

2019年11月26日

沈嘉婕

H70455@capital.com.tw

目標價(元/港元) 6.9RMB/6.7HKD

中联重科(000157.SZ/01157.HK)

BUY 买入

员工持股计划彰显公司发展信心，建议“买入”

結論與建議：

公司近日发布员工持股计划草案，拟以上半年回购的 A 股股份对总数不超过 1200 名员工发起员工持股计划，彰显公司对未来三年稳健发展的信心。

目前公司发展稳健，产品结构不断升级，公司的市场竞争力进一步提升；当前逆周期调节政策不断加码，国三淘汰要求陆续落地，2020 年公司有望延续良好的发展态势。我们预计公司 2019、2020 年淨利潤分別達 42 億元和 47.9 億元，YOY 分別為+108.2%和+14%；EPS 分別為 0.54 元和 0.61 元，A 股股價對應 PE 為 11.3 倍和 9.9 倍，H 股股價對應 PE 為 9.6 倍和 8.4 倍，A 股股息率和 H 股股息率預計達到 5%和 6%，建議 AH 股“买入”。

公司基本資訊

產業別	机械设备		
A 股价(2019/11/25)	6.10		
深证成指(2019/11/25)	9626.36		
股價 12 個月高/低	6.22/3.32		
總發行股數(百萬)	7868.54		
A 股數(百萬)	6350.86		
A 市值(億元)	387.40		
主要股東	香港中央結算(代理人)有限公司(17.61%)		
每股淨值(元)	4.81		
股價/賬面淨值	1.27		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	1.5	12.5	71.5

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-7-15	5.38	买入

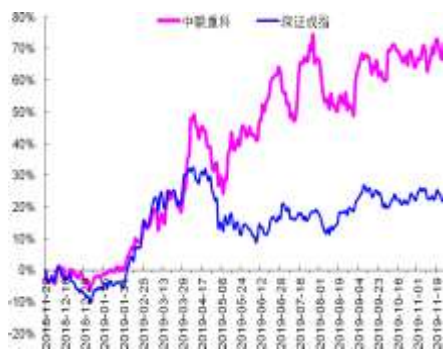
產品組合

整車業務	74.6%
零部件業務	19.1%
勞務及其他	3.7%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	1.8%
一般法人	41.2%

股價相對大盤走勢



■ **公司发布员工持股计划，彰显公司发展信心：**公司 11 月 16 日发布员工持股计划草案，本次持股计划股票来源是公司回购的 A 股股份，数量上限占截至三季度末公司总股本的 4.96% 持股计划受让股票的价格为 2.75 元/股；参与计划的公司员工总数将不超过 1200 名，包括核心经营管理层及骨干员工。本次员工持股将分三年解锁，按照解锁条件，我们预计公司 2020-2022 年净利润将分别不低于 45.3 亿元、47.8 亿元和 50.4 亿元，对应增速为 7.7%、5.5%和 5.4%；或者 2020 年、2020-2021 年和 2020-2022 年的累计净利润分别不低于 45.3 亿元，93.2 亿元和 143.5 亿元。公司设置的解锁条件体现了公司在未来三年取得稳健发展的信心。此外，本次持股计划在人员分配上将兼顾传统业务和新业务，希望能够调动新业务板块员工的开拓热情，为公司带来新的增长动力。

■ **传统业务稳步增长，农机业务投资加大：**目前看公司四季度经营情况较好，主要产品市占率环比继续提升，毛利率环比保持稳定。展望明年，随着治理超载的力度加强和国三机械的加速淘汰，公司混凝土机械产品有望实现较好的增速；而起重机板块，公司优势产品塔机在手订单饱满，增速有望超过 30%，公司也将通过产品结构升级维持汽车起重机的市占率。另外，在新业务方面，今年农业板块有望实现盈亏平衡，并且公司继续长期看好农机市场，加大投资。公司 11 月 16 日发布关于子公司中联重机投资智能农机项目的公告，中联重机计划在 2020-2025 年期间投资 20.5 亿元进行新产品研发、信息化建设和产线升级等。随着农业逐渐产业化、规模化发展，公司有望通过高端产品储备占得市场先机。

■ **盈利預期：**公司的员工持股计划彰显公司发展的信心，在逆周期调节政策不断加码，国三淘汰要求陆续落地的背景下，2020 年公司有望延续良好的发展态势。我们预计公司 2019、2020 年淨利潤分別達 42 億元和 47.9 億元，YOY 分別為+108.2%和+14%；EPS 分別為 0.54 元和 0.61 元，A 股股價對應 PE 為 11.3 倍和 9.9 倍，H 股股價對應 PE 為 9.6 倍和 8.4 倍，公司作为工程机械龙头企业，有望继续稳健发展，A 股股息率和 H 股股息率预计将达到 5%和 6%，建議 AH 股“买入”。

..... 繼續下頁

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019 F	2020 F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	-934	1332	2020	4205	4794
同比增減	%	-1218.6%	-242.65%	51.65%	108.18%	14.00%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	-0.12	0.17	0.26	0.54	0.61
同比增減	%	-1218.64%	-240.27%	51.37%	107.23%	14.00%
A 股市盈率 (P/E)	X	-49.74	35.46	23.43	11.31	9.92
H 股市盈率 (P/E)		-42.11	30.02	19.83	9.57	8.40
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.20	0.25	0.33	0.36
股息率 (Yield)	%	2.48%	3.30%	4.13%	5.36%	5.90%

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2016	2017	2018	2019E	2020E
營業收入	20023	23273	28697	40621	45608
經營成本	15245	18304	20923	28534	32198
營業稅金及附加	225	301	251	317	342
銷售費用	2446	2451	2379	3250	3557
管理費用	1734	1769	1459	2234	2372
財務費用	1035	1504	1244	1150	1186
資產減值損失	1272	8793	87	85	81
投資收益	-24	10950	871	800	800
營業利潤	-1803	1218	2601	5348	6073
營業外收入	939	128	99	110	130
營業外支出	151	104	62	60	60
利潤總額	-1015	1241	2639	5398	6143
所得稅	-110	-7	682	1296	1444
少數股東損益	29	-84	-63	-103	-94
歸屬於母公司所有者的淨利潤	-934	1332	2020	4205	4794

附二：合并資產負債表

百萬元	2016	2017	2018	2019E	2020E
貨幣資金	8194	8256	10068	12234	15678
應收帳款	30116	21631	22944	25239	27762
存貨	12770	8886	9551	10506	11031
流動資產合計	68920	62042	70369	71776	73212
長期投資淨額	604	3123	3499	3674	3858
固定資產合計	7451	5871	5439	5983	6581
在建工程	618	403	638	319	159
無形資產	4793	4100	4014	3934	3855
資產總計	89141	83149	93457	91842	93120
流動負債合計	26899	24470	39628	35666	34596
長期負債合計	24447	20452	15060	14307	13305
負債合計	51346	44922	54688	49972	47901
少數股東權益	981	649	567	624	674
股東權益合計	37795	38227	38768	41870	45220
負債和股東權益總計	89141	83149	93457	91842	93120

附三：合并現金流量表

百萬元	2016	2017	2018	2019E	2020E
經營活動產生的現金流量淨額	2169	2851	5064	7090	8153
投資活動產生的現金流量淨額	-771	3638	-7589	-6071	-6678
籌資活動產生的現金流量淨額	-6380	-5905	4102	2461	1969
現金及現金等價物淨增加額	-4912	573	1606	3480	3444
貨幣資金的期末餘額	6575	7148	8754	12234	15678
貨幣資金的期初餘額	11487	6575	7148	8754	12234

1

¹ 此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。