

中联重科(000157)

报告日期: 2023年07月11日

中联高机分拆重组上市, 有望快速做大做强

——中联重科点评报告

事件: 公司发布中联高机分拆重组上市预案

投资要点

- 中联高机对价 94 亿元分拆重组上市, 未来借助资本市场有望快速做大做强**
 中联重科拟分拆所属子公司中联高机重组上市, 方案为路畅科技向中联高机的 29 名股东发行股份购买其持有的中联高机 100% 股权, 并向不超过 35 名特定对象发行股份募集配套资金, 进而实现中联高机的重组上市。本次交易完成后, 中联高机将成为路畅科技全资子公司, 中联重科仍为路畅科技的控股股东。此次交易中, 中联高机 100% 股权交易价为 94.24 亿元, 业绩承诺为 2023-2025 年净利润不低于 6.4 亿、7.4 亿和 9 亿元, 对应 PE 为 15、13、10 倍。路畅科技募集配套资金总额不超过 33.5 亿元, 拟用于补充路畅科技和中联高机流动资金或偿还债务、墨西哥生产基地建设项目等。
- 高空作业机械为工程机械中的成长品种, 国内外市场持续扩张**
 未来随着安全性、经济性优势逐渐凸显, 国内行业渗透率有望继续提升, 叠加国外市场高景气, 支撑高机行业持续成长。2023 年 5 月单月销量 20677 台, 同比增长 18.4%, 1-5 月累计销量 101156 台, 同比增长 24.9%, 显著优于其他工程机械。预计 2022 年-2025 年国内高机销量 CAGR 为 21%。
- 工程机械行业筑底, 公司起重机械、混凝土机械等主营业务有望企稳向上**
 6 月挖机销量 15766 台, 同比下滑 24.1%, 下滑幅度有所扩大。其中国内销售 6098 台, 同比下滑 44.7%; 出口 9668 台, 同比下滑 0.68%。1-6 月销量 108818 台, 同比下滑 24%, 随着国内稳增长预期增强, 下游需求将边际改善, 叠加更新需求逐步占据主导, 出口维持较高增速, 挖机将逐步企稳回升, 工程机械行业有望逐渐筑底向上。预计 2023 年挖机、汽车起重机销量见底、泵车上行。公司 2023 年一季度营收 104.26 亿元, 同比增长 4.13%, 增速实现转正; 归母净利润 8.1 亿元, 同比下滑 10.63%; 毛利率 26.39%、同比提升 6.32pct, 环比提升 2.16pct, 提升幅度较大; 净利率 8.24%, 同比下降 1.11pct, 环比提升 6.7pct。
- 公司出口保持高速增长, 新兴板块表现突出, 国际化+多元化有望持续发力**
 2022 年公司海外收入同比增长 72.6%, 每季度呈现爬坡式快速增长, 海外收入在总营收中占比提升至 24%, 同比提升 15.38pct, 重点产品与市场实现有效突破。新兴板块高空机械、土方机械收入同比增长 37.5%、8.5%。高空机械位于国内第一梯队, 凭借产品力、型谱覆盖率及性价比优势, 叠加出口高景气, 支撑高机板块做大做强。土方机械 2022 年实现逆势增长, 中大吨位竞争力加强, 整体市场份额持续提升, 盈利能力不断改善。公司国际化+多元化有望持续发力。
- 盈利预测:** 预计 2023-2025 年归母净利润为 34 亿、48 亿、63 亿元, 同比增长 46%、42%、32%, PE 为 17、12、9 倍, 维持买入评级。(暂不考虑重组上市)
- 风险提示:** 1) 基建投资及房屋开工不及预期; 2) 出口市场不及预期

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41631	45461	53916	66186
(+/-)(%)	-38%	9%	19%	23%
归母净利润	2306	3377	4793	6340
(+/-)(%)	-63%	46%	42%	32%
每股收益(元)	0.27	0.39	0.55	0.73
P/E	25	17	12	9

资料来源: 浙商证券研究所,

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 胡飘
hupiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.65
总市值(百万元)	57,708.65
总股本(百万股)	8,677.99

股票走势图

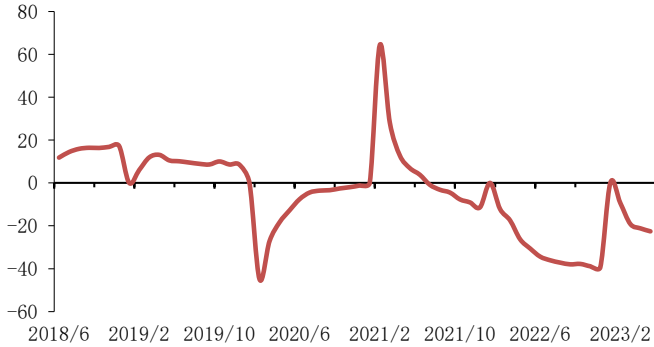


相关报告

- 《海外+新板块发力, 行业触底向上驱动业绩上行》 2023.06.24
- 《一季度营收增速转正, 国际化、多元化持续推进》 2023.04.28
- 《业绩符合预期, 出口与新兴业务有望持续发力》 2023.04.01

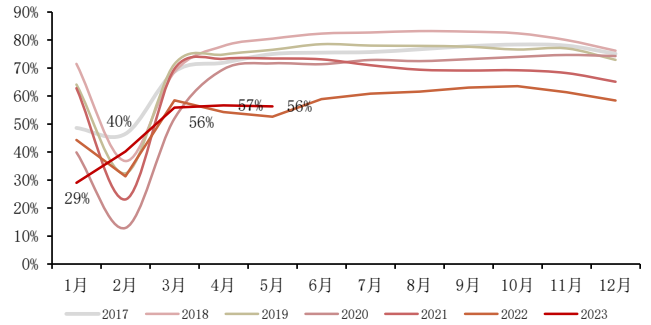
附录一：下游需求数据跟踪

图 1：5 月房地产新开工面积累计同比下滑 22.6%，跌幅有所扩大



资料来源：wind，浙商证券研究所，单位（%）

图 2：5 月庞源吨米利用率 56%，同比提升 3.7pct

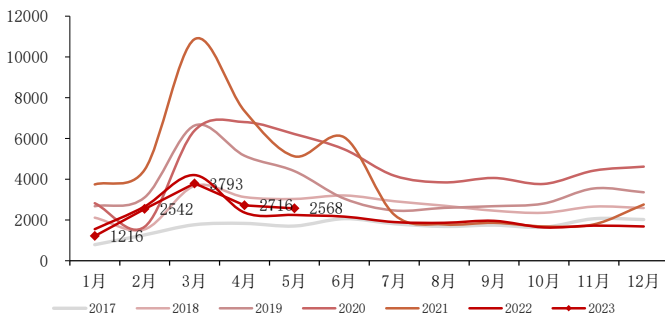


资料来源：庞源租赁官网，浙商证券研究所

附录二：产品销量数据及开工情况跟踪

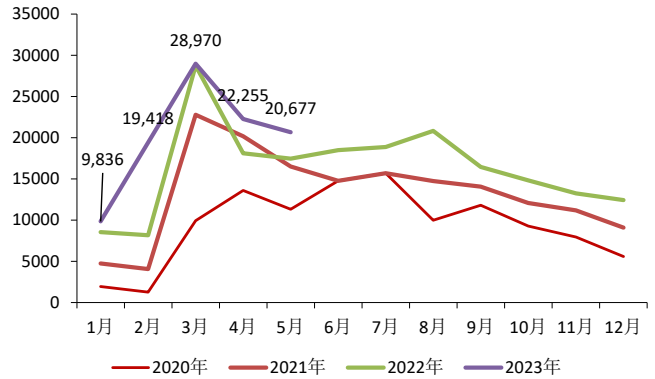
据中国工程机械工业协会，2023 年 6 月挖掘机销量下滑 24.1%，5 月汽车起重销量增长 14.3%，升降工作平台销量同比增长 18.4%，累计增长 24.9%。5 月小松中国开工小时数 100.6，同比下滑 1.7%。

图 3：5 月汽车起重机销量同比增长 14.3%，累计增长 1.4%



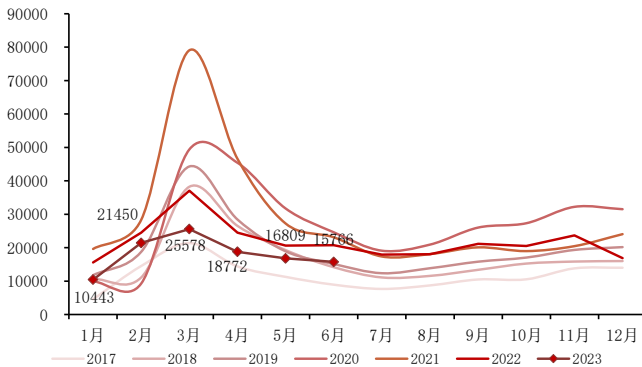
资料来源：wind、工程机械协会、浙商证券研究所，单位（台）

图 4：5 月升降工作平台销量同比增长 18.4%，累计增长 24.9%



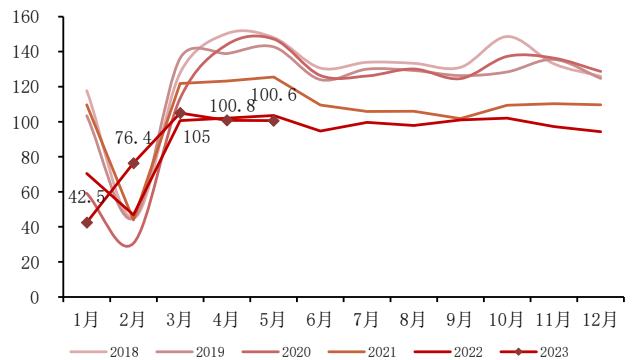
资料来源：wind、工程机械协会、浙商证券研究所，单位（台）

图 3：6 月挖掘机销量同比下滑 24.1%，累计下滑 24%



资料来源：wind、工程机械协会、浙商证券研究所，单位（台）

图 4：5 月小松中国开工小时数 100.6，同比下滑 1.7%



资料来源：wind、小松官网、浙商证券研究所，单位：小时/月

附录三：中联高机分拆重组上市预案节选

1、中联重科拟分拆所属子公司中联高机重组上市，方案为路畅科技向中联高机的 29 名股东发行股份购买其持有的中联高机 100%股权，并向不超过 35 名特定对象发行股份募集配套资金，进而实现中联高机的重组上市。本次交易完成后，中联高机将成为路畅科技全资子公司，中联重科仍为路畅科技的控股股东。

通过本次分拆，公司下属中联高机将通过独立的上市公司平台，开展高空作业机械系列产品的研发、生产、销售和服务业务，通过上市融资增强资金实力，借助资本市场强化公司在高空作业机械行业的领先地位以及竞争优势，实现做大做强，持续提升公司高空作业机械业务的盈利能力和综合竞争力。

2、根据沃克森评估出具的沃克森国际评报字（2023）第 1204 号《资产评估报告》，本次评估采用资产基础法和收益法对中联高机股东全部权益价值进行评估，截至评估基准日，中联高机 100%股权的评估情况如下：单位：万元

标的资产	账面价值	评估价值	增减值	增减率	评估方法
	A	B	C=B-A	D=C/A	-
中联高机 100%股权	331,935.42	440,010.29	108,074.87	32.56%	资产基础法
		942,387.00	610,451.58	183.91%	收益法

基于上述评估结果，交易各方协商确定中联高机 100%股权最终的交易价格为 942,387.00 万元。

3、根据《盈利预测补偿协议》，中联重科、中联产业基金、智诚高盛、智诚高新和智诚高达作为业绩承诺人，对中联高机在业绩承诺期内的实现净利润数进行了承诺：如果本次发行股份购买资产于 2023 年内实施完毕，则业绩承诺期为 2023 年度、2024 年度及 2025 年度，中联高机每年实现净利润数分别不低于 64,001.37 万元、74,197.92 万元和 90,079.30 万元；如果本次发行股份购买资产于 2024 年内实施完毕，则业绩承诺期为 2024 年度、2025 年度及 2026 年度，中联高机每年实现净利润数分别不低于 74,197.92 万元、90,079.30 万元和 102,812.69 万元。

4、本次交易中，路畅科技拟向不超过 35 名特定对象发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 335,000 万元，不超过本次交易中发行股份购买资产交易价格的 100%，发行股份数量不超过发行股份购买资产完成后路畅科技总股本的 30%。

本次发行股份募集配套资金扣除发行费用后拟用于补充路畅科技和中联高机流动资金或偿还债务、墨西哥生产基地建设项目等项目，其中用于补充流动资金和偿还债务的比例不超过本次交易对价的 25%或募集配套资金总额的 50%。

具体情况如下：单位：万元

序号	项目名称	拟投入募集资金金额	占配套融资总额的比例
1	补充路畅科技和中联高机流动资金或偿还债务	235,000	70.15%
2	墨西哥生产基地建设项目	100,000	29.85%
	总计	335,000	100.00%

上述资金用途根据实际募集到位情况可由路畅科技董事会对投入顺序和具体金额进行适当调整。若配套募集资金金额不足以满足上述用途需要，路畅科技将通过自有资金或资金自筹等方式补足差额部分。在配套募集资金到位前，路畅科技可根据市场情况及自身实际情况以自筹的资金择机先行用于上述募集配套资金用途，待募集资金到位后予以置换。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	73586	85109	94128	103852
现金	15499	35243	39435	39641
交易性金融资产	4011	4011	4011	4011
应收账款	28202	22461	26158	31636
其它应收款	685	760	921	1109
预付账款	2632	1367	1885	2793
存货	14203	10581	12461	15229
其他	8354	10686	9258	9433
非流动资产	49967	43262	43710	45882
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	4476	4018	4228	4240
固定资产	10418	10779	11060	11294
无形资产	5326	5512	5674	5661
在建工程	3373	2979	2703	2562
其他	26374	19973	20045	22124
资产总计	123553	128370	137838	149733
流动负债	48391	43754	50473	55599
短期借款	6201	4157	4557	4972
应付款项	21234	24688	28244	32997
预收账款	0	0	0	0
其他	20957	14909	17672	17630
非流动负债	18186	22673	20581	20947
长期借款	10937	11037	11237	11537
其他	7249	11636	9344	9410
负债合计	66578	66427	71054	76546
少数股东权益	2234	2268	2317	2381
归属母公司股东权	54741	59675	64467	70807
负债和股东权益	123553	128370	137838	149733

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2425	17376	5369	1986
净利润	2385	3412	4841	6404
折旧摊销	1040	928	989	1052
财务费用	(265)	640	559	530
投资损失	(309)	(309)	(309)	(309)
营运资金变动	3282	8473	399	(3525)
其它	(3707)	4232	(1110)	(2166)
投资活动现金流	567	(1566)	134	(1212)
资本支出	(4496)	(650)	(750)	(900)
长期投资	(448)	566	(228)	(37)
其他	5511	(1481)	1112	(275)
筹资活动现金流	(2494)	3934	(1311)	(568)
短期借款	2888	(2043)	400	415
长期借款	6035	100	200	300
其他	(11417)	5878	(1910)	(1283)
现金净增加额	498	19745	4192	206

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41631	45461	53916	66186
营业成本	32543	35269	41535	50765
营业税金及附加	289	285	356	426
营业费用	2635	2569	2858	3375
管理费用	1574	1455	1456	1655
研发费用	2507	2500	2804	3309
财务费用	(265)	640	559	530
资产减值损失	1035	500	593	728
公允价值变动损益	(11)	(11)	(11)	(11)
投资净收益	309	309	309	309
其他经营收益	775	932	892	866
营业利润	2386	3473	4945	6563
营业外收支	84	61	70	72
利润总额	2471	3535	5016	6635
所得税	86	123	175	231
净利润	2385	3412	4841	6404
少数股东损益	79	34	48	64
归属母公司净利润	2306	3377	4793	6340
EBITDA	4244	5438	6838	8521
EPS (最新摊薄)	0.27	0.39	0.55	0.73

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-37.98%	9.20%	18.60%	22.76%
营业利润	-67.00%	45.55%	42.38%	32.71%
归属母公司净利润	-63.22%	46.46%	41.90%	32.28%
获利能力				
毛利率	21.83%	22.42%	22.96%	23.30%
净利率	5.73%	7.50%	8.98%	9.68%
ROE	4.00%	5.68%	7.45%	9.06%
ROIC	3.82%	5.22%	6.25%	7.47%
偿债能力				
资产负债率	53.89%	51.75%	51.55%	51.12%
净负债比率	33.24%	29.47%	30.33%	28.16%
流动比率	1.52	1.95	1.86	1.87
速动比率	1.23	1.70	1.62	1.59
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.36	0.41	0.46
应收账款周转率	1.17	1.80	2.17	2.20
应付账款周转率	2.34	2.98	3.61	3.67
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.39	0.55	0.73
每股经营现金	0.28	2.00	0.62	0.23
每股净资产	6.31	6.88	7.43	8.16
估值比率				
P/E	25.02	17.09	12.04	9.10
P/B	1.05	0.97	0.90	0.82
EV/EBITDA	12.43	8.19	6.21	4.95

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>