

中联重科 (000157.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.59 元
 目标价格 (人民币): 7.24-7.24 元

市场数据 (人民币)

总股本 (亿股)	78.73
已上市流通 A 股 (亿股)	64.17
流通港股 (亿股)	13.88
总市值 (亿元)	440.12
年内股价最高最低 (元)	6.75/5.44
沪深 300 指数	3675
深证成指	9952

相关报告

1.《2019 年业绩大幅增长, 盈利能力快速提升-中联重科业绩预告点...》, 2020.1.16

2.《推核心管理层持股, 2020-2022 年业绩信心足-中联重科点...》, 2019.11.18

3.《三季报业绩增长 167%符合预期, 在手现金充裕-中联重科三季报...》, 2019.10.31

4.《工程机械后周期产品发力, PC 塔机需求爆发-中联重科 首次覆盖...》, 2019.10.21

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
 zhaojin1@gjzq.com.cn

2020Q1 销售有望同比持平, Q2 有望强劲增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	28,697	43,307	50,445	54,496	56,181
营业收入增长率	23.30%	50.92%	16.48%	8.03%	3.09%
归母净利润 (百万元)	2,020	4,371	5,180	5,958	6,596
归母净利润增长率	51.65%	116.42%	18.50%	15.02%	10.71%
摊薄每股盈利 (元)	0.259	0.555	0.658	0.757	0.838
每股经营性现金流净额	0.61	0.73	0.57	0.75	0.96
净资产收益率	5.29%	11.25%	12.34%	13.08%	13.32%
市盈率 (倍)	13.76	12.03	8.65	7.52	6.79
市净率 (倍)	0.73	1.35	1.07	0.98	0.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

■ 公司发布 2019 年报: 全年共实现营收 433 亿元, 同比增长 51%, 归母净利润 43.7 亿元, 同比增长 116%, 扣非净利润 35.1 亿, 同比增长 136%。

经营分析

■ 毛利率大幅提升, 经营性现金流增长 23%, 达到历史最好水平。

1) 受益行业高景气度, 公司主营产品市场份额的稳步提升, 以及产品结构的持续优化, 公司 2019 年综合毛利率 30%, 同比提升 2.9pct。

2) 2019 年净利率 9.9%, 同比增加 3pct, Q4 确认较多研发费用导致单季净利率为 7.1%。全年管理和财务费用率控制良好, 研发费用率增加 1.8pct。

3) 2019 年公司经营性净现金流净额 62 亿元, 同比增长 23%, 达到历史最好水平。公司应收账款周转天数 201 天, 同比大幅减少 79 天, 营业周期已接近上一轮周期时的健康水平, 营运能力大幅提高。

■ 主营产品混凝土机械及起重机收入大幅增长, 受益于行业高景气+份额提升

1) 混凝土机械、起重机 (包括工程起重机和塔机) 实现收入 139 亿/221 亿, 同比增长 37%/76%, 汽车起重机/履带起重机国内份额同比提升超 6pct/10pct。农机收入 15.8 亿元, 同比增长 7.2%, 结束下滑趋势。

2) 混凝土机械/起重机/其他机械/农机毛利率为 27.4%/32.8%/22.8%/4.3%, 分别同比 +3.5pct/+3.7pct/-4.5pct/-2.6pct。混凝土及起重机毛利率增长主要是以下原因: 产品销售结构优化, 长臂架泵车占比居多; 汽车起重机推出新品爆款, 定价能力较强; 塔式起重机成本下降, 售价稳定。

■ 公司一季度业绩有望持平, 公司二季度有望迎来强劲增长。

1) 受新冠疫情影响, 2020 年工程机械行业传统“旺季”推迟。3 月份以来, 疫情影响逐步消除, 下游建筑市场需求全面启动, 国家基建项目和工程机械开工率均逐步回升, 叠加逆周期调控政策不断落地, 行业需求得以快速释放。全年来看, 基建、地产投资韧性较强, 工程机械行业景气度持续, 环保趋严下设备更新换代需求仍在。

2) 根据最新投资者关系活动记录披露, 公司 Q1 销售有望与去年同期持平, 其中混凝土机械、塔机略有增长, 工程起重机下滑约 10%, 挖掘机和高空作业平台在低基数下实现了高速增长, Q1 挖掘机销量几乎达到去年全年水平。挖掘机推出了 9 款产品, 覆盖 6t-48t 产品线, 产品覆盖率达 93%, 其中小挖与竞品相比, 油耗降低 5%, 效率提升 10%, 工况适应能力提升。

盈利预测与投资建议

■ 预计公司 2020-2022 年净利润为 52/60/66 亿元, 同比增长 18%/15%/10%, PE 为 8.7/7.6/6.8 倍。2020 年 PB 为 1.1 倍, 安全边际高, 给予 2020 年 11 倍 PE, 6-12 月目标价 7.2 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 基建地产投资不及预期; 部分产品行业销量下滑; 新产品拓展不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	23,273	28,697	43,307	50,445	54,496	56,181
增长率		23.3%	50.9%	16.5%	8.0%	3.1%
主营业务成本	-18,304	-20,923	-30,315	-35,100	-37,639	-38,522
%销售收入	78.6%	72.9%	70.0%	69.6%	69.1%	68.6%
毛利	4,969	7,773	12,993	15,345	16,857	17,659
%销售收入	21.4%	27.1%	30.0%	30.4%	30.9%	31.4%
营业税金及附加	-301	-251	-359	-404	-436	-449
%销售收入	1.3%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-2,451	-2,379	-3,780	-4,540	-4,796	-4,888
%销售收入	10.5%	8.3%	8.7%	9.0%	8.8%	8.7%
管理费用	-1,769	-1,459	-1,620	-2,018	-2,180	-2,247
%销售收入	7.6%	5.1%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	0	-581	-1,516	-1,766	-1,907	-1,966
%销售收入	0.0%	2.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	448	3,103	5,718	6,618	7,538	8,108
%销售收入	1.9%	10.8%	13.2%	13.1%	13.8%	14.4%
财务费用	-1,504	-1,244	-1,215	-1,236	-1,353	-1,180
%销售收入	6.5%	4.3%	2.8%	2.4%	2.5%	2.1%
资产减值损失	-8,793	-87	-218	-386	-224	-215
公允价值变动收益	-66	33	22	0	0	0
投资收益	10,950	871	946	800	800	800
%税前利润	882.1%	33.0%	18.8%	13.4%	11.6%	10.5%
营业利润	1,218	2,601	5,014	5,957	6,872	7,623
营业利润率	5.2%	9.1%	11.6%	11.8%	12.6%	13.6%
营业外收支	24	37	20	20	20	20
税前利润	1,241	2,639	5,034	5,977	6,892	7,643
利润率	5.3%	9.2%	11.6%	11.8%	12.6%	13.6%
所得税	7	-682	-759	-896	-1,034	-1,146
所得税率	-0.5%	25.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,248	1,957	4,275	5,080	5,858	6,496
少数股东损益	-84	-63	-96	-100	-100	-100
归属于母公司的净利润	1,332	2,020	4,371	5,180	5,958	6,596
净利率	5.7%	7.0%	10.1%	10.3%	10.9%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,248	1,957	4,275	5,080	5,858	6,496
少数股东损益	-84	-63	-96	-100	-100	-100
非现金支出	9,765	931	1,094	1,120	1,011	1,056
非经营收益	-9,354	671	747	1,189	530	368
营运资金变动	1,192	1,223	-359	-2,888	-1,488	-333
经营活动现金净流	2,851	4,782	5,757	4,502	5,912	7,587
资本开支	-516	-433	-1,203	-794	-780	-780
投资	3,815	-7,455	8,904	0	0	0
其他	338	299	2,033	800	800	800
投资活动现金净流	3,638	-7,589	9,734	6	20	20
股权募资	388	43	313	0	0	0
债权募资	-3,571	6,906	-14,001	1,873	-1,482	-3,512
其他	-2,732	-2,818	-5,946	-3,276	-3,744	-3,836
筹资活动现金净流	-5,915	4,131	-19,634	-1,402	-5,225	-7,349
现金净流量	573	1,324	-4,143	3,105	707	259

来源：公司年报，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,256	10,068	6,572	9,678	10,385	10,643
应收款项	25,194	25,098	28,230	28,111	29,491	29,808
存货	8,886	9,551	11,772	12,186	12,798	12,929
其他流动资产	19,705	25,652	16,608	16,641	16,707	16,730
流动资产	62,042	70,369	63,182	66,615	69,380	70,110
%总资产	74.6%	75.3%	68.6%	70.6%	71.4%	71.7%
长期投资	7,149	9,537	14,336	14,336	14,336	14,336
固定资产	6,274	6,076	6,735	6,730	6,675	6,570
%总资产	7.5%	6.5%	7.3%	7.1%	6.9%	6.7%
无形资产	6,326	6,197	6,543	6,639	6,716	6,791
非流动资产	21,108	23,088	28,886	27,705	27,727	27,696
%总资产	25.4%	24.7%	31.4%	29.4%	28.6%	28.3%
资产总计	83,149	93,457	92,068	94,320	97,107	97,805
短期借款	9,221	22,013	7,484	11,339	9,858	6,346
应付款项	14,127	14,359	23,495	21,681	22,729	22,947
其他流动负债	1,122	3,256	3,933	3,573	2,990	3,124
流动负债	24,470	39,628	34,912	36,593	35,576	32,417
长期贷款	6,535	5,539	2,842	2,842	2,842	2,842
其他长期负债	13,917	9,521	14,780	12,344	12,344	12,344
负债	44,922	54,688	52,535	51,778	50,762	47,602
普通股股东权益	37,578	38,201	38,863	41,971	45,546	49,504
其中：股本	7,794	7,809	7,875	7,875	7,875	7,875
未分配利润	15,129	15,142	17,430	20,538	24,113	28,071
少数股东权益	649	567	670	570	470	370
负债股东权益合计	83,149	93,457	92,068	94,320	97,107	97,805

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.171	0.259	0.555	0.658	0.757	0.838
每股净资产	4.821	4.892	4.935	5.331	5.785	6.288
每股经营现金净流	0.366	0.612	0.731	0.572	0.751	0.963
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.263	0.303	0.335
回报率						
净资产收益率	3.54%	5.29%	11.25%	12.34%	13.08%	13.32%
总资产收益率	1.60%	2.16%	4.75%	5.49%	6.14%	6.74%
投入资本收益率	0.67%	3.07%	7.83%	8.22%	9.10%	9.74%
增长率						
主营业务收入增长率	16.23%	23.30%	50.92%	16.48%	8.03%	3.09%
EBIT增长率	20.17%	593.23%	84.28%	15.74%	13.91%	7.56%
净利润增长率	#####	51.65%	116.42%	18.50%	15.02%	10.71%
总资产增长率	-6.72%	12.40%	-1.49%	2.45%	2.96%	0.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	405.8	283.5	203.7	190.0	185.0	182.0
存货周转天数	215.9	160.8	128.4	128.0	126.0	125.0
应付账款周转天数	122.8	111.1	98.2	100.0	95.0	92.0
固定资产周转天数	92.1	69.2	48.9	41.2	37.1	34.7
偿债能力						
净负债/股东权益	36.46%	30.45%	28.12%	27.89%	21.03%	11.84%
EBIT利息保障倍数	0.3	2.5	4.7	5.4	5.6	6.9
资产负债率	54.03%	58.52%	57.06%	54.90%	52.61%	49.01%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	13	53
增持	0	0	0	4	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.24	1.21

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH