中联重科（000157）

中报业绩预告超预期，后周期龙头估值低、弹性大

2020 年 07 月 14 日

买入（维持）

事件：公司发布中报业绩预告，预计上半年实现归母净利润 38-42 亿，同比+47.5%-63%，超市场预期。

投资要点

■ **中报业绩预告超预期，后周期品种迎来复苏高峰**

根据中报业绩区间，公司 Q2 单季实现净利润 27.7-31.7 亿，同比+76%~101%，上限超翻倍。我们认为二季度公司业绩在高基数下仍实现大幅增长的原因有：

（1）Q1 受疫情影响，传统工程机械旺季后移，随着 3 月以来全国复工复产的推进以及各地的抢工需求，Q2 工程机械销量迎来强劲增长；

（2）公司主要品种混凝土机械、塔机、工程起重机均为后周期品种，今年迎来更新换代高峰，我们预计公司上半年混凝土机械中泵车和搅拌车的销量增速在 50%左右，塔机增速也在 50%以上，起重机增速 30%左右，且下半年高景气有望持续；

（3）公司通过强化供应链管理和费用管控，在规模效应下各项费用率改善明显，我们预计公司上半年净利率有望提升 1-2pct。

■ **聚焦未来 2 年工程机械行业增长最快机种，业绩释放具有高弹性**

中联重科是国内混凝土机械双寡头之一，汽车起重机市占率排名前三、塔式起重机排名第一，其主要业务均为工程机械后周期产品，有望接力挖掘机成为近两年内增长最快的机种。2019 年这三项业务在总收入中占比达 83%，中联在后周期产品复苏高峰将显著受益。

龙头规模效应显著，业绩释放具有高弹性。2009-2019 年近十年内，公司净利率与收入规模呈现同向波动趋势，龙头规模效应显著。随着后周期产品销量高增，我们预计近两年公司收入规模仍将保持显著增长，行业供需改善及公司规模效应下，净利率有望进一步上行。

■ **定增募资引入战投彰显发展信心，三年股东回报计划保障持续高分红**

近期公司发布定增公告，拟募集资金不超过 66 亿投向挖机、搅拌车以及关键零部件等智能制造项目，并补充流动资金；同时引入 4 名战投，其中海南诚一盛系公司部分核心经营管理人员持股平台。此次核心经营管理层作为战略投资者参与认购 10 亿金额，说明将继续长期持有公司股份，展示对公司长期发展的坚定决心。

同时公司发布未来三年股东回报计划，2020-2022 各年度利润分配按每 10 股不低于 3.17 元进行现金分红，且最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。2011 年以来，公司每年的现金分红比例都在每 10 股分配 0.5 元-2.5 元之间波动，其中在历史业绩高点的 11-12 年每 10 股分红也仅 2-2.5 元，此次三年股东回报计划将分红下限提升至每 10 股 3.17 元，按照当前股价计算股息率高达 4.4%，是机械行业少有的高分红。我们认为公司作为工程机械后周期龙头，行业景气驱动下未来三年业绩将实现高增长，与此时公司仍能保障持续高分红，体现公司回报股东的决心。

■ **盈利预测与投资评级：**混凝土机械+工程起重机+塔机三大后周期品种景气持续性强，且市场份额不断集中，公司行业龙头地位稳固，将受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年公司实现归母净利润分别为 65.3/78.6/87.9 亿元，三年内业绩有望翻倍，当前股价对应 PE 分别为 9.5/7.9/7 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被显著低估，我们给予 2020 年目标估值至 11 倍 PE，对应市值 718 亿，维持目标价 9.1 元，维持“买入”评级。

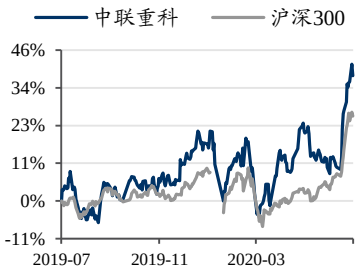
■ **风险提示：**宏观经济下行风险；行业竞争加剧导致利润率下滑；市场拓展不及预期。

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝
zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.82
一年最低/最高价	5.21/8.10
市净率(倍)	1.54
流通 A 股市值(百万元)	50383.38

基础数据

每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	59.16
总股本(百万股)	7898.78
流通 A 股(百万股)	6442.89

相关研究

1、《中联重科（000157）：拟引进战投定增 66 亿扩产，股东回报计划保障持续高分红》2020-07-06

2、《中联重科（000157）：三年业绩预计翻倍，估值向上大幅修正》2020-07-01

3、《中联重科（000157）：Q1 业绩逆势增长，全年高速增长可期》2020-04-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中联重科三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**63182**	**72198**	**80719**	**85399**
现金	6572	7000	7500	8000
应收账款	26450	31141	36005	38561
存货	11772	14155	16319	17420
其他流动资产	18389	19902	20896	21418
非流动资产	**28886**	**29894**	**30172**	**30394**
长期股权投资	3908	4108	4308	4508
固定资产	6735	7679	7891	8049
在建工程	933	400	240	192
无形资产	4048	3913	3778	3643
其他非流动资产	13262	13795	13955	14003
资产总计	**92068**	**102092**	**110891**	**115793**
流动负债	**34583**	**43302**	**50528**	**53672**
短期借款	7484	10662	12967	14987
应付账款	19061	21776	25105	25460
其他流动负债	8038	10863	12456	13225
非流动负债	**17951**	**17951**	**17951**	**17951**
长期借款	2842	2842	2842	2842
其他非流动负债	15109	15109	15109	15109
负债合计	**52535**	**61253**	**68480**	**71624**
少数股东权益	670	670	670	670
归属母公司股东权益	38863	40169	41741	43500
负债和股东权益	**92068**	**102092**	**110891**	**115793**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6219	3398	5448	6496
投资活动现金流	9734	-924	-964	-983
筹资活动现金流	-19649	-2046	-3984	-5014
现金净增加额	-3681	428	500	500
折旧和摊销	865	836	926	1000
资本开支	-1822	-724	-764	-783
营运资本变动	1730	-3728	-3099	-3056

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**43307**	**56832**	**65709**	**70374**
减:营业成本	30315	39742	45817	48910
营业税金及附加	359	460	545	584
营业费用	3780	4603	5257	5630
管理费用	3135	4056	4406	4357
财务费用	1215	1203	1350	1463
资产减值损失	-218	-240	-240	-240
加:投资净收益	946	500	500	500
其他收益	-653	135	135	135
营业利润	**5014**	**7642**	**9207**	**10304**
加:营业外净收支	20	40	40	40
利润总额	**5034**	**7682**	**9247**	**10344**
减:所得税费用	759	1152	1387	1552
少数股东损益	-96	0	0	0
归属母公司净利润	**4371**	**6530**	**7860**	**8792**
EBIT	7234	8105	9818	11027
EBITDA	8099	8941	10745	12027

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.56	0.83	1.00	1.11
每股净资产(元)	4.94	5.09	5.28	5.51
发行在外股份(百万股)	7875	7899	7899	7899
ROIC(%)	13.3%	14.9%	16.6%	17.4%
ROE(%)	11.2%	16.3%	18.8%	20.2%
毛利率(%)	30.0%	30.1%	30.3%	30.5%
销售净利率(%)	10.1%	11.5%	12.0%	12.5%
资产负债率(%)	57.1%	60.0%	61.8%	61.9%
收入增长率(%)	50.9%	31.2%	15.6%	7.1%
净利润增长率(%)	116.4%	49.4%	20.4%	11.9%
P/E	14.09	9.46	7.86	7.03
P/B	1.58	1.54	1.48	1.42
EV/EBITDA	14.09	13.74	12.10	11.08

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn