

中联重科 (000157.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.84 元
 目标价格 (人民币): 7.50-7.50 元
 市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 78.51 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 63.25 |
| 流通港股(亿股) | 13.88 |
| 总市值(亿元) | 458.51 |
| 年内股价最高最低(元) | 6.09/5.70 |
| 沪深 300 指数 | 3891 |
| 深证成指 | 9682 |

三季报业绩增长 167%符合预期, 在手现金充裕

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.78 |
| 每股净资产(元) | 4.82 | 4.89 | 5.17 | 5.51 | 5.89 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.37 | 0.61 | 0.60 | 0.92 | 1.06 |
| 市盈率(倍) | 26.16 | 13.76 | 10.67 | 8.52 | 7.62 |
| 净利润增长率(%) | -242.65% | 51.65% | 114.87% | 25.31% | 12.09% |
| 净资产收益率(%) | 3.54% | 5.29% | 10.68% | 12.55% | 13.18% |
| 总股本(百万股) | 7,794.05 | 7,808.54 | 7,851.20 | 7,851.20 | 7,851.20 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

公司发布三季报, 前三季度实现营业收入 318 亿元, 同比增长 51%, 实现归母净利润 34.8 亿元, 同比增长 167%, 扣非净利润 28 亿, 同比增长 189%; 其中第三季度单季收入 95 亿元, 同比增长 50%, 归母净利润为 9 亿, 同比增长 106%, 扣非净利润 6.5 亿, 同比增长 111%。

经营分析

■ 盈利、运营情况加速好转, 在手现金充裕

2019 年开始公司业绩开始快速释放。工程机械后周期市场持续景气持续, 行业销量增长及二手设备等历史遗留问题出清, 2019 年前三季度公司毛利率回升至 30%, 同比增加 3.5pct, 净利率 11%, 同比大幅增加 3.8pct。单三季度毛利率 29.4%, 净利率 9.4% 环比下滑。

前三季度期间费用率 17.5%, 同比减少 2.8pct, 三季度公司继续严控成本费用, 随着销售规模的增长, 期间费用率预计会进一步下降。

应收账款周转率及存货周转率同比提升, 2019 年前三季度经营性现金流净额为 49.6 亿元, 同比增长 62%, 持续创历史同期新高。

在手现金充裕: 公司 2019 年前三季度货币资金与交易性金融资产合计 252 亿元。

■ 多板块共同驱动, 产品竞争力强, 市场份额有望持续提升

起重机、混凝土板块高景气度持续, 2020 年汽车起重机和泵车销量将继续保持高位, 公司大概率实现快于行业的增长速度。公司的研发贴近市场, 新产品具备较强竞争力, 工程机械 4.0 等产品受到广泛好评。

塔吊在装配式建筑因素推动下, 仍有较大的发展空间; 公司中大型塔机竞争优势明显, 目前市占率超过 40%。目前公司的全球最大塔机智能工厂已经投入生产, 开启塔机营收百亿征程。

此外, 公司开始加大力度培育高空作业平台与挖掘机产品, 随着公司产品不断完善, 将为公司更长远发展打下良好基础。

盈利预测与投资建议

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 43/54/61 亿元, 增长 115%/25%/12%, 复合增速 44%。EPS 为 0.55/0.69/0.78 元; PE 为 10.7/8.5/7.6 倍, 2020 年 PB 为 1.1, 具备很高的安全边际。给予 2020 年 11 倍 PE 估值, 6-12 月目标价 7.5 元。维持“买入”评级。

风险提示

■ 基建地产投资不及预期; 部分产品行业销量下滑风险; 汇率风险。



相关报告

1. 《工程机械后周期产品发力, PC 塔机需求爆发-中联重科 首次覆盖...》, 2019.10.21

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
zhaojin1@gjzq.com.cn

朱荣华 分析师 SAC 执业编号: S1130519060004
zhuronghua@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 20,023 | 23,273 | 28,697 | 40,745 | 48,615 | 54,480 |
| 增长率 | | 16.2% | 23.3% | 42.0% | 19.3% | 12.1% |
| 主营业务成本 | -15,245 | -18,304 | -20,923 | -28,463 | -33,852 | -37,884 |
| %销售收入 | 76.1% | 78.6% | 72.9% | 69.9% | 69.6% | 69.5% |
| 毛利 | 4,778 | 4,969 | 7,773 | 12,282 | 14,763 | 16,596 |
| %销售收入 | 23.9% | 21.4% | 27.1% | 30.1% | 30.4% | 30.5% |
| 营业税金及附加 | -225 | -301 | -251 | -346 | -413 | -463 |
| %销售收入 | 1.1% | 1.3% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 营业费用 | -2,446 | -2,451 | -2,379 | -3,423 | -3,986 | -4,358 |
| %销售收入 | 12.2% | 10.5% | 8.3% | 8.4% | 8.2% | 8.0% |
| 管理费用 | -1,734 | -1,769 | -1,459 | -1,630 | -1,847 | -1,961 |
| %销售收入 | 8.7% | 7.6% | 5.1% | 4.0% | 3.8% | 3.6% |
| 研发费用 | 0 | 0 | -581 | -815 | -972 | -1,090 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 372 | 448 | 3,103 | 6,068 | 7,543 | 8,724 |
| %销售收入 | 1.9% | 1.9% | 10.8% | 14.9% | 15.5% | 16.0% |
| 财务费用 | -1,035 | -1,504 | -1,244 | -1,008 | -1,294 | -1,209 |
| %销售收入 | 5.2% | 6.5% | 4.3% | 2.5% | 2.7% | 2.2% |
| 资产减值损失 | -1,272 | -8,793 | -87 | -641 | -420 | -712 |
| 公允价值变动收益 | 156 | -66 | 33 | 30 | 30 | 30 |
| 投资收益 | -24 | 10,950 | 871 | 600 | 600 | 500 |
| %税前利润 | n.a | 882.1% | 33.0% | 11.5% | 9.1% | 6.7% |
| 营业利润 | -1,803 | 1,218 | 2,601 | 5,200 | 6,580 | 7,432 |
| 营业利润率 | n.a | 5.2% | 9.1% | 12.8% | 13.5% | 13.6% |
| 营业外收支 | 788 | 24 | 37 | 20 | 20 | 20 |
| 税前利润 | -1,015 | 1,241 | 2,639 | 5,220 | 6,600 | 7,452 |
| 利润率 | n.a | 5.3% | 9.2% | 12.8% | 13.6% | 13.7% |
| 所得税 | 110 | 7 | -682 | -940 | -1,221 | -1,416 |
| 所得税率 | n.a | -0.5% | 25.8% | 18.0% | 18.5% | 19.0% |
| 净利润 | -905 | 1,248 | 1,957 | 4,280 | 5,379 | 6,036 |
| 少数股东损益 | 29 | -84 | -63 | -60 | -60 | -60 |
| 归属于母公司的净利润 | -934 | 1,332 | 2,020 | 4,340 | 5,439 | 6,096 |
| 净利率 | n.a | 5.7% | 7.0% | 10.7% | 11.2% | 11.2% |

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | -905 | 1,248 | 1,957 | 4,280 | 5,379 | 6,036 |
| 少数股东损益 | 29 | -84 | -63 | -60 | -60 | -60 |
| 非现金支出 | 2,262 | 9,765 | 931 | 1,347 | 1,214 | 1,581 |
| 非经营收益 | 383 | -9,354 | 671 | 455 | 1,118 | 1,375 |
| 营运资金变动 | 428 | 1,192 | 1,223 | -1,394 | -434 | -615 |
| 经营活动现金净流 | 2,169 | 2,851 | 4,782 | 4,688 | 7,276 | 8,377 |
| 资本开支 | -163 | -516 | -433 | -1,334 | -1,140 | -1,140 |
| 投资 | -1,000 | 3,815 | -7,455 | -150 | 505 | -4 |
| 其他 | 391 | 338 | 299 | 600 | 600 | 500 |
| 投资活动现金净流 | -771 | 3,638 | -7,589 | -884 | -35 | -644 |
| 股权募资 | 90 | 388 | 43 | 488 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -3,717 | -3,571 | 6,906 | 1,510 | -1,859 | -135 |
| 其他 | -2,683 | -2,732 | -2,818 | -3,652 | -4,322 | -4,672 |
| 筹资活动现金净流 | -6,310 | -5,915 | 4,131 | -1,653 | -6,180 | -4,806 |
| 现金净流量 | -4,912 | 573 | 1,324 | 2,151 | 1,061 | 2,927 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 8,194 | 8,256 | 10,068 | 12,219 | 13,280 | 16,206 |
| 应收款项 | 33,509 | 25,194 | 25,098 | 30,106 | 34,975 | 37,867 |
| 存货 | 12,770 | 8,886 | 9,551 | 10,422 | 10,851 | 11,018 |
| 其他流动资产 | 14,447 | 19,705 | 25,652 | 24,671 | 22,689 | 22,023 |
| 流动资产 | 68,920 | 62,042 | 70,369 | 77,418 | 81,794 | 87,114 |
| %总资产 | 77.3% | 74.6% | 75.3% | 76.7% | 77.6% | 78.7% |
| 长期投资 | 3,999 | 7,149 | 9,537 | 9,537 | 9,537 | 9,537 |
| 固定资产 | 8,069 | 6,274 | 6,076 | 6,744 | 7,124 | 7,331 |
| %总资产 | 9.1% | 7.5% | 6.5% | 6.7% | 6.8% | 6.6% |
| 无形资产 | 7,015 | 6,326 | 6,197 | 6,179 | 6,165 | 6,250 |
| 非流动资产 | 20,221 | 21,108 | 23,088 | 23,460 | 23,626 | 23,517 |
| %总资产 | 22.7% | 25.4% | 24.7% | 23.3% | 22.4% | 21.3% |
| 资产总计 | 89,141 | 83,149 | 93,457 | 100,878 | 105,420 | 110,632 |
| 短期借款 | 8,140 | 9,221 | 22,013 | 23,508 | 21,649 | 21,515 |
| 应付款项 | 16,278 | 14,127 | 14,359 | 19,631 | 22,857 | 25,024 |
| 其他流动负债 | 2,481 | 1,122 | 3,256 | 1,950 | 2,501 | 2,790 |
| 流动负债 | 26,899 | 24,470 | 39,628 | 45,089 | 47,007 | 49,328 |
| 长期贷款 | 10,100 | 6,535 | 5,539 | 5,539 | 5,539 | 5,539 |
| 其他长期负债 | 14,347 | 13,917 | 9,521 | 9,106 | 9,106 | 9,106 |
| 负债 | 51,346 | 44,922 | 54,688 | 59,735 | 61,652 | 63,974 |
| 普通股股东权益 | 36,814 | 37,578 | 38,201 | 40,636 | 43,321 | 46,270 |
| 其中：股本 | 7,664 | 7,794 | 7,809 | 7,867 | 7,867 | 7,867 |
| 未分配利润 | 14,964 | 15,129 | 15,142 | 17,122 | 19,807 | 22,757 |
| 少数股东权益 | 981 | 649 | 567 | 507 | 447 | 387 |
| 负债股东权益合计 | 89,141 | 83,149 | 93,457 | 100,878 | 105,420 | 110,632 |

比率分析

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | -0.122 | 0.171 | 0.259 | 0.553 | 0.693 | 0.776 |
| 每股净资产 | 4.803 | 4.821 | 4.892 | 5.165 | 5.506 | 5.881 |
| 每股经营现金净流 | 0.283 | 0.366 | 0.612 | 0.596 | 0.925 | 1.065 |
| 每股股利 | 0.150 | 0.150 | 0.200 | 0.300 | 0.350 | 0.400 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | -2.54% | 3.54% | 5.29% | 10.68% | 12.55% | 13.18% |
| 总资产收益率 | -1.05% | 1.60% | 2.16% | 4.30% | 5.16% | 5.51% |
| 投入资本收益 | 0.48% | 0.67% | 3.07% | 6.28% | 7.68% | 8.53% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -3.52% | 16.23% | 23.30% | 41.98% | 19.32% | 12.06% |
| EBIT增长率 | -71.40% | 20.17% | 593.23% | 95.57% | 24.31% | 15.65% |
| 净利润增长率 | -1219% | -242.6% | 51.65% | 114.87% | 25.31% | 12.09% |
| 总资产增长率 | -4.89% | -6.72% | 12.40% | 7.94% | 4.50% | 4.94% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 545.6 | 405.8 | 283.5 | 240.0 | 235.0 | 230.0 |
| 存货周转天数 | 321.5 | 215.9 | 160.8 | 135.0 | 120.0 | 110.0 |
| 应付账款周转天数 | 155.4 | 122.8 | 111.1 | 100.0 | 95.0 | 90.0 |
| 固定资产周转天数 | 135.8 | 92.1 | 69.2 | 52.5 | 44.9 | 39.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 60.59% | 36.46% | 30.45% | 29.45% | 20.96% | 13.03% |
| EBIT利息保障倍数 | 0.4 | 0.3 | 2.5 | 6.0 | 5.8 | 7.2 |
| 资产负债率 | 57.60% | 54.03% | 58.52% | 59.21% | 58.48% | 57.83% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 1 | 7 | 20 | 20 | 43 |
| 增持 | 0 | 2 | 10 | 12 | 30 |
| 中性 | 0 | 0 | 1 | 1 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 评分 | 1.00 | 1.22 | 1.39 | 1.42 | 1.51 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH