

稳健经营，新业务保持快速增长

中联重科调研快报

近日，我们前往长沙市，就公司近期的生产经营情况及对下半年行业发展展望与管理层进行了沟通交流，主要观点如下：

要点：

- **上半年混凝土机械需求强劲，我们预计同比大幅增长50-100%。**公司是全球领先的混凝土机械和起重机械制造商，拥有Zoomlion及CIFA两大品牌，混凝土泵车、拖泵国内市场占有率居第二位；随着我国二三线城市商品混凝土率的不断提升，设备需求向中小城市渗透以及水泥企业向下游拓展从事搅拌业务，混凝土机械需求持续强劲，一季度公司混凝土机械销售增长超过100%，我们预计二季度增长50%-100%，下半年随着保障房建设集中开工，预期将拉动混凝土机械全年增长50%-100%。
- **起重机业务产能扩张，未来保持快速发展。**公司中大吨位塔式起重机、汽车起重机、履带起重机国内市场占有率分列第一、二和第四位。2010年起重机业务收入110亿元，其中，履带吊为10-15亿元，塔机26.6亿元，汽车起重机约60-70亿元。汽车起重机销售额中，中大吨位起重机占比60-70%。2011年汽车起重机预计增长30-40%；塔机下游用户较为成熟，销售额将达70-80亿元，同比增长约160-200%。近期公司在江阴市工业园一期投资26亿元，项目达产后起重机新增产能2万台，逐渐提升公司在起重机领域的市场竞争力。
- **公司采取差异化竞争战略，积极涉及环卫机械。**公司着力进行大的产业结构调整，在巩固优势产品市场地位的同时，抢先布局环卫机械，打破传统单一的清扫模式，形成城市环卫整体解决方案。2003年该业务销售额仅2-3亿元，2010年达到20-30亿元，环卫机械下游需求客户主要是市政采购、有实力的企业集团、机场。随着我国城镇化率的不断提升，2011年环卫机械有望同比增长40-50%，未来有望成为公司新的利润增长点。
- **挖掘业务扩大现有产能，期待厚积薄发。**公司积极实现产品多元化，不断扩大挖掘机产能，以期在未来的市场竞争中逐渐胜出。公司现有挖掘机产能1万台，主要位于渭南产业园，近期公司在江阴工业园一期项目达产后，新增挖掘机产能3万台。1-5月份累计销售996台，全年销售预计2000台。未来随着产能扩充，公司有望在挖掘机领域占有一席之地。
- **营销模式以直销为主，逐渐加大应收款管理力度。**公司营销主要是以直销为主，起重机、混凝土机械以直销，部分采用代理销售的模式，挖掘机主要通过代理方式。2010年通过融资租赁销售占比为31%，今年一季度下降到26%，未来将一直保持在26-28%，按揭方式销售占比超过30%，分期付款占比30%以上。应收款基本处于可控范围之内，二季度公司同时也加大了回款的管理。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司2011-2013年净利润复合增长率在25%，预计2011-2013年公司实现每股收益分别为1.31元、1.67元和2.07元，对应的动态市盈率分别为12倍、9倍、7倍，考虑到公司具备明显的技术研发优势及行业龙头优势，H股成功募资有助于公司加快国际化进程，我们维持“买入-A”评级。
- **风险提示。**紧缩政策及房地产调控导致下游投资放缓超预期；钢材及零部件价格上涨；租赁业务存在的信贷风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,762.2	32,192.7	49,672.3	65,022.1	79,962.4
Growth(%)	53.2%	55.1%	54.3%	30.9%	23.0%
净利润	2,446.4	4,665.6	7,736.8	9,926.3	12,266.8
Growth(%)	54.3%	90.7%	65.8%	28.3%	23.6%
毛利率(%)	25.7%	30.3%	30.5%	30.1%	30.2%
净利润率(%)	11.8%	14.5%	15.6%	15.3%	15.3%
每股收益(元)	0.41	0.79	1.31	1.67	2.07
每股净资产(元)	1.26	4.62	5.84	7.33	9.13

敬请阅读本报告正文后各项声明

建筑、农业机械与重型卡车/装备制造

评级： 买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 20.00 元

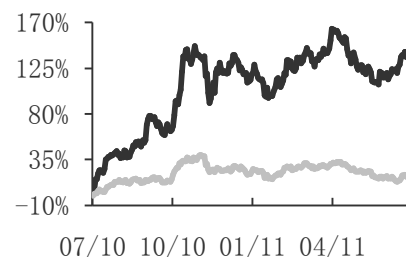
期限： 6个月 上次预测： 23.58 元

现价(2011年07月01日)： 15.48 元

报告日期： 2011-07-04

总市值(百万元)	91,760.13
流通市值(百万元)	74,709.59
总股本(百万股)	5,927.66
流通股本(百万股)	4,826.20
12个月最低/最高	9.54/25.60 元
十大流通股东(%)	58.20%
股东户数	437,478

12个月股价表现



—— 中联重科 —— 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.93	4.91	119.68
绝对收益	11.05	(1.90)	140.03

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

前期研究成果

中联重科：核心零部件自主配套提升综合盈利能力

2011-03-29

中联重科：二成增幅或可期待

2010-11-07

中联重科：投资拉动效应推高业绩超预期

2010-08-23

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-6-30		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	20,762.2	32,192.7	49,672.3	65,022.1	79,962.4	营业收入增长率	53.2%	55.1%	54.3%	30.9%	23.0%
减: 营业成本	15,422.3	22,424.0	34,538.1	45,479.1	55,802.8	营业利润增长率	64.5%	96.9%	65.7%	30.9%	24.4%
营业税费	108.0	177.2	248.4	325.1	399.8	净利润增长率	54.3%	90.7%	65.8%	28.3%	23.6%
销售费用	1,250.1	2,145.7	3,278.4	4,226.4	5,268.2	EBITDA 增长率	58.2%	85.0%	56.6%		
管理费用	834.0	1,338.6	2,061.4	2,665.9	3,318.4	EBIT 增长率	55.2%	88.9%	61.8%	29.3%	23.1%
财务费用	344.1	432.4	488.9	490.6	455.8	NOPLAT 增长率	44.3%	81.7%	60.6%	28.9%	22.9%
资产减值损失	78.6	315.7	161.5	185.2	220.8	投资资本增长率	-1.5%	-70.5%			
加: 公允价值变动收益	5.0	-	-	-	-	净资产增长率	44.5%	261.9%	25.8%	25.6%	24.9%
投资和汇兑收益	-0.3	14.7	10.0	11.0	11.9						
营业利润	2,729.8	5,373.9	8,905.7	11,660.6	14,508.4	利润率					
加: 营业外净收支	97.5	42.2	88.5	76.1	68.9	毛利率	25.7%	30.3%	30.5%	30.1%	30.2%
利润总额	2,827.4	5,416.1	8,994.2	11,736.7	14,577.3	营业利润率	13.1%	16.7%	17.9%	17.9%	18.1%
减: 所得税	408.6	828.1	1,349.1	1,760.5	2,186.6	净利润率	11.8%	14.5%	15.6%	15.3%	15.3%
净利润	2,446.4	4,665.6	7,736.8	9,926.3	12,266.8	EBITDA/营业收入	16.2%	19.3%	19.6%		
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	14.8%	18.0%	18.9%	18.7%	18.7%
货币资金	4,427.6	20,519.9	18,293.2	23,210.4	32,235.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	46	38	26	20	16
应收账款	5,424.7	7,475.1	12,567.8	16,179.5	19,565.3	流动营业资本周转天数	35	-4	12	33	28
应收票据	491.0	626.6	1,089.6	1,409.9	1,681.4	流动资产周转天数	299	363	352	329	336
预付账款	578.3	669.8	740.6	1,005.2	1,227.5	应收账款周转天数	76	67	68	74	75
存货	6,271.7	8,678.1	15,184.9	18,695.8	23,021.5	存货周转天数	100	84	87	94	95
其他流动资产	3,283.1	6,397.0	4,840.0	5,618.5	5,229.3	总资产周转天数	494	542	510	485	490
可供出售金融资产	6.3	4.5	4.6	5.1	4.8	投资资本周转天数	157	65	41	42	24
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	79.1	94.5	86.8	90.6	88.7	ROE	31.9%	16.7%	22.1%	23.0%	22.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	7.3%	9.8%	10.2%	10.3%
固定资产	3,143.7	3,657.9	3,648.3	3,573.5	3,446.5	ROIC	30.2%	55.8%	304.0%	118.9%	193.9%
在建工程	540.1	477.5	287.1	172.9	104.3	费用率					
无形资产	2,338.8	2,375.0	2,174.1	2,009.9	1,858.1	销售费用率	6.0%	6.7%	6.6%	6.5%	6.6%
其他非流动资产	7,330.2	12,019.4	18,877.1	25,588.0	31,766.2	管理费用率	4.0%	4.2%	4.2%	4.1%	4.2%
资产总额	33,914.6	62,995.3	77,794.1	97,559.2	120,228.9	财务费用率	1.7%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%
短期债务	8,553.2	4,230.8	4,500.0	4,500.0	4,500.0	三费/营业收入	11.7%	12.2%	11.7%	11.4%	11.3%
应付账款	5,667.5	9,158.3	14,143.1	17,970.3	22,563.7	偿债能力					
应付票据	3,843.3	5,441.7	7,463.4	10,732.6	12,923.1	资产负债率	77.6%	56.4%	55.6%	55.5%	54.9%
其他流动负债	1,358.6	3,103.4	2,218.8	2,933.1	3,748.8	负债权益比	346.7%	129.3%	125.0%	124.6%	121.6%
长期借款	4,530.4	4,812.8	4,812.8	4,812.8	4,812.8	流动比率	1.05	1.71	1.60	1.59	1.62
其他非流动负债	2,358.0	4,727.0	5,551.7	7,641.9	9,908.3	速动比率	0.73	1.37	1.14	1.14	1.17
负债总额	26,322.8	35,520.8	43,219.3	54,117.7	65,971.8	利息保障倍数	8.93	13.43	19.22	24.77	32.83
少数股东权益	124.2	59.2	-32.5	17.4	141.3	分红指标					
股本	1,673.1	5,797.2	5,927.7	5,927.7	5,927.7	DPS(元)	0.03	0.14	0.13	0.19	0.27
留存收益	5,766.0	21,684.3	28,679.6	37,496.5	48,188.2	分红比率	6.2%	17.7%	9.6%	11.2%	12.8%
股东权益	7,591.8	27,474.4	34,574.8	43,441.5	54,257.2	股息收益率	0.2%	0.9%	0.8%	1.2%	1.7%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2,418.8	4,588.0	7,736.8	9,926.3	12,266.8	EPS(元)	0.41	0.79	1.31	1.67	2.07
加: 折旧和摊销	289.1	414.3	345.9	341.3	334.7	BVPS(元)	1.26	4.62	5.84	7.33	9.13
资产减值准备	78.6	310.7	161.5	185.2	220.8	PE(X)	37.3	19.5	11.8	9.2	7.4
公允价值变动损失	-5.0	-	-	-	-	PB(X)	12.2	3.3	2.6	2.1	1.7
财务费用	337.4	798.5	488.9	490.6	455.8	P/FCF	12.5	10.4	8.9	7.5	6.0
投资收益	0.3	-14.7	-10.0	-11.0	-11.9	P/S	4.4	2.8	1.8	1.4	1.1
少数股东损益	-27.6	-77.6	-91.7	49.9	123.9	EV/EBITDA	13.4	9.2	6.7	4.3	2.7
营运资金的变动	-5,675.6	-5,597.5	-9,269.3	-3,701.0	-2,873.9	CAGR(%)	60.4%	39.3%	25.7%	23.4%	22.7%
经营活动产生现金流量	1,333.3	545.2	2741.5	7,281.4	10,516.2	PEG	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-1,057.2	-1,933.5	1,572.4	-773.9	401.3	ROIC/WACC	3.2	5.8	31.8	12.5	20.3
融资活动产生现金流量	-177.2	16,761.1	-3,022.7	-1,450.0	-1,764.0	REP	1.6	3.7	0.2	0.7	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034