

中联重科（000157）：销量稳步上升，投资价值日益彰显 买入（维持）

工程机械行业 2009年03月17日

天相机械组 010-66045566-8057 hour@txsec.com

事件描述：

近日，我们对公司进行了走访，与有关人员就公司目前经营情况和行业发展前景进行了交流。

评论：

- 1、公司销售的周环比数据均在逐渐转好，09年有信心实现30%的高增长。随着国内部分基建投资项目的拉动以及工程机械行业的销售旺季到来，公司每周的销售数据环比都有明显好转，订单明显增多。起重机械、旋挖钻机销量增长稳定，混凝土机械稳步回升。依据目前的销售形势看，公司有信心在09年实现30%的收入增长。
- 2、09年1-2月的混凝土机械收入达到08年同期的80%左右，三月份的泵车订单与去年持平。我们认为，如果这些订单都能在3月份完成，将是非常喜人的情况，说明工程机械行业的回暖步伐进一步加快。但是，我们判断，3月份泵车的最终销售要与去年3月份持平还存在一定难度，原因是：1）08年3月份的销售是高峰期，08年1-2月份受到雪灾、春节因素影响而延迟的市场需求在3月份集中释放，基数较大，而今年3月份混凝土机械仍然处在下游需求不足的阴影之中；2）目前的订单里面有些是意向型订单，押金数量不大，客户即使不来取货客户的损失也不大。
- 3、09年混凝土机械产品销售将出现结构性变化。依目前的形势判断，09年混凝土机械中的托泵、搅拌站的销售会好于泵车。主要原因在于：1）在某些基建项目周围路况不好，泵车无法进入，而托泵却不受这样的限制，对工作空间大小的要求不严格；2）泵车大约有40%用于房地产市场，其销售与房地产的复苏情况有较大关系。
- 4、CIFA2008年将盈利，商誉计提损失的可能性很小，2009年公司仍有信心做到不亏损。CIFA的销售在08年前三季度受到的影响较小，所以整体来看，CIFA08年可能不会亏损，构成商誉计提损失的可能性很小。我们认为，虽然CIFA的销售收入增速在09年可能会快速回落，但CIFA也同时拥有以下有利因素：裁员之后管理费用降低、泵车零部件从中联采购每台可以降低约20-30万的成本、可以利用国内市场增加其销售，这些因素都可以为CIFA09年的盈利提供保障。
- 5、我们预计公司08年出口收入约20亿元，增速100%左右，出口收入占比16%-18%左右，但09年出口面临很大不确定性。由于公司的产品主要出口到中东、印度以及俄罗斯新兴国家和地区，而金融危机对这些国家实体经济的影响在08年后期才开始体现，所以公司08年的出口并没有受到太大影响。然而，公司目前的出口情况仍不容乐观，新订单减少、交货日期推迟，09年出口形势严峻。但是，由于08年的出口收入基数仍较小，如果出口能在09年下半年回暖，出口收入增速可能不会太差（20%以上）。
- 6、国家基建投资项目的拉动效应可能使得工程机械行业下半年出现“淡季不淡”的情景。鉴于国家投资的大部分基建项目尚未启动，“两会”之后国家投资放款的力度会加大，并且结合公司销售人员了解到的



全国各地情况，我们判断，基建投资对工程机械行业拉动效应可能在今年5-6月份开始明显体现，这可能会使得工程机械的销售在下半年出现“淡季不淡”的情景，而中联重科作为主要的直接受益者，公司09年的高增长值得期待。

7、盈利预测：预计公司2008-2010年盈利预测分别为1.17元、1.40元和1.84元，以3月16日收盘价19.54元计算，对应的动态市盈率分别为17倍、14倍和11倍。我们认为公司是国家基建投资的主要受益者，并且产品结构合理，混凝土机械收入占总收入比例较小，09年增长可期，并且收购CIFA和新黄工为公司的长期快速发展奠定了坚实基础，维持对公司“买入”的投资评级。

8、风险提示：1) 国内投资项目对工程机械拉动效应不达预期的风险；2) 行业内公司间恶性竞争风险：目前公司的细分产品所处行业均保持着较好的竞争关系，若因需求不足导致公司间出现恶性竞争，那么公司产品的毛利率将受到影响；3) 出口大幅放缓风险：我国工程机械产品的主要出口地亚洲、中东和东欧等目前需求萎靡不振，下半年出口若不能回升，我国工程机械的出口增速可能会低于预期。

图表 1 中联重科盈利预测表

单位（万元）	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	462,534	897,356	1,235,447	1,542,290	1,936,564
YOY	41.06%	94.01%	37.68%	24.84%	25.56%
减：营业成本	338,360	640,443	880,982	1,096,446	1,369,288
毛利率	26.85%	28.63%	28.69%	28.91%	29.29%
减：营业税金及附加	1,914	2,818	2,471	3,393	4,841
销售费用	39,990	69,096	75,362	89,453	114,257
管理费用	26,517	36,792	48,800	60,149	77,463
财务费用	5,047	6,596	23,473	35,943	34,858
期间费用率	15.47%	12.54%	11.95%	12.03%	11.70%
资产减值损失	1,874	7,043	12,000	10,000	10,000
加：投资收益	-242	1249	670	800	800
营业利润	51,091	135,818	193,029	247,706	326,657
YOY	57.99%	165.83%	42.12%	28.33%	31.87%
加：营业外收入	530	5,781	8,500	7,000	7,000
减：营业外支出	2,431	5,150	4,000	4,000	4,000
利润总额	48,593	136,449	197,529	250,706	329,657
减：所得税	366	3,329	19,753	37,606	49,449
实际所得税率	0.75%	2.44%	10.00%	15.00%	15.00%
净利润	48,227	133,119	177,776	213,100	280,208
YOY	55.84%	176.03%	33.55%	19.87%	31.49%
净利润率	10.43%	14.83%	14.39%	13.82%	14.47%
归属母公司的净利润	48,090	133,369	177,276	212,300	279,408
少数股东权益	137	-250	500	800	800
摊薄每股收益（元）	0.63	1.75	1.17	1.40	1.84

资料来源：天相投资顾问有限公司



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014