

中联重科 (000157)

证券研究报告

2019年11月18日

推出员工持股计划完善激励机制，投资农机项目夯实产品竞争力

中联重科发布核心经营管理层持股计划，持股计划总人数不超过 1200 人（董监高 16 人），股票来源为公司此前回购的 3.9 亿股，购买价格为 2.75 元/股（回购均价 5.49 元/股的 50%），持股计划存续期为 48 个月，12 个月开始分期解锁，锁定期最长 36 个月。

匠心设计业绩考核条件，完善中长期激励机制

本次员工持股计划以 2017-2019 年公司归母净利润的算术平均值为基数，以 2020-2022 年三年的净利润增速为解锁条件。第一、二、三个解锁条件分别为，与基数相比，2020-2022 年净利润增速不低于 80%、90%（或两年累计不低于 170%）、100%（或三年累计不低于 270%）。本次员工持股计划对公司当年业绩和连续 2-3 年的业绩并行考核，可有效激励公司上下一心，全力以赴共促发展。

注重向土方机械、高机和农机事业部激励，有效激发长期发展活力

本次员工持股计划合计不超过 1200 人，其中董监高 16 人，绝大多数激励对象为各事业部经营管理层，表明公司在夯实起重机、塔吊和混凝土机械等核心事业部的同时，高度重视近几年新培育的土方机械和高空作业平台事业部以及大幅扭亏的农机事业部，有利于公司培育新的业绩增长点、熨平周期波动、激发长期发展活力。

2020 年工程机械需求稳健，公司核心产品市占率稳中有升

1) 塔机：伴随装配式建筑持续推广，大型塔吊需求旺盛，覆盖范围大的租赁商占优。中联重科为行业龙头，产能投放叠加客户资源优质，市占率有望继续提升；2) 汽车起重机：预计明年行业需求保持稳健，公司 2019 年市占率提升到 25% 以上，预计未来 2-3 年市占率有望继续提升；3) 混凝土机械：地产投资保持稳健，结构上建安投资保持强势，支撑混凝土泵车需求，叠加更新需求以及环保升级，混凝土机械有望持续保持较高景气度。无锡高架桥事件带动超载治理严格，提振小吨位搅拌车销量。

未来 6 年投资 20.5 亿建设农机项目，旨在夯实农机产品竞争力

公司发布项目投资公告，计划在 2020-2025 年期间投资 20.5 亿元，在芜湖市三山区投资建设智能农机产业化项目，计划通过开展智能化装备研发，完善公司信息化水平，并利用现有厂房对现有生产线进行整合，购置必要装备，实现中联重机智能农机装备产业化。公司农机业务在 2019 年上半年大幅减亏，预计全年经营利润扭亏，明年有望对业绩实现正向贡献。

盈利预测与投资评级：预计 2019-2020 年公司归母净利润分别为 45 亿和 55 亿，持续重点关注，维持“买入”评级。

风险提示：基建投资不及预期，房地产投资不及预期，行业竞争加剧等。

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 23,272.89 | 28,696.54 | 37,887.80 | 46,993.79 | 54,417.10 |
| 增长率(%) | 16.23 | 23.30 | 32.03 | 24.03 | 15.80 |
| EBITDA(百万元) | 3,507.83 | 5,337.45 | 6,629.59 | 7,504.27 | 8,196.43 |
| 净利润(百万元) | 1,331.92 | 2,019.86 | 4,500.23 | 5,478.69 | 6,257.10 |
| 增长率(%) | (242.65) | 51.65 | 122.80 | 21.74 | 14.21 |
| EPS(元/股) | 0.17 | 0.26 | 0.57 | 0.70 | 0.80 |
| 市盈率(P/E) | 35.39 | 23.33 | 10.47 | 8.60 | 7.53 |
| 市净率(P/B) | 1.25 | 1.23 | 1.07 | 0.96 | 0.86 |
| 市销率(P/S) | 2.03 | 1.64 | 1.24 | 1.00 | 0.87 |
| EV/EBITDA | 9.43 | 4.50 | 5.94 | 4.01 | 2.74 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 机械设备/专用设备 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 5.99 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股) | 6,480.33 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 6,350.86 |
| A 股总市值(百万元) | 38,817.17 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 38,041.62 |
| 每股净资产(元) | 4.82 |
| 资产负债率(%) | 62.89 |
| 一年内最高/最低(元) | 6.47/3.45 |

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

马慧芹 联系人
mahuiqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中联重科-季报点评:业绩符合预期，看好公司核心产品毛利率提升和高盈利弹性》 2019-11-01
- 《中联重科-半年报点评:半年报符合预期，核心产品盈利提升，资产负债表再迎积极改善》 2019-09-02
- 《中联重科-首次覆盖报告:老牌劲旅突围重围，重整旗鼓再出发》 2019-07-16

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 8,255.92 | 10,068.01 | 7,395.46 | 15,274.05 | 21,224.06 |
| 应收票据及应收账款 | 23,868.32 | 24,311.99 | 32,519.71 | 30,138.68 | 30,324.76 |
| 预付账款 | 347.20 | 725.24 | 722.68 | 787.20 | 802.26 |
| 存货 | 8,885.79 | 9,550.65 | 8,738.88 | 10,134.61 | 11,941.29 |
| 其他 | 9,752.64 | 16,877.23 | 19,057.21 | 17,349.86 | 19,703.27 |
| 流动资产合计 | 51,109.86 | 61,533.12 | 68,433.93 | 73,684.40 | 83,995.65 |
| 长期股权投资 | 3,122.63 | 3,499.06 | 3,499.06 | 3,499.06 | 3,499.06 |
| 固定资产 | 5,871.07 | 5,438.73 | 5,410.30 | 5,292.27 | 5,107.48 |
| 在建工程 | 402.84 | 637.71 | 418.62 | 299.17 | 209.50 |
| 无形资产 | 4,184.70 | 4,095.78 | 3,846.81 | 3,597.84 | 3,348.87 |
| 其他 | 7,526.27 | 9,416.47 | 6,629.04 | 7,111.71 | 7,709.20 |
| 非流动资产合计 | 21,107.51 | 23,087.74 | 19,803.83 | 19,800.06 | 19,874.11 |
| 资产总计 | 83,149.07 | 93,456.65 | 98,897.73 | 103,626.94 | 113,749.18 |
| 短期借款 | 5,417.35 | 8,325.50 | 6,000.00 | 5,000.00 | 4,000.00 |
| 应付票据及应付账款 | 9,122.44 | 10,810.65 | 15,099.52 | 17,929.10 | 20,041.46 |
| 其他 | 9,930.28 | 20,492.23 | 16,497.95 | 16,130.52 | 21,204.84 |
| 流动负债合计 | 24,470.07 | 39,628.37 | 37,597.47 | 39,059.62 | 45,246.30 |
| 长期借款 | 6,535.17 | 5,539.00 | 4,000.00 | 3,000.00 | 2,000.00 |
| 应付债券 | 12,760.32 | 8,106.43 | 11,283.91 | 10,716.89 | 10,035.74 |
| 其他 | 1,156.20 | 1,414.37 | 1,310.97 | 1,293.85 | 1,339.73 |
| 非流动负债合计 | 20,451.70 | 15,059.81 | 16,594.87 | 15,010.74 | 13,375.47 |
| 负债合计 | 44,921.77 | 54,688.18 | 54,192.34 | 54,070.35 | 58,621.77 |
| 少数股东权益 | 649.03 | 567.27 | 483.45 | 403.83 | 343.25 |
| 股本 | 7,794.05 | 7,808.54 | 7,868.54 | 7,868.54 | 7,868.54 |
| 资本公积 | 13,092.95 | 13,378.19 | 13,378.19 | 13,378.19 | 13,378.19 |
| 留存收益 | 31,185.57 | 31,853.18 | 36,353.40 | 41,284.22 | 46,915.61 |
| 其他 | (14,494.30) | (14,838.70) | (13,378.19) | (13,378.19) | (13,378.19) |
| 股东权益合计 | 38,227.29 | 38,768.47 | 44,705.39 | 49,556.59 | 55,127.41 |
| 负债和股东权益总 | 83,149.07 | 93,456.65 | 98,897.73 | 103,626.94 | 113,749.18 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 1,247.98 | 1,956.63 | 4,500.23 | 5,478.69 | 6,257.10 |
| 折旧摊销 | 972.88 | 844.61 | 556.48 | 566.45 | 573.43 |
| 财务费用 | 1,837.04 | 1,552.06 | 932.54 | 637.57 | 364.58 |
| 投资损失 | (10,950.11) | (871.10) | (750.00) | (200.00) | (200.00) |
| 营运资金变动 | (920.74) | (708.67) | 249.68 | 3,394.47 | 850.78 |
| 其它 | 10,664.02 | 2,290.58 | (25.89) | (50.97) | (41.95) |
| 经营活动现金流 | 2,851.09 | 5,064.12 | 5,463.03 | 9,826.21 | 7,803.95 |
| 资本支出 | 1,208.30 | 626.10 | 163.40 | 97.12 | 4.12 |
| 长期投资 | 2,519.09 | 376.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (89.83) | (8,591.53) | (1,423.20) | 480.36 | 368.95 |
| 投资活动现金流 | 3,637.56 | (7,589.01) | (1,259.79) | 577.48 | 373.07 |
| 债权融资 | 28,516.11 | 35,658.49 | 28,190.30 | 26,849.29 | 25,611.19 |
| 股权融资 | (921.53) | (994.98) | 596.41 | (629.13) | (356.15) |
| 其他 | (33,499.36) | (30,561.12) | (35,662.51) | (28,745.25) | (27,482.06) |
| 筹资活动现金流 | (5,904.78) | 4,102.38 | (6,875.80) | (2,525.09) | (2,227.01) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 583.87 | 1,577.50 | (2,672.56) | 7,878.60 | 5,950.01 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 23,272.89 | 28,696.54 | 37,887.80 | 46,993.79 | 54,417.10 |
| 营业成本 | 18,304.12 | 20,923.08 | 27,434.30 | 33,972.29 | 39,736.63 |
| 营业税金及附加 | 301.08 | 251.05 | 303.10 | 352.45 | 380.92 |
| 营业费用 | 2,451.32 | 2,379.41 | 2,652.15 | 3,195.58 | 3,700.36 |
| 管理费用 | 1,463.06 | 1,459.27 | 1,515.51 | 1,879.75 | 2,176.68 |
| 研发费用 | 305.70 | 580.85 | 681.98 | 845.89 | 979.51 |
| 财务费用 | 1,504.02 | 1,243.98 | 932.54 | 637.57 | 364.58 |
| 资产减值损失 | 8,792.52 | 86.57 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 公允价值变动收益 | (65.85) | 32.65 | 62.35 | 30.00 | 20.00 |
| 投资净收益 | 10,950.11 | 871.10 | 750.00 | 200.00 | 200.00 |
| 其他 | (21,950.99) | (1,732.58) | (1,624.71) | (460.00) | (440.00) |
| 营业利润 | 1,217.78 | 2,601.16 | 5,140.57 | 6,300.26 | 7,258.41 |
| 营业外收入 | 127.88 | 99.33 | 100.00 | 100.00 | 80.00 |
| 营业外支出 | 104.24 | 61.96 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 利润总额 | 1,241.42 | 2,638.52 | 5,190.57 | 6,350.26 | 7,288.41 |
| 所得税 | (6.56) | 681.89 | 778.59 | 952.54 | 1,093.26 |
| 净利润 | 1,247.98 | 1,956.63 | 4,411.99 | 5,397.72 | 6,195.15 |
| 少数股东损益 | (83.94) | (63.23) | (88.24) | (80.97) | (61.95) |
| 归属于母公司净利润 | 1,331.92 | 2,019.86 | 4,500.23 | 5,478.69 | 6,257.10 |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.26 | 0.57 | 0.70 | 0.80 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 16.23% | 23.30% | 32.03% | 24.03% | 15.80% |
| 营业利润 | -167.52% | 113.60% | 97.63% | 22.56% | 15.21% |
| 归属于母公司净利润 | -242.65% | 51.65% | 122.80% | 21.74% | 14.21% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 21.35% | 27.09% | 27.59% | 27.71% | 26.98% |
| 净利率 | 5.72% | 7.04% | 11.88% | 11.66% | 11.50% |
| ROE | 3.54% | 5.29% | 10.18% | 11.15% | 11.42% |
| ROIC | 6.23% | 7.96% | 15.01% | 16.18% | 20.20% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 54.03% | 58.52% | 54.80% | 52.18% | 51.54% |
| 净负债率 | 53.00% | 66.01% | 46.52% | 23.36% | 7.96% |
| 流动比率 | 2.54 | 1.78 | 2.10 | 2.15 | 2.07 |
| 速动比率 | 2.17 | 1.53 | 1.87 | 1.89 | 1.81 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 0.83 | 1.19 | 1.33 | 1.50 | 1.80 |
| 存货周转率 | 2.15 | 3.11 | 4.14 | 4.98 | 4.93 |
| 总资产周转率 | 0.27 | 0.32 | 0.39 | 0.46 | 0.50 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.17 | 0.26 | 0.57 | 0.70 | 0.80 |
| 每股经营现金流 | 0.36 | 0.64 | 0.69 | 1.25 | 0.99 |
| 每股净资产 | 4.78 | 4.85 | 5.62 | 6.25 | 6.96 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 35.39 | 23.33 | 10.47 | 8.60 | 7.53 |
| 市净率 | 1.25 | 1.23 | 1.07 | 0.96 | 0.86 |
| EV/EBITDA | 9.43 | 4.50 | 5.94 | 4.01 | 2.74 |
| EV/EBIT | 13.03 | 5.33 | 6.48 | 4.33 | 2.95 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |