

中联重科 (000157)

 证券研究报告
2019年07月16日

老牌劲旅突围重围，重整旗鼓再出发

老牌工程机械巨头，聚焦工程机械再启航

中联重科成立于1992年，国有参股，无实控人。2017年公司以116亿元出售环境产业80%股权，核心业务向工程机械、农业机械领域再聚焦，目前工程机械是公司第一大利润来源，主要产品混凝土机械、起重机等对业绩贡献达75%以上。公司整体业绩具备明显的工程机械后周期特点，2016年为业绩低点，2017年开始盈利修复，2019Q1收入90亿，同比+42%，归母净利润10亿，同比+166%，经营活动现金流规模超过净利润。2019H1预计实现归母净利润24亿-27亿，同比增加171.71%-241.42%，业绩再次超预期。

需求旺盛叠加格局优化，工程机械景气度有望持续至2021年

起重机：1-4月汽车起重机销量同比+68%，创同期新高，景气度有望持续至2021年：1) 2010-2011年销售的大量设备迎来集中更新，有望持续至2020年；2) 国标切换下2019H2-2020年更新节奏有望加快；3) 风电、装配式建筑以及桥梁隧道等带动大吨位起重机需求，带动毛利率改善；4) 专项债纳入重大项目资本金，基建投资增速有望持续上行，有力支撑销量。

混凝土机械：2018年国内泵车销量同比增速40%+，2019年有望保持高增速，且伴随毛利率回升：1) 2010-2013年泵车销量38826台，而2017年至今销量不足1万台，更新率不足1/3；2) 房地产建安投资触底反弹，对混凝土机械产生大量需求；3) 需求继续下沉，农村市场贡献新增量。混凝土泵车逐渐体现出对初级建筑劳动力的替代，带动短臂架泵车销量高增长。

起重机行业CR3占比93%+，行业竞争充分，进入壁垒提升，市占率徐工保持第一，中联、三一齐头并进，1-4月市占率分别为28%和25%。混凝土机械集中度更高，三一和中联占据绝大多数份额。伴随产能利用率提升和规模效应，毛利率恢复至25%左右，向上仍有一定空间。

核心看点：工程机械翘楚，核心产品销量高增长+报表修复驱动利润上行

1) 核心产品市占率稳中有升。1-4月公司汽车起重机销量4916台，同比+90.2%，市占率28%，较18年提升4.8pct，居行业第二；塔机市占率全球第一，下游装配式建筑对大吨位塔机产生密切需求，公司塔机有望迎来销量、毛利率双提升；混凝土机械市占率居行业前列，充分受益于行业高成长；

2) 资产负债表修复带动利润弹性加速释放。2019Q1公司应收账款和存货周转天数分别降至232天和142天，恢复至历史中位数水平，销售费用率和管理费用率(含研发费用)降至7.93%和6.10%，与历史最好水平相比有两个点左右下降空间，规模效应下利润弹性有望加速释放；

3) 通过网络建设和资源整合辐射全球。目前公司构建了全球物流网络及零配件供应体系，在一带一路沿线具备较强竞争力，同时先后并购意大利CIFA、德国M-TEC、荷兰Raxtar、意大利Ladurner以及德国WILBERT，吸纳全球最高水准的工程机械技术；

4) 高空作业平台有望成为业绩新引擎。未来三年国内AWP销量CAGR有望达40%+，租赁商开始加大国产设备采购比例。公司自2018年布局该领域，产能储备充足，具备短期内迅速放量条件，有望成为业绩新增长点。

盈利预测：预计公司2019-2021年归母净利润为45亿、55亿和62.5亿元，同比+122.8%、+21.7%和+14%，对应2019年PE为10倍，对标三一重工，公司后周期属性明显，2018-2020年利润CAGR较高，我们认为公司合理PE为13倍左右，目标价7.4元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：基建投资增速不及预期，行业竞争加剧程度超预期，原材料价格大幅波动等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,272.89	28,696.54	37,887.80	46,993.79	54,417.10
增长率(%)	16.23	23.30	32.03	24.03	15.80
EBITDA(百万元)	3,507.83	5,337.45	6,629.59	7,504.27	8,196.43
净利润(百万元)	1,331.92	2,019.86	4,500.08	5,476.20	6,252.57
增长率(%)	(242.65)	51.65	122.79	21.69	14.18
EPS(元/股)	0.17	0.26	0.57	0.70	0.80
市盈率(P/E)	34.87	22.99	10.32	8.48	7.43
市净率(P/B)	1.24	1.22	1.05	0.95	0.85
市销率(P/S)	2.00	1.62	1.23	0.99	0.85
EV/EBITDA	9.43	4.50	5.84	3.97	2.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	6.12元
目标价格	7.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,437.17
流通A股股本(百万股)	6,299.77
A股总市值(百万元)	38,108.03
流通A股市值(百万元)	37,294.63
每股净资产(元)	5.02
资产负债率(%)	59.63
一年内最高/最低(元)	6.33/3.15

作者

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

马慧芹 联系人
mahuiqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 中联重科：老牌劲旅，聚焦工程机械再启航	4
1.1. 历史沿革：栉风沐雨二十余载，聚焦工程机械再启航	4
1.2. 股权结构：国有参股 16%，无控股股东或实际控制人	5
1.3. 财务分析：业绩具备明显的工程机械后周期特征，现金流表现亮眼	5
2. 行业分析：需求旺盛叠加格局优化，景气度持续至 2021 年	7
2.1. 起重机：前 4 月销量创历史同期新高，多重因素支撑需求高增长	7
2.2. 混凝土机械：房地产施工高增长支撑全年销量，农村建设贡献新增量	10
2.2.1. 房企高周转模式不可持续，预计 H2 房地产新开工回落	10
2.2.2. 建安投资恢复正增长，施工面积数据同步好转	11
2.2.3. 销售渠道继续下沉，农村市场贡献新增量	11
2.3. 竞争格局：行业集中度不断提升，龙头优势愈发明显	12
3. 核心看点：工程机械翘楚，核心产品销量高增长+报表修复驱动利润上行	13
3.1. 起重机+混凝土机械居行业前列，国内外优质资源整合者	13
3.2. 装配式建筑进入快速发展期，大吨位塔机供不应求	15
3.3. 资产负债表修复叠加规模效应，行业高景气下利润弹性十足	17
3.4. 低保有量+国产化率提升，高空作业平台有望成为新增长点	18
4. 盈利预测与估值	20

图表目录

图 1：中联重科历史沿革	4
图 2：中联重科主营产品包括混凝土机械、起重机以及高空作业平台等	4
图 3：中联重科在海外拥有意大利 CIFA 工业园等六大园区	5
图 4：中联重科股权结构图	5
图 5：公司历年收入规模及同比增速	6
图 6：公司历年归母净利润规模及同比增速	6
图 7：公司历年毛利率及净利率走势	6
图 8：公司历年费用率走势	6
图 9：公司历年经营活动净现金流	7
图 10：公司历年存货周转天数及应收账款周转天数	7
图 11：汽车起重机销量及同比增速	7
图 12：随车起重机销量及增速	8
图 13：履带起重机销量及增速	8
图 14：小吨位的汽车起重机占比提升	9
图 15：履带起重机占比有所提升	9
图 16：道路机械排放标准	9
图 17：基建投资增速	9

图 18: 房地产新开工面积与销售面积累计增速出现分化	10
图 19: 期房和现房销售面积增速出现一定背离	10
图 20: 2019 年 1-4 月土地购置面积累计同比下降 33.8%	10
图 21: 2019 年 1-4 月全国房地产开发投资 34217 亿元, 同比增长 11.9% (左轴: 亿元, 右轴: %)	11
图 22: 1-4 月房屋施工面积累计同比增速达到 8.8%	11
图 23: 预计 2018 年泵车销量增速 40%+	12
图 24: 汽车起重机行业 CR3 占比不断提升	12
图 25: 汽车起重机领域 CR3 市占率情况	12
图 26: 随车起重机行业集中度不断提升	12
图 27: 履带起重机行业集中度不断提升	12
图 28: 混凝土机械业务收入体量对比 (亿元)	13
图 29: 混凝土机械业务毛利率对比	13
图 30: 公司汽车起重机销量及市占率	13
图 31: 公司混凝土机械业务收入及毛利率	14
图 32: 中联重科海外业务收入及其占总收入的比例	14
图 33: 预计到 2020 年装配式建筑新开工面积占新建建筑面积的比例将达到 30%以上	16
图 34: 2016-2019 庞源租赁用于装配建筑的塔吊使用情况	16
图 35: 庞源指数 (新单) 维持高位	17
图 36: 中联重科建筑起重机工业园俯瞰效果图	17
图 37: 公司存货周转天数和应收账款周转天数稳步降低	18
图 38: 公司近年期间费用率情况 (含研发费用率)	18
图 39: 管理费用率 (含研发费用率) 和销售费用率仍有下降空间	18
图 40: 公司高空作业平台产品包括剪叉式、曲臂式和直臂式三种	19
表 1: 起重机更新需求测算	8
表 2: 中联重科持续外延收购	14
表 3: 装配式建筑与现浇住宅资源、能量消耗情况对比 (北京试点)	15
表 4: 2018 年年报公司账龄结构	17
表 5: 国内高空作业平台销量测算	19
表 6: 国内规模较大的高空作业平台租赁商及其供应商	20
表 7: 中联重科分业务假设	20
表 8: 中联重科盈利预测	21
表 9: 可比公司估值	21

1. 中联重科：老牌劲旅，聚焦工程机械再启航

1.1. 历史沿革：栉风沐雨二十余载，聚焦工程机械再启航

中联重科成立于 1992 年，主要从事工程机械、农业机械等高科技技术装备的研发制造。经过 20 多年的自主研发和外延吸收，公司逐步成长为一家全球化企业，主营产品覆盖 10 大类别、55 个产品系列、460 多个品种，并成为业内首家 A+H 股上市公司。自 2013 年开始，公司积极推进战略转型，从重点发展工程机械转型为工程机械、农业机械、环境产业和金融服务等协同发展。2017 年，公司以 116 亿元出售环境产业 80% 股权，核心业务向工程机械、农业机械领域聚焦。2018 年，公司成立的工业互联网高科技公司中科云谷正式落户上海临港，同年公司推进多个智能工厂和智慧产业城建设，智造升级稳步推进。

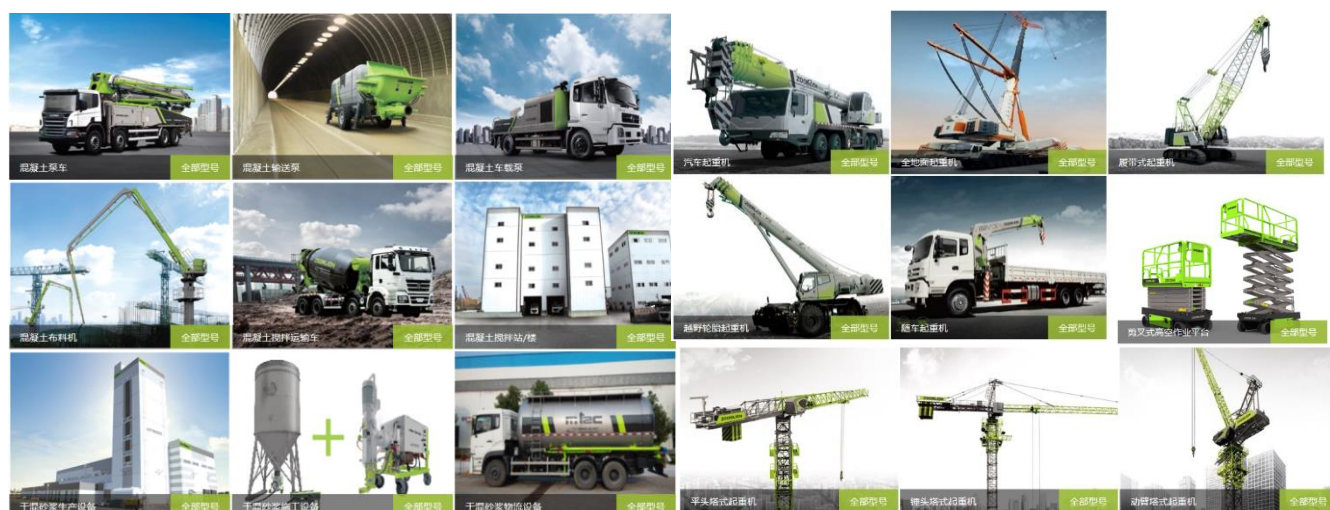
图 1：中联重科历史沿革

1992	• 9月28日，中联重科的前身——长沙高新技术开发区中联建设机械产业公司正式挂牌成立。
2000	• 10月12日，“中联重科”5000万股A股股票在深交所隆重上市，股票代码：“000157”。
2001	• 11月，中联重科整体收购了美国宝路捷公司；2002年兼并湖南机床厂。
2003	• 8月，建机院、中联重科、浦沅集团、浦沅有限公司实现四方重组并购，9月中联收购中标公司，布局环卫机械业务。
2008	• 建机院依托中联重科这一平台实现整体上市，同年9月28日，中联重科正式并购全球混凝土设备领先企业意大利CIFA公司。
2010	• 12月23日，中联重科H股在香港成功上市，募集资金达150亿港元。
2012	• 8月21日，中联重科与印度Electromech公司签署合资建厂协议，成立中联第一个海外直接投资建厂的项目。
2013	• 从重点发展工程机械转型为工程机械、农业机械、环境产业和金融服务等协同发展，同年12月收购全球干混砂浆设备第一品牌德国M-TEC公司。
2014	• 并购全球著名升降机企业荷兰Raxtra公司，以20.88亿元收购瑞奇重工60%股份，全面进军农业机械领域。
2017	• 4月，中联重科中白工业园项目正式开工建设；同年5月，公司以116亿元出售环境产业80%股权，核心业务再聚焦。
2018	• 中联重科成立的工业互联网高科技公司中科云谷落户上海临港。同年，公司宣布收购全球塔机领先制造商德国WILBERT100%股权。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

经过战略转型与业务再聚焦，目前公司主营业务集中于工程机械领域，主营产品包括混凝土机械、起重机械以及高空作业平台等。同时公司加快全球化布局，在海外拥有意大利 CIFA 工业园、德国 M-TEC 工业园、德国 WILBERT 工业园、印度工业园、巴西工业园、中白工业园六大工业园，在全球 70 多个国家地区成立海外机构，形成从英、法、德到俄罗斯贯穿欧亚大陆，从中东、中亚、印度到东南亚贯穿亚洲新兴市场的“两横”格局以及从北美到巴西、智利贯穿南北美洲，从北非到南非贯穿非洲大陆的“两纵”格局。

图 2：中联重科主营产品包括混凝土机械、起重机以及高空作业平台等



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：中联重科在海外拥有意大利 CIFA 工业园等六大园区

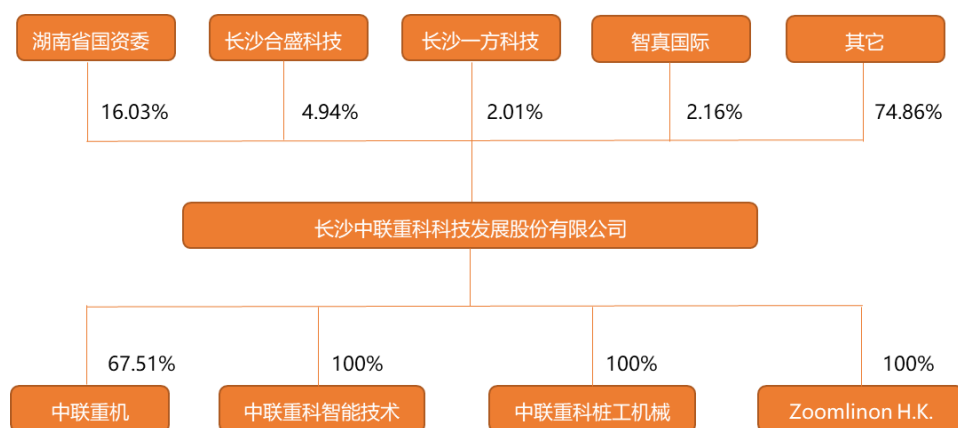


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构：国有参股 16%，无控股股东或实际控制人

公司目前为国有参股公司，无控股股东或实际控制人。2008 年 12 月 31 日前，公司控股股东为长沙建设机械研究院有限责任公司，自 2008 年 12 月 31 日建机院注销后，湖南省国资委为本公司第一大股东。2012 年 2 月 27 日，湖南省国资委进一步将本公司界定为国有参股公司，公司无控股股东或实际控制人。截至 2019 年 5 月 13 日，湖南省国资委持股公司股权比例为 16.03%，是公司 A 股第一大股东。

图 4：中联重科股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：股东结构截止日期为 2019 年 5 月 13 日，同时仅列示了 2018 年净利润对合并报表净利润影响在 10%以上的子公司。

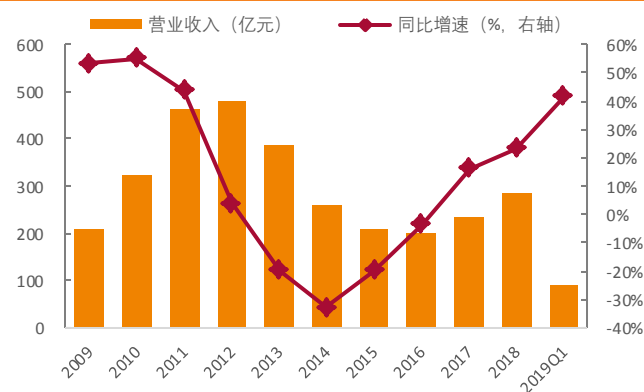
根据公司 2018 年年报，对公司净利润影响达 10%以上的子公司包括中联重机、中联重科智能技术、Zoomlion H.K.和中联重科桩工机械，其中中联重机主营农业机械，2018 年亏损 3.27 亿，中联重科智能技术、Zoomlion H.K.和中联重科桩工机械主营工程机械，2018 年净利润分别为 4.6 亿、-5.3 亿和 3.2 亿。

1.3. 财务分析：业绩具备明显的工程机械后周期特征，现金流表现亮眼

2017 年公司出售环境产业 80%股权，业务结构向工程机械聚焦，因而整体业绩走势呈现

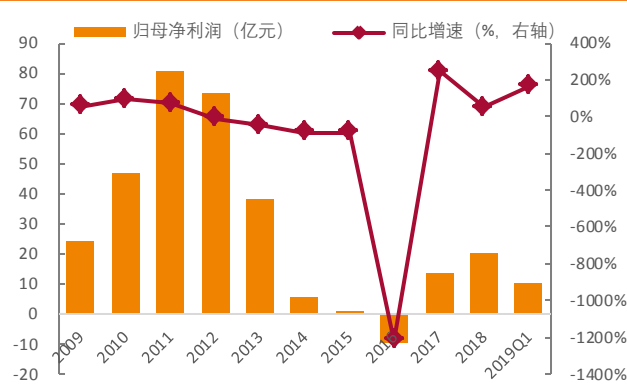
明显的工程机械后周期特点。2016 年为公司近 10 年业绩低点，当年收入 200 亿，毛利率 23.86%，净利润亏损 9.3 亿，存货周转天数和应收账款周转天数也达到高位。2017 年以来，伴随后周期的起重机和混凝土机械复苏，公司资产负债表逐步修复，盈利能力和资产质量稳步提升，2019Q1 实现收入 90 亿，同比增加 41.76%，归母净利润 10 亿，同比增加 166%。近期公司发布半年报预告，预计 2019H1 实现归母净利润 24 亿-27 亿，同比增加 171.71%-241.42%，其中 Q2 实现归母净利润 14 亿-17 亿，同比增加 187.5%-249%。公司半年报业绩超预期，主要原因是工程机械行业持续较高景气度，公司核心产品销量高增长、市占率提升，以及费用率下降。

图 5：公司历年收入规模及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

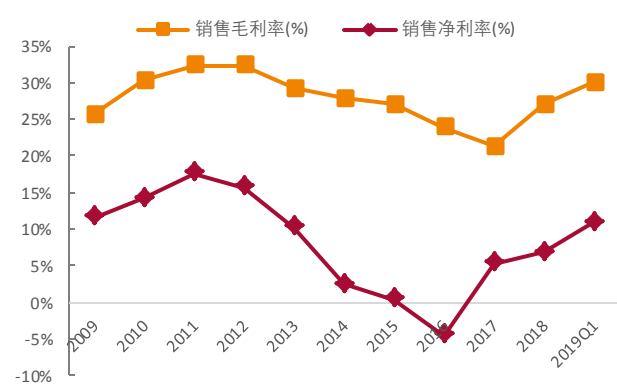
图 6：公司历年归母净利润规模及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

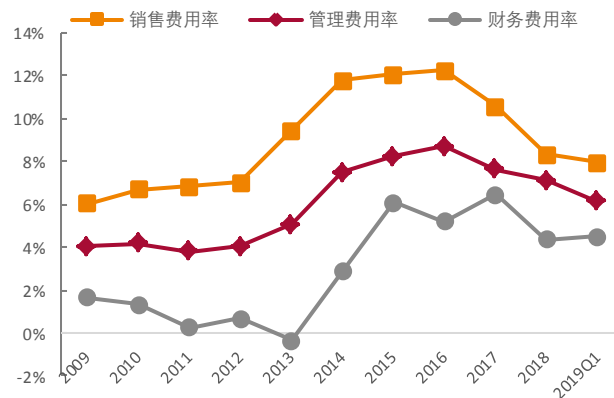
公司盈利能力整体于 2017 年触底回升。2018 年毛利率和净利率分别为 27.09%和 6.82%，分别同比提升 5.74pct 和 1.46pct，2019Q1 进一步升至 30.01%和 10.88%。同期，资产负债表逐渐修复，规模效应下费用率弹性持续释放，2018 年三费率(含研发费用)合计 19.74%，同比降低 4.86pct，2019Q1 进一步降至 18.51%，恢复至历史中位数水平，向下仍有一定压缩空间。

图 7：公司历年毛利率及净利率走势



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 8：公司历年费用率走势

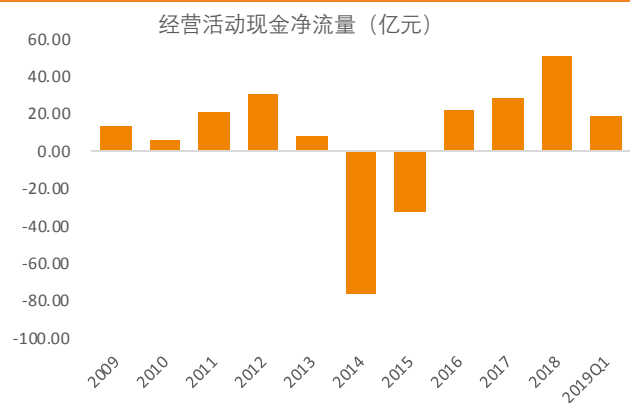


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：为保持可比性，管理费用率为包含研发费用的老口径。

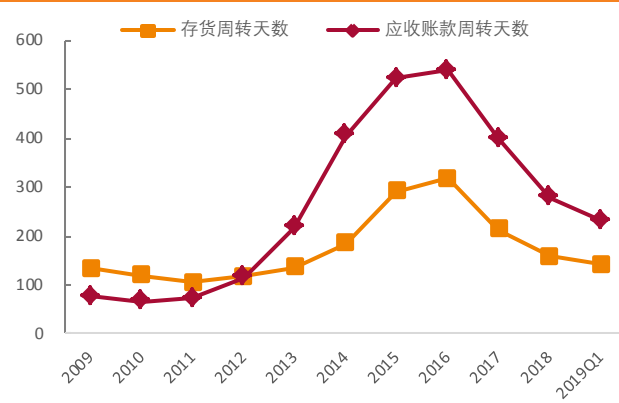
伴随盈利能力提升，公司资产质量亦稳步提升。公司经营性现金流自 2016 年恢复为正数，且规模超过净利润水平，同期存货周转天数和应收账款周转天数同步降低，2019Q1 分别降至 142 天和 232 天，优于历史平均水平。

图 9：公司历年经营活动净现金流



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 10：公司历年存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

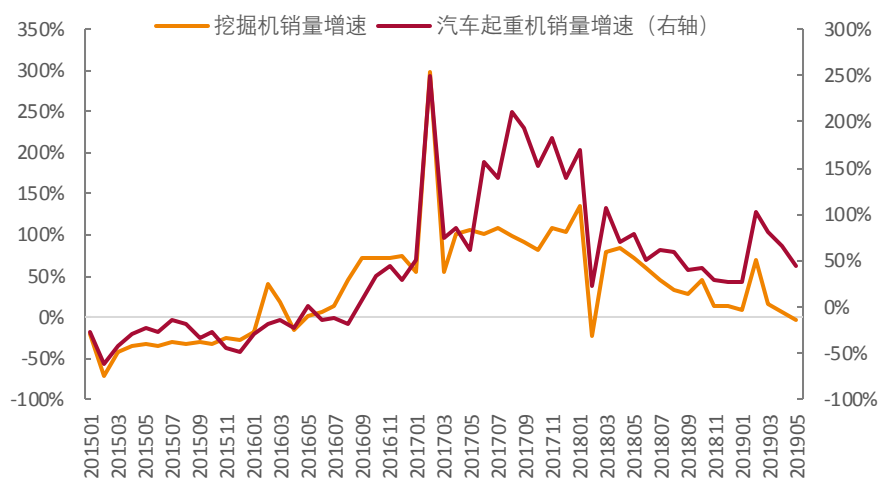
2. 行业分析：需求旺盛叠加格局优化，景气度持续至 2021 年

2.1. 起重机：前 4 月销量创历史同期新高，多重因素支撑需求高增长

与挖掘机类似，本轮起重机行业的复苏动力也包括环保因素、更新需求以及基建项目放量等因素，但考虑到在施工顺序和更新节奏上，起重机略滞后于挖掘机，叠加 2018H2 密集推出的基建项目进入集中施工期，预计此轮起重机景气周期有望超预期。

根据施工顺序，从挖掘机入场到起重机入场，通常需要至少 2 个季度的时间，因而起重机销量走势通常滞后于挖机约半年到一年的时间。本轮工程机械复苏起步于 2016 年，当年 2 月挖掘机销量开始实现正增长，而直到当年 7-8 月，汽车起重机销量才开始恢复正增长，履带起重机和随车起重机到了 2016Q4 末才开始企稳回升。

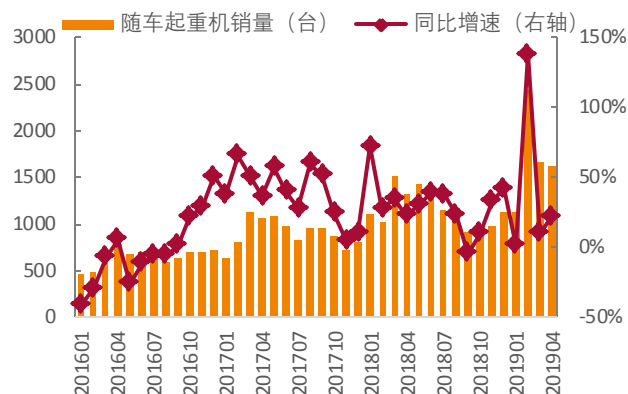
图 11：汽车起重机销量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

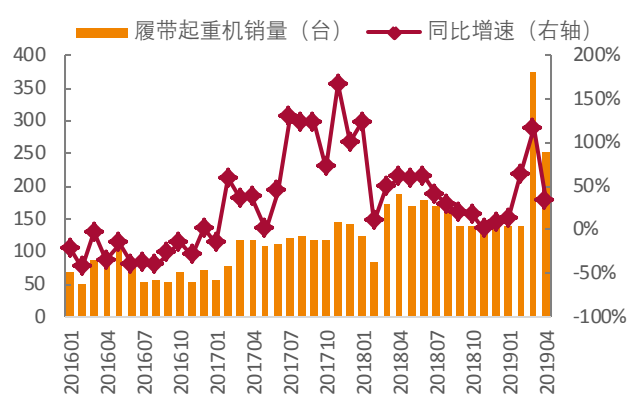
2017 年至今，工程机械整体呈现高景气度，2018 年汽车起重机、随车起重机、履带起重机行业销量分别为 32318 台、14084 台和 1858 台，同比增速分别为 58.5%、30%和 35%，2019 年 1-4 月销量分别为 17567 台、6846 台和 906 台，同比增速分别为 68%、38%和 58%。考虑到 2-3 个季度的滞后期以及国标切换带动的强制升级，预计起重机行业景气度有望持续至 2021 年。

图 12：随车起重机销量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：履带起重机销量及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

首先，本轮起重机复苏起步于 2016H2，初始驱动力为 2008 年四万亿计划刺激下销售的大量设备进入更新期，因而把握更新节奏至关重要。考虑到起重机的寿命通常为 8-10 年，因而 2010-2011 年销售的起重机将于 2018-2020 年进入集中更新期。我们测算如下：

- 若第 T 年销售的起重机分别于第 T+8~T+10 年更新 30%、40%和 30%，则 2018-2020 年为起重机密集更新期；
- 2018-2020 年汽车起重机更新需求分别为 27710 台、33011 台和 31723 台，随车起重机更新需求分别为 5232 台、6838 台和 8708 台，履带起重机更新需求分别为 1541 台、1646 台和 1761 台；
- 假设 2019-2020 年汽车、随车、履带起重机销量增速分别为 30%和 20%，则 2018-2020 年汽车起重机更新需求占总销量比例分别为 85.7%、78.6%和 62.9%，随车起重机更新需求占比分别为 37.1%、99.9%和 106%，履带起重机更新需求占比分别为 84.3%、69.3%和 61.7%。

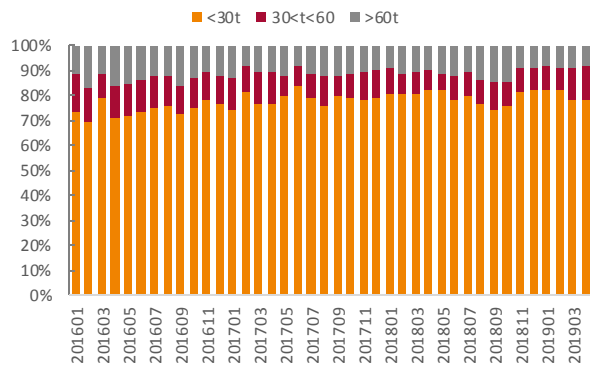
表 1：起重机更新需求测算

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
汽车起重机销量(台)	20,482	27,346	35,423	35,461	23,039	17,883	14,096	9,326	8,878	20,440	32,318	42,013	50,416
随车起重机销量(台)	4,581	4,858	6,380	9,428	10,076	9,199	11,042	8,279	7,877	10,867	14,084	6,846	8,215
履带起重机销量(台)	1,715	1,278	1,719	1,916	1,595	1,551	1,152	1,137	829	1,354	1,828	2,376	2,852
起重机销量合计(台)	26,778	33,482	43,522	46,805	34,710	28,633	26,290	18,742	17,584	32,661	48,230	51,236	61,483
汽车起重机更新(台)											27,710	33,011	31,723
随车起重机更新(台)											5,232	6,838	8,708
履带起重机更新(台)											1,541	1,646	1,761
起重机更新合计(台)											34,483	41,495	42,192
汽车起重机更新占比											85.74%	78.57%	62.92%
随车起重机更新占比											37.14%	99.88%	106.0%
履带起重机更新占比											84.32%	69.26%	61.74%
起重机合计更新占比											71.50%	80.99%	68.62%

资料来源：Wind，天风证券研究所

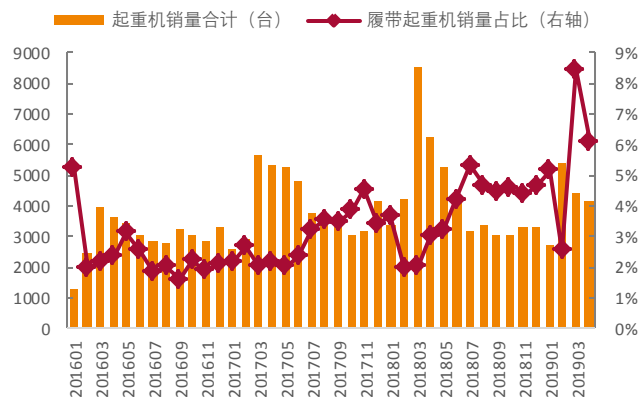
其次，除更新需求外，近年新农村建设、大量风电项目、装配式建筑以及桥梁隧道等大型基建和房地产项目对起重机产生较大需求并对其销量结构产生较大影响。具体来看，与挖掘机类似，起重机的销售渠道也在不断下沉，农村市场贡献了重要增量，销量结构上表现为小吨位的汽车起重机占比明显提升。与此同时，风电等大型基建项目需求增加，履带起重机销量占比整体呈上升态势。

图 14：小吨位的汽车起重机占比提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

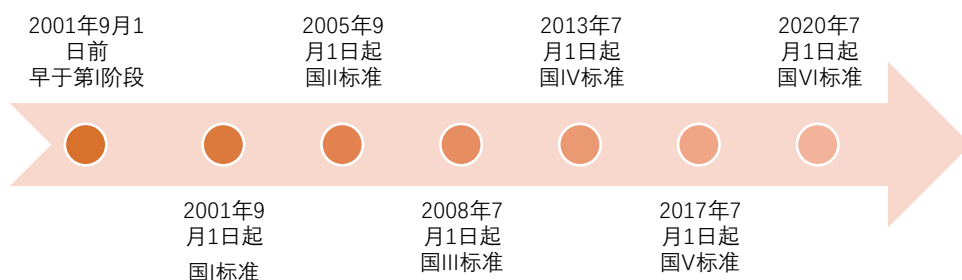
图 15：履带起重机占比有所提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

再者，中长期内起重机也存在环保升级和国标切换的问题。伴随环保政策趋严，国标切换带动成本上涨，或将加快更新节奏。2001年9月1日，国一标准在全国范围内全面实施，过去的近20年中，我国道路机械排放标准逐渐提升，预计2020年7月1日起将开始实施国六标准。而上一轮行业高点（2010-2011）期间销售的车型多为国III车型，目前逐渐进入更新周期，升级潜力巨大；叠加国六标准实施初期，其成本将比国五产品增加，进而有望引发价格上涨，受此影响，预计2019-2020H1汽车起重机更新节奏有望加快。

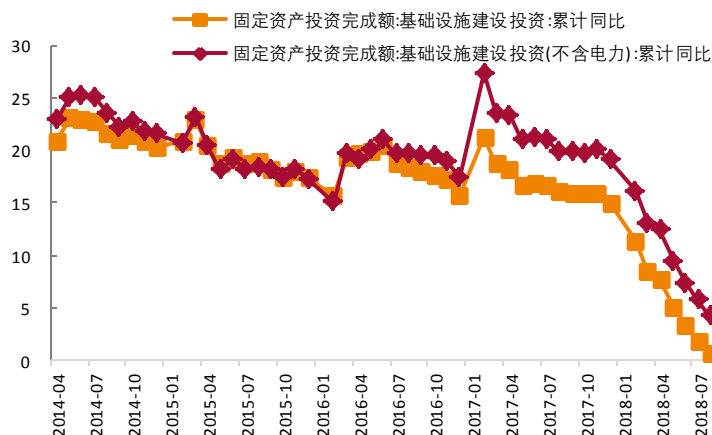
图 16：道路机械排放标准



资料来源：生态环境部，天风证券研究所

最后，伴随2018H2密集推出的基建项目进入集中施工周期，叠加地方政府专项债纳入重大项目资本金，有望带动基建投资增速持续上行，逆周期政策调节有望持续发力，进而带动下流施工需求大幅提升，有力支持起重机销量。

图 17：基建投资增速（单位：%）



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

2.2. 混凝土机械：房地产施工高增长支撑全年销量，农村建设贡献新增量

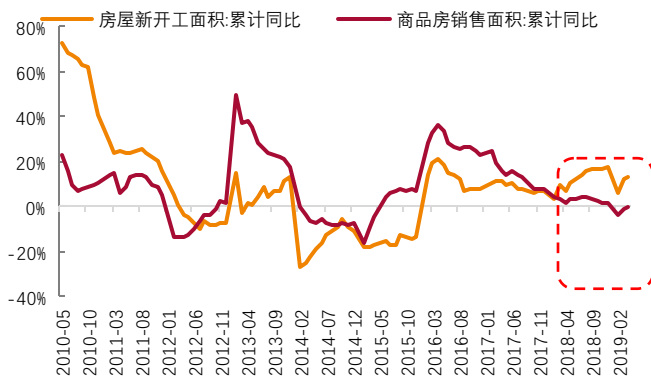
根据中国工程机械工业年鉴数据，2017 年我国泵车销量 3532 台，同比增加 26%，我们预计 2018 年销量有望达到 5000 台，对应同比增速 40%以上。展望 2019，泵车销量仍然有望保持较高增速，且毛利率有望回升，主要原因包括：

- 1) 上一轮行业高点 2010-2013 年，泵车合计销量 38826 台，此轮工程机械复苏起步于 2017 年，至今累计销量不足 1 万台，更新率不足三分之一；
- 2) 房地产企业“高周转模式”步入第二阶段，房地产建安投资触底反弹，对混凝土机械产生大量需求，有力支持全年销量；
- 3) 需求继续向下沉，农村市场贡献新增量。由于土方作业的零散性，混凝土泵车逐渐体现出了对初级建筑劳动力的替代，带动短臂架泵车销量高速增长。

2.2.1. 房企高周转模式不可持续，预计 H2 房地产新开工回落

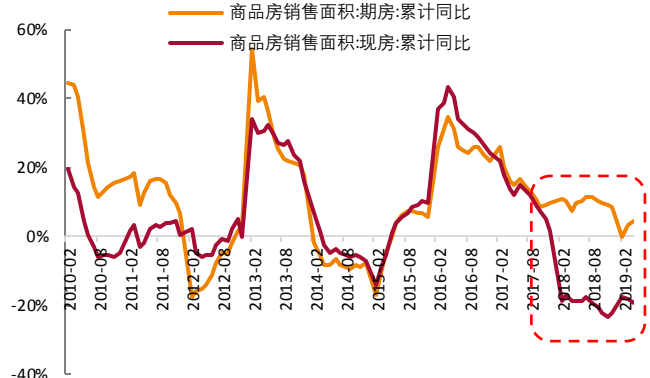
复盘历史，2010 年以来房屋新开工面积和商品房销售面积增速走势基本一致，但 2018H2 后房地产新开工和销售面积累计增速、期房和现房销售面积增速出现一定背离。究其原因，与房企当下的“高周转”模式密不可分，房企不再依据销售来决定开工，反而主动选择加快施工进度、加速拿到预售证、加快回款，同时加大期房的销售比例来增强流动性。

图 18：房地产新开工面积与销售面积累计增速出现分化



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

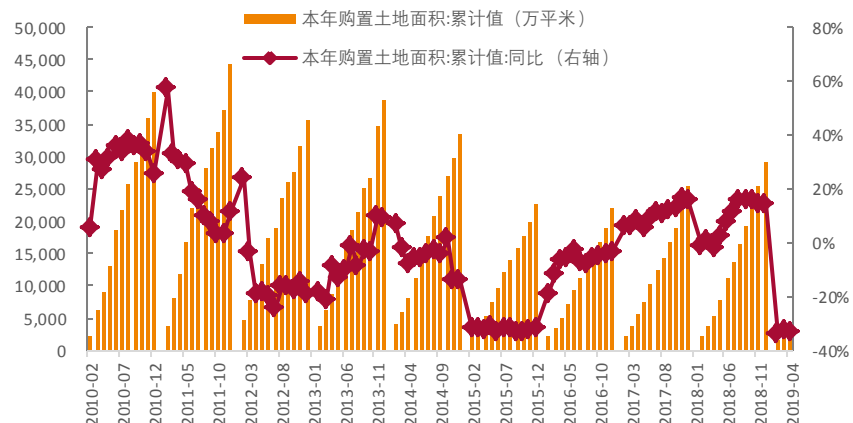
图 19：期房和现房销售面积增速出现一定背离



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

“高周转”模式不可持续，1-4 月土地购置面积累计下降 33.8%，预计房地产新开工或将于 2019H2 回落。根据国家统计局数据，2018 年土地购置面积累计 29142 万平方米，同比增加 14.24%，2019 年前 4 个月累计 3582 万平方米，同比下降 33.8%，房地产新开工或将于 2019H2 回落。

图 20：2019 年 1-4 月土地购置面积累计同比下降 33.8%

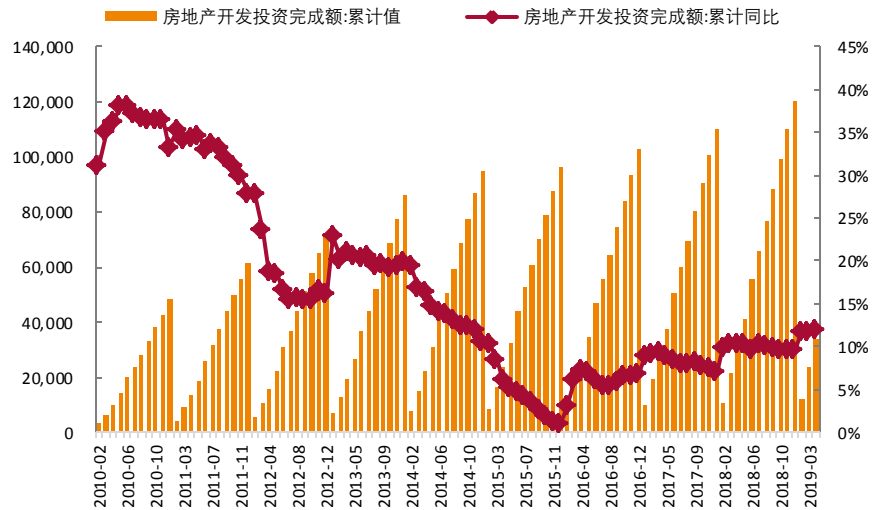


资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

2.2.2. 建安投资恢复正增长，施工面积数据同步好转

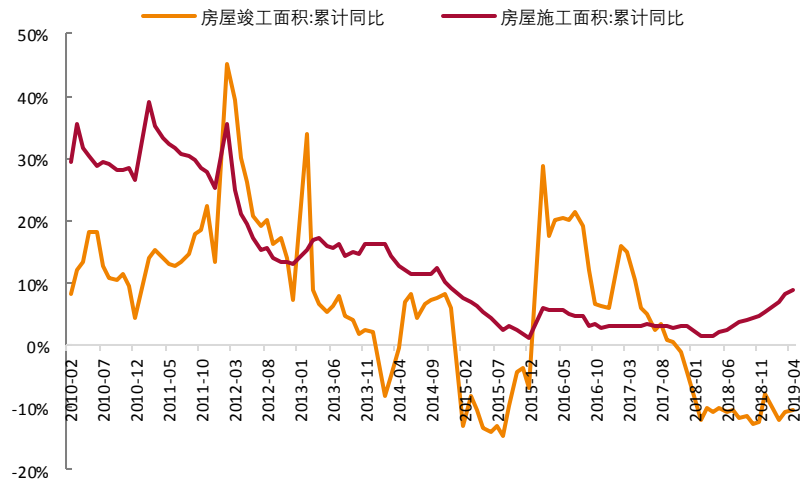
与此同时，2019 年以来建安投资恢复正增长，与房地产施工端数据好转相互印证。房地产投资包括建安投资和土地购置费，根据国家统计局数据，2019 年 1-4 月全国房地产开发投资 34217 亿元，同比增长 11.9%，其中土地购置费 10401.39 亿元，占比约为 30.4%，对应建安投资约为 2.38 万亿元，同比增加 5.52%。建安投资 2019 年以来开始恢复正增长，其中 4 月单月投资金额为 6944 万亿，同比增速反弹至 6.77%。与此同时，房地产施工端数据出现明显好转，今年 1-4 月房屋施工面积累计同比增速达到 8.8%，较 2018 全年提升 3.6pct。考虑到房地产施工周期通常为 2-3 年，预计建安投资高增长有望持续至 2021 年。

图 21：2019 年 1-4 月全国房地产开发投资 34217 亿元，同比增长 11.9%（左轴：亿元，右轴：%）



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

图 22：1-4 月房屋施工面积累计同比增速达到 8.8%

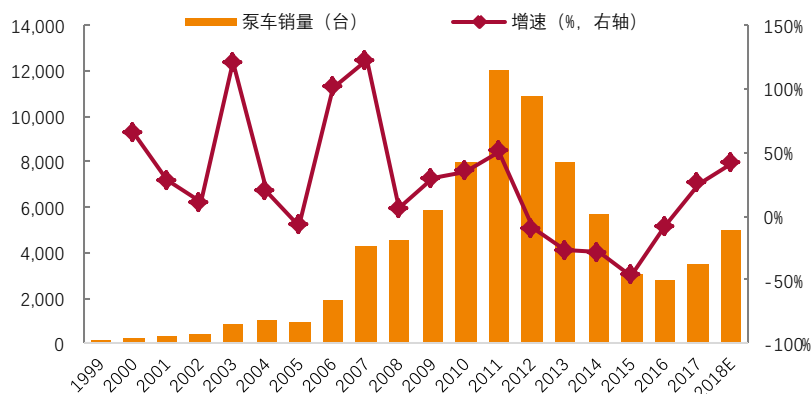


资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

2.2.3. 销售渠道继续下沉，农村市场贡献新增量

与上一轮工程机械周期有所不同，此轮工程机械复苏以来农村市场贡献了重要增量。由于土方作业的零散性，混凝土泵车逐渐体现出了对初级建筑劳动力的替代，带动短臂架泵车销量高速增长。这一点也可以与小型挖掘机、小吨位的汽车起重机以及短臂架泵车销量高速增长相互印证。

图 23：预计 2018 年泵车销量增速 40%+

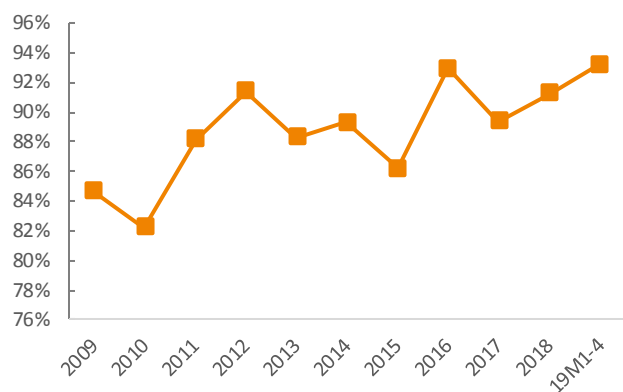


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 竞争格局：行业集中度不断提升，龙头优势愈发明显

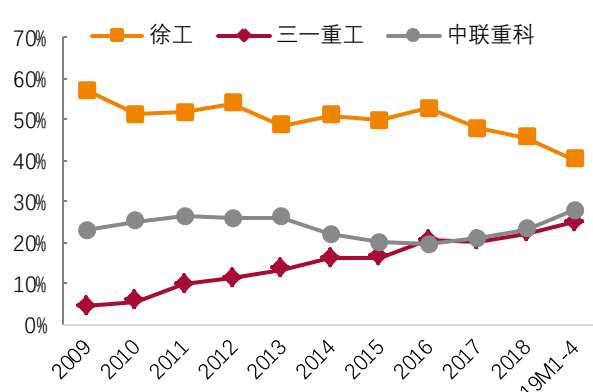
与挖掘机行业类似，起重机行业也存在集中度不断提升的现象。本轮工程机械复苏以来，汽车起重机行业 CR3 占比由 2016 年的 85.29% 提高至 2019 年前 4 个月的 93.2%，行业竞争充分，进入壁垒逐渐提升。公司层面，徐工连续多年保持行业龙头地位，汽车起重机市占率 40% 以上，随车起重机市占率更高，其次三一与中联市占率相当，两者齐头并进，2019 年前 4 个月，中联汽车起重机市占率 28%，较 2018 年提升 4.8pct，三一市占率为 24.9%，较 2018 年提升 2.6pct，徐工、三一和中联合计占据汽车起重机行业 90% 以上市场份额。

图 24：汽车起重机行业 CR3 占比不断提升



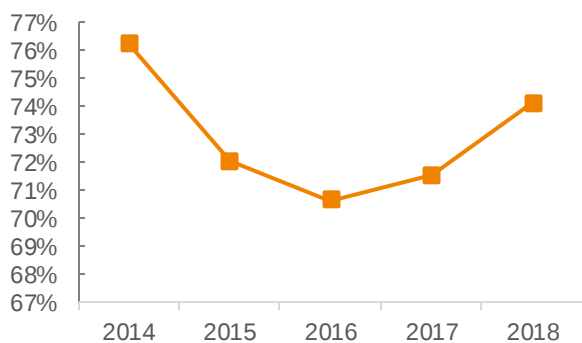
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：汽车起重机领域 CR3 市占率情况



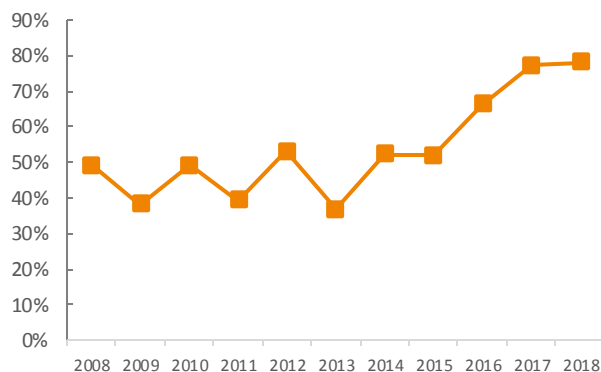
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：随车起重机行业集中度不断提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

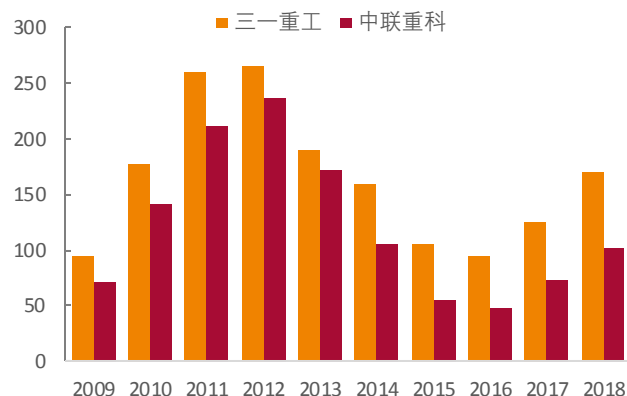
图 27：履带起重机行业集中度不断提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

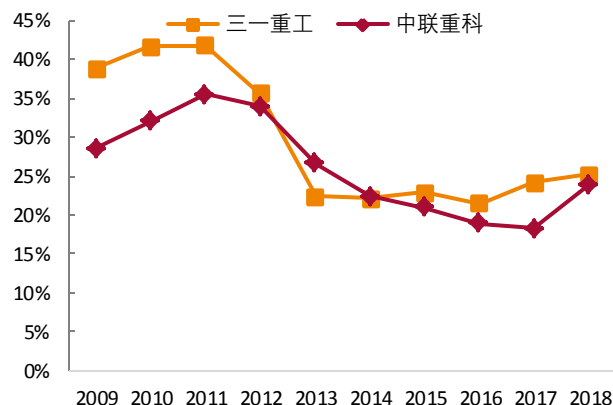
混凝土机械的竞争格局更为集中，三一重工和中联重科占据了绝大多数市场份额，两者的混凝土机械收入走势也呈现了高度一致性。2018 年三一混凝土机械业务收入 170 亿，同比增加 35%，中联混凝土机械业务收入 102 亿，同比增加 39%，从一定程度上印证行业处于高景气状态。更为重要的是，伴随产能利用率的提升和规模效应显现，两者毛利率开始同步上行，目前基本已经恢复至 24%-25% 左右水平。

图 28：混凝土机械业务收入体量对比（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 29：混凝土机械业务毛利率对比



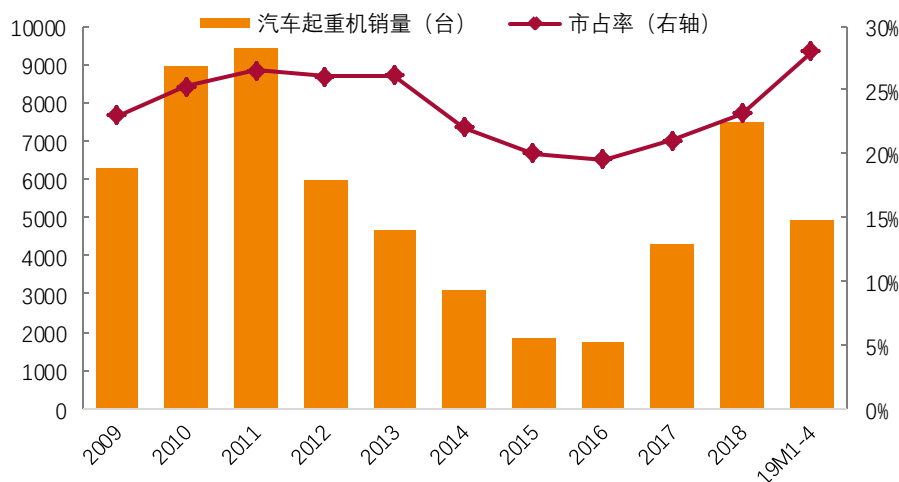
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3. 核心看点：工程机械翘楚，核心产品销量高增长+报表修复驱动利润上行

3.1. 起重机+混凝土机械居行业前列，国内外优质资源整合者

公司在工程机械的主要产品为起重机和混凝土机械，汽车起重机、随车起重机、履带起重机以及塔吊等产品全系列覆盖。2019 年前四个月，公司汽车起重机销量合计 4916 台，同比增加 90.2%，市占率 28%，较 18 年提升 4.8pct，居行业第二。

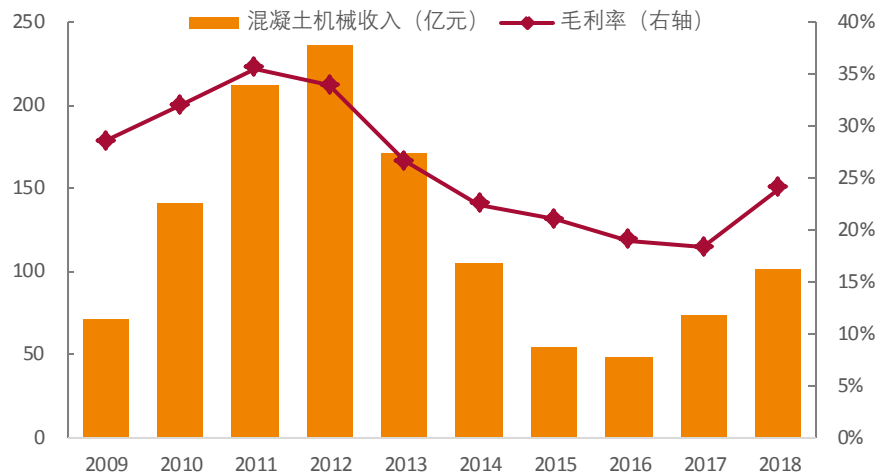
图 30：公司汽车起重机销量及市占率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

混凝土机械领域，公司产品性能及市占率居行业前列。多年发展过程中公司率先突破行业技术，并打破了中国及全球多项记录：2012 年推出的全球最长 101 米碳纤维臂架泵车，获得了吉尼斯世界纪录认证，其浇筑高度可达 100 米以上，覆盖 2 万平方米的面积；4.0 产品之 56 米高精高效泵车，摘得 2017 年首届“湖南省产品创新奖”，并在 2017 年朱日和阅兵上大显身手，市场占有率在同类型产品中全球领先。

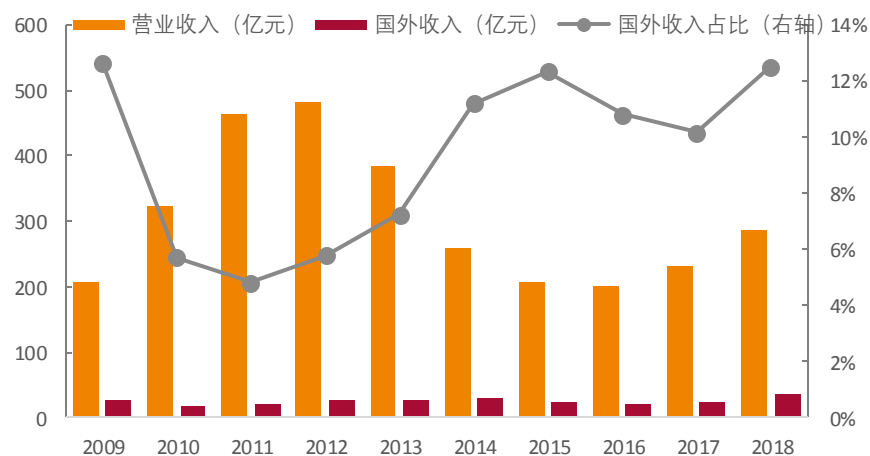
图 31：公司混凝土机械业务收入及毛利率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

公司深耕国内工程机械市场十余年，立足丰富的行业销售经验，积极辐射全球。目前公司产品市场已经覆盖全球 100 余个国家和地区，构建了全球市场布局 and 全球物流网络及零配件供应体系，尤其在“一带一路”沿线设立了分子公司及常驻机构，在白俄罗斯、哈萨克斯坦、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、泰国等国家拥有工业园或生产基地，为公司开拓全球市场奠定坚实基础。2018 年，公司国外收入 35.9 亿，同比增加 52%，占总收入的比例为 12.5%。

图 32：中联重科海外业务收入及其占总收入的比例



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

此外公司持续通过外延收购丰富产品线、扩大收入来源，展现出强大的资源整合能力。2001 年至今，公司先后并购意大利 CIFA 公司、德国 M-TEC 公司、荷兰 Raxtar 公司、意大利 Ladurner 公司以及德国 WILBERT 公司，吸纳全球最高水准的工程机械技术并迅速为公司所利用，使得公司迅速成长为中国工程机械国际化的先行者和领导者。

表 2：中联重科持续外延收购

时间	事件
2008 年 9 月 28 日	中联重科正式并购全球混凝土设备领先企业意大利 CIFA 公司。
2013 年 12 月 20 日	中联重科收购全球干混砂浆设备第一品牌——德国 M-TEC 公司。
2014 年 8 月 8 日	中联重科并购全球著名升降机企业——荷兰 Raxtar 公司。
2015 年 12 月 22 日	中联重科收购意大利 Ladurner 公司。
2018 年 11 月 27 日	中联重科宣布收购全球塔机领先制造商德国 WILBERT100%股权。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 装配式建筑进入快速发展期，大吨位塔机供不应求

装配式建筑是用预制部件装配而成的建筑，是建筑领域践行绿色发展理念的重要着力点。相较于传统现浇建筑，装配式建筑可缩短施工周期 25%~30%，节水约 50%，减低砌筑抹灰砂浆约 60%，节约木材约 80%，降低施工能耗约 20%，减少建筑垃圾 70%以上，并显著降低施工粉尘和噪声污染。

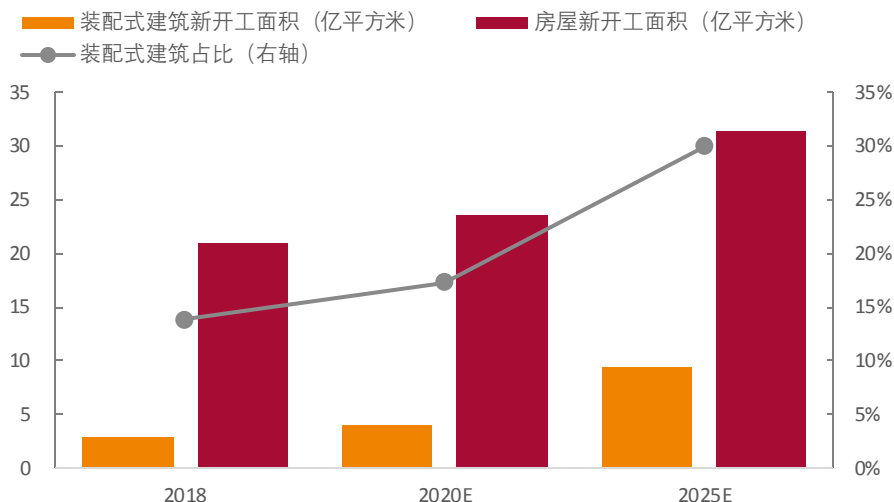
表 3：装配式建筑与现浇住宅资源、能量消耗情况对比（北京试点）

工程类型	数据名称	碳排放因子	现浇住宅	预制装配式住宅
钢筋工程	预埋件（kg/平方米）		0.62	1.10
	钢筋（kg/平方米）		54.42	53.40
	预埋件（Kw*h/平方米）		0.77	0.78
	钢筋（Kw*h/平方米）		1.19	1.15
混凝土工程	混凝土（m3/平方米）		0.39	0.43
	水（m3/平方米）		0.78	0.58
	能源消耗折合标准煤（kg/平方米）		0.64	1.27
	耗电量（Kw*h/平方米）		0.19	0.25
	耗油量（Kw*h/平方米）		16.58	7.99
	耗煤量（Kg/平方米）		0.00	1.25
模板工程	木模板消耗量（平方米/平方米）		14.46	4.20
	钢模板消耗量（平方米/平方米）		0.09	0.13
	木模板耗电量（Kw*h/平方米）		0.24	0.06
	钢模板耗电量（Kw*h/平方米）		0.17	0.22
	总耗电量（Kw*h/平方米）		0.40	0.28
外装修工程	保温板消耗量（Kg/平方米）		3.06	1.55
	粘结材料消耗量（Kg/平方米）		8.10	1.34
	砂浆消耗量（Kg/平方米）		16.20	2.68
	外保温耗电量（Kw*h/平方米）		0.67	0.17
运输工程	运输耗电量（Kw*h/平方米）		4.40	1.88
施工废弃物	保温材料（Kg/平方米）		0.33	0.15
	砂浆（Kg/平方米）		0.17	0.03
	混凝土（Kg/平方米）		14.39	10.80
	钢材（Kg/平方米）		1.09	0.69
碳排放	钢材（Kg）	2.00	110.08	109.00
	混凝土（m3）	260.20	101.48	111.89
	木材（Kg）	0.20	2.89	0.84
	砂浆（Kg）	1.13	18.31	3.03
	保温材料（Kg）	11.20	34.27	17.36
	能源	0.68	8.35	5.39

资料来源：土木在线，天风证券研究所

政府相继出台政策明确指引，装配式建筑有望进入快速落地期。2016 年 2 月 21 日，国务院发布《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，提出到 2025 年装配式建筑达到占新建建筑面积的 30%。而根据住房和城乡建设部的数据，2018 年全国新开工装配式建筑面积达到 2.9 亿平方米，较 2017 年增长了 81%，占全国当年房屋新开工面积（20.93 亿平方米）的比例为 13.86%，假设 2019-2025 年全国房屋新开工面积复合增速为 6%，则未来 7 年装配式建筑新开工面积复合增速将达到 18%以上。

图 33：预计到 2025 年装配式建筑新开工面积占新建建筑面积的比例将达到 30%以上

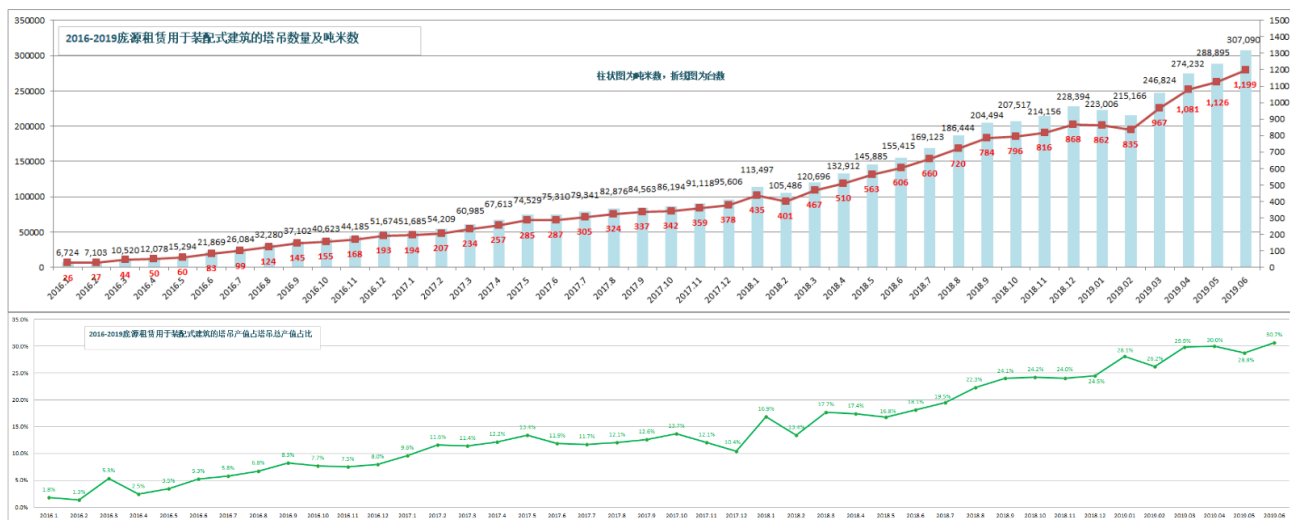


资料来源：住建部，国家统计局，Wind，天风证券研究所

装配式建筑更高的 PC 率对大吨位塔吊产生较大需求。装配式建筑施工的核心是预制部件，常见的装配式建筑预制件结构包括木结构、钢结构和装配式混凝土结构（PC 结构），其中 PC 结构是我国最常用的结构，且多项政策对装配式建筑的 PC 率做出了明确要求。更高的 PC 率要求塔机具备更强的起重能力，对大吨位（100 吨以上）塔吊产生较大需求。

庞源租赁的数据反映出目前塔吊整体供不应求。庞源租赁是上市公司建设机械旗下子公司，主营塔吊等工程机械的租赁，其基于出租设备构建的庞源指数庞源（新单）指数、用于装配式建筑的塔吊数量及吨米数等均呈现一路上涨趋势。根据其官网报道，庞源 7 月 6 日当周新接单量 11282 万元，创历史新高。

图 34：2016-2019 庞源租赁用于装配建筑的塔吊使用情况



资料来源：庞源租赁官网，天风证券研究所

图 35：庞源指数（新单）维持高位



资料来源：庞源租赁官网，天风证券研究所

公司塔机市占率全球第一，19 年加码塔机智能工厂，吹响百亿塔机号角。根据中联官网信息，公司塔机市占率全球第一，产品创全球最大平头塔机和世界最长臂架塔机吉尼斯世界纪录。在行业高景气、大吨位塔机供不应求状态下，公司塔机销量高增长，尤其大吨位的塔机占比提升下毛利率有望提高。2018 年公司塔机板块销售规模达到全球第一，总产值在 2018 年突破 50 亿元大关，创造利税近 10 亿元。2019 年 1 月 11 日，全球最大的塔机智能工厂——中联重科塔机智能工厂开园仪式在湖南常德举行，该智能工厂拥有 12 条自动化成产线，1 万多个传感器、100 多台工业机器人、35 台无人搬运小车 RGV 和 AGV、16 套数控加工中心等先进设备，并集成 MES 控制系统，生产效率、信息化管理水平大幅提升，吹响了向百亿塔机板块进发的号角。

图 36：中联重科建筑起重机工业园俯瞰效果图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 资产负债表修复叠加规模效应，行业高景气下利润弹性十足

应收账款账龄不断优化，坏账风险有效降低。截至 2018 年年报，公司 1 年以内的应收账款金额占比提高至 40%，较 2017 年提高 7.24 个百分点，2019Q1 应收账款周转天数降低至 232 天，存货周转天数降低至 142 天，整体恢复至历史中位数水平，但仍有优化空间。

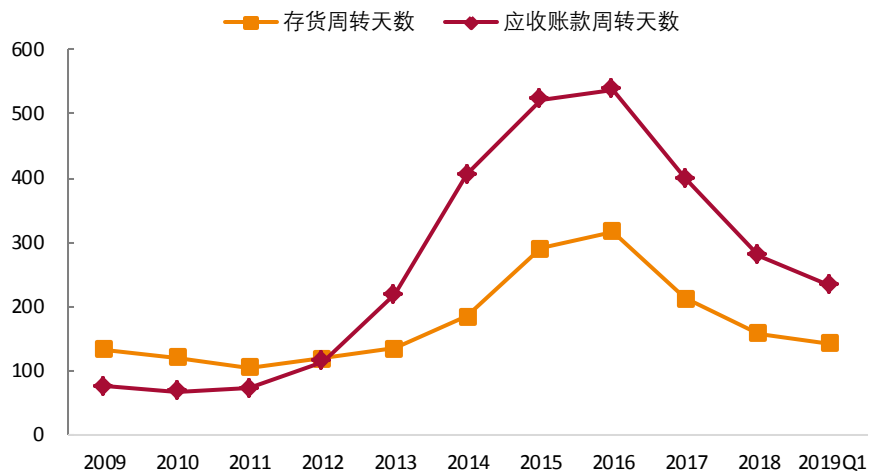
表 4：2018 年年报公司账龄结构

报告期	账龄	应收账款金额(亿元 人民币)	占总应收款比例(%)	提取的坏账准备(亿元 人民币)
2018 年报	1 年以内	115.12	39.81	1.92
2018 年报	单项计提	58.79	20.33	44.97
2018 年报	1-2 年	41.38	14.31	1.02
2018 年报	2-3 年	30.23	10.45	3.41

2018 年报	3-4 年	24.65	8.52	2.84
2018 年报	4-5 年	13.98	4.83	3.37
2018 年报	5 年以上	5.05	1.75	2.23

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

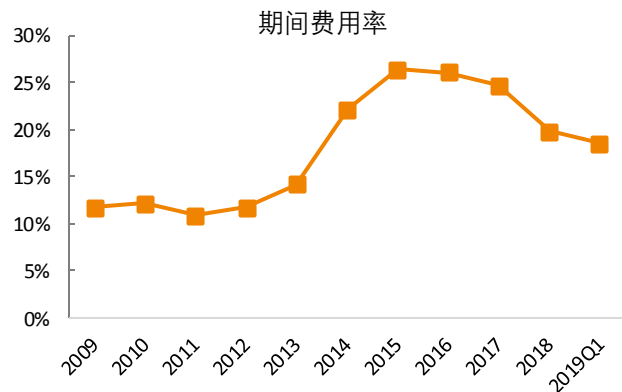
图 37: 公司存货周转天数和应收账款周转天数稳步降低



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

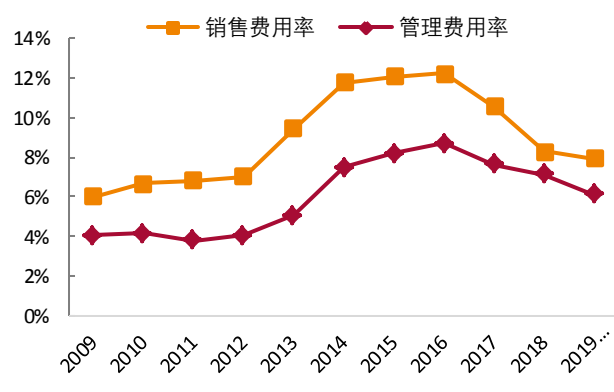
期间费用率降低带动盈利弹性释放, 但整体仍有下降空间。2019Q1 公司整体期间费用率 (含研发费用率) 降低至 18.51%, 其中销售费用率和管理费用率 (含研发费用率) 分别为 7.93% (同比持平) 和 6.10% (同比降低 1.72pct), 带动盈利弹性释放。但整体而言, 两者距离上一轮行业高点均有两个点左右的下降空间, 伴随规模效应发挥作用, 公司利润弹性有望加速释放。

图 38: 公司近年期间费用率情况 (含研发费用率)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 39: 管理费用率 (含研发费用率) 和销售费用率仍有下降空间



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

3.4. 低保有量+国产化率提升, 高空作业平台有望成为新增长点

公司自 2018 年布局高空作业平台领域, 未来有望成为业绩新增长点。2018 年 10 月, 公司发布 8 款高端智能高空作业平台产品, 其中剪叉平台设计高度 6-12 米, 最大承载 350 公斤, 可满足 3 人在垂直升降范围内的作业需求, 可广泛应用于建筑施工、厂房建设、房屋装修等, 主要采用电池动力, 续航能力高出同行 10%以上, 可在欧洲、东南亚市场销售。

臂式产品则全部采用四轮驱动越野底盘, 最大爬坡度可达到 45%, 满足多种室外作业工况:

- 曲臂式高空作业平台 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, 产品采用零尾摆设计, 使其非常适合在狭小空间作业。
- 直臂式高空作业平台 ZT26J, 在微动性控制方面达到了行业领先水平, 最低伸缩速度

可做到 20 毫米每秒，调平精度可做到 1.5 度以内，且采用三节伸缩臂加飞臂的臂架结构，在臂架伸缩平稳性、工作平台调平精度等方面做了优化设计。

图 40：公司高空作业平台产品包括剪叉式、曲臂式和直臂式三种



资料来源：公司官网，天风证券研究所

国内高空作业平台保有量较低，未来三年复合增速有望达 40%以上。根据行业协会 IPAF(The International Powered Access Federation)统计数据，截至 2017 年底美国 AWP 保有量约为 58 万台，而作为全球第二大经济体的中国同期保有量仅约 5 万台，市场才刚刚起步。我们假设到 2021 年国内高空作业平台保有量占 2017 年美国保有量的 20% / 25% / 30% / 35% / 40%，则对应 2020 年保有量分别为 9.4/11.1/12.7/14.3/15.8 万辆，我们倾向于采用“35%项数据”作为国内行业规模测算的依据，则 2018-2021 年我国高空作业平台每年销量分别为 2.1 万台、3 万台、4.2 万台和 6 万台，CAGR 为 41.95%。

表 5：国内高空作业平台销量测算

占美国 2017 年		保有量（万台）				
保有量比例	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	
20%	5	6.2	7.6	9.4	11.6	
25%	5	6.5	8.5	11.1	14.5	
30%	5	6.8	9.3	12.7	17.4	
35%	5	7.1	10.1	14.3	20.3	
40%	5	7.3	10.8	15.8	23.2	
占美国 2017 年		销量（万台）				
保有量比例	2018E	2019E	2020E	2021E	2018-2021CAGR	
20%	1.2	1.4	1.8	2.2	23.42%	
25%	1.5	2.0	2.6	3.4	30.50%	
30%	1.8	2.5	3.4	4.7	36.58%	
35%	2.1	3.0	4.2	6.0	41.95%	
40%	2.3	3.4	5.0	7.4	46.77%	

资料来源：IPAF(The International Powered Access Federation)，天风证券研究所

下游租赁商加大国产设备采购比例，公司高空作业平台产能储备充足，具备短期内迅速放量条件。高空作业平台行业是以租赁商为主的特殊业态，主机厂的直接客户是租赁商，后者采购后出租给终端用户、施工队，伴随国内最大的租赁商上海宏信开始采购浙江鼎力产品，有望形成良好示范效应，带动下游租赁商加大国产高空作业平台采购比例。与此同时，新兴租赁商徐工广联、众能联合、通冠等新兴租赁商基本都采购国产设备，多层次的客户群体有利于国产设备逆势提高市占率。中联的高空作业平台产品经过多年的技术研发、市场开拓和产能储备，有望乘国产化东风，实现销量快速增长。

表 6：国内规模较大的高空作业平台租赁商及其供应商

公司名称	主要设备供应商
上海宏信设备工程有限公司	Genie、JLG、鼎力、Teupen
赫兹设备租赁	Genie、JLG、鼎力
众能联合租赁有限公司	JLG、临工、徐工
河南通冠机械租赁股份有限公司	Genie、JLG、鼎力、临工
江苏徐工广联机械租赁有限公司	徐工
广州市力洛机械租赁有限公司	Genie
中建锦程机械设备（上海）有限公司	JLG、鼎力
山东丰合机械租赁有限公司	JLG、临工
重庆佰斯泰机械有限公司	JLG、Genie、Haulotte
上海金和源建设工程有限公司	JLG、Genie、Haulotte

资料来源：各公司官网，工程机械行业网站，公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

综合考虑起重机和混凝土机械持续高景气、公司市占率领先以及资产负债表修复后规模效应下业绩的高弹性，我们预计公司 2019-2020 年收入分别为 379 亿和 470 亿人民币，同比增速分别为 32%和 24%，综合毛利率有望升高至 27.6%和 27.7%。

表 7：中联重科分业务假设

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入（亿元）							
产品（万元）	207.53	200.23	232.73	286.97	378.88	469.95	544.18
起重机械	45.74	35.40	68.05	124.72	174.61	226.99	261.04
混凝土机械	54.77	48.13	73.35	101.65	137.23	171.53	205.84
农业机械	32.95	34.52	22.95	14.77	11.82	10.04	9.04
金融服务	5.69	4.09	3.92	4.97	6.21	7.46	8.95
环卫机械	45.25	56.07	26.65				
其他机械和产品	23.14	22.02	37.80	40.85	49.02	53.92	59.31
营业收入增速（%）							
产品	-19.72%	-3.52%	16.23%	23.31%	32.03%	24.03%	15.80%
起重机械	-38.38%	-22.61%	92.23%	83.28%	40.00%	30.00%	15.00%
混凝土机械	-48.11%	-12.12%	52.40%	38.58%	35.00%	25.00%	20.00%
农业机械		4.76%	-33.52%	-35.64%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
金融服务	-38.82%	-28.12%	-4.16%	26.79%	25.00%	20.00%	20.00%
环卫机械	12.45%	23.91%	-52.47%				
其他机械和产品	223.64%	-4.84%	71.66%	8.07%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利（亿元）							
产品	56.07	47.78	49.69	77.73	104.54	130.22	146.81
起重机械	14.23	9.58	14.92	36.25	51.51	68.10	75.70
混凝土机械	11.50	9.12	13.44	24.36	33.62	42.88	49.40
农业机械	5.20	6.06	3.20	1.02	0.95	1.00	0.90
金融服务	5.69	4.08	3.92	4.96	6.21	7.45	8.94
环卫机械	14.17	14.89	6.64				
其他机械和产品	5.29	4.04	7.56	11.15	12.26	10.78	11.86
毛利率（%）							
产品	27.02%	23.86%	21.35%	27.09%	27.59%	27.71%	26.98%

起重机械	31.10%	27.05%	21.93%	29.06%	29.50%	30.00%	29.00%
混凝土机械	20.99%	18.96%	18.32%	23.96%	24.50%	25.00%	24.00%
农业机械	15.79%	17.56%	13.96%	6.88%	8.00%	10.00%	10.00%
金融服务	99.96%	99.93%	99.90%	99.87%	99.90%	99.90%	99.90%
环卫机械	31.31%	26.56%	24.93%				
其他机械和产品	22.87%	18.34%	20.01%	27.29%	25.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 45 亿、55 亿和 62.5 亿元,同比增速分别为 122.8%、21.7%和 14%,对应 2019 年 PE 为 10 倍,而同行业的三一重工 PE 为 11 倍,考虑到公司产品具备后周期属性,产品销量和利润也滞后于三一重工,且资产负债表修复后业绩弹性较大,未来两年业绩复合增速较高,因而能够快速消化适当的估值溢价,我们认为当前时点公司合理 PE 为 13 倍左右,目标价 7.4 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 8: 中联重科盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,272.89	28,696.54	37,887.80	46,993.79	54,417.10
增长率(%)	16.23	23.30	32.03	24.03	15.80
EBITDA (百万元)	3,507.83	5,337.45	6,629.59	7,504.27	8,196.43
净利润(百万元)	1,331.92	2,019.86	4,500.08	5,476.20	6,252.57
增长率(%)	(242.65)	51.65	122.79	21.69	14.18
EPS (元/股)	0.17	0.26	0.57	0.70	0.80

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 9: 可比公司估值

股票代码	股票简称	2019/7/15 市值(亿元)	归母净利润(亿元)			2018-2020 年 CAGR	PE	
			2018	2019E	2020E		2019E	2020E
600031.SH	三一重工	1,124.77	61.16	102	122.5	41.52%	11.03	9.18
000157.SZ	中联重科	447.25	20.20	45.00	54.76	64.65%	10.32	8.48

资料来源: Wind, 天风证券研究所

风险提示: 基建投资增速不及预期, 行业竞争剧烈程度超预期, 原材料价格大幅波动等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,255.92	10,068.01	7,371.35	14,870.28	20,842.68
应收票据及应收账款	23,868.32	24,311.99	32,519.71	30,138.68	30,324.76
预付账款	347.20	725.24	722.68	1,164.67	1,153.30
存货	8,885.79	9,550.65	8,738.88	10,134.61	11,941.29
其他	9,752.64	16,877.23	19,057.21	17,349.86	19,703.27
流动资产合计	51,109.86	61,533.12	68,409.82	73,658.10	83,965.31
长期股权投资	3,122.63	3,499.06	3,499.06	3,499.06	3,499.06
固定资产	5,871.07	5,438.73	5,410.30	5,292.27	5,107.48
在建工程	402.84	637.71	418.62	299.17	209.50
无形资产	4,184.70	4,095.78	3,846.81	3,597.84	3,348.87
其他	7,526.27	9,416.47	6,629.04	7,111.71	7,709.20
非流动资产合计	21,107.51	23,087.74	19,803.83	19,800.06	19,874.11
资产总计	83,149.07	93,456.65	98,873.62	103,600.64	113,718.84
短期借款	5,417.35	8,325.50	6,000.00	5,000.00	4,000.00
应付票据及应付账款	9,122.44	10,810.65	15,099.52	17,929.10	20,041.46
其他	9,930.28	20,492.23	16,497.95	16,130.52	21,204.84
流动负债合计	24,470.07	39,628.37	37,597.47	39,059.62	45,246.30
长期借款	6,535.17	5,539.00	4,000.00	3,000.00	2,000.00
应付债券	12,760.32	8,106.43	11,283.91	10,716.89	10,035.74
其他	1,156.20	1,414.37	1,310.97	1,293.85	1,339.73
非流动负债合计	20,451.70	15,059.81	16,594.87	15,010.74	13,375.47
负债合计	44,921.77	54,688.18	54,192.34	54,070.35	58,621.77
少数股东权益	649.03	567.27	483.45	403.87	343.34
股本	7,794.05	7,808.54	7,844.57	7,844.57	7,844.57
资本公积	13,092.95	13,378.19	13,378.19	13,378.19	13,378.19
留存收益	31,185.57	31,853.18	36,353.26	41,281.84	46,909.16
其他	(14,494.30)	(14,838.70)	(13,378.19)	(13,378.19)	(13,378.19)
股东权益合计	38,227.29	38,768.47	44,681.28	49,530.28	55,097.07
负债和股东权益总	83,149.07	93,456.65	98,873.62	103,600.64	113,718.84

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,247.98	1,956.63	4,500.08	5,476.20	6,252.57
折旧摊销	972.88	844.61	556.48	566.45	573.43
财务费用	1,837.04	1,552.06	932.70	640.44	369.86
投资损失	(10,950.11)	(871.10)	(750.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(920.74)	(708.67)	249.68	3,017.00	877.22
其它	10,664.02	2,290.58	(25.88)	(50.93)	(41.91)
经营活动现金流	2,851.09	5,064.12	5,463.06	9,449.17	7,831.18
资本支出	1,208.30	626.10	163.40	97.12	4.12
长期投资	2,519.09	376.43	0.00	0.00	0.00
其他	(89.83)	(8,591.53)	(1,423.20)	480.36	368.95
投资活动现金流	3,637.56	(7,589.01)	(1,259.79)	577.48	373.07
债权融资	28,516.11	35,658.49	28,190.30	26,849.29	25,611.19
股权融资	(921.53)	(994.98)	572.28	(632.01)	(361.43)
其他	(33,499.36)	(30,561.12)	(35,662.51)	(28,745.00)	(27,481.61)
筹资活动现金流	(5,904.78)	4,102.38	(6,899.93)	(2,527.72)	(2,231.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	583.87	1,577.50	(2,696.66)	7,498.93	5,972.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,272.89	28,696.54	37,887.80	46,993.79	54,417.10
营业成本	18,304.12	20,923.08	27,434.30	33,972.29	39,736.63
营业税金及附加	301.08	251.05	303.10	352.45	380.92
营业费用	2,451.32	2,379.41	2,652.15	3,195.58	3,700.36
管理费用	1,463.06	1,459.27	1,515.51	1,879.75	2,176.68
研发费用	305.70	580.85	681.98	845.89	979.51
财务费用	1,504.02	1,243.98	932.70	640.44	369.86
资产减值损失	8,792.52	86.57	40.00	40.00	40.00
公允价值变动收益	(65.85)	32.65	62.35	30.00	20.00
投资净收益	10,950.11	871.10	750.00	200.00	200.00
其他	(21,950.99)	(1,732.58)	(1,624.71)	(460.00)	(440.00)
营业利润	1,217.78	2,601.16	5,140.41	6,297.38	7,253.14
营业外收入	127.88	99.33	100.00	100.00	80.00
营业外支出	104.24	61.96	50.00	50.00	50.00
利润总额	1,241.42	2,638.52	5,190.41	6,347.38	7,283.14
所得税	(6.56)	681.89	778.56	952.11	1,092.47
净利润	1,247.98	1,956.63	4,411.85	5,395.27	6,190.66
少数股东损益	(83.94)	(63.23)	(88.24)	(80.93)	(61.91)
归属于母公司净利润	1,331.92	2,019.86	4,500.08	5,476.20	6,252.57
每股收益（元）	0.17	0.26	0.57	0.70	0.80

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.23%	23.30%	32.03%	24.03%	15.80%
营业利润	-167.52%	113.60%	97.62%	22.51%	15.18%
归属于母公司净利润	-242.65%	51.65%	122.79%	21.69%	14.18%
获利能力					
毛利率	21.35%	27.09%	27.59%	27.71%	26.98%
净利率	5.72%	7.04%	11.88%	11.65%	11.49%
ROE	3.54%	5.29%	10.18%	11.15%	11.42%
ROIC	6.23%	7.96%	15.01%	16.18%	19.96%
偿债能力					
资产负债率	54.03%	58.52%	54.81%	52.19%	51.55%
净负债率	53.00%	66.01%	46.59%	24.19%	8.65%
流动比率	2.54	1.78	2.10	2.15	2.07
速动比率	2.17	1.53	1.87	1.89	1.81
营运能力					
应收账款周转率	0.83	1.19	1.33	1.50	1.80
存货周转率	2.15	3.11	4.14	4.98	4.93
总资产周转率	0.27	0.32	0.39	0.46	0.50
每股指标（元）					
每股收益	0.17	0.26	0.57	0.70	0.80
每股经营现金流	0.36	0.65	0.70	1.20	1.00
每股净资产	4.79	4.87	5.63	6.26	6.98
估值比率					
市盈率	34.87	22.99	10.32	8.48	7.43
市净率	1.24	1.22	1.05	0.95	0.85
EV/EBITDA	9.43	4.50	5.84	3.97	2.70
EV/EBIT	13.03	5.33	6.37	4.29	2.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com