

立足全球角度发展的工程机械龙头

——中联重科(000157)公司点评

核心观点

公司快速增长的驱动因素将持续 从发达国家历程来看，城镇化率较高阶段，工程机械仍有较大需求。全球排名前5的工程机械厂商销售额的60-70%来自于欧美日本土。我国目前有大量的基础设施建设项目，将保持旺盛需求。公司产品包括混凝土机械与起重机械，与发达国家相比，存在较大差距。我国的商品混凝土率，中国仅30%，美国80%，瑞典、日本也都在80%左右，百万吨混凝土对应的泵送机械：中国21台，美国76台，因此，无论从城市化率还是产品存量来看，仍有较大空间。

海外并购带来协同效应 公司作为国内混凝土行业龙头，收购了意大利CIFA后，技术上处于行业领先地位。公司的泵车的碳纤维比价、混凝土搅拌主机（用时只用一半）、泵车臂架防抖动技术等3项技术在全球第一。公司在长沙设厂，成品后运至欧洲，制造成本相当于CIFA在意大利的60%-70%。通过CIFA的采购渠道进口零部件，成本降低20%-50%。在意大利，订货需要提前半年，现在国内生产然后运过去，大大提高效率。上半年公司的混凝土产品销售晚上，我们预计全年有望增长50%。

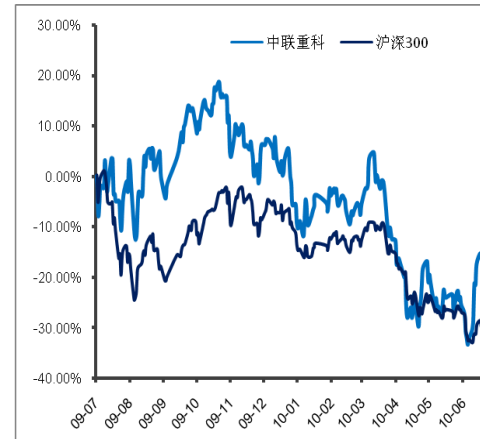
融资租赁业务成为新的增长点 公司2007年正式开始融资租赁业务，目前50%的销售是融资租赁来完成，实际融资额在40%左右（20%首付）。全球工程机械前8有6家控股一个金融服务公司，有力的促进了销售。公司2000年上市以来，分红与IPO基本持平。公司目前较多地产业园在建，资产负债率达到70%。而世界前五大公司，至少有2个以上融资平台，公司此次H股融资主要投向基础研究及基础零部件，对进口的关键零部件实现国产化，并立足H股进行国际资本运作，提升国际品牌知名度。

上半年产销旺盛，增发项目投入50% 公司起重机、环卫机械上半年也快速增长，产品处于供不应求状态。相关增发项目投入迅速，其中挖掘机8月份渭南基地正式开园。公司增发投入大吨位起重机、中大型挖掘机项目，进行进口替代，打造具有全系列产品的工程机械厂商，有利于抵御单一产品带来的风险，公司规划2015年，销售收入达到700亿，CAGR20%-30%，我们根据公司目前运营情况，预计未来三年每股收益为1.8元、2.22元、2.66元，给予强烈推荐A评级。

财务数据与估值

| | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入(百万) | 20762.16 | 32804.22 | 42645.48 | 51174.58 |
| 同比增速(%) | 53.24% | 58.11% | 30.22% | 20.32% |
| 净利润(百万) | 2372.40 | 3546.37 | 4380.42 | 5239.57 |
| 同比增速(%) | 51.17% | 49.48% | 23.52% | 19.61% |
| EPS(元) | 1.20 | 1.80 | 2.22 | 2.66 |
| P/E | 128 | 71 | 42 | 28 |

股价走势图



基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股) | 197105.47 |
| 流通A股(万股) | 167245.58 |
| 52周内股价区间(元) | 20.49-28.94 |
| 总市值(亿元) | 448.61 |
| 总资产(亿元) | 430.00 |
| 每股净资产(元) | 6.78 |
| 目标价 6个月 | 34.8元 |
| 目标价 12个月 | 41.4元 |

相关报告

研究员：李元

电话：010-84183131

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940209090162

联系人：周红军

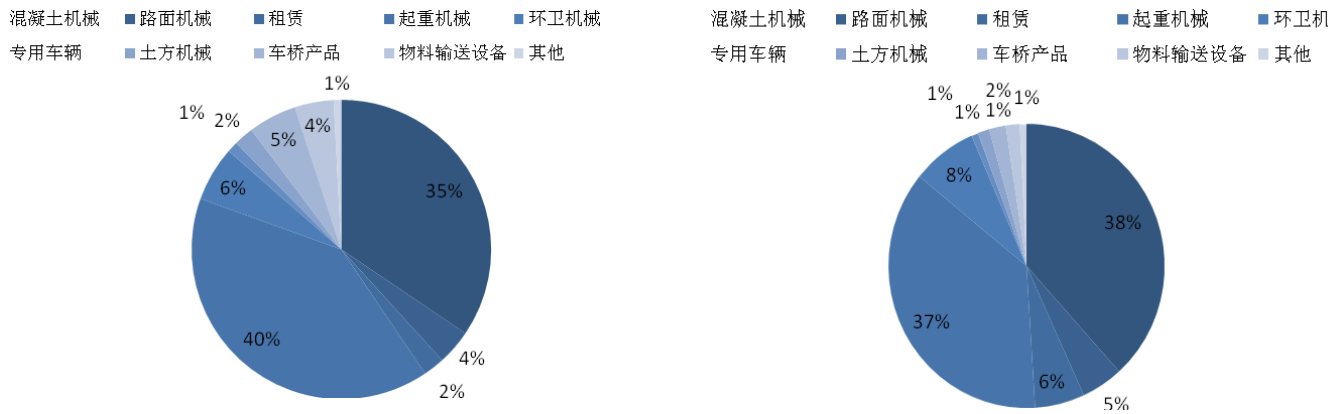
电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司自成立以来以年均 60% 以上的增长速度发展，公司包括全系列混凝土机械、工程起重机械、城市环卫机械、建筑起重机械、路面施工养护机械、基础施工机械、专用车辆、土石方机械等 13 大系列、430 多个品种，成为全球工程机械行业产品系列最全的企业。产品收入比例及毛利率比例如下图所示。

图 1: 公司分产品收入比例及毛利润构成



数据来源: 公司公告

公司 2010 年定向增发 65 亿资金应用于下列项目。

表 1 定向增发项目 单位: 万元

| 序号 | 项目名称 | 年新增营业收入 | 年新增净利润 |
|----|----------------------|-----------|---------|
| 1 | 大吨位起重机产业化 | 503,316 | 75,749 |
| 2 | 建筑基础地下施工设备产业化 | 115,085 | 15,975 |
| 3 | 全球融资租赁体系及工程机械再制造中心建设 | 216,880 | 45,747 |
| 4 | 数字化研发制造协同创新平台建设 | - | - |
| 5 | 社会应急救援系统关键装备产业化 | 115,214 | 15,694 |
| 6 | 中大型挖掘机产业升级 | 377,778 | 26,569 |
| 7 | 工程机械关键液压件产业升级 | 123,932 | 15,736 |
| 8 | 工程起重机专用车桥基地建设注 | 44,872 | 4,380 |
| 9 | 散装物料输送成套机械研发与技术改造注 | 245,727 | 28,948 |
| 10 | 环保型沥青混凝土再生成套设备产业化 | 36,564 | 4,203 |
| 11 | 补充流动资金 | - | - |
| 合计 | | 1,779,368 | 233,001 |

数据来源: 公司公告

表 2: 中联重科 (000157) 盈利预测 (万元)

| | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 1354878 | 2076216 | 3280422 | 4264548 | 5117458 |
| 营业总成本 | 1188188 | 1803703 | 2865273 | 3749377 | 4499252 |
| 营业成本 | 984163 | 1542227 | 2452140 | 3212304 | 3854765 |
| 营业税金及附加 | 3231 | 10801 | 17065 | 22184 | 26621 |
| 销售费用 | 95940 | 125011 | 197517 | 256772 | 308127 |
| 管理费用 | 63791 | 83398 | 131770 | 171300 | 205560 |
| 财务费用 | 32054 | 34406 | 54362 | 70671 | 84805 |
| 资产减值损失 | 9008 | 7860 | 12419 | 16145 | 19374 |
| 公允价值变动净收益 | -1767 | 497 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1036 | -26 | 153 | 153 | 153 |
| 营业利润 | 165960 | 272985 | 415301 | 515324 | 618359 |
| 营业外收入 | 18239 | 13072 | 10000 | 10000 | 10000 |
| 营业外支出 | 5681 | 3317 | 0 | 0 | 0 |
| 其中: 非流动资产处置 净损失 | 1466 | 1707 | | 0 | 0 |
| 利润总额 | 178518 | 282739 | 425301 | 525324 | 628359 |
| 所得税 | 19145 | 40857 | 63795 | 78799 | 94254 |
| 净利润 | 159373 | 241882 | 361506 | 446526 | 534105 |
| 少数股东损益 | 2435 | 4642 | 6869 | 8484 | 10148 |
| 归属于母公司净利润 | 156938 | 237240 | 354637 | 438042 | 523957 |
| 每股收益(元) | 0.80 | 1.20 | 1.80 | 2.22 | 2.66 |

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平 |
| | C | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上 |
| | 推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间 |
| | 中性 | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
| | C | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平 |

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域 | E-mail | 研究员 | 研究领域 | E-mail |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------|------------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com |
| 李元 | 机械、电力设备 | liyuan@guodu.com | 巩俊杰 | 交通运输 | gongjunjie@guodu.com |
| 张翔 | 首席策略分析师 | zhangxiang@guodu.com | 吴煊 | 策略研究 | wuxuan@guodu.com |
| 邓婷 | 金融 | dengting@guodu.com | 邹文军 | 房地产 | zouwenjun@guodu.com |
| 徐昊 | 农业、食品饮料 | xuhao@guodu.com | 徐才华 | 机械、汽车及零部件 | xucaihua@guodu.com |
| 潘蕾 | 医药 | panlei@guodu.com | 曹源 | 策略研究、传媒 | caoyuan@guodu.com |
| 王招华 | 钢铁 | wangzhaohua@guodu.com | 刘芬 | 机械 | liufen@guodu.com |
| 王京乐 | 家电、旅游 | wangjingle@guodu.com | 鲁儒敏 | 公用事业 | lurumin@guodu.com |
| 肖世俊 | 有色金属、新能源 | xiaoshijun@guodu.com | 姜瑛 | IT | jiangying@guodu.com |
| 傅浩 | 建筑建材 | fuhao@guodu.com | 王双 | 石化 | wangshuang@guodu.com |
| 魏静 | 机械 | weijing@guodu.com | 赵宪栋 | 商业贸易 | zhaoxiandong@guodu.com |
| 胡博新 | 医药行业 | huboxin@guodu.com | 姚小军 | 基金研究 | yaoxiaojun@guodu.com |
| 陈薇 | 衍生产品、金融工程 | chenwei@guodu.com | 苏昌景 | 债券研究、基金研究 | suchangjing@guodu.com |
| 吴昊 | 宏观经济、利率产品 | wuhao@guodu.com | 赵荣杰 | 股指期货 | zhaorongjie@guodu.com |
| 李春艳 | 基金联络 | lichunyan@guodu.com | | | |