

中联重科调研简报

中联重科
000157

事件

我们于 2011 年 4 月 7 日对中联重科进行了调研，听取了公司副总裁兼财务负责人洪晓明女士、董事会秘书申柯先生和证券事务代表郭恂先生的介绍。我们认为，公司业绩持续超预期，未来发展前景依旧看好。

评述

混凝土机械行业 2011 年增速将在 30% 以上：2010 年混凝土机械的增速高达 70%，2011 年增速将回落，但受益于基建和保障房建设的拉动，行业增速有望达到 30%。混凝土机械的下游 60%—70% 与建筑相关，2010 年有 10—12% 为保障房，20% 为厂房建设，余下的为商品房，2011 年混凝土机械下游中保障房占比有望从 10%—12% 上升到 20%。

公司战略清晰：公司发展战略为加强自己的强项，同其他公司差异化竞争。公司的战略重点为传统强项混凝土机械、工程起重机、其他公司的弱项塔式起重机和环卫机械等。对于目前市场竞争激烈的挖掘机，公司的观点是国内挖掘机产能 40 万台、销量今年会达到 20 万台，行业面临产能供需矛盾、上游关键技术和恶性竞争等问题，公司属于“蓄势”态度，做好技术储备，着眼于未来增长。

公司业绩持续超预期：公司 2009 年报预计 2010 年收入 270 亿，实际 321.92 亿，净利润预计 30 亿，实际 46.33 亿。公司一季度收入同样超预期，净利润 17—20 亿元，同比增长 130%—170%。一季度增长较快的品种有塔式起重机、挖掘机和混凝土机械，其中塔式起重机增幅达到 200%，且订单执行率不到一半。

公司各项收入有望保持高速增长：公司混凝土机械收入增速有望在行业增速二倍以上，混凝土机械主要包括泵送机和搅拌机两类，泵送机中联和三一市场总占有率达到了 90%，而搅拌机占有率两公司合计 15%（其中中联运 7%），占比相对较少也是未来发展重点，预计 2011 年公司搅拌机收入增速将超过 100%。其他产品我们预计塔式起重机和环卫机械增速在 150% 以上，土方机械增速在 200% 以上。

11 年融资租赁销售占比将稳定甚至小幅下降：2010 年公司的销售方式包括四种：其中全款销售占 33%，分期付款占 16%，按揭占 20%，融资租赁占 31%。2011 年公司将引入第三方融资，融资租赁比例将平稳甚至有所下降，降低销售信用风险。

增持

首次

分析师：牛纪刚

投资咨询执业证书编号：

S0630511010007

021-50586660-8636

njg@longone.com.cn

机械行业 高级分析师

联系人：赵语涛

021-50586660-8637

zhaoyt@longone.com.cn

机械行业

日期

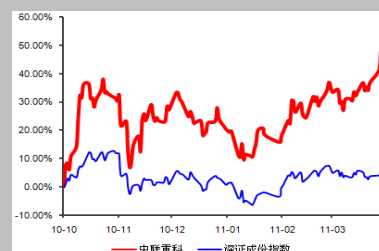
分析：2011 年 4 月 11 日

调研：2011 年 4 月 7 日

价格

当前市价：16.98 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.80	1.27	1.57	1.83
PE	21.1	13.4	10.8	9.3
PB	3.6	2.8	2.2	1.8

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

投资建议： 预计公司 2011—2013 年的每股收益预计为 1.27 元、1.57 元、1.83 元，对应的动态市盈率分别为 13.4 倍、10.8 倍、9.3 倍，考虑到行业的整体状况及公司的未来盈利状况，给予增持评级。

风险提示： 行业恶性竞争风险、保障房建设低于预期风险。

盈利预测及数据	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	32,193	48,289	57,947	66,639
增长率	55.1%	50.0%	20.0%	15.0%
营业利润(百万元)	5,373.9	8,591.7	10,667.5	12,423.0
增长率	96.9%	59.9%	24.2%	16.5%
净利润(百万元)	4666	7352	9100	10581
增长率	90.7%	57.6%	23.8%	16.3%
每股净资产(元)	4.73	6.00	7.57	9.39
每股收益(元)	0.80	1.27	1.57	1.83
市盈率(P/E)	21.1	13.4	10.8	9.3
市净率(P/B)	3.6	2.8	2.2	1.8

公司财务预测

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	4428	20520	19638	30222	43159	营业收入	20762	32193	48289	57947	66639
应收款项	5916	8102	13691	15841	17961	增长率	53.2%	55.1%	50.0%	20.0%	15.0%
存货净额	6272	8678	14674	16445	18946	营业成本	15422	22424	33802	40563	46647
其他流动资产	578	670	1263	1445	1597	营业成本/营业收入	74.3%	69.7%	70.0%	70.0%	70.0%
流动资产合计	20476	44366	52764	68346	86425	营业税金及附加	108	177	173	216	278
固定资产	3684	4135	5157	5724	6171	销售费用	1250	2146	3187	3767	4265
无形资产及其他	2339	2375	2296	2217	2138	销售费用/营业收入	6.02%	6.67%	6.60%	6.50%	6.40%
投资性房地产	7336	12024	12024	12024	12024	管理费用	834	1339	2028	2405	2732
长期股权投资	79	94	95	98	105	管理费用/营业收入	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%
资产总计	33915	62995	72336	88409	106862	财务费用	344	432	358	152	85
短期借款及交易性金融负债	8565	5994	0	0	0	投资收益	(0)	15	8	8	10
应付款项	8212	12327	17339	21357	24539	资产减值及公允价值变动	(84)	(316)	(157)	(185)	(219)
其他流动负债	2657	7660	9059	10489	13358	其他收入	10	0	(0)	(0)	0
流动负债合计	19434	25981	26398	31846	37897	营业利润	2730	5374	8592	10667	12423
长期借款及应付债券	4530	4813	4813	4813	4813	营业外净收支	98	42	88	76	69
其他长期负债	2358	4727	6298	7824	9645	利润总额	2827	5416	8680	10744	12492
长期负债合计	6888	9540	11111	12636	14458	增长率	58.4%	91.6%	60.3%	23.8%	16.3%
负债合计	26323	35521	37510	44483	52355	所得税费用	409	828	1328	1644	1911
少数股东权益	124	59	30	36	40	少数股东损益	(28)	0	0	0	0
股东权益	7468	27415	34767	43867	54448	归属于母公司净利润	2446	4666	7352	9100	10581
负债和股东权益总计	33915	62995	72307	88386	106843	增长率	54.3%	90.7%	57.6%	23.8%	16.3%

关键财务与估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.42	0.80	1.27	1.57	1.83	经营活动现金流	(6)	7743	3513	12797	14709
每股红利	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(829)	(694)	(1298)	(1316)	(1397)
每股净资产	1.29	4.73	6.00	7.57	9.39	投资活动现金流	(3290)	(3823)	1599	(2213)	(1773)
ROE	33%	17%	21%	21%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	26%	30%	30%	30%	30%	负债净变化	1465	282	0	0	0
EBIT Margin	15%	18%	19%	19%	19%	支付股利、利息	(1449)	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	19%	20%	20%	20%	其它融资现金流	4325	11607	(5994)	0	0
收入增长	53%	55%	50%	20%	15%	融资活动现金流	4357	12172	(5994)	0	0
净利润增长	54%	91%	58%	24%	16%	现金净变动	1061	16092	(882)	10584	12937
资产负债率	78%	56%	52%	50%	49%	货币资金的期初余额	3367	4428	20520	19638	30222
P/E	40.2	21.1	13.4	10.8	9.3	货币资金的期末余额	4428	20520	19638	30222	43159
P/B	13.2	3.6	2.8	2.2	1.8	企业自由现金流	(281)	7829	2278	11354	13098
EV/EBITDA	34.0	18.4	15.6	13.6	12.4	权益自由现金流	0	19719	(4019)	11225	13026

资料来源：东海证券研究所

作者简介

牛纪刚：机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，3年从业经验，2009年3月加盟东海证券。

重点跟踪公司：三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897