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

买入（维持）

2020年07月05日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	43,307	56,832	65,709	70,374
同比（%）	50.9%	31.2%	15.6%	7.1%
归母净利润（百万元）	4,371	6,530	7,860	8,792
同比（%）	116.4%	49.4%	20.4%	11.9%
每股收益（元/股）	0.56	0.83	1.00	1.11
P/E（倍）	13.01	8.73	7.25	6.48

投资要点

■ **事件：**公司拟定增募集资金不超过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；同时引入怀瑾基石、太平人寿、海南诚一盛和宁波实拓等4名战投。

■ **核心管理层作为战投认购10亿，彰显坚定信心**

此次定增公司引入怀瑾基石、太平人寿、海南诚一盛和宁波实拓等4名战投，合作期长达三年，有利于公司获得重要战略资源，帮助公司进一步拓展新的产品渠道，有利于公司长远发展。其中海南诚一盛系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。

■ **定增募资投向挖机、搅拌车以及关键零部件等智能制造项目，提升产品竞争力**

拟投资31亿建设挖机智能制造项目，挖机行业景气持续，土方业务将成公司新的增长点。目前公司土方机械发展了30多家代理商，市占率从2019年同期不到1%提升到目前的3%。此次募投项目中75%的待装配零件采用机器人辅助上下线，公司占率有望借此实现大幅提升。

8亿用于搅拌车扩产，以满足环保和治超带来的行业需求高峰。近年来，国家环保、安监政策不断趋严，工程机械设备将在未来几年迎来更新高峰。中联此次募投项目建成后年产搅拌车10,000台，干混车450台，有望充分受益行业需求增长。

21亿拟投向关键零部件建设，提升综合竞争力。近17亿用于生产高强钢及薄板件等关键材料，关键液压元器件的项目将形成约25万各类液压阀的生产能力，改变长期以来进口的局面。

■ **23亿用于补充流动资金，三年股东回报计划保障持续高分红**

公司发布未来三年股东回报计划，2020-2022各年度公司利润分配按每10股不低于3.17元进行现金分红。我们认为公司在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，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8.7/7.3/6.5倍，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；公司国内市场拓展不及预期

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)	7.22
一年最低/最高价	5.19/7.47
市净率(倍)	1.42
流通A股市值(百万元)	46517.65

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)	7895.37
流通A股(百万股)	6439.48

相关研究

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

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

3、《中联重科（000157）：19年业绩翻倍增长，2020年继续增长可期》2020-03-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 核心管理层作为战投认购 10 亿，彰显坚定信心

公司拟定增募集资金不超过 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；同时引入怀瑾基石、太平人寿、海南诚一盛和宁波实拓等 4 名战投。

此次定增公司引入怀瑾基石、太平人寿、海南诚一盛和宁波实拓等 4 名战投，合作期长达三年，有利于公司获得重要战略资源，帮助公司进一步拓展新的产品渠道，有利于公司长远发展。其中海南诚一盛系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。

图 1：本次定增认购情况

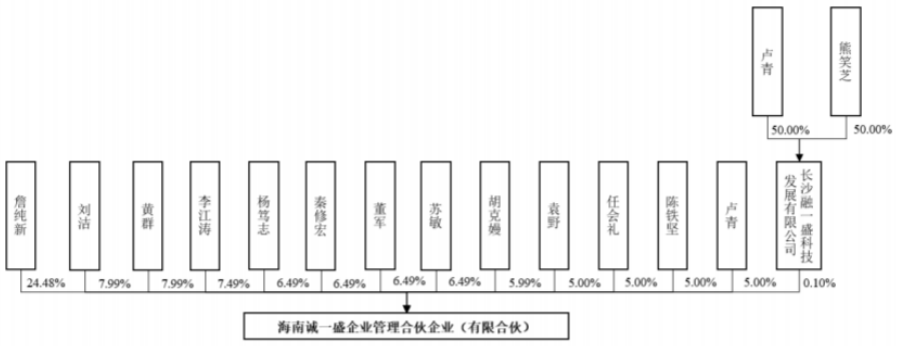
单位：元、股

序号	认购人	拟认购金额	拟认购股数	比例
1	怀瑾基石	3,100,000,000.00	587,121,212	46.97%
2	太平人寿	1,900,000,000.00	359,848,484	28.79%
3	海南诚一盛	1,000,000,000.00	189,393,939	15.15%
4	宁波实拓	600,000,000.00	113,636,363	9.09%
总计		6,600,000,000.00	1,249,999,998	100.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2009 年至今，核心经营管理层持股平台长期持有公司股票，也是唯一参与公司日常经营的股东，股权激励解锁目标也持续增长，与上市公司及其中小股东形成了长期的共同利益。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，展示核心经营管理层对公司价值的高度认同和对公司长期发展的坚定决心。

图 2：海南诚一盛为公司核心经营管理人员持股平台



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 定增募资投向挖机、搅拌车以及关键零部件等智能制造项目，提升产品竞争力

拟投资 31 亿建设挖机智能制造项目，挖机行业景气持续，土方业务将成公司新的增长点。挖掘机是工程机械行业最具代表性、市场空间最大的机种，我们认为未来几年挖掘机替代人工、替代装载机等需求空间广阔，下游基建等固定资产投资不悲观，行业景气度将持续；此外国产品牌对外资品牌的替代预计将加速进行，行业集中度提升，中联等传统工程机械龙头有望分羹。2018 年以来中联重科对挖掘机业务重新展开布局，目前公司土方机械的市场网络已经得到恢复，发展了 30 多家代理商，市占率从 2019 年同期不到 1%提升到目前的 3%。此次募投项目中 75%的待装配零件采用机器人辅助上下线，可实现每 12 分钟下线一台挖掘机，将显著提高挖掘机生产效率和产能；公司市占率有望借此实现大幅提升。

8 亿用于搅拌车扩产，以满足环保和治超带来的行业需求高峰。近年来，国家环保、安监政策不断趋严，以混凝土搅拌车为例，当前全国属于“国三”及以下的设备保有量约占总体比例超 30%，2020-2023 年全市场在更新替换需求之外将新增搅拌车年均需求约 2 万台。此外，搅拌车运输业普遍存在大量超载的状况， 随着后续治理超载从点到面的扩散，合规搅拌车需求将快速增长。因此，符合国家环保政策和载重标准的工程机械设备将在未来几年迎来更新高峰，我们预计未来 3 年行业销量增速为 37.6%/15.9%/3.8%。中联此次募投项目建成后年产搅拌车 10,000 台，干混车 450 台，有望充分受益行业需求增长。

21 亿拟投向关键零部件建设，提升综合竞争力。其中近 17 亿用于生产高强钢及薄板件等关键材料。高强钢、薄板件主要为轻量化产品的关键材料，亦为公司生产的挖掘机、起重机、泵车、高空作业机械等产品中不可或缺的关键组成部分。募投项目实施将使制造效率得到较大提升，集中生产也将带来较大的成本效益。此外，关键液压元器件的项目将形成约 25 万各类液压阀的生产能力，完成与中联泵车类、挖掘机系列及集团其它产品主机国产液压阀的配套工作，改变长期以来进口的局面，为中联重科获得高质量的液压阀配件提供了可靠保证。

图 3：本次定增募投项目

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
1	挖掘机械智能制造项目	308,313.00	240,000.00
2	搅拌车类产品智能制造升级项目	82,977.00	35,000.00
3	关键零部件智能制造项目	166,750.00	130,000.00
4	关键液压元器件（液压阀）智能制造项目	44,262.80	25,000.00
5	补充流动资金	230,000.00	230,000.00
合计		**832,302.80**	**660,000.00**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 23 亿用于补充流动资金，三年股东回报计划保障持续高分红

公司发布未来三年股东回报计划，在满足公司当年盈利、累计未分配利润为正等条件下，2020-2022 各年度公司利润分配按每 10 股不低于 3.17 元进行现金分红，且公司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。

4. 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 8.7/7.3/6.5 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。

5. 风险提示

宏观经济下行风险。工程机械行业与宏观经济相关性较大，基建地产投资、政策和投资意愿的变动将对工程机械行业造成影响，进而影响行业主要产品销售。

行业竞争加剧导致利润率下滑。此轮工程机械复苏已经持续 3 年，尽管行业竞争格局有所优化，但若需求下滑发生价格战或降低首付比例，获将对企业盈利和资产质量产生较大影响。

全球贸易争端加剧。国际贸易保护主义抬头，中美贸易谈判仍存在不确定性，全球政治经济黑天鹅事件或对国内工程机械企业全球化造成负面影响。

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	5.29	5.51
发行在外股份(百万股)	7875	7895	7895	7895
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	13.01	8.73	7.25	6.48
P/B	1.46	1.42	1.37	1.31
EV/EBITDA	13.51	13.21	11.67	10.68

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