

中联重科 (000157)

拟分拆中联高机重组上市，彰显加速发展决心

买入 (维持)

2023年07月12日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004
luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	41,631	45,376	51,054	60,306
同比	-38%	9%	13%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	2,306	3,463	4,488	5,650
同比	-63%	50%	30%	26%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.27	0.40	0.52	0.65
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.99	16.64	12.84	10.20

关键词: #兼并重组

事件: 公司发布公告, 拟分拆子公司中联高机重组上市, 方案包括 (1) 路畅科技发行股份购买中联高机 100% 股权, (2) 路畅科技向不超过 35 名 (含) 对象定增募资 33.5 亿元, 用于补流和墨西哥生产基地建设。

投资要点

■ 拟分拆中联高机注入路畅科技重组上市, 板块有望价值重估

中联重科拟分拆子公司中联高机重组上市, 方案为 (1) 路畅科技向中联高机 29 名股东发行股份, 购买其 100% 股权, 股权交易总价 94 亿元, 路畅科技购买资产的股份发行价为 23.89 元/股, 锁定期依对象不同, 2-3 年。(2) 路畅科技向不超过 35 名 (含) 定增 33.5 亿元, 锁定期 6 个月。其中 23.5 亿元用于补流, 10 亿元用于墨西哥生产基地建设, 旨在拓展美洲市场, 达产后高机年产能 15,700 台, 其中剪叉式 10,300 台, 臂式 5,400 台, 达产产值 24.4 亿元。路畅科技为中联重科 2022 年 2 月收购的上市公司, 主营智能驾驶舱、智能座舱、智能辅助驾驶及车联网相关产品。截至 2023 年 Q1, 中联重科持有中联高机股份 61.43%, 持有路畅科技股份 53.82%。分拆完成后, 中联高机将成为路畅科技的全资子公司, 中联重科仍控股路畅科技。中联高机有望通过独立的上市公司平台增强资本实力, 进一步做大做强, 板块成长提速, 有望迎价值重估。

■ 中联高机成长性优异, 业绩承诺彰显成长信心

高机为中联重科新兴战略板块, 基于起重机技术同源性、公司产品谱系齐全, 电动化转型领先。近年来公司高机业务竞争实力持续增强, 已稳居国内第一梯队。2020-2022 年, 中联高机分别实现营业收入 10/30/46 亿元, 复合增速 108%, 实现净利润 0.2/2.4/5.8 亿元, 复合增速 439%, 成长性优异。路畅科技对购买中联高机做如下业绩承诺: 若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 2023-2025 年, 3 年承诺净利润分别为 6.4/7.4/9.0 亿元, 复合增速 19%。若购买资产于 2024 年内实施完毕, 则业绩承诺期为 2024-2026 年, 2026 年承诺净利润 10.3 亿元。同时, 预计中联高机 2023-2025 年收入分别为 57/66/76 亿元, 复合增速 16%。业绩承诺进一步彰显公司成长信心。

■ 工程机械行业下半年有望复苏, 龙头有望开启业绩启航

2023 年 6 月挖掘机销量 (含出口) 共 15766 台, 同比下降 24%, 其中国内 6098 台, 同比下降 44.7%; 出口 9668 台, 同比下降 0.68%。2023 年 1-6 月, 国内挖掘机 108818 台, 同比下降 24%; 其中国内 51031 台, 同比下降 44%; 出口 57787 台, 同比增长 11.2%。6 月挖机出口销量同比负增长, 我们判断主要系外资品牌出口份额下滑, 国内品牌出口增速高于行业。考虑到今年起重机、混凝土机械等其他机种表现好于挖机, 国内龙头中大挖销售结构改善, 出口利润率高于国内, 钢材等原材料价格明显回落背景下, 我们判断工程机械龙头利润增速 > 收入增速 > 销量增速, 看好二季度起业绩企稳回升。

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 35/45/57 亿元, 当前市值对应 PE 17/13/10 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 地域政治风险、竞争格局恶化、高机业务分拆上市进展不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.64
一年最低/最高价	5.31/7.00
市净率(倍)	1.06
流通 A 股市值(百万元)	46,936.35
总市值(百万元)	57,621.87

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.29
资产负债率(% ,LF)	55.91
总股本(百万股)	8,677.99
流通 A 股(百万股)	7,068.73

相关研究

《中联重科(000157): 2023 年一季报点评: 业绩表现优于行业, 海外收入同比高增 123%》

2023-04-28

《中联重科(000157): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 多元化、全球化快速铺开》

2023-03-31

中联重科三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	73,586	55,721	68,267	70,866	营业总收入	41,631	45,376	51,054	60,306
货币资金及交易性金融资产	19,509	13,582	7,635	13,158	营业成本(含金融类)	32,543	34,553	38,488	45,024
经营性应收款项	31,786	23,411	35,344	34,003	税金及附加	289	288	324	383
存货	14,203	10,752	17,045	15,472	销售费用	2,635	2,496	2,808	3,317
合同资产	2	0	0	0	管理费用	1,574	1,497	1,634	1,809
其他流动资产	8,085	7,976	8,243	8,233	研发费用	2,507	2,405	2,706	3,196
非流动资产	49,967	51,468	53,144	54,912	财务费用	(265)	454	511	603
长期股权投资	4,476	4,771	5,100	5,496	加:其他收益	783	739	813	732
固定资产及使用权资产	10,961	13,144	14,291	15,147	投资净收益	309	452	511	603
在建工程	3,373	1,827	1,398	1,279	公允价值变动	(11)	188	207	227
无形资产	5,326	5,959	6,665	7,383	减值损失	(1,035)	(1,192)	(1,091)	(1,210)
商誉	2,598	2,533	2,458	2,374	资产处置收益	(8)	128	154	175
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	2,386	3,998	5,178	6,502
其他非流动资产	23,217	23,217	23,217	23,217	营业外净收支	84	56	66	85
资产总计	123,553	107,189	121,411	125,779	利润总额	2,471	4,054	5,244	6,587
流动负债	48,391	29,583	39,228	37,818	减:所得税	86	525	666	810
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,191	7,878	7,878	7,878	净利润	2,385	3,529	4,578	5,777
经营性应付款项	21,234	7,849	15,672	11,843	减:少数股东损益	79	66	90	127
合同负债	1,892	1,728	1,924	2,251	归属母公司净利润	2,306	3,463	4,488	5,650
其他流动负债	14,074	12,128	13,753	15,846	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.40	0.52	0.65
非流动负债	18,186	18,186	18,186	18,186	EBIT	1,830	5,389	6,233	7,614
长期借款	10,937	10,937	10,937	10,937	EBITDA	2,991	6,691	7,531	8,921
应付债券	25	25	25	25	毛利率(%)	21.83	23.85	24.61	25.34
租赁负债	355	355	355	355	归母净利率(%)	5.54	7.63	8.79	9.37
其他非流动负债	6,869	6,869	6,869	6,869	收入增长率(%)	(37.98)	9.00	12.51	18.12
负债合计	66,578	47,770	57,414	56,005	归母净利润增长率(%)	(63.22)	50.17	29.59	25.90
归属母公司股东权益	54,741	57,120	61,607	67,257					
少数股东权益	2,234	2,300	2,390	2,517					
所有者权益合计	56,975	59,419	63,997	69,774					
负债和股东权益	123,553	107,189	121,411	125,779					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,425	1,309	(3,164)	8,251	每股净资产(元)	6.31	6.58	7.10	7.75
投资活动现金流	567	(1,973)	(2,032)	(1,978)	最新发行在外股份(百万股)	8,678	8,678	8,678	8,678
筹资活动现金流	(2,494)	(5,263)	(750)	(750)	ROIC(%)	2.25	5.93	6.73	7.76
现金净增加额	601	(5,927)	(5,947)	5,523	ROE-摊薄(%)	4.21	6.06	7.28	8.40
折旧和摊销	1,161	1,302	1,298	1,307	资产负债率(%)	53.89	44.57	47.29	44.53
资本开支	(1,441)	(2,317)	(2,421)	(2,413)	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.99	16.64	12.84	10.20
营运资本变动	(2,497)	(4,758)	(9,944)	299	P/B(现价)	1.05	1.01	0.94	0.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>