

业绩增长超市场预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **预告 2009 年业绩大幅增长。**公司 2009 年归属母公司所有者净利润约 23.6 亿元—26.7 亿元，较上年增长 50%—70%。按期末股本计算约每股收益 1.40—1.59 元。高于我们和此前市场预期。业绩增长的主要原因是报告期内市场需求增加，主营产品协同效应显著，销售收入较去年同期有大幅度提升。
- **2010 年有望延续高增长。**目前混凝土机械销售形势好于 2008 年的历史高点，2010 年公司将进一步加强在中西部二级城市的混凝土机械的销售力量，将把营销队伍扩大到千人以上。2009 年公司起重机业务实现 20% 以上增长，但由于上半年销售结构中，小吨位产品占比在 40% 以上。整体毛利率受到影响下降。我们预计 2010 大吨位起重机产品增速将在 40% 以上。公司总体业务有望延续高增长。
- **Cifa 协同效应逐渐体现。**2009 年 4 月 cifa 在麓谷工业园布了生产线，今后将加大利用国内的产能以及劳动力优势。同时，Cifa 在西欧、北非等区域的优势渠道将显著提升中联业务的国际化；此外，还将加强公司和海外核心零部件供应商的合作关系。我们认为，公司 2010 年出口有望恢复至 2008 年的 70% 水平，Cifa 业务将盈利。
- **增发项目布局长远发展，提升企业盈利能力。**增发项目进展顺利，接近完成。主要投向 10 个项目以及补充流动资金。其中 4 个为现有项目：8 亿用于大吨位起重机，6 亿用于大中型挖掘机产业化，1 亿用于起重机车桥基地建设，5 亿用于散料输送设备；另有 2 亿用于建筑基础地下施工设备产业化，5.5 亿用于社会应急救援系统关键装备产业化、3 亿用于液压件升级，2 亿用于沥青混凝土再生设备等四个新项目、另外有 15 亿应用于全球租赁体系及再制造中心，其余用于数字化研发平台、补充流动资金等。增发方案涵盖了公司各主要产品，增发项目实现后，公司在整个工程机械行业的布局基本完成，产品链布局完整，综合实力突出。
- **维持公司买入评级。**综合考虑行业下游基建项目拉动在明年上半年的延续以及房地产开工的回暖，出口低基数背景下行业出口快速增长，我们维持行业看好评级。给予公司 20 倍 PE 的估值水平，对应未摊薄 2010 年预测每股收益的合理股价为 35.8 元，维持买入投资评级。

周凤武、张帆、安倩

机械分析师

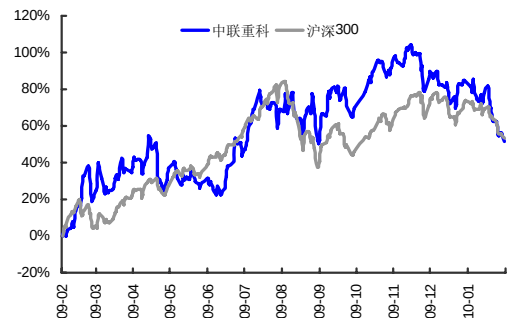
8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 2 月 1 日)	21.36 元
目标价格 (6 个月)	35.8 元
总股本/A 股 (万股)	167310
A 股市值 (百万元)	35737.4
国家/地区	中国
行业	专用机械制造业
报告日期	2010 年 2 月 2 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-17.88	-20.83	58.37
相对表现 (%)	-6.11	-16.33	11.87

资料来源：WIND 资讯

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	13548.8	20281.1	25739.3	31477.8
税前利润	1785.18	2547.71	3530.62	4683.72
净利润	1569.38	2182.11	2988.67	3917.93
EBITDA	2223.56	3344.28	4299.31	5393.61
每股收益 (元)	1.03	1.30	1.79	2.34
净资产收益率	29.83%	29.79%	29.97%	29.45%
每股经营现金 (元)	0.21	1.00	2.01	2.71
市盈率(X)	22.77	16.38	11.96	9.12
EV/EBITDA	9.92	11.81	8.56	6.14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	13548.78	20281.06	25739.28	31477.82	税后利润	1569.38	2182.11	2988.67	3917.93
营业成本	9841.63	15034.76	19042.26	23256.34	经常性现金支出	570.13	962.98	942.48	905.45
主营业务税金及	32.31	59.33	71.59	86.98	非经常性现金支出	24.15	44.74	56.42	61.47
销售费用	959.40	1318.27	1621.57	1888.67	营运资金变动	(1875.39)	(1544.25)	(665.45)	(416.32)
管理费用	637.92	912.65	1106.79	1259.11	少数股东损益	24.35	34.39	47.66	63.23
财务费用	320.54	402.77	347.57	270.26	经营活动现金净流	312.62	1679.97	3369.78	4531.76
营业利润	1756.99	2553.28	3549.50	4716.45	资本开支	1028.33	232.42	118.98	13.72
非经常性损益	28.19	(5.57)	(18.88)	(32.73)	其他投资	(5.94)	0.00	0.00	0.00
税前利润	1785.18	2547.71	3530.62	4683.72	投资活动现金净流	(5095.91)	(223.10)	(110.59)	(6.17)
所得税	191.45	331.20	494.29	702.56	贷款增加	4623.61	(306.51)	(275.86)	(248.27)
净利润	1593.73	2216.51	3036.33	3981.16	支付股利利息	(328.18)	(239.07)	(144.43)	(505.95)
少数股东损益	24.35	34.39	47.66	63.23	其他融资	4392.69	53.85	(408.18)	(322.93)
归属母公司净利	1569.38	2182.11	2988.67	3917.93	筹资活动现金净流	7099.74	(823.52)	(1342.87)	(1856.26)
EPS (元/股)	1.03	1.30	1.79	2.34	现金净流量	2316.45	633.35	1916.32	2669.33
					现金期初余额	1050.43	3366.88	4000.23	5916.55
					现金期末余额	3366.88	4000.23	5916.55	8585.88
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	3366.88	4000.23	5916.55	8585.88	增长能力				
应收账款票据	4254.20	6096.20	7503.64	8850.79	营收增长率(%)	50.99%	49.69%	26.91%	22.29%
存货	5171.15	7773.89	9624.77	11489.74	EBITDA 增长率(%)	40.85%	50.40%	28.56%	25.45%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	40.19%	42.29%	31.83%	27.96%
流动资产合计	14010.49	19524.37	24896.91	30962.93	净利润增长率(%)	19.73%	39.08%	36.99%	31.12%
长期投资	86.45	86.45	86.45	86.45	盈利能力				
固定资产	2185.04	2583.74	2553.68	2378.69	毛利率(%)	27.36%	25.87%	26.02%	26.12%
在建工程	821.67	382.17	238.22	123.82	净利率(%)	11.76%	10.93%	11.80%	12.65%
可供出售金融资	3.18	3.18	3.18	3.18	EBITDA 利润率(%)	16.41%	16.49%	16.70%	17.13%
非流动资产合计	9111.51	8856.13	8549.27	8141.24	ROA(%)	6.89%	7.81%	9.08%	10.18%
资产总计	23121.99	28380.50	33446.18	39104.17	ROE(%)	29.83%	29.79%	29.97%	29.45%
					ROIC(%)	14.02%	27.14%	30.54%	35.82%
循环借款	5346.03	5014.23	4499.83	3720.72	偿债能力				
应付账款	4689.80	7194.75	9280.92	11544.13	资产负债率(%)	76.89%	73.78%	69.71%	65.43%
预收账款	321.65	802.51	913.01	1098.02	流动比率(倍)	1.08	1.19	1.30	1.43
其他应付款	0.67	1.95	5.66	5.66	速动比率(倍)	0.65	0.66	0.74	0.84
流动负债合计	12990.51	16458.45	19109.00	21629.12	价值评估				
非流动负债合计	4787.95	4481.44	4205.58	3957.31	P/B(倍)	6.39	5.00	3.65	2.73
负债合计	17778.47	20939.90	23314.58	25586.43	P/E(倍)	22.77	16.38	11.96	9.12
股本	1521.00	1673.10	1673.10	1673.10	EV/收入(倍)	1.63	1.95	1.43	1.05
资本公积	10.70	447.12	1044.86	1828.44	EV/EBITDA(倍)	9.92	11.81	8.56	6.14
未分配利润	3054.45	4386.83	6283.00	8626.42	EV/EBIT(倍)	10.61	13.37	9.44	6.64
股东权益	5343.53	7440.61	10131.60	13517.74					
负债和股东权益	23121.99	28380.50	33446.18	39104.17					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn