

2010年12月14日 星期二

招銀證券研究部

中联重科 (1157.HK)

基本资料

股份代码	1157.HK
招股日期	13/12/2010-16/12/2010
上市日期	23/12/2010
发售股份数目 (百万)	869.6
发售股份占发售后股本	15%
超额配股权(百万)	130.4
发行价 (港元)	13.98-18.98
集资额 (百万港元)	12,156.8-16,504.6
保荐人	中金, 高盛, 摩根大通
主要财务资料	
历史市盈率	29.2x - 39.6x
今年预计市盈率	15.9x - 21.7x

资料来源: 招股书, 招银证券整理

投资要点

- 关于中联重科。**中联重科成立于1999年,是中国工程机械龙头企业,2000年在深圳交易所上市。公司主要产品包括:(1)混凝土机械;(2)起重机械;(3)环卫机械;(4)路面及桩工机械;(5)土方机械;(6)物料输送机械和系统;(7)融资租赁服务。公司目前以“中联”和“CIFA”品牌系列销售。提供的产品分为13个不同系列,其中包括83个不同产品种类的逾640种机械和设备型号。截至2010年9月,公司在中国的销售及服务网络包括自营和第三方经营的经销店958家、服务中心863个和部件仓库532间,已覆盖全国所有省份及自治区逾300个城市。
- 中国工程机械行业龙头企业。**混凝土机械和起重机械为公司核心产品,合计分别占2007年、2008年、2009年及2010年上半年营业额约86.0%、80.6%、74.5%和80.4%。根据招股书,中联重科的混凝土泵车销量位居全国第二(第一是三一集团,占比50.1%),市场份额为37.7%。中联重科的汽车起重机械销量(起重机械行业的主要产品)计位居全国第二位(第一位为徐工集团占比57.2%),市场份额为23.1%;中联重科的环卫机械销量,自2007年以来一直是中国最大。
- 强大的新产品研发能力。**公司前身为国有工程机械研发机构——建机院,拥有逾50年历史。公司有超过3,000名工程和技术人员,包括17名享受国务院特殊津贴的专家,核心研发团队有25名首席研究员。曾协助制定逾180项现行的国家和行业标准,包括中国首项混凝土泵车的行业标准和汽车起重机专用底盘的行业标准。截至2010年10月底,公司在中国拥有327项专利,持有工程机械行业多项世界级核心技术。前不久,中联重科“超高压泵送混凝土成套设备及施工技术”项目荣获中国机械工业科学进步一等奖,其超高强混凝土C100的泵送施工技术,令中联重科在广州西塔项目中创造了泵送高度至411米的世界纪录。
- 产能扩充,不断实现产品多元化。**混凝土泵车产能将增长25.6%至4,900台,大吨位起重机将增长至613台,扫路车和垃圾处理车将分别增长480%和51.3%至2,270台和14,500台,预计分别于2011年底、2011年、2012年前建成。并且于灌溪工业园扩充零部件产能,提高零部件自给率,将液压缸及液压阀产能分别提高300,000台及150,000台,预计于2012年完工。另外,公司正在兴建紧急救援机械生产线,预计于2012年投产,规划年产能3,140台。
- 扩张海外市场。**公司于2003年收购湖南浦沅工程机械公司的汽车起重机及环卫机械业务,于2008年收购意大利的混凝土机械生产商CIFA,这帮助公司开拓海外市场。

- 融资租赁方式吸引客户资源。**公司自 2007 年起，开始融资租赁业务。融资租赁服务使客户付款更加灵活。于 2007、2008、2009 及 2010 上半年，公司通过融资租赁服务分别销售商品人民币 3.81 亿元、20.68 亿元、74.63 亿元、54.7 亿元。
- 新产品有望实现新的盈利增长。**公司未来策略为保持混凝土和起重机械稳步发展，同时加强土方机械和环卫机械规模扩张。随着中国经济发展和城市化进程，二三线城市基建和人口增加促使了对环卫机械的需求。公司将会享受城市化进程的成果，继续保持市场优势地位。另外，我们预期新产品开发将会推高公司整体毛利率。2009 年，环卫机械毛利率为 33.3%，高于混凝土机械（28.5%）和起重机械（23.7%）的毛利水平。
- 主要风险。**我们担心由于融资租赁业务（2-4 年长期租赁合同）的增长导致经营现金流持续为负数的问题（2008 年以来）。另外，公司毛利率水平较依赖原材料中的进口高强钢和品牌底盘的供应与价格波动情况。公司在意大利有一个高达 1,070 万欧元的税务未决争端，这可能为公司的净利润带来不多于 5% 的负面影响。
- 招银视点。**中国工程机械行业销售收益总额由 2001 年约人民币 560 亿元增至 2009 年约人民币 3,100 亿元，年复合增长率为 23.9%，我们相信由于城市化进程和大额基建投资，未来行业将持续高速增长。作为行业领先企业，我们相信公司将通过内在增长和收购合并来保持盈利持续高速增长。另外，公司产品符合高铁建设、节能环保的政策导向。公司部分新产能将在 2012 年得到体现，这将使得公司进入一个新的发展时代。公司相比同业徐工机械（000425.ch）和柳工（000528.ch）拥有更高的毛利率。基于行业领先水平，我们给予公司 2011 年 16-18 倍市盈率。

财务摘要

百万人民币	2007	2008	2009	2009	2010
	截至 12 月 31 日止年度			截至 6 月 30 日止 6 个月	
收入	8,973	13,548	20,762	9,227	16,089
产品销售收入					
混凝土机械	3,509	4,682	7,157	3,534	7,037
起重机械	4,206	6,237	8,298	3,663	5,910
环卫机械	564	871	1,230	474	710
路面及桩工机械	487	610	787	391	539
土方机械	-	116	445	201	450
物料输送机械和系统	-	261	873	163	281
其他机械产品	193	635	1,575	634	808
融资租赁利息收入	14	136	397	167	354
销售成本	(6,405)	(9,842)	(15,422)	(6,850)	(11,438)
毛利	2,568	3,706	5,340	2,377	4,651
经营溢利	1,413	2,035	3,123	1,464	2,703
除税前溢利	1,471	1,744	2,828	1,290	2,558
所得税	(34)	(191)	(409)	(189)	(395)
净利润	1,439	1,544	2,447	1,136	2,202

资料来源：招股书，招银证券整理

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
投机性买入	: 股价于未来 3 个月的潜在涨幅超过 20%，波动性高
投机性卖出	: 股价于未来 3 个月的潜在跌幅超过 20%，波动性高

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。