



000157.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.02

板块评级: 强大于市

本报告要点

- 降债控费优化财务结构, 业绩有望持续超预期。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	80.6	0.5	14.2	72.7
相对深证成指	48.1	4.1	11.0	55.1

发行股数(百万)	7,851
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	47,264
3个月日均交易额(人民币 百万)	273
净负债比率(%) (2019E)	22
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, 中银国际证券  
以2019年10月8日收市价为标准

相关研究报告

- 《中联重科: 工程机械“三驾马车”强劲增长, 多因素助力打造可持续发展国际巨头》 20190902
- 《中联重科: 三大核心中后期产品齐发力, 工程机械巨头迎高质量发展》 20190715
- 《中联重科: 加速完成回购彰显对未来发展信心, 行业中后期业绩弹性最大标的》 20190630

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

降债控费优化财务结构, 业绩弹性释放有望持续超预期

公司发布2014年度第一期中期票据兑付公告, 拟于2019年10月15日兑付总额90亿元的中期票据, 本次将兑付的中期票据于2014年10月15日发行, 期限5年, 利率5.8%。

支撑评级的要点

- 公司开始降债优化财务结构, 有助于盈利能力进一步提升。2019H1 公司财务费用高达6.2亿元, 财务费用率2.8%, 资产负债率为63.0%, 均明显高于主要竞争对手同期水平, 其中本次拟兑付的中期票据年利率为5.8%, 是公司带息负债中规模较大、成本较高的一笔, 每年为其付息达5.2亿元, 偿还该中票后公司的负债规模及财务费用都将明显降低, 有助于盈利能力的进一步提升, 上半年公司货币资金+交易性金融资产合计250.5亿元, 经营性现金流达35.8亿元, 为历史同期最佳水平, 本次中票的偿还不会对公司的持续经营及现金流状况造成不利影响; 未来公司将进一步优化财务结构, 负债率和财务费用率还会进一步下降, 销售和售后服务人员今年增加较多导致销售费用增长较快, 明年开始销售费用率也将有所下降, 加上严控管理费用, 假若毛利率保持不变, 期间费用率的下降将对公司净利率提升至少贡献1-2pct。
- 政策发力加大逆周期调节力度, 工程机械行业未来需求具较强韧性。为应对国内经济下行压力的增大, 9月初召开的国常会明确提出要确定加快地方政府债券发行使用的措施, 提前下达明年专项债部分新增额度, 扩大专项债使用范围, 强化专项债作为项目资本金的使用, 进一步加大对投资的撬动, 并于9月16日全面降准0.5pct, 向实体经济释放适当的流动性, 积极的财政政策和相对宽松的货币政策为工程机械需求提供较强的支撑, 再叠加产品更新周期、环保政策趋严、人工替代及海外市场发力, 我们认为未来1-2年行业有较强的需求韧性。据中国工程机械工业协会统计数据, 8月份挖掘机销量增速回升至19.5%, 汽车起重机销量增速下滑缩窄至3.7%, 混凝土泵车和塔机景气度更高, 预计四季度及2020年, 挖掘机和汽车起重机有望保持个位数的正增长, 而泵车和塔机将继续保持30%左右的中高速增长。
- 超强的产品力促使市场份额全面提升, 未来两年业绩弹性释放有望持续超预期。凭借公司超强的产品力、渠道及服务的不断完善, 公司工程机械主要产品市场份额均持续提升, 2019年前8月汽车起重机销量增速超57%, 远高于行业平均增速, 市场份额提升至近28%, 未来两年市场份额还有进一步提升空间, 有望达到三分天下的目标, 即便行业销量出现小幅下滑工程起重机收入也能保持在今年的水平, 混凝土泵车销量增速超100%, 市场份额提升至30%以上, 塔机销量增速超140%, 市场份额提升至40%以上, 这两大业务未来2年行业需求更旺盛, 公司的竞争优势也十分明显, 将成为营收端增长的主要看点。行业需求韧性超预期、公司超强产品力带来市场份额持续扩张、产品结构调整及降债控费带来盈利能力提升有望促使公司未来2年业绩持续超预期。

估值

- 预计公司2019-2021年归母净利润分别为43.7/57.1/65.0亿元, 对应EPS分别为0.56/0.73/0.83元/股, 对应PE分别为10.8/8.3/7.3倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 工程机械行业景气度低于预期, 行业竞争加剧, 基建和地产投资大幅低于预期。

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	40,794	47,714	52,095
变动(%)	16	23	42	17	9
净利润(人民币 百万)	1,149	2,020	4,370	5,711	6,498
全面摊薄每股收益(人民币)	0.170	0.257	0.557	0.727	0.828
变动(%)	(242.7)	51.6	116.3	30.7	13.8
全面摊薄市盈率(倍)	35.5	23.4	10.8	8.3	7.3
价格/每股现金流量(倍)	16.6	9.3	12.3	6.8	9.3
每股现金流量(人民币)	0.36	0.65	0.49	0.88	0.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.9)	19.1	7.2	5.7	4.9
每股股息(人民币)	0.199	0.092	0.167	0.218	0.248
股息率(%)	3.3	1.5	2.8	3.6	4.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 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	40,794	47,714	52,095
销售成本	(18,605)	(21,174)	(28,800)	(33,538)	(36,552)
经营费用	(12,044)	(4,843)	(5,674)	(6,617)	(7,147)
息税折旧前利润	(7,376)	2,680	6,319	7,558	8,395
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	5,367	6,532	7,324
净利息收入/(费用)	(1,504)	(1,244)	(837)	(474)	(368)
其他收益/(损失)	10,908	941	450	450	450
税前利润	1,059	1,540	4,980	6,508	7,406
所得税	7	(682)	(747)	(976)	(1,111)
少数股东权益	(84)	(63)	(137)	(179)	(203)
净利润	1,149	2,020	4,370	5,711	6,498
核心净利润	1,149	938	4,377	5,718	6,506
每股收益(人民币)	0.170	0.257	0.557	0.727	0.828
核心每股收益(人民币)	0.146	0.119	0.557	0.728	0.829
每股股息(人民币)	0.199	0.092	0.167	0.218	0.248
收入增长(%)	16	23	42	17	9
息税前利润增长(%)	828	(122)	191	22	12
息税折旧前利润增长(%)	(8,690)	(136)	136	20	11
每股收益增长(%)	(243)	52	116	31	14
核心每股收益增长(%)	(223)	(18)	367	31	14

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 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	36,672	38,940	40,192
应收帐款	25,194	25,048	31,157	32,726	35,576
库存	8,886	9,551	11,043	11,093	12,027
其他流动资产	347	725	1,017	1,104	1,308
流动资产总计	62,042	70,369	79,890	83,864	89,103
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	103,116	106,755	111,223
应付帐款	9,122	10,811	13,743	14,111	15,040
短期债务	5,417	8,325	10,647	15,020	15,053
其他流动负债	9,930	20,492	18,919	18,601	18,396
流动负债总计	24,470	39,628	43,310	47,732	48,490
长期借款	19,295	13,645	15,302	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	7,851	7,851	7,851
储备	31,186	31,853	34,912	38,910	43,458
股东权益	38,980	39,662	42,763	46,761	51,310
少数股东权益	649	567	430	252	48
总负债及权益	83,149	93,457	103,116	106,755	111,223
每股帐面价值(人民币)	4.96	5.05	5.45	5.96	6.54
每股有形资产(人民币)	4.46	4.55	4.92	5.44	6.04
每股净负债/(现金)(人民币)	0.47	0.49	(0.21)	(0.52)	(0.74)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 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	4,980	6,508	7,406
折旧与摊销	968	837	953	1,026	1,071
净利息费用	1,504	1,244	837	474	368
运营资本变动	253	2,071	(3,293)	(1,134)	(1,867)
税金	105	353	(747)	(976)	(1,111)
其他经营现金流	(1,039)	(981)	1,118	1,042	(786)
经营活动产生的现金流	2,851	5,064	3,848	6,940	5,080
购买固定资产净值	(699)	(89)	1,100	700	300
投资减少/增加	8,423	537	400	400	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)	3,923	200	600
净增权益	(1,559)	(721)	(1,311)	(1,713)	(1,950)
净增债务	(2,484)	11,796	(3,887)	(1,645)	(966)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,862)	(7,000)	3,624	(1,116)	(1,233)
融资活动产生的现金流	(5,905)	4,102	(1,521)	(4,372)	(3,928)
现金变动	584	1,577	6,249	2,768	1,752
期初现金	8,194	8,256	10,068	16,317	19,086
公司自由现金流	6,489	(2,525)	7,771	7,140	5,680
权益自由现金流	5,509	10,515	4,721	5,968	5,082

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	(31.7)	9.3	15.5	15.8	16.1
息税前利润率(%)	(35.9)	6.4	13.2	13.7	14.1
税前利润率(%)	4.6	5.4	12.2	13.6	14.2
净利率(%)	4.9	7.0	10.7	12.0	12.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.5	1.8	1.8	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	(5.5)	1.5	6.4	13.8	19.9
净权益负债率(%)	41.5	29.6	22.3	14.1	8.3
速动比率(倍)	2.2	1.5	1.6	1.5	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	35.5	23.4	10.8	8.3	7.3
核心业务市盈率(倍)	41.1	50.4	10.8	8.3	7.3
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	16.6	9.3	12.3	6.8	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.9)	19.1	7.2	5.7	4.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	212.4	158.9	130.5	120.5	115.4
应收帐款周转天数	460.2	319.5	251.4	244.3	239.3
应付帐款周转天数	167.1	126.8	109.8	106.5	102.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	135.6	35.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	3.0	5.1	10.6	12.8	13.3
资产收益率(%)	(9.7)	1.2	4.6	5.3	5.7
已运用资本收益率(%)	0.5	0.8	1.7	2.0	2.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来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。

本报告期内含保密信息，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