



000157.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.99

板块评级: 强大于市

本报告要点

- 大手笔员工持股计划为高质量发展注入内生新动力, 工程机械巨头开启成长新篇章, 公司有望引领工程机械企业价值重估。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	79.7	(0.7)	12.0	68.1
相对深证成指	44.8	(0.4)	4.9	47.5

发行股数(百万)	7,869
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	47,133
3个月日均交易额(人民币 百万)	221
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11月15日收市价为标准

相关研究报告

《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》 20191031

《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

大手笔员工持股计划为高质量发展注入内生新动力, 公司有望引领工程机械企业价值重估

11月15日, 公司发布《核心经营管理层持股计划(草案)》, 拟用上半年所回购的4.96%A股股份用于员工持股计划, 该计划覆盖公司核心经营管理层人员及骨干员工约1,200人, 旨在充分发挥长效激励约束机制, 进一步激发团队能效, 提高员工凝聚力、构建公司核心竞争力, 为公司长期、持续、健康发展注入新的强劲内生动力。

支撑评级的要点

■ **大手笔员工持股为高质量发展注入内生新动力, 工程机械巨头开启成长新篇章。**公司拟用上半年所回购的4.96%A股股份用于员工持股计划: 参与对象包括对公司整体业绩和中长期发展具有重要影响的核心经营管理层人员及骨干员工约1,200人, 其中董事、监事、高级管理人员约16人, 董事长持股计划总份额占比10%, 高管合计占比33%; 持股计划受让公司回购股票的价格为2.75元/股, 为公司回购股份均价5.49元/股的50%; 持股计划存续期为48个月, 持股计划存续期届满前经出席持有人会议所持持有2/3以上份额同意并提交董事会审议通过后存续期可以延长; 锁定期最长为36个月, 分三年按照40%、30%、30%比例, 完成业绩考核指标后解锁; 持股计划委托具有第三方资产管理机构管理, 持有人会议是持股计划的内部最高管理权力机构, 设立持股计划管理委员会, 并对持股计划资产的处置作了详细规定; 本次员工持股计划的股份支付费用总计12.7亿元, 分四年摊销。本次员工持股计划是公司实行创新长效机制的重大举措, 通过建立和完善劳动者与所有者利益共享机制, 有助于挖掘公司内部成长的原动力, 大幅提升公司自身的凝聚力与市场竞争力; 使核心员工兼具劳动者与所有者双重角色, 有利于进一步激发管理团队和各级员工能效, 充分调动员工的积极性与创新能力; 改善公司较为单一的薪酬结构体系, 有助于实现核心经营管理团队的长期稳定, 为公司迈向国际一流工程机械企业所需人才提供强有力支撑。此次员工持股计划将大力推动公司转型升级、提升公司长期价值, 促进其长期可持续健康发展, 公司有望成为国内工程机械领域开启成长新篇章的标杆。

■ **业绩考核符合高质量经营发展战略, 公司有望引领工程机械企业价值重估。**本轮行业复苏以来, 公司坚持贯彻执行高质量经营发展战略, 业绩持续迅猛增长, 资产质量不断提升, 因此此次员工持股计划的业绩考核指标继续强调可持续稳健增长: 以2017-2019年公司归母净利润的算术平均值作为基数, 分别以2020-2022年三年的归母净利润增长率为指标进行业绩考核, 其中2020年归母净利润增长率不低于80%; 2021年归母净利润增长率不低于90%, 或2020-2021年两年累计归母净利润增长率不低于170%; 2022年归母净利润增长率不低于100%, 或2020-2022年三年累计归母净利润增长率不低于270%。以我们对公司2019年业绩预期来测算, 未来三年业绩考核的归母净利润累计为146.7亿元, 再考虑需要摊销的股份支付费用, 三年实际需完成的累计利润达159.2亿元, 平均53.1亿元/年, 彰显公司管理层对未来长远发展的信心。此前由于市场对强周期属性的担忧, 工程机械龙头企业估值一直受到抑制, 我们认为在国内宏观经济趋于稳定、投资规模和设备保有量大幅增加、应用场景不断扩宽等因素驱动下, 行业将从以往的强周期属性向弱周期属性演变, 而龙头企业依靠市场份额及经营管理效率提升业绩有望稳步增长, 接下来行业的估值中枢预计会有所提升。公司此次强劲的盈利预期将加强市场对持续稳定增长的信心, 降低对未来业绩周期波动的担忧, 有望引领国内工程机械企业价值重估。

■ **核心产品市场份额持续提升, 公司整体竞争力全方位增强。**近年来, 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%以上水平, 混凝土搅拌车市场份额也从2018年不到5%提升至如今7%以上水平, 市场份额持续提升彰显公司在产品、服务、营销等方面竞争力的全面提升。今年以来, 地产投资依旧保持超预期的韧性, 政府持续推出政策组合拳来加强逆周期调节, 专项债额度提前下发及下调基建项目最低资本金比例等, 基建投资开始有所上行, 加上环保、治超、自然更新、产品结构等的影响, 对接下来工程机械需求我们保持积极乐观, 汽车起重机销量有望维持高位, 混凝土机械行业景气度有望延续到2021年, 塔机需求将保持持续旺盛, 公司主导产品市场份额还会有进一步的提升, 看好公司接下来获得超越行业平均水平的增长。

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10.8/8.3/7.3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)	35.4	23.3	10.8	8.3	7.3
价格/每股现金流量(倍)	16.5	9.3	12.2	6.8	9.3
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)	(6.9)	19.0	7.2	5.7	4.9
每股股息(人民币)	0.198	0.092	0.167	0.218	0.248
股息率(%)	3.3	1.5	2.8	3.6	4.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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)	35.4	23.3	10.8	8.3	7.3
核心业务市盈率(倍)	41.0	50.2	10.8	8.2	7.2
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	16.5	9.3	12.2	6.8	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.9)	19.0	7.2	5.7	4.9
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