

买入 调高

中联重科(000157)

2009年6月17日

混凝土设备业务超出市场预期 融资租赁业务如火如荼**——估值优势明显 CIFA 公司经营逐步转好**

机械行业首席分析师：叶志刚

yezg@htsec.com

021-23219399

机械小组助理分析师：李畅

lich@htsec.com

021-23219268

通过我们对长沙三家工程机械上市公司——三一重工、中联重科和山河智能（工程机械“三剑客”）以及其他工程机械重点公司的跟踪，我们判断工程机械目前的经营态势良好：（1）盈利能力在逐步好转；（2）与房地产相关的混凝土机械销售情况比年初市场预期的要好；（3）出口并没有进一步恶化，部分企业由于采用了融资租赁的方式，出口还有好转的迹象。基于我们对今年4季度房地产投资增速加快和房地产新开工面积增加的预期，我们调高行业评级为“增持”。重点关注徐工科技、中联重科、三一重工。

对于中联重科就如下问题进行重点阐述：（1）公司目前各业务的经营情况；（2）公司今年下半年乃至明年的生产经营情况展望；（3）再融资的进度。

对于下半年工程机械行业的宏观环境的判断。我们对下半年的工程机械行业面临的宏观环境是持乐观态度的，主要因为：我们认为目前房地产行业的热销局面一定会传导至房地产新开工面积和房地产投资额的增加上。5月份房地产行业投资额同比增幅6.8%，而上个月同比增幅为4.9%。1-5月份房地产新开工面积增幅为25.5%，上个月为17.5%。房地产销售的火爆正在逐步向房地产投资热情和新开工面积的增加上传导。

根据历史经验，2005年7月房地产销售出现火爆，6个月后房地产出现了新开工面积的增长高峰，即房地产新开工面积的增长启动时间距离房地产销售的增长启动时间大约滞后半年左右，因此我们预测今年年底或者明年年初可能会出现房地产新开工面积增加的高峰期。

今年年底房地产和基建项目将会双重作用明显拉动工程机械需求。今年1-5月全国城镇固定资产投资增速超过了30%，达到了32.9%，比1-4月份增加了2.4个百分点，表现出强劲地增长势头，但与之关联度较高的工程机械细分子行业却没有跟上步伐。分析原因我们认为有：（1）虽然4万亿投资项目第一阶段中央政府资金下拨到位，但是地方政府配套资金尚未到位；（2）民营资本对于基建项目缺乏热情，投资不积极。基建投资和房地产投资在实际操作中区分并不严格，且二者往往是联动的。如果今年年底房地产新开工面积出现一轮增长高峰期，我们预计基建投资也会相应出现新项目开工热潮，届时房地产和基建项目新开工的相互叠加对工程机械产品的拉动将会明显增加。

公司混凝土设备子行业超出市场预期。5月公司混凝土泵车销售超过200辆，环比、同比都是正增长。4月份销售混凝土泵车150台，1-3月份约150台左右，即1-5月累计销售泵车超过500台，单台价格为250万元左右。我们预测6-12月份销售泵车每月150台。则全年约1500台，比去年的1100台增长36.36%，销售收入达68.18亿元，超出了市场预期。

公司汽车吊增长快，履带吊因出口增速明显放慢。公司履带吊增长不理想，5月份销售只是略微同比增长，因此全年来看，公司要实现200%的增长，销售收入从10亿元增长至30亿元难度较大，因此我们调整公司2009年履带吊的销售收入目标为12亿元，增长20%。公司汽车起重机2009年4月份销售了600余台，2009年1-5月销售收入同比增长30%左右，全年预计增幅达30%。

公司融资租赁走在了工程机械板块的最前列。公司2008年融资租赁收入额为25亿元，占到销售收入的比重为18.45%，今年1-4月份公司融资租赁收入为16亿元（含税），发展迅速。2008年公司融资租赁净利润为6000万元，今年预计超过1亿元。2009年5月29日公司在澳大利亚黄金海岸和布里斯班签订了第一份海外融资租赁合同，其标的物是43米的中联重科泵车，合同金额为70多万澳元。

融资租赁可能成为未来5年工程机械主流的销售方式，发展空间大。融资租赁可以放大负债比例，最大杠杆为1: 10，即

融资租赁公司资产负债率可以高达90%。融资租赁的模式一般为：当客户有需求，找到上市公司表明购买意愿，而客户资金支付能力又暂时有限，无法短时间内筹资按揭或者分期付款所需的首付资金，则上市公司通过其控股的融资租赁公司向客户提供融资租赁服务。做融资租赁客户仍需要支付首付款，每月缴纳一定的租金、并且还需支付尾款利息（利率高于银行同期贷款利率）。融资租赁对于上市公司有利，可以争取到那些潜在的客户。并且因为上市公司有对产品的所有权，一旦客户资不抵债，破产清算时，上市公司可以优先得到工程机械产品的处置权。且客户可以根据其现金流的松紧状况灵活决定还款期和分期额。

CIFA公司经营情况好于预期。CIFA公司今年1季度亏损4000-5000万元人民币，2季度有好转，预计下半年将继续好转，全年可能略微亏损或者盈亏平衡，好于市场的预期。CIFA好转的原因：（1）CIFA部分混凝土机械零部件的订单转移到中联重科生产，降低了生产成本和原材料成本；（2）CIFA公司去年年底大幅度缩减员工人数，人工成本大幅降低。

预计公司今年2季度的毛利率相比1季度应该有所提高。主要因为规模效应、产品结构调整和原材料成本的降低。公司毛利率较高的混凝土机械和旋挖钻机产品销量增速大改善了产品盈利结构；经过去年4季度和今年1季度的“去库存化”，随着国内经济形势的好转，公司产品的订单在快速恢复，生产经营已经恢复到了正常水平，单位固定成本迅速降低；另外，公司进口零部件价格有所降低，这些进口零部件包括底盘、液压件和发动机等，这也对公司盈利能力提高有帮助。

公司销售政策变得激进，注意回款风险。今年上半年公司为抢占市场份额，采取了较为激进的销售政策，单看5月份公司的混凝土机械的销量已经接近了三一重工（210台内销+26台出口的泵车），公司回款的风险有所加大。公司聘用了专业的融资租赁团队开展业务，并强调应收账款的目标责任管理，我们预计公司上半年年报届时披露的应收账款将会有所增加，但仍在可控范围内。

公司的再融资项目有望年内完成。公司的再融资项目仍在推进，估计股本扩张2.5亿股，增发价为19元左右，融资额为47.5亿元，预计今年9月份上会，年内完成再融资方案的实施。

给予公司“买入”评级，目标价位:27.40元。我们预测公司2009年4、5月份的净利润分别为2亿元左右，今年上半年每股收益达0.62元。2009、2010年每股收益为1.33元，1.61元，2009年动态P/E为15倍，低于行业平均的估值水平17倍，公司经过2008年的兼并重组搭建起了海内外销售服务网络、业务覆盖混凝土机械、土石方机械、起重机械等，未来3年将进入一个快速发展期，土石方机械和海外市场将有望培育为公司新的利润增长点，给予公司“买入”投资评级。目标价位：27.40元，现低估32.94%。

风险提示：出口市场继续恶化、房地产行业复苏慢于市场预期、钢材价格大幅反弹。

表 1 中联重科盈利预测

收入	2007	2008 1-2Q	2008	2009E	2010E
混凝土（亿元）			46.80	60.00	72.00
起重机（亿元）			62.00	77.00	94.80
汽车吊（亿元）			52.00	65.00	78.00
履带吊（亿元）			10.00	12.00	16.80
旋挖钻机（亿元）			2.80	4.48	6.27
其他（亿元）			23.90	27.49	31.61
合计（亿元）			135.48	168.97	204.68
净利率（%）		14.51	14.13	12.00	12.00
净利润（亿元）			19.15	20.28	24.56
总股本（亿股）		15.21	15.21	15.21	15.21
EPS（元）			1.26	1.33	1.61
净利润增幅（%）				5.90	21.14
增发后股本（亿股）				17.71	17.71
摊薄后 EPS(元)				1.14	1.39

资料来源：海通证券研究所 假定公司定向增发 2.5 亿股

信息披露

分析师负责的股票研究范围

叶志刚：机械行业首席分析师

李 畅：机械小组助理分析师

重点研究上市公司：振华港机、徐工科技、中集集团、中国船舶、广船国际、中联重科、柳工、山推股份、三一重工、上海机电、中鼎股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通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。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。