

高增长符合预期 发债融资固优势

公司研究简报

◆中期净利润 46.28 亿，同比增长 110%达业绩预告上限

公司发布中报，2011 年上半年实现营业收入 241.48 亿，同比增长 50.09%；实现归属于上市公司股东的净利润 46.28 亿，同比大幅增长 110.13%，达到之前业绩预告增长 80%-110%的上限值；综合毛利率 32.54%，上升 3.63 个百分点；实现每股收益 0.6028 元。

◆混凝土机械收入增长六成，毛利率上升五个点；起重机收入增长四成

公司收入占比近半的混凝土机械上半年受益于基建大量开工及二三线城市商品混凝土率的提升，收入增长 58.23%，毛利率大幅上升 5.29 个百分点至 36.3%。

公司起重机业务上半年收入增长 38.89%，毛利率小幅下滑 1.34 个百分点至 26.3%。塔式起重机是今年最大亮点，我们预计全年增长将高达 150%。塔机去年收入 26 亿，今年收入有望达到 65 亿以上。公司 6 月公告将在江阴市投资建设“中联重科东部工业园”，一期投资 26 亿元。项目达产后将新增起重机产能 2 万台，巩固公司在中大吨位起重机领域的优势。

◆下半年展望：塔机与泵车显著受益于保障房和水利建设

保障房方面，2011 年全国保障性住房和棚户区改造住房的目标达到 1000 万套，增长 70%。“十二五”期间国家计划新建保障性住房达 3600 万套，保障性住房覆盖率达到 20%。

水利建设方面，中央水利工作会议确定了中国加快水利改革发展的主要目标，预计未来十年水利投资将达到 4 万亿元，年均达到 4000 亿元。

我们认为下半年保障房和水利建设的大量开工将是拉动工程机械需求的重要因素。公司的塔式起重机、混凝土泵车等产品与基建开发关联度较高，受益较明显，下半年有望跑赢工程机械行业平均增速。

◆预计 2011-2013 年 EPS 1.02、1.29 和 1.57 元，维持“买入”评级

公司主要产品受益于保障房和水利建设，需求仍然高涨。我们维持之前预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.02、1.29、1.57 元。公司股价对应 2011 年 PE 仅 10 倍，风险较低。我们维持“买入”评级，目标价 18 元，对应 2011 年约 18 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,762	32,193	50,156	63,381	77,995
营业收入增长率	53.24%	55.05%	55.80%	26.37%	23.06%
净利润(百万元)	2,446	4,666	7,831	9,957	12,093
净利润增长率	54.27%	90.71%	67.85%	27.14%	21.45%
EPS(元)	0.32	0.61	1.02	1.29	1.57
ROE(归属母公司) (摊薄)	32.76%	17.02%	22.13%	23.16%	23.21%
P/E	33	18	10	8	7

买入(维持)

当前价/目标价：10.61/18.00 元

目标期限：6 个月

分析师

陆洲

(执业证书编号：S0930511010007)

021-22169322

luzhou@ebsecn.com

联系人：

陈佳宁

021-22169162

chenjianing@ebsecn.com

市场数据

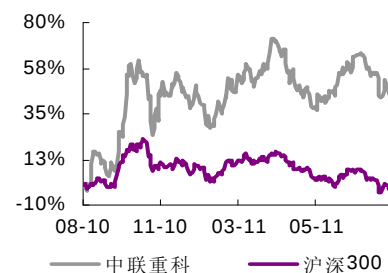
总股本(亿股)：77.06

总市值(亿元)：817.60

一年最低/最高(元)：9.54/17.64

近 3 月换手率：38.68%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.75	7.19	43.65
绝对	-8.14	3.09	43.06

相关研报

首发境外美债 巩固竞争优势

.....2011-08-25

高增长符合预期 塔机与泵车显著受益于保障房和水利建设

.....2011-07-14

对公司近期公告的观点

公司近期公告若干董事会决议，发债和募投项目变更是其重点。

1、公司将通过境外全资子公司在新加坡交易所发行美元债券。其中发债额度不超过15亿美元，发债期限不超过10年，发行利率为固定利率。

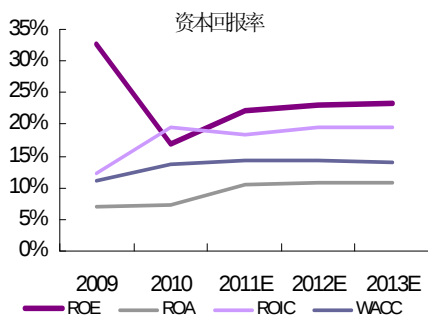
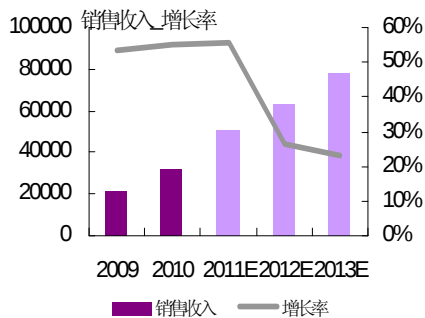
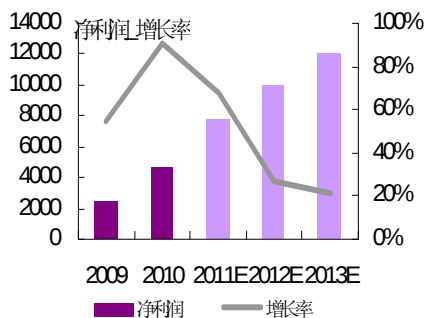
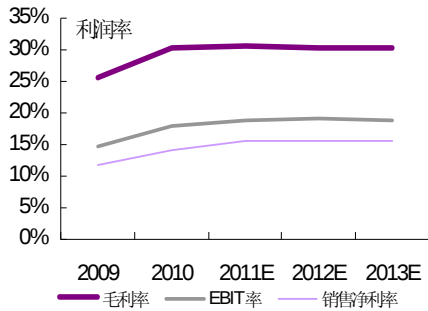
2、公司将终止原“散装物料输送成套机械研发与技术改造项目”，并将其项目资金约5.19亿元全部用于补充公司流动资金。

我们的观点如下：

1、主要决议内容围绕一个主题：补充流动资金，降低经营风险。从公司一季报来看，其经营活动产生的现金流量净额为-12.98亿，投资活动产生的现金流量净额-1.38亿，筹资活动产生的现金流量净额为19.66亿。公司一季度净现金流为5.05亿，同比去年一季度下降了89.43%。二季度可能为负。现金流的压力促使公司必须通过融资来降低经营风险，保持竞争优势。

2、工程机械全行业今年都普遍面临现金流的压力，融资能力强的大企业才能在竞争中笑到最后。公司今年的现金流紧张，并非由于经营不善，而是整个工程机械行业今年的共性。由于工程机械今年销售的首付比降低，销量又大幅增长，导致各公司在享受销量增长的同时，其现金流产生了较大压力，这是今年行业的普遍现象。只有融资能力强的企业，才能在销量大幅增长的同时控制住经营风险，将销量的增长最终转化为规模优势和盈利能力的真正提升。我们认为通过这次洗牌，融资能力较强的企业将是最后的胜利者。

3、合理利用融资渠道是工程机械企业壮大的基础。工程机械的销售并非一次支付，且行业周期波动较大，对企业经营能力的要求较高。对比国际工程机械企业发展历史，只有充分利用融资渠道，才能有效控制经营风险，在行业景气高时快速扩张，景气低时周转得力。公司继去年在业内率先实现A+H股上市后，此次又首发境外美元债券，拓宽了企业的融资渠道，对其国际化发展的形象也有提升作用。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,762	32,193	50,156	63,381	77,995
营业成本	15,422	22,424	34,834	44,133	54,325
折旧和摊销	289	414	608	667	723
营业税费	108	177	219	318	387
销售费用	1,250	2,146	3,305	4,072	5,116
管理费用	834	1,339	2,154	2,634	3,278
财务费用	344	432	278	451	576
公允价值变动损益	5	0	0	0	0
投资收益	0	15	10	10	10
营业利润	2,730	5,374	9,125	11,638	14,158
利润总额	2,827	5,416	9,213	11,714	14,227
少数股东损益	-28	-78	0	0	0
归属母公司净利润	2,446.40	4,665.59	7,831.36	9,956.92	12,092.56

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	33,915	62,995	74,888	91,874	111,573
流动资产	20,476	44,366	48,724	59,384	72,736
货币资金	4,428	20,520	10,031	12,676	15,599
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	5,074	6,947	12,109	14,557	17,850
应收票据	491	627	1,100	1,374	1,640
其他应收款	351	528	873	1,071	1,318
存货	6,272	8,678	15,352	18,183	22,509
可供出售投资	6	5	5	5	5
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	79	94	95	96	97
固定资产	3,144	3,658	4,247	4,788	5,118
无形资产	2,339	2,375	2,256	2,143	2,036
总负债	26,323	35,521	39,444	48,823	59,417
无息负债	12,137	23,623	31,379	38,909	47,334
有息负债	14,186	11,898	8,066	9,914	12,083
股东权益	7,592	27,474	35,443	43,051	52,156
股本	1,673	5,797	7,706	7,706	7,706
公积金	793	16,273	16,793	17,788	18,650
未分配利润	4,973	5,411	10,952	17,564	25,807
少数股东权益	124	59	59	59	59

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,333	545	-5,325	4,788	5,307
净利润	2,446	4,666	7,831	9,957	12,093
折旧摊销	289	414	608	667	723
净营运资金增加	3,618	957	10,722	3,111	4,937
其他	-5,020	-5,492	-24,486	-8,946	-12,445
投资活动产生现金流	-1,057	-1,934	-1,191	-1,191	-991
净资本支出	1,019	1,122	1,200	1,200	1,000
长期投资变化	79	94	-1	-1	-1
其他资产变化	-2,156	-3,150	-2,390	-2,390	-1,990
融资活动现金流	-177	16,761	-3,973	-952	-1,393
股本变化	152	4,124	1,909	0	0
债务净变化	4,686	-2,288	-3,832	1,848	2,170
无息负债变化	3,859	11,486	7,756	7,531	8,424
净现金流	98	15,319	-10,489	2,645	2,923

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	53.24%	55.05%	55.80%	26.37%	23.06%
净利润增长率	54.27%	90.71%	67.85%	27.14%	21.45%
EBITDA 增长率	57.41%	84.79%	61.15%	27.45%	21.19%
EBIT 增长率	54.43%	88.70%	62.18%	28.59%	21.90%
估值指标					
PE	33	18	10	8	7
PB	11	3	2	2	2
EV/EBITDA	9	10	9	7	6
EV/EBIT	10	10	10	8	6
EV/NOPLAT	12	12	11	9	7
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	1	2	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	25.72%	30.34%	30.55%	30.37%	30.35%
EBITDA 率	16.18%	19.28%	19.94%	20.11%	19.80%
EBIT 率	14.78%	17.99%	18.73%	19.06%	18.88%
税前净利润率	13.62%	16.82%	18.37%	18.48%	18.24%
税后净利润率 (归属母公	11.78%	14.49%	15.61%	15.71%	15.50%
ROA	7.13%	7.28%	10.46%	10.84%	10.84%
ROE (归属母公司) (摊	32.76%	17.02%	22.13%	23.16%	23.21%
经营性 ROIC	12.25%	19.47%	18.39%	19.42%	19.51%
偿债能力					
流动比率	1.05	1.71	1.63	1.51	1.46
速动比率	0.73	1.37	1.12	1.05	1.01
归属母公司权益/有息债务	0.53	2.30	4.39	4.34	4.31
有形资产/有息债务	2.07	4.91	8.74	8.83	8.89
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.32	0.61	1.02	1.29	1.57
每股红利	0.05	0.20	0.30	0.39	0.47
每股经营现金流	0.17	0.07	-0.69	0.62	0.69
每股自由现金流(FCFF)	-0.21	0.46	-0.40	0.88	0.97
每股净资产	0.97	3.56	4.59	5.58	6.76
每股销售收入	2.69	4.18	6.51	8.22	10.12

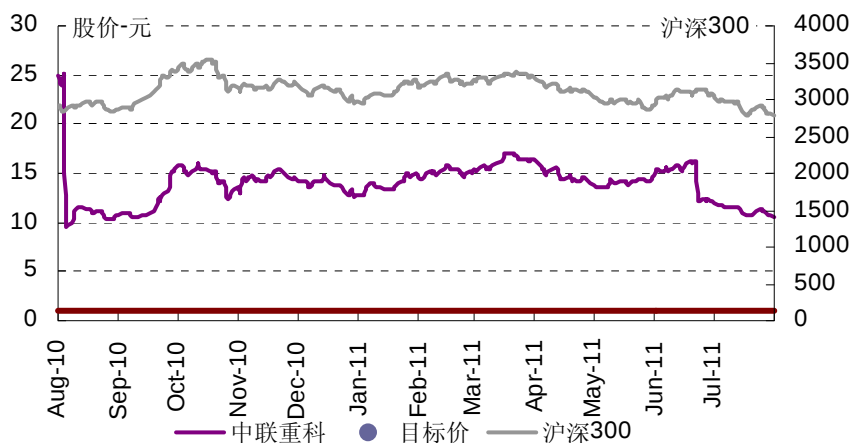
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中联重科（000157）



日期	股价	目标	评级
2009-04-21	23.36	24.00	买入
2009-04-29	19.83	25.00	买入
2009-06-28	23.40	30.00	买入
2009-08-07	24.25	34.00	买入
2009-10-26	27.50	34.00	买入
2011-07-13	16.09	25.00	买入
2011-07-14	16.22	24.00	买入
2011-08-26	10.92	18.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com