



000157.SZ

买入

原评级: 买入

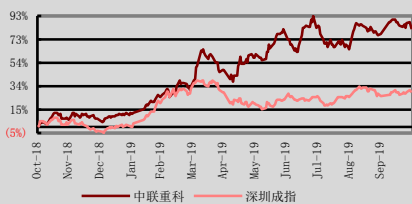
市场价格: 人民币 5.84

板块评级: 强大于市

本报告要点

- 市场份额全面提升打破市场惯性错误认知，公司价值有望迎来重估，继续执行高质量经营的发展战略，资产质量不断夯实。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	75.2	2.5	(1.3)	84.2
相对深证成指	39.8	(0.0)	(4.3)	53.0

发行股数(百万)	7,867
流通股(%)	0
总市值(人民币 百万)	45,945
3个月日均交易额(人民币 百万)	228
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30日收市价为准

相关研究报告

- 《中联重科: 核心产品有颜有实力, 工程机械巨头业绩延续高增长》 20191014
- 《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》 20191009
- 《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

市场份额全面提升打破市场惯性错误认知, 公司价值有望迎来重估

10月30日, 公司发布2019年三季报: 前三季度共实现营业收入317.5亿元, 同比增长51.0%, 归母净利润34.8亿元, 同比增长167.1%, 单看第三季度, 实现营业收入94.9亿元, 同比增长50.3%, 归母净利润9.0亿元, 同比增长106.0%。

支撑评级的要点

- 三季度业绩符合预期, 核心产品市场份额全面提升有助于公司价值重估。公司前三季度共实现营收317.5亿元, 同比增长51.0%, 归母净利润34.8亿元, 同比增长167.1%, 业绩完全符合我们之前预期, 公司业绩持续高增长主要源自下游需求持续强劲、产品核心竞争力的彰显、营销服务体系的优化以及市场拓展力度的加大等。分产品来看, 公司混凝土机械营收同比增长33.2%, 汽车起重机营收同比增长62.0%, 建筑起重机营收同比增长125.3%, 增速均高于行业平均水平。据中国工程机械工业协会统计数据显示, 公司汽车起重机、塔机、混凝土泵车三大核心产品市场份额持续提升, 汽车起重机市场份额从2017年21%左右提升至如今28%左右水平, 混凝土泵车市场份额从2017年24%左右提升至如今30%以上水平, 塔机市场份额从2017年不到30%提升到如今40%以上, 市场份额全面提升的背后是公司产品超竞争力和优质服务的良好反应, 有助于打破目前市场对公司的惯性错误认知, 研发费用仍保持近100%的增长, 将对产品品质和竞争力的追求做到极致, 我们认为公司核心产品市场份额还将进一步提升, 其真实价值有望逐渐迎来重估。
- 成本费用实现有效控制, 公司盈利能力持续回升。公司继续加强成本费用管控, 2019年前三季度期间费用率为17.5%, 相比上半年略有提升, 同比下降2.8pct, 其中销售费用率、管理(含研发)费用率、财务费用率分别为8.7%、5.9%、2.9%, 分别同比下降0.2、1.1、1.4pct, 未来随着降债控费及规模化效应, 期间费用率还会有较大下行空间。受益期间费用率下行、高经营质量及产品结构改善等, 公司盈利能力持续回升, 前三季度整体毛利率29.8%, 与上半年基本持平, 同比提升3.5pct, 净利率10.9%, 同比提升4.8pct, 分产品来看, 公司工程机械主要产品毛利率均有不同程度提升, 混凝土机械毛利率同比提升近5pct, 工程起重机毛利率同比略有提升, 而塔机毛利率同比提升超7pct, 在期间费用率继续下行、产品结构优化、规模化效应的驱动下, 公司毛利率和净利率有望继续保持稳中有升的趋势。
- 继续坚持高质量经营, 新兴业务为中长期发展注入活力。公司继续坚持高质量经营的发展战略, 强化风险管控, 资产质量不断夯实, 前三季度经营净现金流达49.6亿元, 再创同期历史最佳水平, 应收账款259.4亿元, 同比仅提升12.9%, 大幅低于营收增长幅度, 应收账款周转率和存货周转率均有不同程度提升。公司新兴业务均在有序推进中, 农业机械市场空间广阔, 目前虽未出现明显增长, 但随着农机行业的复苏及公司对经济作物的大力拓展, 未来发展前景可期, 挖掘机重新开始出击, 加大对全国经销商网络的布局, 前三季度销量增长超100%, 考虑到农业机械和小挖之间较强的协同效应, 公司未来将持续聚焦农业机械+挖掘机, 努力将公司打造为“中国版的约翰迪尔”; 高空作业平台经过两年的匠心制造, 公司已覆盖剪叉、直臂、曲臂三大类30余款产品, 技术实力和生产制造已达到行业领先水平, 产品获得众多客户的广泛认可, 前三季度已累计销售超3亿元, 公司逐渐向第一梯队靠拢, 新兴业务将为公司的中长期发展注入新动力, 是未来迈上新台阶的关键。

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为0.56/0.73/0.83元/股, 对应PE分别为10.5/8.0/7.1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	5,712	6,499
全面摊薄每股收益(人民币)	0.169	0.257	0.555	0.726	0.826
变动(%)	(242.7)	51.6	116.3	30.7	13.8
全面摊薄市盈率(倍)	34.5	22.7	10.5	8.0	7.1
价格/每股现金流量(倍)	16.1	9.1	11.9	6.6	9.0
每股现金流量(人民币)	0.36	0.64	0.49	0.88	0.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.7)	18.6	7.0	5.5	4.8
每股股息(人民币)	0.198	0.092	0.167	0.218	0.248
股息率(%)	3.4	1.6	2.9	3.7	4.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 三季度业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比变动 (%)
营业总收入	210.35	317.55	50.96
营业成本	154.89	222.86	43.88
营业利润	15.75	42.02	166.82
净利润	12.87	34.60	168.86
归属于上市公司股东的净利润	13.03	34.80	167.08
扣非后净利润	9.57	27.66	188.93
销售费用	18.81	27.70	47.26
管理+研发费用	14.82	18.75	26.52
财务费用	9.01	9.16	1.66
销售费用率 (%)	8.94	8.72	
管理+研发费用率 (%)	7.05	5.90	
财务费用率 (%)	4.28	2.88	
毛利率 (%)	26.37	29.82	
净利率 (%)	6.12	10.90	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

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)	(473)	(367)
其他收益/(损失)	10,908	941	450	450	450
税前利润	1,059	1,540	4,980	6,509	7,407
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	5,712	6,499
核心净利润	1,149	938	4,377	5,719	6,507
每股收益(人民币)	0.169	0.257	0.555	0.726	0.826
核心每股收益(人民币)	0.146	0.119	0.556	0.727	0.827
每股股息(人民币)	0.198	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	10,631	15,003	15,036
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	43,294	47,715	48,472
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	7,867	7,867	7,867
储备	31,186	31,853	34,912	38,910	43,460
股东权益	38,980	39,662	42,779	46,778	51,327
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)	4.95	5.04	5.44	5.95	6.52
每股有形资产(人民币)	4.46	4.55	4.91	5.43	6.03
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	6,509	7,407
折旧与摊销	968	837	953	1,026	1,071
净利息费用	1,504	1,244	837	473	367
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	6,939	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)	(1,714)	(1,950)
净增债务	(2,484)	11,796	(3,903)	(1,646)	(967)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,862)	(7,000)	3,640	(1,115)	(1,233)
融资活动产生的现金流	(5,905)	4,102	(1,521)	(4,371)	(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	7,139	5,680
权益自由现金流	5,509	10,515	4,704	5,966	5,081

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
盈利能力					
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
流动性					
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	8.2
速动比率(倍)	2.2	1.5	1.6	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	34.5	22.7	10.5	8.0	7.1
核心业务市盈率(倍)	40.0	49.0	10.5	8.0	7.1
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	16.1	9.1	11.9	6.6	9.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.7)	18.6	7.0	5.5	4.8
周转率					
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
回报率					
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	13.2
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