# 中联重科 - A（000157 CH）

## 股价已反映毛利率风险；良好的买入机会

中联重科第三季度利润强劲（同比增长 85%），管理层对需求的展望（第四季度环比增长 10%）和对毛利润率的展望（环比改善）表明业务前景仍然良好。我们认为最近因担心利润率而导致的股价回调过度，为良好的买入机会。我们将 2020E-22E 的盈利预测略微下调了 2-4%，以反映更高的销量但更保守的毛利率预测。我们将基年延展至 2021 年，目标倍数为 10 倍 P/E（之前为 2020 年 12 倍 P/E），目标价从 10.2 人民币微调至 9.56 人民币。**维持买入评级。**

- **第三季度业绩亮点。**第三季度净利润同比增长 85%至 16.7 亿元人民币，处于公司于 10 月中旬发布的盈喜范围内（14.8-17.8 亿元人民币）。收入同比增长 73%至 164 亿元人民币，而毛利率同比收窄 2.4 个百分点、环比收窄 1.8 个百分点至 27%。净经营现金流同比增长 58%至 26 亿元人民币。
- **全业务分部强劲增长。**前九个月，混凝土机械和起重机的收入分别同比增长 34%和 44%至 137 亿元人民币和 236 亿元人民币。农机收入同比增长 35%。就新业务而言，来自挖掘机的收入同比增长 244%，而来自高空作业平台的收入同比增长 60%。
- **料毛利率将在第四季度反弹。**第三季度毛利率下降是由于：（1）利润率较低的小型汽车起重机和塔式起重机的销量增加；（2）利润率较低的混凝土搅拌车比混凝土泵的增长更快；（3）与现有业务相比，快速发展的高空作业平台和挖掘机利润率较低（尽管有所提高）。然而，由于（1）新业务利润率不断提高，以及（2）公司于第三季度开始实施的集中采购政策将有助于降低成本，因此管理层有信心在第四季度取得更高的利润率。
- **第四季度和 2021 年前景乐观。**管理层认为，持续稳健的基建和房地产投资，加上人工替代和严格的环境保护政策都是有利的推动因素。此外，大型企业将受惠于继续上升的行业集中度。管理层认为，这一轮上升周期将比上一轮更加强劲。

**财务资料**

| (截至 12 月 31 日) | FY17A | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E |
|---|---|---|---|---|---|
| 收入 (百万人民币) | 28,697 | 43,307 | 63,942 | 76,025 | 84,903 |
| 同比增长 (%) | 39.3 | 50.9 | 47.6 | 18.9 | 11.7 |
| 净利润 (百万人民币) | 2,031 | 4,381 | 6,887 | 8,727 | 9,928 |
| 每股盈利 (人民币) | 0.27 | 0.58 | 0.87 | 0.96 | 1.09 |
| 同比增长 (%) | 51.5 | 119.2 | 50.0 | 9.3 | 13.7 |
| 市场共识 (人民币) | n/a | n/a | 0.82 | 0.92 | 1.02 |
| 企业价值 / EBIDTA (倍) | 14.0 | 9.1 | 6.9 | 5.7 | 5.1 |
| 市盈率 (倍) | 22.7 | 10.7 | 7.3 | 6.7 | 5.7 |
| 市帐率 (倍) | 1.2 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 股息率 (%) | 4.1 | 0.0 | 5.9 | 6.0 | 7.0 |
| 权益收益率 (%) | 5.4 | 11.4 | 16.3 | 16.8 | 16.1 |
| 净负债比率 (%) | 33.6 | 31.3 | 20.8 | 4.7 | 3.6 |

资料来源：公司及招银国际证券预测

**买入（维持）**

| | |
|---|---|
| 目标价 | RMB9.56 |
| (此前目标价 | RMB10.20) |
| 潜在升幅 | +32% |
| 当前股价 | RMB7.24 |

**中国设备行业**

**冯键嵘, CFA**
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

**公司数据**

| | |
|---|---|
| 市值(百万人民币) | 55,697 |
| 3 月平均流通(百万人民币) | 468 |
| 52 周内股价高/低 (人民币) | 8.97/5.28 |
| 总股本 (百万) | 6,411 (A)<br>1,388 (H) |

资料来源：彭博

**股东结构**

| | |
|---|---|
| 湖南省国资委 | 15.9% |
| 管理层 | 4.9% |
| A 股流通股 | 61.4% |
| H 股流通股 | 17.7% |

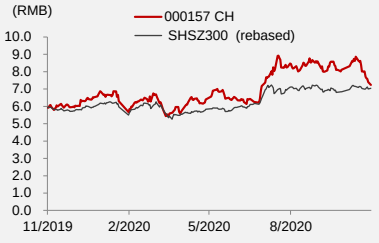
资料来源：港交所、上海证券交易所

**股价表现**

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|---|---|---|
| 1-月 | -8.8% | -10.9% |
| 3-月 | -10.4% | -10.4% |
| 6-月 | 15.6% | -3.7% |

资料来源：彭博

**股份表现**




资料来源：彭博

**审计师：毕马威**

## 利润表

| 年结: 12 月 31 日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| **总收益** | **28,697** | **43,307** | **63,942** | **76,025** | **84,903** |
| 销售成本 | -20,923 | -30,314 | -45,605 | -53,874 | -60,132 |
| **毛利** | **7,774** | **12,993** | **18,336** | **22,152** | **24,771** |
| 其他收入 | 882 | 1,017 | 1,048 | 978 | 978 |
| 分销与销售开支 | -2,379 | -3,780 | -4,604 | -5,322 | -5,858 |
| 行政开支 | -2,063 | -2,693 | -3,709 | -4,333 | -4,839 |
| 研发费用 | -581 | -1,516 | -2,877 | -3,421 | -3,821 |
| **息税前收益** | **3,633** | **6,021** | **8,194** | **10,054** | **11,231** |
| 净财务收入/(费用) | -1,205 | -1,165 | -519 | -278 | -90 |
| 利息收入 | 347 | 539 | 575 | 793 | 875 |
| 融资成本 | -1,552 | -1,704 | -1,094 | -1,071 | -964 |
| 其他收益/(损失) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 联营及合资公司利润 | 222 | 188 | 254 | 271 | 288 |
| **除税前溢利** | **2,650** | **5,044** | **7,929** | **10,047** | **11,430** |
| 所得税开支 | -682 | -759 | -1,110 | -1,407 | -1,600 |
| **税后溢利** | **1,968** | **4,285** | **6,819** | **8,640** | **9,830** |
| 非控股权益 | 63 | 96 | 68 | 86 | 98 |
| **净利润** | **2,031** | **4,381** | **6,887** | **8,727** | **9,928** |
| 折旧及摊销 | 837 | 817 | 923 | 1,005 | 1,080 |
| **EBITDA** | **4,470** | **6,838** | **9,117** | **11,059** | **12,311** |

## 现金流量表

| 年结: 12 月 31 日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| 除税前溢利 | 2,650 | 5,044 | 7,929 | 10,047 | 11,430 |
| 融资成本 | 1,451 | 1,704 | 1,094 | 1,071 | 964 |
| 利息收入 | -347 | -539 | -575 | -793 | -875 |
| 联营及合资公司溢利 | -222 | -188 | -254 | -271 | -288 |
| 出售物业、厂房及设备亏损 | -152 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧及摊销 | 837 | 817 | 923 | 1,005 | 1,080 |
| 已付所得税 | -431 | -773 | -1,110 | -1,407 | -1,600 |
| 营运资金变动 | 1,152 | 442 | -2,404 | -3,816 | -4,238 |
| 其他 | -221 | -539 | 0 | 0 | 0 |
| **经营活动所得现金净额** | **4,717** | **5,968** | **5,603** | **5,837** | **6,473** |
| 购买物业、厂房及设备净投资 | -272 | -1,082 | -2,246 | -2,646 | -2,500 |
| 投资/(出售)联营及合资公司 | -4 | -301 | 0 | 0 | 0 |
| 投资/(出售)控股公司 | 0 | -177 | 0 | 0 | 0 |
| 购入无形资产 | -103 | -128 | -100 | 0 | 0 |
| 联营及合资公司股息分派 | 4 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 已收利息 | 347 | 253 | 575 | 793 | 875 |
| 其他 | -7,214 | 11,374 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动所用现金净额** | **-7,242** | **9,984** | **-1,771** | **-1,853** | **-1,625** |
| 股权融资 | 37 | -2,145 | 0 | 6,906 | 0 |
| 净银行贷款 | 6,817 | -14,008 | -1,000 | 100 | -4,100 |
| 已付股息 | -1,308 | -1,801 | 0 | -2,941 | -3,491 |
| 已付利息 | -1,428 | -1,707 | -1,094 | -1,071 | -964 |
| 其他 | -16 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| **融资活动所得（所用）现金净额** | **4,102** | **-19,648** | **-2,094** | **2,995** | **-8,555** |
| 现金及等同现金（减少）增加净额 | 1,577 | -3,696 | 1,738 | 6,978 | -3,707 |
| 年初之现金及等同现金项目 | 7,148 | 8,754 | 5,073 | 6,811 | 13,789 |
| 汇兑及其他 | 29 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 年底之现金及等同现金项目 | 8,754 | 5,073 | 6,811 | 13,789 | 10,082 |

## 资产负债表

| 年结: 12 月 31 日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| **非流动资产** | **28,657** | **37,979** | **43,810** | **46,636** | **51,975** |
| 物业、厂房及设备 | 6,077 | 6,735 | 8,324 | 10,234 | 11,922 |
| 预付租赁款项 | 1,943 | 2,433 | 2,383 | 2,333 | 2,283 |
| 联营及合资公司 | 3,500 | 3,909 | 4,163 | 4,434 | 4,723 |
| 融资租赁应收款 | 3,656 | 7,771 | 9,047 | 10,116 | 10,354 |
| 商誉 | 2,046 | 2,017 | 2,017 | 2,017 | 2,017 |
| 应收账款及其他应收款 | 5,498 | 9,072 | 11,950 | 11,795 | 15,188 |
| 无形资产 | 2,153 | 2,043 | 1,927 | 1,708 | 1,489 |
| 可供出售投资 | 2,379 | 2,644 | 2,644 | 2,644 | 2,644 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延税项资产 | 1,276 | 1,271 | 1,271 | 1,271 | 1,271 |
| 定期存款 | 129 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| **流动资产** | **64,762** | **54,052** | **70,624** | **75,370** | **86,854** |
| 存货 | 9,551 | 11,772 | 14,217 | 14,417 | 17,543 |
| 应收账及其他应收款项 | 21,554 | 20,839 | 25,409 | 28,329 | 33,080 |
| 应收票据 | 8,835 | 9,229 | 17,048 | 11,695 | 19,009 |
| 金融资产 | 13,787 | 4,311 | 4,311 | 4,311 | 4,311 |
| 其他 | 1,097 | 1,413 | 1,413 | 1,413 | 1,413 |
| 已抵押银行存款 | 1,184 | 1,415 | 1,415 | 1,415 | 1,415 |
| 银行结余及现金 | 8,754 | 5,073 | 6,811 | 13,789 | 10,082 |
| **流动负债** | **39,623** | **34,569** | **50,953** | **45,919** | **60,603** |
| 应付账及其他应付款项 | 15,786 | 25,012 | 41,210 | 35,542 | 50,126 |
| 借贷 | 22,044 | 7,312 | 7,112 | 7,212 | 7,312 |
| 税项负债 | 151 | 186 | 186 | 186 | 186 |
| 合同负债 | 1,602 | 1,934 | 2,321 | 2,855 | 2,855 |
| 其他 | 40 | 125 | 125 | 125 | 125 |
| **非流动负债** | **15,065** | **17,965** | **17,165** | **17,165** | **12,965** |
| 借贷 | 13,645 | 14,515 | 13,715 | 13,715 | 9,515 |
| 递延税项负债 | 429 | 455 | 455 | 455 | 455 |
| 其他 | 991 | 2,995 | 2,995 | 2,995 | 2,995 |
| **资本及储备** | **38,731** | **39,497** | **46,316** | **58,922** | **65,261** |
| 股东权益 | 38,164 | 38,827 | 45,714 | 58,406 | 64,844 |
| 非控股权益 | 567 | 670 | 602 | 515 | 417 |

## 主要比率

| 年结: 12 月 31 日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| **销售组合 (%)** | | | | | |
| 混凝土机械 | 35% | 32% | 30% | 29% | 28% |
| 起重机械 | 43% | 51% | 52% | 50% | 49% |
| 其他机械 | 14% | 11% | 13% | 16% | 19% |
| 农业机械 | 5% | 4% | 3% | 3% | 3% |
| 金融服务 | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% |
| 环境产业 (终止经营业务) | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 合共 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| **盈利能力比率 (%)** | | | | | |
| 毛利率 | 27.1 | 30.0 | 28.7 | 29.1 | 29.2 |
| 息税前利润率 | 12.7 | 13.9 | 12.8 | 13.2 | 13.2 |
| 净利润率 | 6.9 | 9.9 | 10.7 | 11.4 | 11.6 |
| **增长率(%)** | | | | | |
| 收入 | 39.3 | 50.9 | 47.6 | 18.9 | 11.7 |
| 毛利 | 80.6 | 67.1 | 41.1 | 20.8 | 11.8 |
| 息税前利润 | n/a | 65.7 | 36.1 | 22.7 | 11.7 |
| 净利润 | 51.3 | 115.7 | 57.2 | 26.7 | 13.8 |
| **资产负债比率** | | | | | |
| 流动比率 (x) | 1.6 | 1.6 | 1.4 | 1.6 | 1.4 |
| 平均应收账款周转天数 | 342 | 240 | 192 | 186 | 190 |
| 融资租赁应收款周转天数 | 161 | 124 | 123 | 115 | 110 |
| 平均存货周转天数 | 161 | 128 | 104 | 97 | 97 |
| 平均应付帐款周转天数 | 268 | 246 | 265 | 260 | 260 |
| 净负债/ 总权益比率 (%) | 33.6 | 31.3 | 20.8 | 4.7 | 3.6 |
| **回报率 (%)** | | | | | |
| 资产回报率 | 2.3 | 4.7 | 6.7 | 7.4 | 7.6 |
| 资本回报率 | 5.4 | 11.4 | 16.3 | 16.8 | 16.1 |
| **每股数据** | | | | | |
| 每股盈利(人民币) | 0.27 | 0.58 | 0.87 | 0.96 | 1.09 |
| 每股账面值(人民币) | 4.89 | 4.93 | 5.80 | 6.40 | 7.10 |
| 每股股息(人民币) | 0.25 | 0.00 | 0.37 | 0.38 | 0.44 |

资料来源：公司及招银国际证券预测

# 免责声明及披露

## 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

## 招银国际证券投资评级

**买入** ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
**持有** ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
**卖出** ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
**未评级** ：招银国际证券并未给予投资评级

## 招银国际证券行业投资评级

**优于大市** ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
**同步大市** ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
**落后大市** ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

*招银国际证券有限公司*

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话: (852) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

**招银国际证券有限公司("招银国际证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)**

## 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（" FINRA"）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。