



盈利能力下降，关注毛利变化趋势

——中联重科（000157）2012 年年报点评

2013 年 3 月 29 日

强烈推荐/维持

中联重科

财报点评

韩庆	分析师	执业证书编号: S1480512060001
	电话: 010-66554026	邮箱: hanqing@dxzq.net.cn

事件:

报告期内，公司实现营业收入 480.71 亿元人民币，同比增长 3.77%；实现归属于母公司股东的净利润 73.30 亿元人民币，同比下降 9.12%；对应 2012 年 eps 为 0.95 元，略低于之前的预期。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	13413.12	9058.67	13115.46	11608.93	17510.58	9988.97	8962.70
增长率（%）	31.63%	15.95%	58.18%	8.14%	30.55%	10.27%	-31.66%
毛利率（%）	33.35%	31.10%	33.03%	32.09%	35.32%	35.57%	23.00%
期间费用率（%）	9.32%	12.18%	14.05%	8.82%	9.25%	17.24%	14.15%
营业利润率（%）	22.83%	17.78%	19.29%	21.89%	24.34%	16.17%	5.47%
净利润（百万元）	2618.75	1341.72	2180.88	2122.63	3626.24	1377.70	402.39
增长率（%）	84.66%	48.77%	43.22%	4.46%	38.47%	2.68%	-81.55%
每股盈利（季度，元）	0.439	0.173	0.273	0.271	0.458	0.174	0.048
资产负债率（%）	57.11%	54.62%	50.22%	51.44%	55.13%	53.10%	53.71%
净资产收益率（%）	8.13%	4.00%	6.12%	5.63%	9.22%	3.38%	0.98%
总资产收益率（%）	3.49%	1.82%	3.05%	2.73%	4.14%	1.59%	0.45%

评论:

- **毛利率减小导致4季度净利润同比大幅下滑。** 公司4季度单季实现营业收入89.62亿元，同比减少31.66%；实现净利润4.02亿元，同比减少81.55%。结束了之前逆市增长的态势，公司业绩4季度出现明显下滑。原因主要来自三方面：一、受商品房新开工面积下降的影响，泵车4季度销售大幅放缓，导致收入减少；二、产品销售结构中，毛利率较低的搅拌站、搅拌车、起重机械及土方机械占比提高，从而影响整体毛利水平；三、市场竞争加剧，主力的泵送产品价格松动，毛利率下降。
- **主要产品市场占有率进一步提升。** 公司2012年通过采取较为积极的销售策略，使得主要产品的市场占有率进一步提升。混凝土机械方面，公司泵车产品市场占有率较 2011 年明显提升，根据上牌数据统计，公司2012年泵车市占率达到48%，比2011年时提高了11个百分点，基本与竞争对手持平。另外，搅拌车、车载泵、搅拌站三大产品行业市场占有率也达到全国第一。需注意的是，公司混凝土机械市占率提升的同时，毛利率却在下滑。起重机械方面，公司塔机国内市场占有率稳居行业榜首，履带吊产品实现国内销售额第一。土方机械方面，公司推土机国内市场占有率跃居行业第二。

- **加强风控，财务质量得到改善。**4季度末，公司应收账款规模为189亿元，比3季度末时减少7.8亿元。此外，公司一年内到期非流动资产和长期应收款合计196亿元，有担保责任的客户按揭借款余额123.8亿元，有担保责任的第三方融资租赁应收余额8.9亿元，有追索权的保理借款余额10.7亿元，公司目前的风险敞口余额为528.4亿元，比中报时略有减少。另外公司还有无追索权保理额48.3亿元。下半年以来，按揭占公司信用销售的比例有所提高，说明公司已注意对客户逾期风险的防控。公司经营活动现金流为29.6亿元，比上年同期大幅增加41%。显示出公司加强对经营风险的控制，努力提高财务质量。

风险提示：

1) 房地产调控力度加大导致房地产投资下滑；2) 中央对地方政府融资平台治理导致基建投资下滑。

投资建议：

公司2013年的经营目标是实现营业收入550亿元，同比增长15%左右，与之前股权激励方案中净利润12%的增长目标接近。我们认为，在今年经济增长不确定性较大的背景下，公司要实现这一目标还需依靠传统主力产品以外的新兴产品增长，如干混砂浆成套设备、挖掘机、环卫机械等。我们预计公司2013-2015年每股收益1.08元、1.32元和1.51元，对应PE分别为7.5倍、6.1倍和5.4倍，维持公司“强烈推荐”评级。

表 1：盈利预测和估值

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	48,071.17	55,331.61	64,489.55	74,299.69
主营收入增长率	3.77%	15.10%	16.55%	15.21%
EBITDA（百万元）	9,733.13	11,023.59	13,903.89	16,669.48
EBITDA 增长率	-3.48%	13.26%	26.13%	19.89%
净利润（百万元）	7,330.05	8,291.79	10,183.03	11,624.61
净利润增长率	-9.12%	13.12%	22.27%	14.16%
ROE	17.96%	17.77%	18.93%	18.77%
EPS（元）	0.950	1.076	1.321	1.509
P/E	8.53	7.53	6.13	5.37
P/B	1.53	1.34	1.16	1.01
EV/EBITDA	6.02	4.48	4.56	3.83

资料来源：东兴证券

分析师简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年机械行业上市公司从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；
看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券