

000157.SZ

买入

原评级: 买入

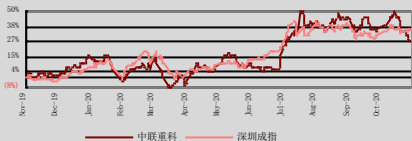
市场价格: 人民币 7.24

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 淡季不淡营收和利润持续双高增长，核心产品市场份额继续稳步提升；持续执行可持续、高质量发展经营理念，三季度经营现金流开始加速修复；土方机械、农机等新业务板块打造中长期增长新引擎，成长型工程机械龙头有望迎业绩与估值的双击。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.2	(8.3)	(10.0)	25.4
相对深证成指	(17.9)	(12.3)	(8.4)	(11.5)

发行股数(百万)	7,919
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	57,331
3个月日均交易额(人民币 百万)	467
净负债比率(%) (2020E)	21
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年11月2日收市价为标准

相关研究报告

- 《中联重科》 20200930
- 《中联重科》 20200824
- 《中联重科》 20200715

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

证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

证券分析师: 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

多梯次产品打造成成长型工程机械龙头，新业务板块齐发力有望再造一个中联

公司发布2020年三季报: 前三季度累计实现营业收入452.4亿元, 同比增长42.5%, 归母净利润56.9亿元, 同比增长63.4%, 扣非归母净利润49.6亿元, 同比增长79.2%, 经营净现金流40.2亿元, 同比下降19.1%。

支撑评级的要点

■ 淡季不淡营收和利润持续双高增长，核心产品市场份额继续稳步提升。疫情冲击行业需求旺盛，下游基建、地产等行业持续复苏，工程机械行业保持全球领先地位。三季度公司实现营业收入452.4亿元，同比增长42.5%，归母净利润56.9亿元，同比增长63.4%。扣非归母净利润49.6亿元，同比增长79.2%。经营净现金流40.2亿元，同比下降19.1%。

■ 持续执行可持续、高质量发展的经营理念，三季度经营现金流开始加速修复。2020Q1-3公司期间费用率分别为13.6%、2.8%、3.8%、0.1%，分别同比下降1.8pct、下降0.8pct、提升1.5pct、控制管理费用率。销售及管理费用率分别下降2.8pct、1.2pct，主要系对终端客户营销模式的成功推广，成本节约及效率提升所致。前三季度毛利率为28.5%，同比下降1.3pct，主要系产品结构优化，产品毛利率有所提升。前三季度公司盈利能力和净利率均有所提升，前三季度经营净现金流为40.2亿元，其中Q3单季度净流入25.4亿元，较上半年增加18.8亿元，较上年同期增加12.7%。Q1-3公司经营性净现金流为40.2亿元，较上半年增加18.8亿元，较上年同期增加12.7%。

■ 土方机械、农机、高空作业平台等新业务板块打造中长期增长新引擎，成长型工程机械龙头有望迎业绩持续释放和估值中枢提升的双击。公司目前形成了丰富的产品梯队，核心竞争能力不断增强，市场份额预计将继续进一步提升。一线梯队产品的发力将为公司未来2-3年释放业绩弹性，业绩增速有望延续行业领先。二线的土方机械、农机、高空作业平台等新业务板块将逐渐成为公司中长期增长新引擎，未来也会成长为独挡一面的业务板块。土方机械推出“矿世英雄”大挖产品，完善产品谱系，进一步巩固行业领先地位。随着明年智慧产业城3.3万台挖掘机智能产线的投产，挖掘机的市场竞争力将进一步提升，看好公司土方机械未来3-5年成长为国内前三乃至国内前三；农机的国内需求明显回暖，公司加大对经济型作物及高端智能机型的研发推广，产品的销量和盈利水平都有明显的提升，随着国家对粮食安全重视程度的提升，高端农机的国产渗透率预计将逐步提升，农业的机械化水平及作业效率也将大幅提升，农机业务市场空间巨大，公司农机最有希望成为中国的约翰迪尔；高空作业平台去年以黑马姿态切入市场，今年继续实现高速增长，稳居行业第一梯队，海外市场今年也开始布局，未来有望打造成50-100亿规模的大业务板块。三线的干混砂浆设备、应急设备等也在不断的培育和孵化，为公司的长远发展培养增长因子。多梯次的产品发展策略有助于公司拉平传统工程机械的周期波动，未来几年仍将是公司高速发展的黄金时期，公司有望成长为工程机械成长型企业，这些新业务板块也理应给与相应的估值，因此公司未来有望迎业绩持续释放和估值中枢提升的双击。

估值

■ 基于行业持续高景气度及公司核心竞争力的提升，我们上调公司2020-2022年归母净利润分别至74.8/96.3/113.7亿元，对应EPS为0.94/1.21/1.44元/股，对应PE分别为7.7/6.0/5.0倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 全球疫情持续发酵，行业竞争加剧，基建和地产投资不及预期，环保及治超力度不及预期。

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	60,322	70,337	78,620
变动(%)	23	51	39	17	12
净利润(人民币 百万)	2,676	4,371	7,483	9,633	11,373
全面摊薄每股收益(人民币)	0.255	0.552	0.943	1.214	1.436
变动(%)	51.6	116.4	70.8	28.8	18.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.823	1.035	1.214
调整幅度(%)			14.6	17.3	18.3
全面摊薄市盈率(倍)	28.4	13.1	7.7	6.0	5.0
价格/每股现金流量(倍)	11.3	9.2	8.5	6.8	6.9
每股现金流量(人民币)	0.64	0.79	0.85	1.07	1.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.8	8.9	6.3	4.6	3.7
每股股息(人民币)	0.236	0.000	0.377	0.425	0.431
股息率(%)	3.3	n.a.	5.2	5.9	6.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 三季度业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2019Q1-3	2020Q1-3	同比变动 (%)
营业总收入	317.55	452.44	42.48
营业成本	222.86	323.44	45.13
营业利润	42.02	65.28	55.35
净利润	34.60	57.35	65.77
归属于上市公司股东的净利润	34.80	56.86	63.41
扣非后净利润	27.66	49.56	79.16
销售费用	27.70	31.40	13.33
管理费用	11.44	12.82	12.11
研发费用	7.31	17.11	134.14
财务费用	9.16	0.35	(96.13)
销售费用率 (%)	8.72	6.94	
管理费用率 (%)	3.60	2.83	
研发费用率 (%)	2.30	3.78	
财务费用率 (%)	2.88	0.08	
毛利率 (%)	29.82	28.51	
净利率 (%)	10.90	12.68	

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	60,322	70,337	78,620
销售成本	(21,174)	(30,674)	(43,657)	(50,686)	(56,613)
经营费用	(3,089)	(6,071)	(7,651)	(8,088)	(8,357)
息税折旧前利润	4,434	6,563	9,013	11,563	13,650
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	7,998	10,348	12,279
净利息收入/(费用)	(1,244)	(1,215)	(137)	8	96
其他收益/(损失)	941	988	569	519	503
税前利润	3,294	5,470	8,430	10,875	12,878
所得税	(682)	(759)	(1,093)	(1,411)	(1,674)
少数股东权益	(63)	(96)	(146)	(170)	(168)
净利润	2,676	4,371	7,483	9,633	11,373
核心净利润	2,683	4,811	7,490	9,633	11,373
每股收益(人民币)	0.255	0.552	0.943	1.214	1.436
核心每股收益(人民币)	0.339	0.607	0.946	1.217	1.436
每股股息(人民币)	0.236	0.000	0.377	0.425	0.431
收入增长(%)	23	51	39	17	12
息税前利润增长(%)	(143)	58	40	29	19
息税折旧前利润增长(%)	(160)	48	37	28	18
每股收益增长(%)	52	116	71	29	18
核心每股收益增长(%)	133	79	56	29	18

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	24,081	30,548	32,050	33,293
应收帐款	25,048	26,450	32,196	34,233	37,835
库存	9,551	11,772	16,532	17,445	18,328
其他流动资产	725	880	1,279	1,088	1,400
流动资产总计	70,369	63,182	80,555	84,817	90,856
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	109,004	115,097	122,266
应付帐款	10,811	19,061	29,391	31,044	32,725
短期债务	8,325	5,043	5,278	6,405	4,494
其他流动负债	20,492	10,479	11,044	11,702	10,320
流动负债总计	39,628	34,583	45,713	49,151	47,539
长期借款	13,645	14,515	13,916	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	7,919	7,919	7,919
储备	31,853	34,452	38,931	45,181	53,139
股东权益	39,662	42,327	46,850	53,099	61,058
少数股东权益	567	670	524	354	186
总负债及权益	93,457	92,068	109,004	115,097	122,266
每股帐面价值(人民币)	5.01	5.35	5.92	6.71	7.71
每股有形资产(人民币)	4.55	4.86	5.41	6.22	7.24
每股净负债/(现金)(人民币)	0.49	0.17	(0.09)	(0.52)	(0.92)

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	8,430	10,875	12,878
折旧与摊销	837	865	1,015	1,215	1,370
净利息费用	1,244	1,215	137	(8)	(96)
运营资本变动	2,071	2,062	4,970	(106)	(2,113)
税金	(1,401)	(1,291)	(1,113)	(1,430)	(1,677)
其他经营现金流	(981)	(2,101)	(6,729)	(2,108)	(2,090)
经营活动产生的现金流	5,064	6,219	6,710	8,436	8,273
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	500	500
其他投资现金流	(8,037)	9,200	(6,889)	(4,110)	(3,005)
投资活动产生的现金流	(7,589)	9,734	(4,689)	(1,560)	(1,005)
净增权益	(1,865)	0	(2,986)	(3,365)	(3,411)
净增债务	11,796	(17,226)	1,020	(1,442)	(3,411)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(5,829)	(2,450)	2,367	(670)	575
融资活动产生的现金流	4,102	(19,649)	454	(5,374)	(6,026)
现金变动	1,577	(3,696)	2,476	1,502	1,242
期初现金	8,256	10,068	6,572	9,048	10,550
公司自由现金流	(2,525)	15,953	2,022	6,876	7,268
权益自由现金流	10,515	(57)	3,179	5,426	3,761

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	14.9	16.4	17.4
息税前利润率(%)	12.5	13.2	13.3	14.7	15.6
税前利润率(%)	11.5	12.6	14.0	15.5	16.4
净利率(%)	9.3	10.1	12.4	13.7	14.5
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.9
利息覆盖率(倍)	2.9	4.7	58.4	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	29.6	30.2	21.4	11.3	5.9
速动比率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	28.4	13.1	7.7	6.0	5.0
核心业务市盈率(倍)	21.4	11.9	7.7	6.0	5.0
市净率(倍)	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	11.3	9.2	8.5	6.8	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.8	8.9	6.3	4.6	3.7
周转率					
存货周转天数	158.9	126.9	118.3	122.3	115.3
应收帐款周转天数	319.5	217.0	177.4	172.4	167.3
应付帐款周转天数	126.8	125.9	146.6	156.8	148.0
回报率					
股息支付率(%)	69.7	0.0	39.9	34.9	30.0
净资产收益率(%)	6.8	10.7	16.8	19.3	19.9
资产收益率(%)	3.2	5.3	6.9	8.0	9.0
已运用资本收益率(%)	0.8	1.8	2.9	3.5	3.9

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