



000157.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.01

板块评级: 强大于市

本报告要点

- 不到2个月以集中竞价完成大额回购彰显公司对未来发展信心, 公司主要产品混凝土机械、工程起重机、塔机景气度相比挖掘机有所滞后, 因而其19年业绩确定性高、业绩弹性大。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	73.2	12.3	37.2	56.3
相对深证成指	44.8	10.8	41.1	55.1

发行股数(百万)	7,830
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	47,058
3个月日均交易额(人民币 百万)	353
净负债比率(%) (2019E)	21
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, 中银国际证券
以2019年6月28日收市价为标准

相关研究报告

《中联重科: 沉睡的工程机械巨头已醒, 业绩有望重回巅峰》 20190609

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

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

加速完成回购彰显对未来发展信心, 行业中后期业绩弹性最大标的

6月29日, 公司发布回购A股股份实施完成的公告: 自公司2019年5月17日首次实施回购开始, 截至2019年6月28日, 公司通过回购股份专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份3.9亿股, 占2019年6月20日公司总股本的4.99%, 最高成交价6.29元/股, 最低成交价5.07元/股, 成交总金额21.4亿元。

支撑评级的要点

- 2个月内集中竞价完成大额回购, 彰显公司对未来发展信心。从公司5月13日发布回购方案起, 不到2个月便通过集中竞价完成21.4亿元的股份回购, 平均成本高达5.49元/股, 回购的力度和速度均处于上市公司领先水平, 也彰显了管理层对工程机械行业及公司未来发展前景充满信心。本次回购的股份将用于员工持股计划, 很好的将股东、公司、员工的利益绑定, 有助于进一步调动团队积极性, 强化员工忠诚度, 增强投资者信心, 促进公司健康、持续稳定发展。
- 混凝土机械和工程起重机稳居行业前2, 行业中后期阶段业绩弹性最大的主机龙头。公司混凝土机械技术全球领先, 与三一一起作为行业的双寡头, 在重新战略聚焦工程机械后, 凭借广泛的忠实客户及优质的售后服务, 公司市场份额将进一步提升。汽车起重机徐工、中联、三一三分天下, 公司在25t、70t、80t等吨位优势明显, 18年推出多款新产品并对老产品大幅升级, 以2-3款产品夹击竞争对手, 优势地位进一步巩固, 2019年6月21日公司进一步推出7款强悍的新产品, 从12吨到110吨, 从4节臂到7节臂, 并首创行业80吨7节臂产品, 最大起升高度90.5m, 作业工况可覆盖行业100吨产品, 公司汽车起重机市场份额与行业龙头的差距将不断缩小。公司工程机械主要产品景气度相比挖掘机都有所滞后, 因而19年其业绩确定性最高、业绩弹性也最大。
- 塔机景气程度高, 全球领军企业营收有望冲击百亿。经过过去4年塔机销量断崖式下跌及房地产投资的不断增长, 行业的过剩产能已充分消化, 塔机从2017年开始复苏, 开启了新一轮景气周期。近年来装配式建筑的大力发展带来较多的中大型塔机需求, 到2025年需求缺口约7万台, 平均每年带来近万台的新增需求。公司作为全球塔机领军企业, 市场份额近40%, 目前在手订单饱满, 每月基本均是满产状态, 预计2019年营收约85亿元, 2020年有望冲击百亿。
- 农业机械继续减亏, 高空作业平台及挖掘机等新产业后续有望发力。2018年公司农业机械营收14.8亿元, 毛利率仅6.9%, 继续处于亏损状态, 19年公司开始调整农机产品结构, 加大对经济作物农业机械的研发和销售, 加速推进人工智能在农业机械领域的落地, 19年有望大幅减亏; 高空作业平台及挖掘机等新产业深受公司管理层重视, 是公司接下来拓展的重点, 推出的新产品受到用户广泛好评, 订单数量明显增加, 未来有望形成较大的业绩增量。

估值

- 预计公司2019-2021年归母净利润分别为38.1/49.6/57.4亿元, 对应EPS分别为0.49/0.64/0.74元/股, 对应PE分别为12.3/9.5/8.2倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 工程机械行业景气度低于预期, 行业竞争加剧, 基建和地产投资大幅低于预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	23,273	28,697	39,814	46,624	51,003
变动(%)	16	23	39	17	9
净利润(人民币 百万)	1,149	2,020	3,807	4,961	5,743
全面摊薄每股收益(人民币)	0.171	0.259	0.487	0.635	0.735
变动(%)	(242.7)	51.6	88.5	30.3	15.8
全面摊薄市盈率(倍)	35.2	23.2	12.3	9.5	8.2
价格/每股现金流量(倍)	16.5	9.3	11.3	9.4	8.7
每股现金流量(人民币)	0.37	0.65	0.53	0.64	0.69
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.9)	19.0	8.3	6.6	5.5
每股股息(人民币)	0.200	0.092	0.146	0.191	0.221
股息率(%)	3.3	1.5	2.4	3.2	3.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	23,273	28,697	39,814	46,624	51,003
销售成本	(18,605)	(21,174)	(28,337)	(33,028)	(36,058)
经营费用	(12,044)	(4,843)	(6,117)	(6,934)	(7,386)
息税折旧前利润	(7,376)	2,680	5,360	6,662	7,560
折旧及摊销	(968)	(837)	(953)	(1,026)	(1,071)
经营利润(息税前利润)	(8,345)	1,843	4,408	5,636	6,489
净利息收入/(费用)	(1,504)	(1,244)	(368)	(265)	(216)
其他收益/(损失)	10,908	941	350	350	350
税前利润	1,059	1,540	4,390	5,721	6,623
所得税	7	(682)	(702)	(915)	(1,060)
少数股东权益	(84)	(63)	(119)	(155)	(180)
净利润	1,149	2,020	3,807	4,961	5,743
核心净利润	1,149	938	3,815	4,969	5,751
每股收益(人民币)	0.171	0.259	0.487	0.635	0.735
核心每股收益(人民币)	0.147	0.120	0.489	0.636	0.737
每股股息(人民币)	0.200	0.092	0.146	0.191	0.221
收入增长(%)	16	23	39	17	9
息税前利润增长(%)	828	(122)	139	28	15
息税折旧前利润增长(%)	(8,690)	(136)	100	24	13
每股收益增长(%)	(243)	52	88	30	16
核心每股收益增长(%)	(223)	(18)	307	30	16

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,059	1,540	4,390	5,721	6,623
折旧与摊销	968	837	953	1,026	1,071
净利息费用	1,504	1,244	368	265	216
运营资本变动	253	2,071	(2,411)	(1,930)	(1,064)
税金	105	353	(702)	(915)	(1,060)
其他经营现金流	(1,039)	(981)	1,548	817	(386)
经营活动产生的现金流	2,851	5,064	4,144	4,984	5,400
购买固定资产净值	(699)	(89)	1,100	700	300
投资减少/增加	8,423	537	300	300	300
其他投资现金流	(4,086)	(8,037)	2,423	(900)	(100)
投资活动产生的现金流	3,638	(7,589)	3,823	100	500
净增权益	(1,559)	(721)	(1,142)	(1,488)	(1,723)
净增债务	(2,484)	11,796	(5,071)	(67)	(1,565)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,862)	(7,000)	4,050	(907)	(1,081)
融资活动产生的现金流	(5,905)	4,102	(2,109)	(2,360)	(4,148)
现金变动	584	1,577	5,857	2,724	1,752
期初现金	8,194	8,256	10,068	15,925	18,650
公司自由现金流	6,489	(2,525)	7,967	5,084	5,900
权益自由现金流	5,509	10,515	3,264	5,282	4,551

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	27,614	35,046	36,280	38,504	39,756
应收帐款	25,194	25,048	29,807	32,617	34,254
库存	8,886	9,551	10,714	11,088	11,721
其他流动资产	347	725	989	1,100	1,280
流动资产总计	62,042	70,369	77,790	83,309	87,011
固定资产	6,274	6,076	6,191	5,944	5,359
无形资产	4,185	4,096	4,129	4,049	3,864
其他长期资产	6,355	10,815	10,815	10,815	10,815
长期资产总计	16,813	20,987	21,134	20,808	20,037
总资产	83,149	93,457	101,017	106,201	109,131
应付帐款	9,122	10,811	13,351	14,083	14,676
短期债务	5,417	8,325	10,052	14,344	14,849
其他流动负债	9,930	20,492	18,815	18,602	18,298
流动负债总计	24,470	39,628	42,218	47,029	47,823
长期借款	19,295	13,645	14,713	11,787	10,036
其他长期负债	1,156	1,414	1,311	1,294	1,340
股本	7,794	7,809	7,809	7,809	7,809
储备	31,186	31,853	34,518	37,990	42,010
股东权益	38,980	39,662	42,326	45,799	49,819
少数股东权益	649	567	448	293	113
总负债及权益	83,149	93,457	101,017	106,201	109,131
每股帐面价值(人民币)	4.99	5.08	5.42	5.87	6.38
每股有形资产(人民币)	4.46	4.55	4.89	5.35	5.89
每股净负债/(现金)(人民币)	0.47	0.49	(0.31)	(0.41)	(0.71)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(31.7)	9.3	13.5	14.3	14.8
息税前利润率(%)	(35.9)	6.4	11.1	12.1	12.7
税前利润率(%)	4.6	5.4	11.0	12.3	13.0
净利率(%)	4.9	7.0	9.6	10.6	11.3
流动性					
流动比率(倍)	2.5	1.8	1.8	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	(5.5)	1.5	12.0	21.3	30.0
净权益负债率(%)	41.5	29.6	20.7	16.2	9.0
速动比率(倍)	2.2	1.5	1.6	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	35.2	23.2	12.3	9.5	8.2
核心业务市盈率(倍)	40.8	50.0	12.3	9.4	8.2
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	16.5	9.3	11.3	9.4	8.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(6.9)	19.0	8.3	6.6	5.5
周转率					
存货周转天数	212.4	158.9	130.5	120.5	115.4
应收帐款周转天数	460.2	319.5	251.4	244.3	239.3
应付帐款周转天数	167.1	126.8	110.8	107.4	102.9
回报率					
股息支付率(%)	135.6	35.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	3.0	5.1	9.3	11.3	12.0
资产收益率(%)	(9.7)	1.2	3.8	4.6	5.1
已运用资本收益率(%)	0.5	0.8	1.5	1.8	2.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 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士，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。所有本报告期内使用的商标、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