

000157.SZ

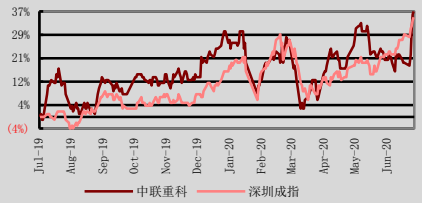
买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 7.22

板块评级:强大于市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5.1	11.6	25.6	30.3
相对深证成指	(11.8)	(0.3)	2.6	(1.7)

发行股数(百万)	7,899
流通股(%)	0
总市值(人民币 百万)	57,029
3 个月日均交易额(人民币 百万)	361
净负债比率(%)(2020E)	12
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司(HKSCC NOMINEES LIMITED)	18

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 7 月 3 日收市价为标准

相关研究报告

《中联重科》 20200506
《中联重科》 20200413
《中联重科》 20200331

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

大手笔定增补齐挖掘机发展短板，公司向全球装备制造领军企业进军

公司发布 2020 年非公开发行 A 股股票预案：公司拟向怀瑾基石、太平人寿、海南诚一盛和宁波实拓 4 名特定投资者非公开发行 A 股股票不超过 12.5 亿股，发行价格 5.28 元/股，募集资金总额不超过 66.0 亿元，用于挖掘机械智能制造项目、搅拌车类产品智能制造升级项目、关键零部件智能制造项目、关键液压元器件（液压阀）智能制造项目及补充流动资金。

支撑评级的要点

- **紧抓工程机械行业发展新机遇，大手笔定增有助于补齐土方机械短板。**本次公司非公开发行股票募资总额不超过 66 亿元，其中 24 亿元用于挖掘机智能制造项目、3.5 亿元用于搅拌车类产品智能制造升级项目、13 亿元用于关键零部件智能制造项目、2.5 亿元用于关键液压元器件（液压阀）智能制造项目，另外还有 23 亿元用于补充流动资金，此次定增是公司“2+2+2”战略与“四新”长期发展规划的延伸，完成后有助于大幅提升公司智能制造水平、减少核心零部件对外依赖度，进一步降本增效，增强公司的综合竞争力，实现公司可持续、高质量经营的战略目标。挖掘机业务是此次募资投向的核心，与其他工程机械产品相比，目前挖掘机行业外资品牌市场份额占比仍较高，行业参与者仍较多，竞争格局还未完全固化，大手笔定增可补齐公司土方机械发展的短板，大幅提升挖掘机产能及生产制造水平，叠加公司多年的技术沉淀及近两年对全国经销网络的布局和优化，我们认为未来 3-5 年公司市场份额有望达到行业前 3，挖掘机的高速发展将为公司业绩带来较大增量。
- **引进战投有助于促进公司持续高质量发展，核心管理层大手笔认购彰显对未来成长为世界级装备制造领军企业的信心。**本次引进的 4 名战略投资者怀瑾基石、太平人寿、海南诚一盛和宁波实拓拟分别认购 31、19、10、6 亿元，认购比例分别为 46.97%、28.79%、15.15%、9.09%，认购价格为 5.28 元/股，所有认购对象锁定期均为 18 个月，公司可利用这些战略投资者在行业资源、区域资源、市场渠道等方面的优势，在产品技术研发、新市场拓展、经营管理水平提升、金融服务等领域进行合作，推动公司长期持续高质量发展。海南诚一盛为公司核心管理层的持股平台，本次定增拟大手笔认购 10 亿元，有助于公司充分挖掘人才资源、激发内生动力、优化管理结构，大幅提升公司的品牌价值和综合竞争力，彰显核心管理层对公司未来成长为世界级装备制造龙头企业的信心。
- **中长期来看本次定增有助于大幅增厚公司 EPS，高速发展背景下坚持持续高分红规划。**假定通过 3-5 年公司挖掘机市场份额提升到行业第三，约 15%，届时行业销量仍保持在 2019 年左右水平，对应公司挖掘机年销量约 3.5 万台，按 40 万/台的销售均价预计，对应销售收入约 140 亿元，相比 2019 年收入增长超 30%，结合行业龙头挖掘机业务的盈利性和公司整体的盈利水平，按 12%的净利润测算对应的利润增量为 16.8 亿元，相比 2019 年归母净利润同比增长约 38%，可大幅增厚公司的 EPS。在兼顾可持续、高质量发展的同时，公司制定了未来 3 年的高分红规划：2020-2022 年各年度公司利润分配按每 10 股不低于 3.17 元进行分红，保证利润分配政策的连续性和稳定性，以 7 月 3 日收盘价 7.22 元来测算，股息率高达 4.4%，高发展、高分红的双高规划有助于大幅提升公司的投资吸引力。
- **工程机械三大传统核心产品继续保障业绩增速行业领先，高确定性与低周期波动有助于公司估值中枢进一步提升。**公司工程机械三大传统核心产品工程起重机、混凝土机械、塔式起重机中后周期属性明显，未来 2-3 年有望持续保持高景气度，公司产品竞争力强、经营管理能力持续优化，市场份额不断攀升，中后周期产品高景气度及市场份额提升有助于保障公司业绩增速持续行业领先。目前公司估值明显低于行业主要竞争对手，我们认为公司的估值明显被市场低估，未来估值中枢有较大的提升空间：1）高业绩弹性、高确定性的优质标的是目前投资的稀缺品种，无论是与同行还是其他行业相比都有很高的投资性价比，业绩持续高增长有助于公司估值向合理中枢回归；2）公司核心产品市场份额持续提升，反应公司整体竞争力的加强和行业地位的不断提升；3）新兴业务拓展顺利，挖掘机 2020 年开始实现重大突破，高空作业平台持续实现高增长，农业机械有望开始扭亏，海外业务也在蓄势待发，这些新领域对应的市场空间广阔，新业务的发力有助于打开公司中长期成长空间。拉平国内工厂机械行业的周期波动，一季度受疫情影响在行业整体表现不佳时公司业绩依然实现小幅正增长就是一个很好的压力测试，可持续发展的低周期波动标的理应给与一定的估值溢价。

估值

- 基于行业高景气度、公司市场份额持续提升及新业务拓展顺利，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 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 8.8/7.0/5.9 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，非公开发行审批风险。

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
原先预测摊薄每股收益(人民			0.734	0.871	1.014
变动(%)			12.1	18.8	19.7
全面摊薄市盈率(倍)	28.2	13.0	8.8	7.0	5.9
价格/每股现金流量(倍)	11.3	9.2	7.5	6.9	6.3
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)	13.7	8.9	5.8	4.4	3.6
每股股息(人民币)	0.236	0.000	0.329	0.362	0.364
股息率(%)	3.3	n.a.	4.6	5.0	5.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

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)	28.2	13.0	8.8	7.0	5.9
核心业务市盈率(倍)	21.2	11.8	8.8	7.0	5.9
市净率 (倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
价格/现金流 (倍)	11.3	9.2	7.5	6.9	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	8.9	5.8	4.4	3.6
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