资产	6,274	6,076	6,191	5,944	5,359
无形资产	4,185	4,096	4,129	4,049	3,864
其他长期资产	6,355	10,815	10,815	10,815	10,815
长期资产总计	16,813	20,987	21,134	20,808	20,037
总资产	83,149	93,457	101,568	106,939	112,748
应付帐款	9,122	10,811	14,886	15,738	17,530
短期债务	5,417	8,325	12,257	15,471	16,370
其他流动负债	9,930	20,492	19,221	18,978	19,042
流动负债总计	24,470	39,628	46,364	50,187	52,942
长期借款	19,295	13,645	11,929	10,717	10,036
其他长期负债	1,156	1,414	1,311	1,294	1,340
股本	7,794	7,809	7,873	7,873	7,873
储备	31,186	31,853	33,614	36,493	40,285
股东权益	38,980	39,662	41,487	44,367	48,158
少数股东权益	649	567	481	379	277
总负债及权益	83,149	93,457	101,568	106,939	112,748
每股帐面价值(人民币)	4.95	5.04	5.27	5.64	6.12
每股有形资产(人民币)	4.46	4.55	4.75	5.12	5.63
每股净负债/(现金)(人民币)	0.47	0.49	(0.53)	(0.70)	(0.95)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,059	1,540	5,078	6,655	7,991
折旧与摊销	968	837	953	1,026	1,071
净利息费用	1,504	1,244	1,133	858	753
运营资本变动	253	2,071	1,409	(864)	(231)
税金	105	353	(762)	(998)	(1,199)
其他经营现金流	(1,039)	(981)	(40)	657	(1,566)
经营活动产生的现金流	2,851	5,064	7,771	7,334	6,819
购买固定资产净值	(699)	(89)	1,100	700	300
投资减少/增加	8,423	537	600	500	400
其他投资现金流	(4,086)	(8,037)	2,423	(900)	(100)
投资活动产生的现金流	3,638	(7,589)	4,123	300	600
净增权益	(1,559)	(721)	(2,642)	(2,879)	(3,103)
净增债务	(2,484)	11,796	(5,655)	569	(101)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,862)	(7,000)	3,350	(1,500)	(1,618)
融资活动产生的现金流	(5,905)	4,102	(4,894)	(3,707)	(4,601)
现金变动	584	1,577	7,001	3,927	2,819
期初现金	8,194	8,256	10,068	17,069	20,995
公司自由现金流	6,489	(2,525)	11,894	7,634	7,419
权益自由现金流	5,509	10,515	7,373	9,061	8,071

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(31.7)	9.3	15.3	15.2	15.7
息税前利润率(%)	(35.9)	6.4	13.0	13.3	13.9
税前利润率(%)	4.6	5.4	11.9	12.7	13.4
净利率(%)	4.9	7.0	10.3	11.0	11.6
流动性					
流动比率(倍)	2.5	1.8	1.7	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	(5.5)	1.5	4.9	8.1	11.0
净权益负债率(%)	41.5	29.6	17.0	11.6	5.4
速动比率(倍)	2.2	1.5	1.4	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	32.2	21.2	9.7	7.4	6.2
核心业务市盈率(倍)	37.3	45.7	9.7	7.4	6.2
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	15.0	8.5	5.5	5.8	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.3)	17.4	5.9	4.7	3.8
周转率					
存货周转天数	212.4	158.9	130.3	120.3	115.3
应收帐款周转天数	460.2	319.5	226.1	199.7	188.6
应付帐款周转天数	167.1	126.8	109.9	106.5	102.0
回报率					
股息支付率(%)	135.6	35.7	60.0	50.0	45.0
净资产收益率(%)	3.0	5.1	10.9	13.4	14.9
资产收益率(%)	(9.7)	1.2	4.8	5.7	6.4
已运用资本收益率(%)	0.5	0.8	1.7	2.1	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371