

机械行业研究小组

分析师：徐敏锋

执业证书编号：S0730511080003

联系人：张宇 zhangyu00@ccnew.com

紧抓核心业务 明确发展思路

— 中联重科 (000157.SZ) 年报点评

研究报告-公司点评

买入 (维持)

发布日期：2012年03月23日

报告关键要素：

公司经营策略以稳健为主，在宏观经济不明朗前主动放缓扩张速度，有利于公司资产安全和突出发展核心业务。公司未来将主打起重设备和混凝土设备两张牌，通过海外销售和国内销售渠道拓展保持营收增长。

事件：

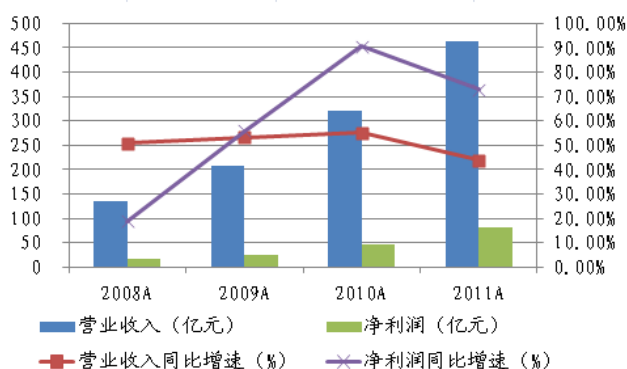
- **中联重科 (000157.SZ) 公布2011年年报。**公司2011年年实现营业收入和净利润分别为463.23亿元和80.66亿元，基本每股收益1.05元。此外，公司公布利润分配预案为每10股发放现金红利2.50元 (含税)。

点评：

- **2011年公司利润实现逆势增长。**2011年工程机械行业整体受固定资产投资放缓和产能过剩的双重压力，从二季度开始主要产品销售同比大幅下滑，行业严重不景气。但是，公司作为国内工程机械行业龙头企业主要凭借混凝土机械、起重机械、环卫机械占公司收入构成的85.94%的三大业务实现逆市增长的良好局面。

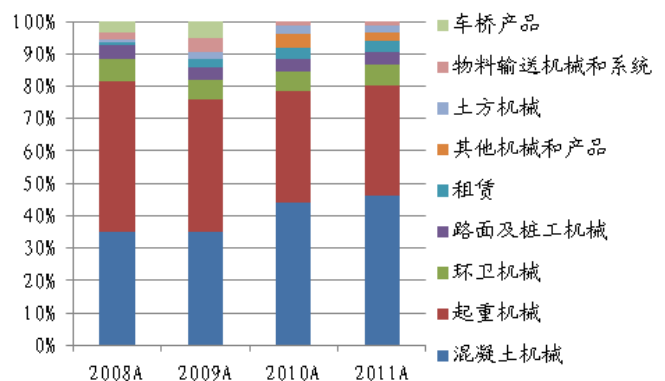
公司全年实现营业收入约463.23亿元人民币，同比增长43.89%，营业利润约150.07亿元，同比增长53.62%，实现归属于母公司股东的净利润约80.66亿元人民币，同比增长72.88%。

图1：2008-2011年公司营业收入和净利润



数据来源：WIND，中原证券研究所

图2：2008-2011年公司分业务营业收入占比



数据来源：WIND，中原证券研究所

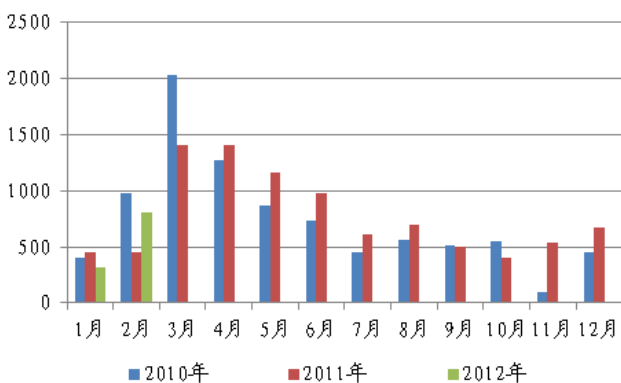
- **立足优势，突出主业。**公司前两大主要业务混凝土机械及起重机械在2011年分别实现50.61%和41.00%的高速增长。混凝土机械销售量虽然与固定资产投资密切相关，但是我国商品混凝土比例距发达国家还有一定差距，混凝土机械普及尚未达到饱和，市场销售整体呈现上升趋势。此外，公司收购意大利CIFA后，积极拓展欧洲市场，混凝土泵车等设备将成为公司未来海外战略的主打产品。

起重业务中汽车起重机虽然蒙受了行业销售整体放缓的负面影响，自2011年5月份出现约25个百分

点的同比销售负增长之后，连续数月销售同比下滑。截至2012年2月销售依然处于低迷状态（2月份销售801台，同比下滑17.76%）。但是，2011年公司重点产品塔机、履带吊销售远超行业平均水平，履带吊排名首次成为行业第一。塔机方面公司购买了德国JOST平头塔全套技术，极大的增加了公司在这项产品上的市场竞争力，在技术方面可以确保公司国际领先的地位。公司起重机械中塔机2011年销售1万4千台，按销售量统计市场占有率达到14%，大于2至8名市场占有率之和，销售额同比增速高达150%，收入占起重设备总收入比重约40%，其余为汽车起重机和履带起重机。

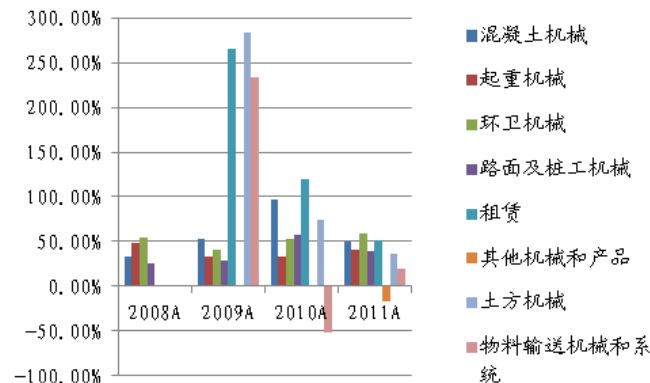
公司第三大业务环卫机械2011年实现销售收入29.78亿元，同比增长58.87%，成功跃居国内环卫机械行业销售排名第一。公司拟通过在湖南省产权交易所挂牌交易的方式出售环卫机械公司80%的股权。我们判断公司管理层计划出售环卫业务主要基于以下几点理由：第一，该业务与公司主业工程机械相关度较低，公司可能考虑舍弃该项业务突出发展主业。第二，环卫业务覆盖产品主要包括城市清扫设备，垃圾收运设备，市容养护设备等，技术门槛普遍较低。中联进入市场较早，享受了市场扩张和进口替代的巨大空间，但是未来市场竞争激烈程度会逐渐增加，该业务盈利能力可能下降。第三，该业务下游客户主要是政府采购，回款有保障，但是周期较长导致公司营运能力下降。此外，环保设备销售模式对政府采购依赖的特殊性可能造成公司该项业务发展面临瓶颈。第四，公司通过出售资产获得流动资金可以一次性补充公司营运资本。

图3：2010-2012年2月公司汽车起重机月度销售（台）



数据来源：国际工程商贸网，中原证券研究所

图4：2008-2011年公司分业务营业收入同比增速（%）



数据来源：WIND，中原证券研究所

- **盈利能力稳中略升。**2011年公司毛利率32.40%较2010年上升2.06个百分点，主要受益于公司混凝土机械毛利水平大幅提升所致，由2010年的32.02%提升至2011年的35.56%。一方面公司产品结构中高毛利的泵车占比逐渐增大。此外，泵车销售均价大幅提升，市场销售最好的产品已经由2010年主打的30米臂架系列上升为2011年的50米臂架系列，泵车的平均毛利率达到36.8%，市场占有率37%。未来公司混凝土机械产品毛利率还有进一步上升的空间。

公司起重设备中销售占比4成的塔机平均毛利率仅20%左右，拉低了公司起重业务整体毛利水平2.07个百分点。塔机毛利水平低的主要原因是下游房地产行业投资增量主要以保障房建设为主，而保障房对塔机产品的需求种类集中在中低端产品，平均毛利率低。公司现有塔机生产基地分布在重庆、西安、沈阳、江阴、汉寿5个生产基地，未来可能通过加速布局直销网络拓展塔机销售业务。三、四线城市将是公司销售增长的抓手，而这部分市场偏好中低端产品，未来塔基业务整体毛利水平还将下降。

我们判断环卫设备毛利下降是市场发展的趋势。由于生产门槛相对较低，改装车企业将逐渐涉足这一领域。部分小企业受地方政府扶持，竞争的区域化优势将在未来市场竞争中体现。

图5： 2008年-2011年公司毛利率 (%)

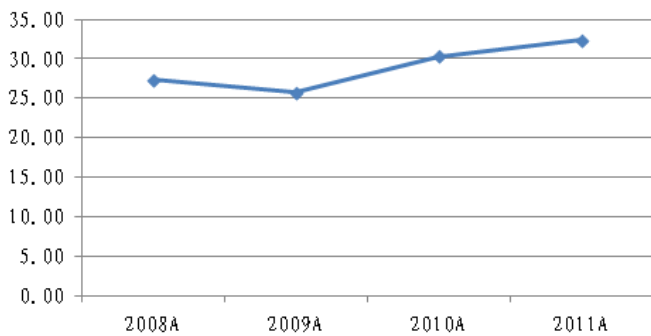
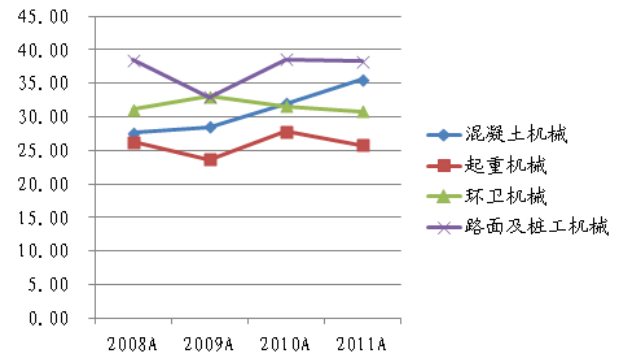


图6： 2008年-2011年公司主要产品毛利率 (%)



数据来源：WIND，中原证券研究所

数据来源：WIND，中原证券研究所

- **公司期间费用率上升。**2011年公司期间费用率10.85%，较2010年下降1.32个百分点。主要系公司2011年财务费用下降所致。公司2010年H股上市融资成功使公司现金状况改善，利息收入增加，以及公司汇兑收益增加所致。

公司2011年销售费用率6.82%，同比增长0.16个百分点，主要系公司销售力度加大所致。这与固定资产投资增速下滑，行业竞争加剧直接相关。

公司管理费用3.79%，同比下降0.37个百分点。

图7： 2008年-2011年公司期间费用率 (%)

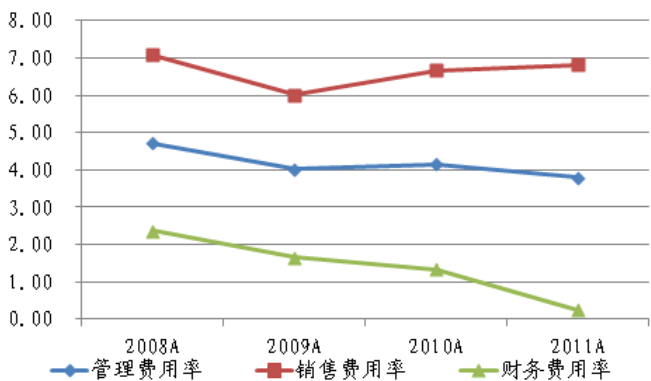
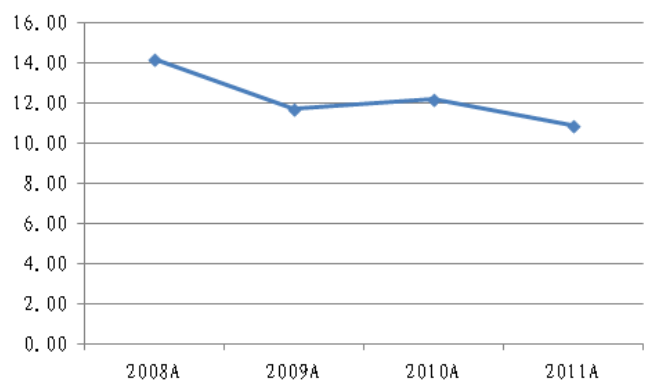


图8： 2008年-2011年公司期间费用率 (%)

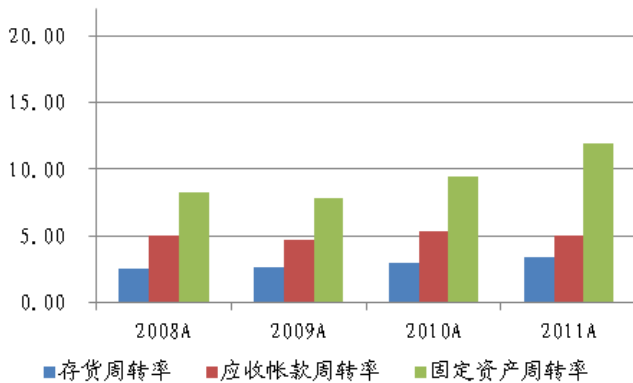


数据来源：WIND，中原证券研究所

数据来源：WIND，中原证券研究所

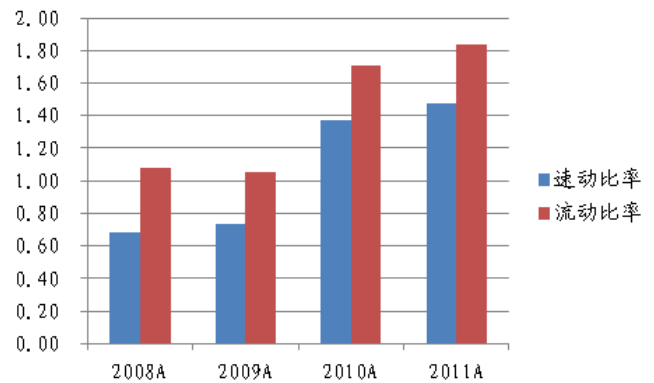
- **公司营运能力。**公司营运能力基本处于历史同期合理水平。固定资产周转率增加的主要原因系公司实施偏紧的战略方针，固定资产增加速度大幅小于企业销售收入增速，体现公司稳健的经营理念。
- **公司偿债能力。**公司偿债能力逐年增加。2011年公司流动比率和速动比率分别为1.84和1.48。较2010年均小幅提高。这与公司在经济增速放缓的阶段，调整经营策略增加流动资产，减少固定资产投资的一系列举措有关。

图9: 2008年-2011年公司营运能力



数据来源: WIND, 中原证券研究所

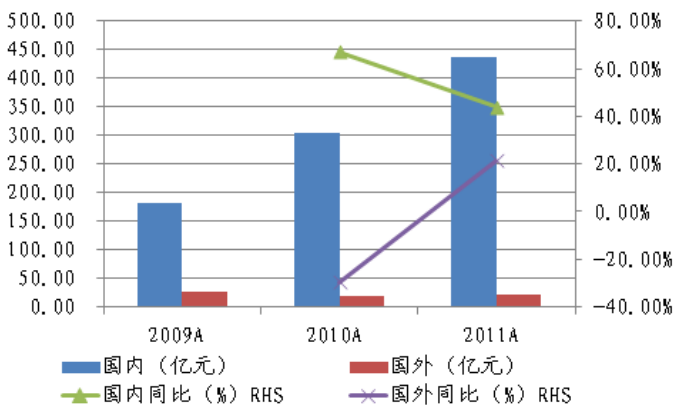
图10: 2008年-2011年公司偿债能力



数据来源: WIND, 中原证券研究所

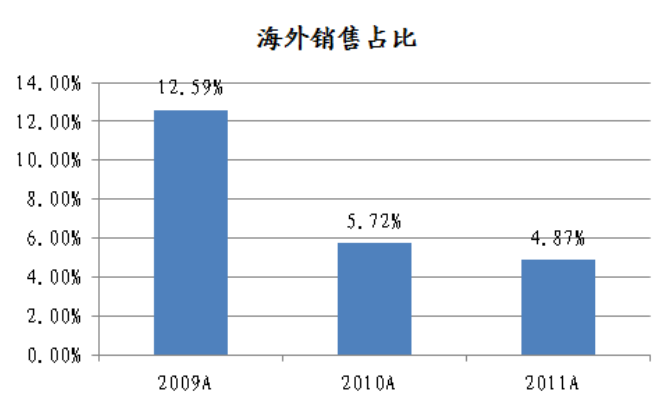
- **海外销售增速快。**公司用H股募集资金建立和完善了海外销售网络,成立了欧洲研发及组装中心,大力拓展海外业务。2011年公司海外销售收入22.38亿元,同比增长46.24%,高于营业收入增速。但是,海外销售占公司总收入比重依然较小,仅为4.87%。未来欧洲经济复苏,在CIFA与公司的协同效应下,海外销售会呈现爆发式增长态势。

图11: 公司海内外市场销售增速



数据来源: WIND, 中原证券研究所 (估算)

图12: 公司近年海外销售占比



数据来源: WIND, 中原证券研究所

- **投资建议:** 预计2012年和2013年公司将实现销售收入607.46亿元和704.93亿元,净利润分别为94.02亿元和112.40亿元,对应的EPS分别为1.22元和1.46元。以3月22日收盘价9.34元计算,公司2012年和2013年市盈率分别为7.66倍和6.40倍。综合考虑公司在行业内的龙头地位,以及主要产品未来几年市场需求持续向好的趋势,给予公司“买入”投资评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动导致毛利率下降风险;宏观经济波动的系统性风险。

盈利预测

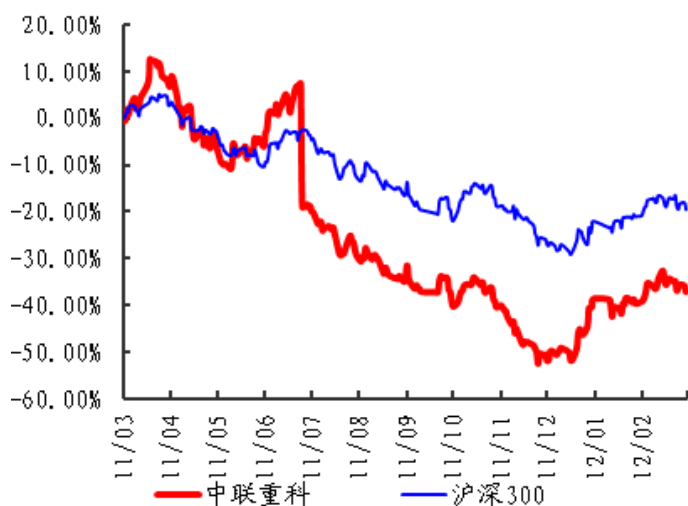
	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(亿元)	321.93	463.23	607.46	740.93
增长比率(%)	55.05%	43.89%	31.14%	21.97%
净利润(亿元)	46.66	80.66	94.02	112.40
增长比率(%)	90.71%	72.88%	16.57%	19.55%
全面摊薄每股收益(元)	0.61	1.05	1.22	1.46
市盈率(倍)	15.31	8.90	7.66	6.40

市场数据 (2012年03月22日)

收盘价(元)	9.34
一年内最高/最低(元)	17.64/7.03
沪深300指数	2583.75
市净率(倍)	2.03
流通市值(亿元)	719.14

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	4.60
每股经营现金流(元)	0.27
毛利率(%)	32.40
净资产收益率-摊薄(%)	22.53
资产负债率(%)	50.22%
总股本/流通股(亿股)	77.06/77.04
B股/H股(亿股)	0/14.30

个股相对沪深300指数走势


行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。