000157.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 8.34

板块评级:强大于市

本报告要点

- **核心产品市场地位持续攀升，中后周期工程机械龙头迎来营收和利润双双高增长；上半年继续深化控费降债，盈利能力实现强劲增长；中后周期产品高景气度延续，公司产品市场份额仍有提升空间，潜力新品后续持续放量，国际化业务布局深入推进，未来 2-3 年公司业绩增速有望延续行业领先。**

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	21.4	(6.5)	25.6	53.3
相对深证成指	(5.3)	(6.1)	1.3	8.7

发行股数(百万)	7,913
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	65,993
3 个月日均交易额(人民币 百万)	538
净负债比率(%)(2020E)	12
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 8 月 21 日收市价为标准

相关研究报告

《中联重科》 20200715
《中联重科》 20200706
《中联重科》 20200506

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

传统强势产品及潜力新品持续同步发力，打造业绩增速持续领先的工程机械龙头

公司发布 2020 年半年报：上半年实现营业收入 288.3 亿元，同比增长 29.5%，归母净利润 40.2 亿元，同比增长 56.0%，扣非归母净利润 35.1 亿元，同比增长 65.8%，经营净现金流 14.8 亿元，同比下降 58.6%，同时拟每 10 股派发现金股利 2.1 元。

支撑评级的要点

- **核心产品市场地位持续攀升，中后周期工程机械龙头迎利润和营收的双高增长。**上半年公司持续聚焦工程机械，工程起重机、混凝土机械、塔机等传统强势产品市场份额持续提升，市场领先地位进一步巩固，土方机械、高空作业平台等潜力产品也开始同步发力，上半年实现重大突破。分产品看，混凝土机械、起重机械、农业机械、其它机械和产品营收分别为 86.4/153.4/10.6/33.8 亿元，分别同比增长 15.3%/39.4%/15.8%/33.9%。工程起重机销售引领行业增长，汽车起重机在 19 年市场份额大幅提升的背景下上半年市场份额继续稳步提升，进一步缩小与行业龙头的差距，履带起重机上半年营收增长翻倍，国内市场份额跃居行业第一；塔机销售规模继续保持全球第一，随着公司产能的提升及 W 系列新产品的推出，公司市场份额继续提升，行业龙头地位进一步巩固；混凝土机械市场份额提升显著，长臂架泵车、车载泵市场份额稳步行业第一，搅拌车市场份额大幅提升至行业前三，混凝土机械营收增速相对较低的原因系泵车国产底盘占比提升致产品销售单价有所下行以及上半年部分混凝土订单发货与收入确认的时滞所致。潜力产品土方机械开始在产品、研发、销售模式、销售服务网络等全方位发力，上半年实现 0 到 1 的重大突破，销量跃居行业国产品牌第 7；高空作业平台上半年销售额同比增长超 100%，市场份额稳居行业第一梯队；农业机械深化转型升级，加强对高科技农机产品的打磨和市场布局，小麦机、烘干机等国内市场份额保持行业前二，甘蔗全程机械化在海外取得突破。
- **上半年继续深化控费降债，持续推进高质量发展带来盈利能力的强劲增长。**2020H1 公司继续严控成本费用，期间费用率大幅下行至 13.2%，同比下降 3.7pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 6.7%、2.7%、3.6%、0.2%，分别同比下降 1.8pct、下降 0.9pct、提升 1.6pct、下降 2.6pct。通过推行“端对端”商业模式的变革，叠加上半年疫情致差旅费等降低，销售费用率同比显著下降；通过信息系统加强数字化管理，即便有员工持股费用摊销的影响，管理费用绝对金额仍小幅下行；通过优化债务结构，降低负债水平、提高资金使用效率，财务费用同比大幅降低，未来这些驱动期间费用下行的因素将继续发挥功效，三费率还有一定的下行空间；同时公司坚守“技术是根、产品是本”的经营理念，致力于实现技术和产品的市场领先，打造行业自主创新的标杆，致使研发费用同比有较高增长。上半年公司整体毛利率为 29.4%，同比下降 0.6pct，分产品看，混凝土、起重机械、农业机械毛利率分别为 27.7%、31.2%、12.3%，分别同比提升 0.3pct、下降 0.9pct、提升 1.9pct，毛利率下降系疫情期间产品订单价格有所折让及产品结构调整所致，随着后续销售价格趋稳，下半年毛利率预计将有所回升；受期间费用率下行驱动，公司净利率强劲增长至 14.1%，同比提升 2.5pct。上半年公司经营净现金流为 14.8 亿元，同比下降 58.6%，经营净现金流下滑主要受疫情影响，公司针对部分优质客户主动放宽回款政策，导致回款有所滞后，以及加大对原材料的采购备货及战略供应商付款所致。上半年公司运营效率也明显提升，应收账款、存活周转加快，资产质量继续优化，高质量的经营质量持续向好。
- **智能化、全球化战略纵深推进，中后周期产品高景气度、市场份额提升叠加潜力新品持续放量有望保障公司业绩增速未来 2-3 年持续行业领先。**公司加速推进长沙智慧产业城、沅江搅拌车、常德塔机智能工厂二期等建设，加速推进备料、焊接、机加、涂装等 7 个领域的智能技术研发与应用，全面向智能化企业转型升级，随着后续各园区智能产线的投产，智能制造也将全面发力；同时公司积极深入推进全球化、本地化的发展战略，采取“一国一策”、“一区一策”的差异化市场策略，工程机械出口实现逆势增长，构件公司海外运营体系，提升海外市场核心竞争力。展望未来，我们认为混凝土机械、塔机等中后期产品未来 2-3 年将继续保持高景气度，公司中后期产品营收占比高，产品竞争力强，未来份额还有一定的提升空间，定增补齐挖掘机短板后，挖掘机业务有望持续放量，公司具有成为挖掘机行业前三的潜质和基因，未来有望打造成 100-200 亿营收的板块；高空作业平台已稳居行业第一梯队，产品竞争优势明显，未来有望打造成 50 亿以上营收的业务板块；加上农业机械行业复苏，以及向高端农机升级和农市服务的布局，农业机械也将贡献持续的增量，智能化、全球化、中后周期产品高景气度及市场份额提升、潜力新品持续放量有望保障公司业绩未来 2-3 年持续行业领先，也有助于平滑国内行业周期波动，公司作为高业绩增长、高确定性、高股息的行业龙头，目前估值仍明显低于竞争对手，持续强烈看好公司后续的投资机会。

估值

- 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 65.0/81.7/95.9 亿元，对应 EPS 为 0.82/1.04/1.21 元/股，对应 PE 分别为 9.5/7.6/6.4 倍，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情控制进度不及预期，下游复工进度不及预期，行业竞争加剧，基建和地产投资不及预期。

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	57,391	67,229	74,853
变动(%)	23	51	33	17	11
净利润(人民币 百万)	2,676	4,371	6,496	8,168	9,588
全面摊薄每股收益(人民币)	0.256	0.554	0.823	1.035	1.214
变动(%)	51.6	116.4	48.6	25.7	17.4
全面摊薄市盈率(倍)	32.6	15.1	10.1	8.1	6.9
价格/每股现金流量(倍)	13.0	10.6	8.7	8.0	7.3
每股现金流量(人民币)	0.64	0.79	0.96	1.04	1.15
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.7	10.3	6.8	5.2	4.3
每股股息(人民币)	0.236	0.000	0.329	0.362	0.364
股息率(%)	2.8	n.a.	3.9	4.3	4.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2020H1 业绩摘要表

（人民币，亿元）	2019H1	2020H1	同比变动（%）
营业总收入	222.62	288.27	29.49
营业成本	155.84	203.64	30.67
营业利润	31.00	47.01	51.63
净利润	25.71	40.51	57.58
归属于上市公司的净利润	25.76	40.18	55.97
扣非后净利润	21.14	35.05	65.80
销售费用	18.81	19.16	1.91
管理费用	8.11	7.89	(2.74)
研发费用	4.61	10.48	127.63
财务费用	6.15	0.55	(91.03)
销售费用率（%）	8.45	6.65	
管理费用率（%）	3.64	2.74	
研发费用率（%）	2.07	3.64	
财务费用率（%）	2.76	0.19	
毛利率（%）	30.00	29.36	
净利率（%）	11.55	14.05	

资料来源：公司公告，中银证券

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**	**57,391**	**67,229**	**74,853**
销售成本	(21,174)	(30,674)	(39,895)	(46,166)	(51,294)
经营费用	(3,089)	(6,071)	(8,562)	(9,976)	(10,981)
息税折旧前利润	**4,434**	**6,563**	**8,934**	**11,087**	**12,577**
折旧及摊销	(837)	(865)	(1,015)	(1,215)	(1,370)
经营利润 (息税前利润)	**3,597**	**5,698**	**7,919**	**9,872**	**11,207**
净利息收入/(费用)	(1,244)	(1,215)	(977)	(733)	(194)
其他收益/(损失)	941	988	550	300	100
税前利润	**3,294**	**5,470**	**7,493**	**9,439**	**11,113**
所得税	(682)	(759)	(1,124)	(1,416)	(1,667)
少数股东权益	(63)	(96)	(127)	(144)	(142)
净利润	**2,676**	**4,371**	**6,496**	**8,168**	**9,588**
核心净利润	**2,683**	**4,811**	**6,504**	**8,168**	**9,588**
每股收益 (人民币)	0.256	0.554	0.823	1.035	1.214
核心每股收益 (人民币)	0.340	0.609	0.824	1.035	1.214
每股股息 (人民币)	0.236	0.000	0.329	0.362	0.364
收入增长(%)	23	51	33	17	11
息税前利润增长(%)	(143)	58	39	25	14
息税折旧前利润增长(%)	(160)	48	36	24	13
每股收益增长(%)	52	116	49	26	17
核心每股收益增长(%)	133	79	35	26	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	35,046	24,081	25,576	27,052	28,696
应收帐款	25,048	26,450	30,623	31,004	34,076
库存	9,551	11,772	13,423	12,436	14,323
其他流动资产	725	880	1,092	1,063	1,190
流动资产总计	**70,369**	**63,182**	**70,714**	**71,555**	**78,286**
固定资产	6,076	6,735	7,485	8,444	8,754
无形资产	4,096	4,063	3,999	3,875	3,695
其他长期资产	10,815	16,021	14,908	15,908	16,908
长期资产总计	**20,987**	**26,820**	**26,392**	**28,227**	**29,357**
总资产	**93,457**	**92,068**	**99,163**	**101,835**	**109,696**
应付帐款	10,811	19,061	24,099	23,311	26,547
短期债务	8,325	5,043	3,494	2,140	0
其他流动负债	20,492	10,479	11,933	11,939	11,142
流动负债总计	**39,628**	**34,583**	**39,526**	**37,389**	**37,689**
长期借款	13,645	14,515	10,847	10,209	10,909
其他长期负债	1,414	3,437	2,002	2,284	2,574
股本	7,809	7,875	7,895	7,895	7,895
储备	31,853	34,452	38,350	43,659	50,371
股东权益	**39,662**	**42,327**	**46,245**	**51,555**	**58,266**
少数股东权益	567	670	543	398	256
总负债及权益	**93,457**	**92,068**	**99,163**	**101,835**	**109,696**
每股帐面价值 (人民币)	5.02	5.36	5.86	6.53	7.38
每股有形资产 (人民币)	4.55	4.86	5.35	6.04	6.91
每股净负债/(现金)(人民币)	0.49	0.17	(0.65)	(1.01)	(1.49)

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	3,294	5,470	7,493	9,439	11,113
折旧与摊销	837	865	1,015	1,215	1,370
净利息费用	1,244	1,215	977	733	194
运营资本变动	2,071	2,062	1,328	(1,706)	742
税金	(1,401)	(1,291)	(1,124)	(1,416)	(1,667)
其他经营现金流	(981)	(2,101)	(2,107)	(27)	(2,697)
经营活动产生的现金流	**5,064**	**6,219**	**7,581**	**8,238**	**9,056**
购买固定资产净值	(89)	(33)	1,700	2,050	1,500
投资减少/增加	537	566	500	300	100
其他投资现金流	(8,037)	9,200	(2,869)	(4,091)	(3,002)
投资活动产生的现金流	**(7,589)**	**9,734**	**(669)**	**(1,741)**	**(1,402)**
净增权益	(1,865)	0	(2,598)	(2,859)	(2,876)
净增债务	11,796	(17,226)	(3,832)	(854)	(3,640)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(5,829)	(2,450)	1,503	(1,411)	286
融资活动产生的现金流	**4,102**	**(19,649)**	**(4,875)**	**(5,021)**	**(6,009)**
现金变动	1,577	(3,696)	2,036	1,476	1,645
期初现金	8,256	10,068	6,572	8,609	10,084
公司自由现金流	(2,525)	15,953	6,911	6,497	7,654
权益自由现金流	10,515	(57)	4,056	6,375	4,208

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 (%)	15.5	15.2	15.6	16.5	16.8
息税前利润率(%)	12.5	13.2	13.8	14.7	15.0
税前利润率(%)	11.5	12.6	13.1	14.0	14.8
净利率(%)	9.3	10.1	11.3	12.1	12.8
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	2.9	4.7	8.1	13.5	57.8
净权益负债率(%)	29.6	30.2	12.3	4.4	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.5	1.4	1.6	1.7
估值					
市盈率 (倍)	32.6	15.1	10.1	8.1	6.9
核心业务市盈率(倍)	24.5	13.7	10.1	8.1	6.9
市净率 (倍)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
价格/现金流 (倍)	13.0	10.6	8.7	8.0	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.7	10.3	6.8	5.2	4.3
周转率					
存货周转天数	158.9	126.9	115.3	102.2	95.2
应收帐款周转天数	319.5	217.0	181.5	167.3	158.7
应付帐款周转天数	126.8	125.9	137.2	128.7	121.6
回报率					
股息支付率(%)	69.7	0.0	40.0	35.0	30.0
净资产收益率 (%)	6.8	10.7	14.7	16.7	17.5
资产收益率 (%)	3.2	5.3	7.0	8.3	9.0
已运用资本收益率(%)	0.8	1.8	2.6	3.3	3.6

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 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