

业务结构更趋合理，价值低估明显

中联重科(000157)上半年报告点评

报告关键点:

- 上半年净利润同比增长110%，EPS为0.6元，业绩符合预期
- 零部件自主配套能力提升，综合毛利率增加3.6个百分点至32.5%
- 目前估值优势明显，维持“买入-A”评级

报告摘要:

- 上半年，公司实现营业收入241.48亿元，同比增长50.09%；营业利润53.74亿元，同比增长112.6%，实现归属于母公司净利润46.28亿元，同比增长110.13%，EPS为0.60元，业绩符合此前预期。
- 主导产品混凝土机械、起重机械继续保持行业领先地位。**上半年，随着混凝土机械需求渗透率的不断提升，二三线甚至四线城市对设备需求强劲，公司混凝土机械销售收入111.34亿元，同比增长58%，巩固了行业第二的龙头地位。公司履带起重机、汽车起重机销售309台、6,280台，同比增长197%、14%，增速均超过行业平均水平；履带起重机、汽车起重机市场占有率分别为29.7%、26.9%，分别位居行业第一和第二位，起重机业务销售收入82.07亿元，同比增长38.9%。其中，塔机产品巩固了行业第一的市场地位，同时成功买断并整合当今全球塔机最先进水平的德国JOST平头塔系列产品的全套技术，从而获得了进入欧美等国际高端市场的准入证。
- 环卫机械延伸现有产业链，打造城市环卫整体解决方案。**公司近年来主动采取措施调整产品结构，新业务环卫机械力图打破传统单一的清扫模式，形成城市环卫整体解决方案，环卫机械产品市场份额继续保持行业第一，上半年公司环卫机械实现收入12.64亿元，同比增长78%，2011年环卫机械有望同比增长40-50%，围绕垃圾处置的产业链进一步延伸，除雪设备、填埋场成套装备、新能源环卫车等新产品逐步成为新的增长点。
- 其他业务均保持稳定增长。**公司其他业务主要包括路面及桩工机械、土方机械、输送机械等业务。报告期内，公司路面及桩工机械销售收入10亿元，同比增长87%，公司挖掘机、推土机销售分别为1182台、428台，土石方机械销售收入6.73亿元，同比增长49.8%。全年预计销售挖掘机2000台，未来随着江阴工业园项目的达产，挖掘机产能将达到3万台。
- 受信贷紧缩影响，融资租赁业务赢得高速增长。**上半年受信贷紧缩的不利影响，工程机械下游需求景气持续放缓，行业逐渐提升了融资租赁、分期等信用销售的比重，报告期内，公司融资租赁业务收入7.5亿元，同比增长111%。
- 各业务毛利率均有提升，综合盈利能力持续增强。**报告期内，公司综合毛利率为32.5%，同比增加3.6个百分点，环比提升1个百分点。由于零部件自主配套能力提升，混凝土机械毛利率提升5.3个百分点至36.3%。
- 盈利预测及投资评级。**预计公司2011-2013年净利润复合增长率在25%左右，实现每股收益分别为1.00、1.29和1.59元，对应的动态市盈率分别为16倍、12倍、10倍，目前估值水平并未真正反映出龙头企业的优势，维持“买入-A”评级。
- 风险提示。**信贷紧缩政策风险；钢材及零部件价格上涨；租赁业务中信贷风险。

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	7,740.6	9,933.9	12,274.4
Growth(%)	54.3%	90.7%	65.9%	28.3%	23.6%
毛利率(%)	25.7%	30.3%	30.5%	30.1%	30.2%
净利率(%)	11.8%	14.5%	15.6%	15.3%	15.4%
每股收益(元)	0.32	0.61	1.00	1.29	1.59
每股净资产(元)	0.97	3.56	4.72	5.87	7.26
市盈率	33.4	17.5	10.6	8.2	6.7
市净率	10.9	3.0	2.2	1.8	1.5

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

15.00元

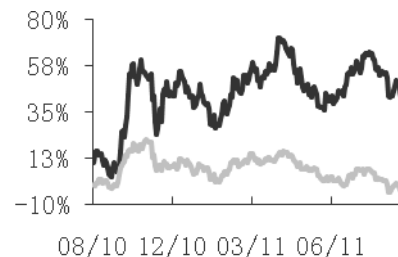
期限: 6个月 上次预测: 15.00元

现价(2011年08月30日): 10.61元

报告日期: 2011-08-31

总市值(百万元)	81,760.17
流通市值(百万元)	66,567.79
总股本(百万股)	7,705.95
流通股本(百万股)	6,274.06
12个月最低/最高	9.79/17.64元
十大流通股东(%)	44.77%
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	(3.75)	7.67	43.70
绝对收益	(8.14)	3.85	41.19

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

报告联系人

王书伟

021-68763578

wangsw@essence.com.cn

前期研究成果

中联重科: 增强资金实力，期待发展新契机

2011-08-26

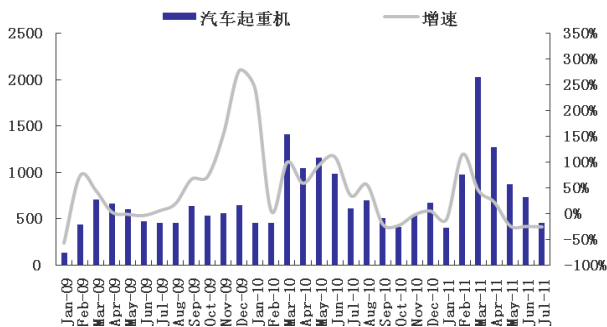
中联重科: 上半年业绩基本符合预期

2011-07-15

中联重科: 稳健经营，新业务保持快速增长

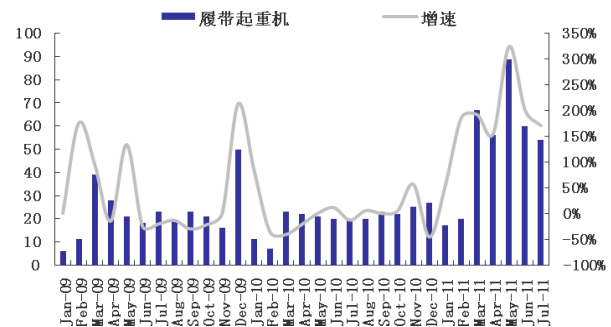
2011-07-04

图 1 公司汽车起重机销售低迷



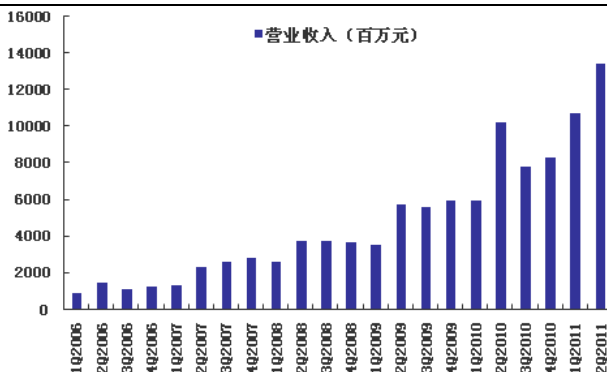
数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

图 2 公司履带起重机销量增速远超过行业平均水平



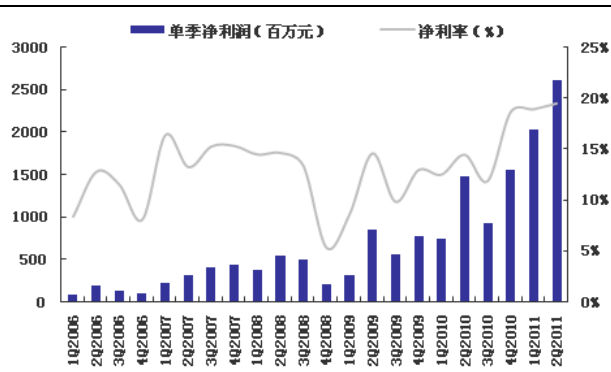
数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

图 3 公司单季度营业收入保持快速增长



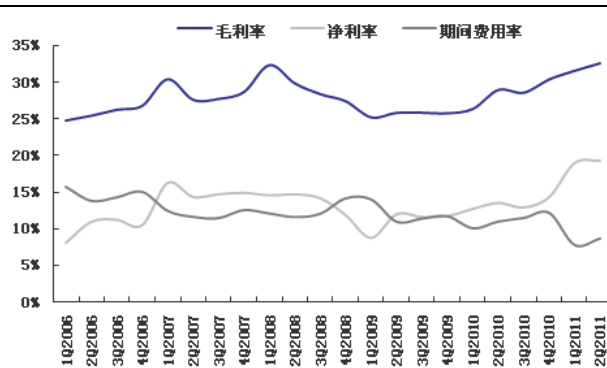
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 4 公司单季净利润及净利率持续增长



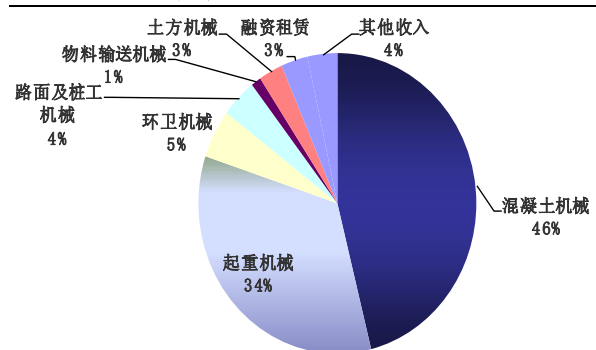
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5 公司盈利能力增强



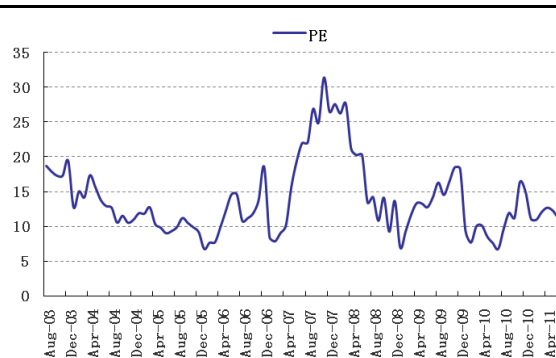
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6 2011 上半年营业收入构成比例



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7 公司 PE 估值处于历史较低水平



数据来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-8-30		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	20,762.2	32,192.7	49,672.3	65,022.1	79,962.4	成长性						
减: 营业成本	15,422.3	22,424.0	34,538.1	45,479.1	55,802.8	营业收入增长率	53.2%	55.1%	54.3%	30.9%	23.0%	
营业税费	108.0	177.2	248.4	325.1	399.8	营业利润增长率	64.5%	96.9%	65.8%	31.0%	24.4%	
销售费用	1,250.1	2,145.7	3,278.4	4,226.4	5,268.2	净利润增长率	54.3%	90.7%	65.9%	28.3%	23.6%	
管理费用	834.0	1,338.6	2,061.4	2,665.9	3,318.4	EBITDA 增长率	58.2%	85.0%	56.6%	28.3%	22.5%	
财务费用	344.1	432.4	484.4	481.7	446.8	EBIT 增长率	55.2%	88.9%	61.8%	29.3%	23.1%	
资产减值损失	78.6	315.7	161.5	185.2	220.8	NOPLAT 增长率	44.3%	81.7%	60.6%	28.9%	22.9%	
加: 公允价值变动收益	5.0	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.5%	-70.5%	229.7%	-24.6%	-38.6%	
投资和汇兑收益	-0.3	14.7	10.0	11.0	11.9	净资产增长率	44.5%	261.9%	32.3%	24.4%	23.9%	
营业利润	2,729.8	5,373.9	8,910.2	11,669.6	14,517.4	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	8,998.6	11,745.7	14,586.3	营业利润率	13.1%	16.7%	17.9%	17.9%	18.2%	
减: 所得税	408.6	828.1	1,349.8	1,761.8	2,187.9	净利润率	11.8%	14.5%	15.6%	15.3%	15.4%	
净利润	2,446.4	4,665.6	7,740.6	9,933.9	12,274.4	EBITDA/营业收入	16.2%	19.3%	19.6%	19.2%	19.1%	
资产负債表	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	20,074.9	24,998.9	34,030.5	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	358	339	344	
预付帐款	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	517	495	498	
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%	21.0%	22.1%	22.1%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	7.3%	9.6%	10.0%	10.2%	
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	79,575.8	99,347.7	122,024.0	财务费用率	1.7%	1.3%	1.0%	0.7%	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%	11.3%	11.3%	
应付帐款	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%	54.3%	54.5%	54.1%	
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%	118.9%	119.7%	117.7%	
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	1.66	1.63	1.65	
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	1.19	1.18	1.20	
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	19.39	25.23	33.49	
少数股东权益	124.2	59.2	-32.6	17.4	141.3	分红指标						
股本	1,673.1	5,797.2	7,706.0	7,706.0	7,706.0	DPS(元)	0.02	0.11	0.10	0.14	0.20	
留存收益	5,766.0	21,684.3	28,683.1	37,506.7	48,205.0	分红比率	6.2%	17.7%	9.6%	11.2%	12.8%	
股东权益	7,591.8	27,474.4	36,356.5	45,230.0	56,052.3	股息收益率	0.2%	1.0%	0.9%	1.4%	1.9%	
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	7,740.6	9,933.9	12,274.4	EPS(元)	0.32	0.61	1.00	1.29	1.59	
加: 折旧和摊销	289.1	414.3	345.9	341.3	334.7	BVPS(元)	0.97	3.56	4.72	5.87	7.26	
资产减值准备	78.6	310.7	161.5	185.2	220.8	PE(X)	33.4	17.5	10.6	8.2	6.7	
公允价值变动损失	-5.0	-	-	-	-	PB(X)	10.9	3.0	2.2	1.8	1.5	
财务费用	337.4	798.5	484.4	481.7	446.8	P/FCF	11.2	9.4	-300.3	6.7	5.4	
投资收益	0.3	-14.7	-10.0	-11.0	-11.9	P/S	3.9	2.5	1.6	1.3	1.0	
少数股东损益	-27.6	-77.6	-91.8	49.9	124.0	EV/EBITDA	13.4	9.2	5.6	3.5	2.0	
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	-638.6	7,280.1	10,514.9	PEG	0.6	0.4	0.4	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	5.9	32.0	12.5	20.4	
融资活动产生现金流量	-177.2	16,761.1	-1,240.3	-1,441.9	-1,756.0	REP	1.6	3.7	0.2	0.5	0.4	

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

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