

中联重科 (000157) 点评报告

业绩低于预期，关注工程机械弱复苏、农机+环保+金融转型

投资评级：增持（首次）

投资要点

■ 事件

公司8月31日发布中报，2015H1实现营收105.7亿元、同比下滑24.4%，实现归母净利-3.1亿元、同比下滑-134%，EPS-0.04。

■ 业绩低于预期，工程机械龙头依旧+环保农机占比提升

中报业绩低于预期。占比62%的工程机械业务上半年实现营收64亿元、同比下滑44%。其中占比27%的混凝土机械同比下滑52%、占比25%的超重机械同比下滑35%、其他机械同比下滑30%。工程机械大幅下滑是整体业绩低于预期的主要原因。由于上半年国内外经济增速低于预期使固定资产投资下行较快、加之公司继续执行从紧的销售政策导致工程机械下滑较快，但公司混凝土、起重机械市场占有率仍保持在数一数二。新业务环保与农机的收入占比由14年全年25%提升到15年上半年35%的占比，转型略见成效：占比17%的环保业务上半年实现营收17.6亿元、同比上升7%；占比18%的新农机业务上半年实现收入19亿元、同比上升18%。业务转型顺利，收入结构趋向合理。

■ 成本、费用率有所提高，未来公司将加强风控+降本增效，迎接工程机械行业弱复苏

2015H1，公司综合毛利率为23.92%，同比-5.04pct。分业务看，混凝土机械毛利率18.37%，同比-5.49pct；起重机械毛利率28.51%，同比+0.79pct；其他机械和产品毛利率11.43%，同比-9.24pct；环境产业毛利率29.22%，同比-0.55pct；农机毛利率12.58%。混凝土机械受行业供需影响毛利率下滑较大，农机毛利率因产品处前期拓展较低，未来有上升空间。销售、管理、财务费用率分别为10.83%、8.54%、3.97%，同比+2.5pct、+2pct、+1.16pct，费用率提高主要因公司开展环保、农机新业务初期拓展所致。

公司未来将持续加强风控、降本增效。加强风控方面：1) 公司加强应收账款的催收，对逾期客户制定有针对性的催收方案，加大账款催收力度；2) 公司继续收紧信用政策。2015年H1，公司应收款下降明显，表外应收款项基本清理完毕，表内应收款也得到了控制。降本增效方面：1) 公司推进各经营环节成本控制；2) 优化组织结构；3) 严格执行预算管理。我们认为工程机械进入下半年后需求有望受一带一路、铁路、水利建设拉动，进入弱复苏周期。公司风控与降本增效措施有效地减轻了公司的历史包袱，使公司更好迎接未来工程机械弱复苏。

■ 转型智慧农机+大环保+金融服务，新业务值得期待

公司21亿入主奇瑞重工进军农机产业后，致力于成为“国内领先的农业生产机械化整体解决方案服务商”。公司烘干机国内市占率第1、轮胎收割机市占率第2，实力雄厚。上半年基于互联网+远程智能控制技术的河北示范基地的落成，开启了公司农机业务向“智慧农业、精准农业”发展的第一步，公司今年努力做到农机业务不亏损。

环保方面，公司与意大利LADURNER公司签订收购意向，启动淮安晨洁公司的收购，积极从环卫设备提供商向投资运营商和服务

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

0512-62938653

huanghf@dwzq.com.cn

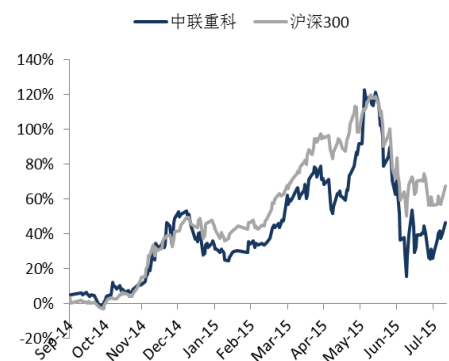
研究助理 周尔双

0512-62936113

zhouersh@dwzq.com.cn

参与人：陈显帆、石炯

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.75
一年最高价/最低价	10.72/4.2
市净率	1.11
流通A股市值(百万元)	6262

基础数据

每股净资产(元)	5.2
资产负债率	57.66
总股本(百万股)	7705
流通A股(百万股)	6275

商转型。

金融服务方面，财务公司注册 15 亿于今年 6 月挂牌成立，中联资本注册 10 亿于 8 月开始进行工商注册。公司未来将致力于搭建金融服务平台，未来会以中联资本为平台，有财务公司、产业基金、融资租赁和新的金融板块同时加盟。

■ **投资建议：**

我们看好公司作为风险控制良好的工程机械龙头，主业未来有望受益于一带一路带来的行业弱复苏，同时看好公司在农机、环保、金融方面的转型。我们预计 2015-17 年 EPS 为 -0.2/0.1/0.15 元、对应 PE -28/57/40X，首次予以“增持”评级。

■ **催化剂：** 一带一路加速推进、新业务转型加快

■ **风险提示：** 工程机械行业复苏低于预期、新业务转型不顺利

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	74082.0	65024.6	67841.5	71152.5	营业收入	25851.2	18095.8	23886.5	28186.1
现金	16894.3	34075.8	32296.4	28319.7	营业成本	18641.6	14114.8	16959.4	20237.6
应收款项	33182.3	22309.9	25522.6	30888.8	营业税金及附加	228.1	162.9	200.4	248.0
存货	10376.2	7734.1	8828.2	10534.6	营业费用	3035.6	2461.0	2340.9	2536.7
其他	13629.0	904.8	1194.3	1409.3	管理费用	2064.2	2100.8	2379.5	2647.0
非流动资产	19676.0	20483.7	20514.5	20677.9	财务费用	745.4	1352.7	1129.1	1215.5
长期股权投资	228.3	228.3	228.3	228.3	投资净收益	10.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	6780.8	7698.7	7839.8	8113.3	其他	-484.2	110.2	110.2	110.2
无形资产	3307.0	3196.7	3086.5	2976.3	营业利润	662.9	-1986.0	987.5	1411.5
其他	9360.0	9360.0	9360.0	9360.0	营业外净收支	200.2	0.0	0.0	0.0
资产总计	93758.0	85508.4	88356.0	91830.3	利润总额	863.1	-1986.0	987.5	1411.5
流动负债	25262.4	18592.1	20967.4	23766.4	所得税费用	235.3	-397.2	197.5	282.3
短期借款	5745.5	6000.0	6000.0	6000.0	少数股东损益	33.8	-15.9	7.9	11.3
应付账款	13492.8	8507.5	10222.1	12198.0	归属母公司净利润	594.1	-1572.9	782.1	1117.9
其他	6024.1	4084.6	4745.3	5568.4	EBIT	2016.1	-633.4	2116.6	2626.9
非流动负债	27247.6	27247.6	27247.6	27247.6	EBITDA	2661.9	199.4	3049.5	3653.2
长期借款	9787.3	9787.3	9787.3	9787.3					
其他	17460.3	17460.3	17460.3	17460.3					
负债总计	52510.0	45839.7	48215.0	51014.1					
少数股东权益	417.1	410.8	413.9	418.4					
归属母公司股东权益	40830.8	39257.9	39727.1	40397.8					
负债和股东权益总计	93758.0	85508.4	88356.0	91830.3					

重要财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益(元)	0.08	-0.20	0.10	0.15
每股净资产(元)	5.30	5.09	5.16	5.24
发行在外股份(百万股)	7706.0	7706.0	7706.0	7706.0
ROIC(%)	2.6%	-0.9%	3.1%	3.6%
ROE(%)	1.5%	-4.0%	2.0%	2.8%
毛利率(%)	27.0%	21.1%	28.2%	27.3%
EBIT Margin(%)	7.8%	-3.5%	8.9%	9.3%
销售净利率(%)	2.3%	-8.7%	3.3%	4.0%
资产负债率(%)	56.0%	53.6%	54.6%	55.6%
收入增长率(%)	-32.9%	-30.0%	32.0%	18.0%
净利润增长率(%)	-84.5%	--	--	42.9%
P/E	74.59	(28.17)	56.66	39.64
P/B	1.09	1.13	1.12	1.10
EV/EBITDA	36.37	452.15	30.34	26.09

现金流量表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-7690.1	5757.2	-502.8	-2340.0
投资活动现金流	-2611.4	11169.8	-963.7	-1189.6
筹资活动现金流	8229.5	254.5	-312.8	-447.2
现金净增加额	-2174.0	17181.4	-1779.4	-3976.8
折旧和摊销	645.8	832.7	932.9	1026.3
资本开支	599.2	-1033.7	-963.7	-1189.6
营运资本变动	-11870.0	6503.8	-2220.9	-4488.7
企业自由现金流	-8626.7	5796.1	-558.5	-2550.4

资料来源：东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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>

