

000157.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.4

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 疫情冲击压力测试下公司实现营收和利润的双增长，核心产品市场份额持续提升，新兴业务板块一季度蓬勃发展；一季度公司期间费用率继续下行，盈利能力持续提升；二季度及全年公司有望延续一季度的良好开端，全年营收增速有望超 25%，增速将继续保持行业领先。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.8)	7.4	1.6	34.6
相对深证成指	(7.6)	(0.9)	1.2	23.8

发行股数(百万)	7,873
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	50,389
3个月日均交易额(人民币 百万)	313
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 30 日收市价为标准

相关研究报告

- 《中联重科》 20200413
- 《中联重科》 20200331
- 《中联重科》 20200317

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

疫情冲击压力测试下实现逆势增长，全年业绩增速有望延续行业领先

公司发布 2020 年一季报: 一季度实现营业收入 90.7 亿元, 同比增长 0.56%, 归母净利润 102.6 亿元, 同比增长 2.4%, 扣非归母净利润 8.7 亿元, 同比增长 6.1%, 经营净现金流 3.2 亿元, 同比下降 82.9%。

支撑评级的要点

- 疫情冲击压力测试下实现营收和利润双增长，公司核心产品市场份额将持续提升。在疫情冲击的压力测试下，公司一季度营收和净利润实现双增长，再次验证公司成长的确性和高业绩弹性，公司一季度业绩逆势增长的背后是核心产品竞争力的持续提升以及潜力新兴业务的亮眼表现。2020Q1 公司混凝土机械销量增长显著，市场份额大幅提升，进一步巩固市场领先地位，其中泵车产品销量同比增长 25%，而整个行业预计同比下滑 5%-10%，成为行业领头羊，混凝土机械市场份额大幅提升的原因系：1) 加强产品的创新与研发，推出多款极具市场竞争力的新产品；2) 混凝土事业部管理和机制的变革，采取端对端的销售模式，完善激励机制；3) 销售和服务体系的加强；4) 公司下游客户一直粘性强，客户实力近两年有明显的改善；5) 公司对今年准备较充足，产能较充分，因此我们认为一季度小绿军团的火爆并非昙花一现，全年有望复制 2019 年工程起重机市场份额大幅提升的局面；工程起重机市场份额在 2019 年大幅提升的基础上继续保持稳步提升，销量下滑幅度明显低于行业平均水平；塔机继续保持行业的统治地位，在一季度开工率较低的背景下实现高速增长，行业领先优势进一步扩大。新兴业务板块一季度开始展现出巨大的发展潜力，农机板块收入实现高速增长，推出的抛秧机等新品在市场热销；挖掘机实现从 0 到 1 的突破，一季度销量同比增长超 200%；高空作业平台一季度开局也良好，收入规模大幅增长的同时盈利能力也有显著的提升，新兴业务的放量将为公司带来新的强力增长点，有助于平滑行业周期波动。

- 一季度公司盈利能力持续提升，持续推进高质量发展带来经营的正反馈。2020Q1 公司期间费用率为 16.9%，同比下降 1.6pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.8%、3.8%、2.7%、3.1%，分别同比下降 0.2pct、下降 1.4pct、提升 1.4pct、下降 1.4pct，随着公司降债务规模，优化财务结构，财务费用一季度开始下降明显，全年来看财务费用下降、规模化效应、严控管理费用等驱动下，期间费用率将进一步下行。一季度公司整体毛利率为 30.6%，同比提升 0.6pct，净利率 11.6%，同比提升 0.7pct，泵车、塔机等高毛利产品占比营收占比增加以及新兴业务盈利能力提升拉动公司整体毛利率的提升，接下来公司毛利率和净利率预计还将进一步上行。一季度公司经营净现金流为 3.2 亿元，同比下降 82.9%，考虑到一季度疫情冲击造成客户付款的延迟、公司对客户及经销商人性化的支持政策，公司的现金流情况已十分优异，是公司持续推进高质量发展的正反馈。

- 二季度及全年有望延续一季度的良好开端，增速将继续保持行业领先。受疫情冲击影响，工程机械国内需求旺季有所延后，随着 3 月以来加速复工复产以及逆周期调节政策的不断加强，行业迎来补偿性需求释放及投资力度加大带来的强劲增长，预计整个 2 季度将持续保持高速增长，全年来看预计淡季不淡，后续销量还有望不断超预期。考虑到不同工程机械品种自身的更新周期及施工节奏差异，我们认为二季度及全年不同产品景气度依次是混凝土泵车、塔机、挖掘机、工程起重机及其他混凝土机械产品，公司高景气度细分产品营收占比行业最高，另外叠加市场份额持续提升及新兴业务放量，公司业绩增速大概率将继续保持行业领先，我们预计公司二季度营收有望实现 40%-50% 的高增长，全年有望实现 25% 以上的高增长，考虑股份支付费用，利润端增速也将比营收端增速更高。

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 8.77/3.16/3.36 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)	24.9	11.5	8.7	7.3	6.3
价格/每股现金流量(倍)	10.0	8.1	7.0	6.5	6.7
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)	12.2	7.9	5.6	4.5	3.9
每股股息(人民币)	0.237	0.000	0.367	0.392	0.406
股息率(%)	3.7	n.a.	5.7	6.1	6.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 一季度业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2019Q1	2020Q1	同比变动 (%)
营业总收入	90.17	90.67	0.55
营业成本	63.11	62.96	(0.23)
营业利润	11.41	12.86	12.74
净利润	9.81	10.50	7.03
归属于上市公司股东的净利润	10.02	10.26	2.39
扣非后净利润	8.20	8.70	6.06
销售费用	7.15	7.04	(1.50)
管理费用	4.34	3.05	(29.71)
研发费用	1.16	2.42	108.93
财务费用	4.05	2.80	(30.79)
销售费用率 (%)	7.93	7.77	
管理费用率 (%)	4.81	3.37	
研发费用率 (%)	1.28	2.67	
财务费用率 (%)	4.49	3.09	
毛利率 (%)	30.01	30.56	
净利率 (%)	10.88	11.59	

资料来源: 公司公告, 中银证券

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)	24.9	11.5	8.7	7.3	6.3
核心业务市盈率(倍)	18.8	10.5	8.7	7.3	6.3
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	10.0	8.1	7.0	6.5	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.2	7.9	5.6	4.5	3.9
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