

000157.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.18

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 公司管理团队及高机公司核心人员参与增资扩股, 有望加速推动公司向行业第一品牌进军; 三大传统主业持续发力叠加新兴业务全面发力, 十四五开局之年公司全年高景气度可期; 市场过渡放大原材料价格上涨影响及对后续行业景气度担忧, 工程机械龙头有望迎新一轮估值修复行情。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.4	(9.3)	(25.0)	67.9
相对深证成指	11.9	(14.6)	(15.5)	36.0

发行股数(百万)	8,667
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	96,893
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,381
净负债比率(%) (2021E)	3
主要股东(%)	
马鞍山煊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5月17日收市价为标准

相关研究报告

- 《中联重科》20210419
- 《中联重科》20210331
- 《中联重科》20210204

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

高机公司获高管及核心人员增资扩股, 中后周期行业龙头再次迎布局时间窗口

日前, 公司发布关于子公司湖南中联重科智能高空作业机械有限公司增资扩股暨关联交易的公告, 中联重科母公司管理团队、高机公司管理团队拟参与高机公司本次增资扩股事项, 本次增资扩股完成后, 母公司团队、高机公司团队分别通过增资平台持有的高机公司股份不超过10%。

支撑评级的要点

- 公司管理团队及高机公司核心人员参与增资扩股, 有望加速推动公司高机向行业第一品牌进军。高空作业平台业务作为公司潜力新兴业务板块, 近两年发展迅速, 目前稳居行业第一梯队, 2020年高机公司累计实现营收10.3亿元, 同比增长约79%, 归母净利润6082万元, 同比实现扭亏为盈。据高空作业机械分会统计, 2020年1-11月行业累计销售高空作业平台9.8万台, 同比增长41.3%, 全年销量预计突破10万台, 21Q1行业继续延续火爆趋势, 累计实现销量近3.2万台, 同比增长142%, 过去7年高空作业平台行业迎来持续性爆发式增长, 年均复合增长率超50%, 成长性非常突出。据今日工程机械统计, 截止2020年底, 中国高空作业平台保有量预计超24万台, 但向比美国市场60万台以上、欧洲市场30万台以上的保有量, 我国高空作业平台渗透率还相对较低, 随着劳动力成本的不断上涨及安全意识的增强, 高空作业平台的发展红利未来仍有望继续。本次增资扩股有助于公司建立高空机械业务的长效激励约束机制, 实现利益共享风险共担, 充分发挥员工的积极性和创新力, 提升该业务的核心竞争力, 推动高机业务持续快速发展为50亿元以上的一线业务板块, 打造新的中长期业务增长点, 进一步平滑公司业绩周期波动。
- 三大传统主业持续发力叠加新兴业务全面发力, 十四五开局之年公司全年高景气度可期。2021年工程机械行业延续上一年的高景气度趋势, 产销两旺, 各细分产品市场表现全线火爆, 据中国工程机械协会统计, 前4月累计实现挖掘机销量17.4万台, 同比增长52.1%, 其中4月销售4.7万台, 同比微涨2.5%, 4月增速大幅回调主要系基数差异所致, 20年需求后移4月基数较高, 21年需求前移4月销量相对较低, 而混凝土泵车、混凝土搅拌车、塔机等中后期工程机械品种景气度更高, 销量增速更高。十四五期间, 基建和地产投资预计将继续保持稳中有升, 城镇化率的持续上行将带来工程机械保有量的不断增长, 碳中和背景下环保政策预计趋严, 更新换代及产能置换需求后续有望陆续释放, 行业销量中枢将进一步提升, 21年作为开局之年全年有望持续保持高景气度。公司混凝土机械、塔机、工程起重机三大主业核心竞争力突出, 市场份额持续提升, 全年业绩增速仍有望继续引领行业。新兴业务20年开始全面发力, 农业、土方机械等新兴战略业务一季度取得进一步突破, 销售归母实现大幅增长, 市场地位不断向上突破, 战略新兴业务的持续高增长有助于为公司中长期业绩贡献持续增量, 平滑乃至穿越国内工程机械周期波动, 打开中长期成长空间。
- 市场过渡放大原材料价格大幅上涨对盈利能力的影 响及后续对行业景气度的担忧, 工程机械龙头企业有望迎新一轮估值修复行情。年初至今, 多种原材料价格持续大幅上涨, 以螺纹钢为代表价格从去年底4000多元/吨一度上涨至6000元/吨以上, 导致工程机械行业普遍成本激增, 若原材料价格持续大幅上涨, 行业毛利率将明显承压, 行业龙头企业可通过集中采购、签订长协价格、适当的战略储备、降本增效等措施部分对冲原材料价格大幅上涨带来的不利影响, 在毛利率小幅下行时净利率依然能保持稳中有升, 比如受产品结构调整及原材料价格上涨影响, 公司21Q1毛利率同比下降3.4pct至27.2%, 但公司净利率同比提升超1pct至12.7%, 市场放大了原材料价格上涨对行业盈利能力的影响。行业经过本轮调整, 目前估值较低, 安全边际高, 随着后续销量增速的回升及对原材料价格上涨担忧的逐渐消除, 工程机械行业有望迎来新一轮估值修复行业, 公司迎来再次布局的窗口期。

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分别为1.21/1.44/1.59元/股, 对应PE分别为9.3/7.8/7.1倍, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 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, 原材料价格持续大幅上涨。

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)	22.2	13.3	9.3	7.8	7.1
价格/每股现金流量(倍)	15.6	13.1	10.6	8.0	7.3
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)	13.5	11.4	6.9	5.2	4.2
每股股息(人民币)	0.000	0.018	0.422	0.432	0.476
股息率(%)	n.a.	0.2	3.8	3.9	4.3

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	42,176
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)	22.2	13.3	9.3	7.8	7.1
核心业务市盈率(倍)	22.1	13.3	9.3	7.7	7.0
市净率(倍)	2.2	2.0	1.7	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	15.6	13.1	10.6	8.0	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	11.4	6.9	5.2	4.2
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