

2010 年 8 月 23 日

中联重科

行业龙头，业绩优良

A
买入

000157.SZ - 人民币 24.36

目标价格: 人民币 33.20 (▲30.50)

胡文洲, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(6)	10	28	8
相对新华富时 A50 指数(%)	17	8	25	24

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,971
流通股(%)	42
流通股市值(人民币百万)	37,727
3 个月日均交易额(人民币百万)	654
净负债比率 (2010E) (%)	31
主要股东(%)	
湖南省国资委	21

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

中联重科 2010 年上半年实现净利润至 22.02 亿人民币, 同比上升 94%。2010 年下半年, 预计公司仍将保持平稳增长的趋势。长远而言, 我们认为我国城镇化快速发展还将持续相当长时间, 公司中长期前景看好。我们将目标价由上调至 33.20 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年汽车起重机销售收入同比增长 61%至 59.1 亿人民币, 同时毛利率由去年同期的 23.9% 上升至 27.6%, 主要归功于销量增长和产品结构改善;
- 上半年混凝土机械销售收入同比增长 99%至 70.37 亿人民币, 毛利率由去年同期的 27.9% 上升至 31%;
- 上半年公司科研项目进展顺利, 陆续推出了一系列重大标志性新产品及新技术。

评级面临的主要风险

- 固定资产投资低于预期。

估值

- 由于公司上半年业绩好于预期, 我们将中联重科 2010 年盈利预测上调 19%。目前该股 11 年市盈率为 9.5 倍, 我们认为估值便宜。我们将目标价由 30.50 元人民币上调至 33.20 元人民币, 相当于 13 倍 11 年市盈率, 我们对该股维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	13,516	20,654	29,887	37,656	44,942
变动 (%)	51	53	45	26	19
净利润 (人民币 百万)	1,569	2,372	3,995	5,032	6,008
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.938	1.418	2.027	2.553	3.048
变动 (%)	17.7	51.2	42.9	25.9	19.4
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	1.697	2.160	2.602
调整幅度 (%)	-	-	19.4	18.2	17.1
市盈率(倍)	26.0	17.2	12.0	9.5	8.0
每股现金流量 (人民币)	0.19	0.80	0.98	2.01	2.69
价格/每股现金流量 (倍)	130.4	30.6	24.9	12.1	9.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	20.7	15.5	10.2	8.0	6.4
每股股息 (人民币)	0.100	0.250	0.357	0.450	0.537
股息率 (%)	0.4	1.0	1.5	1.8	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年上半年净利润同比增长 94%

中联重科 2010 年上半年实现净利润至 22.02 亿人民币，同比上升 94%。我们认为，政府 4 万亿经济刺激计划效果全面显现。同时，出口形势也有所好转。公司上半年净销售收入同比上升 74%至 160.1 亿人民币。其中，上半年公司汽车起重机销售收入同比增长 61%至 59.1 亿人民币，同时毛利率由去年同期的 23.9%上升至 27.6%，主要归功于销量增长和产品结构改善；上半年公司混凝土机械销售收入同比增长 99%至 70.37 亿人民币，毛利率由去年同期的 27.9%上升至 31%。

研发实力不断提升

2010 年上半年，公司科研项目进展顺利，牵头承担的国家 863 科研项目顺利通过科技部中期检查。陆续推出了一系列重大标志性新产品及新技术，如全新 38 米五节臂混凝土泵车、六节臂长臂架泵车、专用底盘泵车，配备专用底盘的 12 方混凝土搅拌车、干混砂浆运输车，推出了第三代 V 系列汽车起重机、全新一代 HG29A 混凝土布料机、TCT5510-6G 塔式起重机、RT55 越野轮胎吊，以及国内首台分类压缩式垃圾车等产品。在关键零部件方面，新款搅拌主机、新款多路阀、新型力矩限制器等试制成功。

2010 年下半年销量增幅可能放缓

我们估计公司 7-8 月主要产品仍将保持产销两旺的态势。2010 年下半年，工程机械行业预计仍将保持平稳增长的趋势。我们相信国家将继续采取有保有压的调控政策，高铁、核电等基础性建设项目的推进，会在一定程度上保证对工程机械的需求。虽然国家宏观紧缩政策可能会导致下半年工程机械产品销量增幅放缓，但估计影响程度不会太大。总体而言，我们估计中联重科 2010 年净销售收入和净利润将同比上升 45% 和 68%。

中长期前景看好

我们认为我国城镇化快速发展还将持续相当长时间，公司中长期前景看好。在我国目前的发展阶段，投资需求还有很大空间。我们相信未来几年大规模高速铁路建设以及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。基于我国现有的基础设施水平，大规模的铁路、公路、港口、机场建设热潮预计将至少持续 5 年左右的时间。在这段时间内，对高端的大型工程机械的需求将是主流。同时，保障性住房建设的全面推进和出口复苏将为行业发展提供新动力。从中长期来看，我国工程机械行业仍然具有相当大的增长空间。

H 股发行

中联重科近日公告将发行 H 股股票（不超过发行后公司总股本的 15%）。募集资金将用于：1、拓展公司的国际化业务，建设和完善公司的境内外营销网络及服务体系和支持体系；2、进行产业升级和核心零部件配套能力建设；3、建设公司研发能力及开展新技术研究，建设公司的数字化服务和供应链协同管理平台；4、补充公司流动资金、改善公司资本结构，及其他一般商业用途等。另外，公司将以 2010 年 6 月 30 日审计结果为基础，向全体股东每 10 股送红股 15 股，每 10 股送现金 1.7 元。

估值

由于公司上半年业绩好于预期，我们将中联重科 2010 年盈利预测上调 19%。目前该股 11 年市盈率为 9.5 倍，我们认为估值便宜。我们将目标价由 30.50 元人民币上调至 33.20 元人民币，相当于 13 倍 11 年市盈率，我们对该股维持**买入**评级。

图表 2. 10 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动(%)
销售收入	9,192	16,010	74
销售成本	(6,850)	(11,438)	67
毛利	2,341	4,572	95
其他净收益/(费用)	28	31	14
销售费用	(439)	(985)	125
管理费用	(437)	(875)	100
经营利润	1,493	2,743	84
净利息收益/(费用)	(200)	(191)	(5)
投资收益	(3)	6	
税前利润	1,290	2,559	98
税金	(189)	(395)	109
少数股东权益	35	39	13
净利润	1,136	2,202	94
利润率 (%)			
毛利率	25.5	28.6	
经营利润率	16.2	17.1	
净利率	12.4	13.8	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	13,516	20,654	29,887	37,656	44,942
销售成本	(9,842)	(15,422)	(21,767)	(27,506)	(32,943)
经营费用	(1,541)	(1,962)	(2,873)	(3,549)	(4,085)
息税折旧前利润	2,134	3,270	5,247	6,601	7,915
折旧及摊销	(146)	(201)	(225)	(254)	(287)
经营利润 (息税前利润)	1,988	3,069	5,022	6,347	7,628
净利息收入/(费用)	(325)	(352)	(318)	(272)	(226)
其他收益/(损失)	122	110	96	90	85
税前利润	1,785	2,827	4,799	6,164	7,487
所得税	(191)	(409)	(864)	(1,171)	(1,497)
少数股东权益	(24)	(46)	60	39	19
净利润	1,569	2,372	3,995	5,032	6,008
核心净利润	1,569	2,372	3,995	5,032	6,008
每股收益(人民币)	0.938	1.418	2.027	2.553	3.048
核心每股收益(人民币)	0.938	1.418	2.027	2.553	3.048
每股股息(人民币)	0.100	0.250	0.357	0.450	0.537
收入增长(%)	51	53	45	26	19
息税前利润增长(%)	41	54	64	26	20
息税折旧前利润增长(%)	41	53	60	26	20
每股收益增长(%)	18	51	43	26	19
核心每股收益增长(%)	18	51	43	26	19

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,785	2,827	4,799	6,164	7,487
折旧与摊销	146	201	225	254	287
净利息费用	325	352	318	272	226
运营资本变动	(1,755)	(1,626)	(2,542)	(1,545)	(1,191)
税金	(191)	(409)	(864)	(1,171)	(1,497)
其他经营现金流	3	(13)	(6)	(7)	(9)
经营活动产生的现金流	312	1,333	1,931	3,967	5,302
购买固定资产净值	(1,028)	(1,019)	(2,090)	(2,257)	(2,302)
投资减少/增加	(4,068)	(38)	(100)	(100)	(100)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,096)	(1,057)	(2,190)	(2,357)	(2,402)
净增权益	0	0	5,479	0	0
净增债务	9,229	3,786	(2,163)	(1,784)	(1,477)
支付股息	(76)	(152)	(418)	(704)	(887)
其他融资现金流	(2,053)	(2,848)	(318)	(272)	(226)
融资活动产生的现金流	7,100	785	2,580	(2,760)	(2,590)
现金变动	2,316	1,061	2,321	(1,151)	310
期初现金	1,050	3,367	4,428	6,749	5,598
公司自由现金流	(4,755)	310	(217)	1,645	2,937
权益自由现金流	4,125	3,717	(2,740)	(446)	1,197

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3,367	4,428	6,749	5,598	5,908
应收帐款	3,998	5,565	7,247	8,400	9,224
库存	5,171	6,272	7,967	9,060	9,766
其他流动资产	1,474	4,213	6,407	7,848	9,093
流动资产总计	14,010	20,476	28,369	30,907	33,991
固定资产	3,007	3,684	4,750	5,889	7,023
无形资产	2,160	2,213	2,213	2,213	2,213
其他长期资产	3,945	7,633	8,992	10,330	11,691
长期资产总计	9,112	13,529	15,955	18,432	20,926
总资产	23,122	34,006	44,324	49,339	54,918
应付帐款	4,690	8,212	11,011	13,218	15,040
短期债务	6,246	8,565	6,852	5,482	4,385
其他流动负债	2,055	2,657	3,188	3,424	3,486
流动负债总计	12,991	19,434	21,051	22,124	22,911
长期借款	4,154	5,620	5,171	4,757	4,377
其他长期负债	634	1,268	1,331	1,398	1,468
股本	1,521	1,673	1,971	1,971	1,971
储备	3,561	5,717	14,567	18,894	24,016
股东权益	5,082	7,390	16,538	20,865	25,987
少数股东权益	261	293	233	195	176
总负债及权益	23,122	34,006	44,324	49,339	54,918
每股帐面价值(人民币)	3.34	4.42	8.39	10.59	13.18
每股有形资产(人民币)	1.92	3.09	7.27	9.46	12.06
每股净负债/(现金) (人民币)	4.62	5.83	2.68	2.35	1.45

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	15.8	15.8	17.6	17.5	17.6
息税前利润率	14.7	14.9	16.8	16.9	17.0
税前利润率	13.2	13.7	16.1	16.4	16.7
净利率	11.6	11.5	13.4	13.4	13.4
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率	5.6	7.9	13.9	20.7	29.0
净权益负债率(%)	131.6	127.0	31.4	22.0	10.9
速动比率	0.7	0.7	1.0	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	26.0	17.2	12.0	9.5	8.0
核心业务市盈率	26.0	17.2	12.0	9.5	8.0
目标价对应核心业务市盈率	40.8	27.0	18.9	15.0	12.6
市净率	7.3	5.5	2.9	2.3	1.8
价格/现金流	130.4	30.6	24.9	12.1	9.1
企业价值/息税折旧前利润	20.7	15.5	10.2	8.0	6.4
周转率					
存货周转天数	144.7	135.4	119.4	113.0	104.3
应收帐款周转天数	79.2	84.5	78.2	75.8	71.6
应付帐款周转天数	93.0	114.0	117.4	117.4	114.7
回报率(%)					
股息支付率	9.7	17.6	17.6	17.6	17.6
净资产收益率	36.0	38.0	33.4	26.9	25.6
资产收益率	11.2	9.2	10.5	11.0	11.7
已运用资本收益率	19.5	16.5	20.0	21.2	23.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 8 月 19 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371