

2017年04月05日

中联重科 (000157.SZ)

## 工程机械企稳回升，一带一路+战略转型注入新动力

■拨备计提致使 Q4 业绩承压，略低于预期：公司发布 2016 年报，实现营业收入 200.23 亿元 (-3.52%)，归母净利润亏损 9.34 亿元 (-1218.64%)，EPS-0.12 元，业绩略低于预期系拨备计提增加所致。其中 Q4 单季度实现营业收入 59.2 亿元 (+2.06%)，归母净利润亏损 1.31 亿元 (-121.84%)。年度利润分配预案：每 10 股派发现金红利 1.5 元。

■工程机械 2016H2 收入企稳回升，转型环境产业发展良好：分业务看，公司工程机械收入全年下降 10.59%，其中上半年收入同比下降 27.81%，下半年受益于行业回暖，工程机械业务收入小幅上升 0.39%。受行业不景气及二手机业务影响，工程机械毛利率同比下滑 3.54 个 pct，预计未来维持基本稳定。公司转型环境产业及农业机械取得较好发展，16 年两项业务同比分别增长 23.91%/4.75%，合计占总收入比重已提升至 45.24%。公司持续在两板块进行技术升级，16 年全面升级环卫机械产品，并研发新能源环卫车辆，布局城市生活垃圾智慧处理系统技术，并积极以 PPP 模式参与环卫项目运营；在农机板块重点加强大型拖拉机、大型高效联合收割机等高端农机装备研发。未来伴随公司转型战略的持续深入，预计非工程机械板块盈利能力将持续提升，为公司整体发展带来新动能。

■经营质量不断提升，人员精简加强费用控制：16 年末公司应收账款较年初增长 1.25%，增加部分系环卫及农机板块收入增长带来，工程机械板块应收账款继续延续 15 年的下降趋势。16 年下半年，公司现金流开始好转，全年实现经营性现金流量净额 21.69 亿元。公司期间费用率基本稳定，但年报显示，16 年公司在职工人数由 15 年 1.9 万人下降至 1.5 万人，当期产生人员一次性离职补偿，预计未来管理费率将有所下降。

■“一带一路”布局完善，高管增持彰显信心：“一带一路”步入换挡推进期，为工程机械行业带来广阔投资机会。公告显示，目前公司在意大利、德国、荷兰、白俄、印度等 9 个一带一路沿线国家均拥有工业园或生产基地，据公告 16 年公司在白俄与 MAZ 集团合资生产的汽车起重机及环卫设备已顺利下线，并与白俄工业部签署长期合作协议，“一带一路”布局日渐完善。基于公司未来良好的发展前景，公司管理层公告于 16 年 7 月以 4.23 元/股价格增持公司 177.31 万股，总计金额约 750 万元，彰显管理层坚定信心。

■投资建议：预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.11/0.16/0.19 元，公司工程机械业务企稳回升，转型环卫及农机顺利，“一带一路”布局完善，管理层增持为股价提供安全边际，给予买入-A 评级，6 个月目标价 5.5 元。

■风险提示：基建投资放缓，原材料价格波动，汇率波动风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	20,753.3	20,022.5	22,673.9	25,894.1	29,514.7
净利润	83.5	-933.7	815.0	1,202.4	1,438.6
每股收益(元)	0.01	-0.12	0.11	0.16	0.19
每股净资产(元)	5.21	4.80	4.95	5.04	5.16

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	438.9	-39.2	45.0	30.5	25.5
市净率(倍)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
净利润率	0.4%	-4.7%	3.6%	4.6%	4.9%
净资产收益率	0.2%	-2.5%	2.1%	3.1%	3.6%
股息收益率	3.1%	0.0%	0.7%	1.0%	1.2%
ROIC	5.0%	-1.5%	1.0%	5.8%	1.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

工程机械

投资评级 买入-A

首次评级

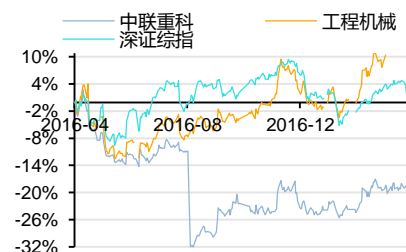
6 个月目标价： 5.50 元

股价 (2017-04-04) 4.78 元

### 交易数据

总市值(百万元)	36,634.55
流通市值(百万元)	29,942.42
总股本(百万股)	7,664.13
流通股本(百万股)	6,264.11
12 个月价格区间	4.01/4.95 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.35	5.48	3.35
绝对收益	-0.42	4.37	7.81

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-35082037

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

### 相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,753.3	20,022.5	22,673.9	25,894.1	29,514.7	成长性					
减:营业成本	15,146.0	15,244.7	17,351.0	19,685.9	22,295.6	营业收入增长率	-19.7%	-3.5%	13.2%	14.2%	14.0%
营业税费	102.8	225.4	181.4	129.5	265.6	营业利润增长率	-191.3%	-198.0%	108.6%	284.3%	43.7%
销售费用	2,501.6	2,446.0	1,768.6	2,459.9	2,862.9	净利润增长率	-85.9%	-1218.6	187.3%	47.5%	19.6%
管理费用	1,700.9	1,734.0	2,040.7	2,330.5	2,626.8	EBITDA 增长率	-27.6%	-85.4%	621.1%	16.2%	8.4%
财务费用	1,263.3	1,035.5	337.4	82.6	25.1	EBIT 增长率	-53.3%	-216.7%	164.1%	37.6%	29.8%
资产减值损失	710.8	1,271.8	800.0	700.0	600.0	NOPLAT 增长率	75.9%	-138.0%	163.3%	36.1%	28.4%
加:公允价值变动收益	-16.6	155.8	-70.1	54.1	-24.1	投资资本增长率	27.0%	-4.4%	22.3%	24.0%	22.1%
投资和汇兑收益	83.4	-24.5	30.0	35.0	40.0	净资产增长率	-1.5%	-6.9%	3.0%	2.0%	2.4%
营业利润	-605.1	-1,803.5	154.8	594.8	854.5	利润率					
加:营业外净收支	638.4	788.2	800.0	830.0	870.0	毛利率	27.0%	23.9%	23.5%	24.0%	24.5%
利润总额	33.3	-1,015.2	954.8	1,424.8	1,724.5	营业利润率	-2.9%	-9.0%	0.7%	2.3%	2.9%
减:所得税	-57.9	-110.4	114.6	185.2	241.4	净利润率	0.4%	-4.7%	3.6%	4.6%	4.9%
净利润	83.5	-933.7	815.0	1,202.4	1,438.6	EBITDA/营业收入	7.2%	1.1%	6.9%	7.0%	6.7%
						EBIT/营业收入	3.2%	-3.8%	2.2%	2.6%	3.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	120	137	117	100	84
						流动资产周转天数	494	549	204	184	147
						流动营业资本周转天数	1,289	1,290	1,036	939	878
						应收账款周转天数	542	561	280	230	190
						存货周转天数	212	241	202	221	220
						总资产周转天数	1,626	1,644	1,359	1,213	1,105
						投资资本周转天数	712	808	429	376	308
						投资回报率					
						ROE	0.2%	-2.5%	2.1%	3.1%	3.6%
						ROA	0.1%	-1.0%	1.0%	1.3%	1.7%
						ROIC	5.0%	-1.5%	1.0%	5.8%	1.7%
						费用率					
						销售费用率	12.1%	12.2%	7.8%	9.5%	9.7%
						管理费用率	8.2%	8.7%	9.0%	9.0%	8.9%
						财务费用率	6.1%	5.2%	1.5%	0.3%	0.1%
						三费/营业收入	26.3%	26.0%	18.3%	18.8%	18.7%
						偿债能力					
						资产负债率	56.7%	57.6%	52.5%	57.1%	54.1%
						负债权益比	130.8%	135.9%	110.6%	133.1%	118.0%
						流动比率	2.47	2.56	2.28	2.68	2.16
						速动比率	2.00	2.09	1.81	1.99	1.64
						利息保障倍数	0.52	-0.74	1.46	8.20	34.99
						分红指标					
						DPS(元)	0.15	-	0.03	0.05	0.06
						分红比率	1377.3%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	3.1%	0.0%	0.7%	1.0%	1.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	91.2	-904.8	815.0	1,202.4	1,438.6	EPS(元)	0.01	-0.12	0.11	0.16	0.19
加:折旧和摊销	834.4	990.4	1,073.7	1,141.6	1,092.9	BVPS(元)	5.21	4.80	4.95	5.04	5.16
资产减值准备	710.8	1,271.8	-	-	-	PE(X)	438.9	-39.2	45.0	30.5	25.5
公允价值变动损失	16.6	-155.8	-70.1	54.1	-24.1	PB(X)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
财务费用	2,152.5	1,409.8	337.4	82.6	25.1	P/FCF	-5.9	-12.8	1.7	-1.6	1.3
投资损失	-83.4	24.5	-30.0	-35.0	-40.0	P/S	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
少数股东损益	7.7	28.9	25.2	37.2	44.5	EV/EBITDA	31.6	193.0	5.7	23.1	1.8
营运资金的变动	-4,117.6	2,871.8	31,890.8	-33,401.7	36,645.6	CAGR(%)	138.7%	-217.9%	10.2%	138.7%	-217.9%
经营活动产生现金流量	-3,334.5	2,168.6	2,384.8	3,028.4	3,583.1	PEG	3.2	0.2	4.4	0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	2,392.6	-771.0	258.7	-719.2	-101.3	ROIC/WACC	0.5	-0.1	0.1	0.6	0.2
融资活动产生现金流量	-2,042.4	-6,379.8	-12,889.2	9,801.0	-11,582.7	REP	2.1	-6.6	9.1	1.7	3.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034