

中联重科 - A (000157 CH)

更多驱动因素；更具持续性；更高盈利预测和目标

重申买入评级。我们对中联重科看法更加正面：（1）2021年混凝土机械增长具有高度确定性；（2）公司挖掘机销量爆炸式增长；（3）韧性利润率前景。我们将2020-22年盈利预测提高6-7%，主要由于我们上调各业务线的销量预测。我们认为目前市场共识仍然保守，我们的2021/22年净利润预测较市场高13%/15%。我们将目标价由9.56人民币上调至17.8人民币，基于16倍2021年预测市盈率（此前为10倍）。关键催化剂包括：（1）2021年第一季度机械销售强劲；（2）2021年第一季度完成增发。

- **2020年业绩预览。**中联重科上周发布盈喜，预计2020年净利润将同比增长60-72%至70-75亿元人民币。这意味着2020年第四季度净利润为13-18亿元，同比增长46%-102%。我们预计中联重科2020年来自混凝土机械的收入为200亿元（同比增长44%），来自起重机机械的收入为350亿元（同比增长58%）。此外，我们相信通过成本控制，2020年第四季度毛利率环比回升。
- **2021年混凝土机械增长具有高度确定性。**中联重科预计在泵车增长10-20%和搅拌车增长20%带动下，混凝土机械行业增速将达15%。今年混凝土机械需求确定性高，因为许多基础设施项目将于2020年土方工程完工后将进入建设阶段。此外，自2021年7月开始实施的国家排放标准VI仍将继续推动替代需求。
- **挖掘机爆炸式增长将继续。**我们预计中联重科2020年交付7,000台挖掘机，收入25亿元。中联重科目标2021年销售12,000-14,000台挖掘机，同比大幅增长。对于中型挖掘机，中联重科能够利用其现有混凝土机械销售网络加快渗透速度。此外，中联重科从今年开始首次交付大型挖掘机（45-48吨）。中联重科维持其战略目标，即在3年内成为中国前5名，在5年内成为中国前3名。
- **高空作业平台潜力巨大。**我们预计中联重科2020年高空作业平台销售同比增长100%。中联重科相信其臂式高机具有竞争优势，因此能够实现高于竞争对手的平均售价。中联重科预期高机行业具有强劲增长潜力，公司将继续加强其产品开发和销售策略。
- **韧性利润率前景。**我们相信中联重科毛利率在2020年第四季度已改善。展望未来，我们预计各业务部门毛利率将保持韧性。更重要的是，持续增长的销量和数字化转型将推动经营杠杆，从而带来更高的经营利润率。

财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入(百万人民币)	28,697	43,307	66,646	79,334	88,511
同比增长(%)	39.3	50.9	53.9	19.0	11.6
净利润(百万人民币)	2,031	4,381	7,297	9,303	10,631
每股盈利(人民币)	0.27	0.58	0.93	1.11	1.25
同比增长(%)	51.5	119.2	58.9	20.2	12.1
市场共识(人民币)	n/a	n/a	0.90	0.94	1.02
企业价值/EBIDTA(倍)	24.9	16.3	11.6	9.5	8.5
市盈率(倍)	45.5	21.3	13.8	10.5	9.4
市帐率(倍)	2.5	2.5	2.2	1.7	1.5
股息率(%)	2.1	0.0	3.1	3.7	4.3
权益收益率(%)	5.4	11.4	17.2	17.8	17.2
净负债比率(%)	33.6	31.3	19.2	3.6	1.6

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	RMB17.80
(此前目标价)	RMB9.56
潜在升幅	+52%
当前股价	RMB11.69

中国设备行业

冯健嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	89,168
3月平均流通(百万人民币)	1,320
52周内股价高/低(人民币)	8.97/5.28
总股本(百万)	1,388 (H)
	6,411 (A)

资料来源：彭博

股东结构

湖南省国资委	15.9%
管理层	4.9%
A股流通股	61.4%
H股流通股	17.7%

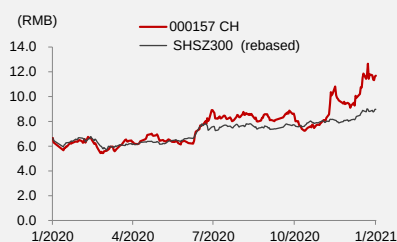
资料来源：港交所、上海证券交易所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	22.3%	10.9%
3-月	34.6%	16.0%
6-月	30.3%	9.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
总收益	28,697	43,307	66,646	79,334	88,511
销售成本	(20,923)	(30,314)	(47,448)	(56,139)	(62,626)
毛利	7,774	12,993	19,198	23,195	25,885
其他收入	882	1,017	1,048	978	978
分销与销售开支	(2,379)	(3,780)	(4,799)	(5,553)	(6,107)
行政开支	(2,063)	(2,693)	(3,799)	(4,363)	(4,780)
研发费用	(581)	(1,516)	(2,999)	(3,570)	(3,983)
息税前收益	3,633	6,021	8,649	10,686	11,993
净财务收入/(费用)	(1,205)	(1,165)	(503)	(246)	(42)
利息收入	347	539	591	824	922
融资成本	(1,552)	(1,704)	(1,094)	(1,071)	(964)
其他收益/(损失)	0	0	0	0	0
联营及合资公司利润	222	188	254	271	288
除税前溢利	2,650	5,044	8,401	10,711	12,239
所得税开支	(82)	(759)	(1,176)	(1,499)	(1,714)
税后溢利	1,968	4,285	7,224	9,211	10,526
非控股权益	63	96	72	92	105
净利润	2,031	4,381	7,297	9,303	10,631
折旧及摊销	837	817	923	1,008	1,090
EBITDA	4,470	6,838	9,572	11,694	13,083

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	2,650	5,044	8,401	10,711	12,239
融资成本	1,451	1,704	1,094	1,071	964
利息收入	(347)	(539)	(591)	(824)	(922)
联营及合资公司溢利	(222)	(188)	(254)	(271)	(288)
出售物业、厂房及设备亏损	(152)	0	0	0	0
折旧及摊销	837	817	923	1,008	1,090
已付所得税	(431)	(773)	(1,176)	(1,499)	(1,714)
营运资金变动	1,152	442	(2,159)	(3,391)	(3,944)
其他	(221)	(539)	0	0	0
经营活动所得现金净额	4,717	5,968	6,237	6,804	7,425
购买物业、厂房及设备净投资	(272)	(1,082)	(2,246)	(2,646)	(2,500)
投资/(出售)联营及合资公司	(4)	(301)	0	0	0
投资/(出售)控股公司	0	(177)	0	0	0
购入无形资产	(103)	(128)	(100)	(100)	(100)
联营及合资公司股息分派	4	45	0	0	0
已收利息	347	253	591	824	922
其他	(7,214)	11,374	0	0	0
投资活动所用现金净额	(7,242)	9,984	(1,755)	(1,922)	(1,678)
股权融资	37	(2,145)	0	6,146	0
净银行贷款	6,817	(14,008)	(1,000)	100	(4,100)
已付股息	(1,308)	(1,801)	0	(3,116)	(3,721)
已付利息	(1,428)	(1,707)	(1,094)	(1,071)	(964)
其他	(16)	13	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	4,102	(19,648)	(2,094)	2,059	(8,785)
现金及等同现金(减少)增加净额	1,577	(3,696)	2,388	6,942	(3,038)
年初之现金及等同现金项目	7,148	8,754	5,073	7,461	14,402
汇兑及其他	29	15	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	8,754	5,073	7,461	14,402	11,364

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	28,657	37,979	44,680	47,296	52,646
物业、厂房及设备	6,077	6,735	8,324	10,234	11,922
预付租赁款项	1,943	2,433	2,383	2,333	2,283
联营及合资公司	3,500	3,909	4,163	4,434	4,723
融资租赁应收款	3,656	7,771	9,758	10,239	11,101
商誉	2,046	2,017	2,017	2,017	2,017
应收账款及其他应收款	5,498	9,072	12,109	12,235	14,924
无形资产	2,153	2,043	1,927	1,805	1,677
可供出售投资	2,379	2,644	2,644	2,644	2,644
其他	0	0	0	0	0
递延税项资产	1,276	1,271	1,271	1,271	1,271
定期存款	129	84	84	84	84
流动资产	64,762	54,052	72,835	75,304	89,689
存货	9,551	11,772	15,267	14,572	18,714
应收账款及其他应收款项	21,554	20,839	25,905	27,130	32,524
应收票据	8,835	9,229	17,064	12,061	19,948
金融资产	13,787	4,311	4,311	4,311	4,311
其他	1,097	1,413	1,413	1,413	1,413
已抵押银行存款	1,184	1,415	1,415	1,415	1,415
银行结余及现金	8,754	5,073	7,461	14,402	11,364
流动负债	39,623	34,569	53,629	46,472	63,604
应付账款及其他应付款项	15,786	25,012	43,885	36,094	53,126
借债	22,044	7,312	7,112	7,212	7,312
税项负债	151	186	186	186	186
合同负债	1,602	1,934	2,321	2,855	2,855
其他	40	125	125	125	125
非流动负债	15,065	17,965	17,165	17,165	12,965
借债	13,645	14,515	13,715	13,715	9,515
递延税项负债	429	455	455	455	455
其他	991	2,995	2,995	2,995	2,995
资本及储备	38,731	39,497	46,721	58,962	65,767
股东权益	38,164	38,827	46,124	58,457	65,367
非控股权益	567	670	598	506	400

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
混凝土机械	35%	32%	30%	29%	28%
起重机械	43%	51%	53%	51%	49%
其他机械	14%	11%	13%	15%	18%
农业机械	5%	4%	3%	3%	3%
金融服务	2%	2%	1%	1%	1%
环境产业(终止经营业务)	0%	0%	0%	0%	0%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	27.1	30.0	28.8	29.2	29.2
息税前利润率	12.7	13.9	13.0	13.5	13.5
净利润率	6.9	9.9	10.8	11.6	11.9
增长率(%)					
收入	39.3	50.9	53.9	19.0	11.6
毛利	80.6	67.1	47.8	20.8	11.6
息税前利润	n/a	65.7	43.7	23.5	12.2
净利润	51.3	115.7	66.6	27.5	14.3
资产负债比率					
流动比率(x)	1.6	1.6	1.4	1.6	1.4
平均应收账款周转天数	342	240	186	178	179
融资租赁应收款周转天数	161	124	120	113	110
平均存货周转天数	161	128	104	97	97
平均应付账款周转天数	268	246	265	260	260
净负债/总权益比率(%)	33.6	31.3	19.2	3.6	1.6
回报率(%)					
资产回报率	2.3	4.7	7.0	7.7	8.0
资本回报率	5.4	11.4	17.2	17.8	17.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.27	0.58	0.93	1.11	1.25
每股账面值(人民币)	4.89	4.93	5.86	6.87	7.68
每股股息(人民币)	0.25	0.00	0.40	0.44	0.50

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。