

买入 首次

中联重科 (000157)

2009 年 12 月 29 日

兼并重组快速成长的工程机械龙头

机械行业核心分析师：龙华

longh@htsec.com

021-23219411

机械行业助理分析师：舒灏

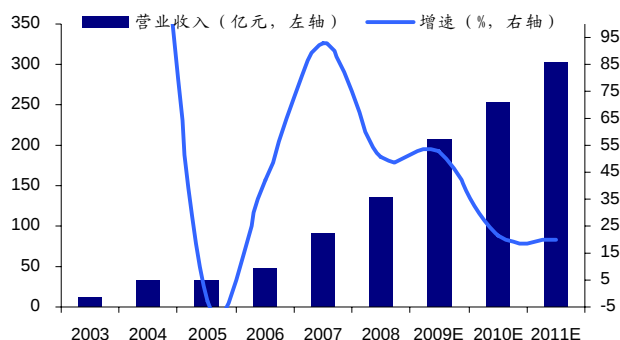
shuh@htsec.com

021-23219171

日前我们对中联重科进行调研，就公司目前的经营情况、未来的发展方向等问题，与公司领导进行了交流。

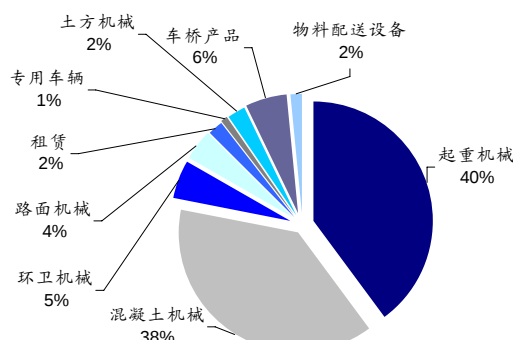
公司产品以混凝土机械和起重机为主。公司是国内主要的工程机械生产商，从营业收入来看，在国际工程机械行业中排名 20 位左右，产品包括混凝土机械、工程起重机械、城市环卫机械、土方机械等十几个大类，在中国基础建设和房地产业高速发展的背景下，公司上市以来经历了快速成长，公司 2008 年营业收入 135.5 亿元，近三年来均保持了 40% 以上的增长。公司收入主要来自混凝土机械和起重机械，2009 年上半年的营业收入中，公司起重机械混凝土机械和分别占 38% 和 40%。

图 1 公司营业收入情况



资料来源：公司资料、海通证券研究所

图 2 公司 2009 年上半年营业收入结构

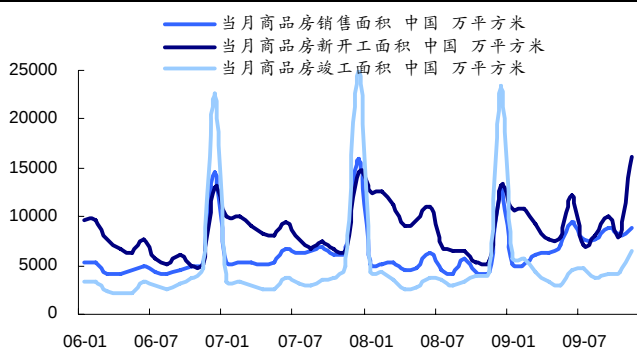


资料来源：公司资料、海通证券研究所

混凝土机械：2008 年，公司完成了对意大利 CIFA 公司的股权收购，CIFA 公司的经营情况已有所好转，公司收购 CIFA 的目的，主要在于它的技术，今年公司已经在 CIFA 的技术基础上，生产出 3 桥 48 米的泵车，是国内同类泵车中重量最轻的，另外，公司也可以充分利用 CIFA 在欧洲的营销网络。2009 年上半年 CIFA 实现销售收入 7.28 亿元，2009 年公司通过合并 CIFA 公司，混凝土机械收入增长达到了 62%。由于欧洲和美国的营建投入自从 2008 年以来一直处于持续下滑中，目前美国有企稳迹象而欧洲尚未出现，因此我们认为未来带动中联重科混凝土机械销售和利润的主要市场仍在国内市场。

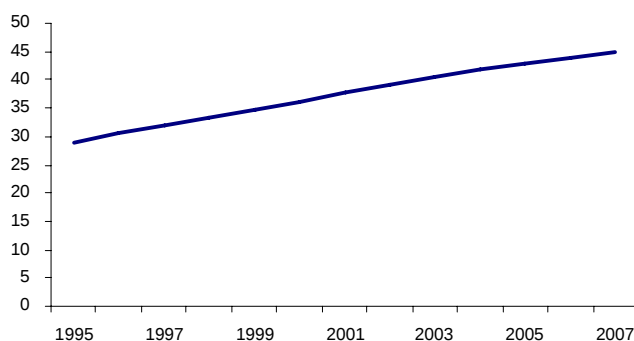
混凝土机械的下游需求中，房地产和各项基础建设占据很大比例。目前我国城镇化率仅 40% 左右，仍处于较低水平，2010 年中央经济工作会议提出大力发展小城镇建设，提高对民生工程的投入，上述政策将带动基础建设和房地产业（含保障房）建设的繁荣，从而带动对混凝土机械的需求。目前，金融危机的阴影正逐渐散去，我国经济步入复苏，房地产业自年初以来快速反弹，新房开工面积增速自今年 6 月份以来大幅反弹，11 月的单月新开工面积达到 16199 万平方米，同比增速达到 193.61%。由于 2009 年 1-11 月商品房竣工面积大幅低于销售面积，我们预期至少 2010 年上半年我国新房开工面积将保持高水平，并从而带动对混凝土机械的需求。

图3 我国新房开工面积及销售和竣工面积情况



资料来源：Wind、海通证券研究所

图4 我国城市化进程（%）

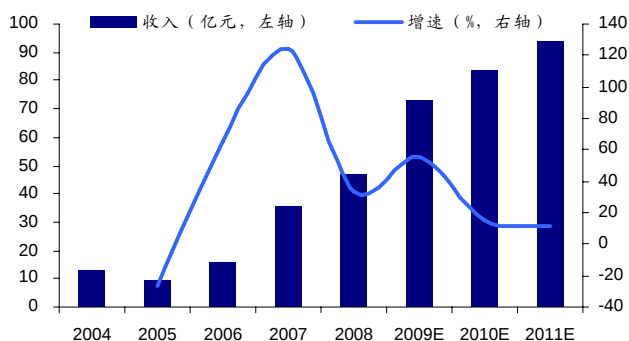


资料来源：Wind、海通证券研究所

公司的混凝土机械销售规模在国内处于领先地位，与三一重工两家占据了国内大部分市场份额，公司混凝土机械销售规模从2004年的12亿元，迅速扩张到2008年的47亿元，年复合增长率超过40%。2009年上半年公司混凝土机械销售规模达到35.34亿元，同比增长62%。我国房地产及基础建设的快速发展，是公司混凝土机械高速发展的保障。

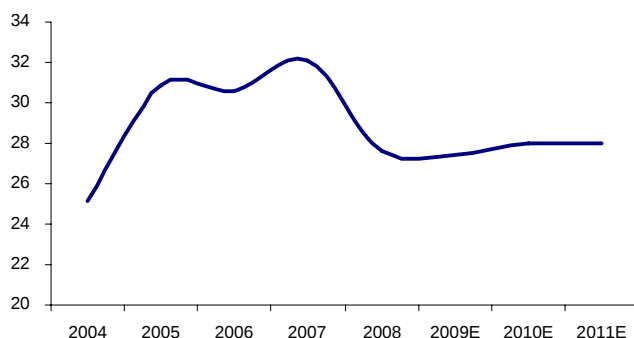
在2008年上半年前公司的混凝土机械毛利率保持在32%左右，2008年下半年受金融危机影响公司混凝土机械毛利率下降为23.94%，2009年上半年有所恢复，达到27.38%。我们认为2009年下半年及2010年我国钢铁行业产能过剩局面难以根本扭转，预计至少2010年上半年钢铁价格难以出现大幅上涨局面，因此我们预计公司混凝土机械毛利率未来年份将维持在27.5-28%之间或以上。

图5 公司混凝土机械销售收入



资料来源：公司资料、海通证券研究所

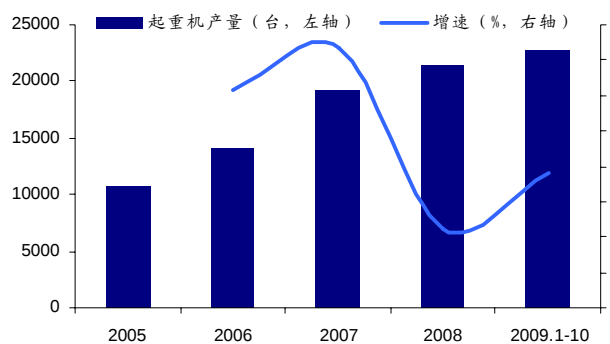
图6 混凝土机械毛利率情况（%）



资料来源：公司资料、海通证券研究所

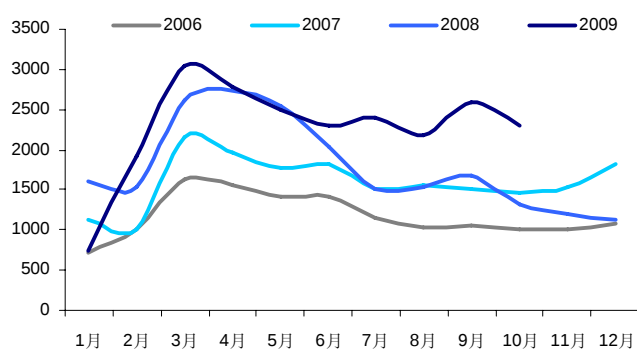
起重机械：2003年，中联重科与浦沅重组，五年来公司起重机业务快速增长，起重机应用广泛，与基础建设联系紧密。我国政府自2008年底开始对基础建设的投资力度明显加强，2009年前11个月铁路行业固定资产投资增速更是达到66.4%，远超过同期城镇固定资产投资平均增速32%的水平。2009年初，国家提出的四万亿投资的计划，基础建设项目的陆续开工，大大刺激了起重机行业的需求。据我们估计，四万亿所投资的项目中，尚有许多仍处于立项与开工阶段，未来1-2年内基础建设仍将维持较强度，而起重机行业必将随基础建设保持较快增速。

图 7 汽车起重机行业年度产量情况（台）



资料来源：工程机械协会、海通证券研究所

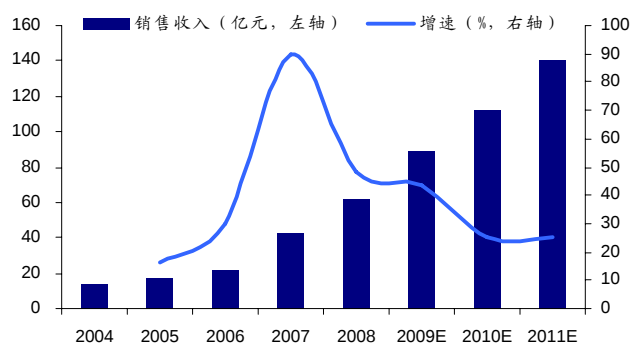
图 8 汽车起重机行业月度产量（台）



资料来源：工程机械协会、海通证券研究所

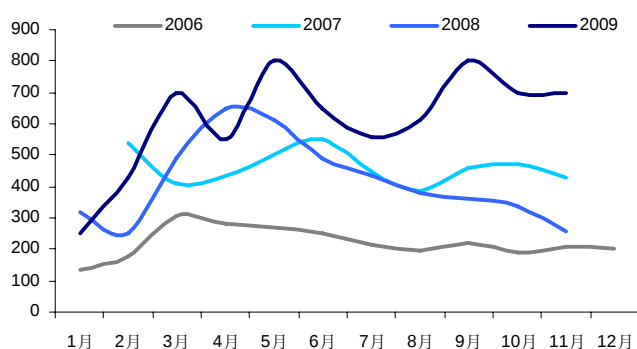
今年以来，国家加强了基础设施建设，公司反映特别是高速铁路的建设直接拉动了汽车起重机的需求，从行业销量上，我们也能看出，今年起重机行业一改过去仅 3 到 5 月是销售旺季的传统，一直到 10 月仍保持着较高销量，弥补了年初旺季销量的不足。作为行业龙头，公司的汽车起重机在 2009 年上半年销售数量同比增长 20.24%，2009 年 7-11 月销售数量同比增长 90.18%，今年下半年的销售情况表现出强势复苏、淡季不淡的迹象。由于铁路、公路、基建建设工期一般均需 2-3 年以上，因此预计 2010 年汽车起重机仍将保持旺盛需求，公司销售收入增速将维持在同比增长 25% 的水平。

图 9 公司汽车起重机业务年度收入情况



资料来源：公司资料、海通证券研究所

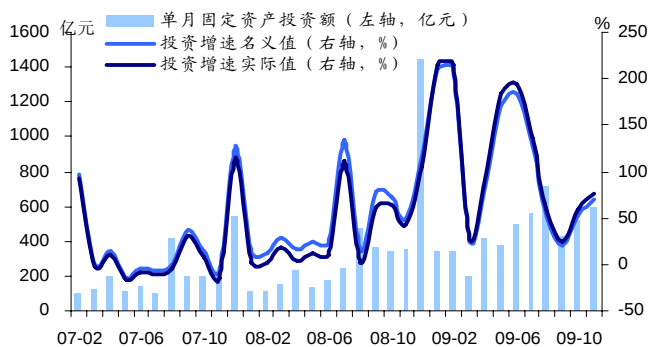
图 10 公司汽车起重机业务月度产量（台）



资料来源：公司资料、海通证券研究所

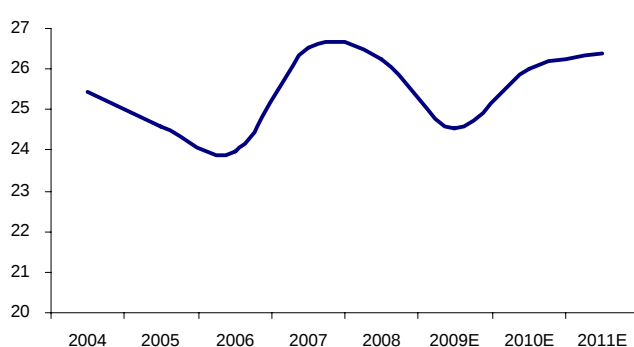
公司的起重机业务的毛利率比较稳定，维持在 24-26% 左右，我们看好公司的研发能力及未来对产品的需求，预计未来该业务仍能维持该毛利率水平。

图 11 铁路运输业固定资产投资情况



资料来源：聚源数据、海通证券研究所

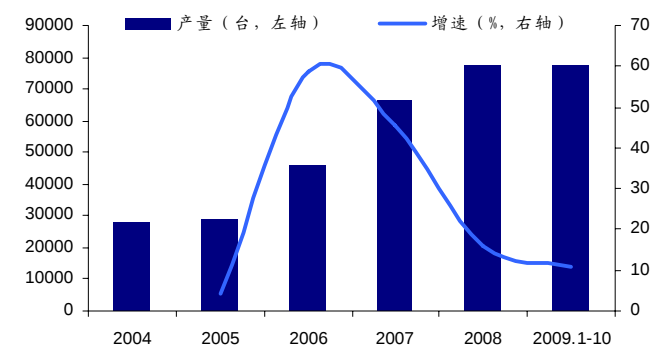
图 12 公司起重机业务毛利率（%）



资料来源：公司资料、海通证券研究所

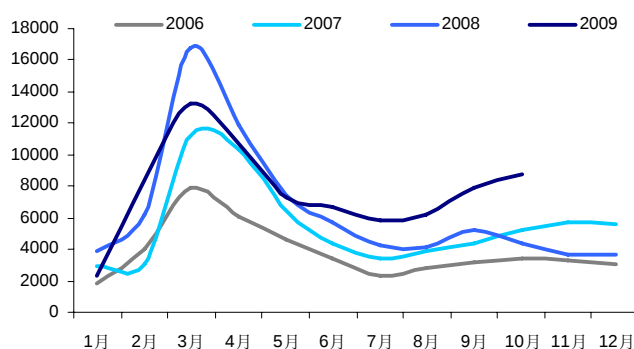
土方机械：挖掘机是土方机械中使用最广泛的品种，随着我国经济的快速增长，挖掘机是我国工程机械中增长最快的。根据对主要生产厂商的统计，2008 年我国挖掘机产量达到 7.7 万台，受金融危机影响，2009 年 1-6 月我国挖掘机销量增速下滑约 6%，但从今年 6 月份以来已经明显复苏，7、8、9、10 四个月我国挖掘机销量同比增速分别为 35.2%、51.8%、52.2%和 102.15%。由于将逐步出现对装载机的替代，预计未来挖掘机在中国仍有较大的增长空间。由于挖掘机的技术难度较大，2008 年之前国内的挖掘机市场主要由国外品牌占据，2008 年公司收购了陕西新黄工，快速进入土方机械领域，该公司拥有较成熟的挖掘机生产技术，2009 年预计公司的挖掘机销量在 1000 台左右，今后将进入快速增长期，逐步实现进口替代。

图 13 挖掘机行业年度产量情况



资料来源：工程机械协会、海通证券研究所

图 14 挖掘机行业月度产量情况（台）



资料来源：工程机械协会、海通证券研究所

其他产品：公司是国内领先的环卫车辆生产企业，扫路车和清洗车等产品市场占有率近 60%，在城市化进程的带动下，尤其是中央经济工作会议对 2010 年及以后我国中央政府将在小城镇的建设方面加大力度，因此我们预计该业务将维持较快增长的趋势。公司收购的华泰重工发展迅速，在物流输送设备方面增长较快。

盈利预测与估值：我们看好未来中国基建和房地产业的发展空间，工程机械需求还将处于快速增长阶段，公司作为行业龙头，将分享行业快速增长带来的收益。我们预计公司 2009 年到 2011 年的每股收益为 1.35 元、1.72 元、2.13 元。公司目前股价 25.75 元，相对 2009 年到 2011 年的市盈率分别为 19.07 倍、14.97 倍、12.09 倍。考虑行业整体估值水平和公司的成长性，我们认为给予公司 2010 年 20 倍的市盈率是比较合理的，合理股价为 34.4 元。

表 1 公司利润表预测（万元）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	327888.54	465756.83	897356.14	1354878.43	2073902.83	2523375.66	3023525.22
营业收入增长率(%)	-3.00	42.05	92.67	50.99	53.07	21.67	19.82
毛利率(%)	26.66	26.74	28.63	27.36	25.93	27.47	27.91
营业成本	240468.28	341231.50	640479.36	984162.54	1536062.47	1830247.91	2179784.80
营业税金及附加	2615.83	1914.44	2820.44	3231.49	6955.57	7570.13	9070.58
销售费用	28434.07	39990.26	69095.40	95940.29	118079.47	165364.02	198142.72
管理费用	20638.77	25020.43	36768.82	63791.50	88512.25	107915.76	129306.61
财务费用	3675.60	5047.35	6597.10	32053.68	49687.05	63084.39	75588.13
资产减值损失	0.00	1873.69	7042.86	9008.02	8801.92	8000.00	8000.00
投资净收益	-624.21	-241.57	1248.98	1036.19	665.66	900.00	900.00
营业利润	31713.75	50437.59	135801.15	165959.75	266207.68	342093.46	424532.39
营业外收入	160.44	529.85	5781.25	18239.33	6194.33	6000.00	6000.00
营业外支出	1233.36	2430.94	5149.98	5681.09	2443.27	4000.00	4000.00
利润总额	31362.75	48536.50	136432.42	178517.99	269958.73	344093.46	426532.39
所得税	417.32	151.48	3323.64	19144.94	40493.81	51614.02	63979.86
净利润	30945.43	48385.02	133108.78	159373.05	229464.92	292479.44	362552.53
少数股东损益	-102.44	142.28	-249.86	2435.04	3510.81	4474.94	5547.05
归属于母公司净利润	31047.87	48242.74	133358.64	156938.01	225954.11	288004.50	357005.48
每股收益（元）	0.19	0.29	0.80	0.94	1.35	1.72	2.13

资料来源：公司资料、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

舒灏：机械行业助理分析师

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。