

## 中联重科 (000157.SZ)

## 工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

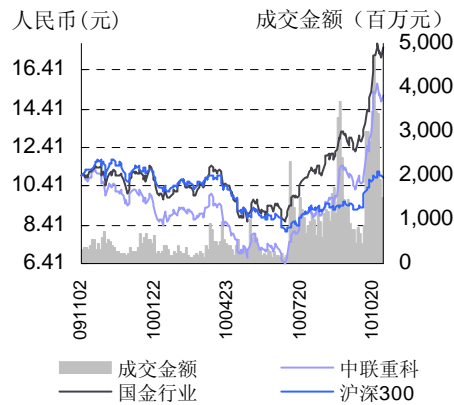
市价(人民币): 15.07元

## 利润大幅增长, 现金流有待改善

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	4,181.09
总市值(百万元)	74,259.49
年内股价最高最低(元)	15.72/6.41
沪深300指数	3379.98
深证成指	13367.24



## 相关报告

1. 《收入大幅增长, 毛利率接近历史高点》, 2010.8.24
2. 《发行H股点评》, 2010.7.7
3. 《收入快速增长, 财务压力减轻》, 2010.5.1

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.664	0.556	1.196	1.390	1.621
每股净资产(元)	3.81	4.26	5.36	6.65	8.17
每股经营性现金流(元)	0.37	0.51	1.30	1.29	1.28
市盈率(倍)	11.42	22.77	12.77	10.99	9.43
行业优化市盈率(倍)	16.13	35.64	35.64	35.64	35.64
净利润增长率(%)	12.96%	-16.20%	115.13%	16.20%	16.62%
净资产收益率(%)	17.43%	13.05%	22.33%	20.91%	19.85%
总股本(百万股)	759.16	759.16	759.16	759.16	759.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

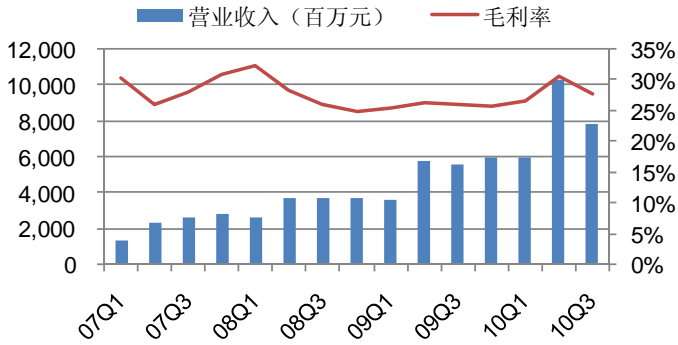
- 前3季度公司实现营业收入 23,901 百万元, 同比增长 61.43%; 归属母公司股东的净利润 3,126 百万元, 同比增长 76.13%, EPS 为 0.634 元。其中, 3 季度收入为 7,812 百万元, EPS 为 0.188 元。公司业绩符合此前公告增预情况(净利润同比增长 70~90%)。

## 经营分析

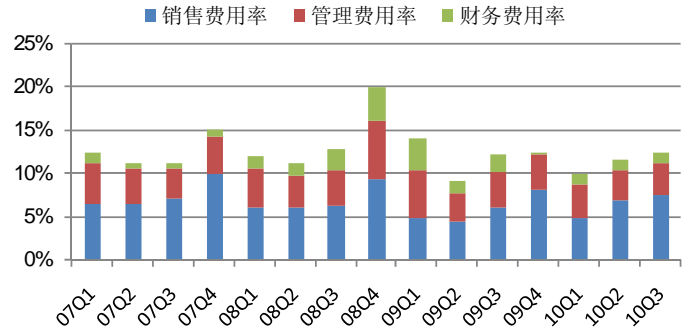
- **主要产品热销:** 今年以来, 国内投资呈全面回升, 公司采取了积极的营销策略, 混凝土机械、汽车起重机等主要产品销量大幅增长。
  - ◆ 1-9 月, 国内商品房新开工面积达到 11.9 亿平方米, 同比增长 63%; 房地产投资额达到 3.35 万亿元, 同比增长 36%。公司的混凝土机械销售形势红火, 实际产能也不断提升。
  - ◆ 根据行业协会统计, 1-9 月公司汽车起重机销量达到 7,300 多台, 同比增长 61%, 高于行业平均 36% 的增速, 市场份额进一步扩大。但 3 季度单季, 国内汽车起重机需求疲软, 销量和增速逐月下降。9 月份单月, 公司和行业的汽车起重机销量均已低于去年同期。这可能与去年受到高铁建设拉动、汽车起重机销量基数较高, 而随着高铁基础设施建设高峰过去, 相应的产品需求有所减少有关系。
- **毛利率处于相对高位:** 公司前 3 季度的综合毛利率为 28.53%, 比去年同期高 2.7 个百分点; 其中 3 季度单季毛利率为 27.75%, 虽然比 2 季度略有下降, 但仍于相对较高的水平。
- **费用控制良好:** 公司前 3 季度的销售费用率为 6.55%, 比去年同期上升了 1.4 个百分点, 这主要是公司加大了营销和渠道建设力度所致。前 3 季度的管理费用为 3.71%, 与去年同期基本持平。1 季度公司增发筹资到位后, 短期借款已从去年底的 6,257 百万元下降为 3 季度末的 3,579 百万元, 相应的利息支出大幅减少, 公司的财务费用下降明显。
- **融资租赁贡献大:** 报告期末, 公司一年内到期的非流动资产为 6,196 百万元, 长期应收款为 10,205 百万元, 分别比年初增加 89% 和 102%, 这主要是采用融资租赁模式的销售业务增加所致。

- **现金流状况:** 前3季度公司经营活动现金净流出2,735百万元,其中3季度单季净流出1,443百万元,与2季度净出幅度相当,这主要是公司应收款项大幅增加所致,鉴于公司目前约70%的资产负债率,经营性现金流需要有明显改善。期末货币资金为7,480百万元,相当于过去12个月销售收入的25%,仍处于相对宽裕的状况。

图表1: 公司单季度的营业收入和毛利率

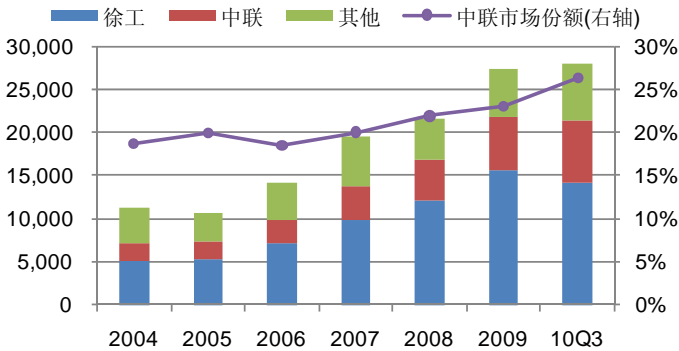


图表2: 公司单季度的三项费用率

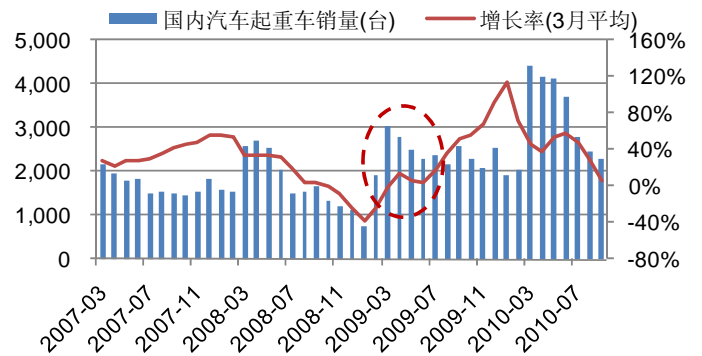


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 国内汽车起重机销量(台)及中联的份额



图表4: 国内汽车起重机销量及增速



来源: 工程机械行业协会, 国金证券研究所

### 盈利预测和投资建议

- 基于前3季度经营情况,我们略微调高公司的盈利预测,公司10-11年的EPS为0.79和0.96元,维持“买入”评级。

### 风险提示

- 铁路基础投资增速下降的风险。今年1-9月,铁路累计完成投资4,453亿元,同比增长25.9%,增速比去年下降明显。未来铁路投资(特别是铁路基础建设)增速如果继续下滑,对公司的产品需求可能造成不利影响。

图表5: 分项业务预测

项目	2005	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>起重机械</b>							
销售收入(百万元)	1,708.60	4,206.46	6,237.40	8,297.73	10,787.06	12,944.47	14,886.13
增长率(YOY)	16.32%	94.19%	48.28%	33.03%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率	24.60%	26.53%	26.26%	23.66%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本(百万元)	1,288.28	3,090.55	4,599.24	6,334.73	7,874.55	9,449.46	10,866.88
增长率(YOY)	17.66%	85.06%	48.82%	37.73%	24.31%	20.00%	15.00%
毛利(百万元)	420.32	1,115.91	1,638.16	1,963.00	2,912.50	3,495.01	4,019.26
增长率(YOY)	12.39%	124.84%	46.80%	19.83%	48.37%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	52.11%	46.88%	46.04%	39.97%	35.51%	37.27%	37.38%
占营业利润比重	48.08%	43.44%	44.19%	36.76%	33.74%	35.87%	35.94%
<b>混凝土机械</b>							
销售收入(百万元)	952.92	3,509.53	4,682.37	7,156.59	12,524.03	15,028.84	17,283.17
增长率(YOY)	-26.19%	124.09%	33.42%	52.84%	75.00%	20.00%	15.00%
毛利率	30.83%	32.03%	27.59%	28.53%	31.00%	31.00%	31.00%
销售成本(百万元)	659.13	2,383.47	3,380.35	5,114.69	8,641.58	10,369.90	11,925.38
增长率(YOY)	-31.80%	116.60%	42.24%	50.86%	68.96%	20.00%	15.00%
毛利(百万元)	293.78	1,126.06	1,292.01	2,041.90	3,882.45	4,668.94	5,357.78
增长率(YOY)	-9.49%	141.78%	14.74%	58.04%	90.14%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	29.06%	39.11%	34.56%	34.47%	41.22%	43.27%	43.40%
占营业利润比重	33.61%	43.84%	34.85%	38.24%	44.98%	47.82%	47.92%
<b>环卫机械</b>							
销售收入(百万元)	308.95	564.08	871.16	1,230.06	1,722.08	2,152.60	2,475.49
增长率(YOY)	#DIV/0!	52.93%	54.44%	41.20%	40.00%	25.00%	15.00%
毛利率	29.00%	32.35%	31.12%	33.01%	33.00%	33.00%	33.00%
销售成本(百万元)	219.35	381.58	600.01	823.97	1,153.79	1,442.24	1,658.58
增长率(YOY)	#DIV/0!	50.81%	57.24%	37.33%	40.03%	25.00%	15.00%
毛利(百万元)	89.59	182.50	271.15	406.08	568.29	710.36	816.91
增长率(YOY)	#DIV/0!	57.57%	48.57%	49.77%	39.94%	25.00%	15.00%
占总销售额比重	9.42%	6.29%	6.43%	5.92%	5.67%	6.20%	6.22%
占营业利润比重	10.25%	7.10%	7.31%	7.60%	6.58%	7.29%	7.31%
<b>路面机械</b>							
销售收入(百万元)	149.98	486.87	610.05	787.49	984.37	1,132.02	1,301.82
增长率(YOY)	5498.28%	106.87%	25.30%	29.09%	25.00%	15.00%	15.00%
毛利率	19.46%	17.12%	38.50%	32.99%	34.00%	34.00%	34.00%
销售成本(百万元)	120.79	403.52	375.16	527.71	649.68	747.13	859.20
增长率(YOY)	6139.24%	1142.1%	-7.03%	40.66%	23.11%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	29.19	83.35	234.89	259.78	334.68	384.89	442.62
增长率(YOY)	3828.12%	77.43%	181.81%	10.60%	28.83%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	4.57%	5.43%	4.50%	3.79%	3.24%	3.28%	3.27%
占营业利润比重	3.34%	3.24%	6.34%	4.86%	3.88%	3.95%	3.96%
<b>物料输送设备</b>							
销售收入(百万元)			261.32	872.59	1,047.11	1,204.18	1,324.59
增长率(YOY)			#DIV/0!	233.92%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率			24.35%	9.89%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本(百万元)			197.69	786.32	942.40	1,083.76	1,192.13
增长率(YOY)			#DIV/0!	297.75%	19.85%	15.00%	10.00%
毛利(百万元)			63.63	86.27	104.71	120.42	132.46
增长率(YOY)			#DIV/0!	35.58%	21.36%	15.00%	10.00%
占总销售额比重			1.93%	4.20%	3.45%	3.47%	3.33%
占营业利润比重			1.72%	1.62%	1.21%	1.24%	1.18%
<b>车桥</b>							
销售收入(百万元)			459.44	1,085.61	1,357.01	1,628.42	1,872.68
增长率(YOY)			#DIV/0!	136.29%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率			9.91%	9.55%	13.00%	13.00%	13.00%
销售成本(百万元)			413.93	981.97	1,180.60	1,416.72	1,629.23
增长率(YOY)			#DIV/0!	137.23%	20.23%	20.00%	15.00%
毛利(百万元)			45.51	103.64	176.41	211.69	243.45
增长率(YOY)			#DIV/0!	127.70%	70.22%	20.00%	15.00%
占总销售额比重			3.39%	5.23%	4.47%	4.69%	4.70%
占营业利润比重			1.23%	1.94%	2.04%	2.17%	2.18%

土方机械							
销售收入 (百万元)			116.19	444.97	711.96	1,139.13	1,708.70
增长率 (YOY)			#DIV/0!	282.98%	60.00%	60.00%	50.00%
毛利率			4.50%	16.20%	18.00%	20.00%	22.00%
销售成本 (百万元)			110.95	372.91	583.81	911.31	1,332.79
增长率 (YOY)			#DIV/0!	236.10%	56.55%	56.10%	46.25%
毛利 (百万元)			5.23	72.06	128.15	227.83	375.91
增长率 (YOY)			#DIV/0!	1277.08%	77.83%	77.78%	65.00%
占总销售额比重			0.86%	2.14%	2.34%	3.28%	4.29%
占主营业务利润比重			0.14%	1.35%	1.48%	2.34%	3.36%
租赁							
销售收入 (百万元)			129.58	473.82	710.73	852.88	980.81
增长率 (YOY)			#DIV/0!	265.66%	50.00%	20.00%	15.00%
毛利率			93.53%	65.19%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本 (百万元)			8.39	164.93	319.83	383.80	441.37
增长率 (YOY)			#DIV/0!	1866.12%	93.92%	20.00%	15.00%
毛利 (百万元)			121.19	308.89	390.90	469.09	539.45
增长率 (YOY)			#DIV/0!	154.88%	26.55%	20.00%	15.00%
占总销售额比重			0.96%	2.28%	2.34%	2.46%	2.46%
占主营业务利润比重			3.27%	5.78%	4.53%	4.81%	4.82%
其它							
销售收入 (百万元)	158.45	206.63	181.28	413.29	537.28	644.73	676.97
增长率 (YOY)	-95.22%	-28.46%	-12.27%	127.98%	30.00%	20.00%	5.00%
毛利率	26.08%	29.49%	19.52%	23.78%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	117.12	145.68	145.90	315.02	402.96	483.55	507.73
增长率 (YOY)	-95.19%	-15.28%	0.15%	115.92%	27.91%	20.00%	5.00%
毛利 (百万元)	41.32	60.94	35.38	98.27	134.32	161.18	169.24
增长率 (YOY)	-95.32%	-47.86%	-41.94%	177.74%	36.69%	20.00%	5.00%
占总销售额比重	4.83%	2.30%	1.34%	1.99%	1.77%	1.86%	1.70%
占主营业务利润比重	4.73%	2.37%	0.95%	1.84%	1.56%	1.65%	1.51%
销售总收入 (百万元)	3,278.89	8,973.56	13,548.78	20,762.16	30,381.63	34,735.25	39,820.85
销售总成本 (百万元)	2,404.68	6,404.79	9,841.63	15,422.27	21,749.20	24,992.76	28,639.14
毛利 (百万元)	874.20	2,568.77	3,707.16	5,339.90	8,632.42	9,742.49	11,181.72
平均毛利率	26.66%	28.63%	27.36%	25.72%	28.41%	28.05%	28.08%

来源：公司资料，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	4	15	24
买入	0	0	0	5	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.20	1.21

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-01-07	买入	4.72	N/A
2 2009-04-21	买入	7.64	N/A
3 2009-07-14	买入	9.96	N/A
4 2009-08-07	买入	9.40	N/A
5 2009-10-26	买入	10.46	N/A
6 2010-05-01	买入	7.94	N/A
7 2010-07-07	买入	7.53	N/A
8 2010-08-24	买入	9.77	N/A

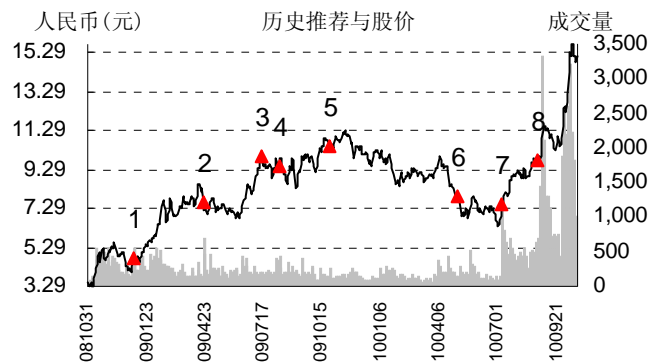
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室