

公司研究/动态点评

2019年11月19日

机械设备/工程机械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.12  
合理价格区间(元): 6.93~7.56

**章诚** 执业证书编号: S0570515020001  
研究员 021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

**黄波** 执业证书编号: S0570519090003  
研究员 0755-82493570  
huangbo@htsc.com

**李倩倩** 执业证书编号: S0570518090002  
研究员 liqianqian013682@htsc.com

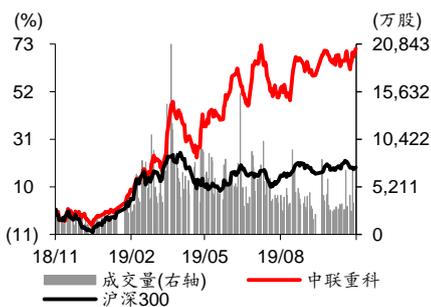
**关东奇来** 执业证书编号: S0570519040003  
研究员 021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

**时威** 021-28972071  
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《中联重科(000157 SZ,买入): Q3 保持高速增长, 盈利能力快速提升》2019.10
- 2《中联重科(000157 SZ,买入): 19H1 盈利增198%, 增速有望持续领先》2019.09
- 3《中联重科(000157,买入): 中报业绩预告超预期, 上调盈利预测》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	7,869
流通 A 股 (百万股)	6,360
52 周内股价区间 (元)	3.47-6.45
总市值 (百万元)	48,155
总资产 (百万元)	103,463
每股净资产 (元)	4.81

资料来源: 公司公告

## 后周期受益标的, 股权激励展信心 中联重科(000157)

### 核心产品受益于基建及地产后周期, 股权激励凸显稳健增长信心

10月以来基建相关政策持续加码, 地产投资韧性显现, 起重机械与混凝土机械等后周期品种仍有增长空间。公司核心产品竞争力提升, 新一轮股权激励凸显稳健增长信心, 业绩增速有望持续领先于行业整体水平。维持盈利预测, 预计19-21年EPS为0.54/0.63/0.72元, PE为11.4/9.7/8.5x。维持“买入”评级。

### 基建有望加强, 地产韧性显现, 起重机与混凝土机械仍有增长空间

19年1-10月国内基建投资同比增长3.26%, 交通、环保等补短板领域投资持续加码, 投资增速领先整体基建投资增速。国常会于11月13日降低部分基建项目最低资本金比例, 2020年基建力度有望加强, 得益于财政支持力度加大以及“稳增长”托底作用。地产投资表现出较强韧性, 1-10月国内同比增长10.3%, 其中10月的新开工增速回升、竣工增速改善。我们预计未来2-3年起重设备与混凝土设备市场仍有增长空间, 主要得益于基建补短板、新农村建设、存量更新和环保淘汰更新以及人工替代效应。

### 业绩考核目标相对稳健, 重在长期激励与约束

公司于11月15日推出新一轮股权激励草案, 拟纳入员工1,200人, 其中董监高16人。我们测算, 此次激励的业绩考核基数预计为25.28亿元(17-19年归母净利润均值), 对应20-22年目标净利润分别为45.45/47.97/50.49亿元, 三年业绩同比增速为8%/6%/5%; 三年净利润合计143.91亿元, 若加上股份支付费用, 三年合计156.46亿元。考核目标显示出公司对未来3年业绩稳健增长的信心。公司核心经营管理团队现有薪酬结构较为单一, 实施时点有效衔接17年股权激励, 有利于核心团队的长期激励与约束。

### 19年前三季度业绩高增长, 盈利能力快速提升

公司在19年1-9月实现营业收入318亿元/+51%, 归母净利润34.8亿元/+167%。业绩高增长得益于: 1) 公司混凝土设备与起重设备订单与销售的持续高增长; 2) 泵车、塔机、工程起重机等4.0系列核心产品的市场覆盖率增加, 产品竞争力加强。1-9月毛利率为29.8%/+3.45 pct, 净利率为10.9%/+4.78 pct, 盈利能力提升得益于: 1) 起重机械与混凝土机械核心产品结构改善; 2) 费用管控良好, 期间费用率下降。

### 维持盈利预测与“买入”评级

预计2019-21年归母净利润为42.2/49.6/56.5亿元, EPS为0.54/0.63/0.72元, PE为11.4/9.7/8.5x。同行业国内公司20年PE均值为8.9x, 海外龙头CAT与小松20年PE均值为12.4x。我们预计2020年工程机械行业有望平稳发展, 公司起重机与塔机业务有望较快增长, 业绩增速有望持续领先于行业整体水平。给予公司2020年PE估值11x~12x, 对应目标价6.93~7.56元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内经济下行超预期; 基建投资增速未如期提升, 地产投资持续收窄; 行业竞争环境恶化; 新产品市场拓展不顺利; 减值损失影响。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	23,273	28,697	41,711	48,044	52,549
+/-%	16.23	23.30	45.35	15.18	9.38
归属母公司净利润 (百万元)	1,332	2,020	4,222	4,956	5,650
+/-%	242.65	51.65	109.05	17.38	13.99
EPS (元, 最新摊薄)	0.17	0.26	0.54	0.63	0.72
PE (倍)	36.15	23.84	11.40	9.72	8.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 可比公司估值

图表1: 可比公司估值

证券代码	证券简称	预测来源	总市值 亿元	PE(x)				PB(x)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
国内公司	均值			25.49	11.12	8.85	7.65	2.15	1.77	1.48	1.25
三一重工	600031	万得一致预期	1,194	19.53	10.75	9.34	8.36	3.84	2.88	2.30	1.90
徐工机械	000425	万得一致预期	347	16.96	8.92	7.39	6.56	1.36	1.18	1.02	0.89
柳工	000528	万得一致预期	92	11.62	9.10	8.26	7.65	0.95	0.89	0.82	0.76
建设机械	600984	万得一致预期	83	53.85	15.70	10.40	8.04	2.45	2.12	1.77	1.45
海外公司	均值			11.26	12.46	12.35	11.83	3.37	3.46	3.43	3.17
卡特彼勒	CAT US	彭博一致预期	803	12.95	13.25	13.35	12.83	5.37	5.64	5.65	5.20
小松	6301 JP	彭博一致预期	25,307	9.57	11.66	11.34	10.83	1.37	1.28	1.21	1.13
本报告公司											
中联重科	000157	华泰证券	482	23.84	11.40	9.72	8.52	1.26	1.15	1.03	0.92

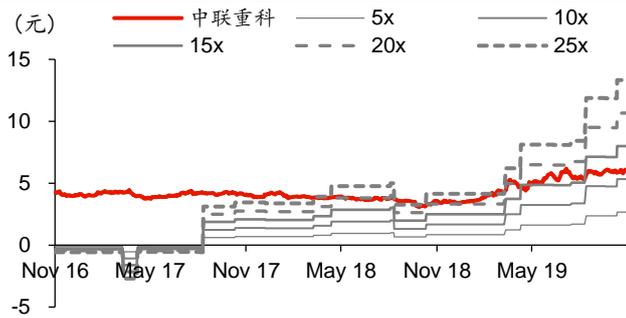
单位: 国内公司的EPS/市值为人民币, 海外公司卡特彼勒为美元、小松为日元;

数据时间: 2019年11月18日

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

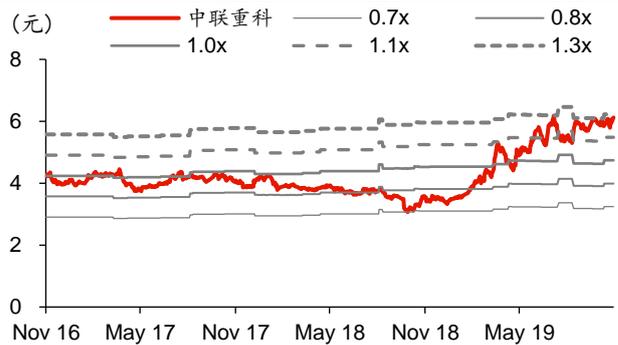
## PE/PB - Bands

图表2: 中联重科历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 中联重科历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	62,042	70,369	80,477	88,886	93,296
现金	8,256	10,068	9,464	9,665	9,598
应收账款	21,631	22,944	29,652	34,204	37,393
其他应收账款	1,326	786.26	1,670	1,924	2,104
预付账款	347.20	725.24	877.00	1,004	1,093
存货	8,886	9,551	11,569	13,386	14,515
其他流动资产	21,595	26,295	27,246	28,703	28,592
非流动资产	21,108	23,088	20,813	21,265	21,424
长期投资	3,123	3,499	3,374	3,415	3,401
固定资产投资	5,871	5,439	5,778	5,895	5,858
无形资产	4,100	4,014	4,014	4,014	4,014
其他非流动资产	8,014	10,136	7,647	7,941	8,151
资产总计	83,149	93,457	101,290	110,152	114,720
流动负债	24,470	39,628	44,115	50,050	50,462
短期借款	5,417	8,325	8,359	10,453	8,962
应付账款	9,122	10,811	10,232	11,717	12,749
其他流动负债	9,930	20,492	25,524	27,880	28,751
非流动负债	20,452	15,060	14,615	12,586	11,093
长期借款	6,535	5,539	3,687	2,120	457.88
其他非流动负债	13,917	9,521	10,929	10,466	10,635
负债合计	44,922	54,688	58,731	62,636	61,555
少数股东权益	649.03	567.27	567.27	567.27	567.27
股本	7,794	7,809	7,869	7,869	7,869
资本公积	13,093	13,378	13,378	13,378	13,378
留存公积	18,093	18,475	20,745	25,702	31,351
归属母公司股东权益	37,578	38,201	41,992	46,948	52,598
负债和股东权益	83,149	93,457	101,290	110,152	114,720

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,851	5,064	2,800	1,021	4,357
净利润	1,248	1,957	4,222	4,956	5,650
折旧摊销	972.88	844.61	566.98	646.76	715.18
财务费用	1,504	1,244	990.34	965.09	897.08
投资损失	(10,950)	(871.10)	(320.00)	(60.00)	0.00
营运资金变动	1,192	1,223	(6,405)	(6,307)	(3,403)
其他经营现金	8,885	666.76	3,745	819.57	498.61
投资活动现金	3,638	(7,589)	1,851	(969.26)	(177.84)
资本支出	763.75	530.55	600.00	600.00	600.00
长期投资	6,612	7,455	(125.48)	41.83	(13.94)
其他投资现金	11,014	396.69	2,326	(327.43)	408.22
筹资活动现金	(5,905)	4,102	(5,255)	149.49	(4,246)
短期借款	505.80	2,908	33.98	2,093	(1,491)
长期借款	(3,564)	(996.17)	(1,852)	(1,567)	(1,662)
普通股增加	129.92	14.49	60.00	0.00	0.00
资本公积增加	398.88	285.24	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,375)	1,891	(3,497)	(377.07)	(1,093)
现金净增加额	573.47	1,606	(604.03)	201.34	(67.11)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,273	28,697	41,711	48,044	52,549
营业成本	18,304	20,923	29,233	33,477	36,426
营业税金及附加	301.08	251.05	423.14	465.03	516.78
营业费用	2,451	2,379	3,545	4,084	4,467
管理费用	1,463	1,459	2,002	2,306	2,522
财务费用	1,504	1,244	990.34	965.09	897.08
资产减值损失	8,793	86.57	31.92	(14.88)	(16.62)
公允价值变动收益	(65.85)	32.65	209.20	200.00	200.00
投资净收益	10,950	871.10	320.00	60.00	0.00
营业利润	1,218	2,601	5,254	6,167	7,035
营业外收入	127.88	99.33	100.00	99.78	99.85
营业外支出	104.24	61.96	76.00	71.14	72.89
利润总额	1,241	2,639	5,278	6,195	7,062
所得税	(6.56)	681.89	1,056	1,239	1,412
净利润	1,248	1,957	4,222	4,956	5,650
少数股东损益	(83.94)	(63.23)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,332	2,020	4,222	4,956	5,650
EBITDA	3,695	4,690	6,811	7,778	8,647
EPS (亿元, 基本)	0.17	0.26	0.54	0.63	0.72

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.23	23.30	45.35	15.18	9.38
营业利润	202.20	113.60	101.99	17.37	14.08
归属母公司净利润	242.65	51.65	109.05	17.38	13.99
获利能力 (%)					
毛利率	21.35	27.09	29.92	30.32	30.68
净利率	5.72	7.04	10.12	10.32	10.75
ROE	3.54	5.29	10.06	10.56	10.74
ROIC	7.70	7.91	12.51	12.69	13.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.03	58.52	57.98	56.86	53.66
净负债比率 (%)	35.07	50.38	38.21	38.42	33.38
流动比率	2.54	1.78	1.82	1.78	1.85
速动比率	2.10	1.51	1.53	1.47	1.52
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.33	0.43	0.45	0.47
应收账款周转率	0.77	1.01	1.26	1.19	1.16
应付账款周转率	2.33	2.10	2.78	3.05	2.98
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.17	0.26	0.54	0.63	0.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.36	0.64	0.36	0.13	0.55
每股净资产 (最新摊薄)	4.78	4.85	5.34	5.97	6.68
估值比率					
PE (倍)	36.15	23.84	11.40	9.72	8.52
PB (倍)	1.28	1.26	1.15	1.03	0.92
EV_EBITDA (倍)	15.45	12.17	8.38	7.34	6.60

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com