

中联重科(000157.SZ)

起重机承担着公司 09 年增长的重担

-- 中联重科调研报告

姓名 李强
86-10-5836 2766
liqiang@bhzq.com

投资要点:

● 起重机承担着公司 09 年增长的重担

预计 2009 年中联汽车起重机销量增长约 20%，从已有的销量来看，公司 09 年的这一销量目标实现的可能性也是非常大的。1-4 月公司累计销售汽车起重机 1935 台，同比增速为 13.36%，而一季度和 4、5 月份是工程机械传统的销售旺季，所以同比增速达到 13% 以上是一个不错的水平，考虑到 08 年下半年的危机导致的销量的剧减，09 年下半年销量增速达到 20% 左右也是比较现实的。

● 混凝土机械的目标是与 08 年持平甚至略有增长

公司 4、5 月份泵车销量应该在 200 台以上，这一销量已经创了历史的新高。公司认为主要是二三线城市也已经开始非现场搅拌混凝土导致的混凝土机械使用量的增加。我们预计公司全年混凝土机械销量与 08 年持平或者小幅增长。

● 募集资金项目能保证公司未来 5 年的发展，再造一个中联

全球融资租赁体系、大型起重机、中大型挖掘机、散装物料输送成套设备是主要的募集资金项目。募集资金项目全部达产后，将新增收入 177.94 亿元，净利润 23.3 亿元，相当于再造一个中联。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 1.18 元、1.45 元和 1.78 元，对应 PE 分别为 17X、14X 和 11.3X，如果增发成功，会有 20% 左右的摊薄。考虑到以政府投资向自主投资过渡期的预期，我们给予行业和公司“中性”的投资评级。

财务摘要(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	8,974	13,549	18,300	21,481	25,260
(+/-)%	93%	51%	35%	17%	18%
经营利润(EBIT)	1482	2078	2645	3119	3715
(+/-)%	157%	40%	27%	18%	19%
净利润	1334	1569	1801	2199	2679
(+/-)%	176%	18%	15%	22%	22%
每股净收益(元)	1.75	1.03	1.18	1.45	1.76
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率(%)	28.63%	27.36%	27.41%	27.39%	27.56%
ROE(%)	35.56%	29.37%	25.11%	23.48%	22.25%
ROIC(%)	29.30%	12.00%	13.83%	13.35%	13.99%
PE	11.47	19.49	16.98	13.91	11.42
PB	4.08	5.72	4.26	3.27	2.54
EV/EBITDA	9.84	16.63	10.93	9.26	7.59

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

中性

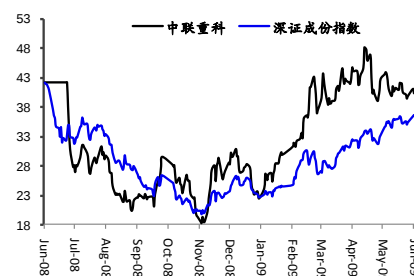
上次评级: 买入

目标价格: ¥26.61

上次预测: ¥28.37

当前价格: ¥20.11

2009.6.2



公司简介

公司是起重机械和混凝土机械的行业第二，收购兼并使公司快速进入土石方机械和物料输送设备领域，未来产品多元化发展将促使公司稳定健康发展。

相关报告

《基建投资加快的最先和最直接受益品种—中联重科投资价值分析报告》

《起重机撑起公司的脊梁—中联重科三季报点评》

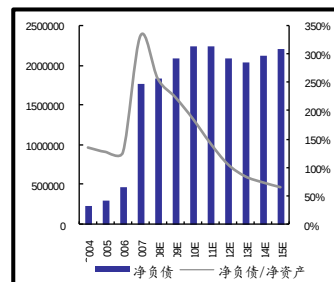
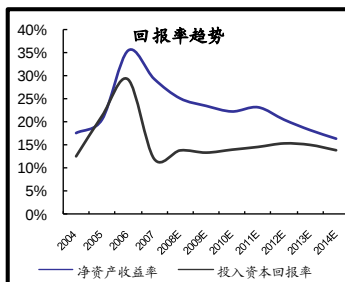
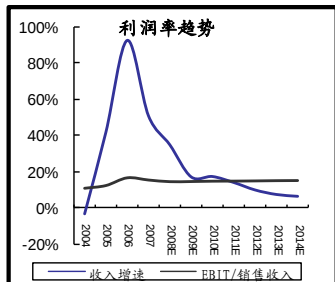
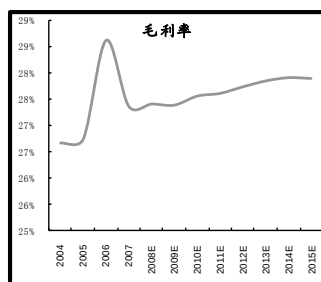
公司调研报告

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1050	3367	3660	4296	5052	营业收入	8974	13549	18300	21481	25260
应收票据	191	308	415	488	573	营业成本	6405	9842	13285	15599	18299
应收账款	1680	3691	4025	4725	5556	营业税金及附加	28	32	81	75	85
预付款项	495	404	802	1270	1819	销售费用	691	959	1425	1673	1967
其他应收款	158	256	346	406	477	管理费用	368	638	865	1015	1194
存货	2632	5171	5925	7107	8408	财务费用	66	321	440	447	480
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	70	90	90	90	90
长期股权投资	92	86	86	86	86	公允价值变动收益	0	-18	0	0	0
固定资产	1071	2185	3240	4612	5583	投资收益	12	10	0	0	0
在建工程	312	822	1411	1955	1728	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	1358	1660	2114	2582	3145
无形资产	393	2300	2070	1840	1610	营业外收支净额	6	126	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	1364	1785	2114	2582	3145
资产总计	8532	23122	21984	26789	30896	减：所得税	33	191	317	387	472
短期借款	847	5134	4098	5508	5541	净利润	1331	1594	1797	2194	2673
应付票据						归属于母公司的净					
	614	1539	2078	2440	2862	利润	1334	1569	1801	2199	2679
应付账款	1583	3151	4195	4925	5778	少数股东损益	-2	24	-4	-5	-6
预收款项	419	322	413	521	647	基本每股收益	1.75	1.03	1.18	1.45	1.76
应付职工薪酬	288	415	415	415	415	稀释每股收益	1.75	1.03	1.18	1.45	1.76
应交税费	162	1	1	1	1	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	531	1303	1303	1303	1303	成长性					
其他流动负债	0	900	900	900	900	营收增长率	92.7%	51.0%	35.1%	17.4%	17.6%
长期借款	324	3065	3065	3065	3065	EBIT 增长率	157.3%	40.2%	27.3%	17.9%	19.1%
预计负债	0	18	18	18	18	净利润增长率	176.4%	17.7%	14.8%	22.1%	21.8%
负债合计	4781	17778	18402	21013	22447	盈利性					
股东权益合计	3751	5344	7173	9368	12041	销售毛利率	28.6%	27.4%	27.4%	27.4%	27.6%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	14.9%	11.6%	9.8%	10.2%	10.6%
净利润	1331	1594	1797	2194	2673	ROE	35.6%	29.4%	25.1%	23.5%	22.2%
折旧与摊销销	97	146	618	814	986	ROIC	29.30%	12.00%	13.83%	13.35%	13.99%
经营活动现金						估值倍数					
流	460	313	2969	2173	2703	PE					
投资活动现金							8.5	14.4	12.5	10.3	8.4
流	-487	-5096	-1185	-2500	-1500	P/S					
融资活动现金							1.3	1.7	1.2	1.0	0.9
流	88	7104	-1490	963	-447	P/B					
现金净变动	61	2320	293	636	756		3.0	4.2	3.1	2.4	1.9
期初现金余额	990	1050	3367	3660	4296	股息收益率	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1051	3371	3660	4296	5052	EV/EBITDA	7.3	13.0	8.5	7.2	5.9

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	207752.6	264456.2	311915.2	371495.7	425950.9	472421.1	513215.9	549779.3	575657.7	604039.6	635392.0
所得税	22280.2	39668.4	46787.3	55724.4	63892.6	70863.2	76982.4	82466.9	86348.7	90605.9	95308.8
NOPLAT	144582.0	185472.4	224787.8	265127.9	315771.4	362058.3	401557.9	436233.5	467312.4	489309.1	513433.7
营运资金净变动											
动	-148820.4	-64116.3	-1020.0	-128222.6	-143689.2	-164782.0	-98860.6	-126048.6	-122394.9	-110814.0	-110388.8
资本支出	-162328.8	-200000.0	-250000.0	-150000.0	-100000.0	-100000.0	-50000.0	-50000.0	-50000.0	-50000.0	-50000.0
自由现金流	-26369.0	85568.3	-31740.0	120714.0	209546.6	326786.9	392684.1	434121.5	473551.5	503527.5	518964.2

WACC	9.8%	Ke	14.6%
永续增长率	2%	Kd	5.8%
终值	212217.6	t	15%
企业价值	4898235.3	Rf	3%
非核心资产价值			
值	711339.1	E(Rm)	0.105
债务价值	850791.50	Rm - Rf	8%
股权价值	4047443.8	D/A	27.4%
股本	152100.00	E/A	72.6%
每股价值	26.610413	Beta	1.52

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	8.28%	31.33	32.95	34.82	37.01	39.62
	8.78%	28.77	30.12	31.66	33.45	35.55
	9.28%	26.53	27.67	28.95	30.43	32.15
	9.78%	24.57	25.53	26.61	27.84	29.26
	10.28%	22.82	23.64	24.56	25.60	26.78
	10.78%	21.27	21.98	22.76	23.64	24.64
	11.28%	19.88	20.49	21.16	21.92	22.76

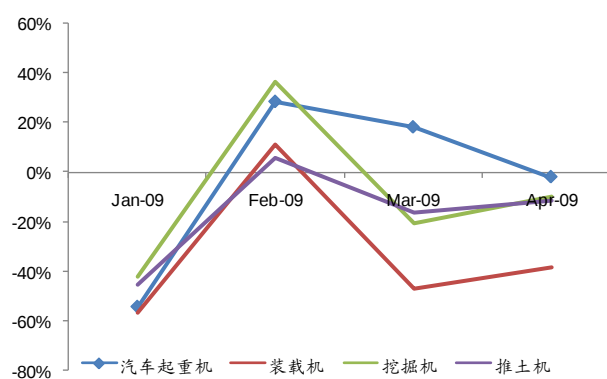
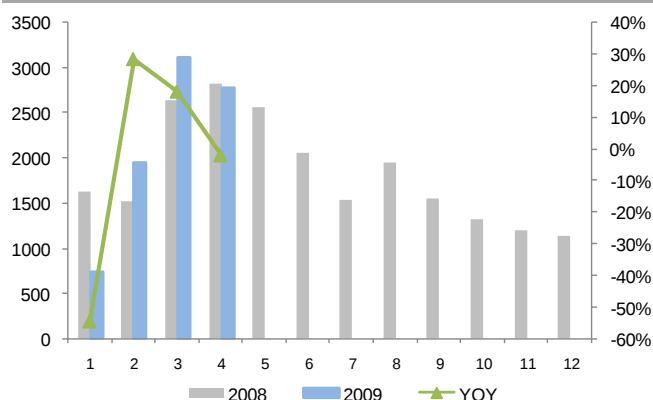


起重机承担着公司 09 年增长的重担

汽车起重机与土方机械销量增速的对比后，可以看出，汽车起重机销量增速是要远远好于任何一种土方机械的，不管是相对较好的挖掘机、还是装载机和推土机。4 月份汽车起重机行业销量是 1553 台，同比增速为-2.39%。

图：汽车起重机行业销量及增速

图：汽车起重机是工程机械产品中增速最好的产品



数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

公司预计 2009 年汽车起重机销量增长约 20%，从已有的销量来看，公司 09 年的这一销量目标实现的可能性也是非常大的。1-4 月公司累计销售汽车起重机 1935 台，同比增速为 13.36%，而一季度和 4、5 月份是工程机械传统的销售旺季，所以同比增速达到 13% 以上是一个不错的水平，考虑到 08 年下半年的危机导致的销量的剧减，09 年下半年销量增速达到 20% 左右也是比较现实的。

表：中联汽车起重机销量及增速

中联 浦沅	2008	2009	YOY
1	319	133	-58.31%
2	252	435	72.62%
3	490	706	44.08%
4	646	661	2.32%
5	613		
6	491		
7	436		
8	379		
9	384		

10 313
11 220
12 170

合计 4713

数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

履带式起重机今年销量受出口的强烈影响，增速一直处于较低的水平。1-4 月份累计销量为 341 台，比去年同期下降了 37.2%。中联 1-4 月累计销售 84 台，同比下降约 10%。

表：履带式起重机销量及增速

	2008	2009	YOY
1	107	33	-69.16%
2	53	79	49.06%
3	155	139	-10.32%
4	228	90	-60.53%
5	179		
6	174		
7	131		
8	153		
9	184		
10	96		
11	104		
12	79		
合计	1643		

数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

表：中联履带式起重机销量及增速

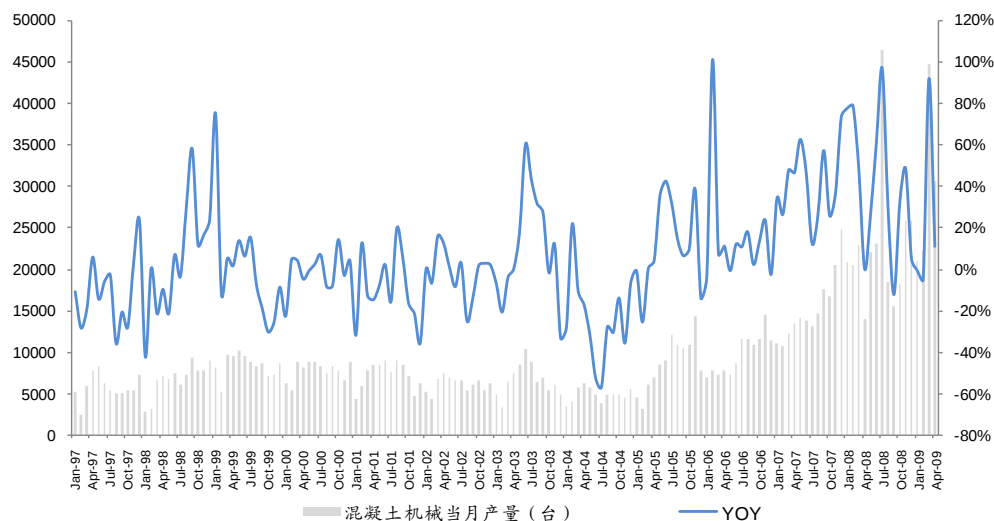
中联	2008	2009	YOY
1	6	6	0.00%
2	4	11	175.00%
3	20	39	95.00%
4	63	28	-55.56%
5	9		
6	24		
7			
8	21		
9	33		
10	27		
11	16		
12	16		
合计	239		

数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

混凝土机械的目标是与 08 年持平甚至略有增长

混凝土机械和大多数工程机械一样，生产周期并不长，所以理论上讲混凝土机械产量及其增速应该是对于销量有一定的领先性和代表性。但是从实际的情况来看，至少是我观察到的数据来看，产量和销量的代表性并不大。

图：混凝土机械产量及增速



数据来源：工程机械协会、渤海证券研究所

公司 4、5 月份泵车销量应该在 200 台以上，这一销量已经创了历史的新高。公司认为主要是二三线城市也已经开始非现场搅拌混凝土导致的混凝土机械使用量的增加。我们预计公司全年混凝土机械销量与 08 年持平或者小幅增长。

募集资金项目能保证公司未来 5 年的发展，再造一个中联

◇ 全球融资租赁体系

协会预计，2010 年国内工程机械需求总额为 3600 亿，2015 年达到 5700 亿；2008 年至 2015 年平均增幅为 11.3%。工程机械通过租赁方式实现销售的比例将逐年提高，2007 年为 3%，2010 年预计为 15%，2015 年达到 25%。受到上述双重因素的影响，工程机械租赁市场的增幅将高于工程机械总量的增幅，2010 年工程机械租赁总额预计为 540 亿，2015 年达到 1425 亿。未来，融资租赁规模增长要远远快于工程机械产品销量的增长，成为未来综合工程机械厂商的重要的营业构成。

◇ 主要制造环节产能的扩张

大吨位起重机

项目达产后可生产各类型大吨位起重机 613 台，其中年产全地面起重机 216 台，大吨位履带式起重机 101 台，大吨位轮胎吊 175 台，大吨位塔机 121 台。达产后年新增收入 50 亿元，略低于 08 年公司起重机收入 62.35 亿元；净利润 7.57 亿元，净利率为 15.04%，高于公司近几年的平均净利率，可见该项目的盈利能力有利于提升公司总体盈利能力。

中大型挖掘机

土方机械的产能未来几年是肯定存在过剩的，而公司认为：未来土方机械的竞争体现在品牌和综合实力的竞争上。公司将凭借在工程机械行业的龙头地位以及品牌影响力，把中大型挖掘机的产

销量规模做大。公司预计项目达产后年产 6500 台中大型挖掘机，收入规模达到 37.78 亿元，净利润 2.66 亿元。

散装物料输送成套机械

该项目由华泰重工实施，项目达产后年生产堆取料机、装卸船机等散料机械 240 台，圆管带式输送机及普通带式输送机 30 千米。2008 年华泰重工在手订单已达到 15 亿元，预计 09 年华泰重工 09 年收入将达到 12 亿元。

表：公司募集资金项目介绍

项目名称	拟投入募集资金（亿元）	达产后收入规模（亿元）	净利润（亿元）
大吨位起重机产业化	8.01	50.33	7.57
建筑基础地下施工设备产业化	2.00	11.51	1.60
全球融资租赁体系及工程机械再制造中心建设	15.02	21.69	4.57
数字化研发制造协同创新平台建设	3.00		
社会应急救援系统关键装备产业化	5.50	11.52	1.57
中大型挖掘机产业升级	6.07	37.78	2.66
工程机械关键液压件产业升级	3.00	12.39	1.57
工程起重机专用车桥基地建设	1.00	4.49	0.44
散装物料输送成套机械研发与技术改造	5.12	24.57	2.89
环保型沥青混凝土再生成套设备产业化	2.00	3.66	0.42
补充流动资金	5.00		
合计	55.72	177.94	23.30

资料来源：公司公告

盈利预测与估值

我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 1.18 元、1.45 元和 1.78 元，对应 PE 分别为 17X、14X 和 11.3X，如果增发成功，会有 20%左右的摊薄。考虑到以政府投资向自主投资过渡期的预期，我们给予行业和公司“中性”的投资评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	石化研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159
金融工程与策略研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉	产品设计和可转债研究 章辉	债券研究 徐华	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠

博士后工作站:

资产证券化研究

刘惠杰博士

+86 22 2845 1632

私募股权基金研究

黄亚玲博士

+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn