



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 30 日

机械

研究部

吴慧敏

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209070098

wuhm@cicc.com.cn

王斌

联系人

wangbin@cicc.com.cn

推荐

中联重科(000157.CH)

业绩符合预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	8,974	13,549	20,762	28,433	35,290
(+/-)	94.0%	51.0%	53.2%	36.9%	24.1%
毛利	2,541	3,675	5,232	7,354	9,367
(+/-)	108%	45%	42%	41%	27%
归属于母公司股东净利润	1,334	1,569	2,372	3,251	4,135
(+/-)	177.3%	17.7%	51.2%	37.0%	27.2%
每股盈利(元)	0.68	0.80	1.20	1.65	2.10
(+/-)	177.3%	17.7%	51.2%	37.0%	27.2%
市盈率	30.0	25.5	16.9	12.3	9.7
市净率	11.0	7.9	5.4	4.1	3.1
净资产收益率	36.7%	30.9%	32.1%	33.4%	32.5%
现金分红收益率	0.2%	0.4%	1.2%	2.4%	3.1%
每股经营现金流(元)	0.2	0.2	0.7	1.4	1.6
股价/经营现金	87.0	128.0	30.0	14.9	13.0

股票信息

	A股
当前股价	人民币 20.30
股票代码	000157.CH
日成交量(百万股)	10.1
52周最高价/最低价	人民币 29.19/16.76
市值(百万元)	40,012
发行股数(百万股)	1,673
其中:流通股(百万股)	822
主要股东(持股比例)	湖南省国资委(21.21%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000157.CH	-4.29%	-14.27%	-8.02%	-21.95%
深指A指	-6.05%	-6.35%	1.04%	-5.78%
机械行业指数	-5.51%	-4.92%	2.46%	-6.71%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

09 年业绩符合预期, 1Q10 增速强劲:

中联重科 2009 年实现营业收入 207.6 亿元, 同比增长 53.2%, 归属母公司净利润 23.7 亿元, 同比增长 51.2%, 对应每股收益 1.20 元。

2010 年第一季度, 公司实现营业收入 59.0 亿元, 同比增长 67.7%, 净利润 7.3 亿, 同比增长 144.3%, 对应每股收益 0.37 元, 占我们全年盈利预测的 22.5%。

正面:

- **需求旺盛拉动产品销售额高增长:** 公司混凝土机械、起重机械、环卫机械 2009 年销售额分别同比增长 52.8%、33.0%和 41.2%; 特别地, 2010 年一季度, 公司混凝土机械同比销售增长更是超过 200%。
- **融资租赁业务发展迅猛:** 2009 年公司融资租赁销售收入同比增长 265.7%, 融资租赁销售占总销售额比重超过 35%, 对公司毛利贡献达到 6%以上。
- **管理效率持续改善:** 受益于规模效应带来的管理效率的提升及需求旺盛摊薄营销成本, 公司营业费用、管理费用率分别同比下降 1.1 和 0.7 个百分点;

负面:

- **2009 年毛利率同比下滑, 1Q10 略有复苏:** 2009 年公司毛利率为 25.2%, 同比下滑 1.9 个百分点; 1Q10 毛利率恢复到 25.8%, 同比提升 1 个百分点, 环比提升 0.6 个百分点, 但尚未恢复到 2008 年水平;

盈利预测

我们维持盈利预测不变, 即 2010、2011 年净利润分别达到 32.5 亿和 41.4 亿元, 分别同比增长 37.0%和 27.2%, 对应每股收益 1.65 和 2.10 元;

估值和投资建议

当前股价下, 公司对应 2010、2011 年 PE 估值水平分别为 12.3 和 9.7 倍, 估值较低, 我们看好公司作为行业龙头的长期增长潜力及海外市场复苏给公司带来的业绩增长弹性, 维持“推荐”的投资评级。投资风险则可能来自于房地产调控对下半年需求影响的不确定性及海外市场复苏对 CIFA 的影响。

2009 年业绩符合预期，2010 年一季度增速强劲

中联重科 2009 年实现营业收入 207.6 亿元，同比增长 53.2%，归属母公司净利润 23.7 亿元，同比增长 51.2%，对应每股收益 1.20 元，符合预期。

2010 年第一季度，公司实现营业收入 59.0 亿元，同比增长 67.7%，归属母公司净利润 7.3 亿元，同比增长 144.3%，对应每股收益 0.37 元。

旺盛需求带来销售收入高增长

公司 2009 年收入 207.6 亿元，同比增长 53.2%，其中：

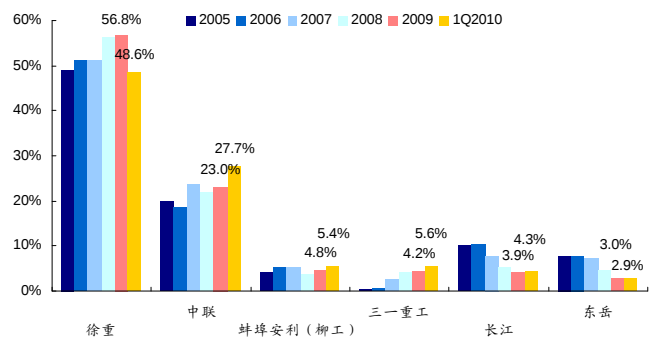
- 混凝土机械收入同比增长 52.8%**：受益于 2009 年四万亿刺激政策带来基建的高增长，公司混凝土机械 2009 年销量快速增长；特别地，公司混凝土机械公司 2010 年一季度销售收入同比增长更是超过 200%，其中，泵车销售额同比增长 280%，搅拌站销售额同比增长 160%，搅拌车销售额同比增长 216%；
- 起重机械同比增长 33.0%**：2009 年公司分别销售 6,286 台汽车式起重机、550 台随车式起重机和 275 台履带式起重机、在各产品市场分额分别上升到 23.0%、11.6%和 23.2%。2010 年一季度工程起重机销售同比增长更是达到 70%以上；
- 国际收入占比贡献下降**：分地区看，国内实现收入 181.5 亿元，同比增长 68.3%；出口收入 26.2 亿元，同比下滑 5.5%，出口收入贡献下降至 12.6%。特别地，公司收购的 CIFA2009 年收入逐步恢复，但综合盈利贡献仍然相对较低。

图表 1：公司分板块收入占比及增长(2008&2009)

分板块收入（百万元）	2008	占比	2009	占比	YoY growth
混凝土机械	4,682	34.6%	7,157	34.5%	52.8%
起重机械	6,237	46.0%	8,298	40.0%	33.0%
路面机械	610	4.5%	787	3.8%	29.1%
租赁	130	1.0%	474	2.3%	265.7%
环卫机械	871	6.4%	1,230	5.9%	41.2%
专用车辆产品	107	0.8%	241	1.2%	126.3%
土方机械产品	116	0.9%	445	2.1%	283.0%
车桥产品	459	3.4%	1,086	5.2%	136.3%
物料输送设备	261	1.9%	873	4.2%	233.9%
其他	68	0.5%	172	0.8%	154.4%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：汽车起重机市场份额分布



资料来源：中国工程机械工业协会，中金公司研究部

图表 3：公司分地区主营业务收入及增速

分板块收入（百万元）	2008	占比	2009	占比	YoY growth
境内	10,781	79.6%	18,147	87.4%	68.3%
境外	2,768	20.4%	2,615	12.6%	-5.5%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

毛利率逐步改善

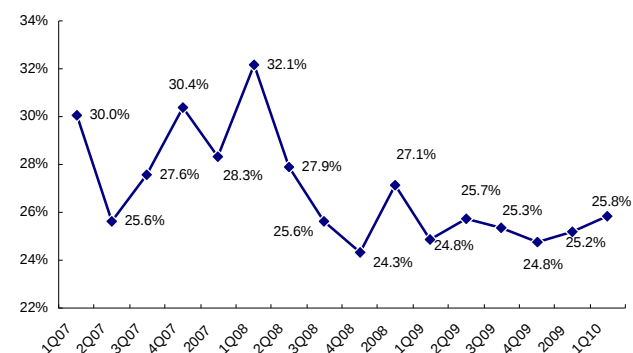
2009 年公司毛利率达到 25.2%，同比下降 1.9 个百分点，

其中：

- 混凝土机械毛利率提升 0.9 个百分点**：来源于原材料价格低位下，销量高增长带来的规模效应；
- 起重机械毛利率同比下降 2.6 个百分点**：主要源于公司工程起重机产品结构的变化；

特别地，2010 年一季度综合毛利率为 25.8%，同比提升 1 个百分点，环比提升 0.6 个百分点，主要原因在于，相比于 09 年四季度，2010 年一季度高毛利率的混凝土机械增速较高；

图表 4：分季度毛利率水平变化趋势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表5：分板块毛利率水平（2008&2009）

分板块毛利（百万元）	2008	2009	YoY growth
混凝土机械	1,292	2,042	58.0%
起重机械	1,638	1,963	19.8%
路面机械	235	260	10.6%
租赁	121	309	154.9%
环卫机械	271	406	49.8%
专用车辆产品	19	42	120.5%
土方机械产品	5	72	1277.1%
车桥产品	46	104	127.7%
物料输送设备	64	86	35.6%
其他	16	42	161.6%
分板块毛利率	2008	2009	变动
混凝土机械	27.6%	28.5%	0.9%
起重机械	26.3%	23.7%	-2.6%
路面机械	38.5%	33.0%	-5.5%
租赁	93.5%	65.2%	-28.3%
环卫机械	31.1%	33.0%	1.9%
专用车辆产品	18.0%	17.5%	-0.5%
土方机械产品	4.5%	16.2%	11.7%
车桥产品	9.9%	9.5%	-0.4%
物料输送设备	24.3%	9.9%	-14.5%
其他	23.7%	24.4%	0.7%

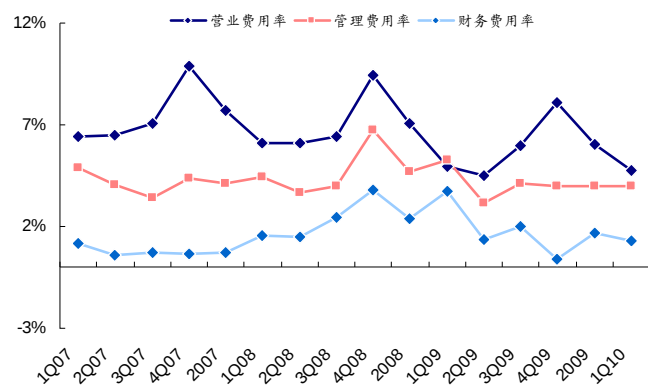
资料来源：公司资料，中金公司研究部

三项费用率明显改善

2009 年公司营业费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.0%、4.0%和 1.7%，同比下降 1.1、0.7 和 0.7 个百分点，主要受益于：1）市场需求旺盛，摊薄公司整体广告宣传费用；2）规模效应下管理效率的提升；

2010 年一季度公司的三项费用率进一步下降至 4.8%、4.0%和 1.3%，财务费用率的下降主要来源于 2010 年一季度公司成功完成非公开增发降低整体债务融资成本。

图表6：分季度三项费用率逐步下降



资料来源：公司资料，中金公司研究部

利润分配方案

公司以 2010 年 4 月 16 日总股本 19.7 亿股为基数，向全体股东实行每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税），公司现金分红占归属于母公司所有者净利润的比例达到 20.8%。

图表7：公司历年现金分红方案

（百万元）	现金分红数额（含税）	净利润	现金分红占净利润比例
2006	20	482	4.2%
2007	76	1,334	5.7%
2008	152	1,569	9.7%
2009	493	2,372	20.8%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

盈利预测

我们仍维持盈利预测，即公司 2010、2011 年净利润分别达到 32.5 亿和 41.4 亿元，分别同比增长 37.0%和 27.2%，对应每股收益 1.65 和 2.10 元；

估值和投资建议

当前股价下，公司对应 2010、2011 年 PE 估值水平分别为 12.3 和 9.7 倍，估值相对较低。我们认为，短期内，市场担心房地产调控对工程机械板块下半年需求的影响，股价很难大幅上涨；但我们仍看好公司作为行业龙头公司的长期增长前景及海外市场复苏给公司带来的业绩增长弹性，仍维持“推荐”的投资评级。

投资风险

房地产调控影响公司下半年核心产品的需求及经济复苏，原材料价格大幅上涨给公司毛利率带来的压力；

图表 8：分季度财务数据及分析

(人民币百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q10	业绩简评
营业收入	2,537	3,680	3,686	3,647	13,549	3,517	5,750	5,552	5,943	20,762	5,899	一季度市场需求旺盛，混凝土机械及起重机械均实现较高幅度增长。
(YoY growth)	95.6%	59.5%	43.5%	30.3%	51.0%	38.7%	56.3%	50.6%	63.0%	53.2%	67.7%	
(QoQ growth)	-9.4%	45.1%	0.2%	-1.1%		-3.6%	63.5%	-3.4%	7.0%		-0.8%	
营业成本	-1,717	-2,646	-2,733	-2,745	-9,842	-2,632	-4,245	-4,118	-4,427	-15,422	-4,346	
毛利	815	1,027	945	887	3,675	874	1,481	1,406	1,471	5,232	1,524	
(YoY growth)	109.3%	73.7%	33.3%	4.3%	44.6%	7.2%	44.2%	48.8%	65.8%	42.4%	74.4%	
(QoQ growth)	-4.2%	26.0%	-8.0%	-6.1%		-1.6%	69.5%	-5.0%	4.6%		3.6%	
销售费用	-155	-225	-236	-344	-959	-175	-260	-333	-482	-1,250	-282	
管理费用	-112	-135	-146	-245	-638	-186	-183	-227	-238	-834	-234	
财务费用	-39	-54	-90	-137	-321	-132	-78	-112	-22	-344	-76	
营业利润	469	581	452	157	1,660	354	915	702	758	2,730	885	受益于较低的钢材价格，公司毛利率同比出现上涨。
(YoY growth)	120.0%	93.8%	12.8%	-64.5%	22.2%	-24.5%	57.6%	55.3%	381.4%	64.5%	149.8%	
(QoQ growth)	5.7%	23.7%	-22.1%	-65.2%		125.1%	158.2%	-23.3%	8.0%		16.8%	
利润总额	464	615	454	253	1,785	373	924	725	806	2,827	909	
归属于母公司所有者净利润	366	537	490	177	1,569	301	784	595	692	2,372	735	
(YoY growth)	72.8%	76.4%	25.4%	-58.5%	17.7%	-17.7%	46.1%	21.4%	290.5%	51.2%	144.2%	
(QoQ growth)	-14.4%	46.8%	-8.7%	-63.8%		69.7%	160.8%	-24.1%	16.4%		6.1%	
摊薄每股收益(元)	0.19	0.27	0.25	0.09	0.80	0.15	0.40	0.30	0.35	1.20	0.37	
毛利率	32.1%	27.9%	25.6%	24.3%	27.1%	24.8%	25.7%	25.3%	24.8%	25.2%	25.8%	
销售费用率	6.1%	6.1%	6.4%	9.4%	7.1%	5.0%	4.5%	6.0%	8.1%	6.0%	4.8%	
管理费用率	4.4%	3.7%	4.0%	6.7%	4.7%	5.3%	3.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	
营业利润率	18.5%	15.8%	12.3%	4.3%	12.2%	10.1%	15.9%	12.6%	12.8%	13.1%	15.0%	
净利率	14.4%	14.6%	13.3%	4.9%	11.6%	8.6%	13.6%	10.7%	11.6%	11.4%	12.5%	
营业收入占全年比重	18.7%	27.2%	27.2%	26.9%	100.0%	16.9%	27.7%	26.7%	28.6%	100.0%	n.a.	
母公司所有者净利润占全年比重	23.3%	34.2%	31.2%	11.3%	100.0%	12.7%	33.1%	25.1%	29.2%	100.0%	n.a.	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表9：历史和预测的财务指标

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	8,974	13,549	20,762	28,433	35,290
营业成本	-6,405	-9,842	-15,422	-20,936	-25,746
营业税金及附加	-28	-32	-108	-142	-176
销售费用	-691	-959	-1,250	-1,848	-2,470
管理费用	-368	-638	-834	-1,166	-1,482
财务费用	-66	-321	-344	-487	-540
资产减值准备	-70	-90	-79	-86	-95
公允价值变动收益	0	-18	5	5	30
投资收益	12	10	0	10	15
营业利润	1,358	1,660	2,730	3,782	4,825
营业外收入	58	182	131	144	158
营业外支出	-51	-57	-33	-36	-40
利润总额	1,364	1,785	2,827	3,890	4,943
所得税	-33	-191	-409	-583	-741
少数股东权益	2	-24	-46	-56	-67
归属于母公司所有者净利润	1,334	1,569	2,372	3,251	4,135
现金流量表					
经营活动现金流净额	460	313	1,333	2,689	3,070
投资活动现金流净额	-487	-5,096	-1,057	-2,397	-1,878
融资活动现金流净额	88	7,104	-177	-484	-995
资产负债表					
货币资金	1,050	3,367	4,428	4,234	4,437
应收款项	1,680	3,691	5,074	6,770	8,402
预付帐款	495	404	578	853	1,059
存货	2,632	5,171	6,272	9,970	13,551
流动资产合计	6,332	14,010	20,476	26,411	32,444
长期股权投资	92	86	79	95	114
固定资产	1,071	2,185	3,144	4,212	5,049
在建工程	312	822	540	907	962
无形资产	393	2,300	2,339	2,437	2,430
非流动资产合计	2,201	9,112	13,529	15,472	16,795
资产总计	8,532	23,122	34,006	41,883	49,239
短期借款	847	5,134	8,553	8,753	9,053
应付款项	1,583	3,151	4,369	6,281	7,724
预收帐款	419	322	395	569	706
流动负债合计	4,445	12,991	19,434	24,249	28,077
长期借款	324	3,065	4,530	5,030	5,330
长期负债合计	337	4,788	6,888	7,545	8,023
负债总计	4,781	17,778	26,323	31,794	36,099
归属于母公司所有者权益合计	3,629	5,082	7,390	9,740	12,724
少数股东权益	122	261	293	349	416
负债和权益	8,532	23,122	34,006	41,883	49,239

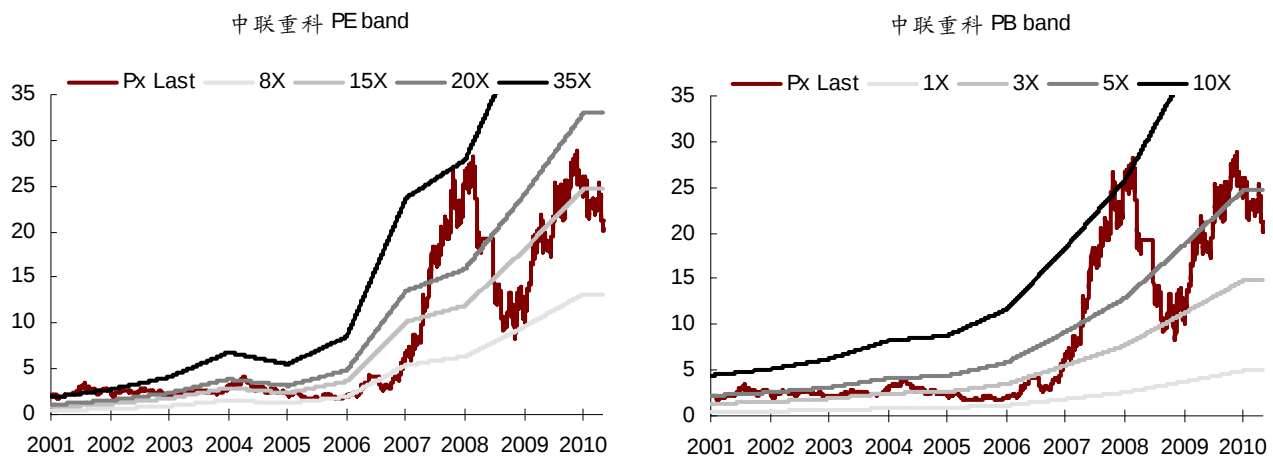
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 10：可比公司估值表

公司名称	Ticker	Price 10-4-29	EPS			P/E ratio			P/B ratio		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工程机械											
三一重工	600031 CH Equity	28.25	1.22	2.20	2.80	23.1	12.8	10.1	6.0	4.4	3.4
中联重科	000157 CH Equity	20.30	1.20	1.65	2.10	16.9	12.3	9.7	5.4	4.1	3.1
厦工股份*	600815 CH Equity	8.72	0.19	0.38	0.54	45.0	23.0	16.1	3.3	2.9	2.6
山推股份*	000680 CH Equity	12.04	0.58	0.75	0.90	20.9	16.1	13.4	2.8	2.4	2.1
山河智能	002097 CH Equity	22.78	0.39	0.60	0.74	59.2	37.9	30.8	4.8	4.3	3.8
徐工机械*	000425 CH Equity	36.58	2.01	2.45	2.96	18.2	15.0	12.4	7.3	4.1	3.1
柳工	000528 CH Equity	20.43	1.33	1.60	1.93	15.3	12.8	10.6	3.2	2.7	2.2
安徽合力	600761 CH Equity	13.59	0.31	0.61	0.83	43.5	22.3	16.4	2.3	2.1	1.8
中国龙工*	3339 HK Equity	5.72	0.33	0.43	0.51	17.3	13.4	11.3	2.5	2.2	1.9
平均值						28.8	18.4	14.5	4.2	3.2	2.7
中值						20.9	15.0	12.4	3.3	2.9	2.6
船舶制造											
中国船舶	600150 CH Equity	64.34	3.77	4.17	4.19	17.0	15.4	15.4	3.1	2.6	2.2
中国重工	601989 CH Equity	6.50	0.22	0.27	0.32	29.1	24.5	20.6	2.1	2.0	1.9
广船国际	600685 CH Equity	21.56	1.04	1.06	1.07	20.7	20.3	20.2	3.4	2.9	2.5
广船国际-H	317 HK Equity	13.90	1.18	1.24	1.30	11.8	11.2	10.7	1.9	1.6	1.3
平均值						19.7	17.9	16.7	2.6	2.3	2.0
中值						18.9	17.8	17.8	2.6	2.3	2.0
其他											
中集集团	000039 CH Equity	12.74	0.36	0.42	0.74	35.4	30.6	17.2	2.4	2.2	2.1
中集集团-B	200039 CH Equity	9.78	0.41	0.48	0.90	23.9	20.2	10.8	1.6	1.5	1.3
振华重工	600320 CH Equity	7.46	0.19	0.15	0.31	39.0	51.2	24.4	2.1	2.0	1.9
振华重工-B	900947 CH Equity	0.62	0.03	0.02	0.05	22.2	28.2	13.0	1.2	1.1	1.0
中国南车	601766 CH Equity	5.36	0.14	0.21	0.29	38.3	25.5	18.5	3.6	3.3	2.9
中国南车-H	1766 HK Equity	5.81	0.16	0.24	0.35	36.5	23.8	16.4	3.5	3.1	2.6
中国北车	601299 CH Equity	5.33	0.16	0.24	0.37	33.9	22.4	14.4	2.1	2.0	1.8
平均值						32.7	28.9	16.4	2.4	2.2	2.0
中值						35.4	25.5	16.4	2.1	2.0	1.9

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部；注：*表示盈利预测为市场一致预期

图表 11：中联重科 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。