

强烈推荐-A (维持)

中联重科 000157.SZ

目标估值: 23.7 元

当前股价: 16.24 元

2011 年 7 月 15 日

竞争优势向龙头公司集中而估值尚未体现

基础数据

上证综指	2810
总股本(万股)	592766
已上市流通股(万股)	482620
总市值(亿元)	963
流通市值(亿元)	784
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	19.2
资产负债率	55.0%
主要股东	湖南省国资委
主要股东持股比例	16.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	18	101
相对表现	10	19	83



相关报告

- 1、中联重科(000157)——抓住行业增长机遇，发展融资租赁业务 2010.8
- 2、中联重科(000157)——发行H股利于国际化战略与财务改善 2011.3
- 3、中联重科(000157)——差异化竞争战略 加强财务管理 2011.5

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

中联发布上半年业绩预增公告,净利润 40-46 亿,增长 80%-110%,大超市场预期,我们上调业绩预测(14%)至 EPS1.32, PE 仅 12 倍。我们认为股价并未体现公司竞争力和高成长的原因是:市场对经济硬着陆和投资放缓的过分担忧,同时未认清调控有利于竞争优势向龙头企业集中。针对分歧问题分析如下:

- **二季度业绩环比上升超出市场预期。**二季度由于持续紧缩,部分工程机械产品快速回落,企业在战略上也做出不同程度调整。由于经济结构的调整,工程机械细分产品因下游不同也出现分化。必须重申的是中国仍处于城镇化和人口高峰期,对住房及城市基础设施建设需求仍将保持较高增长。从公司层面来看,中联今年主要的增长点混凝土机械、塔机和环卫机械,受益于房地产投资稳步增长和劳动力替代。我们预计上半年净利润接近公告中的上限, EPS 接近上限 0.75 左右,二季度净利润环比仍提高 23%。
- **前几年中联收购兼并优化了产品结构,前瞻性战略是公司持续高成长的关键,今年上市公司竞争优势分化明显。**今年虽然汽车起重机的销售受到下游冶金、风电和核电建设放缓的影响,销量环比快速回落,但是由于塔机产能释放,占有率提高,预计全年起重机收入仍将增长 40%左右。去年塔机销售 27 亿元左右,今年有望达到 70 亿元,并且未来还将增加区域布点和出口。
- **混凝土机械市场容量继续扩大,缘自三、四线城市城镇化对住房的刚性需求和商混比率的提高。**虽然去年下半年混凝土机械基数较高,但是今年保障房的拉动效应将在三季度开始显现,预计下半年混凝土机械环比稳中有升。
- **高成长与高市值是投资者恐高的原因。**回顾公司高成长和股价的历史表现,投资者的担心难免,但是目前的股价反映的应该是对未来成长性的预期,我们坚定看好行业的前提是未来 2-3 年中国经济增长的内生动力仍存在。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:**上调业绩预测约 14%,预计 2011、12 年 EPS 年 1.32 元、1.70 元,对应 11 年的 PE 仅 12 倍,我们认为具有竞争力的装备制造龙头企业合理 PE 应在 18 倍左右,目标价 23.7 元,还有 45%的空间。
- **风险提示:**持续紧缩的货币政策、房地产投资增速回落。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	20762	32193	47429	63766	79708
同比增长	53%	55%	47%	34%	25%
营业利润(百万元)	2730	5374	9059	11793	14924
同比增长	64%	97%	69%	30%	27%
净利润(百万元)	2446	4666	7799	10091	12758
同比增长	56%	91%	67%	29%	26%
每股收益(元)	1.46	0.80	1.32	1.70	2.15
PE	11.1	20.2	12.4	9.5	7.6
PB	3.7	3.4	2.7	2.2	1.8

资料来源:招商证券;注:2010年10转增3尚未实施。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20476	44366	54925	67572	82261
现金	4428	20520	19969	20360	23279
交易性投资	0	0	1	0	0
应收票据	491	627	949	1275	1594
应收款项	5074	6947	9913	13327	16659
其它应收款	351	528	711	956	1196
存货	6272	8678	12899	17543	21899
其他	3861	7067	10483	14109	17634
非流动资产	13529	18629	19297	23305	27037
长期股权投资	79	94	600	600	600
固定资产	3144	3658	4210	4317	4226
无形资产	2339	2375	1913	1732	1569
其他	7968	12501	12573	16657	20642
资产总计	34006	62995	74222	90877	109298
流动负债	19434	25981	28737	36816	44392
短期借款	6257	4231	2000	2000	2000
应付账款	4369	6886	9972	13562	16930
预收账款	395	839	1163	1582	1975
其他	8414	14026	15602	19671	23487
长期负债	6888	9540	9913	9913	9913
长期借款	2301	4813	4813	4813	4813
其他	4587	4727	5100	5100	5100
负债合计	26323	35521	38650	46728	54305
股本	1673	5797	5928	5928	5928
资本公积金	53	15061	16438	16438	16438
留存收益	5663	6557	13186	21763	32607
少数股东权益	293	59	19	19	19
母公司所有者权益	7390	27415	35552	44129	54974
负债及权益合计	34006	62995	74222	90877	109298

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1333	545	4346	6785	9407
净利润	2446	4666	7799	10091	12758
折旧摊销	0	0	579	583	565
财务费用	0	0	298	298	290
投资收益	0	0	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	0	0	(4308)	(4381)	(4391)
其它	(1113)	(4120)	(11)	205	195
投资活动现金流	(1057)	(1934)	(1299)	(4592)	(4295)
资本支出	0	0	(810)	(510)	(310)
其他投资	(1057)	(1934)	(489)	(4082)	(3985)
筹资活动现金流	(177)	16761	(3598)	(1802)	(2193)
借款变动	0	0	(3994)	0	0
普通股增加	0	0	131	0	0
资本公积增加	0	0	1377	0	0
股利分配	0	0	(1169)	(1514)	(1914)
其他	(177)	16761	56	(288)	(280)
现金净增加额	99	15373	(551)	391	2919

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20762	32193	47429	63766	79708
营业成本	15422	22424	33240	45208	56433
营业税金及附加	108	177	237	319	399
营业费用	1250	2146	2609	3507	4384
管理费用	834	1339	1897	2551	3188
财务费用	344	432	298	298	290
资产减值损失	79	316	100	100	100
公允价值变动收益	5	0	0	0	0
投资收益	(0)	15	10	10	10
营业利润	2730	5374	9059	11793	14924
营业外收入	131	140	150	150	150
营业外支出	33	98	100	100	100
利润总额	2827	5416	9109	11843	14974
所得税	409	828	1348	1753	2216
净利润	2419	4588	7761	10091	12758
少数股东损益	(28)	(78)	(39)	0	0
母公司所有者净利润	2446	4666	7799	10091	12758
EPS (元)	1.46	0.80	1.32	1.70	2.15

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	53%	55%	47%	34%	25%
营业利润	64%	97%	69%	30%	27%
净利润	56%	91%	67%	29%	26%
获利能力					
毛利率	25.7%	30.3%	29.9%	29.1%	29.2%
净利率	11.8%	14.5%	16.4%	15.8%	16.0%
ROE	33.1%	17.0%	21.9%	22.9%	23.2%
ROIC	16.2%	12.8%	18.8%	20.2%	21.0%
偿债能力					
资产负债率	77.4%	56.4%	52.1%	51.4%	49.7%
净负债比率	25.2%	17.2%	9.2%	7.5%	6.2%
流动比率	1.1	1.7	1.9	1.8	1.9
速动比率	0.7	1.4	1.5	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	0.61	0.51	0.64	0.70	0.73
存货周转率	2.70	3.00	3.08	2.97	2.86
应收帐款周转率	4.74	5.36	5.63	5.49	5.32
应付帐款周转率	4.10	3.98	3.94	3.84	3.70
每股资料(元)					
每股收益	1.46	0.80	1.32	1.70	2.15
每股经营现金	0.80	0.09	0.73	1.14	1.59
每股净资产	4.42	4.73	6.00	7.44	9.27
每股股利	0.00	0.26	0.20	0.26	0.32
估值比率					
PE	11.1	20.2	12.4	9.5	7.6
PB	3.7	3.4	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	51.1	26.7	17.1	13.4	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，机械行业首席分析师，招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。