

强烈推荐-A (维持)

中联重科 000157.SZ

目标估值: 13.00-15.00 元

当前股价: 10.63 元

2011 年 9 月 5 日

业绩增长与经营质量改善同步

基础数据

上证综指	2556
总股本 (万股)	770595
已上市流通股 (万股)	627406
总市值 (亿元)	819
流通市值 (亿元)	667
每股净资产 (MRQ)	4.2
ROE (TTM)	22.1
资产负债率	57.1%
主要股东	湖南省国资委
主要股东持股比例	12.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-7	29
相对表现	-3	6	31



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
- 4、中联重科(000157)——竞争优势向龙头公司集中而估值尚未体现 2011.7

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

中联上半年，公司实现营业收入 241.48 亿元，同比增长 50%；实现归属于母公司股东的净利润 46.28 亿元，同比增长 110%。虽然业绩增长已预告，但公司经营质量改善好于预期，上周通过电话会议与公司高管做了交流。

□ **与三一形成了强势的错位竞争格局。**中联重科在履带式起重机械、塔机、环卫机械保持行业领先地位，混凝土机械同比增长 58%，起重机（汽车起重机、塔机、履带式起重机）同比增长 39%，环卫机械同比增长 78%，融资租赁收入同比增长 112%。

□ **技术创新不断突破。**上半年成功买断并整合当今全球塔机的最先进水平的德国 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；设计开发超高压混凝土输送泵；自主研发制造专门针对我国第三代核电站施工吊装的 3200 吨 ZCC3200NP 履带式起重机；RT100 越野轮胎起重机成功下线，是我国目前最大吨位的轮胎起重机。

□ **中联加强资金管理，经营现金流为同行业上市公司中最佳。**上半年公司控制融资租赁的比例，提高银行按揭贷款的比例，融资租赁比例由去年的 40% 左右下降到 29% 左右，按揭比例由去年的 10% 提高到目前的 29%，因此到 201106 末，长期应收款同比仅增长 12%，经营活动现金流净额 4.67 亿，较去年同期大大改善。另外，公司融资租赁子公司将部分应收融资租赁款质押给银行，从银行取得保理借款，一定程度改善了现金流。信用销售是未来的发展趋势，帮助客户提高施工效率和机械化率，公司并未改变发展融资租赁的态度。

□ **上半年毛利率提高了 3.6 个百分点，并且公司判断在下半年不会下降。**其中，混凝土机械大增了 5 个百分点，主要是推出中联与 CIFA 合作的高端新机型，人民币升值降低了零部件进口成本，部分进口原材料被国产替代降低成本。起重机毛利率下降了 1 个百分点，其中的汽车起重机销售和毛利率基本持平；履带式起重机由于小吨位产品增加，毛利率略有下降。

□ **上半年中联出口增长 27.86%，稳步扩张海外销售网络。**2011 年上半年中联新增 10 个销售网点和 16 家代理商，形成了以区域经销商为主体、直销与大客户相结合的遍布全球六大洲的营销网络。重点产品（塔机、履带吊）在海外重点市场（南亚、中东、CIS 区域）销售远超行业增幅。国际形势复杂，地区之间也有差异，例如中国传统的优势地区北非受政局影响，出口受到影响，欧洲经济复苏缓慢，公司相对看好中东、南亚、泛太平洋地区。

□ **公司计划海外发债，额度不超过 15 亿美元。**中联发行 H 股后资产负债率大幅下降，6 月末资产负债率 57%，低于行业平均水平。公司发债原因有几个方面：海外融资成本低于国内，人民币升值趋势下，调整债务结构，增加外币负债，提升抗风险能力；进行海外债务（CIFA）的置换；建设海外销售网络。

□ **下半年的经营策略:** 公司认为今年是工程机械行业增长速度的拐点,但并不意味着不增长,行业容量仍有增长。虽然对行业谨慎乐观,但中联并未停止扩张的步伐,中联 9 月 1 日与江阴市人民政府签订总投资超百亿元的华东工业园项目投资协议,此次落户江阴临港新城新材料产业园内的中联重科江阴华东工业园,定位为中联重科华东地区销售产品的生产基地和公司出口产品生产地。另外,混凝土机械将加大二、三线城市的渗透率,起重机将重点支持资信好的老客户。同时,四季度又是政府采购的旺季,保障房资金逐步到位,预计塔机和环卫机械的销售保持高速增长。混凝土机械和汽车起重机销售季节性回升,下半年需求还有待观察。

□ **虽然客户还款的逾期率有所上升,但是经营质量并未下降。** 目前客户的工作量并未下降,只是持续紧缩下的资金压力导致回款周期拉长,逾期率略有上升。我们认为在货币紧缩的情况上,具有资金实力的上市公司将脱颖而出,并帮助客户度过难关,中联具有这样的优势。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。** 虽然工程机械行业增速可能会略放缓,但未来的成长属于有资金与技术优势的企业,今年上市公司业绩分化已十分明显。我们预计中联重科 2011、2012 年 EPS1.02、1.27 元,动态 PE 仅 10 倍和 8 倍,处于历史的最低部。低估值是因为市场认为业绩预测可能会因经济回落而下调,按照我们目前的预测上半年的净利润占全年的 60%左右。而淡季 8 月的销售已止跌启稳,混凝土机械和汽车起重机环比略有增长,因此我们维持原业绩预测,不下调!

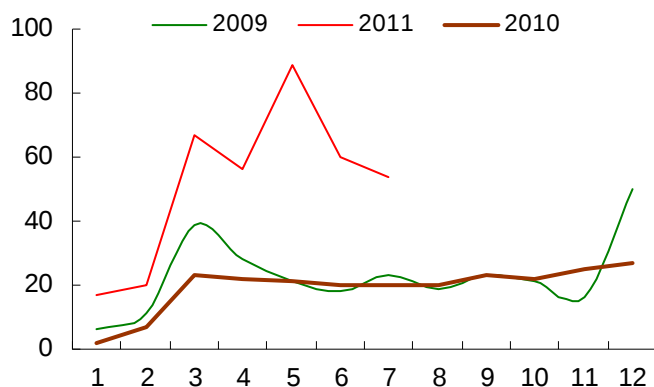
□ **风险因素:** 7、8 月是淡季,工程机械行业销售回升尚不明显,国家紧缩政策并未放松,不过预计四季度保障房和政府采购对混凝土机械、塔机、环卫机械将有拉动效应。

表 2: 中联重科营业收入及盈利假设

2012E	主营业务收入	份额	毛利率	同比增长
混凝土机械	22309	39.9%	35.0%	20.0%
起重机械	18692	33.5%	26.5%	25.0%
环卫机械	4779	8.6%	32.0%	50.0%
路面机械	2093	3.7%	38.0%	20.0%
其它产品	5809	10.4%	18.0%	50.0%
租赁	2190	3.9%	70.0%	40.0%
合计	55873	100.0%	31.6%	27.2%
2011E	主营业务收入	份额	毛利率	同比增长
混凝土机械	18591	42.3%	36.0%	32.0%
起重机械	14954	34.1%	26.0%	35.0%
环卫机械	3186	7.3%	32.0%	70.0%
路面机械	1744	4.0%	38.0%	40.0%
其它产品	3873	8.8%	15.0%	35.0%
租赁	1565	3.6%	70.0%	50.0%
合计	43912	100.0%	31.7%	36.4%
2010	主营业务收入	份额	毛利率	同比增长
混凝土机械	14084	43.7%	32.0%	96.8%
起重机械	11077	34.4%	27.8%	33.5%
环卫机械	1874	5.8%	31.6%	52.4%
路面机械	1246	3.9%	38.6%	58.2%
其它产品	2869	8.9%	14.4%	
租赁	1043	3.2%	66.1%	120.1%
合计	32193	100.0%	30.3%	56.4%

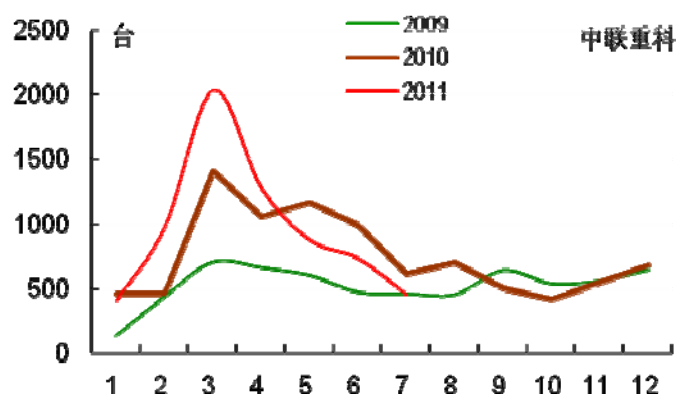
资料来源: 招商证券研发中心

图1: 徐工机械汽车起重机销量示意图



资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图2: 中联重科汽车起重机销量示意图



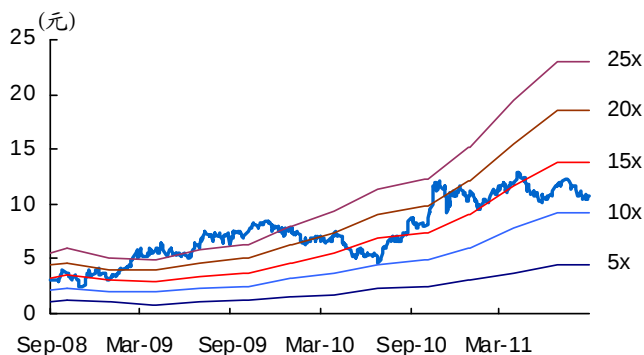
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

表1: 重点上市公司中报财务指标比较

上市公司	盈利能力				偿债能力		营运能力		成长能力		收益质量 每股经营 现金流净额
	毛利率	净利率	期间费用率	净资产收益率	流动比率	资产负债率	存货周转率	应收账款周转率	收入增长率	净利润增长率	
三一重工	38.1%	20.9%	12.8%	41.8%	1.28	64.3%	2.79	3.18	79.2%	106.6%	0.03
徐工机械	21.7%	11.4%	7.6%	16.8%	1.54	53.9%	2.76	2.86	43.5%	61.7%	(0.44)
中联重科	32.5%	19.3%	8.6%	14.9%	1.58	57.1%	1.71	2.58	50.1%	110.1%	0.08
柳工	19.9%	10.2%	7.5%	12.3%	1.43	57.7%	1.94	5.68	32.3%	19.2%	(1.17)
厦工股份	17.6%	6.5%	9.7%	11.9%	1.33	65.0%	2.27	2.66	42.6%	11.8%	(0.92)

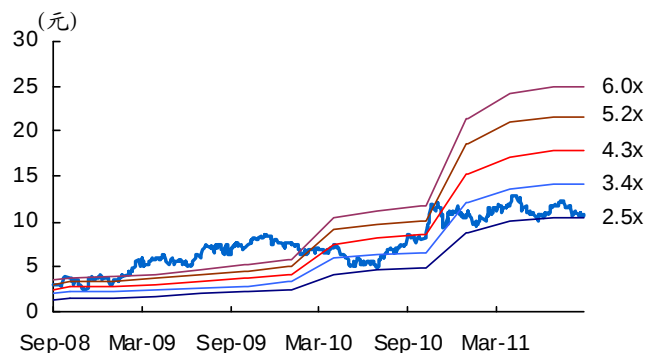
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图3: 中联重科历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

图4: 中联重科历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

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	56490	73156	86312
现金	4428	20520	24462	32376	36118
交易性投资	0	0	1	0	0
应收票据	491	627	878	1117	1374
应收款项	5074	6947	9178	11677	14363
其它应收款	351	528	659	838	1031
存货	6272	8678	11631	14826	18268
其他	3861	7067	9682	12321	15157
非流动资产	13529	18629	18418	21613	24736
长期股权投资	79	94	600	600	600
固定资产	3144	3658	4210	4598	4671
无形资产	2339	2375	1913	1732	1569
其他	7968	12501	11694	14683	17896
资产总计	34006	62995	74908	94769	111047
流动负债	19434	25981	29532	35090	41076
短期借款	6257	4231	5000	5000	5000
应付账款	4369	6886	8992	11462	14123
预收账款	395	839	1049	1337	1648
其他	8414	14026	14491	17291	20306
长期负债	6888	9540	8000	14000	14000
长期借款	2301	4813	2000	2000	2000
其他	4587	4727	6000	12000	12000
负债合计	26323	35521	37532	49090	55076
股本	1673	5797	7706	7706	7706
资本公积金	53	15061	16438	16438	16438
留存收益	5663	6557	13213	21516	31808
少数股东权益	293	59	19	19	19
母公司所有者权益	7390	27415	37357	45660	55952
负债及权益合计	34006	62995	74908	94769	111047

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1333	545	5165	7740	9815
净利润	2446	4666	7831	9768	12108
折旧摊销	0	0	579	596	599
财务费用	0	0	363	573	544
投资收益	0	0	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	0	0	(3541)	(3342)	(3586)
其它	(1113)	(4120)	(57)	156	160
投资活动现金流	(1057)	(1934)	(420)	(3798)	(3723)
资本支出	0	0	(810)	(810)	(510)
其他投资	(1057)	(1934)	390	(2988)	(3213)
筹资活动现金流	(177)	16761	(803)	3972	(2350)
借款变动	0	0	(3807)	0	0
普通股增加	0	0	1909	0	0
资本公积增加	0	0	1377	0	0
股利分配	0	0	(1174)	(1465)	(1816)
其他	(177)	16761	891	5437	(534)
现金净增加额	99	15373	3942	7914	3743

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20762	32193	43912	55873	68724
营业成本	15422	22424	29973	38208	47076
营业税金及附加	108	177	220	279	344
营业费用	1250	2146	2415	3073	3780
管理费用	834	1339	1756	2235	2749
财务费用	344	432	363	573	544
资产减值损失	79	316	100	100	80
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	9095	11415	14162
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	9145	11465	14212
所得税	409	828	1354	1697	2103
净利润	2419	4588	7792	9768	12108
少数股东损益	(28)	(78)	(39)	0	0
母公司所有者净利润	2446	4666	7831	9768	12108
EPS (元)	1.46	0.80	1.02	1.27	1.57

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	53%	55%	36%	27%	23%
营业利润	64%	97%	69%	26%	24%
净利润	56%	91%	68%	25%	24%
获利能力					
毛利率	25.7%	30.3%	31.7%	31.6%	31.5%
净利率	11.8%	14.5%	17.8%	17.5%	17.6%
ROE	33.1%	17.0%	21.0%	21.4%	21.6%
ROIC	16.2%	12.8%	18.2%	19.4%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	77.4%	56.4%	50.1%	51.8%	49.6%
净负债比率	25.2%	17.2%	9.3%	7.4%	6.3%
流动比率	1.1	1.7	1.9	2.1	2.1
速动比率	0.7	1.4	1.5	1.7	1.7
营运能力					
资产周转率	0.61	0.51	0.59	0.59	0.62
存货周转率	2.70	3.00	2.95	2.89	2.84
应收帐款周转率	4.74	5.36	5.45	5.36	5.28
应付帐款周转率	4.10	3.98	3.78	3.74	3.68
每股资料(元)					
每股收益	1.46	0.80	1.02	1.27	1.57
每股经营现金	0.80	0.09	0.67	1.00	1.27
每股净资产	4.42	4.73	4.85	5.93	7.26
每股股利	0.00	0.26	0.15	0.19	0.24
估值比率					
PE	7.2	13.2	10.4	8.4	6.7
PB	2.4	2.2	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	55.8	29.1	18.5	14.7	12.1

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。