

中联重科(000157)/专用设备 中报预盈 11-13 亿元超预期；工程机械板块大增约 80%

评级：增持(维持)

市场价格：4.60

目标价格：5—5.5

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

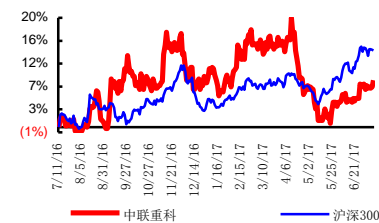
联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,625
流通股本(百万股)	7,614
市价(元)	4.60
市值(百万元)	35,075
流通市值(百万元)	35,024

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《中联重科(000157)深度报告：工程机械领军企业，战略聚焦工程机械、农业机械》2017-7-13
- 2 《中联重科(000157)：股东大会通过环境产业出售议案，战略聚焦工程机械、农业机械》2017-7-2
- 3 《中联重科(000157.SZ)：连续回购A股超7000万元；出售环境产业80%股权，聚焦工程机械、农业机械》2017-5-27
- 4 《中联重科(000157.SZ)：116亿出售环境产业80%股权，战略聚焦工程机械、农业机械》2017-4-5
- 5 《中联重科(000157.SZ)：2017年业绩有望重回上升通道》2017-4-6

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	23,450.00	24,530.00	27,490.30
增长率 yoy%	-19.72%	-3.52%	17.12%	4.61%	12.07%
净利润	3.47	933.70	1,579.16	1,964.49	2,990.77
增长率 yoy%	-85.95%	-1218.64%	269.13%	24.40%	52.24%
每股收益(元)	0.01	-0.12	0.21	0.26	0.39
每股现金流量	-0.44	0.28	0.32	0.38	0.50
净资产收益率	0.21%	-2.54%	4.24%	5.01%	7.09%
P/E	491	—	21	17	11
PEG	—	—	0.08	0.68	0.21
P/B	1.03	0.95	0.88	0.83	0.78

备注：

投资要点

- **事件：公司发布中报业绩预告，预计上半年归母净利润为 11-13 亿元（去年同期亏损 8.37 亿），扭亏为盈。**

业绩变动主要原因：1、行业持续复苏，公司营业收入大幅增长；2、公司出售环境板块实现投资收益；3、公司在第二季度末对应收账款、存货等资产计提了资产减值准备（需经股东大会批准）。

- **点评：**

1、核心业务——工程机械板块营业收入同比增长约 80%

公司预计 2017 年工程机械营业收入较去年同期增长约 80%，即 86 亿元左右，我们预计在各类产品中，尤其以混凝土搅拌车、汽车起重机及桩工产品的增速较为突出，引领中联重科工程机械板块复苏。

2. 关注“出售环境公司控股权”及“计提资产减值”对公司的深远影响

公司未来利润增长将得到保障：资产减值损失将大幅下降，二手车对于公司净利润影响也将逐步降低，且公司拥有环境公司 20% 的股权，每年仍旧有 20% 的环境公司利润以投资收益的形式实现。

新的发展动力正在凝聚：资产出售后公司将再获得约 116 亿现金（第一季度末公司持有 113 亿现金），如果公司应收及存货的负担也得到一定程度的减轻，我们认为中联重科将重新拥有较为明显的竞争优势，迅速产生新的发展动力。

- **公司拟以 116 亿出售环境产业公司 80% 股权**

2017 年 6 月 27 日召开的年度股东大会审议通过了相关议案，盈峰控股将成为环境产业公司未来的控制人，收购环境产业公司 51% 的股权，中联重科将继续持有环境产业公司 20% 股权。

2016 年环境产业公司收入 56 亿元，同比增长 24%；净利润 7.55 亿元，同比增长 9.22%，净利润率为 13.47%。本次出售环境产业公司对应 PE 为 19.2 倍。

- **战略聚焦工程机械和农业机械，做优做强核心业务**

工程机械是中联重科的最大板块，中联在历史上通过多次并购优质资产实现了该板块的迅速壮大，且拥有全球顶尖技术；中联重科农业机械仍处于重点培育阶段，目前向“高端装备+服务”迈进。

- **资产负债表开始修复，资产质量开始明显好转**

2016 年开始，公司主动控制风险，工程机械应收账款、存货规模开始下降。公司经营性现金流自 2016 年二季度即开始转正，2016 年全年经营性现金流达 21.69 亿元，近 3 年首次转正。

- **盈利预测与估值**

我们维持公司 2017-2019 年 EPS 为 0.21 元/0.26 元/0.39 元，对应 PE 为 21/17/11 倍；公司 2017 年 PB 为 0.9 倍；维持“增持”评级。

- **风险提示：**工程机械需求持续性风险；原材料价格上涨；海外汇兑损失风险。

内容目录

一、中报净利润预盈 11-13 亿元，超市场预期	- 3 -
1. 工程机械板块营业收入大幅增长约 80%	- 3 -
2. 关注“出售环境公司控股权”及“计提资产减值”对公司的深远影响..	- 3 -
二、公司拟以 116 亿出售环境产业公司 80%股权	- 3 -
三、中联重科：聚焦高端装备，工程机械、农业机械为未来亮点	- 4 -
四、资产负债表开始修复，资产质量开始明显好转	- 4 -
五、盈利预测与估值	- 5 -
六、风险提示	- 5 -

一、中报净利润预盈 11-13 亿元，超市场预期

1. 工程机械板块营业收入大幅增长约 80%

- **工程机械营业收入较去年同期增长约 80%**: 根据中联重科定期报告披露的数据, 2016 年上半年中联重科工程机械板块整体收入为 47.53 亿, 其中混凝土机械销售额为 21.13 亿, 占工程机械板块销售额的 44.46%, 起重机械(包括工程起重机及塔机产品)销售额为 15.86 亿, 占工程机械板块销售额的 33.37%, 上述两个板块是中联重科工程机械销售的主要来源。此次公告预计公司工程机械板块营业收入同比增长 80%, 因此中联重科 2017 年上半年工程机械板块收入预计为 86 亿左右。
- **混凝土、起重及桩工机械引领工程机械板块复苏**: 公司业绩预告显示, 公司工程机械板块主要产品-混凝土机械、起重机械、桩工机械等产品的营业收入继续保持大幅增长。我们预计公司 2017 年上半年业务收入中, 混凝土、起重机械以及桩工机械产品销售额均超 80%, 在各类产品中, 尤其以混凝土搅拌车、汽车起重机及桩工产品的增速较为突出, 引领中联重科工程机械板块复苏。

2. 关注“出售环境公司控股权”及“计提资产减值”对公司的深远影响

- **重要项目双管齐下**: 公司业绩预告显示, 影响公司业绩变动的原因包括“实现投资收益”以及“计提资产减值准备”, 且公告预计公司可通过出售环境公司控股权实现 91.31 亿税前利润; 我们预计公司中报的业绩可能已体现了上述两个项目的影响。考虑到中报业绩为 11-13 亿, 我们认为公司此次进行了较为庞大、充分的资产减值。
- **公司未来利润增长将得到保障**:
 - (1) 根据公司 2016 年年报披露的信息, 公司在 2016 年进行了总计 12.72 亿的资产减值, 其中坏账损失达到 7.72 亿, 存货跌价损失达到 3.80 亿。应收账款及存货的负担极大的影响了上市公司的利润, 此次进行大规模减值后, 相关资产对于公司净利润的影响将大幅下降。
 - (2) 公司仍持有环境公司 20% 的股权, 自 2017 年下半年开始, 公司将持续以投资收益的形式获得 20% 环境公司的利润。
 - (3) 自工程机械行业调整以来, 上市公司对二手机的处理, 均对公司毛利率有一定程度影响, 此次公司如按计划对存货进行计提后, 预计公司后续产品销售毛利率将出现明显回升。
- **新的发展动力正在凝聚**: 一旦中联重科完成资产出售项目, 公司将再获得约 116 亿现金(第一季度末公司持有 113 亿现金), 如届时公司应收及存货的负担也得到一定程度的减轻, 我们认为中联重科将重新拥有较为明显的竞争优势, 迅速产生新的发展动力。

二、公司拟以 116 亿出售环境产业公司 80% 股权

- **盈峰控股将成为环境产业公司未来的控制人**: 盈峰投资控股集团有限公司、广州粤民投盈联投资合伙企业(有限合伙)、上海绿联君和产业并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)、弘创(深圳)投资中心(有限合伙)将联

合作为受让方。其中，盈峰控股收购环境产业公司 51% 的控股权，其他三方收购 29% 的股权。2017 年 6 月 27 日召开的年度股东大会审议通过了相关议案。

- **环境产业公司运营情况:**2016 年环境产业收入 56 亿元, 同比增长 24%; 净利润 7.55 亿元, 同比增长 9.22%, 净利润率为 13.47%。截至 2016 年末, 环境板块总资产 92.48 亿元, 总负债 61.61 亿元, 资产负债率 66.62%。
- **出售资产估值较为合理:**本次出售环境产业公司 80% 股权, 交易对价为 116 亿元, 对应环境产业公司整体估值水平为 145 亿元, 较环境产业公司截至 2016 年 12 月 31 日经审计的模拟净资产 30.9 亿元增值幅度为 369.3%, 对应环境产业公司 2016 年模拟净利润的 19.2 倍。
- **中联重科仍持有 20% 环境产业公司股权:**本次交易完成后, 中联重科将继续持有环境产业公司 20% 股权, 环境产业公司不再纳入合并报表范围, 剩余股权预计将通过权益法核算。

三、中联重科：聚焦高端装备，工程机械、农业机械为未来亮点

- **收购意大利 CIFA 奠定公司在混凝土的领先地位:**2008 年, 中联重科收购意大利 CIFA 以后, 快速推进了包括碳纤维轻量化技术、仿生六节臂技术、变频减震专利技术等各专利技术在产品中的应用, 不断推出世界级高端混凝土机械产品; 中联重科混凝土相关产品在中国市场的占有率从 30% 迅速提高到 40% 以上, 一举奠定了中联重科在该领域的领先地位。2014~2016 年, 公司混凝土机械板块平均营业收入达 69.5 亿。混凝土板块的毛利率约在 19%~22.4% 之间。
- **工程起重机 + 塔机双板块打造最大的起重机械制造商:**中联拥有中国最全的起重机产品链, 包括汽车起重机、全路面起重机、履带式起重机和塔式起重机等; 2003 年, 中联重科通过并购湖南浦沅迅速介入工程起重机械行业, 2004 年其收入规模由 2003 年的 11.73 亿元迅速提升到 33.80 亿元, 同比增长了 188.11%; 2011 年, 中联重科买断德国平头塔鼻祖 JOST 全套技术, 实现对平头塔技术的掌控, 同时获得进入欧美等国际高端市场准入证, 为塔机产品进入欧美市场打下了良好的基础。2014 至 2016 年, 公司起重机械板块平均营业收入达 51.8 亿, 板块毛利率约在 27.1%-31.1% 之间, 其中工程起重机、大型塔机的毛利率较高, 基本维持在 30% 以上。
- **农业机械仍处于重点培育阶段, 向“高端装备+服务”迈进:**农业机械行业市场空间广阔, 竞争较为激烈, 市场较为分散; 公司 2014 年并购奇瑞重机进入农业机械行业, 着力打造农业机械产业链最齐全的公司之一, 目前中联重科农业机械包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机具等, 主要为农业生产提供育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程服务。2016 年, 公司农业机械板块营业收入为 34.52 亿, 同比增长 4.75%。我们预计农业机械板块业绩将保持稳步增长。

四. 资产负债表开始修复，资产质量开始明显好转

- **工程机械应收账款规模开始下降。**公司 2016 年末应收账款 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,实际归属于工程机械板块的应收账款开始下降。

- **公司存货总量开始下降。**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%,主要得益于工程机械及农业机械板块良好的存货控制。
- **经营性现金流数据反映企业造血功能的复苏。**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 年后三个季度是由于收入端增加带来的现金流转正。

五、盈利预测与估值

- 公司的 2017 年 PB 为 0.9 倍, PB 估值明显低于三一重工及徐工机械,对比历史估值公司亦处于历史底部;公司在工程机械行业处于龙头地位,在近几年的复苏中收入刚刚跨过盈亏平衡点,未来公司利润弹性较大。
- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 234 亿元、257 亿元、275 亿元,同比分别增长 17.1%、4.6%、12.1%;归属于母公司净利润分别为 15.8 亿元、19.6 亿元、29.9 亿元,同比分别增长 169.9%、24.1%、52.6%;对应 EPS 分别为 0.21 元、0.26 元、0.39 元,维持“增持”评级。

六、风险提示

- 受宏观经济形势及行业因素影响,工程机械板块经营存在不确定性风险。
- 石油、钢材等大宗商品价格可能持续变动,存在生产要素成本上升风险。
- 汇率波动的不确定性,海外投资、销售存在收益下降的风险。

图表 1：中联重科三张表

损益表 (人民币千元)							资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	25,851,195	20,753,347	20,022,517	23,450,000	24,530,000	27,490,300	货币资金	16,894,350	13,535,350	8,193,686	9,788,465	15,962,052	19,359,632
增长率	-32.93%	-19.7%	-3.5%	17.1%	4.6%	12.1%	应收账款	33,182,338	32,340,701	33,496,286	35,943,068	36,254,332	36,863,739
营业成本	-18,641,595	-15,145,956	-15,244,687	-17,791,100	-17,800,260	-19,654,729	存货	10,376,228	14,082,903	12,770,072	10,723,403	10,241,245	10,769,714
% 销售收入	72.1%	73.0%	76.1%	75.9%	72.6%	71.5%	其他流动资产	13,629,048	14,625,898	14,459,726	17,637,060	17,282,887	17,223,596
毛利	7,209,600	5,607,391	4,777,830	5,658,900	6,729,740	7,835,572	流动资产	74,081,964	74,584,852	68,919,770	74,091,995	79,740,516	84,216,682
% 销售收入	27.9%	27.0%	23.9%	24.1%	27.4%	28.5%	% 总资产	79.0%	79.6%	77.3%	82.1%	83.2%	83.9%
营业税金及附加	-228,129	-102,759	-225,403	-184,083	-218,808	-274,903	长期投资	5,178,077	2,983,099	3,998,837	3,998,837	3,998,837	3,998,837
% 销售收入	0.9%	0.5%	1.1%	0.8%	0.9%	1.0%	固定资产	6,780,756	8,520,204	8,069,020	3,849,294	3,641,724	3,417,902
营业费用	-3,035,567	-2,501,552	-2,445,961	-2,931,250	-2,673,770	-2,749,030	% 总资产	7.2%	9.1%	9.1%	4.3%	3.8%	3.4%
% 销售收入	11.7%	12.1%	12.2%	12.5%	10.9%	10.0%	无形资产	5,011,339	6,779,478	7,015,453	7,214,980	7,363,462	7,547,263
管理费用	-1,929,817	-1,700,891	-1,733,987	-1,641,500	-1,349,150	-1,511,967	非流动资产	19,675,992	19,138,168	20,221,253	16,201,055	16,141,967	16,101,946
% 销售收入	7.5%	8.2%	8.7%	7.0%	5.5%	5.5%	% 总资产	21.0%	20.4%	22.7%	17.9%	16.8%	16.1%
息税前利润 (EBIT)	2,016,087	1,302,190	372,478	902,068	2,488,012	3,299,672	资产总计	93,757,956	93,723,020	89,141,023	90,293,050	95,882,483	100,318,628
% 销售收入	7.8%	6.3%	1.9%	3.8%	10.1%	12.0%	短期借款	5,745,537	13,281,686	8,139,906	3,228,363	3,228,363	3,228,363
财务费用	-745,449	-1,263,300	-1,035,458	-1,148,000	-1,217,000	-1,237,000	应付款项	18,443,304	16,077,207	16,114,948	15,290,264	15,241,824	16,812,925
% 销售收入	2.9%	6.1%	5.2%	4.9%	5.0%	4.5%	其他流动负债	1,073,602	823,765	2,644,357	3,865,678	2,842,636	3,078,203
资产减值损失	-606,782	-710,850	-1,271,774	-8,000,000	-300,000	-300,000	流动负债	25,262,444	30,182,657	26,899,210	22,384,305	21,312,823	23,119,491
公允价值变动收益	-11,774	-16,553	155,787	42,487	72,474	118,094	长期投资	9,787,306	6,453,055	10,099,564	10,099,564	10,099,564	10,099,564
投资收益	10,840	83,377	-24,485	9,517,000	267,000	300,000	其他长期负债	17,460,298	16,478,203	14,347,288	19,563,678	24,234,106	23,832,818
% 净利润	1.3%	250.5%	-	524.8%	12.7%	9.4%	负债	52,510,047	53,113,915	51,346,063	52,047,547	55,646,494	57,051,873
营业利润	662,922	-605,137	-1,803,451	1,313,554	1,310,487	2,180,766	普通股股东权益	40,830,793	39,936,600	36,813,563	37,243,105	39,207,592	42,198,357
营业利润率	2.6%	-2.9%	-9.0%	5.6%	5.3%	7.9%	少数股东权益	417,115	672,504	981,398	1,002,398	1,028,398	1,068,398
营业外收支	200,217	638,423	788,226	500,000	800,000	1,000,000	负债股东权益合计	93,757,956	93,723,020	89,141,023	90,293,050	95,882,483	100,318,628
税前利润	863,139	33,286	-1,015,225	1,813,554	2,110,487	3,180,766							
利润率	3.3%	0.2%	-5.1%	7.7%	8.6%	11.6%							
所得税	-235,264	57,871	110,417	-213,392	-120,000	-150,000							
所得税率	27.3%	-173.9%	10.9%	11.8%	5.7%	4.7%							
净利润	627,875	91,157	-904,808	1,600,162	1,990,487	3,030,766							
少数股东损益	0	0	0	21,000	26,000	40,000							
非现金支出	1,253,385	1,545,240	2,262,154	8,790,706	954,047	993,302							
非经营收益	1,421,857	1,735,476	382,799	-9,447,682	-634,496	-913,115							
营运资金变动	-10,993,249	-6,706,368	428,416	1,535,658	603,205	728,082							
经营活动现金净流	-7,690,133	-3,334,495	2,168,560	2,499,844	2,939,243	3,879,034							
资本开支	945,475	645,214	162,795	-3,729,492	-205,041	-346,718							
投资	-2,335,695	-347,778	-999,641	0	0	0							
其他	669,768	2,690,062	391,428	9,559,487	339,474	418,094							
投资活动现金净流	-2,611,402	2,392,625	-771,009	13,288,979	544,516	764,812							
股权募资	2,000	0	90,100	0	0	0							
债权募资	10,579,662	838,884	-3,717,110	0	0	0							
其他	-2,454,129	-2,893,680	-2,682,630	-611,804	-1,654,598	-504,978							
筹资活动现金净流	8,127,533	-2,054,796	-6,309,639	-611,804	-1,654,598	-504,978							
现金净流量	-2,174,002	-2,996,666	-4,912,088	15,177,018	1,829,160	4,138,868							

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.077	0.011	-0.122	0.206	0.256	0.390
每股净资产 (元)	5.299	5.211	4.803	4.859	5.116	5.506
每股经营现金净流 (元)	-0.998	-0.435	0.283	0.323	0.380	0.501
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.45%	0.21%	-2.54%	4.24%	5.01%	7.09%
总资产收益率	0.63%	0.09%	-1.05%	1.86%	2.28%	3.29%
投入资本收益率	2.84%	5.95%	0.58%	1.50%	4.37%	5.67%
增长率						
营业总收入增长率	-32.93%	-19.72%	-3.52%	17.12%	4.61%	12.07%
EBIT增长率	-62.57%	-35.41%	-71.40%	142.18%	175.81%	32.62%
净利润增长率	-84.53%	-85.95%	-1218.64%	269.13%	24.40%	52.24%
总资产增长率	4.86%	-0.04%	-4.89%	-0.49%	0.85%	2.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	411.2	529.2	545.6	520.0	500.0	450.0
存货周转天数	187.2	294.7	321.5	220.0	210.0	200.0
应付账款周转天数	156.7	165.6	155.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	80.8	121.9	139.0	84.5	50.0	43.5
偿债能力						
净负债/股东权益	35.84%	53.32%	60.60%	47.00%	41.36%	35.51%
EBIT利息保障倍数	2.7	1.0	0.4	0.8	2.0	2.7
资产负债率	56.01%	56.67%	57.60%	55.05%	53.21%	52.37%

来源：中泰证券研究所

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。