

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2019年11月01日**
**市场数据**

目前股价	5.93
总市值（亿元）	465.17
流通市值（亿元）	374.37
总股本（万股）	784,439
流通股本（万股）	631,313
12个月最高/最低	6.20/3.25

**分析师**

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

分析师：曲小溪 S1070514090001

☎ 010-88366060-8712

✉ quxx@cgws.com

分析师：刘峰 S1070518080003

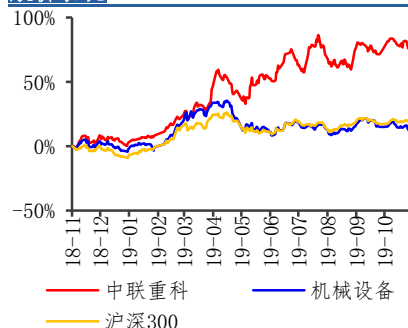
☎ 0755-83558957

✉ liufeng@cgws.com

 联系人（研究助理）：蔡微未  
 S1070119080025

☎ 021-31829851

✉ caiweiwei@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;行业高景气业绩强增长，深化智能制造技术优势显著&gt;&gt; 2019-09-10

# 行业高景气催发业绩高增长，盈利能力显著增强

## ——中联重科（000157）公司动态点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	40893	48253	52775
(+/-%)	42.5%	18.0%	9.4%
净利润	4173	5020	5663
(+/-%)	106.6%	20.3%	12.8%
摊薄 EPS	0.53	0.64	0.72
PE	11	9	8

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 事件：** 2019年10月31日，公司发布2019年三季度报。公司2019年1-9月实现营收317.55亿元，同比增长50.96%，实现归母净利润34.8亿元，同增167.08%，实现扣非归母净利润27.66亿元，同比增长188.93%。其中Q3单季度营收为94.93亿元，同比增长50.33%，实现归母净利润9.04亿元，同比增长105.97%，实现扣非归母净利润6.52亿元，同比增长110.57%。
- 工程机械行业高度景气带动公司业绩高增长，四季度有望进一步释放业绩：** 受益于下游基建需求提振+国家加强环境治理+设备更新需求增长+人工替代趋势等因素，工程机械行业持续快速增长。据工程机械行业协会预计，2019年行业整体销量将同比增长10%以上。作为国内工程机械龙头，受益于行业高景气，公司2019年前三季度实现销售收入317.55亿元，同增50.96%，同比增幅为2011年以来同期新高；Q3单季度营收为94.93亿元，同比增长50.33%，创2010年以来历史同期新高。随着工程机械行业在四季度进入旺季，届时业绩将进一步释放。
- 控费有效，盈利能力显著增强，经营性现金流大幅增加：** 控费方面，公司期间费用率为17.51%，同比下降2.76pct，控费有效，其中销售费用/管理费用（不含研发费用）/财务费用分别为27.70/11.44/9.16亿元，费用率分别为8.72%/3.6%/2.88%，同比变动-0.22pct/-1.67pct/-1.4pct，三费率全线下降。**盈利能力方面**，2019年前三季度公司销售毛利率为29.82%，同比增长3.45pct，销售净利率为10.90%，同比增长4.78pct，毛利率、净利率均达到2014年以来同期最高水平，盈利能力显著增强。**现金流方面**，受益于公司产销两旺+信用政策严格执行+结算方式灵活多变+与供应商建立战略联盟关系，2019年前三季度，公司实现经营性净现金流49.62亿，同比增长62.51%。
- 公司多个产品市场前景向好，巩固核心产品优势，并积极拓展新产品市场。** 在核心产品方面，公司持续巩固三大核心产品塔机、汽车起重机与混凝土机械的领先优势。在塔机市场，据中国工程机械行业协会数据显示，公司国内塔机市占率超过40%，稳居国内市场第一。在汽车起重机市场，截至2019年第三季度，中联重科汽车起重机销量约9000台，市占率达到28%，位列国内市场第二。在混凝土机械市场，中联重科与三一重工并列混凝土机械双寡头。公司在多个核心产品市场稳居龙头地位。在**新产品方**

面，公司积极拓展高空作业平台、土方机械等新产品市场。2019 年上半年，公司高空作业平台营收超 1.7 亿，随着下半年臂式产品投产，公司高空作业平台前景向好。土方机械已完成省级销售服务网点布局，并持续拓展机制砂、干混砂浆、喷射机械手等业务，市场影响力持续扩大。

- **“4.0”工程成效彰显，公司持续深化智能制造布局：**公司自 2014 年起开始实施“4.0”工程，持续推进产品智能化，让产品能够自诊断、自调整、自适应。2019 年，公司全系列产品基本上已完成了向“4.0”的升级换代。公司工程起重机、建筑起重机、泵车等 4.0 产品覆盖工程机械行业 70% 以上的市场覆盖，智能化成为公司业绩增长的重要驱动力。2019 年前三季度公司研发费用达 7.31 亿元，同比增长 95.77%，研发费用率为 2.3%，同比增加 0.53pct，公司持续提升研发能力及技术水平，巩固 4.0 智能产品的竞争力与市场份额。此外，公司持续深化智能制造布局。2019 年 7 月 21 日，公司中联智慧产业城项目正式签约，标志着全球规模最大、品种最全的工程机械和农业机械的综合产业基地项目全面启动，搅拌车智能制造产业园与搅拌车智能制造产业园、液压关键元件产业园也在规划建设中，智能化将进一步助力业绩增长。
- **持续完善海外市场布局，“走出去”战略进展顺利：**2019 年，公司通过海外业务变革+建设海外制造基地+运营海外子公司，持续完善海外市场布局。在海外业务变革方面，公司将销售权与经营权划归海外各事业部，实现研发、设计、生产和销售的一体化协同。在海外制造基地建设方面，2019 年公司白俄罗斯中联制造基地进展顺利，预计年底开始试生产；印度工业园规划设计顺利完成。在海外子公司运营方面，公司 2008 年收购的意大利混凝土机械龙头 CIFA2019H1 营收同比增长 20%，创并购以来最好业绩，2014 年收购的德国子公司 M-tec 保持全球干混砂浆装备的龙头地位。在“一带一路”国家战略引导下，公司将东南亚、中东、俄语区等区域作为海外市场布局的重点，持续推进“走出去”战略。
- **投资建议：**鉴于工程机械行业景气度高，控费有效，盈利能力提升，公司有望持续高增长。根据模型测算，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 41.73 亿元、50.20 亿元、56.63 亿元，EPS 分别为 0.53 元、0.64 元、0.72 元，对应 PE 为 11 倍、9 倍、8 倍。
- **风险提示：**宏观经济形势及行业增速的不确定性风险、中美贸易摩擦、生产成本上升风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	23272.89	28696.54	40892.57	48253.24	52774.57	<b>成长性</b>					
营业成本	18304.12	20923.08	29442.65	34549.32	37575.49	营业收入增长	16.2%	23.3%	42.5%	18.0%	9.4%
销售费用	2451.32	2379.41	3696.17	4241.32	4682.54	营业成本增长	20.1%	14.3%	40.7%	17.3%	8.8%
管理费用	1463.06	1459.27	1635.70	1852.92	1804.89	营业利润增长	167.5%	113.6%	85.9%	24.9%	11.5%
研发费用	305.70	580.85	940.53	1162.90	1345.75	利润总额增长	-222.3%	112.5%	84.7%	24.7%	11.5%
财务费用	1504.02	1243.98	1141.17	1219.34	1280.40	净利润增长	-242.7%	51.6%	106.6%	20.3%	12.8%
其他收益	158.13	203.34	180.74	192.04	186.39	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	10950.11	871.10	756.27	839.53	792.90	毛利率	21.4%	27.1%	28.0%	28.4%	28.8%
营业利润	1217.78	2601.16	4836.07	6041.69	6735.98	销售净利率	5.4%	6.8%	9.9%	10.1%	10.4%
营业外收支	23.64	37.37	37.55	35.11	37.11	ROE	3.3%	5.0%	9.9%	11.0%	11.4%
利润总额	1241.42	2638.52	4873.62	6076.80	6773.09	ROIC	5.0%	5.8%	9.7%	11.0%	12.5%
所得税	-6.56	681.89	831.10	1214.34	1287.33	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-83.94	-63.23	-130.63	-157.12	-177.27	销售费用/营业收入	10.5%	8.3%	9.0%	8.8%	8.9%
净利润	1331.92	2019.86	4173.15	5019.58	5663.03	管理费用/营业收入	6.3%	5.1%	4.0%	3.8%	3.4%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	1.3%	2.0%	2.3%	2.4%	2.6%
						财务费用/营业收入	6.5%	4.3%	2.8%	2.5%	2.4%
流动资产	62041.56	70368.91	62976.97	59916.34	65245.33	投资收益/营业利润	899.2%	33.5%	15.6%	13.9%	11.8%
货币资金	8255.92	10068.01	4148.83	2388.41	2272.15	所得税/利润总额	-0.5%	25.8%	17.1%	20.0%	19.0%
应收票据及应收账款合计	23868.32	24311.99	24327.59	23693.22	25155.87	应收账款周转率	0.83	1.19	0.88	0.97	1.01
其他应收款	1326.14	786.26	3241.91	1149.66	3409.80	存货周转率	1.69	2.27	2.85	3.20	3.40
存货	8885.79	9550.65	11110.86	10482.46	11620.77	流动资产周转率	0.36	0.43	0.61	0.79	0.84
非流动资产	21107.51	23087.74	26417.10	30453.86	32157.64	总资产周转率	0.27	0.32	0.45	0.54	0.56
固定资产	5871.07	5438.73	8718.28	10677.03	11240.57	<b>偿债能力</b>					
资产总计	83149.07	93456.65	89394.07	90370.19	97402.97	资产负债率	54.0%	58.5%	54.3%	51.1%	50.7%
流动负债	24470.07	39628.37	33868.74	32281.17	38707.61	流动比率	2.54	1.78	1.86	1.86	1.69
短期借款	5417.35	8325.50	6218.13	6653.66	7065.76	速动比率	1.63	1.24	1.14	1.12	1.05
应付款项	9122.44	10810.65	11634.13	14143.01	13508.11	<b>每股指标 (元)</b>					
非流动负债	20451.70	15059.81	14630.61	13900.73	10720.92	EPS	0.17	0.26	0.53	0.64	0.72
长期借款	19295.49	13645.44	13319.64	12606.88	9381.19	每股净资产	4.79	4.87	5.15	5.59	6.10
负债合计	44921.77	54688.18	48499.35	46181.90	49428.54	每股经营现金流	0.28	0.83	0.78	0.86	1.05
股东权益	38227.29	38768.47	40858.86	44152.44	47938.58	每股经营现金/EPS	1.63	3.21	1.46	1.34	1.45
股本	7794.05	7808.54	7844.39	7844.39	7844.39	<b>估值</b>					
留存收益	18092.62	18474.99	21297.26	22207.08	23887.16	PE	34.92	23.03	11.15	9.27	8.21
少数股东权益	649.03	567.27	436.64	279.52	102.25	PEG	1.36	0.13	-0.04	0.16	0.20
负债和权益总计	83149.07	93456.65	89394.07	90370.19	97402.97	PB	1.24	1.22	1.15	1.06	0.97
<b>现金流量表</b>						EV/EBITDA	18.81	13.66	9.52	7.64	6.47
						EV/SALES	2.65	2.09	1.46	1.23	1.06
经营活动现金流	2851.09	5064.12	6094.96	6740.78	8206.38	EV/IC	0.93	0.80	0.93	0.88	0.81
其中营运资本减少	9621.00	3314.92	1138.47	827.84	1256.01	ROIC/WACC	0.61	0.71	1.19	1.34	1.45
投资活动现金流	3637.56	-7589.01	3992.09	-6090.66	-2770.90	REP	1.53	1.12	0.79	0.66	0.56
其中资本支出	763.75	530.55	3592.39	2130.36	348.18						
融资活动现金流	-5904.78	4102.38	-16006.23	-2410.53	-5551.74						
净现金总变化	573.47	1606.19	-5919.18	-1760.42	-116.25						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>