

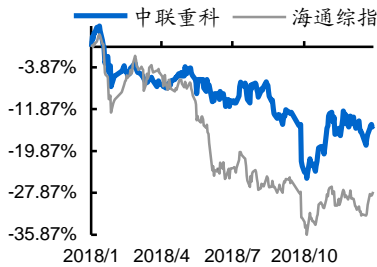
投资评级 优于大市 首次覆盖

经营质量反转，新业务扬帆起航

股票数据

01月14日收盘价(元)	3.65
52周股价波动(元)	3.15-4.71
总股本/流通A股(百万股)	7809/6292
总市值/流通市值(百万元)	28501/28032

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.5	0.6	10.6
相对涨幅(%)	2.6	4.8	13.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余炜超

Tel: (021) 23219816

Email: swc11480@htsec.com

证书: S0850517010001

分析师: 杨震

Tel: (021) 23154124

Email: yz10334@htsec.com

证书: S0850517070009

投资要点:

- 公司是工程机械、农机行业龙头，受益行业复苏业绩企稳回升。**中联重科起源于原建设部长沙建设机械研究院，技术研发实力雄厚，目前主要从事工程机械、农业机械装备研发、制造、销售、服务，具有领先的市场地位，并持续推进打造集工程机械、农业机械和金融服务多位一体的高端装备制造企业。2012-2016年期间工程机械行业需求持续下滑，公司处于低迷调整期，2017年来行业复苏加快，公司业绩拐点向上，2017年、2018年1-9月收入分别同比增长16.23%、17.78%，公司重回持续增长之路。
- 混凝土机械、起重机行业稳定回升，龙头优势逐渐体现。**2018年上半年公司混凝土机械和起重机械的收入合计占比为77.19%，是公司收入的重要组成部分。受宏观房地产市场需求下滑影响，2011年-2016年期间我国混凝土机械、起重机械需求逐渐下滑。2017年来行业出现复苏，公司混凝土机械、起重机械收入分别同比增长52.40%、92.21%。而在行业良性竞争的格局下，龙头技术和市场竞争力也在进一步提高。
- 资产风险不断清理，新业务发展扬帆起航。**2010-2011年工程机械行业进行了大量的信用销售，在刺激销量的同时也积累了较高的应收账款风险。在5年行业调整期内，公司推进存量应收账款清收、库存消化、二手机设备盘活等策略，累积充分计提了坏账损失，逐渐有效的消化了历史存量风险。在行业复苏阶段，公司以更加健康的状态把握发展机遇，推出了高空作业平台新产品，搭配智能化流水线，发力快速成长的市场；对土方机械补短板，有望在2019年发力，实现量产5000台挖机的目标。公司坚持聚焦实施产品升级换代4.0工程，提升产品智能化水平，4.0系列占比有望再提高。
- 盈利预测。**在行业行业调整期间，公司不断清理应收账款和存货风险，资产质量不断修复，为盈利健康复苏打下坚实基础。随着2016年来工程机械行业复苏，公司业务持续好转，2018年1-9月公司营业收入同比增加17.78%，归母净利润同比增加1.60%，经营性现金流同比增加178.06%。向前看我们认为2019年工程机械板块相对稳定，龙头企业的市场集中度有望进一步提高，农机等行业在国家政策支持下有望逐渐企稳。我们预计公司2018-2020年实现归母净利润16.56、24.69、32.10亿元，摊薄EPS分别为0.21、0.32、0.41元/股，每股净资产分别为5.03、5.34、5.75元/股，2019年1月14日公司收盘价3.65元/股，对应我们预测的2018-2020年PB各0.73、0.68、0.63倍。相比其他土方机械，混凝土机械及起重机械的增长略有滞后，且规模距离上一轮景气高点仍有增长空间，我们认为龙头公司的增长有望持续，给予公司2019年0.75-0.80倍PB，对应合理价值区间4.01-4.27元，给予“优于大市”的投资评级。
- 风险提示:**工程机械行业需求下滑，农机业务持续亏损，新产品进展低于预期，坏账损失增加。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	20022.52	23272.89	27271.60	34479.66	41252.47
(+/-)YoY(%)	-3.52%	16.23%	17.18%	26.43%	19.64%
净利润(百万元)	-933.70	1331.92	1656.45	2469.19	3209.65
(+/-)YoY(%)	-1218.64%	242.65%	24.37%	49.06%	29.99%
全面摊薄EPS(元)	-0.12	0.17	0.21	0.32	0.41
毛利率(%)	23.86%	21.35%	27.15%	27.99%	28.51%
净资产收益率(%)	-2.54%	3.54%	4.22%	5.92%	7.14%

资料来源: 公司年报(2016-2017), 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

目 录

1. 中联重科是我国工程机械、农机龙头企业，受益行业复苏业绩企稳回升.....	6
1.1 中联重科是我国工程机械、农业机械龙头，具有雄厚的研发实力	6
1.2 经历行业波动，公司业务重回成长通道	6
1.3 公司混凝土机械、起重机械主营收入企稳，盈利能力提升	8
1.4 公司存量风险消化，经营质量反转.....	9
2. 混凝土机械、起重机械行业持续复苏，公司龙头地位稳固	10
2.1 混凝土机械行业底部持续复苏，公司保持领先市场地位	10
2.2 工程起重机械行业自 2016 年来企稳回升，公司份额稳中有升	13
2.3 受益经济增长、装配建筑等需求推动，建筑塔式起重机有望持续增长	15
3. 农业机械行业进入高质量发展新阶段	16
4. 进入高空作业平台新产业，土方机械补短板即将发力.....	18
4.1 高空作业平台行业发展迅速、空间广阔	18
4.2 挖掘机行业企稳，国产品牌发展迅速.....	19
5. 行业发展新常态，公司再度扬帆起航.....	20
5.1 存量风险充分消化，运营质量不断提升	20
5.2 行业海外并购先行者，持续推进国际化布局	20
5.3 推行智能制造、4.0 智能产品驱动转型升级	21
6. 盈利预测	22
财务报表分析和预测	24

图目录

图 1	中联重科发展历程.....	6
图 2	上市至 2012 年公司收入规模快速增长.....	7
图 3	上市至 2012 年公司归母净利润规模快速增长.....	7
图 4	2017 年中联重科收入企稳回升.....	7
图 5	2017 年公司利润扭亏回升.....	7
图 6	公司毛利率和归母净利润率情况.....	8
图 7	公司费用率情况.....	8
图 8	中联重科资产周转率 (次).....	8
图 9	中联重科净资产收益率 (%).....	8
图 10	2018 年上半年分产品收入占比.....	8
图 11	2018 年上半年分产品毛利占比.....	8
图 12	中联重科混凝土机械收入.....	9
图 13	公司混凝土机械板块毛利率.....	9
图 14	中联重科起重机械收入.....	9
图 15	公司起重机械板块毛利率.....	9
图 16	公司应收账款规模逐渐降低.....	10
图 17	公司存货规模逐渐降低.....	10
图 18	公司坏账损失情况.....	10
图 19	公司经营活动产生的现金流量净额情况.....	10
图 20	搅拌站、搅拌车、泵车、泵.....	11
图 21	我国城镇化率不断提高 (1971-2017).....	11
图 22	我国预拌混凝土产量 (2001-2016).....	11
图 23	中国混凝土搅拌站销量及增速.....	11
图 24	中国混凝土搅拌车销量及增速.....	11
图 25	中国混凝土泵车销量及增速.....	12
图 26	混凝土泵车设计泵送能力及增速.....	12
图 27	三家企业混凝土机械板块合计收入.....	12
图 28	三家企业混凝土机械板块合计毛利率变化.....	12
图 29	中联重科混凝土机械收入 (2012-2017).....	13
图 30	2018 年 1-5 月混凝土泵车累计产量占比.....	13

图 31	汽车起重机、轮胎起重机、履带起重机、随车起重机	13
图 32	2007-2016 年我国工程起重机销量情况	14
图 33	2007-2016 年我国工程起重机行业收入情况	14
图 34	2017-2016 年我国工程起重机行业利润情况	14
图 35	2007-2016 年我国工程起重机销量占比情况	14
图 36	2007-2016 年我国汽车起重机销量及增速	14
图 37	工程起重机主要企业销售收入及增速	15
图 38	汽车起重机月销量占比情况	15
图 39	中联重科塔式起重机	15
图 40	我国塔式起重机的销量	16
图 41	我国塔式起重机出口相对平稳	16
图 42	中联重科农业机械产品	16
图 43	2000-2013 耕种收综合机械化率 (%)	17
图 44	2006-2015 年农业机械总动力	17
图 45	我国农业机械制造行业销售收入	17
图 46	我国农机制造行业利润	17
图 47	我国农机购置补贴情况	17
图 48	中联重科高空作业平台产品	18
图 49	国内高空作业平台销量	18
图 50	浙江鼎力国内收入及增速	18
图 51	挖掘机行业复苏	19
图 52	近 2 年内挖掘机月度销量情况	19
图 53	挖机国产龙头市占率提升、外资市占率下降	19
图 54	我国 2017 年各厂商挖机销量占比	19
图 55	2016 年来公司应收账款规模不断收缩	20
图 56	2015 年来公司存货规模逐渐降低	20
图 57	公司应收账款原值增长率下降、收入增速上升	20
图 58	公司按账龄组合计提坏账的应收账款比例逐渐降低	20
图 59	中联重科国外收入情况	21
图 60	中联重科国外收入毛利率	21

表目录

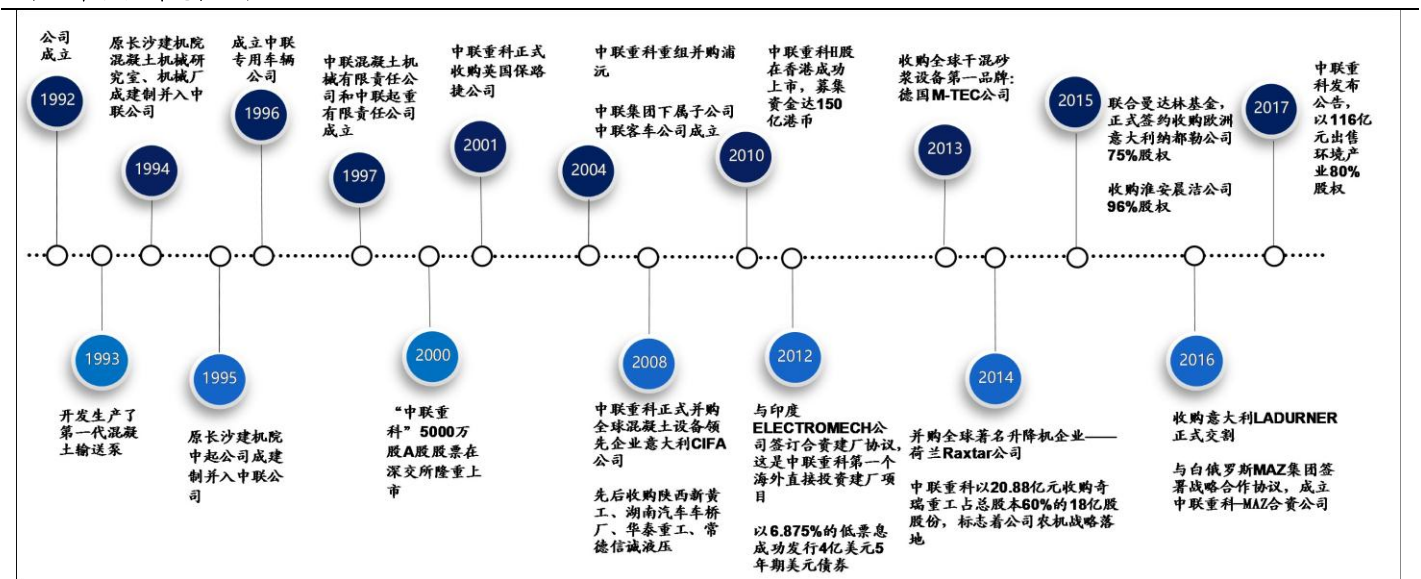
表 1	主营业务收入预测及主要假设	22
表 2	可比公司估值（2019/01/14）	23

1. 中联重科是我国工程机械、农机龙头企业，受益行业复苏业绩企稳回升

1.1 中联重科是我国工程机械、农业机械龙头，具有雄厚的研发实力

中联重科起源于科研院所，技术研发实力雄厚。中联重科前身是原建设部长沙建设机械研究院，拥有 60 余年的技术积淀，公司在 1992 年成立，并于 2000 年在深交所上市。公司是全国首批国家创新型企业、国家技术创新示范企业、国家工业产品生态设计试点企业、国家知识产权示范企业，获得我国混凝土机械行业第一个国家科技进步奖、国家科技进步奖二等奖。公司还是国际标准化组织 ISO/TC96 起重机技术委员会秘书处承担单位，流动式起重机、塔式起重机分技术委员会的国内归口单位，代表中国参与国际标准的制修订；制修订国家/行业标准 300 余项，推动行业的技术进步。

图1 中联重科发展历程

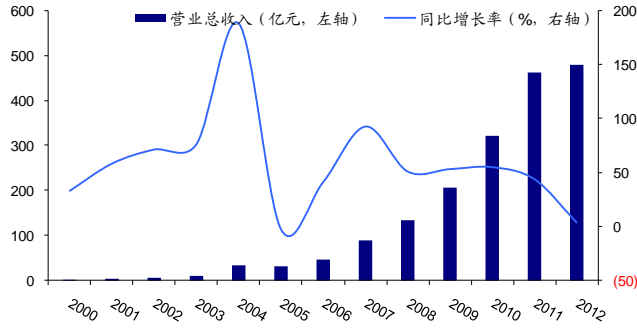


资料来源：中联重科官网，海通证券研究所

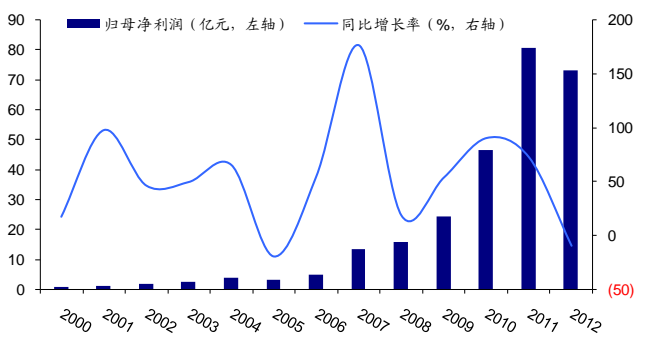
公司是工程机械、农业机械行业龙头，打造多位一体高端装备制造企业。公司主要从事工程机械、农业机械装备研发、制造、销售、服务。其中工程机械板块包括混凝土机械、起重机械、土石方施工机械、桩工机械、消防机械、筑养路设备和叉车等，主要为基础设施及房地产建设提供服务；农业机械板块包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机具等，主要为农业生产提供育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程服务。在所属领域，公司具有稳固、领先的市场地位，并持续推进打造集工程机械、农业机械和金融服务多位一体的高端装备制造企业。

1.2 经历行业波动，公司业务重回成长通道

受益国内经济发展，上市以来公司规模快速发展。公司主营工程机械属于高技术壁垒与资金密集型行业，行业景气度与宏观经济及固定资产投资、基础设施投资、房地产投资密切相关。从 2000 年至 2012 年，受益于国家良好的产业政策和市场环境，工程机械行业规模快速增长，各类工程机械产品市场需求强劲。公司的收入和盈利规模也不断增长：收入从 2000 年的 2.45 亿元，增长到 2012 年的 480.71 亿元，复合增长率达 55%；归母净利润从 2000 年的 0.53 亿元，增长到 2012 年的 73.30 亿元，复合增长率达 51%。

图2 上市至2012年公司收入规模快速增长


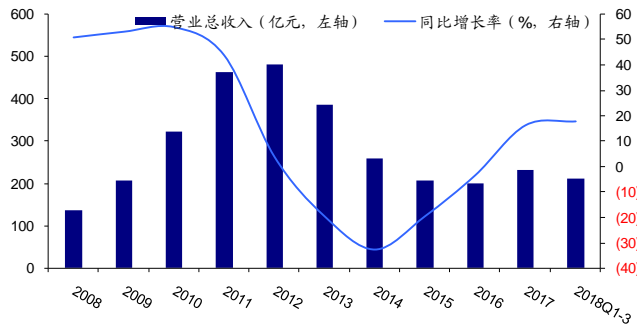
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 上市至2012年公司归母净利润规模快速增长


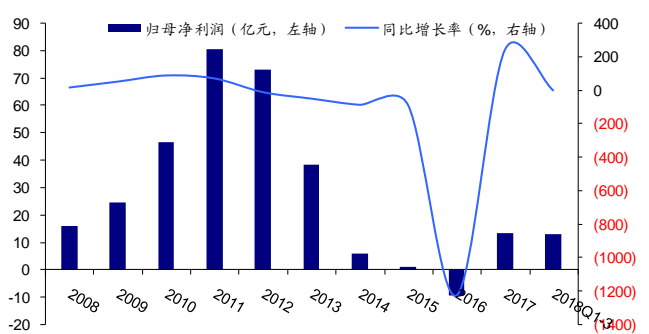
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2012-2016年工程机械行业低迷，公司业绩进入调整期。2012年国际市场复苏乏力，国内经济增速也同步放缓，基础设施及房地产的建设需求降温，导致国内工程机械行业产能相对过剩，市场竞争加剧，销售增速大幅回落，而公司的收入和利润也出现下滑。公司收入在2012年创历史高峰，达480.71亿元，2016年收入达200.23亿元，较2012年下降58.35%；归母净利润在2011年达历史高点，达80.66亿元，2016年归母净利润达-9.34亿元，达到历史低点。

2017年来行业复苏，公司业绩拐点向上、重回持续增长之路。2017年来全球经济延续复苏态势，中国经济增速好于预期，同时受基建投资增长、环保升级、设备更新换代等影响，工程机械行业全系列产品销售强势增长。2017年公司实现营业收入232.73亿元，同比增长16.23%，实现归属于母公司的净利润13.32亿元，同比增长242.65%。2018年来公司继续保持复苏状态，2018年1-9月，公司实现营业收入210.35亿元，同比增长17.78%；归属于母公司的净利润13.03亿元，同比增长1.60%。

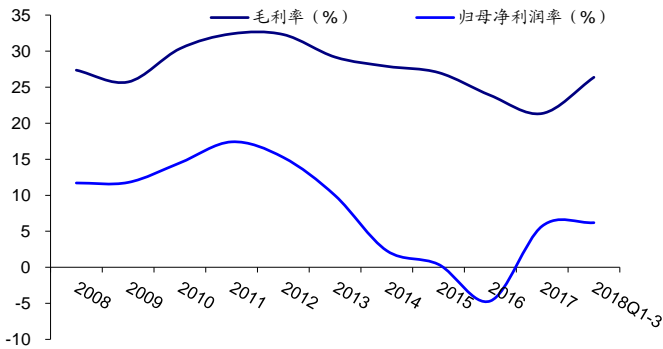
图4 2017年中联重科收入企稳回升


资料来源: Wind, 海通证券研究所

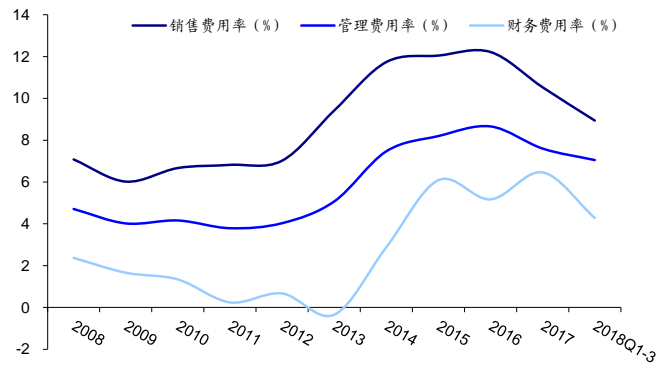
图5 2017年公司利润扭亏回升


资料来源: Wind, 海通证券研究所

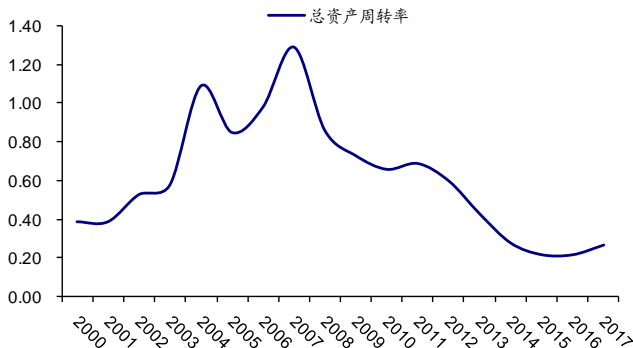
盈利能力紧随行业周期，2017年来持续恢复。2008-2011年国内工程机械迅速发展，公司不断推出适销产品，在重点产品市场处于领先地位，综合盈利水平较高，综合毛利率超过25%，归母净利润率超过11%。2012-2016年行业低迷，竞争激烈、折旧等固定成本占比提升、存量风险逐渐消化，公司毛利率和归母净利润率持续下降，2016年公司毛利率仅23.86%，较2011年下降8.54个百分点。2017年行业呈复苏状态，公司的盈利能力也开始企稳回升，2018年前三季度毛利率达26.37%，同比增加4.94个百分点。从期间费用来看，受固定成本影响，2012-2016年销售费用率、管理费用率、财务费用率同步走高，随着2017年公司收入的提振，期间费用率也出现显著下降。同时随着经营能力的改善，2017年公司的资产周转率和净资产收益率也企稳回升。

图6 公司毛利率和归母净利润率情况


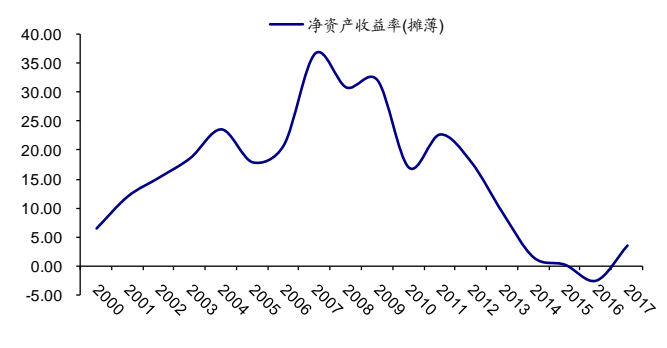
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 公司费用率情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 中联重科资产周转率 (次)


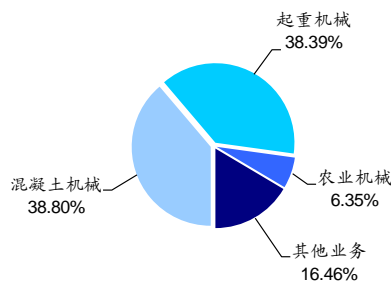
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 中联重科净资产收益率 (%)


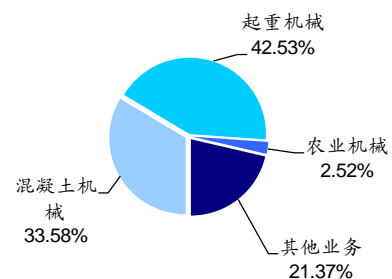
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.3 公司混凝土机械、起重机械主营收入企稳，盈利能力提升

混凝土机械和起重机械是公司的主要收入毛利率来源。混凝土机械和起重机械是公司传统强势业务，在 2008 年在总收入占比分别达 34.56% 和 46.04%，2018 年上半年混凝土机械和起重机械的收入占比达 38.80% 和 38.39%，合计占比为 77.19%，贡献了公司大部分收入。从毛利上看，2018 年上半年混凝土机械和起重机械分别贡献了 33.58% 和 42.53% 的毛利，合计占比达 76.11%。

图10 2018 年上半年分产品收入占比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

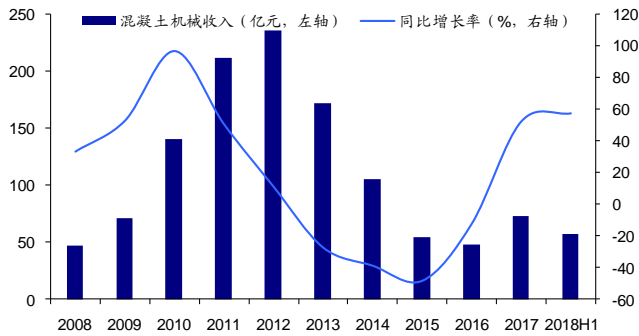
图11 2018 年上半年分产品毛利占比


资料来源: Wind, 海通证券研究所

混凝土机械板块: 公司混凝土机械收入在 2008-2012 年保持快速增长, 2012 年达到 235.96 亿元。受产能过剩、市场需求不振等影响, 板块收入在 2013-2016 年有所下滑, 2016 年实现收入 48.13 亿元, 较 2012 年下降 79.6%。2017 年混凝土机械板块业

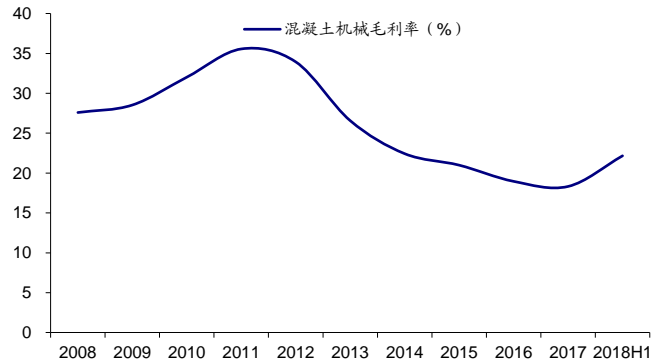
绩出现强势恢复, 实现收入 73.35 亿元, 同比增长率达 52.40%。板块的毛利率也在 2018 年触底回升, 2018 年上半年板块毛利率达 22.16%, 同比增加 5.48 个百分点。

图12 中联重科混凝土机械收入



资料来源: Wind, 海通证券研究所

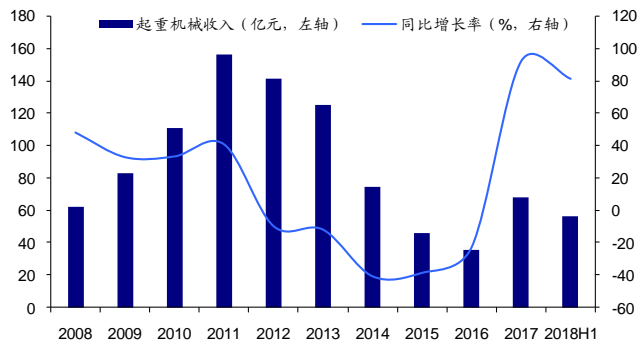
图13 公司混凝土机械板块毛利率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

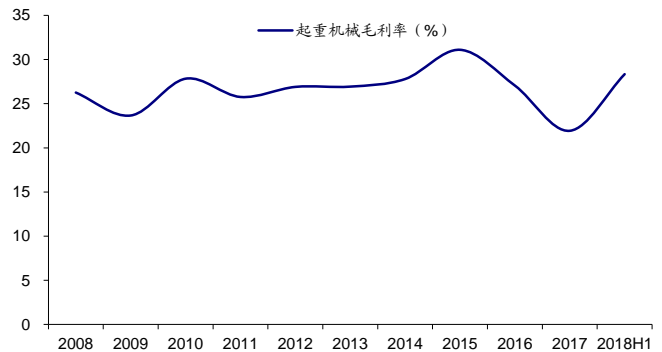
起重机械: 公司起重机械收入在 2008-2011 年逐年上升, 在 2011 年达到 156.18 亿元。受行业需求下降影响, 公司起重机械板块收入在 2012-2016 年持续下滑, 2016 年起重机械板块实现收入 35.4 亿元, 较 2011 年下降 77.33%。2017 年工程机械板块出现同步复苏, 公司起重机械板块实现收入 68.05 亿元, 同比增长 92.21%。从盈利上看, 起重机械板块毛利率在 2008-2015 年保持稳定, 2016 年开始下滑, 于 2018 年触底回升, 2018 年上半年板块毛利率达 28.34%, 同比增加 10.15 个百分点。

图14 中联重科起重机械收入



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 公司起重机械板块毛利率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

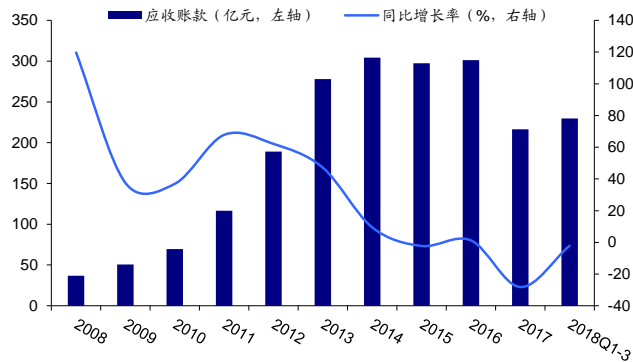
1.4 公司存量风险消化, 经营质量反转

受激进信用政策影响, 行业下行期间工程机械企业应收账款风险加剧。2010-2011 年, 工程机械行业进行了大量的信用销售, 在刺激销量的同时, 也积累了较高的应收账款。随着行业需求出现下滑, 企业应收账款规模不断提升, 存货保持较高水平, 积累了较高的减值风险。

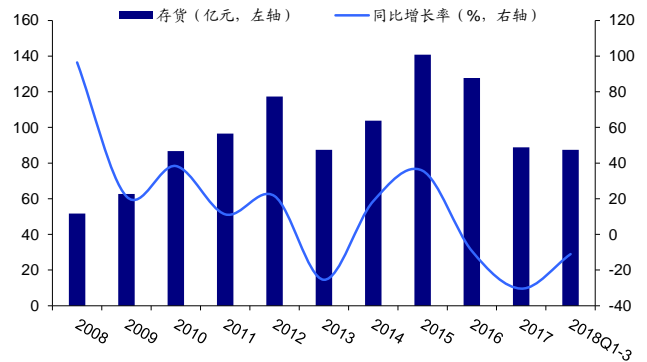
2012-2016 年期间, 公司不断消化存量风险。在 2014 年之前, 公司应收账款规模不断提升, 在 2014-2016 年三年间相对稳定在 300 亿元左右; 行业低迷期公司存货规模增长, 并在 2015 年底达到高峰 140.83 亿元。公司较高的账款和库存推升了报告期的坏账损失, 2012-2016 年间公司计提的坏账准备金额不断增加, 2016 年公司坏账损失达 7.72 亿元, 占营业收入的 3.86%。而销售下滑叠加应收账款和存货的上升, 也给公司流动资金增加了压力, 公司经营活动现金流自 2013 年来出现下滑, 2014 年经营现金流转负, 下降到了 -76.90 亿元, 2015 年收窄到 -33.34 亿元。

经历 5 年调整恢复, 经营质量反转。根据公司 2015-2016 年财报对经营工作思路

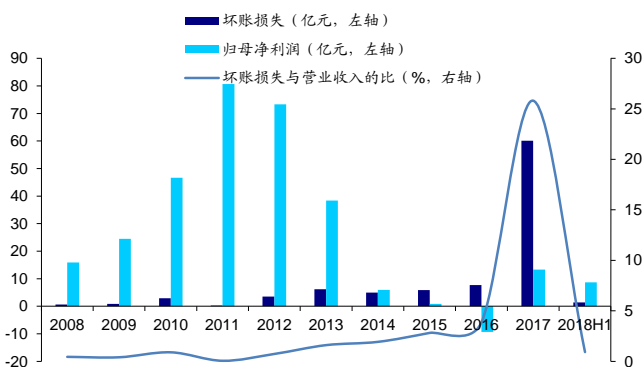
的描述，公司对工程机械板块推进存量应收账款清收、库存消化。2017年公司充分计提资产减值准备，纵深推进高风险客户的“一案一策”管理，加速推进二手设备盘活，同时持续收紧信用政策，逐单核查新机销售合同质量，主动放弃低质订单。2018年9月末的应收账款、坏账损失、经营现金流重返健康水平。

图16 公司应收账款规模逐渐降低


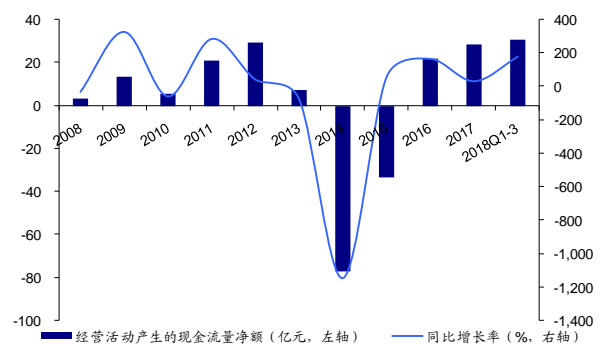
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 公司存货规模逐渐降低


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 公司坏账损失情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 公司经营产生的现金流量净额情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 混凝土机械、起重机械行业持续复苏，公司龙头地位稳固

2.1 混凝土机械行业底部持续复苏，公司保持领先市场地位

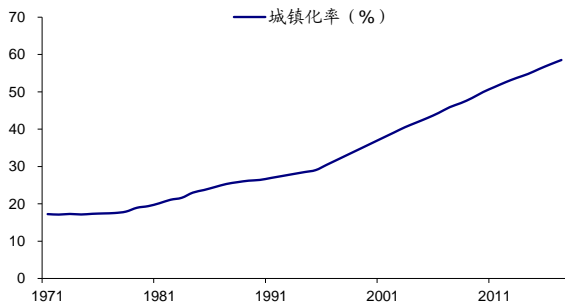
受益城镇化进程，我国混凝土机械行业经历快速发展。自2000年以后，我国商品混凝土开始大规模普及，随着城镇化率快速提升，高速铁路、城市轨道交通、公路、能源、二三线城市基础设施建设和保障房建设发展迅速，我国混凝土机械产业获得了巨大的发展机遇。2011年我国混凝土泵车销量达12030台，较1999年的165台提升显著，年复合增长率达42.97%。同时，我国本土混凝土机械品牌竞争力也在不断提高，市场份额快速提升。2008-2013年期间，国内混凝土机械行业龙头企业不断并购海外混凝土机械品牌，2008年中联重科收购意大利CIFA公司、2012年三一重工收购德国普茨迈斯特（大象），2012年徐工集团与德国施维英完成股权交割仪式，国内混凝土机械企业已成为全球的产业领导者。

图20 搅拌站、搅拌车、泵车、泵



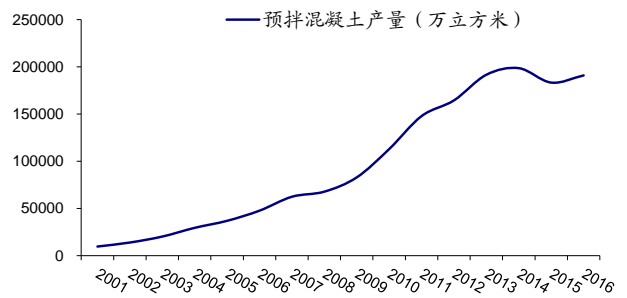
资料来源：中联重科官网，海通证券研究所

图21 我国城镇化率不断提高 (1971-2017)



资料来源：Wind，海通证券研究所

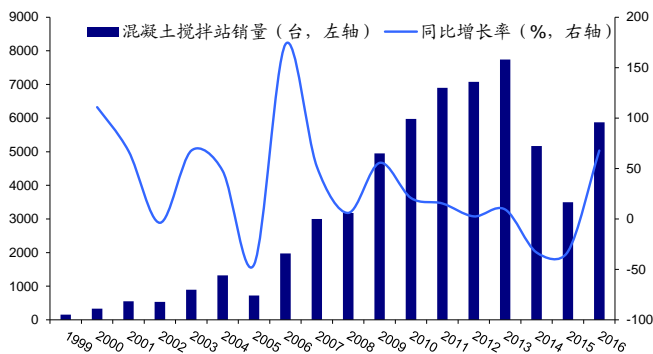
图22 我国预拌混凝土产量 (2001-2016)



资料来源：Wind，海通证券研究所

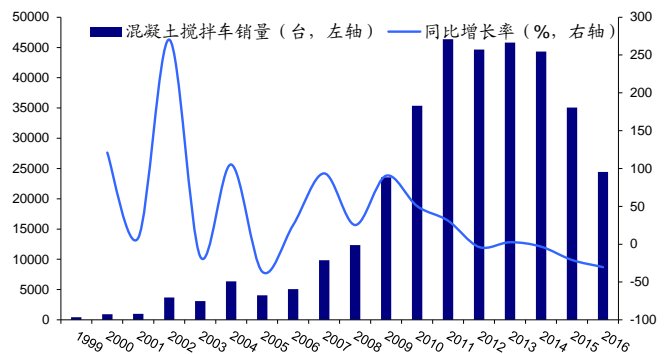
2011-2016 年房地产固定资产投资下行，行业销量持续下滑。2011-2015 年我国房地产固定资产投资增速持续下行，导致我国混凝土机械设备需求下降，产品销量出现持续下滑，行业表现低迷。2016 年我国混凝土泵车销量为 2811 台，较 2011 年的 12030 台下降 76.63%，混凝土搅拌车销量 24442 台，较 2011 年的 46370 台下降 47.29%。从中联重科、三一重工、徐工机械三家公司披露的混凝土机械收入来看，2008-2012 年其混凝土机械销售收入保持快速增长，自 2012 年来销售走向低迷，2016 年合计收入达 144.26 亿元，较 2012 年的 539.3 亿元下降 73.25%。

图23 中国混凝土搅拌站销量及增速



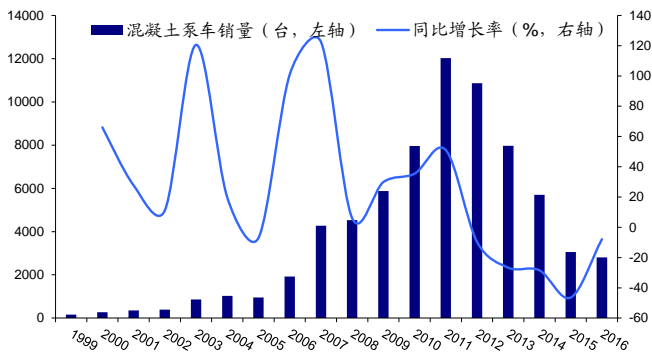
资料来源：Wind，海通证券研究所

图24 中国混凝土搅拌车销量及增速



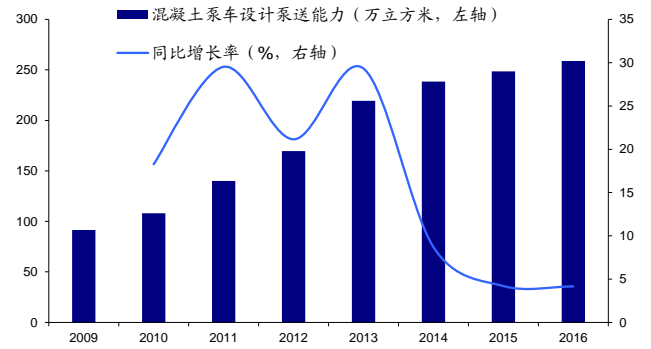
资料来源：Wind，海通证券研究所

图25 中国混凝土泵车销量及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 混凝土泵车设计泵送能力及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

行业景气下行阶段, 毛利率低位盘整。2011年国内混凝土机械行业竞争较为白热化, 国内主要企业采用了较为激进的信用销售, 透支了未来的部分需求, 同时积累了较多的账款, 为后续的销售带来较大压力。同时行业扩张阶段企业所增加的固定资产和员工数量, 也放大了成本压力。从中联重科、三一重工、徐工机械三家公司的混凝土机械数据看, 自2011年来其混凝土机械毛利率持续走低, 2016年加权平均毛利率达20.5%, 较2011年的38.55%下降18.06个百分点。

图27 三家企业混凝土机械板块合计收入

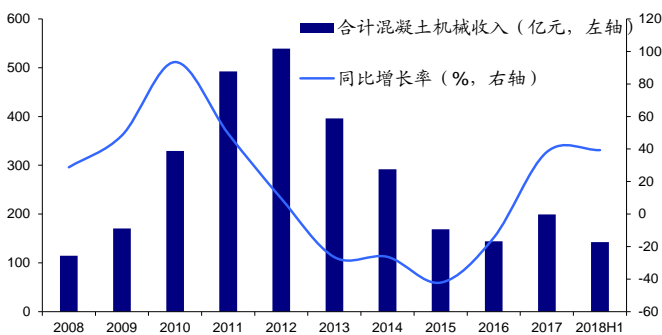
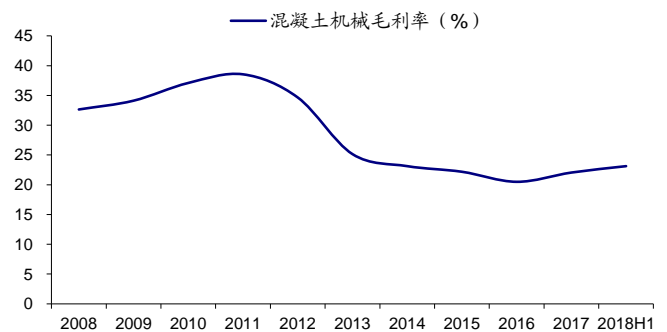
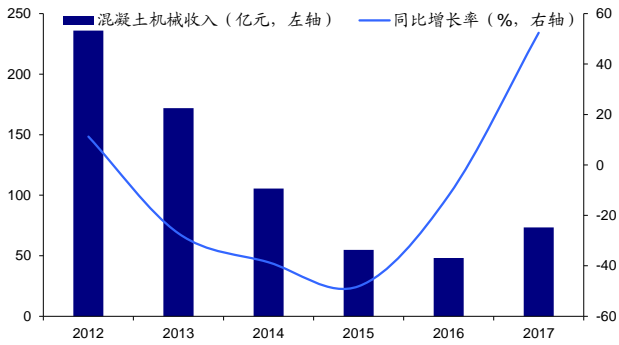

 资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 中联重科、三一重工、徐工机械三家合计

图28 三家企业混凝土机械板块合计毛利率变化

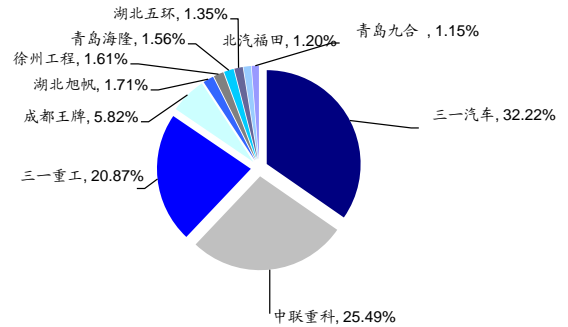

 资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 中联重科、三一重工、徐工机械三家合计

2017年以来行业企稳回升, 并有望保持平稳发展。2017年全球经济保持良好的复苏态势, 同时受益于国内基建投资增长、环保升级、设备更新换代等因素, 混凝土机械设备需求逐渐回升, 行业收入增速逐渐回升, 2017年行业收入增速达1.3%, 呈现企稳态势。考虑到设备更换周期约8年, 在存量设备更换及国内环保政策的要求下, 我们预计混凝土机械行业未来仍有望保持增长。

中联重科是国内混凝土机械龙头企业, 受益行业企稳板块业绩有望不断上升。公司混凝土机械板块业绩也随行业复苏增长, 2017年收入同比增加52.4%。中联重科是国内混凝土机械市场的龙头企业之一, 从混凝土泵车数据来看, 2018年1-5月公司混凝土泵车累计产量占比达25.49%, 保持领先的行业地位。根据2018年半年报, 公司混凝土机械主导产品价格上涨1-5%, 首付比例达40%, 在新一轮行业增长期内, 公司市场地位领先, 且市场处于良性竞争环境, 我们预计公司混凝土机械业绩有望保持增长。

图29 中联重科混凝土机械收入 (2012-2017)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 2018年1-5月混凝土泵车累计产量占比


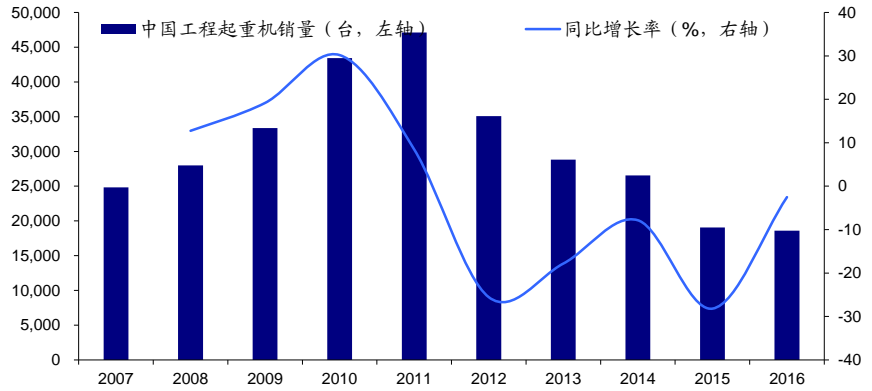
资料来源: 专汽网, 海通证券研究所

2.2 工程起重机械行业自 2016 年来企稳回升, 公司份额稳中有升

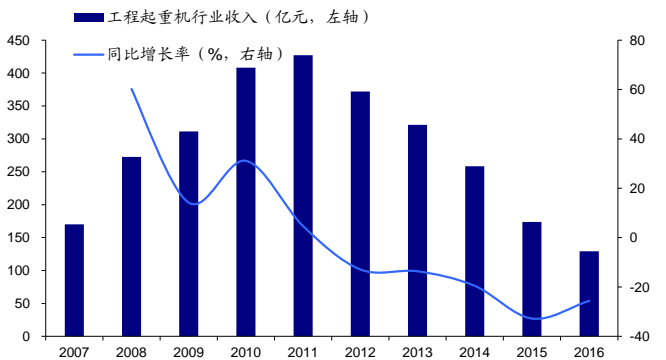
我国工程起重机在 2011 年达到历史高峰, 2012-2016 年持续低迷。受益我国电力、石化、水利、交通等基础设施建设项目持续发展, 我国工程起重机产品销量从 2007 年的 24832 台增长到 2011 年的 47109 台, 年复合增长率达 17.36%。工程起重机械行业企业的业绩保持同步高速增长, 行业收入自 2007 年的 170 亿元增长到 2011 年的 427 亿元, 年复合增长率达 25.86%, 行业利润总额从 2007 年的 17.9 亿元增长到 2011 年的 57.4 亿元, 年复合增长率达 33.78%。2012-2016 年行业出现持续下降, 2016 年行业工程起重机销量达 18589 台, 相比 2011 年下降 60.54%, 行业收入、利润总额分别为 129 亿元、-1.8 亿元, 较 2011 年分别下降 69.76%、103.10%。

图31 汽车起重机、轮胎起重机、履带起重机、随车起重机

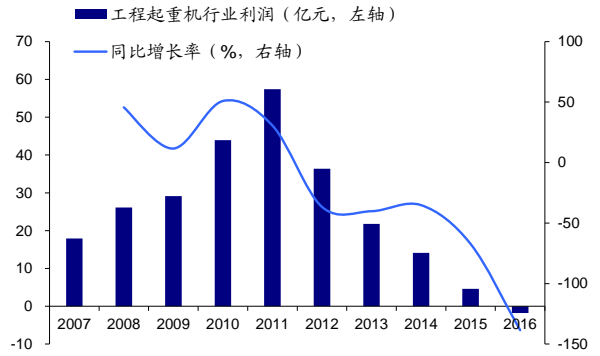

资料来源: 中联重科官网, 海通证券研究所

图32 2007-2016 年我国工程起重机销量情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

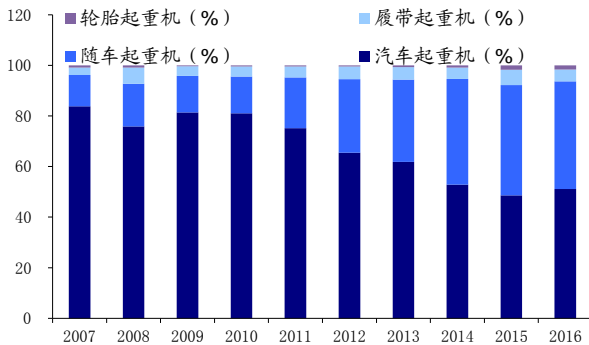
图33 2007-2016 年我国工程起重机行业收入情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

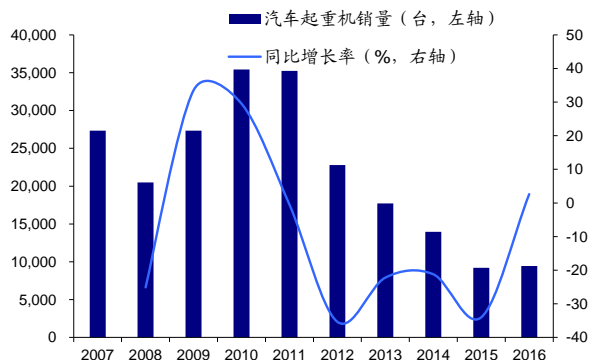
图34 2007-2016 年我国工程起重机行业利润情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

汽车起重机是行业主流产品，销量增速与行业基本一致。汽车起重机是我国流动式起重机的主流产品，2016 年我国汽车起重机、随车起重机、履带起重机、轮胎起重机销量占比分别达 51.14%、42.60%、4.66%、1.61%。受益国家经济发展及基础设施建设投资，汽车起重机与行业同步保持快速增长，从 2007 年的 27346 台增长到 2011 年的 35248 台。而自 2012 年后，行业销量持续走低，2016 年销量达 9455 台，较 2011 年下降 73.18%。

图35 2007-2016 年我国工程起重机销量占比情况


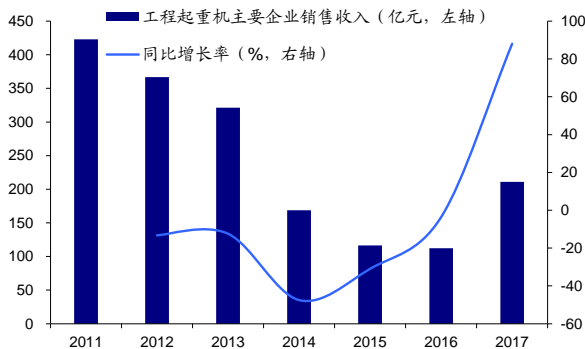
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图36 2007-2016 年我国汽车起重机销量及增速


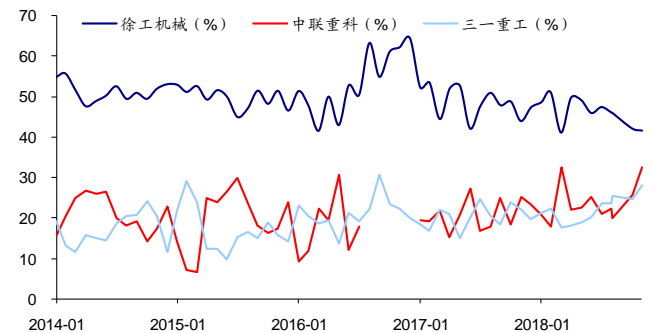
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2016 年以来工程起重机行业企稳回升，汽车起重机销量保持快速增长。自 2013 年以来我国基础设施投资保持增长，持续带动包括工程起重机在内的各类工程机械施工需求，同时环保政策趋严也推动了替换需求，工程起重机销量持续回升。其中汽车起重

机 2017 年实现销量超过 2 万台,同比增长超 120%。2018 年来行业继续保持较高增速,1-11 月汽车起重机销量同比增加 61.87%。

图37 工程起重机主要企业销售收入及增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所

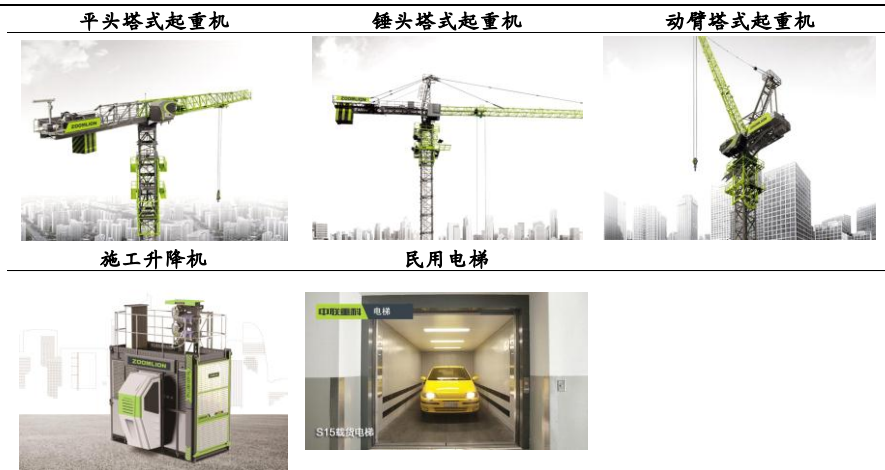
图38 汽车起重机月销量占比情况


资料来源: Wind, 海通证券研究所

中联重科是我国汽车起重机龙头企业之一,市场份额稳中有升。徐工机械、三一重工和中联重科是我国汽车起重机的巨头,2018 年 1-11 月三家企业合计销量达 2.71 万台,市场占有率达 91.24%,较 2014 年的 89.27%稳中有升,行业龙头的稳定为行业的良性发展打下坚实基础。2018 年 1-11 月中联重科汽车起重机销量达 6977 台,市占率达 23.46%,较 2014 年的 22.03%也有一定提高。在市场竞争走向良性的背景下,我们预计龙头企业仍然具有较高优势,中联重科仍将保持较高的市场份额。

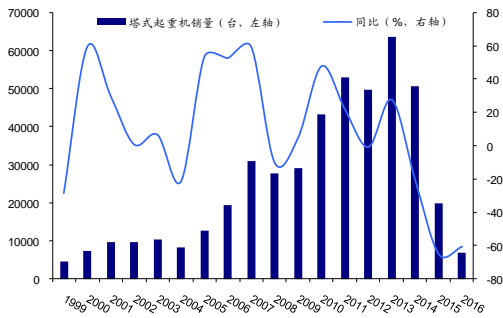
2.3 受益经济增长、装配建筑等需求推动,建筑塔式起重机有望持续增长

受益基建、房地产需求发展,我国塔式起重机发展迅速。随着我国城市轨道交通、铁路干线和支线、矿山、农田水利建设迅速发展,我国塔式起重机销量经历快速增长,但随着基建增速放缓,我国塔式起重机销量迅速下滑,而出口销量保持相对平稳。

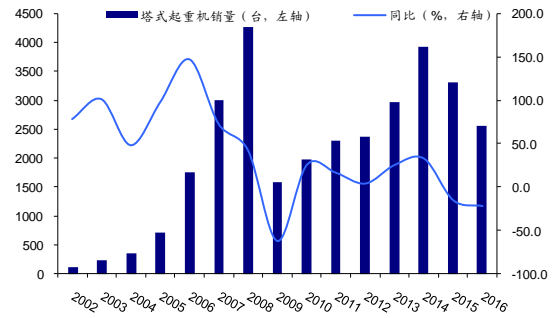
图39 中联重科塔式起重机


资料来源: 中联重科官网, 海通证券研究所

自 2017 年来塔式起重机触底反弹,2018 年保持增长趋势。根据中国工程机械协会建筑起重机械分会统计,2017 年 1-9 月塔吊行业快速回升,全行业实现销量约 7000 台,销售额高达 55 亿元。2017 年前三个季度,行业前 10 家企业总销售额达 35.7 亿元,同比平均增幅达 25%-30%。根据 2018 年中国建筑起重机械行业年会《发展关键零部件,打造核心竞争力》工作报告,2018 年来建筑起重机械行业保持增长的态势,行业集中度进一步提升,产品平头化趋势更加明显,中大型塔机份额进一步加大,行业技术创新步伐加快。

图40 我国塔式起重机的销量


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图41 我国塔式起重机出口相对平稳


资料来源: Wind, 海通证券研究所

装配式建筑市场发展迅速，推动塔吊需求上升。装配式建筑是由预制部品部件在工地装配而成的建筑，具有车间加工完成、现场大量装配作业、装修随施工同步进行、信息化标准化、绿色、节能环保等特点。2017年3月住建部发布《“十三五”装配式建筑行动方案》，方案要求全面推进装配式建筑发展，到2020年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，培育50个以上装配式建筑示范城市、200个以上装配式建筑产业基地、500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地。我们认为在国家推广要求下，装配式建筑将保持快速发展。而装配式建筑预制部件重量远高于传统建筑部件，对塔吊承重需求将提升，对于大型塔式起重机的需求有望明显增加。

公司塔式起重机全球领先，积极布局推动智能升级。中联重科的前身长沙建设机械研究院在1956年研制了我国第一台塔机，经过数十年的发展，公司已经成为全球领先的塔机制造生产商，也是国际标准化组织/起重机技术委员会秘书处单位。公司建筑起重机械产品涵盖平头塔式起重机、锤头塔式起重机、动臂塔式起重机、施工升降机四大系列，公司建筑起重产品销售收入、市场占有率、出口等主要经济指标均居行业前列，产品远销美国、阿联酋、印度等六十多个国家和地区，承建了港珠澳大桥、科威特国际机场、哈萨克斯坦世博会等多项世界级项目工程。根据《中国工程机械》2018年7月发布的“2018全球塔式起重机制造商10强”榜单，公司排名全球第三。近年来，在公司“产品4.0”战略的推动下，中联重科建筑起重机械子公司搭建了国际一流、国内领先的塔机智能工厂，持续推进产品的智能升级。

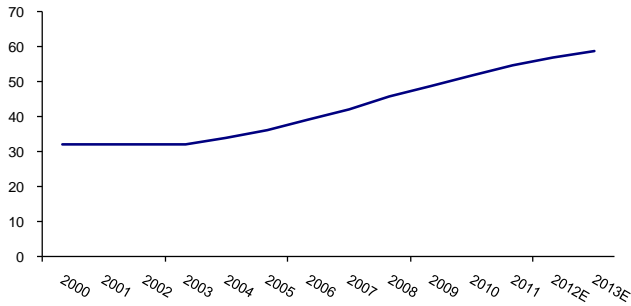
3. 农业机械行业进入高质量发展新阶段

世界发达国家基本实现了农业机械化，我国农业机械化正迎头赶上。世界主要发达国家于二十世纪六十、七十年代基本实现了农业机械化，目前仅用少于全国5%的劳动力人口支撑了本国发达的农业体系。自1949年来，我国农业机械化经历了创建起步、体制转换、市场引导跨区作业、依法促进等4个阶段，在《农业机械化促进法》的带动下，我国农业机械化进入高速发展阶段。

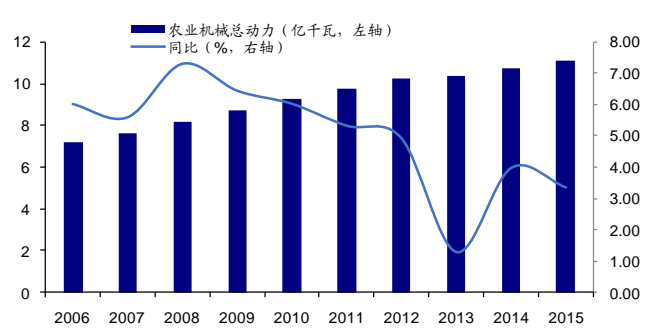
图42 中联重科农业机械产品


资料来源: 中联重科官网, 海通证券研究所

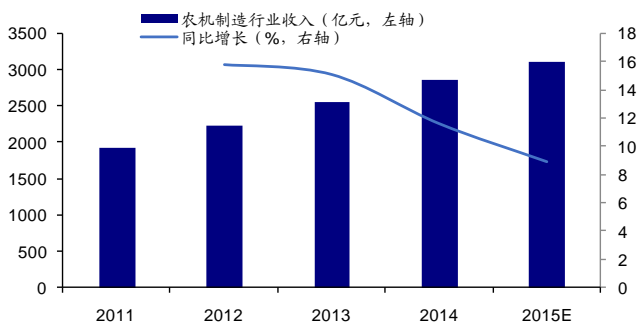
在政策及补贴资金支持下,近年来我国农业机械保持稳定发展。我国2004年出台了《农业机械化促进法》以及一系列配套政策,对农民及农业生产组织购买农业机械给予直接补贴。中央对农机购置的财政补贴资金从2004年的0.78亿元增加到2015年的236亿元,补贴机型基本覆盖农林牧渔生产的主要机械设备。2002-2011年我国农业机械总产值由634亿元增长至2898亿元,年均增长18%,耕种收综合机械化率由32.2%提升至54.8%,年均提升2.3个百分点。2003年底我国农业机械总动力达到6.04亿千瓦,并开始逐年增长,2015年底我国农业机械总动力达到11.17亿千瓦,2015年全国规模以上农机工业企业主营业务收入达到4284亿元,较十一五末增长73.6%;全国农作物耕种收综合机械化率提高到63%。

图43 2000-2013 耕种收综合机械化率 (%)


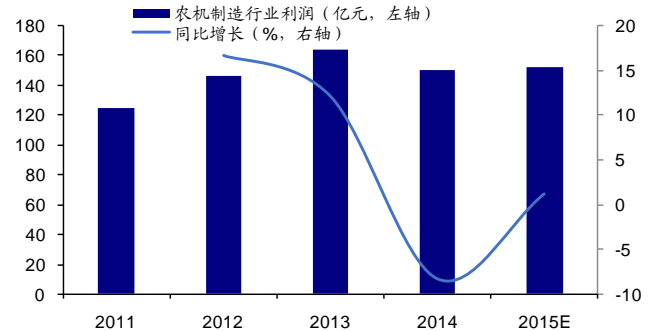
资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

图44 2006-2015 年农业机械总动力


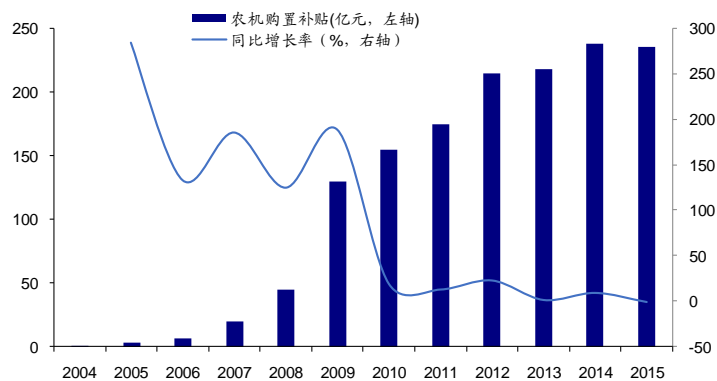
资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

图45 我国农业机械制造行业销售收入


资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

图46 我国农机制造行业利润


资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

图47 我国农机购置补贴情况


资料来源: 产业信息网, 海通证券研究所

农机行业进入平整期间，未来向高质高效转型。2014 年来农机市场增速放缓，进入结构性调整期。2018 年中央一号文件提出“推进我国农机装备产业转型升级，加强科研机构、设备制造企业联合攻关，进一步提高大宗农作物机械国产化水平，加快研发经济作物、养殖业、丘陵山区农林机械，发展高端农机装备制造。”，向前看，高端农机、智能农机、智慧农业是国家政策重点支持的方向。2018 年 2 月国家出台《2018-2020 年农业机械购置补贴实施指导意见》，提出农业机械化全程全面高质高效发展，大力推广节能环保、精准高效农业机械化技术，促进农机工业转型升级，提升农机作业质量。

中联重科持续培育农业机械，市场地位稳固。目前公司的农业机械产品已形成拖拉机、收获机、经济作物机械、烘干机、农机具等 10 多个产品线、50 多个产品平台、750 多种产品资源的组合，是中国本土产品链最全的农业装备制造制造商。近年来公司农业机械的规模、品牌、市场地位优势巩固，烘干机国内市场连续五年蝉联销量冠军，小麦机产品国内市场份额居行业第二位，水稻机国内市场份额居行业前三位。在农业机械高质量发展的新阶段中，我们认为公司有望凭借先进的技术实力和完善的产业布局拔得头筹。

4. 进入高空作业平台新产业，土方机械补短板即将发力

4.1 高空作业平台行业发展迅速、空间广阔

高空作业平台是为满足高处作业的需要而设计和生产的一类专用设备，它可以将作业人员、工具、材料等通过作业平台举升到指定位置进行各种安装、维修操作，并为作业人员提供安全保障。根据举升机械结构不同，高空作业机械可分为直臂式、曲臂式、剪叉式、桅柱式、门架式和桅柱爬升式。

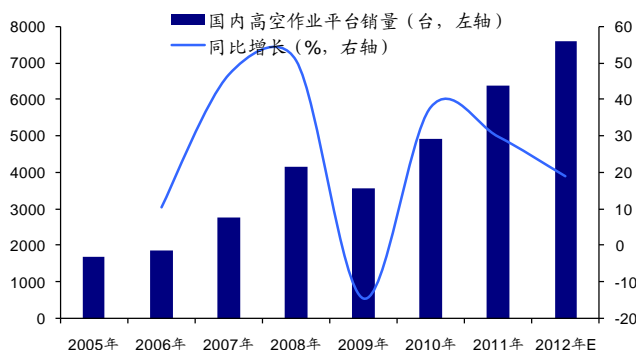
图48 中联重科高空作业平台产品



资料来源：中联重科官网，海通证券研究所

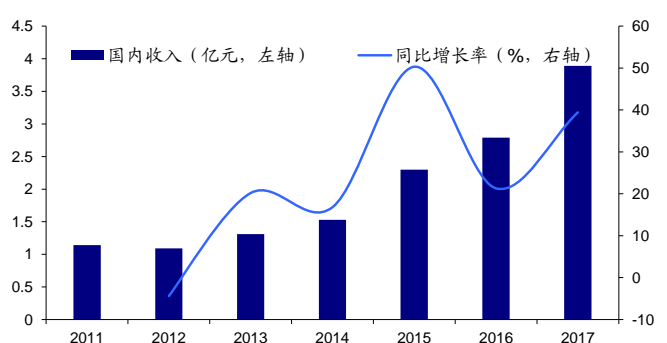
人工成本提高叠加施工安全要求，我国高空作业平台快速发展。随着人工成本提高、人口红利逐渐消失、施工安全意识日益加强、高空建设施工安全规范全面完善，相对于传统脚手架等登高作业设备而言，高空作业平台在安全性和经济性方面具有突出优势。目前我国高空作业平台处于市场导入期，行业保持快速成长，2011 年国内高空作业平台制造商只有 20 家左右，高空作业平台租赁商仅有十几家。据国际高空作业联盟统计，至 2014 年底国内从事高空作业平台租赁的企业约 150-200 家，用于租赁的高空作业平台数量 15000 台左右。以国内从事高空作业平台业务的上市公司浙江鼎力财报看，近年来国内收入保持快速增长，我们认为反映行业需求旺盛。

图49 国内高空作业平台销量



资料来源：《国内外高空作业平台市场展望_张磊庆》，海通证券研究所

图50 浙江鼎力国内收入及增速



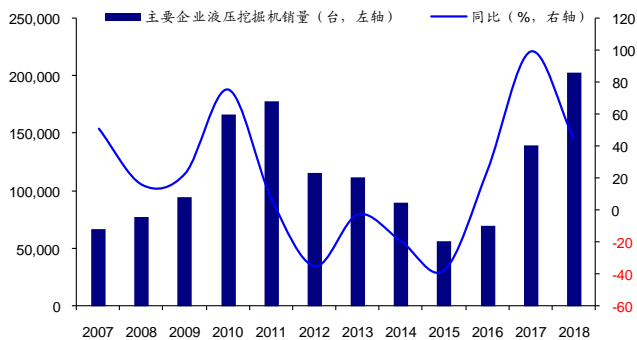
资料来源：Wind，海通证券研究所

中联重科推出高空作业机械新产品，搭配智能化流水线，发力高空作业机械市场。近期中联重科发布其高空作业机械公司生产的三大类别、8各型号的高端智能新产品，涵盖自行走电动剪叉式、曲臂式和直臂式三类，多指标达行业领先水平，并且全部符合欧标、美标及国标要求。其中（1）剪叉平台可广泛应用于建筑施工、厂房建设、房屋装饰维修等地，已通过相关认证，均可在欧洲、东南亚市场销售；（2）曲臂式平台 ZA14J，是国内首台超大载荷和双载荷设计的 14 米曲臂产品，承载能力高出行业 30% 以上；（3）直臂式平台 ZT26J，在微动性控制方面达到了行业领先水平。公司还搭建了行业内全国首条覆盖剪叉式高空作业平台生产全工序的智能化流水线，生产上下料、物料转运、工件焊接、涂装等通过机器人或 AGV 等自动化设备实现自动智能对接，年产能达 12000 台剪叉式高空作业平台，进一步提升了公司的行业竞争力。

4.2 挖掘机行业企稳，国产品牌发展迅速

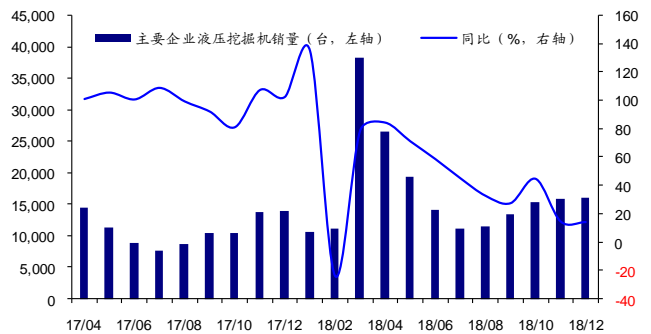
经历 5 年调整，受益经济回暖，挖掘机行业呈现复苏。随着我国基建和房地产发展，2007-2011 年我国挖掘机销量保持高速增长，从 2004 年的 2.6 万台增长到 2011 年行业销量达 17.8 万台，2004-2011 年复合增长率达 31.90%。2011-2015 年行业表现低迷，2015 年行业销量 5.6 万台，较 2011 年下降 68.4%。2016 年以来，国际经济出现复苏，同时我国宏观经济向好、国家环保要求升级，以及房地产、基建、矿山项目的回暖直接带动了工程机械的新机采购和存量机器更换的需求，挖掘机行业也出现企稳，2017 年行业销量达 14.0 万台，同比增长 99.5%，2018 年继续保持高增速，总销量达 20.34 万台，同比增加 45%。

图51 挖掘机行业复苏



资料来源: Wind, 海通证券研究所

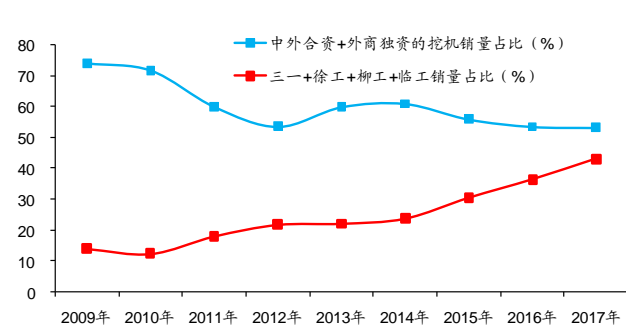
图52 近 2 年内挖掘机月度销量情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

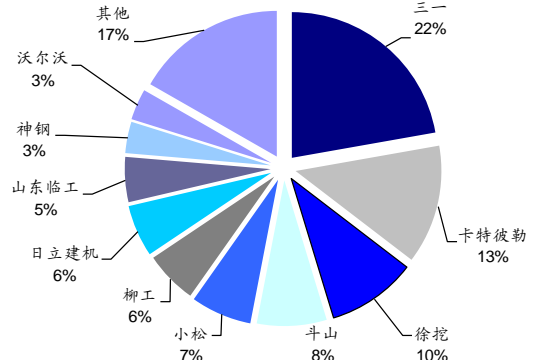
行业复苏有望延续，国产品牌占比有望不断提高。受益于长期的技术、渠道和品牌积累，挖掘机国产品牌竞争力不断提高，市占率从 2007 年的 20% 提升到 2018 年 1-11 月的 49%。根据我们 2018 年 12 月初发布的行业深度报告《挖机行业展望：道阻且长，行则将至》的模型测算，我们预计 2019 年挖机行业销量增速区间在 -10% 到 +10%，尽管增速有所波动，但 2019 年挖机总体销售额依然较高。而随着国产品牌产品线完善、供应链健全，我们认为国产品牌占比有望进一步提升。

图53 挖机国产龙头市占率提升、外资市占率下降



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图54 我国 2017 年各厂商挖机销量占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

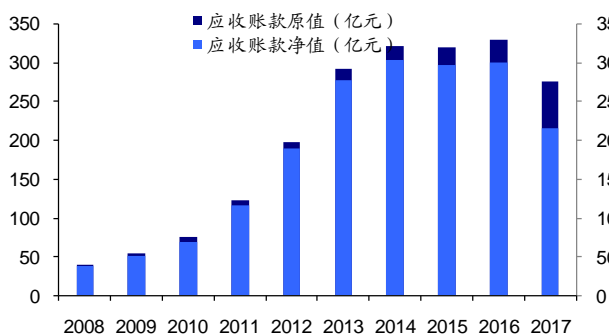
土方机械补短板，公司持续向挖掘机市场进军。公司于2010年将自主品牌的“E”系列挖掘机全面推向市场，标志着公司成为全系列工程机械制造商。但受行业下行影响，公司的挖掘机产品销售进展偏缓。在行业下行期间，公司主动调整和修复资产负债表，2012年公司土方机械收入达22.69亿元，2014年下降到6.98亿元。随着行业的复苏企稳，公司土石方机械业务再度起航。根据公司2018年11月2日投资者关系活动记录表，公司短板产品土方机械有望在2019年发力，实现量产5000台的目标。

5. 行业发展新常态，公司再度扬帆起航

5.1 存量风险充分消化，运营质量不断提升

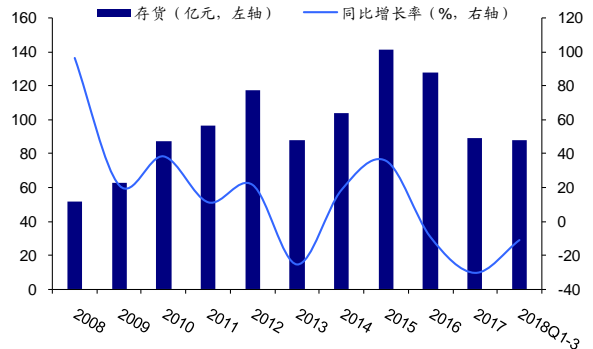
行业下行期间，公司积极调整历史存量风险。在2008-2011年，公司的收入增速及运营质量保持较高水平，期间应收账款周转率约5次/年，反映较高的资金使用效率。在2012-2016年行业下行期间，公司应收账款周转率由2012年的3.15次迅速降至2016年的0.67次，且行业景气高峰时行业的信用销售刺激也为账款留下一定存量风险。在5年行业调整期内，公司以效益和效率为中心，推进市场变革和整合、存量应收账款清收、库存消化、二手机设备盘活等策略，累积充分计提了坏账损失，逐渐有效的消化了历史存量风险。

图55 2016年来公司应收账款规模不断收缩



资料来源: Wind, 海通证券研究所

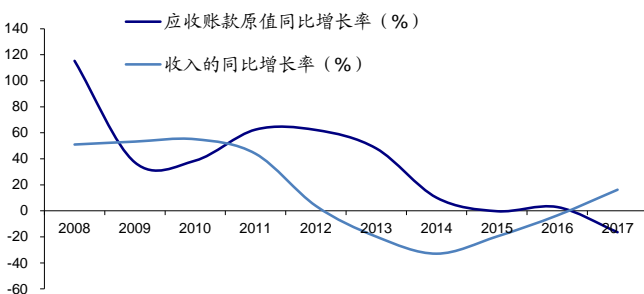
图56 2015年来公司存货规模逐渐降低



资料来源: Wind, 海通证券研究所

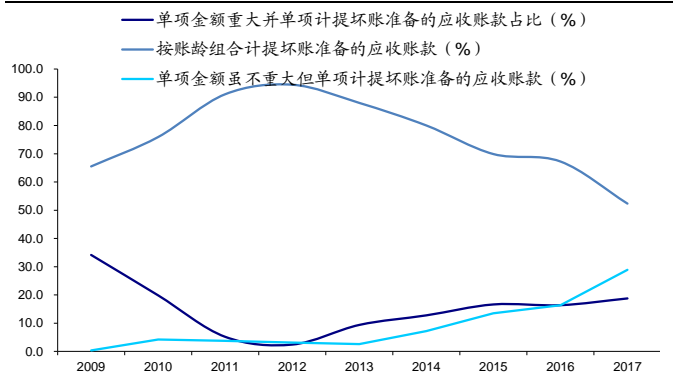
经历5年调整恢复，公司经营质量反转。2012年行业下行以来公司应收账款持续增加，但增速逐渐下降，在2017年首次明显降低；而同期公司收入触底回升，在2017年实现正增长。从应收账款的分类看，所占比重最大的按账龄组合计提坏账准备的应收账款占比不断降低，从2012年的94.44%降至2017年的52.34%，降至行业下行之前水平。相比于2011-2012年，公司的经营质量已经出现反转向上的。

图57 公司应收账款原值增长率下降、收入增速上升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图58 公司按账龄组合计提坏账的应收账款比例逐渐降低



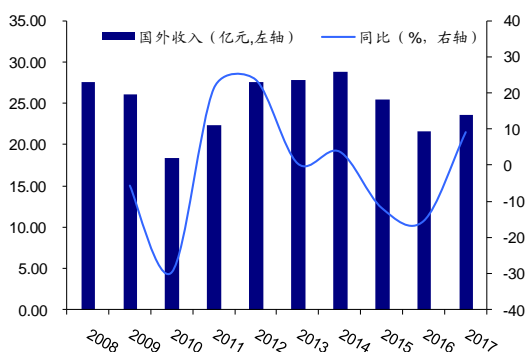
资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.2 行业海外并购先行者，持续推进国际化布局

公司具有国际化发展视野，多年来持续布局。公司注重在全球范围内整合优质资源，逐渐构建了全球化制造、销售、服务网络。目前公司产品市场已覆盖全球 100 余个国家和地区，构建了全球市场布局 and 全球物流网络和零配件供应体系。公司拥有意大利 CIFA 工业园、德国 M-TEC 工业园、印度工业园、巴西工业园、中白工业园，并将新建土耳其工厂、沙特工厂，公司在白俄罗斯、哈萨克斯坦、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、泰国等“一带一路”沿线国家拥有工业园或生产基地，共配置有 20 个海外贸易平台、7 个境外备件中心库、100 多个网点，实现了本地化运营的海外发展战略，同时以阿联酋、比利时为中心，正逐步建立全球物流网络和零配件供应体系。

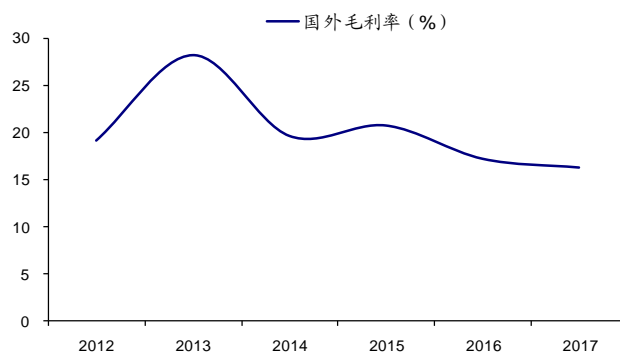
从资源并购整合看，公司是中国工程机械行业海外并购的先行者。公司海外并购步伐持续迈进，积累了丰富的经验：2001 年并购英国保路捷公司，2008 年收购意大利 CIFA 公司，逐步奠定了公司混凝土机械全球领先的地位，2011 年公司买断德国 JOST 平头塔全套技术，实现从国内领先到国际领先的跨越，2013 年公司收购干混砂浆设备制造第一品牌德国 M-tec 公司，2014 年入股全球著名升降机企业荷兰 Raxtar 公司，2015 年收购意大利 Ladurner 公司等。

图59 中联重科国外收入情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图60 中联重科国外收入毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

公司持续推进国际化，打造海外发展新格局。公司加速与国际产能合作，对境外主要基地进行产品线扩展和功能升级，将意大利 CIFA 由专营混凝土机械的区域化公司扩展为涵盖工起、建起产品，覆盖中东、北美生产制造的复合型全球化公司；中联-MAZ 合资公司 25 吨汽车起重机产品实现量产；白俄罗斯生产基地建设稳定推进，持续发展成辐射东欧、中亚和俄语区的综合性基地；南亚地区综合生产制造基地“轻资产”布局；北美研发中心正被打造成研发、生产、销售一体的区域平台。在全球经济稳定发展的情况下，公司的海外布局业务有望持续稳定发展。

5.3 推行智能制造、4.0 智能产品驱动转型升级

推进 4.0 产品创新，提升产品智能化水平。从 2014 年开始中联重科开始聚焦实施产品升级换代 4.0 工程，以提升产品智能化水平。在工程机械方面，2018 年上半年，公司新增 9 款 4.0 智能化工程机械产品，其中搭载大数据及单机智能技术的智能汽车起重机上市，高铁专用 4.0 搅拌站研发成功。目前公司 4.0 系列产品销售占到工程机械总销售的 70% 左右，我们认为其 4.0 系列产品在销售中所占比重未来会进一步提高。在农机方面，公司农机产品已经初步实现了自动驾驶、自动收割、智能烘干等功能，并建有农业装备物联网平台，可实现农机信息及时反馈等远程控制功能，为人工智能技术应用奠定了基础。2018 年 7 月，公司宣布与吴恩达教授的人工智能公司携手在农业领域展开合作，共同研发基于人工智能 (AI) 技术的新产品。

公司投建智能化产线，推进智能制造。公司积极推进移动互联网、云计算、大数据、物联网等与工程机械制造行业的结合，推进智能制造，促进企业转型升级。公司沅江智能制造工业园建设项目于 2018 年 8 月开工，重点聚焦搅拌车类产品，将生产制造水平提升到 4.0 的标准。项目建成投产后，将逐步实现年产 10000 台搅拌车类产品产能，年产值将突破 50 亿元，并将成为集智能产品、智能制造、智能服务于一体的高端自动化、数字化、智能化产业园区。

6. 盈利预测

行业调整期间，公司资产质量不断恢复。2011-2012年我国工程机械销量及收入达到上一轮景气周期的顶峰，随着国际经济复苏放缓，国内基础设施及房地产建设需求降温，国内工程机械的销售也逐渐下滑。在行业高峰期间行业进行了大量的信用销售，企业累计较高的应收账款，同时形成了较高的二手机库存，为工程机械行业带来很大的挑战。在行业低迷期间，中联重科持续调整和恢复，应收账款和存货风险逐步释放，获得良性修复。2016年以来，行业的景气度不断提高，各类工程机械产品销量回暖，公司以更加健康的资产面貌去迎接行业机遇，有望在本轮行业复苏中保持良性健康发展。

展望19年，根据18年12月19-21日的中央工作经济会议，19年宏观政策可能重在逆周期调节，积极的财政政策将加力提效、稳健的货币政策将松紧适度。我们认为在“稳增长”的背景下，政策面的调整和优化将有利于工程机械行业需求景气度的延续。公司作为行业龙头，经历资产修复后，有望在行业发展中获得更多市场份额，实现超过行业的增速；随着国家对高端装备和智慧农业的不断支持，中高端农机产品市场需求持续向好。同时公司高空平台和土方机械产品也有望随行业景气上升取得更大发展。

我们预计公司2018-2020年实现归母净利润16.56、24.69、32.10亿元，摊薄EPS分别为0.21、0.32、0.41元/股，每股净资产分别为5.03、5.34、5.75元/股，2019年1月14日公司收盘价3.65元/股，对应我们预测的2018-2020年PB各0.73、0.68、0.63倍。相比其他土方机械，混凝土机械及起重机械的增长略有滞后，且规模距离上一轮景气高点仍有增长空间，我们认为龙头公司的增长有望持续，给予公司2019年0.75-0.80倍PB，对应合理价值区间4.01-4.27元，给予“优于大市”的投资评级。

表1 主营业务收入预测及主要假设

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
分产品销售收入 (亿元)					
混凝土机械	48.13	73.35	91.69	114.61	143.26
起重机械	35.40	68.05	115.30	160.31	191.87
农业机械	34.52	22.95	11.48	9.18	9.64
金融服务	4.09	3.92	5.10	6.62	8.28
环卫机械	56.07	26.65	-	-	-
其他机械和产品	22.02	37.80	49.15	54.07	59.48
合计主营业务收入	200.23	232.73	272.72	344.80	412.52
分产品销售增长率 (%)					
混凝土机械	-12.12	52.40	25.00	25.00	25.00
起重机械	-22.59	92.22	69.43	39.04	19.68
农业机械	4.75	-33.50	-50.01	-20.00	5.00
金融服务	-28.22	-4.03	29.97	30.00	25.00
环卫机械	23.91	-52.47	-	-	-
其他机械和产品	-4.83	71.65	30.02	10.00	10.00
主营业务收入同比增长率 (%)	-3.52	16.23	17.18	26.43	19.64
分产品销售毛利率 (%)					
混凝土机械	18.96	18.32	23.50	24.00	24.50
起重机械	27.05	21.93	29.00	29.50	30.00
农业机械	17.56	13.96	10.50	11.50	12.50
金融服务	99.93	99.90	99.80	99.80	99.80
环卫机械	26.56	24.93	-	-	-
其他机械和产品	18.34	20.01	26.00	26.00	26.00
合计主营业务毛利率 (%)	23.86	21.35	27.15	27.99	28.51

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值 (2019/01/14)

公司名称	三一重工	徐工机械	柳工
收盘价 (元/股)	8.38	3.32	6.24
2019 年每股净资产 (元/股)	4.66	3.54	7.16
2019PB (倍)	1.80	0.94	0.87

资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 2019 年每股净资产来自 wind 一致估计

风险提示: 工程机械行业需求下滑, 农机业务持续亏损, 新产品进展低于预期, 坏账损失增加。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	23272.89	27271.60	34479.66	41252.47
每股收益	0.17	0.21	0.32	0.41	营业成本	18304.12	19866.07	24827.27	29493.24
每股净资产	4.82	5.03	5.34	5.75	毛利率%	21.35%	27.15%	27.99%	28.51%
每股经营现金流	0.37	0.30	0.27	0.17	营业税金及附加	301.08	245.44	310.32	371.27
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.29%	0.90%	0.90%	0.90%
价值评估 (倍)					营业费用	2451.32	2399.90	3034.21	3630.22
P/E	21.40	17.21	11.54	8.88	营业费用率%	10.53%	8.80%	8.80%	8.80%
P/B	0.76	0.73	0.68	0.63	管理费用	1768.77	2018.10	2551.49	3052.68
P/S	1.22	1.05	0.83	0.69	管理费用率%	7.60%	7.40%	7.40%	7.40%
EV/EBITDA	34.33	14.49	10.42	8.37	EBIT	447.60	2742.09	3756.37	4705.06
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	1504.02	1131.54	905.30	772.24
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	6.46%	4.15%	2.63%	1.87%
毛利率	21.35%	27.15%	27.99%	28.51%	资产减值损失	8792.52	286.91	400.79	540.26
净利率	5.36%	6.01%	7.23%	7.86%	投资收益	10950.11	650.00	600.00	600.00
净资产收益率	3.54%	4.22%	5.92%	7.14%	营业利润	1217.78	2002.33	3050.28	3992.55
资产回报率	1.60%	1.92%	2.75%	3.41%	营业外收支	23.64	10.00	10.00	10.00
投资回报率	0.99%	4.96%	6.70%	7.99%	利润总额	1241.42	2012.33	3060.28	4002.55
盈利增长 (%)					EBITDA	1420.48	3315.23	4435.49	5380.58
营业收入增长率	16.23%	17.18%	26.43%	19.64%	所得税	-6.56	372.28	566.15	760.49
EBIT 增长率	20.17%	512.62%	36.99%	25.26%	有效所得税率%	-0.53%	18.50%	18.50%	19.00%
净利润增长率	237.93%	31.42%	52.08%	29.99%	少数股东损益	-83.94	-16.40	24.94	32.42
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1331.92	1656.45	2469.19	3209.65
资产负债率	54.0%	53.8%	52.7%	51.6%	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动比率	2.54	2.58	2.65	2.72	货币资金	8255.92	9000.00	9500.00	10000.00
速动比率	2.16	2.24	2.30	2.36	应收款项	21631.34	24196.26	27137.85	31178.39
现金比率	1.58	1.92	2.31	2.60	存货	8885.79	8381.85	8842.59	9534.80
经营效率指标					其它流动资产	13035.32	12341.60	12341.60	12341.60
应收帐款周转天数	405.79	320.00	280.00	265.00	流动资产合计	62041.56	67003.18	71066.69	76300.30
存货周转天数	215.92	154.00	130.00	118.00	长期股权投资	3122.63	3212.79	3212.79	3212.79
总资产周转率	0.27	0.32	0.39	0.45	固定资产	5871.07	5591.68	5591.68	5591.68
固定资产周转率	3.49	5.01	7.28	9.87	在建工程	402.84	539.13	489.13	439.13
					无形资产	4100.28	3998.28	3878.33	3761.98
					非流动资产合计	21107.51	19320.98	18591.87	17866.35
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	83149.07	86324.16	89658.56	94166.65
净利润	1331.92	1656.45	2469.19	3209.65	短期借款	5417.35	5450.07	4112.08	3410.68
少数股东损益	-83.94	-16.40	24.94	32.42	应付账款	5728.29	6259.17	7142.09	7918.73
非现金支出	9765.41	860.05	1079.91	1215.78	预收账款	1330.42	1363.58	1448.15	1567.59
非经营收益	-9353.88	442.85	295.30	162.24	其它流动负债	412.45	412.45	412.45	412.45
营运资金变动	1191.58	-587.93	-1786.04	-3306.44	流动负债合计	24470.07	25990.63	26830.90	28096.92
经营活动现金流	2851.09	2355.02	2083.29	1313.65	长期借款	6535.17	6535.17	6535.17	6535.17
资产	-515.80	227.06	60.00	60.00	其它长期负债	13916.53	13916.53	13916.53	13916.53
投资	3815.44	-1432.36	0.00	0.00	非流动负债合计	20451.70	20451.70	20451.70	20451.70
其他	337.93	-678.69	-600.00	-600.00	负债总计	44921.77	46442.33	47282.60	48548.62
投资活动现金流	3637.56	-1883.99	-540.00	-540.00	实收资本	7794.05	7808.54	7808.54	7808.54
债权募资	-3570.99	32.72	-1337.99	-701.41	普通股股东权益	37578.26	39249.20	41718.39	44928.04
股权募资	388.08	14.49	0.00	0.00	少数股东权益	649.03	632.63	657.57	689.99
其他	-2721.86	-1131.54	-905.30	-772.24	负债和所有者权益合计	83149.07	86324.16	89658.56	94166.65
融资活动现金流	-5904.78	-1084.32	-2243.29	-1473.65					
现金净流量	583.87	-613.30	-700.00	-700.00					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 14 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余炜超 机械行业
杨震 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,康尼机电,快克股份,徐工机械,伊之密,思维列控,中铁工业,华铁股份,柳工,诺力股份,日机密封,豪迈科技,弘亚数控,中国中车,美亚光电,金卡智能,晶盛机电,华东重机,上海机电,中集集团,杭氧股份,海源复材,安徽合力,三一重工,恒立液压,苏试试验,建设机械,杰瑞股份

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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 关人杰 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 z zq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 z yx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 联系人 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com