

中联重科中报电话会议纪要

公司研究简报

◆公司进行了中报电话会议，我们对其做了纪要，详细内容见正文

中联重科(000157)已于8月31日公布了2011年中报，并于9月2日下午进行了中报电话会议。我们对其做了纪要。以下为中报点评摘要。

电话会议问答环节的详细内容见正文。

◆中期净利润 46.28 亿，同比增长 110%

公司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。

此外公司环卫机械等产品也有80%以上的高增长。

◆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)	32.76%	17.02%	22.13%	23.16%	23.21%
P/E	33	17	10	8	7

买入(维持)

当前价/目标价：10.20/18.00 元

目标期限：6 个月

分析师

陆洲

(执业证书编号：S0930511010007)

021-22169322

luzhou@ebcn.com

联系人：

陈佳宁

021-22169162

chenjianing@ebcn.com

市场数据

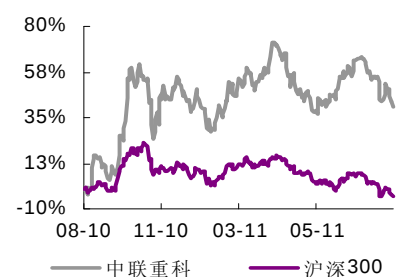
总股本(亿股)：77.06

总市值(亿元)：786.01

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

电话会议问答环节纪要

1、公司七八月业绩增长情况如何？

答：每年七八月属于工程机械的淡季，今年也一样。七月将达到最低值，但同比仍有正增长。到八月，同比、环比都将增长。

2、保障房与水利建设对公司业绩的拉动效果如何？

答：未来几个月，市场带有不确定因素。中联今年的增长主要不是靠挖掘机，而是靠混凝土机械、塔机和环卫机械的增长。公司认为保障性住房建设有助于这几个板块的提升，四季度能体现。

3、公司中报毛利率上升，能否维持？

答：从下半年订单和预测情况看，下半年毛利率还会稳中有升。因为下半年产品结构还会优化，同时成本进行比价招标，进口原材料用美元结算，有利于降低成本；内部管理效率提升对毛利率有帮助。去年底人工费占收入2.6%，今年上半年是2.1%。

4、公司对海外出口的复苏如何看待？

答：上半年在南亚、中东和泛太平洋区域有较大增长。欧洲和北美的复苏缓慢，中东地区政局不稳。整个工程机械出口有30%-40%增长。中联全年预计出口增长100%以上。

5、对工程机械明年增长趋势的看法？

答：中国工程机械行业发展速度今年是个拐点。这么多年来国家靠投资拉动大大刺激了这个行业的发展速度。今年速度的拐点开始出现，但行业的市场容量还在增长。

工程机械行业的下一个高峰期，取决于中国土地的集约化经营，也就是土方机械在市场上将有大的突破口。如果土方机械不在农村有大的突破的话，仅仅拥挤在城市是没有大发展的。因为土方机械在工程机械中占比比较高。同时，传统的工程机械的增速放缓要远远低于挖掘机的放缓。因为挖掘机这两年透支了这个市场，而正常的工程机械如塔吊等的增长要正常一些。

6、二季度销售费用是一季度两倍，是不是网点拓展速度太快？核心零部件进展情况？

答：销售费用率去年上半年是6.1%，今年是5.1%，已经下降了。下半年扩建销售网络。全年销售费用率将稳定在5.5%左右。中联重科在机械传动件（齿轮箱）和重型车底盘上都有考虑，在专用液压件上也有自己的考虑。工程起重机方面，现在是以地区市为中心来建设网点，上半年花了很大力气。

7、公司对拐点的应对措施如何？对投资的影响？

答：公司的资本性投入主要来源于H股IPO，定向增发还有结余资金。中联在战略考虑上一直是对行业有审慎的看法，采取了稳健的做法。正因为如此，原来我们的投资计划也是比较稳健的，也是有的放矢的。现在我们是分期投入，投主要的，投眼前急需的，而不是一下子全面铺开。我们也早已预计到了市场拐点。我们对员工和园区建设也是控制的，员工控制在3.1万人左右。我们对拐点的到来早就有准备。

8、听闻工程机械行业存在囤货的情况，请问公司这方面的情况？

答：渠道代理商最集中的是工程起重机，其它主要是直销。中联在渠道里没有囤货。我们在渠道是按照销售计划放少量的样机。我们对代理商的选择也是慎重的，每个代理商必须有完整的设备大修场地、组织保证和办公设施。达标后，代理商在我们内部也是信息联网的，其代理过程都在我们掌控之中。

9、发展信用销售透支了部分行业增速，请问之后是否会带来利润的大幅下滑？

答：信用销售对工程机械行业发展的正面作用不可忽视。但从另外一方面看，如果产品没有这么大的市场，靠透支的话就不对了。挖掘机是透支最多的，就是信用销售惹的祸。

挖掘机我们亲身经历过它的衰败。上世纪80年代我们有很多挖掘机企业，最后一家是，支持到最后也被三洋收购了。挖掘机在中国全军覆没，最根本的问题是80、90年代两次大的宏观调控。

挖掘机到底有没有市场，它的欣欣向荣是不是真实的？什么时候出现真实的欣欣向荣？我们认为，当农村需要的时候，挖掘机就会大量增长。我们一直在蓄势。今年我们主动调低了挖掘机销售收入指标，但我们在园区建设和人才引进上没有放松，只是做精而已。一切都在准备之中，产品我们慢慢做，一旦市场真正起来后，抓住真正欣欣向荣的市场。

10、混凝土机械7月下滑明显，未来怎么样？

答：7月份是混凝土机械传统淡季。二季度受宏观调控影响，需求下降。9月份有回升的趋势。随着第二轮保障房建设大规模开始，这个产品会出现回升。但整体市场是否有明显扩大，还取决于宏观经济的变化。预计混凝土机械去年同比增长30%-50%。

11、公司发行美元债券，准备用于什么方面？

答：发债主要考虑，一是以较低的融资成本获取资金。当前美国国债利率处于历史最低，远低于国内；二是公司需要有个融资平台；三是提升公司抗风险的能力。

12、公司上半年现金流改善的原因和具体措施？公司对下半年的计划和看法？

答：加强应收账款管控、催收；调整了销售方式，上半年按揭销售比重上升，有助于现金流；融资租赁的保理方式调整，上半年都是无追索的，有助于提升现金流。关于公司混凝土产品，下半年增加技术研发的投入，重点抓混凝土搅拌车和搅拌站的技术提升，和泵送机械中联和CIFA协同产品的推出。同时加强内部的管理提升。关于工程起重机，对于客户的选择公司会更加慎重，公司将着重加强和老客户的合作，支持其发展。公司将加大风险控制，严格审查客户信用和资质。公司的下半年销售形势会不错，塔吊和环卫机械下半年会比较旺，风险较低。

13、公司上半年起重机毛利率下降一个点的原因？混凝土机械毛利率大幅提高的原因？

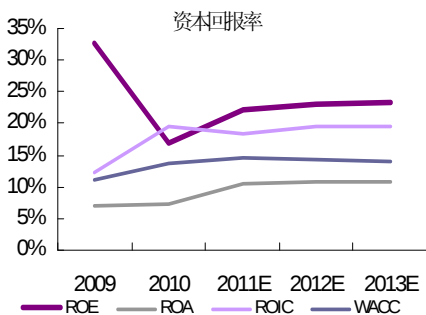
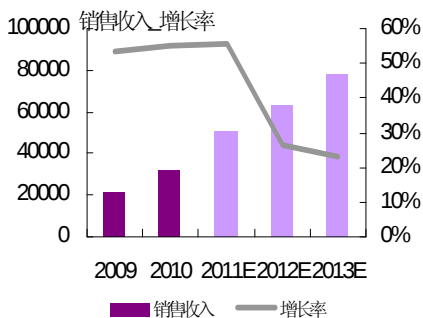
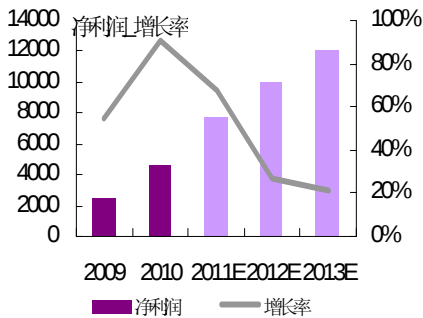
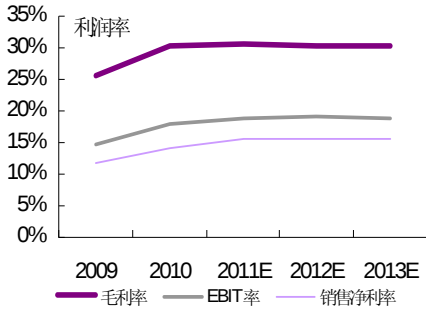
答：汽车起重机毛利率是持平的，现在小吨位塔机增加的较多，所以起重机整体毛利下降。混凝土毛利率上升主要有四个原因：新机型进入市场、规模效应体现、关键零部件国产化代替进口、进口零部件因为汇率下降导致成本下降。

14、公司对长远毛利率希望保持在多少？

答：公司预计毛利率将稳中有升。四个原因：产品结构优化、减成本措施的实施、国产代替进口、规模效应提升。

15、从长远看，混凝土机械的发展和竞争格局如何？

答：目前混凝土机械市场份额，三一和我公司两家份额超80%，两家都很遵守规则，不会随意降价。而且它很多部件以前进口居多，未来会用国产件替代，对毛利率有帮助。公司将不断推出符合客户需求的高附加值产品。重要零部件研发制造已列入计划。



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
应收帐款	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	17	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

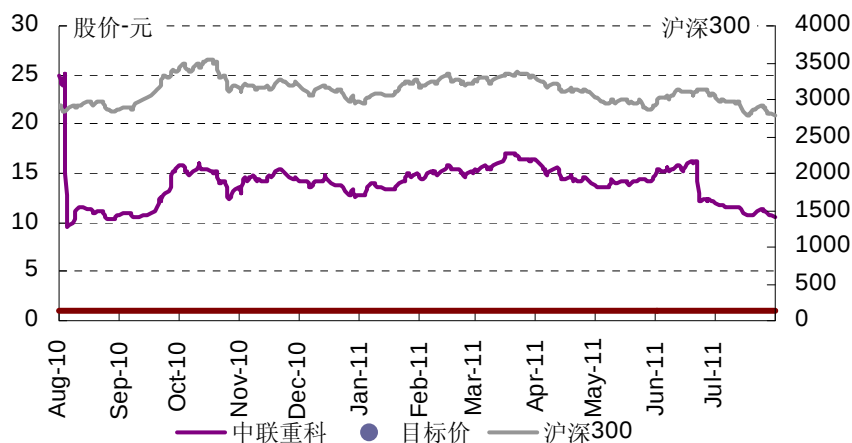
资料来源：光大证券、上市公司

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
2009-04-29	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
2011-08-30	10.61	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