

中联重科(000157)/工程机械

主营产品销售旺盛,“后周期”逻辑凸显

评级: 买入(维持)

市场价格: 7.17

分析师: 冯胜

执业证书编号: S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师: 王可

执业证书编号: S0740519080001

Email: wangke@r.qlzq.com.cn

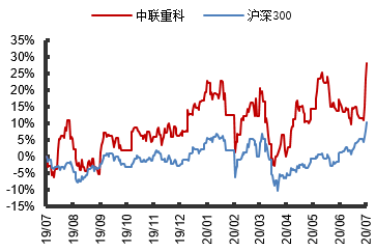
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,697	43,307	52,821	59,504	63,891
增长率 yoy%	23.30%	50.92%	21.97%	12.65%	7.37%
净利润	2,020	4,371	5,694	6,629	7,370
增长率 yoy%	51.65%	116.42%	30.26%	16.41%	11.17%
每股收益(元)	0.26	0.56	0.72	0.84	0.94
每股现金流量	0.65	0.79	1.23	1.26	1.17
净资产收益率	5.21%	11.06%	12.74%	14.41%	15.52%
P/E	27.72	12.92	9.92	8.52	7.66
PEG	0.54	0.11	0.33	0.52	0.69
P/B	1.47	1.45	1.28	1.25	1.21

备注: 股价取自 2020 年 7 月 2 日

投资要点
基本状况

总股本(百万股)	7895.37
流通股本(百万股)	6439.48
市价(元)	7.17
市值(百万元)	56609.78
流通市值(百万元)	46171.05

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 中联重科(000157): 工程机械龙头整装待发, 乘风破浪再度起航
- 2 中联重科(000157): 标普上调信用评级, 公司经营质量大幅改善

■ **起重机械: 塔机市场景气度持续高涨, 履带起重机业务上半年有望实现翻倍增长。**起重机械作为工程机械行业的后周期产品, 预计 2020 年迎来更新换代的高峰期, 公司起重机械业务收入占比高达 51.1%, 主营业务优势十分明显。公司起重机械上半年产销两旺, 根据公司官微的数据显示, 公司大吨位起重机械订单排到明年; 5 月小吨位汽车起重机生产、销售双双突破 5 亿元, 较 2019 年最高峰提升 53%, 再次刷新产销纪录; 公司大吨位履带起重机销售旺盛, 我们预计上半年履带起重机收入将实现翻倍增长。5 月公司塔机产销双双创历史新高, 受益于装配式建筑的崛起, 对塔机、尤其是大型塔机的需求持续增加, 公司塔机市占率长期稳居行业第一, 未来塔机市场景气度的持续高涨有望助力公司业绩快速增长。

■ **混凝土机械: 预计公司上半年泵车销量同比增长 50% 左右, 市占率有望进一步提升。**混凝土机械同起重机械均为工程机械的后周期产品, 预计 2020 年将迎来更新换代的高峰期, 公司混凝土机械业务收入占比达 32.1%, 后周期产品合计占比高达 83%。上半年, 公司混凝土泵车和搅拌车销售火爆, 混凝土泵车达到近年来销售最高峰, 我们预计公司上半年泵车销量增速有望达到 50% 左右, 泵车市占率达到 40% 左右。公司搅拌车二季度销量预计将大幅增长, 市场地位有望大幅提升。混凝土机械的强势复苏将带动公司未来业绩的持续高增长。

■ **新兴业务: 大力布局土方、高空机械, 培育业绩新引擎。**2019 年以来公司大力布局土方机械, 目前公司挖掘机市占率超过 2%, 后发优势初显, 伴随着规模效应的增加和服务体系的健全, 公司挖掘机市占率未来有望进一步提升, 未来挖掘机业务有望成为公司的强力增长点。2019 年公司高空作业平台进入行业首年即迈入该领域的第一梯队。中国高空作业平台市场起步较晚, 行业尚处于导入期。近几年来中国高空作业平台销量年均增速达到 45% 左右, 无疑是工程机械行业中成长性最高的子行业。中国高空作业平台人均保有量和渗透率与发达国家相比仍存在较大差距, 未来依然存在较大增长空间。公司战略布局高空作业平台市场, 凭借着公司的品牌优势和市场影响力, 预计公司高空作业平台市占率将持续提升, 未来高空作业平台业务有望成为公司业绩新引擎。

■ **维持“买入”评级。**公司经营质量进步显著, 业绩可持续成长能力略胜一筹, 但其估值水平较同行显著低估, 我们认为公司未来有望迎来业绩与估值的双升。公司后周期产品营收占比高达 83%, 主业优势十分明显; 另外, 公司战略布局挖掘机和高空作业平台业务, 培育业绩新的增长点。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 56.9、66.3、73.7 亿元, 对应 PE 分别为 9.9、8.5、7.7 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示: 基建、房地产投资不及预期风险、行业周期性下滑风险、市场恶性竞争风险、海外贸易环境恶化风险、业绩不及预期风险等。**

图表 1: 中联重科盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	28,697	43,307	52,821	59,504	63,891
增长率	23.3%	50.9%	22.0%	12.7%	7.4%
营业成本	-20,923	-30,315	-36,406	-40,778	-43,657
% 销售收入	72.9%	70.0%	68.9%	68.5%	68.3%
毛利	7,773	12,993	16,415	18,726	20,235
% 销售收入	27.1%	30.0%	31.1%	31.5%	31.7%
营业税金及附加	-251	-359	-438	-494	-530
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-2,379	-3,780	-4,810	-5,519	-5,926
% 销售收入	8.3%	8.7%	9.1%	9.3%	9.3%
管理费用	-2,040	-3,135	-4,074	-4,689	-5,035
% 销售收入	7.1%	7.2%	7.7%	7.9%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	3,103	5,718	7,092	8,024	8,743
% 销售收入	10.8%	13.2%	13.4%	13.5%	13.7%
财务费用	-1,244	-1,215	-881	-739	-607
% 销售收入	4.3%	2.8%	1.7%	1.2%	1.0%
资产减值损失	87	-218	-250	-250	-250
公允价值变动收益	33	22	20	20	20
投资收益	871	946	800	800	800
% 税前利润	30.2%	17.9%	11.8%	10.2%	9.2%
营业利润	2,849	5,253	6,781	7,855	8,706
营业利润率	9.9%	12.1%	12.8%	13.2%	13.6%
营业外收支	37	20	20	20	20
税前利润	2,887	5,273	6,801	7,875	8,726
利润率	10.1%	12.2%	12.9%	13.2%	13.7%
所得税	-682	-759	-986	-1,148	-1,276
所得税率	23.6%	14.4%	14.5%	14.6%	14.6%
净利润	1,957	4,275	5,555	6,467	7,190
少数股东损益	-63	-96	-139	-162	-180
归属于母公司的净利润	2,020	4,371	5,694	6,629	7,370
净利率	7.0%	10.1%	10.8%	11.1%	11.5%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,068	6,572	29,231	33,670	37,048
应收款项	25,048	26,450	27,195	27,375	27,643
存货	9,551	11,772	12,793	13,199	13,527
其他流动资产	25,703	18,389	5,648	6,303	6,768
流动资产	70,369	63,182	74,867	80,547	84,986
% 总资产	75.3%	68.6%	72.3%	73.7%	74.8%
长期投资	3,123	3,499	3,908	4,258	4,558
固定资产	5,439	5,803	5,604	5,424	5,253
% 总资产	5.8%	6.3%	5.4%	5.0%	4.6%
无形资产	4,014	4,048	4,048	3,846	3,643
非流动资产	23,088	28,886	28,730	28,762	28,653
% 总资产	24.7%	31.4%	27.7%	26.3%	25.2%
资产总计	93,457	92,068	103,596	109,309	113,639
短期借款	8,325	5,043	5,043	5,043	5,043
应付款项	10,811	19,061	23,167	25,951	27,784
其他流动负债	20,492	10,479	12,749	14,352	15,375
流动负债	39,628	34,583	40,958	45,345	48,201
长期贷款	13,645	14,515	14,515	14,515	14,515
其他长期负债	1,414	3,437	3,437	3,437	3,437
负债	54,688	52,535	58,910	63,297	66,152
普通股股东权益	38,201	38,863	44,017	45,342	46,816
少数股东权益	567	670	670	670	670
负债股东权益合计	93,457	92,068	103,596	109,309	113,639

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.26	0.56	0.72	0.84	0.94
每股净资产 (元)	4.96	5.02	5.67	5.84	6.03
每股经营现金净流 (元)	0.65	0.79	1.23	1.26	1.17
每股股利 (元)	0.35	0.45	0.07	0.67	0.75
回报率					
净资产收益率	3.48%	5.21%	11.06%	12.74%	14.41%
总资产收益率	1.60%	2.16%	4.75%	5.50%	6.06%
投入资本收益率	9.49%	20.32%	26.18%	30.43%	33.83%
增长率					
营业总收入增长率	23.30%	50.92%	21.97%	12.65%	7.37%
EBIT增长率	41.42%	60.95%	18.78%	12.55%	8.61%
净利润增长率	51.65%	116.42%	30.26%	16.41%	11.17%
总资产增长率	12.40%	-1.49%	12.52%	5.51%	3.96%
资产管理能力					
应收账款周转天数	315.1	214.0	182.8	165.1	155.0
存货周转天数	115.6	88.6	83.7	78.6	75.3
应付账款周转天数	125.0	124.2	143.9	148.6	151.4
固定资产周转天数	70.9	46.7	38.9	33.4	30.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-141.06%	-132.89%	-131.83%	-137.57%	-139.31%
EBIT利息保障倍数	3.1	5.1	8.4	11.3	14.9
资产负债率	58.52%	57.06%	56.86%	57.91%	58.21%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,957	4,275	5,555	6,467	7,190
加: 折旧和摊销	837	5	7	10	13
资产减值准备	87	-218	-250	-250	-250
公允价值变动损失	33	22	-20	-20	-20
财务费用	1,244	1,215	881	739	607
投资收益	871	946	800	800	800
少数股东损益	-63	-96	-139	-162	-180
营运资金的变动	-6,831	-2,142	5,310	1,294	1,583
经营活动现金净流	5,064	6,219	9,696	9,914	9,249
固定资本投资	432	-364	198	180	171
投资活动现金净流	-7,589	9,734	156	-235	-94
股利分配	-2,747	-3,517	-541	-5,303	-5,896
其他	1,776	10,222	0	0	0
筹资活动现金净流	-971	6,705	-541	-5,303	-5,896
现金净流量	-3,496	22,658	9,312	4,376	3,260

来源: wind, 中泰证券研究所整理

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。