

**000157.SZ**
**买入**

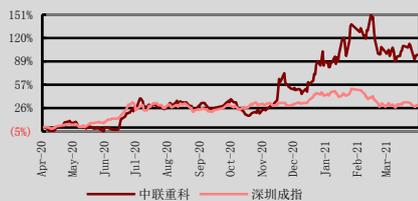
原评级: 买入

市场价格: 人民币 12.32

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 出售融资租赁资产有助于聚焦主业, 深化产业与金融的融合; 一季度行业各产品销售全线火爆, 内外需求共振下全年高景气度可期; 新兴业务开始全面发力, 国际化战略稳步推进有助于穿越行业周期。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.5	(1.3)	4.5	98.6
相对深证成指	28.0	(1.9)	13.2	67.6

发行股数(百万)	8,667
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	106,773
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,901
净负债比率(%) (2021E)	3
主要股东(%)	
马鞍山远基石股权投资合伙企业(有限合伙)	2

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2021年4月16日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《中联重科》20210331
- 《中联重科》20210204
- 《中联重科》20210122

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

## 出售融资租赁资产聚焦主业, 深化产业与金融融合护航高质量发展

日前, 公司拟将持有的北京租赁公司 45% 的股权、36% 的股权分别以人民币 90386.3 万元、72309.0 万元的价格转让给湖南国资集团、湖南迪策投资公司, 本次股权转让完成后, 公司将持有北京融资租赁公司 19% 股权。

**支撑评级的要点**

- **出售融资租赁资产有助于聚焦主业, 深化产业与金融的融合。** 日前, 公司拟将持有的北京融资租赁公司 81% 的股权作价 16.3 亿元转让给公司第一大股东湖南省国资委, 我们认为本次出售融资租赁资产有助于公司进一步聚焦制造主业, 优化产业结构及调整产业资源, 是公司“2+2”战略中产业与金融融合的深入推进, 有助于进一步夯实公司高质量发展。本次资产转让以 20 年 6 月 30 日北京融资租赁公司的净资产作为定价依据, 定价公允; 北京融资公司对公司的应付资金为 69.9 亿元, 承诺自股权交割日起 3 年内偿清, 其中前两年分别偿还不少于 25 亿元, 剩余本金在第 3 年内偿还; 20 年北京融资租赁公司长期应收款为 128.3 亿元, 营业收入 7.9 亿元, 净利润 1.7 亿元, 经营净现金流 1.7 亿元, 本次剥离对公司直接营收和利润的影响有限, 但可大幅减少公司超 100 亿的融资租赁应收款项, 降低资产负债率, 提高资产与资本的收益率, 改善经营净现金流, 也有助于公司集中力量专注主业来保持自身的高质量经营, 后续依托大股东的资本、资源、业务等优势将推动融资租赁公司更加规范和市场化发展, 也能为上市公司客户提供更多元、更具竞争力的金融服务方案, 进一步提升公司的综合竞争力, 实现产业与金融的深度融合, 优化金融对产业的支持。
- **一季度行业各产品销售全线火爆, 内外需求共振下全年高景气度持续可期。** 统计局数据显示, 21Q1 房地产开发投资完成额两年复合增长 7.6%, 基建投资两年复合增长 3.0%, 基建和地产投资强劲, 为工程机械需求提供强劲支撑, 叠加产品更新换代、环保升级、全球需求复苏及人工替代等多因素驱动, 一季度工程机械各产品销售全线火爆。据中国工程机械工业协会统计, 一季度累计实现挖掘机销售 12.7 万台, 同比增长 85.0%, 其中国内市场销量 11.4 万台, 同比增长 85.3%, 出口销量 1.3 万台, 同比增长 81.9%, 混凝土泵车、混凝土搅拌机、塔机等中后期工程机械产品景气度更高, 销售增速更高。混凝土机械近两年逐步步入更新换代高峰, 国六出台及治超趋严背景下接下来 1-2 年有望持续保持高景气度, 塔机由于施工安全趋严及 PC 渗透率提升导致设备加速更新换代, 接下来也有望继续保持较高景气度, 大吨位汽车起重机及履带起重机受风电需求的驱动全年也仍有望保持较高增长速度, 挖掘机在人工替代及应用场景拓宽驱动下, 工具化属性越来越明显, 后续需求有望继续保持稳步上行。内外需求共振下, 工程机械全年高景气度持续可期, 公司后期产品龙头地位稳固, 市场竞争力持续提升, 市场份额有望继续上行, 业绩增长确定性强、弹性高。
- **新兴业务开始全面发力, 国际化战略稳步推进有助于穿越行业周期。** 20 年公司产品梯队开始加速壮大, 新兴业务开始全面发力, 土方机械再回归首年便实现强劲增长, 市场份额超 2%, 21Q1 公司挖掘机销售继续火爆, 个别热销款订单已排到 2 个月以后, 智慧产业城挖掘机首开园区今年也将开始陆续投产, 公司有望逐步步入行业第一阵营; 高空作业平台产品谱系进一步完善, 推出多款市场热销产品, 一季度产品供不应求, 21 年海外市场也将明显发力, 全年有望实现翻番以上的高增长, 向行业第一品牌进军; 农业机械市场空间大, 高端农机盈利能力也较强, 通过对农机产品结构的优化, 20 年公司农机业务实现扭亏为盈, 创新智慧农业布局, 大力推动安徽、湖南等智慧农业示范及推广项目落地, 21 年农业机械的盈利和规模将进一步向好, 长期来看, 公司具有成为中国版约翰迪尔的基因和实力。新兴业务的持续放量有望为公司中长期业绩贡献持续增量, 叠加公司深入推进全球本土化战略及海外管理变革, 有助于公司平滑乃至穿越国内工程机械周期波动, 打开公司中长期成长空间。

**估值**

- 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 104.5/124.9/137.4 亿元, 对应 EPS 为 1.21/1.44/1.58 元/股, 对应 PE 分别为 10.28/5.7/8 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	43,307	65,109	86,008	99,478	108,340
变动(%)	51	50	32	16	9
净利润(人民币 百万)	4,371	7,281	10,451	12,490	13,739
全面摊薄每股收益(人民币)	0.504	0.840	1.206	1.441	1.585
变动(%)	95.0	66.6	43.5	19.5	10.0
全面摊薄市盈率(倍)	24.4	14.7	10.2	8.5	7.8
价格/每股现金流量(倍)	17.2	14.4	11.7	8.9	8.1
每股现金流量(人民币)	0.72	0.86	1.06	1.39	1.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	12.7	7.7	5.9	4.8
每股股息(人民币)	0.000	0.018	0.422	0.432	0.476
股息率(%)	n.a.	0.1	3.4	3.5	3.9

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	43,307	65,109	86,008	99,478	108,340
销售成本	(30,674)	(46,917)	(62,160)	(72,261)	(79,260)
经营费用	(5,359)	(10,288)	(11,606)	(12,390)	(12,522)
息税折旧前利润	7,274	7,904	12,241	14,827	16,558
折旧及摊销	(876)	(833)	(1,077)	(1,342)	(1,621)
经营利润(息税前利润)	6,398	7,071	11,165	13,485	14,937
净利息收入/(费用)	(958)	10	886	1,198	1,486
其他收益/(损失)	1,211	1,762	890	843	800
税前利润	5,034	8,652	12,421	14,845	16,329
所得税	(759)	(1,297)	(1,863)	(2,227)	(2,449)
少数股东权益	(96)	75	107	128	141
净利润	4,371	7,281	10,451	12,490	13,739
核心净利润	4,374	7,298	10,466	12,505	13,754
每股收益(人民币)	0.504	0.840	1.206	1.441	1.585
核心每股收益(人民币)	0.505	0.842	1.208	1.443	1.587
每股股息(人民币)	0.000	0.018	0.422	0.432	0.476
收入增长(%)	51	50	32	16	9
息税前利润增长(%)	134	11	58	21	11
息税折旧前利润增长(%)	103	9	55	21	12
每股收益增长(%)	95	67	44	20	10
核心每股收益增长(%)	94	67	43	19	10

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6,572	12,483	17,202	21,652	29,369
应收帐款	25,404	32,957	38,958	42,282	43,788
库存	11,772	14,652	16,855	18,181	19,377
其他流动资产	880	880	901	891	856
流动资产总计	63,182	81,245	94,914	105,062	115,915
固定资产	6,735	7,342	9,543	11,496	13,187
无形资产	4,063	4,576	4,601	4,610	4,602
其他长期资产	16,021	21,011	22,388	23,388	24,388
长期资产总计	26,820	32,929	36,533	39,494	42,178
总资产	92,068	116,275	133,545	146,651	160,183
应付帐款	19,061	32,584	39,676	45,126	47,896
短期债务	5,043	2,958	2,484	0	0
其他流动负债	10,479	11,405	12,641	12,910	12,913
流动负债总计	34,583	46,948	54,801	58,035	60,809
长期借款	14,515	16,337	16,500	17,500	18,500
其他长期负债	3,437	5,103	5,500	5,500	5,500
股本	8,667	8,667	8,667	8,667	8,667
储备	34,452	40,034	46,827	55,570	65,188
股东权益	43,119	48,701	55,494	64,237	73,854
少数股东权益	670	1,143	1,250	1,378	1,519
总负债及权益	92,068	116,275	133,545	146,651	160,183
每股帐面价值(人民币)	4.98	5.62	6.40	7.41	8.52
每股有形资产(人民币)	4.51	5.09	5.87	6.88	7.99
每股净负债/(现金)(人民币)	0.15	(0.76)	(1.41)	(2.21)	(3.10)

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	5,034	8,652	12,421	14,845	16,329
折旧与摊销	876	833	1,077	1,342	1,621
净利息费用	1,215	181	(366)	(518)	(593)
运营资本变动	2,062	913	1,676	2,344	1,349
税金	(855)	(1,222)	(1,863)	(2,227)	(2,449)
其他经营现金流	(2,112)	(1,935)	(3,792)	(3,734)	(3,046)
经营活动产生的现金流	6,219	7,422	9,152	12,052	13,210
购买固定资产净值	626	1,119	3,300	3,300	3,300
投资减少/增加	566	1,278	500	450	400
其他投资现金流	8,541	(1,612)	(6,830)	(6,648)	(6,655)
投资活动产生的现金流	9,734	785	(3,030)	(2,898)	(2,955)
净增权益	0	(159)	(3,658)	(3,747)	(4,122)
净增债务	(17,226)	(4,171)	(671)	(2,484)	0
支付股息	0	159	3,658	3,747	4,122
其他融资现金流	(2,423)	928	(732)	(2,221)	(2,539)
融资活动产生的现金流	(19,649)	(3,244)	(1,403)	(4,705)	(2,539)
现金变动	(3,696)	4,963	4,718	4,450	7,717
期初现金	10,068	6,572	12,483	17,202	21,652
公司自由现金流	15,953	8,207	6,121	9,155	10,255
权益自由现金流	(57)	4,217	5,083	6,153	9,663

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.8	12.1	14.2	14.9	15.3
息税前利润率(%)	14.8	10.9	13.0	13.6	13.8
税前利润率(%)	11.6	13.3	14.4	14.9	15.1
净利率(%)	10.1	11.2	12.2	12.6	12.7
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.7	1.7	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	3.8	7.5	31.6	51.5	74.7
净权益负债率(%)	29.7	13.7	3.1	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	24.4	14.7	10.2	8.5	7.8
核心业务市盈率(倍)	24.4	14.6	10.2	8.5	7.8
市净率(倍)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.4
价格/现金流(倍)	17.2	14.4	11.7	8.9	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.9	12.7	7.7	5.9	4.8
周转率					
存货周转天数	126.9	102.8	92.5	88.5	86.5
应收帐款周转天数	209.5	163.6	152.6	149.0	145.0
应付帐款周转天数	125.9	144.8	153.3	155.6	156.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	2.2	35.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	10.6	15.9	20.1	20.9	19.9
资产收益率(%)	5.9	5.8	7.6	8.2	8.3
已运用资本收益率(%)	1.7	2.7	3.6	3.9	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