

2010年11月1日

中联重科

中长期前景看好

A
买入

000157.SZ - 人民币 15.07

目标价格: 人民币 17.20 (▲13.30)

胡文洲, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	45	43	62	42
相对新华富时	60	27	52	49
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,971
流通股(%)	42
流通股市值(人民币百万)	12,475
3个月日均交易额(人民币百万)	1,531
净负债比率(2010E)(%)	31
主要股东(%)	
湖南省国资委	21

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

中联重科 2010 年 3 季度实现净利润至 9.24 亿人民币, 同比上升 45%。我们估计今后 3-5 年工程机械行业预计仍将保持平稳增长的趋势, 公司中长期前景看好。我们将目标价上调至 17.20 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司 2010 年 1-9 月实现净销售收入 237.64 亿人民币, 同比增长 61%; 实现净利润 31.26 亿人民币, 同比上升 76%。
- 公司 2010 年 3 季度的毛利率为 27.2%, 高于去年 3 季度的 25.8%, 但低于 2 季度的毛利率 30.1%;
- 我国关于“十二五”规划的建议强调要发挥投资对扩大内需的重要作用, 保持投资合理增长。

评级面临的主要风险

- 固定资产投资低于预期。

估值

- 由于公司 3 季度业绩好于预期, 我们将中联重科 2010 年盈利预测上调 7%, 11 年盈利预测上调 12%。目前该股 11 年市盈率为 13.1 倍, 我们认为估值不贵。我们将目标价由 13.30 元人民币上调至 17.20 元人民币, 相当于 15 倍 11 年市盈率, 我们对该股维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	13,516	20,654	32,167	41,852	52,984
变动(%)	51	53	56	30	27
净利润(人民币百万)	1,569	2,372	4,259	5,650	7,202
全面摊薄每股收益(人民币)	0.375	0.567	0.864	1.147	1.462
变动(%)	17.7	51.2	52.4	32.6	27.5
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.81	1.02	1.22
调整幅度(%)	-	-	6.6	12.3	19.7
市盈率(倍)	40.2	26.6	17.4	13.1	10.3
每股现金流量(人民币)	0.07	0.32	0.28	0.85	1.14
价格/每股现金流量(倍)	201.7	47.3	53.7	17.8	13.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.1	10.8	14.3	10.7	8.2
每股股息(人民币)	0.100	0.295	0.180	0.238	0.304
股息率(%)	0.7	2.0	1.2	1.6	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

2010年1-9月净利润同比增长76%

中联重科2010年3季度实现净利润至9.24亿人民币，同比上升45%。公司2010年3季度净销售收入同比上升40%至77.55亿人民币左右。同时，公司2010年3季度的毛利率为27.2%，高于去年3季度的25.8%，但低于2季度的毛利率30.1%。

总体而言，中联重科2010年1-9月实现净销售收入237.64亿人民币，同比增长61%，净利润同比上升76%至31.26亿人民币，略好于我们预期。

今后3-5年工程机械行业预计仍将保持平稳增长的趋势

我国关于“十二五”规划的建议强调要发挥投资对扩大内需的重要作用，保持投资合理增长。“十二五”规划的建议强调要促进投资消费良性互动，把扩大投资和增加就业、改善民生有机结合起来，创造最终需求，积极稳妥推进城镇化，加强农村基础设施建设和公共服务。

我们认为在我国目前的发展阶段，投资需求还有很大空间。我们相信未来几年大规模高速铁路建设以及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。基于我国现有的基础设施水平，大规模的铁路、公路、港口、机场建设热潮预计将至少持续5年左右的时间。在这段时间内，对高端的大型工程机械的需求将是主流。同时，保障性住房建设的全面推进和出口复苏将为行业发展提供新动力。我们估计今后3-5年工程机械行业预计仍将保持平稳增长的趋势。

中长期前景看好

我们认为我国城镇化快速发展还将持续相当长时间，公司中长期前景看好。我们认为中联重科的起重机业务，尤其是履带式起重机将受益于我国对铁道建设、其它运输项目以及包括风电、核电、冶金和能源方面在内的重工业的巨额投资而有望在未来2年内保持较快的增速。同时，随着城市化进程的不断推进和商品混凝土的推广，混凝土机械的应用将不断推广，我们预计今后2年公司混凝土机械的销量将保持较快增长。总体而言，我们估计中联重科2010年和2011年净利润将分别同比上升33%和27%。

估值

由于公司3季度业绩好于预期，我们将中联重科2010年盈利预测上调7%，11年盈利预测上调12%。目前该股11年市盈率为13.1倍，我们认为估值不贵。我们将目标价由13.30元人民币上调至17.20元人民币，相当于15倍11年市盈率，我们对该股维持买入评级。

图表 2. 2010 年 1-9 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动(%)
销售收入	14,743	23,764	61
销售成本	(10,970)	(17,082)	56
毛利	3,772	6,682	77
其他净收益/(费用)	50	27	(45)
销售费用	(781)	(1,567)	101
管理费用	(697)	(1,225)	76
经营利润	2,344	3,918	67
净利息收益/(费用)	(297)	(284)	(5)
投资收益	(2)	4	(291)
税前利润	2,046	3,638	78
税金	(315)	(572)	82
少数股东权益	44	61	38
净利润	1,775	3,126	76
利润率(%)			
毛利率	25.6	28.1	
经营利润率	15.9	16.5	
净利率	12.0	13.2	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	13,516	20,654	32,167	41,852	52,984
销售成本	(9,842)	(15,422)	(23,151)	(30,225)	(38,303)
经营费用	(1,541)	(1,962)	(3,396)	(4,197)	(5,197)
息税折旧前利润	2,134	3,270	5,619	7,430	9,484
折旧及摊销	(146)	(201)	(225)	(254)	(287)
经营利润(息税前利润)	1,988	3,069	5,394	7,176	9,198
净利息收入(费用)	(325)	(352)	(368)	(314)	(260)
其他收益/(损失)	122	110	96	91	86
税前利润	1,785	2,827	5,121	6,953	9,023
所得税	(191)	(409)	(922)	(1,321)	(1,805)
少数股东权益	(24)	(46)	60	18	(16)
净利润	1,569	2,372	4,259	5,650	7,202
核心净利润	1,569	2,372	4,259	5,650	7,202
每股收益(人民币)	0.375	0.567	0.864	1.147	1.462
核心每股收益(人民币)	0.375	0.567	0.864	1.147	1.462
每股股息(人民币)	0.100	0.295	0.180	0.238	0.304
收入增长(%)	51	53	56	30	27
息税前利润增长(%)	41	54	76	33	28
息税折旧前利润增长(%)	41	53	72	32	28
每股收益增长(%)	18	51	52	33	27
核心每股收益增长(%)	18	51	52	33	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3,367	4,428	7,360	5,945	6,063
应收帐款	3,998	5,565	7,800	9,336	10,874
库存	5,171	6,272	8,473	9,956	11,355
其他流动资产	1,474	4,213	7,114	8,991	11,126
流动资产总计	14,010	20,476	30,747	34,229	39,418
固定资产	3,007	3,684	4,750	5,889	7,023
无形资产	2,160	2,213	2,213	2,213	2,213
其他长期资产	3,945	7,633	8,992	10,330	11,691
长期资产总计	9,112	13,529	15,955	18,432	20,926
总资产	23,122	34,006	46,702	52,661	60,345
应付帐款	4,690	8,212	11,711	14,525	17,487
短期债务	6,246	8,565	8,137	6,509	5,208
其他流动负债	2,055	2,657	3,391	3,763	4,053
流动负债总计	12,991	19,434	23,239	24,797	26,747
长期借款	4,154	5,620	5,171	4,757	4,377
其他长期负债	634	1,268	1,331	1,398	1,468
股本	1,521	1,673	4,928	4,928	4,928
储备	3,561	5,717	11,800	16,566	22,594
股东权益	5,082	7,390	16,728	21,493	27,522
少数股东权益	261	293	233	215	231
总负债及权益	23,122	34,006	46,702	52,661	60,345
每股帐面价值(人民币)	3.34	4.42	3.39	4.36	5.59
每股有形资产(人民币)	1.92	3.09	2.95	3.91	5.14
每股净负债/(现金)(人民币)	4.62	5.83	1.21	1.08	0.71

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,785	2,827	5,121	6,953	9,023
折旧与摊销	146	201	225	254	287
净利息费用	325	352	368	314	260
运营资本变动	(1,755)	(1,626)	(3,406)	(2,010)	(2,120)
税金	(191)	(409)	(922)	(1,321)	(1,805)
其他经营现金流	3	(13)	(6)	(7)	(9)
经营活动产生的现金流	312	1,333	1,382	4,182	5,637
购买固定资产净值	(1,028)	(1,019)	(2,090)	(2,257)	(2,302)
投资减少/增加	(4,068)	(38)	(100)	(100)	(100)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,096)	(1,057)	(2,190)	(2,357)	(2,402)
净增权益	0	0	5,479	0	0
净增债务	9,229	3,786	(878)	(2,041)	(1,682)
支付股息	(76)	(152)	(493)	(885)	(1,174)
其他融资现金流	(2,053)	(2,848)	(368)	(314)	(260)
融资活动产生的现金流	7,100	785	3,740	(3,240)	(3,117)
现金变动	2,316	1,061	2,932	(1,414)	118
期初现金	1,050	3,367	4,428	7,360	5,945
公司自由现金流	(4,755)	310	(762)	1,862	3,273
权益自由现金流	4,125	3,717	(2,054)	(530)	1,292

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	15.8	15.8	17.5	17.8	17.9
息税前利润率	14.7	14.9	16.8	17.1	17.4
税前利润率	13.2	13.7	15.9	16.6	17.0
净利率	11.6	11.5	13.2	13.5	13.6
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5
利息覆盖率	5.6	7.9	13.0	20.5	30.8
净权益负债率(%)	131.6	127.0	35.1	24.5	12.7
速动比率	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
估值(倍)					
市盈率	40.2	26.6	17.4	13.1	10.3
核心业务市盈率	40.2	26.6	17.4	13.1	10.3
目标价对应核心业务市盈率	45.8	30.3	19.9	15.0	11.8
市净率	4.5	3.4	4.4	3.5	2.7
价格/现金流	201.7	47.3	53.7	17.8	13.2
企业价值/息税折旧前利润	14.1	10.8	14.3	10.7	8.2
周转率					
存货周转天数	144.7	135.4	116.2	111.3	101.5
应收帐款周转天数	79.2	84.5	75.8	74.7	69.6
应付帐款周转天数	93.0	114.0	113.0	114.4	110.3
回报率(%)					
股息支付率	9.7	20.8	20.8	20.8	20.8
净资产收益率	36.0	38.0	35.3	29.6	29.4
资产收益率	11.2	9.2	11.0	11.7	13.0
已运用资本收益率	19.5	16.5	20.9	22.8	26.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 10 月 28 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资者”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371