

000157.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.18

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.7)	7.1	3.5	(17.7)
相对深证成指	6.1	6.8	(8.9)	0.4

发行股数(百万)	8,678
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	53,630
3个月日均交易额(人民币 百万)	277
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	
(HKSCCNOMINEESLIMITED)	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年7月21日收市价为标准

相关研究报告

《中联重科: 核心拳头产品销量增长强劲, 多元化及国际化布局拓宽公司成长边界》

20210831

《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》 20210519

《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》 20210419

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: 工程机械

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

中联重科

大手笔回购彰显长期发展信心, 多元化、国际化、电动化齐发力平抑周期波动

2022年7月20日, 公司发布《关于回购公司A股股份》的公告, 拟使用自有资金以集中竞价方式回购公司A股股份, 回购数量不低于公司已发行总股本的2.5%, 不超过截止已发行总股本的5%, 回购价格不超过人民币9.19元/股, 本次回购的股份将全部用于员工持股计划。我们认为公司作为工程机械龙头通过此次大手笔回购彰显长期发展信心, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 拟大手笔回购用于员工持股计划, 彰显对公司中长期发展信心。**7月20日, 公司发布公告, 拟使用自有资金以集中竞价方式回购公司A股股份, 本次回购股份的数量为2.5%-5%, 回购价格不超过人民币9.19元/股, 按回购股份数量上限及价格上限测算, 预计公司本次回购资金总额近40亿元, 本次大手笔回购, 体现公司对中长期持续、稳健发展的信心, 在行业下行周期时对市场信心有很好的提振。本次回购股份全用于员工持股计划, 可以更好的将企业、员工、股东利益统一和绑定, 是继19年员工持续计划后激励体系的完善和补充, 有望进一步调动员工积极性, 为公司多元化、国际化、电动化的发展提供强劲支撑。
- 上半年业绩承压, 下半年稳增长发力需求有望边际好转。**7月14日, 公司发布2022年半年度业绩预告, 预计2022H1实现归母净利润16.1-18.1亿元, 同比下降66.9%-62.8%, 上半年工程机械市场需求较弱公司业绩承压, 主要是由于宏观经济增速放缓、叠加疫情扰动工程有效开工率不足等因素影响所致。据中国工程机械工业协会统计, 2022H1共销售挖掘机143,094台, 同比下降36.1%, 其中, 国内市场销量91,124台, 同比下降52.9%; 出口销量51,970台, 同比增长72.2%, 上半年国内市场旺季不旺, 但海外需求仍十分强劲。下半年随着政策加大对重大项目融资支持, 基建项目落地最大的资金约束有望缓解, 地产端也开始强调保供, 稳增长背景下限购政策边际放松, 叠加去年同期基数较小, 工程机械行业销量下半年降幅预计进一步收窄。随着政策的落地、项目的释放及逐步向工程机械设备销量的传导, 23年行业销量有望进一步改善。
- 传统拳头龙头地位稳固, 潜力新兴业务持续放量有助于平抑行业周期波动。**公司三大传统优势产品混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械核心竞争力持续增强, 21年建筑起重机销售规模稳居全球第一, 混凝土长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额稳居行业第一, 大吨位汽车起重机销量及超大吨位履带起重机市场份额也位居行业第一。公司在巩固优势产品龙头地位同时, 加大对高空作业平台、挖掘机、干混砂浆等新兴业务的多元化布局: 高空作业平台已实现产品型谱4-68米全覆盖, 研制出40米全球最高电动臂车, 市场份额稳居行业第一梯队, 21年实现33.5亿元销售额, 高机海外已完成市场和渠道的拓展, 22年为开始放量的元年, 未来高机海外将持续放量, 高机板块有望持续保持高速增长; 挖掘机已形成“长沙+渭南”双基地布局, 产品型谱覆盖更全面, 中大挖销量稳步增长, 整体市场份额持续提升, 21年土方机械实现营收超30亿元, 22年仍有望延续高速增长; 干混砂浆设备实现持续稳步增长, 干混砂浆新材料业务全面铺开, 已完成技术团队组建并开展96款产品的研发项目, 建成年产能7000吨的多功能材料中试生产线, 承接多个示范项目, 随着干混砂浆市场渗透率提升, 未来该业务市场空间广阔。多元化布局有助于平滑工程机械行业的周期波动, 为公司打造可持续、高质量发展的增长曲线。
- 加码国际化、电动化、智能化布局, 进一步夯实高质量发展基础。**在公司业务多元化背景下, 公司近年来加速国际化、电动化、智能化的布局和转型升级, 海外市场深入推进全球本土化战略, 聚焦重点国家和地区, 构建基于端对端、数字化、本土化的海外业务体系, 海外市场取得持续高速增长; 双碳背景下, 工程机械未来电动化趋势明显, 目前电动化产品渗透率很低, 公司21年也于行业率先推出8大系列16种新能源产品, 未来电动化将为行业发展注入新动力; 公司启动数字化平台建设, 加速生产制造的智能化升级换代, 进一步夯实高质量发展的基础。

估值

- 基于工程机械主要产品销量及原材料价格大幅上涨, 我们调整公司2022-2024年归母净利润分别至41.71/49.65/56.73亿元, 对应EPS为0.44/0.53/0.60元/股, 对应PE分别为13.9/11.7/10.3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, 原材料价格大幅上涨, 新兴业务拓展不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	65,109	67,131	52,476	58,385	63,557
变动(%)	50	3	(22)	11	9
净利润(人民币 百万)	7,281	6,270	4,171	4,965	5,673
全面摊薄每股收益(人民币)	0.773	0.666	0.443	0.527	0.603
变动(%)	39.3	(13.9)	(33.5)	19.0	14.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.285	1.450	n.a
调整幅度(%)			(65.5)	(63.7)	n.a
全面摊薄市盈率(倍)	7.4	8.6	13.9	11.7	10.3
价格/每股现金流量(倍)	5.2	(10.4)	5.9	7.8	7.0
每股现金流量(人民币)	1.19	(0.59)	1.04	0.79	0.89
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	4.1	3.6	2.5	1.6
每股股息(人民币)	0.511	0.018	0.155	0.158	0.181
股息率(%)	8.3	0.3	2.5	2.6	2.9

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	65,109	67,131	52,476	58,385	63,557
销售成本	(46,917)	(51,655)	(40,938)	(45,229)	(48,796)
经营费用	(6,738)	(8,857)	(6,694)	(6,973)	(7,209)
息税折旧前利润	11,454	6,618	4,844	6,183	7,552
折旧及摊销	(833)	(903)	(1,185)	(1,488)	(1,795)
经营利润(息税前利润)	10,621	5,715	3,659	4,695	5,757
净利息收入/(费用)	10	405	757	987	1,165
其他收益/(损失)	1,762	1,640	1,151	960	759
税前利润	8,652	7,324	4,998	5,949	6,798
所得税	(1,297)	(938)	(750)	(892)	(1,020)
少数股东权益	75	116	77	92	105
净利润	7,281	6,270	4,171	4,965	5,673
核心净利润	7,298	6,282	4,186	4,980	5,688
每股收益(人民币)	0.773	0.666	0.443	0.527	0.603
核心每股收益(人民币)	0.775	0.667	0.445	0.529	0.604
每股股息(人民币)	0.511	0.018	0.155	0.158	0.181
收入增长(%)	50	3	(22)	11	9
息税前利润增长(%)	66	(46)	(36)	28	23
息税折旧前利润增长(%)	57	(42)	(27)	28	22
每股收益增长(%)	39	(14)	(33)	19	14
核心每股收益增长(%)	40	(14)	(33)	19	14

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	8,652	7,324	4,998	5,949	6,798
折旧与摊销	833	903	1,185	1,488	1,795
净利息费用	181	31	(189)	(293)	(282)
运营资本变动	913	(7,156)	11,314	6,655	1,582
税金	(1,222)	(821)	(750)	(892)	(1,020)
其他经营现金流	(1,935)	2,344	(7,247)	(4,525)	407
经营活动产生的现金流	7,422	2,625	9,312	8,381	9,280
购买固定资产净值	1,119	2,896	3,300	3,300	3,300
投资减少/增加	1,278	(355)	300	300	300
其他投资现金流	(1,612)	(4,375)	(9,560)	(6,684)	(6,678)
投资活动产生的现金流	785	(1,834)	(5,960)	(3,084)	(3,078)
净增权益	(4,439)	(159)	(1,460)	(1,489)	(1,702)
净增债务	(4,171)	9,953	(13,108)	0	0
支付股息	4,439	159	1,460	1,489	1,702
其他融资现金流	928	(7,532)	11,867	(236)	(457)
融资活动产生的现金流	(3,244)	2,421	(1,241)	(236)	(457)
现金变动	4,963	3,211	2,111	5,061	5,745
期初现金	6,572	12,483	15,167	17,278	22,338
公司自由现金流	8,207	791	3,352	5,297	6,202
权益自由现金流	4,217	10,775	(9,945)	5,004	5,920

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	12,483	15,167	17,278	22,338	28,084
应收帐款	32,957	43,385	18,711	40,615	16,834
库存	14,652	13,501	11,324	13,609	11,960
其他流动资产	880	845	961	535	1,080
流动资产总计	81,245	89,253	66,809	97,183	77,248
固定资产	7,342	9,296	11,385	13,186	14,692
无形资产	4,576	5,518	5,548	5,565	5,568
其他长期资产	21,011	15,852	21,190	22,190	23,190
长期资产总计	32,929	30,665	38,123	40,941	43,450
总资产	116,275	122,018	106,933	140,135	122,726
应付帐款	32,584	24,237	12,549	38,563	18,497
短期债务	2,958	3,313	0	0	0
其他流动负债	11,405	22,122	9,360	11,981	9,562
流动负债总计	46,948	49,672	21,909	50,544	28,058
长期借款	16,337	7,894	16,500	17,500	18,500
其他长期负债	5,103	6,155	5,500	5,500	5,500
股本	9,415	9,415	9,415	9,415	9,415
储备	40,034	49,390	52,102	55,577	59,548
股东权益	49,449	58,806	61,517	64,992	68,964
少数股东权益	1,143	1,429	1,507	1,599	1,704
总负债及权益	116,275	122,018	106,933	140,135	122,726
每股帐面价值(人民币)	5.25	6.25	6.53	6.90	7.32
每股有形资产(人民币)	4.77	5.66	5.94	6.31	6.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.70)	(0.74)	(1.57)	(2.11)	(2.72)

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.6	9.9	9.2	10.6	11.9
息税前利润率(%)	16.3	8.5	7.0	8.0	9.1
税前利润率(%)	13.3	10.9	9.5	10.2	10.7
净利率(%)	11.2	9.3	7.9	8.5	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.8	3.0	1.9	2.8
利息覆盖率(倍)	11.3	6.2	9.7	23.5	28.8
净权益负债率(%)	13.5	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.5	2.5	1.7	2.3
估值					
市盈率(倍)	7.4	8.6	13.9	11.7	10.3
核心业务市盈率(倍)	8.0	9.3	13.9	11.7	10.2
市净率(倍)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	5.2	-10.4	5.9	7.8	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	4.1	3.6	2.5	1.6
周转率					
存货周转天数	102.8	99.5	110.7	100.6	95.6
应收帐款周转天数	163.6	207.5	216.0	185.4	165.0
应付帐款周转天数	144.8	154.5	127.9	159.8	163.8
回报率					
股息支付率(%)	61.0	2.5	35.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.9	11.6	6.9	7.8	8.5
资产收益率(%)	8.7	4.2	2.7	3.2	3.7
已运用资本收益率(%)	2.7	2.2	1.4	1.5	1.6

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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