

000157.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.9

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ **定增方案获证监会审核通过, 公司迎全新发展的新起点; 工程机械三大核心产品未来2-3年持续发力, 公司业绩增速有望继续引领行业; 多梯次产品发展战略布局清晰, 打造可持续发展的工程机械龙头。**

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	48.0	30.3	26.9	68.6
相对深证成指	19.1	33.3	20.3	29.7

发行股数(百万)	7,919
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	78,402
3个月日均交易额(人民币 百万)	774
净负债比率(%) (2020E)	23
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	17

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年12月9日收市价为标准

相关研究报告

《中联重科》 20201103
《中联重科》 20200930
《中联重科》 20200824

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

定增补短板获审核通过, 公司有望打造成可持续发展的工程机械龙头

公司非公开发行A股股票的申请已获得证监会审核通过, 本次A股定增方案为向不超过35名特定投资者发行不超过10.6亿股, 合计募资51.99亿元, 锁定期6个月。

支撑评级的要点

■ **定增方案获证监会审核通过, 公司迎全新发展的新起点。**经修改后的定增方案于近期获得证监会审核通过, 最终公司拟发行不超过10.6亿股, 合计募资不超过51.99亿元, 主要用于投向挖掘机智能制造项目, 补齐公司土方机械发展的短板。前三季度, 公司各产品销售强劲, 业绩增速表现亮眼, 但股价受定增的不确定性影响而有所压制, 本次定增过审后, 有助于消除股价的抑制因素, 公司大力发展挖掘机的战略也能更好的落地, 挖掘机作为工程机械单一细分市场最大的产品, 定增能为挖掘机业务的大力发展提供强劲的资金支持, 也彰显公司大力发展挖掘机业务的信心和决心, 公司有望迎来全新发展的新起点。

■ **工程机械三大核心产品未来2-3年持续发力, 公司业绩增速有望继续引领行业。**公司工程机械三大核心产品混凝土机械、工程起重机、塔机下半年预计将延续上半年的旺盛需求, 中后期品种持续保持高景气度。据公司官微介绍: 11月26日下午的W二代塔机新品订货会斩获超80亿元订单, 宝马展累计订单已超200亿元, 928嗨购会当天也斩获超32亿元订单, 刷新工程机械直播“带货”记录, 大吨位履带起重机订单排货量已到明年下半年等, 彰显公司强大的品牌影响力和产品市场号召力。未来2-3年, 我们认为三大工程机械产品有望持续发力: 混凝土泵车更新换代周期仍处于中前期, 保有量中还存在大量的国三设备, 国六标准的实施将导致这些设备逐渐淘汰, 混凝土搅拌车在治超趋严的背景下带来大量的大罐换小罐需求, 因此混凝土机械将持续保持高景气度; 工程起重机销量预计高位平稳运行, 但受风电抢装大吨位汽车起重机和履带起重机需求火爆, 大吨位销售占比提升有利于保障公司营收的增长; 塔机受益PC渗透率提升带来产品精度和强度要求的提升以及施工安全性重视增加对设备年限要求的提升, 将加速塔机的更新换代。过去几年, 公司三大产品竞争力持续增强, 市场份额持续攀升, 接下来优势产品市场份额还将进一步提升。中后期工程机械品种持续发力及公司市场份额持续提升, 有助于保障公司业绩增速继续引领行业。

■ **多梯次产品发展战略布局清晰, 打造可持续发展的工程机械龙头。**公司除巩固三大核心工程机械产品的市场优势外, 也加大对高空作业平台、挖掘机、农机等新业务板块的培育, 这些目前的二线梯队产品今年明显开始发力, 前三季度实现强劲增长, 市场地位也得到大幅提升, 未来也将逐渐发展成与三大核心产品并驾齐驱的大业务板块。高空作业平台自19年杀入便稳居行业第一梯队, 今年前三季度依旧延续高增长, 公司在臂式领域优势明显, 今年也加强对国内客户的拓展和海外市场的布局, 未来有望快速打造为50-100亿规模的大业务板块; 据协会统计, 公司挖掘机再回归首年便实现超2%的市场份额, 同时公司加大对差异化新产品的研发, 丰富产品谱系, 优化营销服务体系, 宝马展重磅推出涵盖小、中、大挖三个类别的7款G系列新产品, 开启公司进军工程机械单一最大细分市场的新征程, 随着年产3.3万台的挖掘机智慧产线投产, 挖掘机的市场竞争力将进一步增强, 非常有望成长为行业前五乃至行业前三; 农机行业今年市场需求明显复苏, 公司产品销量和盈利水平预计均有较大幅度提升, 全年有望实现扭亏, 同时加大对高端机型和经济作物机型的研发推广, 布局农事服务, 农机业务市场空间巨大, 公司最有望成为中国的农机巨头。另外, 公司也更坚定拓展国际化业务, 深耕“一带一路”国家和地区, 加快走出去步伐, 未来海外营收有望做到总营收的30%左右, 三线的干混砂浆设备、应急设备等也在不断的培育和孵化中, 多梯次的产品发展战略将为公司的可持续发展提供强劲支撑, 未来2-3年即便传统工程机械出现小幅波动, 依靠新业务的放量, 公司仍有能力拉平周期乃至穿越周期, 目前公司估值与可持续高增长及公司能力并不匹配, 未来有望迎业绩高弹性持续释放及估值提升的双击。

估值

■ 基于行业持续高景气度及公司核心产品竞争力增强, 我们小幅上调公司2020-2022年归母净利润分别至74.9/100.0/117.2亿元, 对应EPS为0.94/1.26/1.48元/股, 对应PE分别为10.5/7.9/6.7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	61,775	77,469	87,644
变动(%)	23	51	43	25	13
净利润(人民币 百万)	2,676	4,371	7,491	10,002	11,720
全面摊薄每股收益(人民币)	0.255	0.552	0.944	1.261	1.480
变动(%)	51.6	116.4	70.9	33.6	17.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.943	1.214	1.436
调整幅度(%)			0.1	3.9	3.1
全面摊薄市盈率(倍)	38.8	17.9	10.5	7.9	6.7
价格/每股现金流量(倍)	15.5	12.6	13.3	10.9	8.2
每股现金流量(人民币)	0.64	0.79	0.74	0.91	1.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.5	12.1	8.7	6.3	5.1
每股股息(人民币)	0.236	0.000	0.377	0.441	0.444
股息率(%)	2.4	n.a.	3.8	4.5	4.5

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	61,775	77,469	87,644
销售成本	(21,174)	(30,674)	(44,556)	(55,689)	(63,102)
经营费用	(3,089)	(6,071)	(8,166)	(9,698)	(10,386)
息税折旧前利润	4,434	6,563	9,053	12,081	14,156
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	8,038	10,867	12,786
净利息收入/(费用)	(1,244)	(1,215)	(168)	(94)	(17)
其他收益/(损失)	941	988	569	519	503
税前利润	3,294	5,470	8,439	11,291	13,272
所得税	(682)	(759)	(1,095)	(1,465)	(1,725)
少数股东权益	(63)	(96)	(147)	(177)	(173)
净利润	2,676	4,371	7,491	10,002	11,720
核心净利润	2,683	4,811	7,497	10,002	11,720
每股收益(人民币)	0.255	0.552	0.944	1.261	1.480
核心每股收益(人民币)	0.339	0.607	0.947	1.263	1.480
每股股息(人民币)	0.236	0.000	0.377	0.441	0.444
收入增长(%)	23	51	43	25	13
息税前利润增长(%)	(143)	58	41	35	18
息税折旧前利润增长(%)	(160)	48	38	33	17
每股收益增长(%)	52	116	71	34	17
核心每股收益增长(%)	133	79	56	33	17

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	30,766	33,120	34,647
应收帐款	25,048	26,450	33,609	39,556	40,785
库存	9,551	11,772	17,109	20,210	19,651
其他流动资产	725	880	1,323	1,277	1,496
流动资产总计	70,369	63,182	82,807	94,164	96,578
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	111,256	124,444	127,988
应付帐款	10,811	19,061	30,379	36,001	35,057
短期债务	8,325	5,043	5,833	9,501	7,021
其他流动负债	20,492	10,479	11,225	12,480	10,680
流动负债总计	39,628	34,583	47,437	57,982	52,758
长期借款	13,645	14,515	14,432	10,472	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	38,942	45,441	53,655
股东权益	39,662	42,327	46,861	53,360	61,574
少数股东权益	567	670	523	346	173
总负债及权益	93,457	92,068	111,256	124,444	127,988
每股帐面价值(人民币)	5.01	5.35	5.92	6.74	7.78
每股有形资产(人民币)	4.55	4.86	5.41	6.25	7.31
每股净负债/(现金)(人民币)	0.49	0.17	0.02	(0.23)	(0.77)

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	8,439	11,291	13,272
折旧与摊销	837	865	1,015	1,215	1,370
净利息费用	1,244	1,215	168	94	17
运营资本变动	2,071	2,062	4,682	404	(2,689)
税金	(1,401)	(1,291)	(1,114)	(1,484)	(1,728)
其他经营现金流	(981)	(2,101)	(7,307)	(4,296)	(648)
经营活动产生的现金流	5,064	6,219	5,884	7,224	9,594
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	(2,989)	(3,494)	(3,515)
净增债务	11,796	(17,226)	2,099	854	(4,232)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(5,829)	(2,450)	2,335	(772)	463
融资活动产生的现金流	4,102	(19,649)	1,498	(3,310)	(7,063)
现金变动	1,577	(3,696)	2,694	2,354	1,526
期初现金	8,256	10,068	6,572	9,266	11,620
公司自由现金流	(2,525)	15,953	1,196	5,664	8,589
权益自由现金流	10,515	(57)	3,463	6,611	4,374

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	14.7	15.6	16.2
息税前利润率(%)	12.5	13.2	13.0	14.0	14.6
税前利润率(%)	11.5	12.6	13.7	14.6	15.1
净利率(%)	9.3	10.1	12.1	12.9	13.4
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	2.9	4.7	47.8	115.7	770.3
净权益负债率(%)	29.6	30.2	23.2	15.6	7.7
速动比率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.3	1.5
估值					
市盈率(倍)	38.8	17.9	10.5	7.9	6.7
核心业务市盈率(倍)	29.2	16.3	10.5	7.8	6.7
市净率(倍)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	15.5	12.6	13.3	10.9	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.5	12.1	8.7	6.3	5.1
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	146.1	156.4	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	20.0	20.4
资产收益率(%)	3.2	5.3	6.9	8.0	8.8
已运用资本收益率(%)	0.8	1.8	2.9	3.5	3.8

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