

000157.SZ

买入

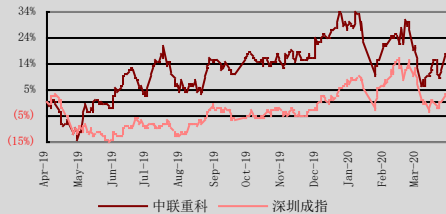
原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.23

板块评级: 强大于市

本报告要点

- 混凝土机械持续保持市场领先地位, 其中泵车一季度销量稳居行业榜首, 市场份额提升显著; 塔机需求也十分火爆, 订单饱满, 行业小厂多, 下游复工率低导致部分中小厂商被挤出市场, 公司市场份额进一步提升。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.3)	(0.2)	(6.6)	17.5
相对深证成指	(6.1)	9.5	(1.3)	18.8

发行股数(百万)	7,873
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	49,051
3个月日均交易额(人民币 百万)	309
净负债比率(%) (2020E)	14
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司(HKSCC NOMINEES LIMITED)	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年4月10日收市价为标准

相关研究报告

- 《中联重科》 20200331
- 《中联重科》 20200317
- 《中联重科》 20191116

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

中联重科

核心产品一季度销售一枝独秀, 公司有望持续引领行业价值攀升的新时代

在疫情冲击的背景下, 公司混凝土机械突破困难, 逆势上扬, 2020年一季度产品销量增长明显, 持续保持市场领先地位, 其中泵车产品销量同比增长25%, 3月更是达到近年来销售最高峰, 稳坐行业头把交椅, 充分彰显了公司混凝土产品强大的市场竞争力, 也凸显公司持续引领行业创新发展的卓越实力。

支撑评级的要点

- **混凝土机械“小绿军团”一季度一枝独秀, 极致的产品与最优的服务保障全年市场份额大幅提升。**据协会统计, 1-2月泵车全行业销量同比下降约25%, 搅拌车更是同比下滑近65%。3月随着复工率的攀升, 泵车和搅拌车销量有明显的复苏, 泵车预计销量同比微增, 搅拌车预计仍有两位数以上的下滑, 一季度泵车行业销量同比下滑预计近10%, 搅拌车行业销量同比下滑40%左右。在混凝土机械行业低迷期公司一季度取得优异的成绩, 3月泵车销量同比增长超30%, 一季度泵车产品销量同比增长25%, 是混凝土机械表现最佳的主机厂, 一季度公司泵车市场份额预计提升至45%左右, 同比提升近15pct, 充分彰显公司混凝土产品强大的市场竞争力; 月初公司对进口奔驰底盘的3桥和4桥泵车上调了5%和10%不等的价格, 三一也于4月9日也全面上调混凝土泵车5%-10%价格不等, 行业两大寡头先后涨价反映下游行业需求旺盛, 有助于改善行业的无序竞争和提升上市公司的盈利能力, 我们预计二季度泵车行业销量超3,500台, 同比增长约30%-40%, 公司泵车销量超1,500台, 同比增长超60%, 全年泵车行业销量有望接近10,000台, 公司销量有望达到4,500台。搅拌车受疫情影响冲击大, 开工率较低, 一季度行业销量大幅下滑, 公司销量下滑幅度预计明显低于行业水平, 市场份额也有显著提升, 搅拌车补偿性需求恢复节奏会相对平缓, 经济下行压力下也较难执行严格的治超政策, 全年搅拌车销量预计将保持相对平稳的水平, 公司搅拌车增长主要依靠市场份额的提升。公司混凝土机械产品市场份额大幅提升的背后是极致的产品、最优的服务、管理与营销机制变革的合力影响, 3月11日网络发布行业最轻最长的泵车新品, 明显产品全新升级, 代表了行业最领先的技术, 多个亿元大单批量交付, 一季度“小绿军团”的火爆只是开始, 全年有望复制19年汽车起重机械市场份额大幅提升的局面。
- **塔机从全球最大迈向全球最强, 20年将继续保持迅猛的发展势头。**随着公司塔机智能工厂一期的投产运营, 19年塔机业务含税销售额突破100亿元, 销售额连续4年翻番增长, 市场份额进一步提升至40%左右, 市场份额已连续11年位居国内榜首, 在塔机领域有很强的技术底蕴和创新基因, 19年年底在塔机新品订货会现场, 2小时订单近50亿元, 彰显公司产品及品牌在行业的领军地位与话语权。一季度塔机行业复工率相对较低, 行业整体预计实现两位数以上的下滑, 我们预计公司塔机销量与去年同期基本持平, 明显好于行业水平, 疫情冲击下中小塔机厂商复工复产阻力较大, 部分甚至被挤出市场, 公司市场份额进一步提升。据产业链了解, 公司塔机意向订单火爆, 市场上可谓一机难求, 我们预计二季度公司日均销量超过1,500台, 同比增长超30%, 行业在补偿性需求、新增项目落地增加等驱动下销量增速二季度也将转正, 全年预计塔机行业将实现10%以上的增长, 而公司塔机营收有望提升至130亿左右, 同比提升超30%。
- **工程起重机械将继续稳步增长, 高机和挖掘机蓄势待发。**根据主机厂调研了解, 预计3月汽车起重机械行业销量同比下滑近20%, 一季度行业销量也同比下滑20%左右, 而一季度公司销量预计同比下滑约10%, 明显优于行业平均水平, 虽然主机厂开工率已恢复至旺季水平, 但由于增值税改革、厂商促销等导致去年同期基数较高导致行业销量下滑, 二季度开始行业销量增速将逐步转正, 目前行业保有量较充足、部分地区台班费有一定的下行、新机降价速度过快, 这些都会抑制2020年吊装公司的购机意愿, 因此在促基建背景下汽车吊需求也很难被放大, 预计全年汽车吊保持0-5%的增长, 而公司有望保持10%左右的增长。挖掘机公司实现0到1的突破, 3月份销量近1,400台, 单月市场份额位居国内第9, 与小松接近, 一季度销量同比增长超200%, 预计全年有望实现5,000台以上的销量; 高空作业平台受疫情冲击导致一季度销售明显减少, 但3月随着复工复产订单明显增加, 预计二季度将迎来大幅增长, 19年公司以黑马姿态在高机领域实现重大突破, 20年在臂式产能和海外市场发力背景下有望更上一个台阶, 实现翻番以上的高增长。

估值

- 预计公司2020-2022年归母净利润分别为57.8/68.6/79.8亿元(考虑股份支付费用), 对应EPS为0.73/0.87/1.01元/股, 对应PE分别为8.5/7.1/6.1倍, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情控制进度不及预期, 下游复工进度不及预期, 行业竞争加剧, 基建和地产投资不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	28,697	43,307	53,428	61,393	67,759
变动(%)	23	51	23	15	10
净利润(人民币 百万)	2,676	4,371	5,781	6,861	7,984
全面摊薄每股收益(人民币)	0.257	0.555	0.734	0.871	1.014
变动(%)	51.6	116.4	32.2	18.7	16.4
全面摊薄市盈率(倍)	24.3	11.2	8.5	7.1	6.1
价格/每股现金流量(倍)	9.7	7.9	6.8	6.3	6.5
每股现金流量(人民币)	0.64	0.79	0.92	0.99	0.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.9	7.7	5.4	4.4	3.7
每股股息(人民币)	0.237	0.000	0.367	0.392	0.406
股息率(%)	3.8	n.a.	5.9	6.3	6.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	28,697	43,307	53,428	61,393	67,759
销售成本	(21,174)	(30,674)	(37,287)	(42,602)	(46,923)
经营费用	(3,089)	(6,071)	(7,904)	(9,031)	(9,853)
息税折旧前利润	4,434	6,563	8,237	9,759	10,983
折旧及摊销	(837)	(865)	(1,015)	(1,215)	(1,370)
经营利润(息税前利润)	3,597	5,698	7,222	8,545	9,612
净利息收入/(费用)	(1,244)	(1,215)	(1,104)	(915)	(459)
其他收益/(损失)	941	988	550	300	100
税前利润	3,294	5,470	6,668	7,929	9,254
所得税	(682)	(759)	(1,000)	(1,189)	(1,388)
少数股东权益	(63)	(96)	(113)	(121)	(118)
净利润	2,676	4,371	5,781	6,861	7,984
核心净利润	2,683	4,811	5,789	6,861	7,984
每股收益(人民币)	0.257	0.555	0.734	0.871	1.014
核心每股收益(人民币)	0.341	0.611	0.735	0.871	1.014
每股股息(人民币)	0.237	0.000	0.367	0.392	0.406
收入增长(%)	23	51	23	15	10
息税前利润增长(%)	(143)	58	27	18	12
息税折旧前利润增长(%)	(160)	48	26	18	13
每股收益增长(%)	52	116	32	19	16
核心每股收益增长(%)	133	79	20	19	16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	35,046	25,127	26,027	27,222	28,177
应收帐款	25,048	25,404	27,727	28,549	30,363
库存	9,551	11,772	11,770	12,089	12,386
其他流动资产	725	880	963	1,026	1,035
流动资产总计	70,369	63,182	66,487	68,886	71,961
固定资产	6,076	6,735	7,485	8,444	8,754
无形资产	4,096	4,063	3,999	3,875	3,695
其他长期资产	10,815	16,021	14,908	15,908	16,908
长期资产总计	20,987	26,820	26,392	28,227	29,357
总资产	93,457	92,068	94,936	99,166	103,371
应付帐款	10,811	19,061	21,267	22,475	23,126
短期债务	8,325	5,043	3,689	2,945	2,180
其他流动负债	20,492	10,479	11,358	11,828	10,484
流动负债总计	39,628	34,583	36,314	37,248	35,790
长期借款	13,645	14,515	10,847	10,209	10,909
其他长期负债	1,414	3,437	2,002	2,284	2,574
股本	7,809	7,875	7,873	7,873	7,873
储备	31,853	34,452	37,343	41,117	45,907
股东权益	39,662	42,327	45,216	48,990	53,780
少数股东权益	567	670	557	435	317
总负债及权益	93,457	92,068	94,936	99,166	103,371
每股帐面价值(人民币)	5.04	5.38	5.74	6.22	6.83
每股有形资产(人民币)	4.55	4.86	5.24	5.73	6.36
每股净负债/(现金)(人民币)	0.49	0.17	(0.55)	(0.80)	(1.01)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,294	5,470	6,668	7,929	9,254
折旧与摊销	837	865	1,015	1,215	1,370
净利息费用	1,244	1,215	1,104	915	459
运营资本变动	2,071	2,062	(100)	221	(1,014)
税金	(1,401)	(1,291)	(1,000)	(1,189)	(1,388)
其他经营现金流	(981)	(2,101)	(454)	(1,333)	(1,107)
经营活动产生的现金流	5,064	6,219	7,233	7,758	7,574
购买固定资产净值	(89)	(33)	1,700	2,050	1,500
投资减少/增加	537	566	500	300	100
其他投资现金流	(8,037)	9,200	(2,869)	(4,091)	(3,002)
投资活动产生的现金流	(7,589)	9,734	(669)	(1,741)	(1,402)
净增权益	(1,865)	0	(2,891)	(3,088)	(3,193)
净增债务	11,796	(17,226)	(3,637)	(244)	(2,265)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(5,829)	(2,450)	1,354	(1,593)	21
融资活动产生的现金流	4,102	(19,649)	(5,122)	(4,822)	(5,217)
现金变动	1,577	(3,696)	1,442	1,195	955
期初现金	8,256	10,068	6,572	8,014	9,209
公司自由现金流	(2,525)	15,953	6,564	6,017	6,172
权益自由现金流	10,515	(57)	4,030	6,688	4,365

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.5	15.2	15.4	15.9	16.2
息税前利润率(%)	12.5	13.2	13.5	13.9	14.2
税前利润率(%)	11.5	12.6	12.5	12.9	13.7
净利率(%)	9.3	10.1	10.8	11.2	11.8
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	2.9	4.7	6.5	9.3	21.0
净权益负债率(%)	29.6	30.2	14.2	8.0	5.4
速动比率(倍)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	24.3	11.2	8.5	7.1	6.1
核心业务市盈率(倍)	18.3	10.2	8.5	7.1	6.1
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	9.7	7.9	6.8	6.3	6.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.9	7.7	5.4	4.4	3.7
周转率					
存货周转天数	158.9	126.9	115.2	102.2	95.2
应收帐款周转天数	319.5	212.6	181.5	167.3	158.7
应付帐款周转天数	126.8	125.9	137.8	130.0	122.8
回报率					
股息支付率(%)	69.7	0.0	50.0	45.0	40.0
净资产收益率(%)	6.8	10.7	13.2	14.6	15.5
资产收益率(%)	3.2	5.3	6.6	7.5	8.1
已运用资本收益率(%)	0.8	1.8	2.4	2.8	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371