

000157.SZ
买入

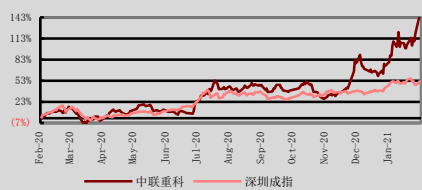
原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.8

板块评级: 强于大市

本报告要点

- H股增发快速落地彰显管理层信心;三大核心产品延续高景气度,公司市场份额进一步全面提升;多产品及国际化战略下再造一个中联可期。

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

 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: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》20210122

《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

H股增发快速落地彰显管理层信心,多产品及国际化战略下再造一个中联可期

公司完成H股增发:2021年2月3日,公司完成向长沙合盛全资子公司香港诚一盛发行H股普通股1937.57万股,发行价格为每股5.863港元,发行所得款项总额及净额均为11.36亿港元。

支撑评级的要点

- **H股增发快速落地,彰显管理层对未来可持续、高质量发展的坚定信心。**公司从2020年9月29日审议通过H股增发议案,到1月18日获得证监会批复,到如今增发完成,历时仅4个多月公司H股增发便快速完成,有助于后续公司发展战略的加速落地,通过此次增发能更好激发公司在资本市场的活力和能见度。本次是公司管理层首次大手笔持有H股,发行后占公司总股本比例约2.4%,并且在无锁定期要求背景下仍保持6个月的锁定期,彰显公司管理层对未来可持续、高质量发展的坚定信心,本次募集资金将用于采购核心零部件、补充流动资金、海外市场拓展及海外基地建设,有助于公司加快国际化发展步伐,打造更完整的产业生态体系。
- **三大核心产品21年将延续高景气度,公司市场份额预计进一步全面提升。**据协会统计,20年混凝土泵车销量预计同比增长超50%,销量刚达到上一轮销量峰值水平,而挖掘机、汽车起重机等工程机械产品销量大幅超上一轮峰值水平,我们认为混凝土泵车未来2-3年在设备更新换代、国六环保升级、投资稳定增长、机器换人等驱动下将持续保持强劲的需求;混凝土搅拌车在治超驱动下大罐换小罐,会带来明显的增量设备需求,未来2-3年需求确定性也较强。塔机20年销量预计还未达到上一轮销量峰值水平,由于PC化率提升,对设备强度和精度提出更高的要求,施工单位也更注重安全性,许多施工企业对设备生产年限开始有明确的规定,因而会加速塔机的更新换代,未来2-3年塔机行业将继续保持较高景气度。汽车起重机和履带起重机21年重点关注吨位需求结构的变化,风电、石化等高景气度将带来大吨位汽车吊和履带吊的持续火爆,龙头主机厂大吨位设备订单都比较饱满,因此整体销量保持稳定的背景下吨位上移也有望带动行业营收实现两位数以上的增长。20年公司通过市场端对端到管理端对端的变革,以互联网思维做极致的产品,三大核心产品市场份额明显提升,公司产品的综合市场竞争力越来越强,21年预计市场份额还将进一步全面提升,公司三大中后期产品营收占比高,对应行业景气度高,因此未来2-3年公司业绩增速仍有望行业领先,确定性也较强。
- **多产品策略及国际化战略持续发力,有望再造一个中联。**20年公司新业务板块开始全面发力,市场地位取得突破性进展。挖掘机再回归首年即实现0到1的重大突破,据协会统计,20年挖掘机累计销售超7000台,市场份额超2%,随着智能挖掘机产线21年开始陆续投产,公司挖掘机业务未来几年预计将持续向上,看好公司实现“3年前5、5年前3”的战略目标,中长期有望打造成100-200亿营收级别的业务板块;高空作业平台继续实现强劲增长,稳居行业第一梯队,20年全力开拓东南亚、欧洲等海外市场,与多家当地代理商签约合作,产品先后通过了欧洲、美国等地安全认证,21年海外市场预计增长强劲,臂式新产品也顺利推出,未来几年预计持续实现高速增长,有望打造成50亿以上营收的业务板块;农机从全球来看市场空间大、盈利能力强,粮食安全重视程度提升及城镇化率的提升有望加速实现土地的集约化管理,提升高端农机及作业效率的需求,公司20年加大对高端智慧农机及智慧农业的布局,销售和利润率均出现明显改善,最具成为中国版约翰迪尔的基因和实力;另外,随着土方机械实力的不断增强,21年公司有望加速国际化扩张的步伐,海外市场后续发力也将进一步打开公司的中长期发展空间。随着公司持续加大对新业务的拓展,公司挖掘机、高空作业平台、农机等新业务板块未来几年将保持持续高速增长,收入体量越来越大,盈利能力也会越来越强,国际化战略近两年预计也会逐渐发力,公司挖掘机地位稳固后公司的发展将再上一个新台阶,我们认为多产品策略及国际化战略可以较好平滑公司传统三大工程机械产品需求的小幅波动,有望再造一个中联。

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,考虑股本摊薄,目前对应EPS为0.92/1.23/1.44元/股,对应PE分别为15.0/11.2/9.6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)	0.248	0.537	0.920	1.229	1.440
变动(%)	45.2	116.4	71.4	33.6	17.1
全面摊薄市盈率(倍)	55.6	25.7	15.0	11.2	9.6
价格/每股现金流量(倍)	22.2	18.1	16.5	12.2	9.8
每股现金流量(人民币)	0.62	0.76	0.83	1.13	1.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.5	19.2	13.7	9.2	6.9
每股股息(人民币)	0.229	0.020	0.368	0.430	0.432
股息率(%)	1.7	0.1	2.7	3.1	3.1

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)	(46,264)	(58,438)	(66,376)
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	8,057	11,482	14,011
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	7,008	10,204	12,552
净利息收入/(费用)	(1,121)	(958)	247	423	685
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	13,588
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)	0.248	0.537	0.920	1.229	1.440
核心每股收益(人民币)	0.249	0.537	0.921	1.229	1.440
每股股息(人民币)	0.229	0.020	0.368	0.430	0.432
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(%)	45	116	71	34	17
核心每股收益增长(%)	46	116	71	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	10,068	6,572	9,583	12,094	17,695
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	98,855
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	136,192
应付帐款	10,811	19,061	31,243	36,209	40,441
短期债务	8,325	5,043	4,024	2,296	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	45,836	49,677	51,518
长期借款	13,645	14,515	17,202	17,500	18,500
其他长期负债	1,414	3,437	4,000	4,100	4,200
股本	8,142	8,142	8,142	8,142	8,142
储备	31,853	34,452	38,947	45,453	53,659
股东权益	39,995	42,595	47,089	53,595	61,801
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	136,192
每股帐面价值(人民币)	4.91	5.23	5.78	6.58	7.59
每股有形资产(人民币)	4.41	4.73	5.29	6.11	7.14
每股净负债/(现金)(人民币)	0.47	0.16	(0.29)	(0.90)	(1.87)

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	13,588
折旧与摊销	845	876	1,049	1,278	1,459
净利息费用	1,244	1,215	36	(43)	(164)
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	6,798	9,199	11,475
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)	(1,101)	(2,429)	(2,296)
支付股息	1,865	159	2,996	3,503	3,517
其他融资现金流	(7,694)	(2,423)	2,901	(2,397)	(2,353)
融资活动产生的现金流	4,102	(19,649)	1,800	(4,827)	(4,649)
现金变动	1,577	(3,696)	3,011	2,511	5,601
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	1,210	7,338	10,251
权益自由现金流	10,515	(57)	145	4,865	7,790

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	14.2	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	15.0	26.4	48.8
净权益负债率(%)	29.3	30.0	24.5	14.3	1.3
速动比率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	55.6	25.7	15.0	11.2	9.6
核心业务市盈率(倍)	55.4	25.7	15.0	11.2	9.6
市净率(倍)	2.8	2.6	2.4	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	22.2	18.1	16.5	12.2	9.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.5	19.2	13.7	9.2	6.9
周转率					
存货周转天数	158.9	126.9	109.2	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	16.7	19.9	20.3
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