高端装备制造与新材料研究中心

中联重科 (000157.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：7.82 元
目标价格（人民币）：9.84-9.84 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	78.99
已上市流通 A 股(亿股)	64.38
流通港股(亿股)	13.88
总市值(亿元)	570.29
年内股价最高最低(元)	7.82/6.14
沪深 300 指数	4420
深证成指	12433

相关报告

1.《2020Q1 销售有望同比持平，Q2 有望强劲增长-中联重科点评》，2020.4.2
2.《2019 年业绩大幅增长，盈利能力快速提升-中联重科业绩预告点...》，2020.1.16
3.《推核心管理层持股，2020-2022 年业绩信心足-中联重科点...》，2019.11.18
5.《工程机械后周期产品发力，PC 塔机需求爆发-中联重科 首次覆盖...》，2019.10.21

王华君 分析师 SAC 执业编号：S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
zhaojin1@gjzq.com.cn

Q2 单季业绩大增 76-101%，大幅超市场预期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28,697	43,307	54,852	62,044	65,243
营业收入增长率	23.30%	50.92%	26.66%	13.11%	5.16%
归母净利润（百万元）	2,020	4,371	6,327	7,870	9,026
归母净利润增长率	51.65%	116.42%	44.73%	24.39%	14.69%
摊薄每股盈利（元）	0.259	0.555	0.693	0.862	0.989
每股经营性现金流净额	0.61	0.73	0.61	0.64	1.04
净资产收益率	5.29%	11.25%	12.86%	14.60%	15.22%
市盈率（倍）	13.76	12.03	11.28	9.07	7.91
市净率（倍）	0.73	1.35	1.45	1.32	1.20

来源：公司年报、国金证券研究所（股本为考虑定增后）

事件

- 公司发布 2020 年中报业绩预告，上半年预计实现归母净利润 38-42 亿元，同比增长 47.5%-63.0%。

经营分析

- **预计公司第二季度单季业绩为 27.7-31.7 亿元，同比大增 76%-101%。**

  1）起重机械上半年产销两旺，塔机市场景气度持续高涨。汽车起重机行业销量增速 4 月份止跌，5 月份增速 39%超预期。三季度行业预计淡季不淡，2019 年三季度基数低，并且起重机从开工顺序上滞后于挖机，随着基建投资增速回升，三季度起重机将延续挖机走势，实现较高增长。塔机方面，从庞源租赁塔机吨米利用率来看，二季度已经回到 70%以上，处于正常年份较高水平。根据证券时报报道，5 月份中联重科塔机产销同比增长超 67%，创历史新高，塔机需求目前仍处于高景气阶段。

  2）混凝土机械中泵车与搅拌车市占率持续提升。我们预计公司上半年泵车销量增速有望达到 50%左右，泵车市占率达到 40%左右，搅拌车市占率由 2019 年的 9%提升到目前 15%左右。此次募投项目拟建设国际一流、国内领先的搅拌车智能制造产业基地，有助于提升产品竞争力，未来市占率有望进一步提升。

  3）土方机械后发优势初显，未来有望成为公司新增长点。此次定增加码挖机智能制造项目，扩大挖机产能，推动份额提升。上半年公司市占率超过 2%，全年有望超过 3%，将成为挖机行业强有力的新进入者。

- **定增募集 66 亿元，主要用于挖掘机械智能制造以及液压件关键零部件智能制造等项目，核心经营管理人员认购 10 亿彰显信心。**公司 7 月 5 日发布定增预案，向怀瑾基石、太平人寿、海南诚一盛和宁波实拓共 4 名特定对象募集资金不超过 66 亿元。募集资金用于挖掘机械智能制造项目（24 亿元）、关键零部件智能制造项目（13 亿元）等。海南诚一盛为公司部分核心经营管理人员为参与本次发行共同设立的有限合伙企业，本次定增认购 10 亿元，反映了管理层对公司未来发展信心。

盈利预测与投资建议

- 考虑本次定增，我们预计公司 2020-2022 年净利润为 63/79/90 亿元，同比增长 45%/24%/15%；EPS 为 0.69/0.82/0.99 元，PE 为 11/9 /8 倍。公司在手现金充裕。2020 年公司 PB 为 1.5 倍，安全边际较高。我们给予 2021 年 12 倍 PE，6-12 月目标价 9.84 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

- 基建地产投资不及预期；部分产品行业销量下滑；新产品拓展不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**23,273**	**28,697**	**43,307**	**54,852**	**62,044**	**65,243**
增长率		*23.3%*	*50.9%*	*26.7%*	*13.1%*	*5.2%*
主营业务成本	-18,304	-20,923	-30,315	-37,766	-42,205	-43,948
%销售收入	*78.6%*	*72.9%*	*70.0%*	*68.9%*	*68.0%*	*67.4%*
毛利	4,969	7,773	12,993	17,086	19,839	21,295
%销售收入	*21.4%*	*27.1%*	*30.0%*	*31.1%*	*32.0%*	*32.6%*
营业税金及附加	-301	-251	-359	-466	-527	-555
%销售收入	*1.3%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
销售费用	-2,451	-2,379	-3,780	-4,827	-5,398	-5,611
%销售收入	*10.5%*	*8.3%*	*8.7%*	*8.8%*	*8.7%*	*8.6%*
管理费用	-1,769	-1,459	-1,620	-2,304	-2,358	-2,414
%销售收入	*7.6%*	*5.1%*	*3.7%*	*4.2%*	*3.8%*	*3.7%*
研发费用	0	-581	-1,516	-2,030	-2,234	-2,284
%销售收入	*0.0%*	*2.0%*	*3.5%*	*3.7%*	*3.6%*	*3.5%*
息税前利润（EBIT）	448	3,103	5,718	7,460	9,323	10,432
%销售收入	*1.9%*	*10.8%*	*13.2%*	*13.6%*	*15.0%*	*16.0%*
财务费用	-1,504	-1,244	-1,215	-871	-727	-626
%销售收入	*6.5%*	*4.3%*	*2.8%*	*1.6%*	*1.2%*	*1.0%*
资产减值损失	-8,793	-87	-218	-393	-385	-235
公允价值变动收益	-66	33	22	0	0	0
投资收益	10,950	871	946	1,000	800	800
%税前利润	*882.1%*	*33.0%*	*18.8%*	*13.7%*	*8.8%*	*7.6%*
营业利润	1,218	2,601	5,014	7,306	9,121	10,481
营业利润率	*5.2%*	*9.1%*	*11.6%*	*13.3%*	*14.7%*	*16.1%*
营业外收支	24	37	20	20	20	20
税前利润	**1,241**	**2,639**	**5,034**	**7,326**	**9,141**	**10,501**
利润率	*5.3%*	*9.2%*	*11.6%*	*13.4%*	*14.7%*	*16.1%*
所得税	7	-682	-759	-1,099	-1,371	-1,575
所得税率	*-0.5%*	*25.8%*	*15.1%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	1,248	1,957	4,275	6,227	7,770	8,926
少数股东损益	-84	-63	-96	-100	-100	-100
归属于母公司的净利润	**1,332**	**2,020**	**4,371**	**6,327**	**7,870**	**9,026**
净利率	*5.7%*	*7.0%*	*10.1%*	*11.5%*	*12.7%*	*13.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,248	1,957	4,275	6,227	7,770	8,926
少数股东损益	-84	-63	-96	-100	-100	-100
非现金支出	9,765	931	1,094	1,142	1,213	1,136
非经营收益	-9,354	671	747	-292	-173	-224
营运资金变动	1,192	1,223	-359	-1,510	-2,984	-370
经营活动现金净流	**2,851**	**4,782**	**5,757**	**5,567**	**5,826**	**9,469**
资本开支	-516	-433	-1,203	-1,095	-980	-980
投资	3,815	-7,455	8,904	0	0	0
其他	338	299	2,033	-200	800	800
投资活动现金净流	**3,638**	**-7,589**	**9,734**	**-1,295**	**-180**	**-180**
股权募资	388	43	313	6,520	0	0
债权募资	-3,571	6,906	-14,001	-3,582	-625	-1,422
其他	-2,732	-2,818	-5,946	-3,278	-3,805	-4,216
筹资活动现金净流	**-5,915**	**4,131**	**-19,634**	**-341**	**-4,430**	**-5,638**
现金净流量	**573**	**1,324**	**-4,143**	**3,931**	**1,215**	**3,650**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,256	10,068	6,572	10,503	11,718	15,369
应收款项	25,194	25,098	28,230	30,162	32,360	33,241
存货	8,886	9,551	11,772	13,316	14,237	14,160
其他流动资产	19,705	25,652	16,608	16,785	16,825	16,871
流动资产	62,042	70,369	63,182	70,767	75,141	79,640
%总资产	*74.6%*	*75.3%*	*68.6%*	*69.9%*	*71.0%*	*72.1%*
长期投资	7,149	9,537	14,336	15,536	15,536	15,536
固定资产	6,274	6,076	6,735	7,015	7,120	7,155
%总资产	*7.5%*	*6.5%*	*7.3%*	*6.9%*	*6.7%*	*6.5%*
无形资产	6,326	6,197	6,543	6,639	6,716	6,791
非流动资产	21,108	23,088	28,886	30,459	30,641	30,750
%总资产	*25.4%*	*24.7%*	*31.4%*	*30.1%*	*29.0%*	*27.9%*
资产总计	**83,149**	**93,457**	**92,068**	**101,226**	**105,782**	**110,390**
短期借款	9,221	22,013	7,484	3,661	3,035	1,613
应付款项	14,127	14,359	23,495	25,417	26,068	26,533
其他流动负债	1,122	3,256	3,933	4,547	4,128	4,377
流动负债	24,470	39,628	34,912	33,625	33,231	32,524
长期贷款	6,535	5,539	2,842	2,842	2,842	2,842
其他长期负债	13,917	9,521	14,780	15,009	15,009	15,009
负债	**44,922**	**54,688**	**52,535**	**51,477**	**51,082**	**50,375**
普通股股东权益	**37,578**	**38,201**	**38,863**	**49,179**	**53,901**	**59,316**
其中：股本	7,794	7,809	7,875	9,125	9,125	9,125
未分配利润	15,129	15,142	17,430	21,226	25,948	31,364
少数股东权益	649	567	670	570	470	370
负债股东权益合计	**83,149**	**93,457**	**92,068**	**101,226**	**105,782**	**110,390**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.171	0.259	0.555	0.693	0.862	0.989
每股净资产	4.821	4.892	4.935	5.390	5.907	6.500
每股经营现金净流	0.366	0.612	0.731	0.610	0.638	1.038
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.277	0.345	0.396
回报率						
净资产收益率	3.54%	5.29%	11.25%	12.86%	14.60%	15.22%
总资产收益率	1.60%	2.16%	4.75%	6.25%	7.44%	8.18%
投入资本收益率	0.67%	3.07%	7.83%	9.27%	10.95%	11.63%
增长率						
主营业务收入增长率	16.23%	23.30%	50.92%	26.66%	13.11%	5.16%
EBIT增长率	20.17%	593.23%	84.28%	30.46%	24.98%	11.90%
净利润增长率	-242.65%	51.65%	116.42%	44.73%	24.39%	14.69%
总资产增长率	-6.72%	12.40%	-1.49%	9.95%	4.50%	4.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	405.8	283.5	203.7	172.0	165.0	162.0
存货周转天数	215.9	160.8	128.4	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	122.8	111.1	98.2	120.0	100.0	95.0
固定资产周转天数	92.1	69.2	48.9	39.8	35.2	33.1
偿债能力						
净负债/股东权益	36.46%	30.45%	28.12%	6.76%	2.80%	-5.95%
EBIT利息保障倍数	0.3	2.5	4.7	8.6	12.8	16.7
资产负债率	54.03%	58.52%	57.06%	50.85%	48.60%	45.93%

来源：公司年报，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	13
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.24**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH