中联重科（000157）

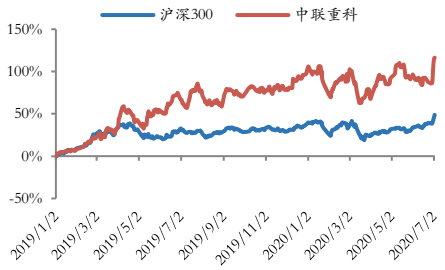
公司研究/点评报告

新老业务多点开花，中报业绩大放异彩

投资评级：买入

报告日期：	2020-07-14
收盘价（元）	7.82
近 12 个月最高/最低（元）	8.10/5.21
总股本（百万股）	7898.8
流通股本（百万股）	6442.9
流通股比例（%）	81.56
总市值（亿元）	618
流通市值（亿元）	504

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：李疆
执业证书号：S0010520060005
电话：0551-65161835
邮箱：lijiang@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_公司研究_公司事件点评_中联重科_定增助力行稳致远，破釜沉舟再谋发展》2020-07-09

事件：7 月 14 日，公司发布中报业绩预告，上半年预计实现归母净利润 38~42 亿元，同比增长 47.50%~63.03%，其中 Q2 归母净利润 28~32 亿元，同比增长 77.89%~103.30%。

核心观点：中报业绩超预期，上调盈利预测。工程机械行业 Q1 受到疫情影响，Q2 在赶工复工背景下，需求加速释放，底部反弹明显。公司主打业务板块（混凝土机械+起重机械）市占率不断提升，战略新兴板块（挖机+高空作业平台）翻番增长，新老业务多点开花，业绩大放异彩。展望未来，公司定增加码，不断夯实产品竞争力，高管认购提振信心，经营稳健，分红率高。总体而言，公司价值投资属性凸显，维持“买入”评级。

点评：

➢ **下游行业投资额数据和开工率数据边际向好，工程机械行业景气度维持高位。**2020 年 2-5 月份，房地产投资额累计同比增速分别是-16%、-8%、-3%、-0.3%，基建投资额累计同比增速分别是-27%、-16%、-9%、-3%，从下游行业投资额同比增速来看，降幅逐月收窄，边际向好，预计 Q3 房地产投资增速与基建投资增速有望由负转正，迎来拐点；从小松开工小时数来看，2020 年 1-6 月份月均工作小时同比增速分别是-43%、-32%、-17%，+3.6%、+3.2%，+1.8%，4/5/6 月连续三个月同比为正，开工持续向好，疫情拉长了行业景气周期，因疫情影响的积压需求持续释放。市场担忧南方洪涝灾害对行业会有负面影响，我们认为南方洪涝灾害短期会影响下游开工，但是从中期看，灾后恢复重建，从长期看，未来国家有望加大重大水利工程建设的投入，带动基建投资增速的回升，进而带动工程机械设备需求。（备注：7 月 8 日，国常会研究部署了 2020-2022 年重点推进 150 项重大水利工程建设，总投资 1.29 万亿元，能够带动直接和间接投资 6.6 万亿元。）

➢ **公司主打产品（混凝土+起重机）市占率不断提升，表现超越行业。**
混凝土机械：从价值量占比来看，泵车、搅拌车占比靠前，今年上半年份额逆势提升，表现亮眼。**①泵车：**根据中国混凝土网，2020 年 Q1，在疫情影响下，中联泵车销量同比+25%，逆势而上创佳绩。Q2 在复工赶工背景下，销量延续高增长态势，我们判断整个上半年泵送产品销量增速有望达 50%，高于行业，市占率逆势提升，但是由于上半年泵车底盘等零部件国产化率提升，产品价格有优惠，收入增速将低于销量增速。展望下半年，由于疫情因素导致的进口底盘泵车产能紧张，不少客户将订单转移至下半年，公司在手订单充足，下半年仍有望保持不错增长。**②搅拌车：**搅拌车 Q1 行业销量下滑较多，Q2 回正，上半年同比持平。行业目前处于超标车产能出清、合标车产能不足阶段，前三家企业（中联、三一、中集）份额提升明显，我们判断公司搅拌车上半年销量增速将超过 50%。

起重机械：工程起重机份额提升明显，塔机依旧高增长。**①工程起重机：**主要包括汽车吊、随车吊、履带吊，以汽车吊为主。起重机行业零部件国产化率高，没有因为供应链问题影响产能，公司上半年供应正常，由于起重机略滞后于挖机，因此从行业角度来看，上半年汽车起重机行业增速低于挖机行业（24%），预计上半年行业增速不到 20%，下半年会赶超挖机，公司汽车吊销量增速超过行业，有望达到 30%，份额提升明显。**②塔机：**塔机受益于装配式建筑，依旧高景气，公司市占率超 40%，稳居行业第一。下半年随着产能继续提升，销量将不少于上半年。

- **公司战略新兴业务板块翻倍增长，未来将成为新的业绩增长点。**

挖机：公司 2020 年 1-6 月份预计销量超过 3000 台，市占率超 2%，全年销量有望达 6000 台，预计在 2021 年可实现盈亏平衡。公司定增 66 亿，其中 24 亿欲投向挖机，公司土方机械底蕴深厚，最早可追溯至 2008 年，此次加码挖机板块，公司不是毫无基础和积淀，从头开始做，不是从 0 到 1 的过程，而是从 1 到 n 的过程。我们认为此时布局挖机是最好也是最后的机会，经过战略调整，公司聚焦工程机械主业，目标更加清晰，未来挖机有望成为新的业绩增长点。

高空作业平台：该板块是公司重点培育的全新产品。2018 年公司布局高机以来，凭借成熟的技术基础与国内渠道建设，2019 年实现约 5 亿收入，2020 年是高机下游租赁商采购大年，我们预计公司 2020 年上半年高机板块销量增速翻番，随着公司不断扩充产能，规模化效应下，毛利率有望从目前的 20%提升至 30%，未来高机将成为新的利润来源。

- **66 亿定增披露，破釜沉舟再谋发展，公司未来增长动力足。**

2020 年 7 月 5 日，公司发布定增预案，拟募集不超过 66 亿，投资于“挖机+搅拌车+关键零部件+关键液压元器件”这四个智能制造项目，同时补充流动资金。**①从业务布局角度：**最受市场关注的无疑是加码布局挖机，我们认为布局挖机业务是公司做大做强必经之路，且现在是最好也是最后的机会；**②从引入战投角度**：公司核心经营层参与此次认购，利益一致，增强投资者信心；**③从分红角度**：公司上市以来，累计现金分红率 34.58%，位居行业前列，未来三年股东回报规划，提出 2020~2022 个年度，公司利润分配按每 10 股不低于约 3.2 元进行现金分红，经营稳健，分红率高。总体来看，公司未来增长动力足，价值属性凸显。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 66.09、78.59、90.83 亿元，同比增速为 51.19%、18.92%、15.57%。对应 PE 分别为 9、8 和 7 倍。经营稳健，价值属性凸显，给予“买入”评级。

风险提示

基建补短板不及预期、市场竞争加剧，产品毛利率下滑、新产品产能投放不及预期

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43307.40	55704.92	64383.34	72814.34
收入同比(%)	50.92%	28.63%	15.58%	13.09%
归属母公司净利润	4371.46	6609.01	7859.24	9083.09
净利润同比(%)	116.42%	51.19%	18.92%	15.57%
毛利率(%)	30.00%	30.25%	30.63%	31.07%
ROE(%)	11.25%	14.53%	14.74%	14.55%
每股收益(元)	0.56	0.84	0.99	1.15
P/E	10.07	9.35	7.86	6.80
P/B	1.13	1.36	1.16	0.99
EV/EBITDA	9.02	8.22	5.66	4.11

资料来源：wind，华安证券研究所

图表目录

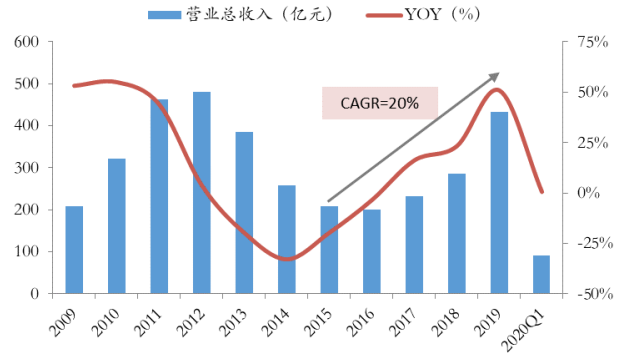
图表 1 中联重科股价复盘图 5
图表 2 2015-2019 营收 CAGR 达 20% 5
图表 3 2015-2019 归母净利润 CAGR 达 169% 5
图表 4 毛利率净利率不断提升 5
图表 5 起重机、混凝土机械毛利率持续上升 5
图表 6 费用率下降明显，内控质量 6
图表 7 2019 年研发支出规模增长明显 6
图表 8 存货、应收账款周转率明显回升，经营效率好转 6
图表 9 经营性净现金流持续好转，回款良好 6
图表 10 2006-2019 年我国主要工程机械销量统计 6
图表 11 全球工程机械龙头企业产品布局图谱 7
图表 12 2019 年起重、混凝土机械收入占比合计超过 83% 7
图表 13 起重、混凝土机械收入占比回升至高位 7
图表 14 中联混凝土泵车轻量化 4.0 系列代表 7
图表 15 汽车起重机“一超二强”格局（2018） 8
图表 16 中联汽车起重机市占率近年来提升明显 8
图表 17 汽车起重机行业景气周期延续 8
图表 18 汽车起重机行业 4 月份止跌回正 8
图表 19 全国装配式建筑占新建建筑比例不断提升 8
图表 20 装配式建筑相比于传统建筑优势众多 8
图表 21 庞源租赁塔机吨米利用率仍处于较高水平 9
图表 22 中联重科挖机业务发展历程 9
图表 23 2019 年中联农业机械板块收入企稳 9
图表 24 海外收入占比提升空间大 10
图表 25 海外收入较为稳定 10

图表 1 中联重科股价复盘图



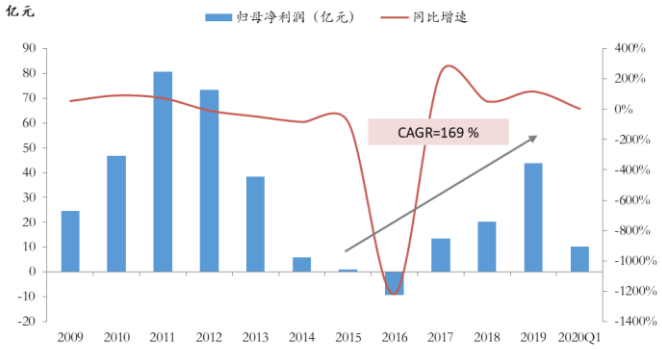
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2015-2019 营收 CAGR 达 20%



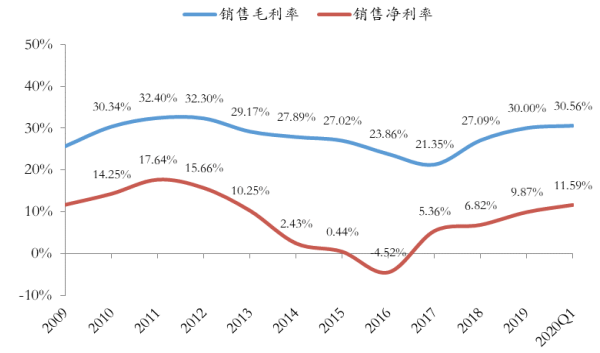
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 2015-2019 归母净利润 CAGR 达 169%



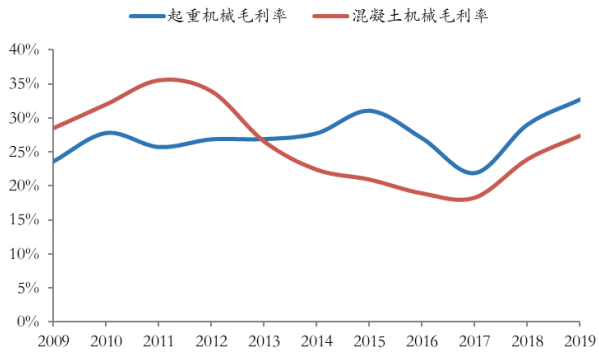
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 毛利率净利率不断提升



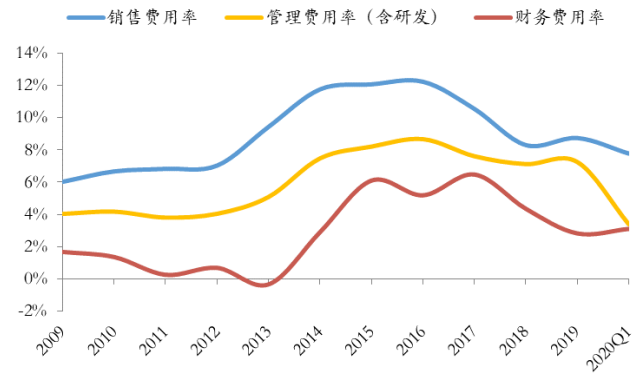
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 起重机、混凝土机械毛利率持续上升



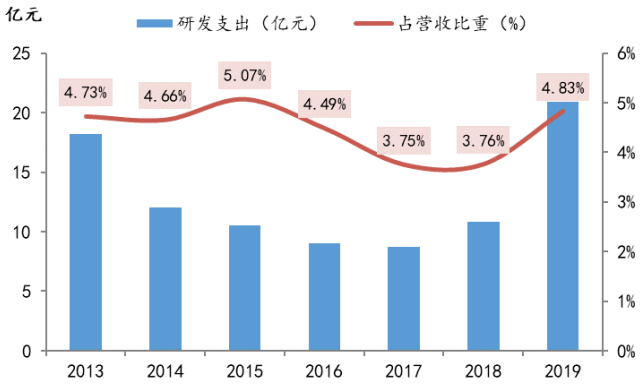
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6　费用率下降明显，内控质量



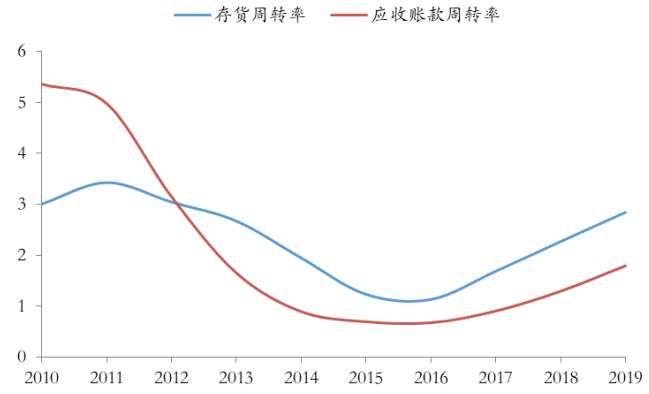
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7　2019 年研发支出规模增长明显



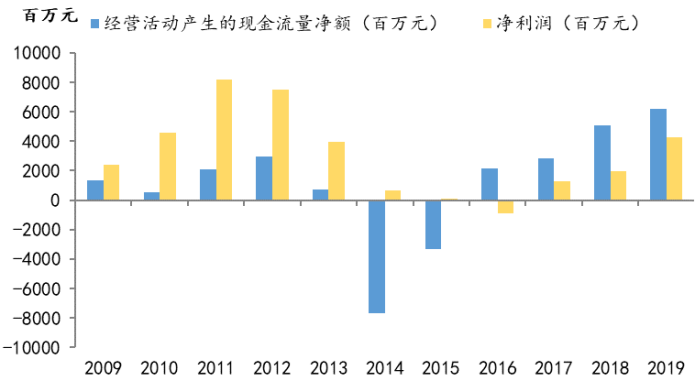
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8　存货、应收账款周转率明显回升，经营效率好转



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9　经营性净现金流持续好转，回款良好



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10　2006-2019 年我国主要工程机械销量统计

主要工程机械销量统计（台）										
年份	挖掘机	装载机	平地机	推土机	压路机	摊铺机	汽车起重机	随车起重机	合计	挖掘机销量
2006	49625	129834	2245	5925	8740	1136	14465	19422	231392	21.45%
2007	71241	161628	3893	7207	9437	1347	20862	31020	306635	23.23%
2008	82975	162335	4320	8722	10885	1436	21419	27918	320010	25.93%
2009	101559	149355	3608	8599	19852	1678	28494	29300	342445	29.66%
2010	179296	228219	4531	13911	26281	3019	35143	43400	533800	33.59%
2011	193891	258901	5259	13115	22217	3386	35455	53000	585224	33.13%
2012	130624	181522	4347	10169	13782	2179	23073	49804	415500	31.44%
2013	126296	188405	4017	9561	15726	2066	17889	63684	427644	29.53%
2014	103227	156272	3662	7742	14270	1737	14096	50657	351663	29.35%
2015	60514	73581	2620	3682	10388	1804	9327	20000	181916	33.26%
2016	73390	75445	3184	4061	11959	1971	9568	7000	186578	39.33%
2017	144867	99063	4522	5719	17421	2390	20434	11000	305416	47.43%
2018	203420	118811	5261	7600	18376	2319	32278	14084	402149	50.58%
2019	235693	123615	4348	5807	16978	2773	42959	15462	447635	52.65%

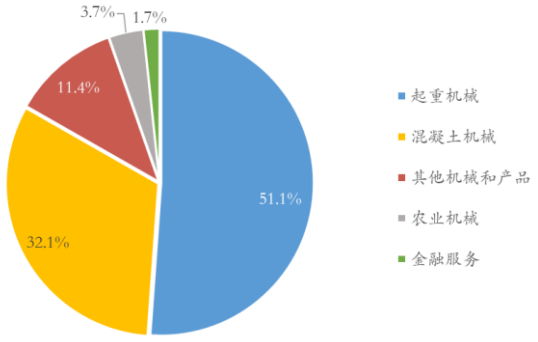
资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 11　全球工程机械龙头企业产品布局图谱

	卡特	小松	沃尔沃	特雷克斯	CNH	约翰迪尔	JCB	利勃海尔	斗山
装载机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
挖掘机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
推土机	●	●			●	●		●	
平地机	●	●	●	●	●	●			
自卸车	●	●	●	●	●	●	●	●	●
压路机	●		●	●	●		●		
摊铺机	●		●	●					
铣刨机	●		●	●					
挖掘装载机	●	●	●	●	●	●	●		
滑移装载机	●	●	●		●	●	●		●
起重机				●				●	
混凝土设备				●				●	
叉车		●					●		●
伸缩臂叉车	●			●	●		●		
隧道机械	●			●					
矿用机械	●	●		●				●	

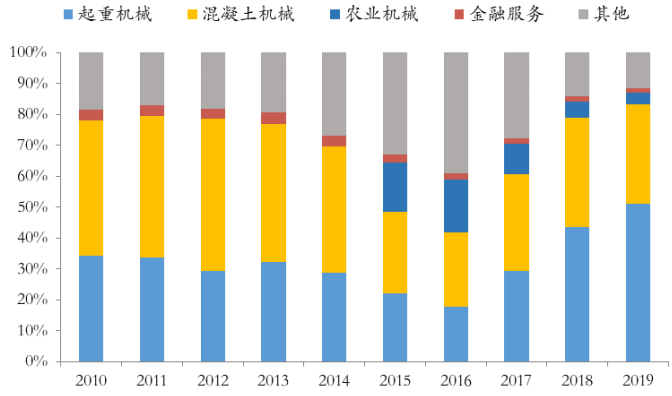
资料来源：各公司官网，华安证券研究所

图表 12　2019 年起重、混凝土机械收入占比合计超过 83%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13　起重、混凝土机械收入占比回升至高位



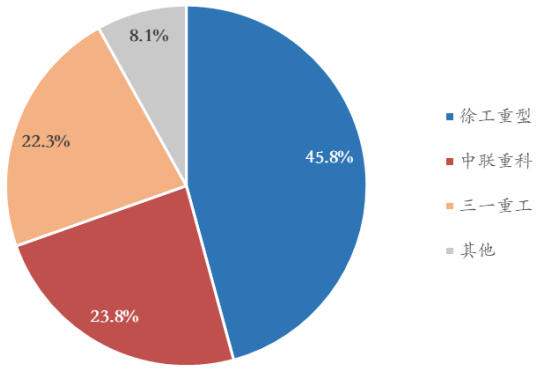
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14　中联混凝土泵车轻量化 4.0 系列代表

混凝土泵车4.0系列代表	5桥67M-ZLJ5541THBSE	4桥59M--ZLJ5441THBBE	3桥49M-ZLJ5350THBKF	2桥38M-ZLJ5230THBKF
型号				
振幅	±0.2m	±0.2m	±0.2m	
最大布料（高度/半径/深度）	66.1/60.9/48.3m	58.1/52.9/41.7m	48.7/43.7/34.7m	37.1/32.75/25.55m
排放	国五/国六	国五/国六	国五	国五
底盘品牌	斯堪尼亚	斯堪尼亚/奔驰	解放	重汽斯太尔
产品优点	5桥合规最长、结构稳定可靠、智能元件自判断、行业首创失效预警输送管	4桥合规最长，失效预警输送管寿命提升30%、独立双回路液压系统、油液用量减少30%	布料范围大、臂架结构稳、场地适应强、运营成本低	同米段出口压力最大、泵车车载泵双功能、场地通过性强、综合油耗低，年节油4万元

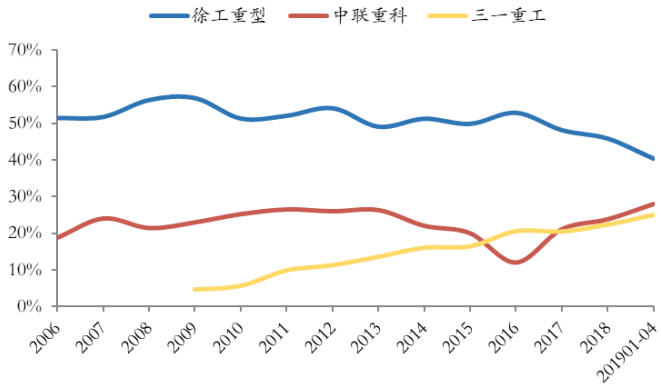
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 15　汽车起重机“一超二强”格局（2018）



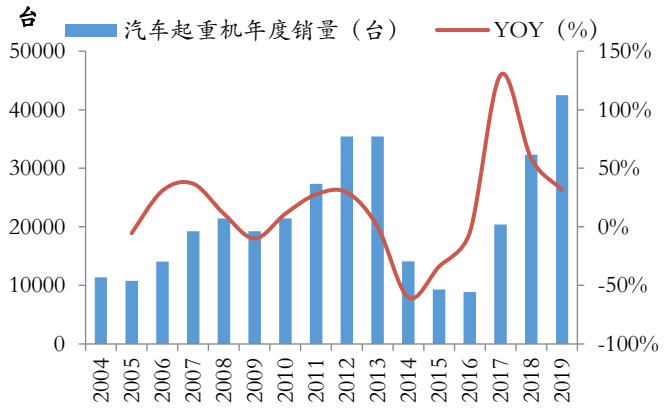
资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 16　中联汽车起重机市占率近年来提升明显



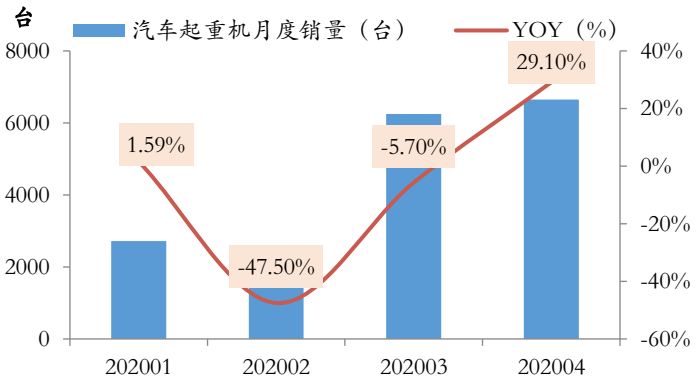
资料来源：中国工程机械工业协会，华安证券研究所

图表 17　汽车起重机行业景气周期延续



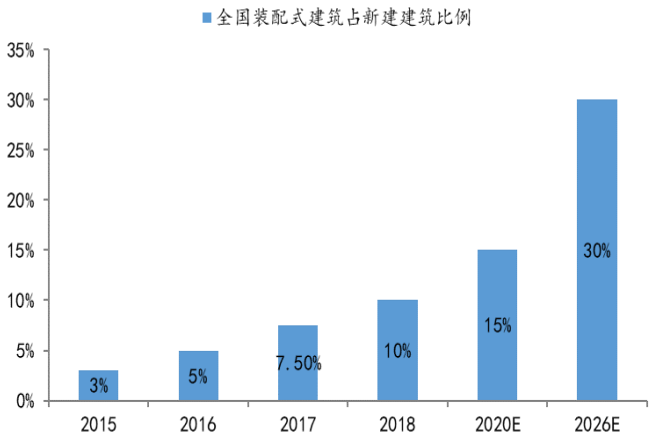
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18　汽车起重机行业 4 月份止跌回正



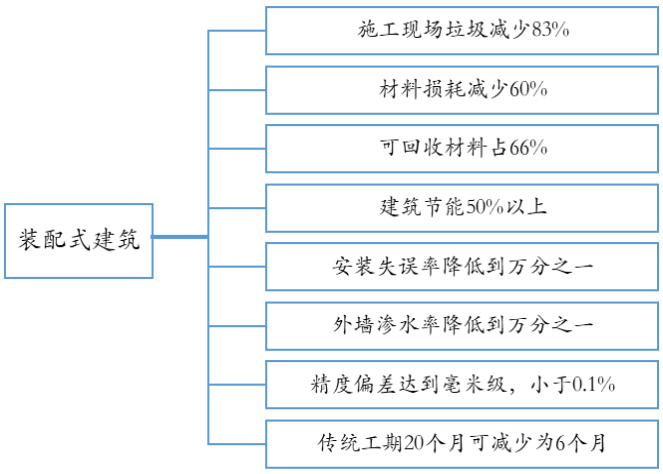
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19　全国装配式建筑占新建建筑比例不断提升



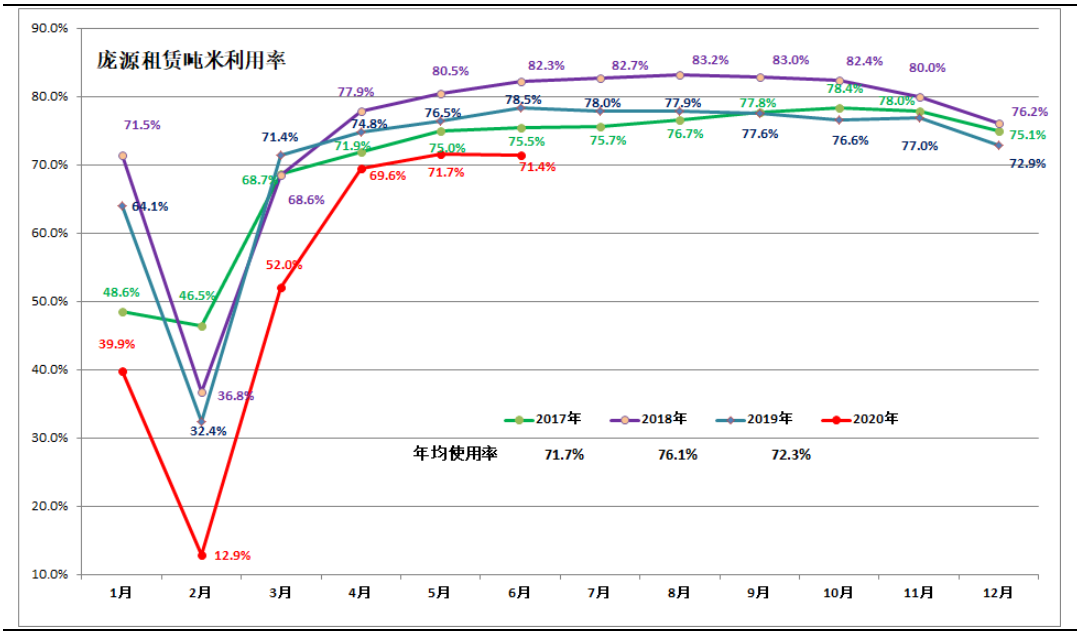
资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

图表 20　装配式建筑相比于传统建筑优势众多



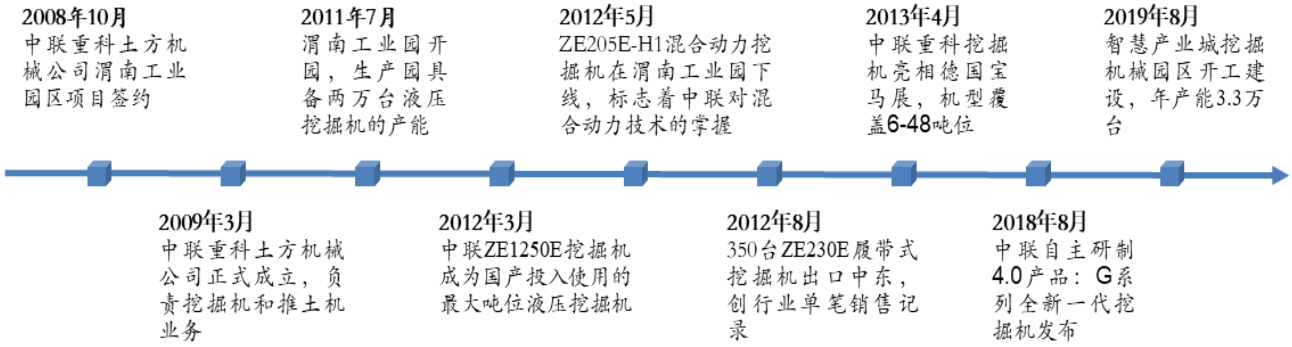
资料来源：建设机械官网，华安证券研究所

图表 21　庞源租赁塔机吨米利用率仍处于较高水平



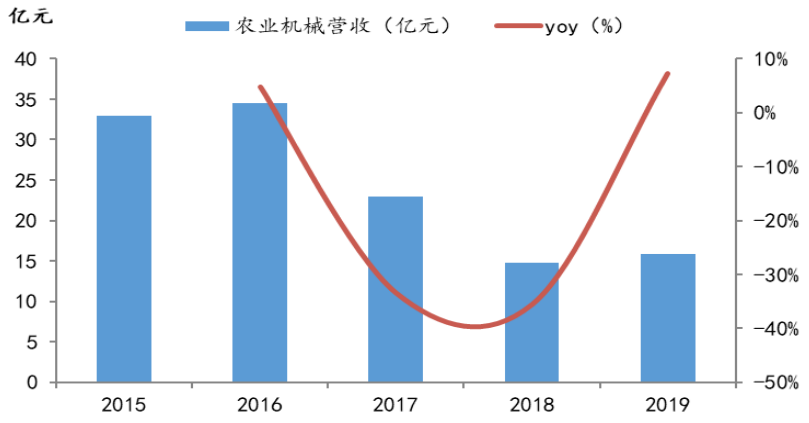
资料来源：庞源租赁官网，华安证券研究所

图表 22　中联重科挖机业务发展历程



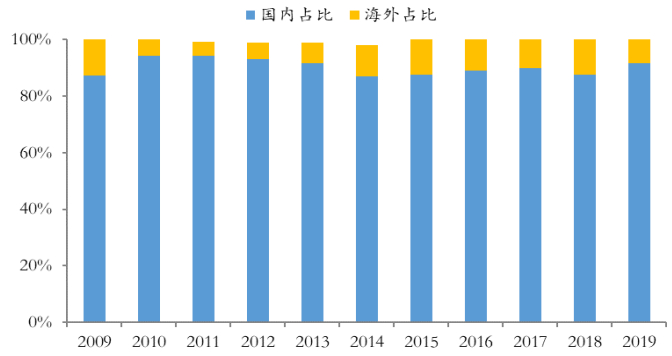
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 23　2019 年中联农业机械板块收入企稳



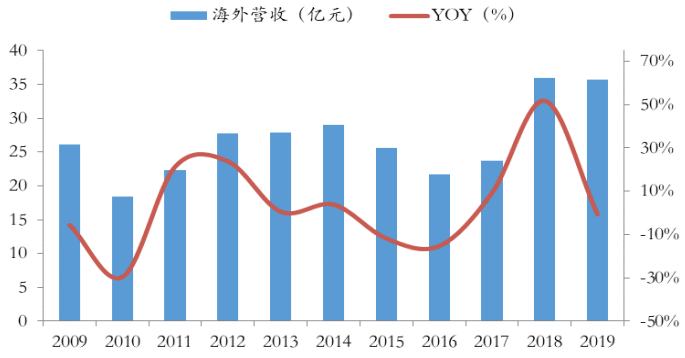
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 海外收入占比提升空间大



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 海外收入较为稳定



资料来源：wind，彭博，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	63182.1	75339.5	87250.9	100537.
现金	6572.2	20602.6	30678.0	39390.3
应收账款	25404.0	30523.2	35278.5	39898.3
其他应收款	1076.6	1068.3	1146.6	1296.7
预付账款	879.9	1135.5	1342.8	1486.3
存货	11771.6	12773.1	14071.4	15401.0
其他流动资产	17477.9	9236.7	4733.6	3064.7
非流动资产	28885.9	28979.6	29206.5	29287.6
长期投资	14335.5	14920.5	15505.5	16090.5
固定资产	6735.3	6562.4	6510.2	6288.7
无形资产	6129.4	5811.1	5505.2	5222.8
其他非流动资产	1685.6	1685.6	1685.6	1685.6
资产总计	92068.0	104319.1	116457.4	129824.
流动负债	34583.4	40480.1	45038.8	49647.3
短期借款	5042.9	5042.9	5042.9	5042.9
应付账款	9300.7	11190.9	12616.8	14127.9
其他流动负债	20239.9	24246.2	27379.2	30476.5
非流动负债	17951.4	17951.4	17951.4	17951.4
长期借款	2842.1	2842.1	2842.1	2842.1
其他非流动负债	15109.4	15109.4	15109.4	15109.4
负债合计	52534.9	58431.5	62990.3	67598.7
少数股东权益	669.9	415.4	135.7	-188.4
股本	7875.0	7898.8	7898.8	7898.8
资本公积	13466.7	13442.9	13442.9	13442.9
留存收益	20985.7	27594.7	35454.0	44537.1
归属母公司股东权	38863.2	45472.2	53331.5	62414.6
负债和股东权益	92068.0	104319.1	116457.4	129824.

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6219.3	14415.1	10589.8	9083.1
净利润	4275.1	6354.5	7579.5	8759.0
折旧摊销	875.9	870.2	866.3	867.6
财务费用	1704.8	347.3	347.3	347.3
投资损失	(945.8)	(900.0)	(900.0)	(900.0)
营运资金变动	(359.0)	7769.6	2722.8	34.4
其他经营现金流	668.3	(26.4)	(26.1)	(25.2)
投资活动现金流	9733.8	(37.5)	(167.1)	(23.5)
资本支出	(1203.4)	(352.5)	(482.1)	(338.5)
长期投资	8903.9	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	2033.3	315.0	315.0	315.0
筹资活动现金流	(19648.8)	(347.3)	(347.3)	(347.3)
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	313.1	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	127.3	66.7	70.1
其他筹资现金流	(19961.9)	(474.5)	(414.0)	(417.4)
现金净增加额	(3695.7)	14030.4	10075.4	8712.3

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43307.4	55704.9	64383.3	72814.3
营业成本	30314.6	38851.6	44661.5	50190.8
营业税金及附加	359.4	462.4	547.3	618.9
销售费用	3780.0	5013.4	5794.5	6553.3
管理费用	1619.6	2333.1	2600.3	2977.1
财务费用	1215.0	298.0	192.7	117.2
资产减值损失	(217.8)	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收	21.9	0.0	0.0	0.0
投资净收益	945.8	900.0	900.0	900.0
营业利润	5013.9	7629.6	9448.3	10923.6
营业外收入	121.2	0.0	0.0	0.0
营业外支出	101.2	0.0	0.0	0.0
利润总额	5033.9	7656.0	9474.4	10948.8
所得税	758.8	1301.5	1894.9	2189.8
净利润	4275.1	6354.5	7579.5	8759.0
少数股东损益	(96.3)	(254.6)	(279.7)	(324.1)
归属母公司净利润	4371.5	6609.0	7859.2	9083.1
EBITDA	6594.04	7686.42	9392.69	10793.3
EPS（元）	0.56	0.84	0.99	1.15

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	50.92%	28.63%	15.58%	13.09%
营业利润	92.76%	52.17%	23.84%	15.61%
归属于母公司净	116.42%	51.19%	18.92%	15.57%
获利能力				
毛利率(%)	30.00%	30.25%	30.63%	31.07%
净利率(%)	10.09%	10.09%	11.86%	12.21%
ROE(%)	11.25%	14.53%	14.74%	14.55%
ROIC(%)	13.21%	19.84%	26.83%	31.90%
偿债能力				
资产负债率(%)	57.06%	56.01%	54.09%	52.07%
净负债比率(%)	56.70%	48.46%	41.32%	35.31%
流动比率	1.83	1.86	1.94	2.03
速动比率	1.49	1.55	1.62	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.57	0.58	0.59
应收账款周转率	1.79	1.99	1.96	1.94
应付账款周转率	5.31	5.44	5.41	5.45
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.56	0.84	0.99	1.15
每股经营现金流	0.79	1.82	1.34	1.15
每股净资产(最新	4.94	5.76	6.75	7.90
估值比率				
P/E	10.07	9.35	7.86	6.80
P/B	1.13	1.36	1.16	0.99
EV/EBITDA	9.02	8.22	5.66	4.11

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。