

000157.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.62

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 三大核心产品市场份额全面提升, 新业务板块有助于穿越国内工程机械行业周期波动。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.7	22.3	38.3	82.2
相对深证成指	9.0	12.5	23.0	40.5
				7,938
				82
发行股数(百万)				7,938
流通股(%)				82
总市值(人民币 百万)				92,236
3个月日均交易额(人民币 百万)				1,320
净负债比率(%) (2021E)				15

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2021年1月21日收市价为标准

相关研究报告

《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》

20201210

《中联重科: 多梯次产品打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》

20201103

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

## 三大核心产品产销两旺, 新业务板块发力助力穿越行业周期

公司发布 2020 年度业绩预告: 预计 2020 年全年实现归母净利润 70-75 亿元, 同比增长 60.1%-71.6%, 扣非归母净利润 61-68 亿元, 同比增长 73.6%-93.5%。

支撑评级的要点

■ 工程机械产品需求强劲, 后周期龙头高成长性持续验证。按业绩预告中框来看, 公司 2020 年归母净利润 72.5 亿元, 同比增长 65.8%, 其中 Q4 归母净利润 15.6 亿元, 同比增长 75.4%, Q4 业绩延续 Q2 以来高速增长趋势, 工程机械行业首份年报预告表现亮眼。国内基建、地产、新能源等下游行业需求继续旺盛, 受设备的更新换代、安全环保政策趋严以及机器替人等多重因素的拉动, 工程机械行业延续高景气度, 公司核心板块混凝土机械、工程起重机、塔机订单和销量均实现强劲增长。同时公司坚持高质量经营战略、严控业务风险, 强化供应链管理, 不断提升智能化水平, 严控各项费用支出, 平均生产成本和费用率同比显著下降, 后周期龙头业绩高增长性得到持续验证。

■ 三大核心产品市场地位全面攀升, 未来 2-3 年中后周期产品有望继续延续高景气度。公司坚守“技术是根、产品是本”的高质量发展理念, 融合互联网思维做极致的产品, 优化体制机制充分激发销售队伍活力, 提升服务和管理能效, 混凝土机械、工程起重机、塔机三大核心产品竞争力进一步增强, 市场份额全面提升。混凝土机械事业部 19 年开始实行端到端的业务变革, 20 年泵车和搅拌车市场份额大幅提升, 长臂架泵车和车载泵市场份额继续行业领先, 泵车整体市场份额与竞争对手缩小差距, 搅拌车市场份额提升至行业前三; 汽车起重机市场份额在 19 年大幅提升背景下继续强势提升, 进一步缩小与行业龙头的销量份额差距, 实现“三分天下”的战略目标, 据公司官微介绍, 20 年公司汽车起重机、履带起重机市场份额均创历史新高, 130 吨以上大吨位轮式起重机销量份额跃居行业第一, 履带吊王牌产品 ZCC9800 前 11 月累计销售占同级别 70% 以上份额, 上海宝马展累计签单超 45 亿元, 大吨位履带起重机订单已排到 21 年下半年; 塔机进一步巩固全球龙头的领先地位, 随着产能的释放, 市场份额已连续多年持续提升, 发布的 W2 代塔机新品获得市场追捧, 宝马展斩获订单超 80 亿元。未来 2-3 年, 中后周期产品有望延续高景气度, 混凝土泵车 20 年仍处于更新的中前期, 混凝土搅拌车在治超趋严背景下会带来大量的大罐换小罐需求, 塔机由于 PC 化率的提升及工地对设备年限要求的趋严将加速更新换代, 公司三大核心产品优势突出, 市场份额仍将进一步提升, 业绩增速有望继续引领行业。

■ 新业务板块构建可持续增长曲线, 有助于穿越国内工程机械行业周期波动。20 年是公司新业务板块全面发力的元年, 通过强化产品创新、完善市场布局、优化服务网络等, 产品销量节节攀升, 市场地位取得突破性进展。据协会统计, 公司挖掘机去年累计销售超 7000 台, 挖掘机再回归首年即实现 2% 以上的市场份额, 去年底公司智慧产业城挖掘机械园区 20 吨和 48 吨两款产品成功下线, 21 年该园区将陆续投产运营, 打造全球领先的无人化“黑灯产线”, 完全达产后将具备 5 万台智能挖掘机的产能, 年产值达 300 亿元, 看好公司挖掘机实现“3 年前 5、5 年前 3”的战略目标; 高空作业平台稳居行业第一梯队, 20 年继续实现强劲增长, 随着臂式产品的发力、国内大客户的拓展和销售策略的调整、海外渠道的完善等, 高空作业业务板块有望实现持续高增长; 随着粮食安全重视程度增加, 公司加大智慧农机的研发力度, 创新上下游合作模式, 打造农机和智慧农业两大发展主线, 销售和利润率均出现明显改善, 农机行业市场空间广阔, 公司具有成为中国版约翰迪尔的基因和实力; 另外, 定增补土方机械短板获审核通过, 海外市场后续也有望发力, 新业务持续放量为公司构建可持续发展的新曲线, 有助于穿越国内行业的周期波动。

估值

■ 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 74.9/100.1/117.2 亿元, 对应 EPS 为 0.94/1.26/1.48 元/股, 对应 PE 分别为 12.3/9.2/7.9 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	63,885	80,627	91,441
变动(%)	23	51	48	26	13
净利润(人民币 百万)	2,020	4,371	7,491	10,009	11,723
全面摊薄每股收益(人民币)	0.254	0.551	0.944	1.261	1.477
变动(%)	48.9	116.4	71.4	33.6	17.1
全面摊薄市盈率(倍)	45.7	21.1	12.3	9.2	7.9
价格/每股现金流量(倍)	18.2	14.8	13.6	10.0	8.0
每股现金流量(人民币)	0.64	0.78	0.86	1.16	1.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.8	15.8	11.2	7.4	5.5
每股股息(人民币)	0.235	0.020	0.377	0.441	0.443
股息率(%)	2.0	0.2	3.2	3.8	3.8

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	63,885	80,627	91,441
销售成本	(21,174)	(30,674)	(46,259)	(58,429)	(66,368)
经营费用	(3,944)	(6,720)	(9,565)	(10,707)	(11,054)
息税折旧前利润	3,578	5,914	8,062	11,491	14,019
折旧及摊销	(845)	(876)	(1,049)	(1,278)	(1,459)
经营利润(息税前利润)	2,734	5,038	7,013	10,214	12,560
净利息收入/(费用)	(1,121)	(958)	242	412	673
其他收益/(损失)	1,149	1,211	1,668	1,320	872
税前利润	2,639	5,034	8,640	11,567	13,587
所得税	(682)	(759)	(1,296)	(1,735)	(2,038)
少数股东权益	(63)	(96)	(147)	(177)	(173)
净利润	2,020	4,371	7,491	10,009	11,723
核心净利润	2,030	4,374	7,499	10,009	11,723
每股收益(人民币)	0.254	0.551	0.944	1.261	1.477
核心每股收益(人民币)	0.256	0.551	0.945	1.261	1.477
每股股息(人民币)	0.235	0.020	0.377	0.441	0.443
收入增长(%)	23	51	48	26	13
息税前利润增长(%)	(133)	84	39	46	23
息税折旧前利润增长(%)	(149)	65	36	43	22
每股收益增长(%)	49	116	71	34	17
核心每股收益增长(%)	50	116	71	33	17

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	2,639	5,034	8,640	11,567	13,587
折旧与摊销	845	876	1,049	1,278	1,459
净利息费用	1,244	1,215	41	(33)	(155)
运营资本变动	2,071	2,062	8,400	1,839	1,303
税金	(745)	(855)	(1,296)	(1,735)	(2,038)
其他经营现金流	(989)	(2,112)	(10,031)	(3,707)	(2,673)
经营活动产生的现金流	5,064	6,219	6,803	9,209	11,483
购买固定资产净值	(286)	626	3,000	2,650	1,700
投资减少/增加	537	566	900	800	500
其他投资现金流	(7,840)	8,541	(9,487)	(5,311)	(3,424)
投资活动产生的现金流	(7,589)	9,734	(5,587)	(1,861)	(1,224)
净增权益	(1,865)	(159)	(2,996)	(3,503)	(3,517)
净增债务	11,796	(17,226)	(896)	(2,429)	(2,501)
支付股息	1,865	159	2,996	3,503	3,517
其他融资现金流	(7,694)	(2,423)	2,691	(2,407)	(2,362)
融资活动产生的现金流	4,102	(19,649)	1,795	(4,836)	(4,863)
现金变动	1,577	(3,696)	3,011	2,511	5,396
期初现金	8,256	10,068	6,572	9,583	12,094
公司自由现金流	(2,525)	15,953	1,215	7,347	10,259
权益自由现金流	10,515	(57)	360	4,885	7,603

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	10,068	6,572	9,583	12,094	17,490
应收帐款	24,312	25,404	30,318	33,735	36,370
库存	9,551	11,772	15,921	18,447	20,243
其他流动资产	725	880	949	1,171	1,384
流动资产总计	70,369	63,182	78,926	88,122	98,650
固定资产	6,076	6,735	8,760	10,261	10,682
无形资产	4,096	4,063	3,999	3,875	3,695
其他长期资产	10,815	16,021	20,908	20,908	20,908
长期资产总计	20,987	26,820	33,667	35,043	35,284
总资产	93,457	92,068	114,650	125,218	135,987
应付帐款	10,811	19,061	31,243	36,209	40,441
短期债务	8,325	5,043	4,229	2,501	0
其他流动负债	20,492	10,479	10,570	11,171	11,077
流动负债总计	39,628	34,583	46,041	49,882	51,518
长期借款	13,645	14,515	17,201	17,500	18,500
其他长期负债	1,414	3,437	4,000	4,100	4,200
股本	7,938	7,938	7,938	7,938	7,938
储备	31,853	34,452	38,947	45,453	53,658
股东权益	39,791	42,390	46,885	53,390	61,596
少数股东权益	567	670	523	346	173
总负债及权益	93,457	92,068	114,650	125,218	135,987
每股帐面价值(人民币)	5.01	5.34	5.91	6.73	7.76
每股有形资产(人民币)	4.50	4.83	5.40	6.24	7.29
每股净负债/(现金)(人民币)	0.48	0.17	(0.27)	(0.89)	(1.89)

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(%)	12.5	13.7	12.6	14.3	15.3
息税前利润率(%)	9.5	11.6	11.0	12.7	13.7
税前利润率(%)	9.2	11.6	13.5	14.3	14.9
净利率(%)	7.0	10.1	11.7	12.4	12.8
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	1.9	3.0	14.8	25.8	47.8
净权益负债率(%)	29.5	30.2	25.0	14.7	1.6
速动比率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	45.7	21.1	12.3	9.2	7.9
核心业务市盈率(倍)	45.4	21.1	12.3	9.2	7.9
市净率(倍)	2.3	2.2	2.0	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	18.2	14.8	13.6	10.0	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.8	15.8	11.2	7.4	5.5
周转率					
存货周转天数	158.9	126.9	109.3	107.3	106.4
应收帐款周转天数	306.4	209.5	159.2	145.0	139.9
应付帐款周转天数	126.8	125.9	143.7	152.7	153.0
回报率					
股息支付率(%)	92.3	3.6	40.0	35.0	30.0
净资产收益率(%)	5.1	10.6	16.8	20.0	20.4
资产收益率(%)	2.3	4.6	5.8	7.2	8.2
已运用资本收益率(%)	0.8	1.7	2.8	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