

中联重科(000157)/工程机械
2017年业绩有望重回上升通道
评级：增持（维持）

市场价格：4.78

目标价格：5.5-6.0

分析师：王华君

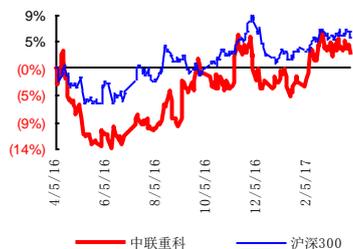
执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,664.13
流通股本(百万股)	6,264.11
市价(元)	4.78
市值(百万元)	35,421.64
流通市值(百万元)	29,998.92

股价与行业-市场走势对比

相关报告

行业点评：《汽车起重机：继挖掘机之后，销量有望超预期》2017-3-14

行业点评：《工程机械：挖机销量引领，持续性有望超市场预期》

2017-3-12

公司点评：《中联重科（000157）：参股公司上市增厚股权价值，工程机械销售回暖促报表修复》

2016-12-28

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	20,753.35	20,022.52	26,029.27	31,235.13	35,920.39
增长率 yoy%	-19.72%	-3.52%	30%	20%	15%
净利润（百万元）	83.47	-933.70	599.10	1,223.76	2,362.32
增长率 yoy%	-85.95%	-1218.64%	164.16%	104.27%	93.04%
每股收益（元）	0.01	-0.12	0.08	0.16	0.31
每股现金流量	-0.44	0.28	0.33	0.37	0.40
净资产收益率	0.20%	-2.44%	1.57%	3.18%	5.92%
P/E	491	-	61	30	16
PEG	-	-	-	0.31	0.20
P/B	1.01	0.91	0.96	0.95	0.92

备注：

投资要点
2016年业绩触底，2017年有望重回上升通道

公司公告2016年年度报告，实现收入200.23亿元，同比下降3.52%，归母净利润为-9.34亿元，每10股派发现金红利1.5元，业绩略低于预期。

公司工程机械板块实现营收105.56亿元，同比下降14.63%。公司农业机械实现营收34.52亿元，同比增速4.75%；环境产业实现营收56.07亿元，同比增速23.91%。农业机械、环境产业两大新兴板块已成为新的业绩增长点，两板块营收之和占比已接近45%。

公司经营状况持续向好，资产质量进一步提升

公司员工目前下降到1.52万人，结构改善明显；公司通过对工程机械板块进行产品线营销体系改革，大幅提升经营效率；通过自主创新，用新产品的打开市场空间。

公司应收账款301.16亿元，同比小幅增长1.2%，工程机械板块的应收账款延续了2015年的下降趋势。公司存货合计127.70亿元，较年初减少13.13亿元。经营性现金流2016年达21.69亿元，为近3年首次转正。

工程机械2016年下半年逐步回暖，公司2017年有望扭亏为盈

2016年下半年工程机械行业逐步回暖。从复苏周期上来看，首先回暖的是挖掘机等土方设备，2016Q3起重机销量开始反弹，2017Q1传导到混凝土和基础施工产品。公司作为国内混凝土机械的龙头，受益于行业的复苏，2017年有望走出亏损，全年销量达到50%左右的增长。

国内农业+环卫机械行业龙头，未来市场空间广阔

公司在环卫机械行业具有龙头地位，产品销售规模连续十年稳居全国首位，市场份额占50%以上。通过内生加外延，环卫继续板块将有望继续较快发展。随着农业供给侧结构性改革的深入推进，国家对农机购置补贴政策导向对中高端、绿色环保农机产品的支持公司作为国内农机产品创新研发领军企业，我们判断将保持行业平均增速以上水平的增长。

海外市场开拓稳中有进，受益“一带一路”国家战略

“一带一路”将明显带动公司海外市场业务。目前公司重点布局白俄罗斯、东南亚等“一带一路”沿线市场。2016年公司海外业务取得长足进展，对于海外并购，公司表示还将继续关注工程机械、农业机械行业的机会，以达到实现国际化的发展和促进公司产业升级的目标。

我们判断随着工程机械行业层面的复苏，公司2017年业绩好转概率较大。预计公司2017-2019年业绩为0.08元/0.16元/0.31元，对应PE为61/30/16倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下滑超预期导致国内工程机械需求持续低迷风险。

内容目录

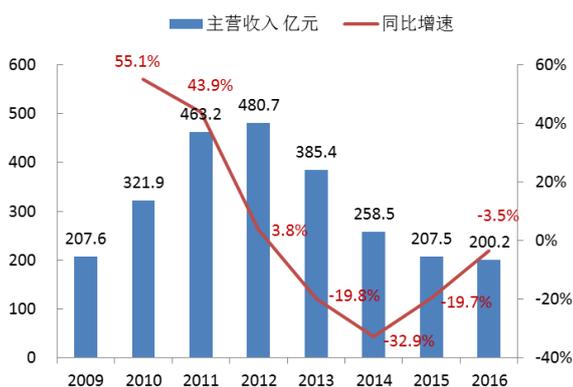
2016 年公司业绩触底，2017 年有望重回上升通道	- 3 -
2016 年营收基本企稳，业绩触底.....	- 3 -
公司综合毛利率略有下降，三项费率近年来首次降低.....	- 3 -
公司经营状况持续向好，资产质量进一步提升	- 4 -
公司核心竞争力增强.....	- 4 -
公司资产质量得到进一步提升.....	- 5 -
工程机械 2016 年下半年逐步回暖，公司 2017 年有望走出亏损	- 6 -
国内环卫+农业机械行业龙头，享受行业较快发展的利好	- 7 -
公司为国内环卫机械龙头，内生+外延全面发力环境产业.....	- 7 -
国家政策持续大力支持，农业机械化水平进一步提高.....	- 7 -
海外市场开拓稳中有进，受益“一带一路”国家战略	- 8 -
投资建议	- 8 -
风险提示：	- 8 -

2016 年公司业绩触底，2017 年有望重回上升通道

2016 年营收基本企稳，业绩触底

- 2016 年公司实现营业收入 200.23 亿元，同比下降 3.52%（其中上半年同比下降 14.83%，下半年同比增长 8.20%）；归母净利润为 -9.34 亿元，每 10 股派发现金红利 1.5 元。
- 公司 2016 年经营亏损主要由于工程机械板块积极稳妥化解存量风险、严控新增风险、员工离职补偿增加、转型升级的战略投入等因素影响。
- 从业务板块来看，工程机械板块继续下滑，同比下降 14.63%（其中上半年同比下降 27.8%，下半年降幅收窄到 2.5%）。分产品来看，全年混凝土机械收入 48.13 亿元，同比下降 12.12%；起重机收入 35.40 亿元，同比下降 22.59%；其他机械和产品收入 22.02 亿元，同比下降 4.83%。
- 公司农业机械实现营收 34.52 亿元，同比增速 4.75%；环境产业实现营收 56.07 亿元，同比增速 23.91%。农业机械、环境产业两大新兴板块已成为新的业绩增长点，两板块营收之和占比已接近 45%。

图表 1：公司 2016 年营收企稳，同比跌幅收窄明显



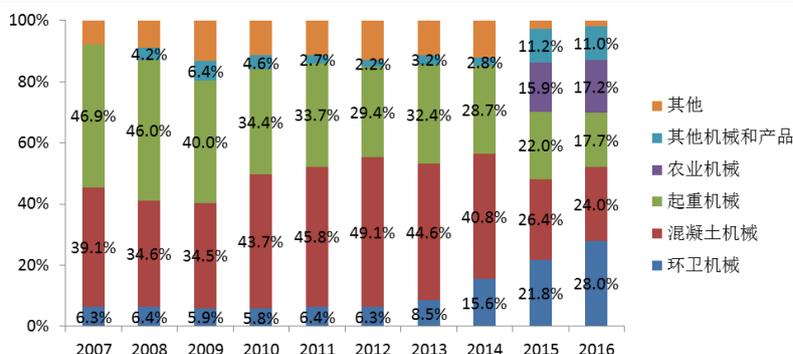
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：2016 年公司业绩触底



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：农机+环卫营收占比不断提升，2016 年接近 45%

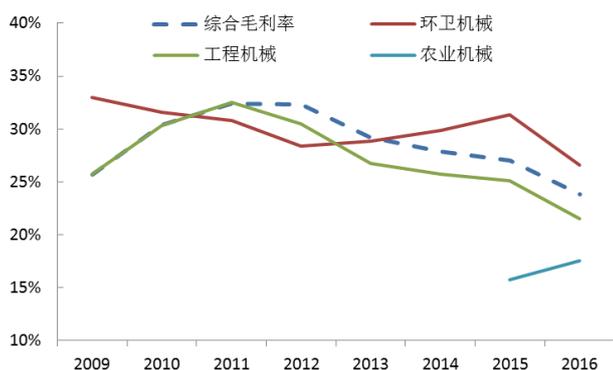


来源：公司公告，中泰证券研究所

公司综合毛利率略有下降，三项费率近年来首次降低

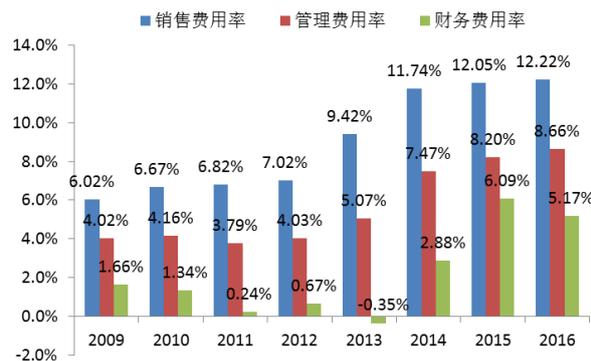
- 公司 2016 年主营产品综合毛利率为 23.86%，同比减少 3.16 pct，主要原因是工程机械及环卫机械板块的毛利率下滑。分行业看，工程机械、环卫机械和农业机械的毛利率分别是 21.5%、26.6%和 17.6%，同比 -3.54 pct、-4.75 pct 和+1.77 pct。
- 2016 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 12.22%、8.66%和 5.17%，同比+0.17 pct、+0.46 pct 和-0.92 pct。三项费率合计 26.05%，同比减少 0.29 pct。

图表 4：综合毛利率略有下降，农机板块实现增长



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：公司三项费率 2016 年有所回落

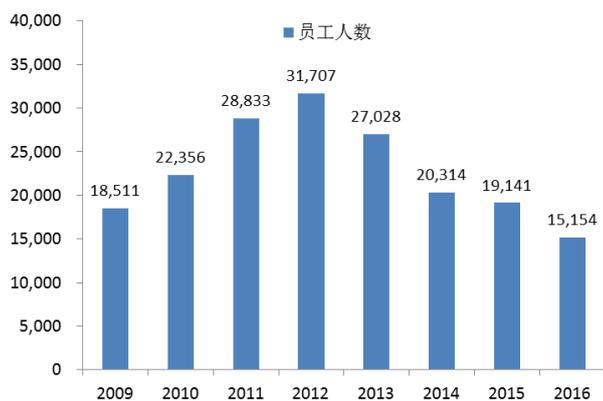


来源：公司公告，中泰证券研究所

公司经营状况持续向好，资产质量进一步提升

公司核心竞争力增强

- **公司员工结构改善，人员更加精炼：**公司员工人数从 2015 年 1.91 万人下降到 2016 年 1.52 万人。相比较于 2012 年人员最多的 3.17 万人，现在的员工人数不足其一半。
- **公司对工程机械板块进行产品线营销体系改革：**由原先的产品线营销向区域营销转变，高管直接负责区域市场使得效率得到大幅度提升。
- **公司产品质量的提升，自主创新引行业发展：**从 2014 年底公司开始着力推进产品 4.0 工程，以“模块化平台+智能化产品”为核心，深度融合传感、互联等现代技术，研发整体性能卓越、作业安全可靠、使用绿色环保、管控智能高效的智能化产品，进而实现“产品在网上、数据在云上、市场在掌上”的目标。目前，公司在工程机械、农业、环境板块均推出了工业 4.0 技术相关产品。2016 年公司共研发 4.0 产品样机 50 款，成功下线 16 款，并逐步推向市场。
- **研发激励机制大创新：**公司打破原有研发分配机制，科研技术人员拥有产品“虚拟股份”收入与产品销售挂钩，让技术创新和产品创新实现与市场共生、与产品共存、与社会共享，极大调动了科研人员的积极性。

图表 6：公司员工结构改善


来源：公司公告，中泰证券研究所

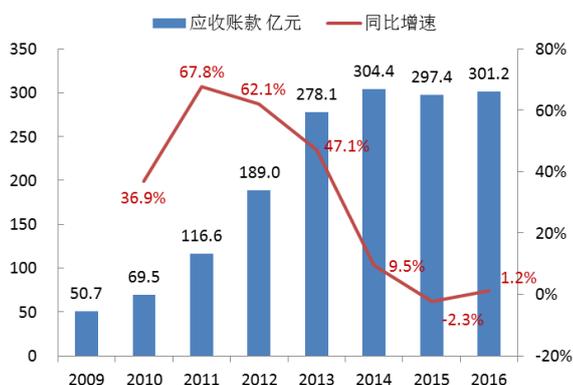
图表 7：自主创新成果丰硕，产品引领行业发展

产品分类	创新成果
工程机械	ZGC3200NP 履带起重机成功吊装全球首座第四代核电站反应堆压力容器；混凝土机械制砂设备获 2016 年度中国机械工业科学技术二等奖，
环境产业	无尘干扫车、小型扫路车、喷雾风炮、抑尘车等一批新产品填补国内自主研发空白，占领行业制高点。
农业机械	大马力拖拉机实现高端突破，填补国内自主研发空白

来源：公司公告，中泰证券研究所

公司资产质量得到进一步提升

- 公司 2016 年末在手现金 81.94 亿元。应收账款 301.16 亿元，同比小幅增长 1.2%。主要原因是公司在环境与农机板块的收入增加以及 2016 年 5 月份合并意大利纳都勒公司带来的影响，工程机械板块的应收账款延续了 2015 年的下降趋势。
- 截至 2016 年底，公司存货合计 127.70 亿元，较年初减少 13.13 亿元，占总资产比例由 15.03% 下降到 14.33%。主要原因是工程机械板块存货的下降。

图表 8：公司应收账款基本与 2015 年持平


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：公司存货规模近 3 年来首次减少


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 经营性现金流的数据支持我们对于中游制造业回暖的判断，公司经营性现金流自 2016 年二季度转正开始，三、四季度延续了这一趋势，2016 年全年经营性现金流达 21.69 亿元，近 3 年首次转正。2015 年 Q3 经营性现金流为正的原因是下游需求下滑导致的公司收缩了部分产能，大幅降低了采购开支，而 2016 年后三个季度还有收入增加带来现金流转正的原因。

图表 10：公司经营性现金流 3 年来首次转正


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：经营性现金流从 2016 年 Q2 开始回暖


来源：公司公告，中泰证券研究所

工程机械 2016 年下半年逐步回暖，公司 2017 年有望走出亏损

- 2016 年下半年工程机械行业逐步回暖。从复苏周期上来看，首先回暖的是挖掘机等土方设备，2016Q3 起重机销量开始反弹，2017Q1 传导到混凝土和基础施工产品。
- 2017 年 2 月份，国内挖掘机销量达 14530 台，同比增长 297.6%；汽车起重机销量达 1266 台，同比增长 249.7%；推土机销量 470 台，同比增长 319.6%。2016 年下半年到 2017 年初工程机械行业的高增长，主要有三方面的原因：一是同比基数较低；二是基建和地产带动的新增需求；三是工程机械的更新需求。在下游行业保持稳定投资增速的前提下，未来行业有望继续稳健回升。
- 公司作为国内混凝土机械的龙头，充分受益于行业的复苏，2017 年全年销量有望达到 50% 左右的增长。

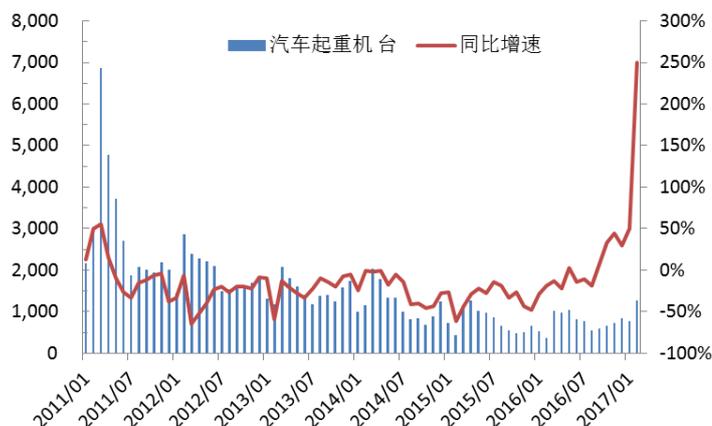
图表 12：挖掘机销量 2016 年下半年开始回暖


来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

图表 13：推土机销量 2016 年下半年增速加快


来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

图表 14: 2016 年 Q4 汽车起重机销量增速明显



来源: wind, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

国内环卫+农业机械行业龙头，享受行业较快发展的利好

- 公司致力于打造工程机械、农业机械与环境产业三足鼎立的布局。目前环境产业与农业机械的收入占比合计达到 45.24%，已成为公司新的主要业绩增长点。

公司为国内环卫机械龙头，内生+外延全面发力环境产业

- **环境产业：**国家《“十三五”生态环境保护规划》正式出台，加大环境治理力度，环保投入进一步加大，PPP 模式的推行大幅缓解各级政府资金压力，环境产业有望得到快速发展，进入新的黄金发展期。道路机械化清扫率的提高，促进环卫车辆需求的持续增加。预计未来大气治理、土壤修复、污水处理、垃圾分拣、餐厨垃圾处理、建筑垃圾循环再利用等领域的发展前景非常广阔，装备制造型企业将逐步向环境运营商转型。公司作为行业龙头将充分受益于行业成长的机会。
- 公司通过内生加外延，全面发力环境产业。一方面，中联重科环卫机械产业成熟，在环卫机械行业具有龙头地位，**环卫机械产品销售规模连续十年稳居全国首位，市场份额占 50% 以上**，多项产品销量在市场居统治地位，目前已成为中国最大的环卫机械研发和生产基地。另一方面，通过并购意大利那都勒公司，完善环境产业将实现从环卫设备提供商到环境产业整体方案提供商和投资运营商的转型，全面进入环境产业，业务领域涉及城市固废处理、污水污泥处理、可再生能源、土壤复垦、环境咨询服务等。

国家政策持续大力支持，农业机械化水平进一步提高

- 随着农业供给侧结构性改革的深入推进和农村土地流转的加快，农业全程机械化水平将进一步提高，带动农机行业规模的持续提升。**农机购置补贴政策导向对中高端、绿色环保农机产品的支持**，将加大大型甘蔗收

获机、棉花采收机补贴力度，对深松整地、免耕播种、高效植保、节水灌溉、秸秆还田离田、残膜回收等绿色产品实行敞开补贴政策。预计国家政策支持的新型农业机械将加快增长，中小型普通农机等产能相对过剩的产品将延续下降趋势。

- 2017 年国家安排用于农机购置补贴的中央资金压减至 186 亿元，同比减少 50 亿元，并将继续稳步实施农机新产品补贴试点。公司作为国内农机产品创新研发领军企业，我们判断将保持行业平均增速以上水平的增长。

海外市场开拓稳中有进，受益“一带一路”国家战略

- 公司 2016 年试图收购美国特雷克斯公司，但在关键条款上双方未达成一致。公司表示还将继续关注工程机械、农业机械行业的外延并购的机会，以达到实现国际化的发展和促进公司产业升级的目标。
- “一带一路”将带动公司海外市场业务。目前公司重点布局白俄罗斯、东南亚等“一带一路”沿线市场。2016 年公司海外业务取得长足进展，公司与白俄罗斯 MAZ 集团合资生产的 ZOOMLION 品牌汽车起重机和环卫设备顺利下线，并与白俄罗斯工业部签署长期合作协议；首款高端塔机成功导入北美市场；首个海外全系列产品维修中心在缅甸成立；在印尼、泰国、印度、迪拜、俄罗斯等地建立 9 大中心库，为客户提供更高效、便捷的服务，加速公司“走出去”和“走进去”的国际化进程。

投资建议

- 我们判断随着行业层面的复苏，公司 2017 年业绩好转概率较大，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.08 元/0.16 元/0.31 元，对应 PE 为 61/30/16 倍。公司 2016 年 PB 为 0.95 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

- 宏观经济下滑超预期导致需国内工程机械需求持续低迷风险。

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。