

中联重科 (000157): 做加法得出的乘法效应

买入 (维持)

工程机械行业

当前股价: 42.18 元

报告日期: 2008 年 4 月 22 日

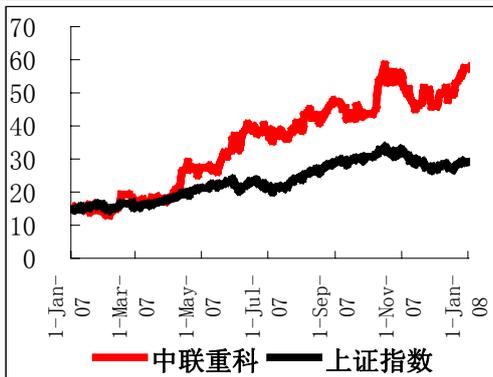
主要财务指标 (单位: 万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	4658	8974	12339	15749
(+/-)	41.1%	92.7%	37.5%	27.6%
营业利润	511	1358	2065	2773
(+/-)	59.2%	165.8%	52.1%	34.3%
归属于母公司 的净利润	481	1334	1748	2348
(+/-)	54.9%	177.3%	31.0%	34.4%
每股收益 (元)	0.63	1.75	2.30	3.09
市盈率 (倍)	67	24	18	14

公司基本情况 (2007 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	76050/41701
流通市值 (亿元)	239.57
每股净资产 (元)	4.77
资产负债率 (%)	57

股价表现 (最近一年)



分析师—吴华

021-58824282-822 wuh@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2007 年报显示, 公司实现营业收入 89.74 亿元, 同比增长 92.67%, 其中海外销售达 10.20 亿元, 较去年同期增长 371.38%, 实现归属母公司净利润 13.34 亿元, 同比增长 177.3%, 分配方案为每 10 股送 7 股转增 3 股派 1 元 (含税)。
- **受益行业景气, 销售收入大幅提升。**公司 07 年混凝土机械实现销售收入 35.1 亿元, 同比增长 123.61%, 占销售收入的比重为 39.1%, 起重机械实现销售收入 42.06 亿元, 同比增长 89.62%, 占销售收入的比重为 46.9%, 环卫机械和路面机械实现销售收入 10.5 亿元, 占销售收入的比重为 11.7%。
- **抵御原材料上涨能力突出, 毛利率稳步提升。**从各产品毛利率来看, 混凝土机械毛利率上升 1.5 个百分点达到 32.09%, 起重机械由于出口大幅增加, 毛利率上升 2.55 个百分点达到 26.53%, 环卫机械毛利率为 32.35%, 同比上升 0.95 个百分点, 而路面机械下降 2.84 个百分点, 为 17.12%, 综合毛利率为 28.63%, 上升了 1.97 个百分点, 净利润率为 14.86%, 上升了 4.46 个百分点。我们认为有几点引致产品毛利率上升: 1、受行业景气度的提升, 产品销量的大幅增加, 单位成本下降。2、出口大幅增加, 由于存在出口退税, 外销利润大于内销利润。3、公司采用的是年初签订一年期保价保量的锁定合同, 在钢价 10% 的涨幅内能够有效规避其上涨带来的风险。4、产品结构发生一定的调整, 混凝土泵和汽车起重机逐渐向大型化发展, 相应的毛利率得到提升。
- **宏观调控未有影响。**我们前期一直强调, 08 年的宏观调控较 04 年有显著的区别, 从工程机械 1-2 月的主要产品销量数据来看, 仍然保持 07 年旺盛的势头, 中联所涉及的相关子行业中, 汽车起重机 1-2 累计销量同比增长 46%, 混凝土机械 1-2 累计销量同比增长 70% 以上, 07 年中联泵车的市占率为 35%, 拖泵为 23%, 汽车吊为 21%, 环卫机械为 65%, 以其目前的市占率和产品竞争力将保证其产品销量增速高于平均增速。公司目前已经公布了 1 季报预增公告, 归属母公司净利润同比增长 50%-100%。
- **做加法得出的乘法效应。**前期公司进行了一系列的 1+1 收购, 我们从中可以清楚的看到公司未来的发展方向。收购新黄工 (主营推土机、挖掘机、履带装载机), 进军土方机械市场,

拓展中联的产品链。联合弘毅投资收购 CIFA，打造混凝土机械的新龙头，根据统计，07 年混凝土机械第一位的普茨迈斯特混凝土机械销售收入为 12 亿美金，中联为 35 亿元，CIFA 为 30 亿元，1+1 后与普茨迈斯特差距已经不是那么遥远，并且中联 07 年净利率为 14.86%，远高于普茨迈斯特的 5.7%，整合后 1+1>2，并且能够迅速占领海外市场。收购车桥厂加大了配件的自给率。我们看好中联管理层的整合能力，预计对新黄工和 CIFA 的加法收购在未来将达到乘法效应，大大增厚公司业绩，提升竞争优势。

- **盈利预测及评级。**我们预计公司 08、09 年度每股收益分别为 2.3 元、3.09 元，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**1) 行业景气度下降的风险。未来固定资产投资及基本建设投资的增速将减缓，工程机械行业的增速有可能相应的减缓，对公司经营业绩的增长可能产生负面影响。2) 主要原材料、能源对成本影响的风险。3) 整合过程的不确定性因素较大。

图表 中联重科盈利预测（万元）

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008F	2009F
营业收入	338,046	327,889	465,757	897,356	1,233,865	1,574,860
营业成本	247,789	240,468	338,360	640,443	876,044	1,115,001
营业税金及附加	1,647	2,616	1,914	2,818	3,702	4,725
主营利润	88,609	84,804	122,260	254,095	354,119	455,135
营业费用	24,634	28,434	39,990	69,096	87,604	107,090
管理费用	21,460	20,639	26,517	36,792	46,887	54,333
财务费用	4,748	3,676	5,047	6,596	11,105	14,174
资产减值损失			1,874	7,043	3,000	3,000
投资收益	-61	-624	-242	1249	1000	800
营业利润	38,978	32,338	51,091	135,818	206,523	277,338
营业外收入	30	160	530	5,781	1,585	1,823
营业外支出	575	1,233	2,431	5,150	1,823	2,006
利润总额	38,372	31,363	48,593	136,449	206,285	277,155
所得税	476	417	366	3,329	30,943	41,573
实际所得税率	1.20%	1.30%	0.80%	2.40%	15.00%	15.00%
少数股东权益	-389	-102	137	-250	568	759
归属母公司净利润	38,285	31,048	48,090	133,369	174,774	234,822
EPS (摊薄)	0.503	0.408	0.632	1.754	2.298	3.088

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014