

# 股权激励凝聚核心人才，业绩考核彰显发展信心

2019年11月18日

## 买入 (维持)

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001  
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

**事件1:** 公司发布核心管理层持股计划(草案), 拟将前期回购的3.9亿股、回购均价5.49元/股的所有股票均用于核心员工持股计划。本次持股计划总人数不超过1200人(董监高为16人), 持股对应股份占公司2019年9月30日总股本的4.96%, 持股定价2.75元/股, 持股计划存续期为48个月、锁定期为12个月。

**事件2:** 控股子公司中联重机计划在2020-2025年期间以自筹资金投资20.5亿元在芜湖市三山区建设智能农机产业化项目。

### 投资要点

#### ■ 持股计划凝聚核心人才，业绩考核指标彰显发展信心

公司本次持股计划持续时间长, 覆盖范围广, 总人数不超过1200人, 预计将侧重职能部门和核心技术人员, 侧重土方机械、高空作业平台、农机等新品种的核心人员(不以三大新品种现有规模为衡量标准), 使公司利益和核心员工的利益实现长期深度的绑定, 促进公司中长期发展。

员工持股分三年解锁, 将以2017-2019年公司归母净利润的算术平均值为基数(约为25亿左右, 2019年根据我们预测约为41.7亿), 三期解锁条件为2020-2022年净利润增长不低于基数的80%、90%(或20-21年累计相对基数增长不低于170%)、100%(或20-22年累计相对基数增长不低于270%)。根据我们测算, 2020-2022年公司归母净利润预计不低于45亿/47.5亿/50亿, 同比增速7.9%、5.6%、5.3%。考虑共12.7亿元股份支付费用分摊影响, 对应还原后2020-2022年净利润为52.5/51/51.4亿元。

#### ■ 20.5亿投资建设农机项目，加快向中高端路线转型

中联重机计划在2020年开始的6年时间里在芜湖市三山区投资建设智能农机产业化项目, 建设内容包括: 技术创新项目、信息化建设项目、生产线技改或新建项目、经济类作物机械及核心零部件国内外并购及产业化等。我国农机产业经过“黄金十年”的快速发展后, 行业发展进入瓶颈期, 受市场整体下行影响, 传统农业机械业务出现了不同程度的冲击; 但随着农作物种植的全程机械化和全面机械化趋势不断发展, 及国家对“高端装备”、“智慧农业”等相关产业政策扶持不断加强, 中高端农机产品将迎来市场契机。中联重机作为中国农机行业的龙头通过此次的大手笔布局, 有望抓住契机加快向中高端路线转型升级。公司农机业务在19年上半年实现大幅减亏, 全年预计实现扭亏, 2020年有望贡献盈利。

#### ■ 各主力业务进展良好，新产品发展可期

**塔机业务:** 受益于装配式建筑渗透率提升, 公司在中大塔方面的优势进一步彰显, 目前市占率超过40%, 预计2019年收入实现翻倍, 2020年将持续高增长。

**工程起重机:** 面临国五向国六升级, 而目前市场上大多数还是国三设备面临淘汰, 因此2020年起起重机销量依旧乐观, 公司市占率始终维持前三水平, 增速有望超越行业。

**混凝土机械:** 泵车从2019年开始进入更新高峰, 我们预计2019-2021年每年的更新数量在7000-9000台左右, 预计2020年行业销量将继续较快增长, 公司销量增速有望超越行业。

**高空作业平台** 开局良好, 产品受到客户广泛好评, 有望进入国内高空作业平台领域第一梯队。臂式产线设计年产能3000台, 目前在产能爬坡的过程中, 预计到19年底放量; 剪叉式产线已经调试的很好, 预计年产能12000台。**土方机械** 强势进击市场, 完成全国省级销售服务网点布局, 其油耗、效率优势突出, 有望成为公司未来的增长点。

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2019/2020/2021年的净利润是42、48、53亿元, 对应PE为12/10/9X, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 工程机械行业景气度不及预期; 新业务开展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.12
一年最低/最高价	3.32/6.22
市净率(倍)	1.26
流通A股市值(百万元)	38867.23

### 基础数据

每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	62.89
总股本(百万股)	7868.54
流通A股(百万股)	6350.86

### 相关研究

- 1、《中联重科(000157): 业绩符合预期, 继续受益工程机械更新周期》2019-10-31
- 2、《中联重科(000157): 中报业绩靓丽, 将继续受益更新周期》2019-09-01
- 3、《中联重科(000157): 中报业绩预告超预期, 后挖机时代业绩弹性大》2019-07-14

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>70369</b>	<b>76296</b>	<b>79955</b>	<b>85436</b>	<b>营业收入</b>	<b>28697</b>	<b>40125</b>	<b>45919</b>	<b>50561</b>
现金	10068	14936	13000	14000	减:营业成本	20923	28713	32864	36185
应收账款	25048	25284	28935	31860	营业税金及附加	251	201	230	253
存货	9551	9440	10805	11896	营业费用	2379	2809	3214	3539
其他流动资产	25703	26636	27215	27679	管理费用	2040	2381	2797	2965
<b>非流动资产</b>	<b>23088</b>	<b>23536</b>	<b>23557</b>	<b>23516</b>	财务费用	1244	1742	1759	1984
长期股权投资	3499	3699	3899	4099	资产减值损失	87	54	54	54
固定资产	6076	6459	6413	6306	加:投资净收益	871	500	500	500
在建工程	638	311	213	184	其他收益	-42	134	134	134
无形资产	4014	3880	3746	3613	<b>营业利润</b>	<b>2601</b>	<b>4860</b>	<b>5635</b>	<b>6214</b>
其他非流动资产	8860	9187	9285	9314	加:营业外净收支	37	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>93457</b>	<b>99833</b>	<b>103512</b>	<b>108952</b>	<b>利润总额</b>	<b>2639</b>	<b>4900</b>	<b>5675</b>	<b>6254</b>
<b>流动负债</b>	<b>39628</b>	<b>45171</b>	<b>47886</b>	<b>52263</b>	减:所得税费用	682	735	851	938
短期借款	22013	22013	24067	29171	少数股东损益	-63	0	0	0
应付账款	10811	18093	18008	18836	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2020</b>	<b>4165</b>	<b>4824</b>	<b>5316</b>
其他流动负债	6805	5065	5811	4256	EBIT	3684	6156	6948	7752
<b>非流动负债</b>	<b>15060</b>	<b>15060</b>	<b>15060</b>	<b>15060</b>	EBITDA	4520	6913	7781	8650
长期借款	5539	5539	5539	5539					
其他非流动负债	9521	9521	9521	9521	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>54688</b>	<b>60231</b>	<b>62946</b>	<b>67322</b>	每股收益(元)	0.26	0.53	0.61	0.68
少数股东权益	567	567	567	567	每股净资产(元)	4.89	4.96	5.08	5.22
归属母公司股东权益	38201	39034	39999	41062	发行在外股份(百万股)	7809	7869	7869	7869
<b>负债和股东权益</b>	<b>93457</b>	<b>99833</b>	<b>103512</b>	<b>108952</b>	ROIC(%)	5.8%	11.1%	12.1%	12.0%
					ROE(%)	5.3%	10.7%	12.1%	12.9%
					毛利率(%)	27.1%	28.4%	28.4%	28.4%
					销售净利率(%)	7.0%	10.4%	10.5%	10.5%
					资产负债率(%)	58.5%	60.3%	60.8%	61.8%
					收入增长率(%)	23.3%	39.8%	14.4%	10.1%
					净利润增长率(%)	51.6%	106.2%	15.8%	10.2%
					P/E	23.66	11.56	9.98	9.06
					P/B	1.25	1.23	1.20	1.17
					EV/EBITDA	22.67	15.63	14.23	13.31

数据来源: 贝格数据, 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

