

在并购中成长

中联重科深度研究报告

报告关键点：

- 工程机械行业增长的主要驱动因素仍然看好。
- 公司主营业务总体仍然保持稳健增长态势。
- 规模优势、管理水准、文化底蕴支撑公司并购战略的成功实施。
- 租赁业务的全面推进正当其时，有益于公司从生产型向服务型转变。

报告摘要：

- 工程机械主要下游领域中，交运行业固定资产投资增速维持高位，房地产则逐月递增，后市相对乐观。出口形势也将因全球经济的逐步复苏而渐渐好转。国内资金供给方面中长期新增贷款并无大虞。综合评判，预计09年工程机械行业增速约为10%左右。
- 鉴于水泥散装化和预拌混凝土比率仍有提升空间，公司混凝土机械将呈现稳中有升的态势，起重机械的新增需求主要来自大吨位机型，环卫机伴随城市化进程将高速增长，底盘国产化是专用车辆业务未来亮点，土方机械增长潜力在于大型挖掘机替代进口，物流输送设备市场分散空间较大。总体上我们预计公司2009-2011年营业收入复合增速为25.69%。
- 我们认为中联重科实施并购的四大核心要素是：正确的并购理念、稳重的并购模式、卓越的公司品牌、深厚的文化底蕴。中国工程机械行业没有经过真正意义上整合的洗礼，中联重科丰富的并购经验有利于公司在未来的并购浪潮中把握先机。
- 工程机械融资租赁可以部分熨平行业周期性的波动，在欧美已经成熟，在亚太和拉美地区发展迅速。中国工程机械租赁业务通过租赁实现销售的比例，2007年仅为3%，2010年预计为15%。公司全面启动融资租赁正当其时，我们认为3-5年内公司通过租赁实现的销售额在销售总额的占比可望超过50%。
- 我们预测2009-2011年公司主营业务收入分别为192.66、229.44和269.22亿元，归属母公司净利润分别为22.24、27和33.03亿元，对应EPS分别为1.33、1.61和1.97元。
- 公司2009年—2011年的净利润复合增长率为25.69%，我们按照2009年23—25倍PE对其估值，未来6个月的合理股价为30.59—33.25元。10月30日公司收盘价为27.82元，尚有13%—23%空间，投资评级为“买入-A”。
- 风险因素：房地产与基建行业景气下滑抑制需求，信贷规模紧缩导致购机资金供给不足，通胀导致钢材及主要零部件价格上涨。

评级：

买入-A

上次评级：增持-A

目标价格：33.00元

期限：6个月 上次预测：18.00元

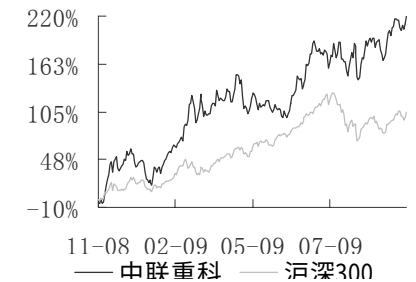
现价：27.82元

报告日期：2009-11-02

市场数据

总市值(百万元)	46,545.64
流通市值(百万元)	22,867.51
总股本(百万股)	1,673.10
流通股本(百万股)	821.98
12个月最高/最低	8.80/28.28元
十大流通股(%)	36.47%
股东户数	54,863

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.49	26.09	115.66
绝对收益	16.40	16.94	219.60

研究员

张仲杰

高级行业分析师

021-68767839

zhangzj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,973.6	13,548.8	19,266.5	22,944.1	26,922.4
Growth(%)	92.7%	51.0%	42.2%	19.1%	17.3%
净利润	1,333.6	1,569.4	2,223.7	2,700.4	3,303.3
Growth(%)	176.4%	17.7%	41.7%	21.4%	22.3%
毛利率(%)	28.6%	27.4%	26.1%	26.4%	26.6%
净利润率(%)	14.9%	11.6%	11.5%	11.8%	12.3%
每股收益(元)	0.80	0.94	1.33	1.61	1.97
每股净资产(元)	2.24	3.19	4.59	6.15	8.05
市盈率	33.8	28.8	20.3	16.7	13.7
市净率	12.0	8.4	5.9	4.4	3.4
净资产收益率(%)	35.5%	29.8%	29.4%	26.7%	24.9%
ROIC(%)	82.6%	55.0%	28.4%	27.4%	28.4%
EV/EBITDA	13.5	21.6	14.6	11.9	9.6
股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

前期研究成果

中联重科：前三季度业绩高于预期

2008-10-29

中联重科：规模效应较好的平滑了成本的上

2008-08-08

中联重科：期待对CIFA股权收购的完成

2008-06-25

目录

1. 工程机械行业的发展预期.....	4
1. 工程机械行业的发展预期.....	4
1.1. 四大下游领域——交运维持高位、房地产走强.....	4
1.2. 预期好转——PMI 保持小幅上升态势.....	4
1.3. 需求主导——房地产市场后市相对乐观.....	5
1.4. 国外需求——欧美缓慢复苏，俄印走势较强.....	5
1.5. 资金供给——中长期新增贷款并无大虞.....	6
1.6. 预计 09 年工程机械行业增速为 10%.....	7
2. 公司主要竞争优势分析.....	7
2.1. 保持规模优势，利润高速增长.....	7
2.2. 完整的产品系列有助于整体的均衡发展.....	9
3. 下游需求分析与分项业务预测.....	9
3.1. 混凝土机械——水泥散装化和预拌混凝土比率仍有提升空间.....	9
3.2. 起重机械——大吨位机型需求上升.....	10
3.3. 环卫机械——伴随城市化进程高速增长.....	11
3.4. 专用车辆与车桥——底盘国产化是未来亮点.....	12
3.5. 土方机械——增长潜力在于大型挖掘机替代进口.....	12
3.6. 物流设备——市场分散空间较大.....	13
4. 特有的并购禀赋促进国际化发展.....	14
4.1. 并购导致公司收入增速远高于行业水平.....	14
4.2. 收购 CIFA，公司国际化战略掀开新篇章.....	15
4.3. 四大内在因素奠定成功并购的基础.....	15
4.4. 预期 2010 年并购效应将更多显现.....	16
5. 租赁业务——未来的半壁江山.....	16
5.1. 国际工程机械融资租赁已经成熟.....	16
5.2. 专业制造商和专业租赁商各有特色.....	17
5.3. 国内工程机械租赁业务空间巨大.....	18
5.4. 公司全面启动融资租赁正当其时.....	19
6. 募投项目提升公司整体实力.....	19
7. 股票估值和定价.....	20
7.1. 全球工程机械市盈率均值为 17 倍.....	20
7.2. 相对估值.....	20
7.3. 绝对估值.....	21
8. 风险提示.....	22
8.1. 房地产与基建行业景气下滑抑制需求.....	22
8.2. 信贷规模紧缩导致购机资金面供给不足.....	22
8.3. 通胀导致钢材及零部件价格上涨.....	22

图表目录

图 1 四大主要行业固定资产投资实际完成额累计同比增速.....	4
图 2 中国 PMI 指数继续缓步上升.....	4
图 3 商品房月度新开工面积同比大幅上升（万平方米）.....	5
图 4 房地产开发计划投资月度新增值上升（亿元）.....	5
图 5 欧元区制造业采购经理人指数.....	6
图 6 欧盟营建信心指数.....	6
图 7 美国采购经理人指数.....	6
图 8 美国建筑产出指数.....	6
图 9 俄罗斯工业生产指数.....	6
图 10 印度工业生产指数.....	6
图 11 金融机构月度新增人民币中长期贷款（亿元）.....	7
图 12 2008 年公司营业收入在业内处于领先水平（单位：亿元）.....	9
图 13 中国水泥散装化率仍然较低.....	10
图 14 中国商品混凝土比率偏低.....	10
图 15 轮式起重机出口增长快于国内销售（台）.....	11
图 16 塔式起重机出口增长弥补国内下滑（台）.....	11
图 17 中国非农业人口占比持续攀升（%）.....	12
图 18 环卫车辆的构成比例.....	12
图 19 公司专用车辆业务平稳增长（百万元）.....	12
图 20 车桥及底盘业务也是亮点（百万元）.....	12

图 21 国内挖掘机销量维持升势（台）	图 22 国内推土机销量有所下滑（台）	13
图 23 中联重科主营业务结构及其变化趋势		14
图 24 从 2003 年开始的并购对公司的业绩增长有重要意义		15
图 25 中联重科成功并购的四大核心要素		16
图 26 卡特比勒推行租赁的 10 大要素		17
图 27 新加坡达丰集团的租赁收入已经占到 51%		17
图 28 全球工程机械类上市公司市盈率波动情况		20
表 1 全球工程机械 50 强营业利润排名		8
表 2 国内主要工程机械企业产品分布一览表		9
表 3 中联重科主要并购事项一览表（单位：百万元）		14
表 4 国内主要工程机械厂商基本介入融资租赁业		18
表 5 2008 建筑施工机械租赁主要企业前 10 名		18
表 6 募集资金项目有利于提升公司产品与服务的竞争力		19
表 7 募投项目达产后主要产品产量		20
表 8 国内 A 股工程机械类上市公司相对估值表		21
表 9 公司 OPFCF 估值		21
表 10 权益 FCFE 估值		22

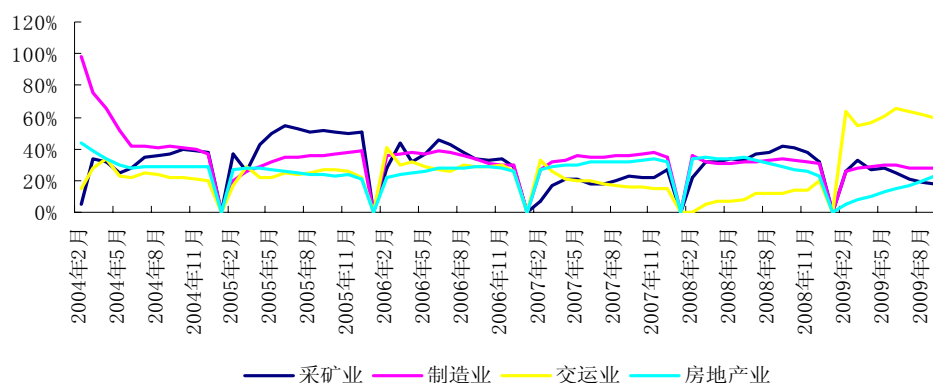
1. 工程机械行业的发展预期

- 在工程机械行业经历了有目共睹的高速增长之后，一般意义上会进入平稳增长阶段，在增长模式出现明显的转换之际，我们需要对趋势做一个基本的判断。就国内而言，关键因素还是固定资产投资增速、房地产新开工面积，基建项目开工，中长期贷款增速。就国外而言，我们关注主要出口国家的经济走势。

1.1. 四大下游领域——交运维持高位、房地产走强

- 我们选择工程机械的四大主要下游应用领域的固定资产投资增幅进行分析，由于4万亿投资大量投入基础设施建设，导致交运行业的增速持续8个月超过50%，6月份最高峰达到65.5%，9月份为59.3%，略有回落但仍然维持在高位。采矿业从3月份的32.9%下降到9月份的17.5%，下跌趋势明显，这和对资源需求的谨慎预期有关。制造业9月份增速为27.7%，与上月基本持平，同比约低5.7个百分点，也低于近4年来的平均水平，显示企业并不急于扩充产能。房地产行业从2月份的4.9%到9月份的22.4%，逐月递增的趋势明显。
- 我们认为交运业的固定资产投资增速逐渐趋于顶峰，采矿业存在一些结构性优化的机会，制造业还在全面恢复之中，房地产回升趋势相对明显，因而也是未来工程机械能够保持一定增速的主要驱动因素。

图 1 四大主要行业固定资产投资实际完成额累计同比增速

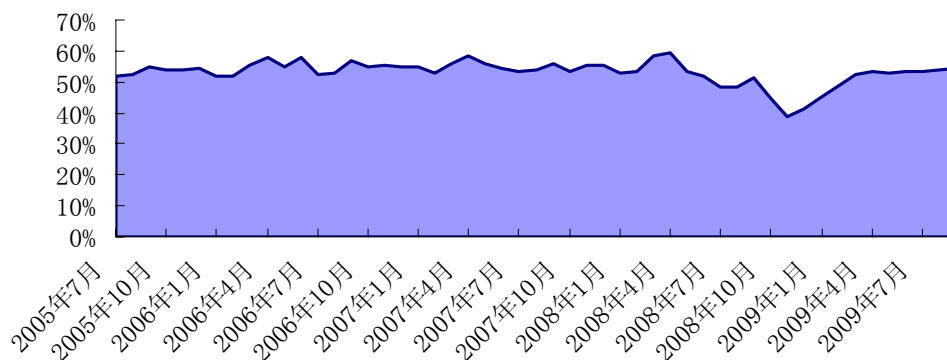


数据来源：WIND 安信证券研究中心

1.2. 预期好转——PMI 保持小幅上升态势

- 2009年10月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为55.2%，比上月升0.9个百分点，基本恢复到去年5月份的正常水平。自09年3月份以来，PMI指数已连续8个月高于50%的临界点，预示着经济持续好转，这有利于工程机械行业的发展。

图 2 中国 PMI 指数继续缓步上升

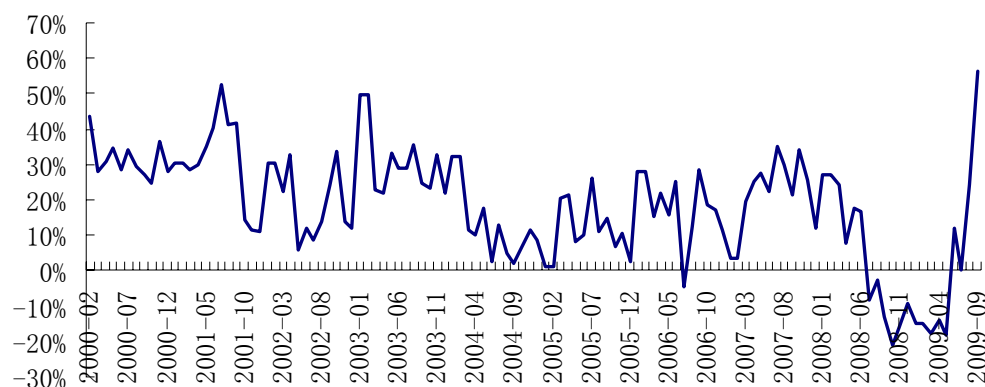


数据来源：物流与采购网 安信证券研究中心

1.3. 需求主导——房地产市场后市相对乐观

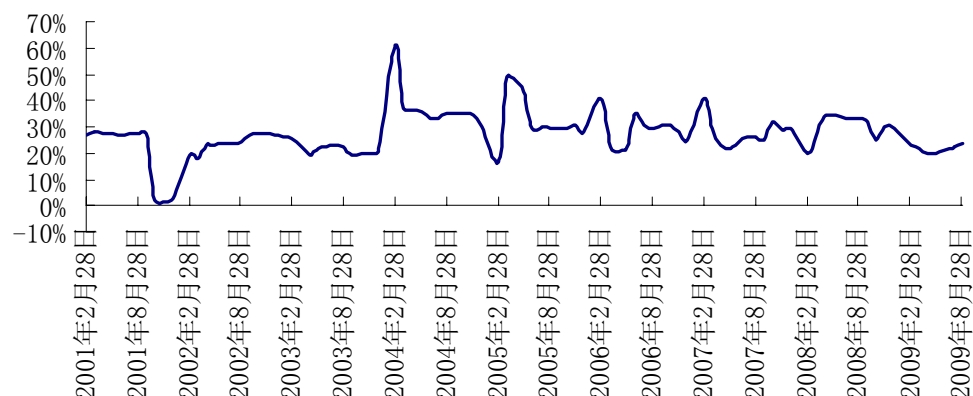
- 9 月份商品房新开工面积新增 10116 万平方米，同比增幅从 8 月份的 24.3% 提高到 56.3%，增速明显加大，累计增幅 7-9 月份分别为 -9.1%、-5.9%、-0.4%，持续收窄。房地产计划投资新增 5149 亿元，较 8 月份上升 1 个百分点。
- 根据安信房地产行业研究员的观点，目前房地产市场尚处在销售局部调整阶段，房地产投资和开工仍未全面恢复，地产行业正处于周期性全面复苏过程。但随着今年上半年以来商品房成交量的持续恢复，房地产企业的销售回款大幅增加，开发商资金状况明显好转，经营主动性加大，对工程机械构成利好。
- 由于中国的房地产市场对于当前经济增长有着至关重要的作用，在经济形势仍不明朗的情况下，国家不太可能出台限制房地产发展的政策。总体上对未来的房地产市场发展相对乐观。

图 3 商品房月度新开工面积同比大幅上升（万平方米）



数据来源：统计局 安信证券研究中心

图 4 房地产开发计划投资月度新增值上升（亿元）



数据来源：统计局 安信证券研究中心

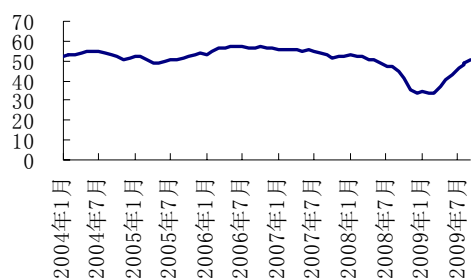
1.4. 国外需求——欧美缓慢复苏，俄印走势较强

- 中国工程机械出口地区分布亚洲、北美、欧洲、中东等地区，主要国家包括美国、俄罗斯、印度、沙特以及其他发展中国家。2008 年我国工程机械全年总体销售额为 2773 亿元，其中出口 134 亿美元，在销售总额的占比约 33%。09 年上半年出口金额 37.6 亿美元，同比下降 40.8%，但部分产品如大吨位起重机等出口开始逆势上扬，出口市场有企稳迹象。
- 欧元区采购经理人指数 9 月份为 49.3 点，10 月份 50.7 点，继续呈现缓慢回升态势。美国采购经理人指数 8 月份为 52.9 点，9 月份为 52.6 点，基本持平。欧盟营建信心指数 5 月份开始从底部缓慢回升。美国建筑产出指数 7-9 月份分别为

82.45、82.8、82.49 点，还处于相对低位。

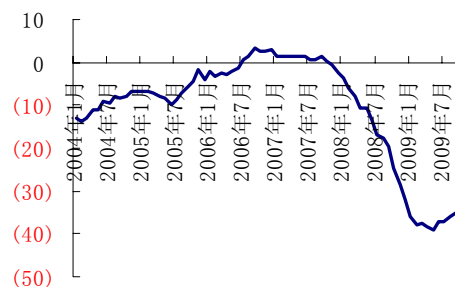
- 俄罗斯 7 月份工业生产指数 131.2 点，8 月份 133.8 点，延续了从 5 月份以来的上升态势，已经超过最近 5 年来的平均水平。印度工业生产指数 7 月份为 289.7 点，8 月份为 292.3 点，处于最近 5 年来的较高水平。
- 目前欧美经济已出现复苏迹象，但速度较慢，目前工程机械出口仅略有好转，预计今年工程机械出口将同比负增长，但下半年降幅将逐渐缩小。IMF 认为得益于前所未有的宏观和金融政策支持，世界经济正趋于稳定，今年世界经济预计将收缩 1.4%，明年世界经济则可望增长 2.5%。则 2009 年世界经济处于底部。我国工程机械行业近年来逐渐趋于成熟，金融危机过后，预计今后我国工程机械的出口收入占总收入比重会逐渐上升，2012 年世界经济恢复后，这一比例将逐步达到 40%左右。

图 5 欧元区制造业采购经理人指数



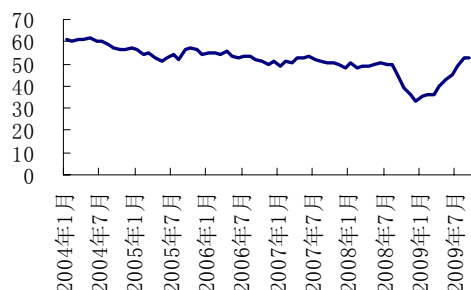
数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 6 欧盟营建信心指数



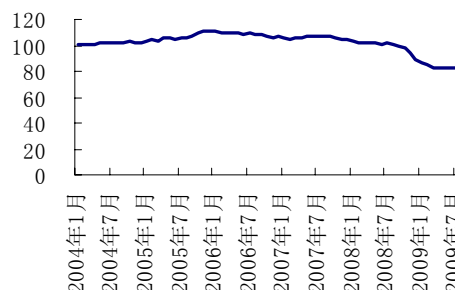
数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 7 美国采购经理人指数



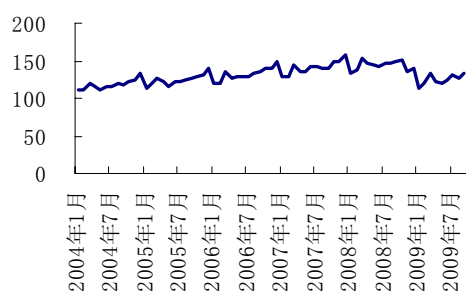
数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 8 美国建筑产出指数



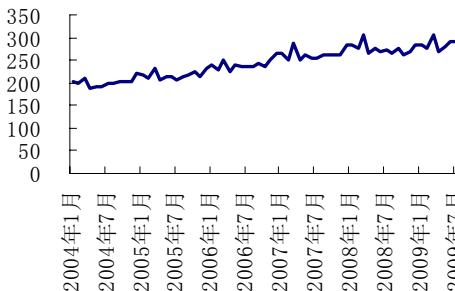
数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 9 俄罗斯工业生产指数



数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 10 印度工业生产指数

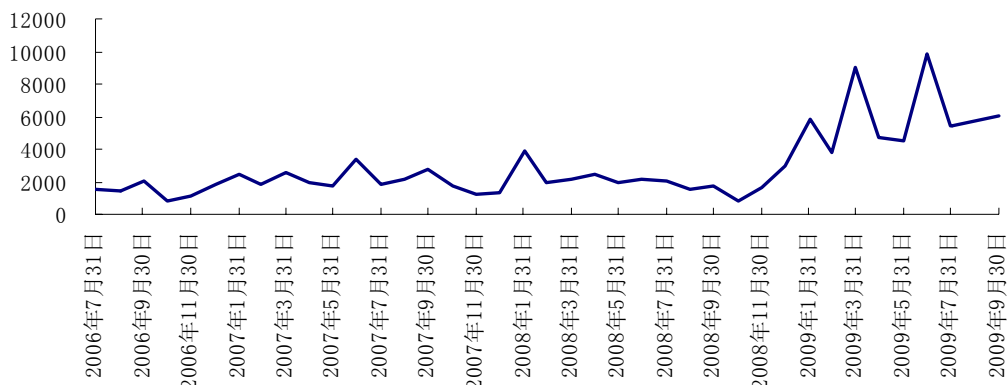


数据来源：WIND 安信证券研究中心

1.5. 资金供给——中长期新增贷款并无大虞

- 8 月份新增中长期贷款 5481 亿元，9 月份新增中长期贷款为 6097 亿元，环比增幅为 1.58%，远远高于去年 9 月份 1778 亿元的水平。中长期贷款余额 21 万亿元，环比增加 2.97%。
- 根据安信策略的观点，9 月份之后流动性的投放将重新上升，主要原因首先在于票据收缩主要集中在三季度，四季度后将大幅减弱，其次即使全年信贷额度控制在 10 万亿，9 月份开始的月均新增贷款投放额度也将超过 4 千亿元，而明年一季度信贷的高速投放通常是可以预期的。再者银监会对银行资本金的要求存在调整的余地。由此看来，在可预期的未来，作为工程机械购买资金重要来源的信贷资金并无大虞。

图 11 金融机构月度新增人民币中长期贷款（亿元）



数据来源：WIND 安信证券研究中心

1.6. 预计 09 年工程机械行业增速为 10%

- 从长期发展前景来看，我国目前城市化率仍较低，2008 年底为 45.68%，预计 2010 年达到 47%，而这也仅仅是接近全球平均水平，城市化将促进大量的基础设施建设和房地产建设，对工程机械的需求拉动巨大。另外值得关注的是围海造地，为保护耕地，我国多个沿海城市已提出围海造地的规划，这将对工程机械需求形成长远的影响。
- 9 月 23 日国务院原则通过《促进中部地区崛起规划》。其中提出要巩固和提升重要能源原材料基地地位，推进大型煤矿建设，加快电力和电网建设，大力发展原材料精深加工。要建设现代装备制造业及高技术产业基地，提升装备制造业整体实力和水平。要优化交通资源配置，强化综合交通运输枢纽地位。加快铁路网和机场建设，完善公路干线网络，提高水运、管道运输能力。我们认为这将对工程机械行业也构成一个的中期利好因素。
- 今年 1-7 月，工程机械行业收入同比下降 9.2%，1-8 月份已经转为增长 0.38%。1-7 月份销量同比下降 24.3%，1-8 月份同比下降 21.5%，逐月好转。预计 9 月份开始超过去年同期水平。随着国内需求转暖，预计今年国内工程机械行业整体收入将同比上升，全年增速估计在 10% 左右。

2. 公司主要竞争优势分析

2.1. 保持规模优势，利润高速增长

- 2008 年全球工程机械 50 强销售额为 1620.59 亿美元，比上年仅增长 2.84%，增幅下降 20.15 个百分点，从规模增长看无疑是全球工程机械 50 强“收缩”的一年，但从全球化角度看，2008 年却是全球工程机械企业取得颇多实质性进展的一年。50 强企业从最基本的网络延伸拓展，到营销服务中心建设，再到海外制造、研发基地破土等，囊括了产业链构架的各个层面。全球化成为企业熨平波动、参与深层次竞争的基本要件。
- 公司 2008 年营业收入排名为 20 名，2007 年为 19 名，相对位次变化不大，但公

公司已连续第三年位居全球 50 强销售额增幅之首，高于 50 强平均销售额增幅 58.62 个百分点，在 08 年的经济形势下实属不易。

- 按照营业利润的排名，公司处于第 12 名。全球 50 强企业从降低成本、支出，到优化整体运营流程，再到整合企业系统资源、放大资源效益等，各种举措全面推进，出现了利润导向型的趋势，因此，这一名次更加符合公司的真实实力。

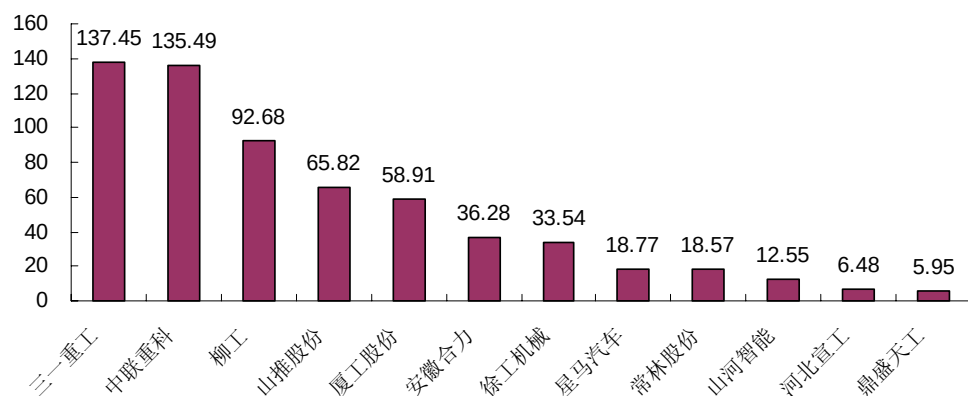
表 1 全球工程机械 50 强营业利润排名

公司	国别	销售额	营业利润	营业利润率
小松	日本	192.17	19.88	10.35%
卡特比勒	美国	318.04	18.03	5.67%
阿特拉斯·科普柯	瑞典	40.19	7.11	17.69%
山特维克	瑞典	49.07	6.34	12.92%
马尼托瓦克	美国	38.83	5.56	14.32%
日立建机	日本	81.86	5.38	6.57%
美卓矿机	芬兰	35.99	4.99	13.86%
迪尔	美国	48.18	4.66	9.67%
特雷克斯	美国	98.9	4.03	4.07%
豪士科集团	美国	30.86	3.6	11.67%
徐工集团	中国	32.28	3.16	9.79%
斗山	韩国	42.41	2.66	6.27%
中联重科	中国	19.86	2.43	12.24%
三一集团	中国	23.52	2.39	10.16%
沃尔沃建筑设备	瑞典	71.19	2.3	3.23%
宝峨集团	德国	10.86	1.65	15.19%
神户制钢所	日本	36.66	1.24	3.38%
CNH	美国	44.64	1.16	2.60%
宝长年	美国	6.91	1.15	16.64%
多田野	日本	17.93	1.14	6.36%
龙工	中国	9.01	1.08	11.99%
帕尔菲格	奥地利	11.06	0.96	8.68%
爱斯太克	美国	9.74	0.92	9.45%
现代重工	韩国	14.01	0.9	6.42%
BEML	印度	6.2	0.89	14.35%
住友重机	日本	17.53	0.83	4.73%
威克诺森	德国	12.11	0.81	6.69%
欧历胜集团	法国	6.28	0.7	11.15%
山推股份	中国	8.59	0.67	7.80%
曼尼拓集团	法国	17.78	0.63	3.54%
BELL设备公司	南非	5.87	0.63	10.73%
竹内制作所	日本	5.67	0.62	10.93%
爱知公司	日本	6.35	0.58	9.13%
柳工集团	中国	13.59	0.56	4.12%
希尔博	芬兰	12.62	0.49	3.88%
Skyjack	加拿大	4.44	0.36	8.11%
加藤制作所	日本	5.98	0.33	5.52%
厦工机械	中国	8.63	0.32	3.71%
古河机械金属株式	日本	5.16	0.11	2.13%
前田制作所	日本	3.31	0.06	1.81%

数据来源：CCM 安信证券研究中心

- 中联重科在国内的经营规模也处于领先地位，2008 年达到 135 亿元的销售总额，与三一重工在伯仲之间。净资产收益率更是高达 36%。即使考虑到徐工机械重组后的规模提升，公司位居三甲应无问题。

图 12 2008 年公司营业收入在业内处于领先水平（单位：亿元）



数据来源：WIND 安信证券研究中心

2.2. 完整的产品系列有助于整体的均衡发展

- 目前公司拥有 13 大类别、28 个系列，450 多个品种的主导产品，是全球产品链最完备的工程机械企业。产品包括混凝土机械、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、土方机械、专用车辆、消防设备、专用车桥等。我们认为完整的产品系列有利于公司均衡的发展。

表 2 国内主要工程机械企业产品分布一览表

	装载机	挖掘机	挖掘装载机	推土机	叉车	混凝土机械	起重机械	路面机械	桩工机械
徐工集团	•	•	•			•	•	•	•
中联重科	•	•		•		•	•	•	•
三一集团		•				•	•	•	•
常林集团	•		•			•	•	•	
柳工集团	•	•	•	•	•	•		•	
中国龙工	•	•			•			•	
厦工股份	•	•	•		•			•	
山推股份	•	•		•	•	•		•	
浙江杭叉					•				
方圆集团						•	•		•
星马汽车						•			
福田雷沃重工	•	•	•				•	•	•
山河智能		•	•		•				•
玉柴工程机械		•							
北方重型汽车		•							•
宇通重工									
抚顺挖掘机							•		
抚顺永茂建筑机械							•		
福建南方路面机械						•		•	
山东临工	•	•	•					•	
河北宣工				•					•
鼎盛天工	•	•		•		•		•	

数据来源：各公司网站 安信证券研究中心

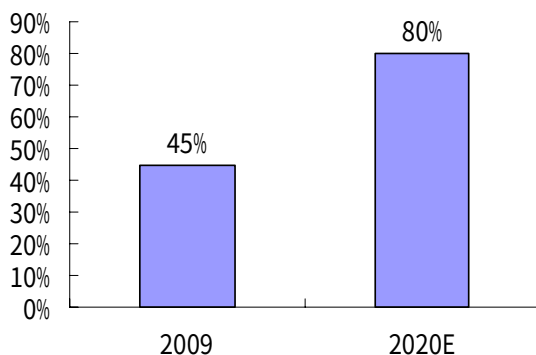
3. 下游需求分析与分项业务预测

3.1. 混凝土机械——水泥散装化和预拌混凝土比率仍有提升空间

- 混凝土机械的增长和我国商品混凝土用量高度相关，而商品混凝土的使用又和水

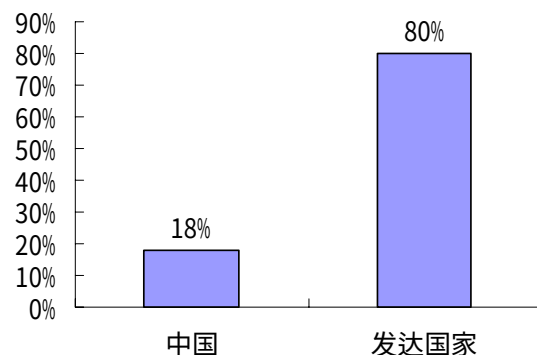
- 泥散装化及预拌混凝土的使用率相关，源头是基础设施建设和房地产业的发展，这两项是中国经济增长的重要驱动因素，短期内不会发生逆转。
- 散装率是衡量一个国家散装水泥发展水平的标志。多数发达国家在重化工业发展阶段中，基本上花费了 20 年时间实现了水泥散装化。大体每 10 年为一个台阶，先用 10 年左右迈上了 50%水泥散装率的第一台阶，再经过 10 年水泥散装率达到 70%-80%以上的第二阶段。
 - 2009 年 7 月全国水泥散装率为 45%，其中华北区 39.55%，东北区 32.25%，华东区 58.52%，中南区 41.45%，西南区 28.52%，西北区 37.14%，全国发展不均衡，京津沪三地 95%左右，西南西北的多数省份低于 30%。我国“十一五”规划水泥散装率达到 60%。按照 2010 年为 50%基数计算，如果 2020 年达到 80%，则年度复合增长率为 4.81%。
 - 预拌混凝土可节约水泥 10-15%，节约砂石 12%，节约工程成本 5%，从环保以及节能的角度，预拌混凝土还将按照既定方针继续推广。预拌混凝土在水泥中的使用量。按照每立方米 300-500 公斤推算，6.1 亿立方米的预拌混凝土使用水泥约 1.83—3.05 亿吨，2007 年全国水泥产量 13.54 亿吨，预拌混凝土占比仅为 13.42—22.36%。而在经济发达国家，预拌混凝土的产量几乎占全部混凝土产量的 70%以上，德国、美国、瑞典、日本等国均在 80%以上，则中国还有占总量 50%的发展空间。
 - 2000~2004 全国商品混凝土年复合增长率为 38.38%，2004~2008 复合增长率约为 19.28%，基于政府的政策导向以及基建与房地产行业的拉动，我们认为 2009-2011 年仍然可望保持 15%左右的平稳增速。
 - 收购 CIFA 使公司跃居全球混凝土机械制造商龙头地位，目前公司与 CIFA 的技术嫁接已经取得成效，与 CIFA 合作研制出具有专利技术的 50 米、52 米、54 米和 56 米六节臂泵车，新产品一经推出即受到市场欢迎。因欧美市场尚处于恢复过程中，2009 年上半年 CIFA 实现销售收入 7.28 亿元，预计下半年市场将逐步好转，估计全年可以实现盈亏平衡。
 - 中联重科的混凝土机械在国内处于领先地位，2008 年达到 135 亿元的销售总额，与三一重工在伯仲之间。总体上两家的市场占有率大致在 80%左右，基本上属于双寡头垄断，技术成熟，服务到位，市场格局较为稳定。2009 年因合并 CIFA 的因素导致公司混凝土机械大幅增长约 60%，我们综合考虑散装水泥 4.81%和商品混凝土 15%的增速，预计未来 2 年公司混凝土机械仍将保持 10-12%的增速。

图 13 中国水泥散装化率仍然较低



数据来源：相关资料 安信证券研究中心

图 14 中国商品混凝土比率偏低



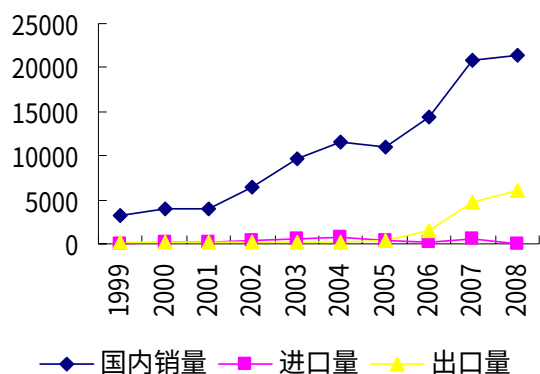
数据来源：相关资料 安信证券研究中心

3.2. 起重机械——大吨位机型需求上升

- 为实现可持续发展与区域均衡发展，中国的风电、核电、新能源、大型石油化工、新型煤化工、大型钢铁基地以及城际高铁与城区地铁等大型工程进入批量建设阶段，再加上沿海区域产业向内地转移，中国起重机市场将呈现持续稳步增长的态势。另外，随着吊装设备向大型化，超重化方向发展，中国市场起重机产品吨位也向中大吨位转变。

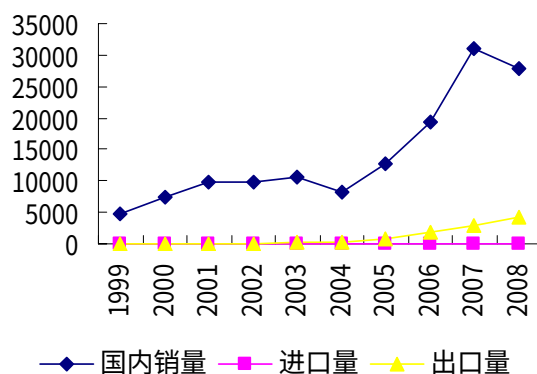
- 2008 年国内轮式起重机销量 21419 台，同比增长 2.7%，出口 6088 台，同比增长 30.78%。2009 年受全球经济危机影响，2009 年 1-7 月份履带式起重机下滑 54%。2008 年国内塔式起重机销量 27918 台，同比增长 10%，出口 4265 台，同比增长 41.83%，同样受全球经济危机影响，2009 年 1-7 月份则下滑 45%。1-8 月累计销量同比增长 10.3%；整个工程起重机销量上半年增长 3.3%，主要受惠于国内需求的拉动，三季度主要厂家的销量增速超过 50%，我们预计起重机行业全年销量增长在 10-13%左右。
- 公司最近几年在新产品开发及科研方面主要健全了汽车起重机 V 系列、H 系列产品，对 25-70 吨等中小吨位产品进行了全面的改进及提升，形成了完善齐全的产品型谱。在大吨位产品上研究及应用了许多达到国际先进水平的起重机关键技术，获得重大自主创新突破，9 月份由中联重科完全自主研发生产的 QUY1000 吨履带式起重机、QAY350 吨全地面汽车起重机的下线，标志着我国在大型、超大型履带起重机自主研发领域已走在亚洲前列。
- 2008 全球移动起重机 10 强榜单中，中联重科位列第 7 位。中联重科的起重机业务连续六年实现了跨越式增长，即使在 2008 年经济形势跌宕起伏中仍然取得了较好业绩，全年汽车起重机销售 4600 多台，基本与 2007 年持平，2009 年上半年销量同比增长 20%，我们预计全年销售收入的增长 16%—18%，未来 2 年仍然有望保持这一增速。

图 15 轮式起重机出口增长快于国内销售（台）



数据来源：工程机械协会 安信证券研究中心

图 16 塔式起重机出口增长弥补国内下滑（台）



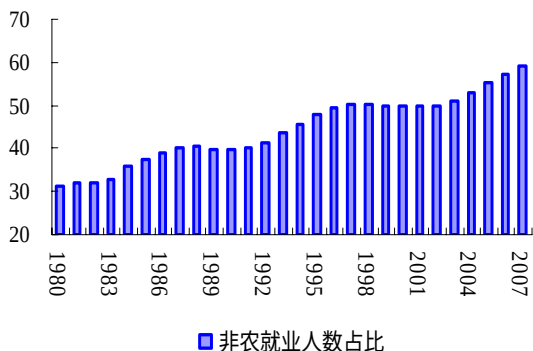
数据来源：工程机械协会 安信证券研究中心

3.3. 环卫机械——伴随城市化进程高速增长

- 如果以非农就业人口占有所有就业人口的比例来衡量城市化进度，可以看到 2007 年中国的比例在 60%附近，这与 1978 年 30%的水平相比显著提升，表明过去 30 年中国城市化程度不断加深。这大约相当于日本 1955 年以及韩国 1980 年前后的水平。在 1975 年日本基本完成城市化以及 1995 年韩国基本完成城市化的时候，这一比例均已上升到接近 90%的水平，应该说中国目前仍然处于城市化相对中期的阶段，环卫机械仍然会保持可观的需求增速。
- 随着城市的发展和管理标准的提高，环卫作业方式不断出现新的变化，环卫作业方式历史上曾发生过几次变革。垃圾由卡车收集、垃圾桶车收集到集装箱车收集，近年又出现压缩车收集；粪便车由人工背粪到真空吸粪；清扫车由简易清扫式到吸扫式；洒水车由低压洒水到高压冲刷、喷雾降尘；推动环卫设备不断增长。
- 公司环卫机械包括清扫机械、清洗机械、除雪机械、垃圾收运与处理机械、下水道疏通机械以及轮胎清洗机等六大类近七十个品种的环卫机械产品，年生产能力达 3000 台套，产品销售量连续八年居全国同行首位，产品覆盖了全国，出口 20 多个国家或地区，是国内最具技术开发实力、营销服务优势和规模经济效益最好的环卫机械专用车辆生产企业之一，吸扫式扫路车和高压清洗车等主导产品连续数年国内销量第一，市场占有率接近 40%。
- 2008 年国内环卫机械主要产品市场总产值约为 50 亿元，2009 年预计总产值将超过 60 亿元，增长幅度超过 20%，城市化进程加快催生环卫机械行业迅猛发展，

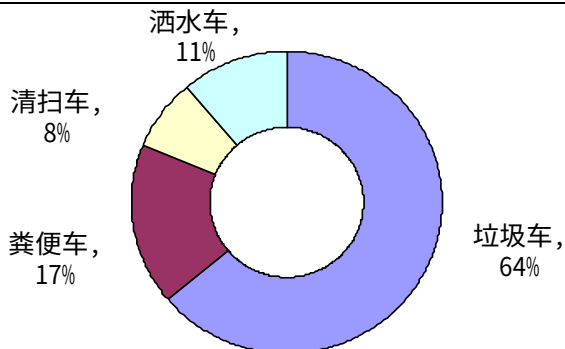
预计将在未来几年保持高速增长。近年来公司环卫机械销售额以 50%左右的速度增长,总体上我们看好公司环卫机械的发展潜力。08 年环卫机械的销售额约 8.71 亿元,未来 3 年的复合增长率应不低于 25%,而且毛利率也可望维持在 30%左右的较高水平。

图 17 中国非农业人口占比持续攀升 (%)



数据来源:CEIC 安信证券研究中心

图 18 环卫车辆的构成比例

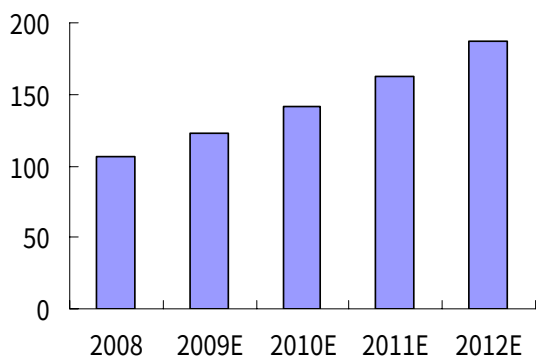


数据来源:相关数据 安信证券研究中心

3.4. 专用车辆与车桥——底盘国产化是未来亮点

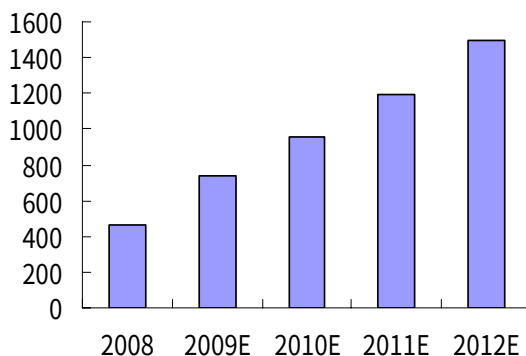
- 公司专用车辆业务包括随车起重运输车、高低空作业机械、道路清障车、军队专用车辆及其它军用机械产品等系列,2009 年中期销售收入 107 百万元,同比增长约 61%。
- 工程起重机车桥是工程起重机的重要零部件。国家工程机械规划院分析,国内工程机械车桥总需求量为 53 万根左右,社会专业化配套量为 33 万根左右。
- 从 2008 年底开始,中联车桥公司已为 50 吨以下的工程起重机配置车桥了。09 年上半年,中联车桥公司实现销售收入 514 百万元,利润翻番,并为中联重科 50 吨以下工程起重机配套车桥 6356 根。
- 目前工程机械系列的国产底盘的稳定性达不到客户的要求。用户还是选用奔驰、沃尔沃、五十铃等品牌的底盘。就中联重科来说,每年需要购进近万台底盘,每台平均四五十万元。不仅价钱昂贵,而且还受制于人,关键部件供给流程不够通畅,因此,工程机械行业底盘国产化也是公司的必然选择。
- 公司的经营目标是到 2012 年,车桥、零部件、底盘实现年销售收入 26 亿元,其中车桥 21 亿元、零部件 2 亿元、底盘 3 亿元。年产车桥 56 万根,其中轻、中型汽车前后桥 50 万根,工程车桥和重型车桥 6 万根;年产底盘 3000 台。
- 我们预计车桥的外销将达到 15 亿元左右。毛利率水平大致在 10%,如果公司的底盘业务在替代进口方面取得较快进展,则公司的这一业务的毛利率水平将有提升的空间。

图 19 公司专用车辆业务平稳增长 (百万元)



数据来源:公司年报 安信证券研究中心

图 20 车桥及底盘业务也是亮点 (百万元)

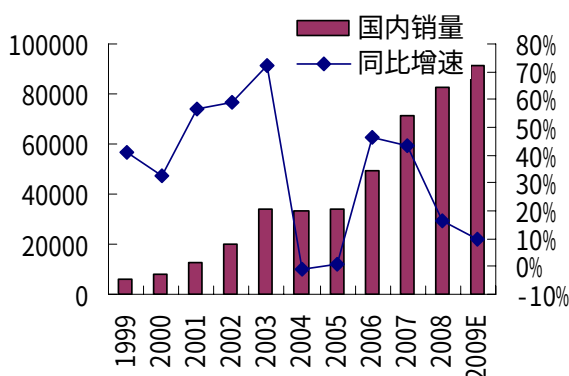


数据来源:公司年报 安信证券研究中心

3.5. 土方机械——增长潜力在于大型挖掘机替代进口

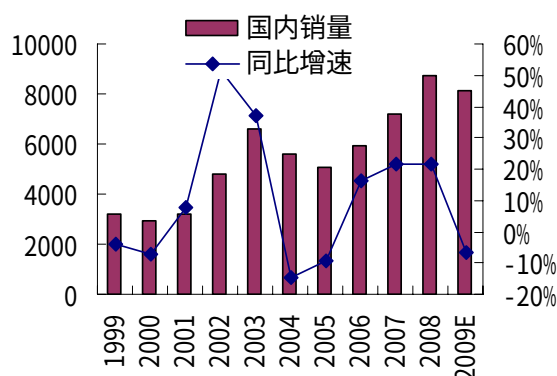
- 由于我国经济的高速增长和建设需要,挖掘机已成为中国工程机械行业增长最快的机种,是土方工程机械中使用最广泛的装备。“十一五”期间按照每年递增 15% 左右的正常速度发展,预计到 2010 年全国各挖掘机企业年销售量的总和可以达到 70000 台左右。
- 考虑土方机械在工程机械行业中所占的比重和挖掘机产品的市场需求,2008 年公司收购了陕西新黄工机械有限责任公司,从而快速切入推土机、挖掘机领域。公司现有这块业务格局包括运转成熟的华山推土机工业园、即将建成的渭南挖掘机工业园、在西安设立的土方公司营销保障中心和在上海设立的土方机械研发中心和出口基地。
- 从 2004 年以后,在中国挖掘机市场中,20 吨以上的大中型挖掘机销量逐年增加,大致占有 60% 以上的份额,目前中国挖掘机市场里的大中型挖掘机销量已经与日本并列,成为世界最大的大中型挖掘机主流市场之一。但外资品牌占据总销量的 71.3%,而本土品牌仅占 28.7%。公司开发具有自主知识产权的“中联牌”系列化大中型液压挖掘机产品,产品整体性能指标已达到国际先进水平,相对于国外同类产品具有性价比高、维护成本较低等优势,具有广阔的市场前景。
- 2008 年土方机械实现销售收入 116 百万元,2009 年中期实现收入 201 万元,估计全年可望实现销售收入 348 百万元。我们预计土方机械的增速在 20% 左右,2015 年也将成为公司的四大支柱产品之一,因产品中包含毛利率较低的推土机和较高的挖掘机,我们预计平均毛利率水平可望保持在 15% 左右。

图 21 国内挖掘机销量维持升势 (台)



数据来源：工程机械协会 安信证券研究中心

图 22 国内推土机销量有所下滑 (台)



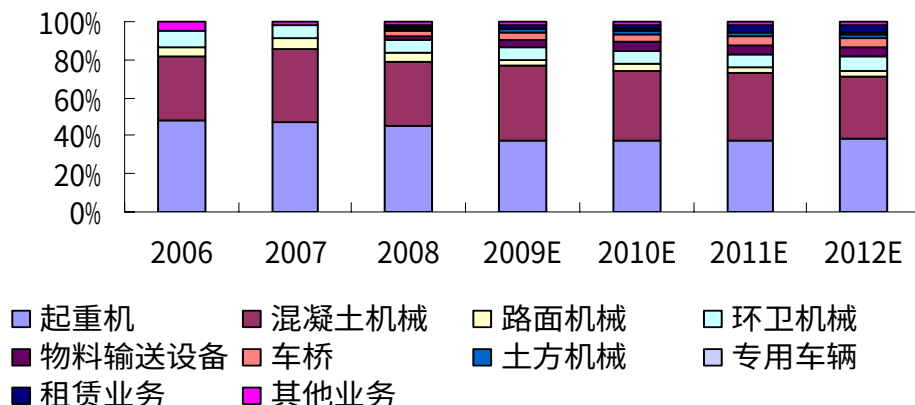
数据来源：工程机械协会 安信证券研究中心

3.6. 物流设备——市场分散空间较大

- 物料搬运机械行业 2008 年实现工业销售产值 2706 亿元,同比增长 29.67%,出口交货值 537 亿元,同比增长 20%。预计“十一五”期间起重运输机械产品的工业总产值、销售收入和利润总额的年平均增长率将会超过 15%。
- 公司的物料输送设备有限公司即原来的华泰重工制造有限公司,产品包括散状物料输送设备、港口自动化设备、起重机械设备及散状物料输送系统工程。公司生产基地位于麓谷工业园,总投资 12 亿元,基地生产能力为年产各类堆取料机和装卸船机 150 台,管式皮带输送机 50 公里,电子系统装备 20 套,年产值 20 亿元。能充分满足国内外自动化港口和散状物料输送设备的“定制化”市场需求。
- 根据中国海关数据统计,2004~2007 年我国物料输送设备出口量呈增长趋势,2007 年出口量比上年同期增长了 148.4%。四年平均增长率为 55.87%。但我国出口输送设备的企业较多,各单个企业的出口规模较小,出口金额排名前十的生产企业占总出口金额的比重不足 20%,物料输送设备的海外市场还有一定的市场空间。因此在中联重科向国际化市场转变的过程中充当着非常重要的角色,是中联重科着力打造的四个百亿事业部之一。
- 该项业务 09 年上半年实现销售收入 162 百万元,根据公司在手订单情况,全年估计收入近 800 百万元。散货设备系列化的发展前景市场较好,我们预计这一业务的增速将达到 25% 左右。中期毛利率 19%,产品将逐步向全系列发展,预计毛

利率可望逐步提高到 20%以上。

图 23 中联重科主营业务结构及其变化趋势



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

4. 特有的并购禀赋促进国际化发展

4.1. 并购导致公司收入增速远高于行业水平

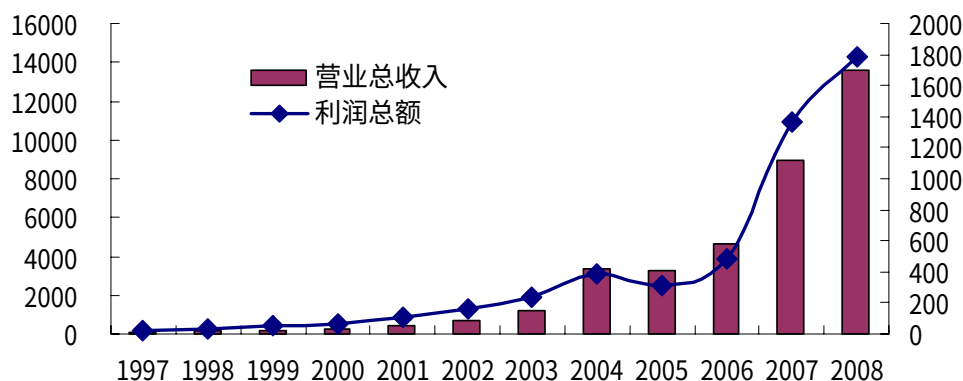
- 最初收购的英国保路捷是全球著名非开挖设备制造商，但金额只有 196 万美元，可为初次试水国际领域，其后则立足国内市场：中标实业以环卫机械见长、浦沅集团的汽车起重机在业内名列前茅、陕西新黄工是老牌土方机械制造商、华泰重工意在进入物流设备领域，湖南车桥厂、信诚液压公司则是为了解决重要零部件的供给。收购意大利 CIFA 成就公司全球混凝土机械第一名，从并购规模和难度均有标志性意义。
- 发展初期和现在的产品系列及销售规模对比，公司的并购所带来的超常规增长是明显的：从 1997 年到 2008 年，公司主营业务收入的年均复合增长率为 55.79%，相应利润总额的增长率为 49.81%，而行业同期销售收入的增长率只有为 20.5%。我们认为中联的并购确实有独到之处，尤其是并购后的整合建立在管理协调和文化融合的基础上，颇受业界称道。

表 3 中联重科主要并购事项一览表（单位：百万元）

时间	收购目标	交易金额	交易目的
2001.00	英国保路捷	196 万美元	进入非开挖工程设备领域
2002.12	湖南机床厂	126.89	利用其厂房设备扩大生产规模
2003.08	长沙中标实业	127.00	进入环卫机械领域
2005.11	浦沅工程机械	76.96	进入汽车起重机领域
2008.07	陕西新黄工	34.00	扩展产品链进入土方机械领域
2008.07	湖南车桥厂	154.23	延伸上游解决关键配件供给
2008.08	湖南华泰重工	119.12	进入物流输送设备制造领域
2008.10	意大利 CIFA	251.50	混凝土机械全球份额第一
2009.01	常德信诚液压	30.00	延伸上游解决关键液压件供给

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 24 从 2003 年开始的并购对公司的业绩增长有重要意义



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

4.2. 收购 CIFA，公司国际化战略掀开新篇章

- 2007 年开始推进的国际化战略是企业发展的必由之路。公司采取的既定方式是并购，意在通过收购国外企业，对各业务部门进行产业整合，而一旦完成对旗下所有业务领域的整合，公司将真正成为全球化运营的公司。
- 2008 年全球排名第三混凝土机械制造商 CIFA 出售，是行业整合和公司发展绝仅有的机遇。但公司的收购价格仍然是理性的，同时整个融资安排和支付结构也最大程度地降低了公司本身的财务风险。
- 收购 CIFA 最初看重的是它强大的研发能力，而最终深远意义体现为：中联重科将通过利用双方的销售渠道、技术优势、产能优势及管理优势，创立一个具有规模效应协同的发展平台，整合资源，优势互补，迅速提升，从而使中联通过整合快速成为国际化企业、世界领先的工程机械制造商。
- CIFA 的股东希望找到的是有志于成为全球头号工程机械制造商的买家，CIFA 的高管团队在决定并购时一致表示希望与中联重科合作，在全球经济危机的冲击下，受益于中联的全球销售渠道，CIFA 在新兴市场的表现相对好于德国大象、施维因，中联也进一步获得了 CIFA 管理层的认同，CIFA 高管团队已经购买了新 CIFA 公司的股权。
- 参加联合收购的国际团队，包括高盛、弘毅投资、最主要的还有曼达林中欧投资基金，这一组合有非常丰富的海外投资经验，特别是熟悉意大利本土投资的经验，可以在融合前期有效地缓冲文化和理念的冲突，保证重组整合的顺利进行。因此我们并不担心未来中联在 CIFA 会面临严重的文化冲突而难以为继。
- 另一方面，CIFA 的研发实力已经在中联的平台上初现身手，最近推出的基于全球唯一同时拥有泵送设备和隧道设备平台而开发生产的 CIFA 喷射机械手，具有更广泛的施工适应性和产品可靠性 全球唯一采用 3 级顺序伸缩专利技术的 X 支腿，结构可靠，更加适应中国复杂的施工工况的 CIFA 长臂架泵车。我们相信 CIFA 所拥有的欧美市场、高端技术、品牌效应，和中联的低成本、规模化、高效率生产结合，必将取得“里应外合”的协同效应。

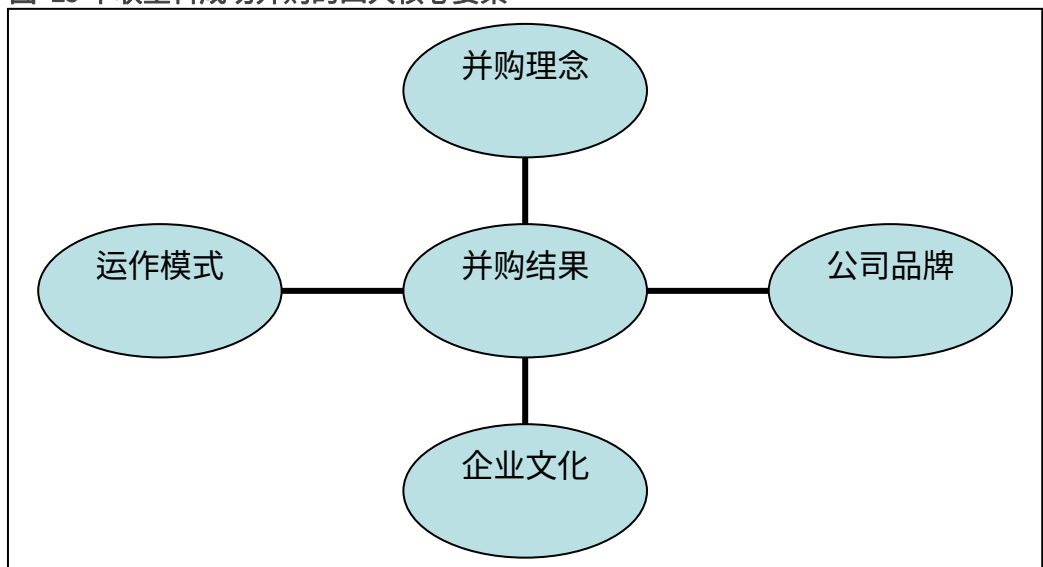
4.3. 四大内在因素奠定成功并购的基础

- 并购理念——公司 2001 年以来的一系列并购活动是围绕工程机械主业展开，主要基于三个层面——扩大主业规模，比如对湖南机床厂、浦沅集团、山西黄河工程机械集团、华泰重工等企业的并购；延伸主业整合供应链，如对湖南车桥厂和常德信诚液压公司的并购；增强主业技术竞争力以及获取龙头地位，如对英国保路捷公司和意大利 CIFA 的收购。
- 运作模式——基本的原则是稳定的原领导班子和员工队伍、引进新的管理模式和运行机制。由此凝聚人心，找到适合的发展战略。具体是“三个不变”——即原有公司名称、产品品牌不变，领导班子基本不变，和“五个统一”——规划、投资、用人、文化、制度基本统一，确定了重组后中联大集团的发展方向 and 定位，

从而将个人发展的愿景与企业集团的事业愿景结合起来。

- 公司品牌——公司已经拥有相对成熟的管理体系，完整的国内销售网络和有效的服务模式，全国领先的研发团队以及规模化的生产系统，从而实现了资源的有效配置和产出的最大化。这一切构成了中联的核心竞争力，也是中联的品牌价值所在，越来越为国际国内的被收购方所认同。
- 企业文化——“至诚无息，博厚悠远”是公司的核心文化理念，公司管理制度的特色之一就是所体现的人文情怀，因此对被收购企业的孜孜以求是最大可能体现中联的包容力，而高度信任得到高度负责的回报，最终是企业文化的强势传播。
- 并购结果——中联重科相继收购了英国保路捷公司、承债式并购原湖南机床厂、重组并购原浦沅集团、收购中标实业的主要经营性资产，到收购意大利 CIFA，这些涉及到不同类型、不同产权所有制、不同产业甚至不同国家的企业并购案例，都取得了见效快、改制过渡平稳、主业优势凸显的经济和社会双重效益，我们认为四大基础因素起到至关重要的作用。

图 25 中联重科成功并购的四大核心要素



数据来源：安信证券研究中心

4.4. 预期 2010 年并购效应将更加显现

- 公司第一阶段的并购主要集中在上市后的 2003 年，当年收购了浦沅集团、中标实业、湖南机床厂等三家企业，到 2006 年就开始大见效益。其中，浦沅集团的起重机械已经成为中联重科的核心支柱之一，而且预计 2009 年可以带来 10 亿元的利润，可当初仅花了不到 1 亿元的并购资金；收购中标实业花了 1.2 亿元，现在每年可以赚 2 亿多元。
- 第二阶段的并购主要集中在 2008 年，公司相继收购了华泰重工、湖南车桥厂、黄河重工、信诚液压和意大利 CIFA 等五大企业，进军土方机械和散料运输机械领域，打造工程机械专用车桥和液压件制造基地，使公司跃居全球混凝土机械制造商龙头地位，第二阶段的并购效益预计在 2010 年体现。
- 中联产品国内市场的占有率已经达到相当高的水平，海外市场已经成为公司的必然选择。我们认为公司的 2008 年的持续并购形成了一个阶段性的高峰，因此 2009 年将成为一个消化整理提升潜能的态势，而 2010 年并购效益将随着全球经济复苏而逐步释放，未来全球并购战略将有效利用全球资本推进，目标是海外销售收入占总收入比例要超过 50%，从而实现真正意义上的全球化。

5. 租赁业务——未来的半壁江山

5.1. 国际工程机械融资租赁已经成熟

- 融资租赁是当前国际流行的集金融、贸易于一身的朝阳产业，每年的递增速度在

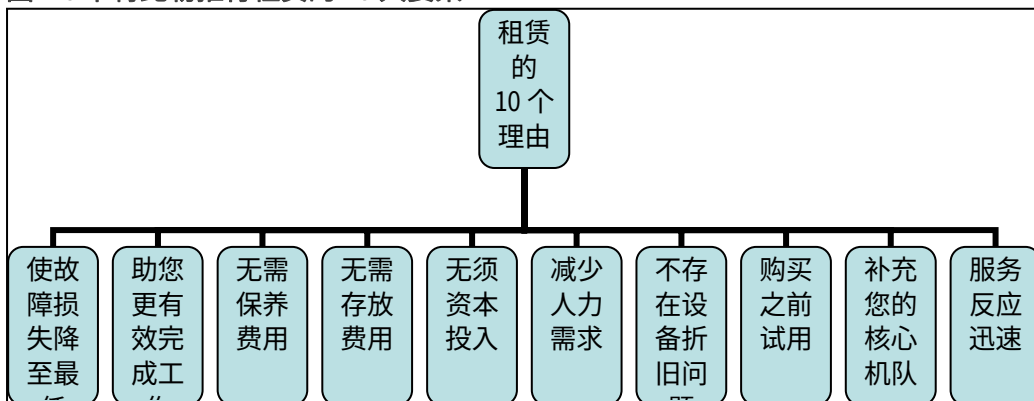
20%以上。在发达国家，融资租赁是仅次于银行信贷的第二大金融工具，融资租赁的渗透率(投资总额占社会固定资产投资总额)在 30%以上。在欧美等发达国家，飞机、信息设备、工程机械、商用车辆、船舶、医疗设备等的租赁交易额已占全部交易额的 50%—80%。

- 虽然工程机械行业具有较强的周期性，但融资租赁由于可以在市场较低迷时以灵活的融资方案促进销售，融资租赁公司的收益是分期实现，当融资租赁比例在整个销售中所占比例较高时，整个公司的业绩周期性波动将在一定程度上被熨平。
- 设备租赁业是正在发展的全球性工业，并正扩展到世界各个地区。统计数字表明租赁业在发展过程中处于直线上升状态。据预测，租赁普及率(直接销售给租赁公司的所有工程机械的比例)在未来 10 年内将稳步提高，2010 年全球租赁公司每年的设备购买费用将达到近 250 亿美元，几乎是目前水平的两倍。设备购买目前主要集中在北美和欧洲(占全球租赁收入的 84%左右)，但发展最快的租赁市场将是中国、亚太地区、南亚、南美和中东这些欠发达地区。

5.2. 专业制造商和专业租赁商各有特色

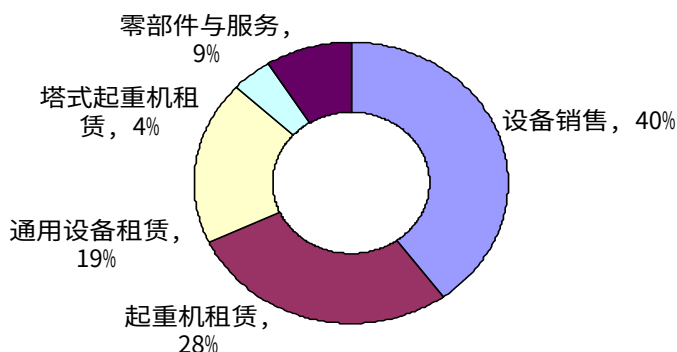
- 融资租赁是国际成熟工程机械制造商通用的一种金融工具，国际工程机械制造巨头卡特彼勒 1986 年最早推出了厂商系融资租赁。目前，卡特彼勒 70%以上的销售通过融资租赁实现，34%以上的收入来自于服务并且能保持 20%的年成长率。卡特彼勒租赁店正在全球迅速发展，到目前为止，全球已经有 1600 家卡特彼勒租赁店。卡特彼勒在中国大陆的四大代理商拥有超过 86 家卡特彼勒租赁店，为承包商提供销售、租赁、二手设备销售以及设备维修的一站式服务。
- 世界履带吊巨头、亚洲吊车租赁业“老大”——新加坡达丰控股集团是世界上最大的履带式起重机租赁公司之一，20 世纪 70 年代创立，多年来致力在亚太地区及澳大利亚起重机租赁市场发展，已经发展成为拥有 500 多台 70 吨-800 吨履带式起重机，并且是在新加坡和澳大利亚证券市场上市的专业化租赁公司。2009 财年达丰控股经营收入达到了 632 百万美元，租赁收入占比 51%。

图 26 卡特比勒推行租赁的 10 大要素



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

图 27 新加坡达丰集团的租赁收入已经占到 51%



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

5.3. 国内工程机械租赁业务空间巨大

- 我国工程机械通过租赁方式实现销售的比例将逐年提高, 2007 年为 3%, 2010 年预计为 15%, 2015 年达到 25%。总体上工程机械租赁市场的增幅将高于工程机械总量的增幅, 2010 年工程机械租赁总额预计为 540 亿元人民币, 2015 年达到 1425 亿元人民币。
- 据中国建筑业协会设备管理与租赁分会 08 年的调查发现, 从企业的性质来看, 民营租赁企业占 38.7%, 国有租赁企业占 33.9%。排名前 50 的企业规模, 注册资金 1000 万以上占 72.6%, 设备原值 1000 万~5000 万占 40.7%, 2007 年企业年营业额在 100 万元~1000 万元的占 50%以上。总体上行业起步不久, 企业规模尚小。
- 全国的建筑机械租赁公司数量庞大, 但大多是中小规模企业, 在管理和技术上能够达到一定水准, 并且有志于建筑机械租赁领域长期发展的公司数量并不太多。我们初步分析了 2008 年建筑施工机械租赁 10 家品牌企业, 注册资金最大中核华兴达丰为 6000 万元, 排名第三的上海新利恒固定资产规模也就是 5 亿元。而最早介入这一领域的广州力特工程机械有限公司成立于 1994 年。
- 我们认为大型、规模化租赁公司将成为未来市场的需求主体, 这类公司必须是管理科学、技术先进、地域性广、专业性强、资金雄厚的工程机械租赁集团公司。从这一角度分析, 我们更看好有龙头工程机械制造商背景的租赁公司的发展前景。

表 4 国内主要工程机械厂商基本介入融资租赁业

	大股东	成立时间
卡特比勒中国融资租赁有限公司	卡特比勒 (美)	2004.2
中国康复国际租赁有限公司	三一重工	2004.6
山东长城融资租赁有新规定	山东通发	2005.5
北京中联新兴建设租赁有限公司	中联重科	2005.5
斗山 (中国) 融资租赁有限公司	斗山 (韩国)	2007.5
中国铁路工程机械中心	铁工集团	2004.3
马尼托瓦克 (中国) 租赁有限公司	马尼托瓦克 (美国)	2006.11
中集车辆租赁有限公司	中集集团	2007.7
龙工 (上海) 融资租赁有限公司	龙工	2007.9
小松 (中国) 融资租赁有限公司	小松 (日本)	2008.3
江苏徐工工程机械租赁有限公司	徐工集团	2008.9
新力博交通装备投资租赁有限公司	南车集团	2008.9
中国北车集团租赁有限公司	北车集团	2008.9
厦门厦工融资租赁有限公司	厦工	2008.9
山推租赁有限公司	山推集团	2009.3

数据来源: 相关资料 安信证券研究中心

表 5 2008 建筑施工机械租赁主要企业前 10 名

公司名称	租赁业务类型	成立时间
中核华兴达丰机械工程有限公司	塔式起重机租赁	2007
上海腾达建筑工程有限公司	移动式起重机租赁	/
上海新利恒租赁有限公司	砼输送机械租赁	1997
北京中建正和建筑机械施工有限公司	塔式起重机租赁	2002
广州力特工程机械有限公司	移动式起重机租赁	1994
北京泵普工程机械有限公司	砼输送机械租赁	1999
广州海邻物资有限公司	塔式起重机租赁	1997
浙江宏基租赁有限公司	塔式起重机租赁	1995
中冶京唐设备租赁有限公司	移动式起重机租赁	2002
上海美装外墙工程设备有限公司	高处作业吊篮租赁	1998

数据来源: 相关资料 安信证券研究中心

5.4. 公司全面启动融资租赁正当其时

- 公司在 2005 年开始谋划融资租赁业务，2007 年通过融资租赁实现的销售为 5 亿元；2008 年约 24 亿的销售出自融资租赁，占中联销售总额的 18% 左右；根据目前的销售情况，预计 2009 年通过融资租赁实现的产品销售将达 50 亿元。
- 此次募集投向的 10 个项目中投资金额最大的就是全球融资租赁体系及工程机械再制造中心建设项目，预计总投资 15 亿元，其中融资租赁体系建设 14 亿元，向中联重科融资租赁(中国)有限公司增资 1.93 亿美元，并在海外 11 个国家投资设立中联重科融资租赁海外子公司，投资 0.11 亿美元。
- 增资后的中联重科融资租赁公司资本金达到 2.73 亿美元，也即达到约 18 亿元人民币，按照融资租赁公司的资本放大比例 10 倍计算，该公司可以办理存量融资租赁业务 180 亿元，2009 年底该公司存量资产将达到约 60 亿，2010 年按新增融资租赁资产总额 100 亿计，到 2010 年底，扣除当年偿还的金额，融资租赁公司的风险资产总额将达到 120 亿左右。
- 按照规划，该项目达产后可实现营业收入 21.68 亿元，实现净利润 4.57 亿元，前景良好，鉴于公司目前融资租赁业务的基础和未来的发展空间，租赁业务收入在未来 3-5 年内将超过销售总额的 50%。

6. 募投项目提升公司整体实力

- 募投项目中：起重机、挖掘机侧重产品结构提升，租赁体系建立为打开市场发展空间，研发体系关乎公司的发展潜力，液压件、车桥强化部件供给，地下施工设备、应急救援装备均是有较好需求领域，沥青混凝土再生设备和工程机械再制造中心是围绕主业向环保产业的延伸，散装物流成套机械式向系统化大发展。总体上我们认为募投项目重在提升产品结构、强化服务手段、夯实研发基础、完善生产体系，有利于公司中长期发展实力的提高。

表 6 募集资金项目有利于提升公司产品与服务的竞争力

序号	项目名称	投入资金（万元）
1	大吨位起重机产业化	80060.77
2	建筑基础地下施工设备产业化	20000.00
3	全球融资租赁体系及工程机械再制造中心建设	150,221.40
4	数字化研发制造协同创新平台建设	30,001.45
5	社会应急救援系统关键装备产业化	55,000.00
6	中大型挖掘机产业升级	60,680.00
7	工程机械关键液压件产业升级	30,000.00
8	工程起重机专用车桥基地建设	10,000.00
9	散装物料输送成套机械研发与技术改造	51,211.68
10	环保型沥青混凝土再生成套设备产业化	20,000.00
11	补充流动资金	50,000.00
12	合计	557175.3

数据来源：公司增发报告 安信证券研究中心

表 7 募投项目达产后主要产品产量

募投项目达产后主要产品产量一览表
生产各类型大吨位起重机613 台，其中年产全地面起重机216台，大吨位履带式起重机101 台，大吨位轮胎吊175 台，大吨位塔机121 台。
达产后可形成年产履带式地下连续墙液压抓斗60 台、旋挖钻机300 台、双轮铣10 台的生产规模。
年产高空救援装备140 台、路面救援装备2900台及地下救助装备100 台的生产能力。
年产消防车 370 台、扫路车1,200 台、高压清洗车300 台、垃圾处理机械770 台、道路清障车100 台及其他应急救援设备400 台。年产6500 台中大型挖掘机的生产能力。
年产各类油缸30 万支，各类阀15 万件。
年产35,000 根工程起重机专用车桥。
年生产堆取料机、装卸船机等散料机械240 台，园管带式输送机及普通带式输送机30 千米。
年产沥青路面加热机、复拌机、厂拌再生机、铣刨机、摊铺机、压路机等筑养路机械174 台。

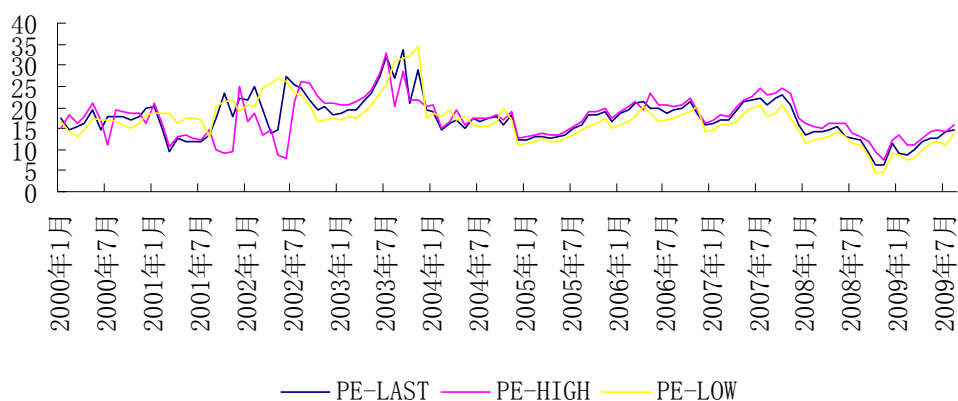
数据来源：公司增发报告 安信证券研究中心

7. 股票估值和定价

7.1. 全球工程机械市盈率均值为 17 倍

- 我们选择全球有代表性的 15 家工程机械类上市公司作为样板，包括卡特比勒、小松、特雷克斯、日立建机、沃尔沃建筑设备、山特维克、迪尔、CNH、斗山、阿特拉斯、马尼托瓦克、神户制钢所、多田野、住友重机、久保田。从 2000 年至 2009 年 8 月份的市盈率数据来看，最大值为 33.8 倍，最小值为 6.15 倍，平均值为 17.44 倍。

图 28 全球工程机械类上市公司市盈率波动情况



数据来源：安信证券研究中心

7.2. 相对估值

- 国内 11 家工程机械类上市公司，按照 2009 年 10 月 30 日收盘价计算，2009-2011 年市盈率均值为 31.46、23.79、19.04 倍，市净率为 3.56、3.05、2.61 倍。中联重科的市盈率分别低于样本均值约 26%、23%、22%，市净率分别高于均值 15%、13%、10%。
- 根据我们的预测，中联重科 2009—2011 年仍然可以保持 28%的年均复合增长率，

公司作为一家优质的龙头企业，我们认为 2009 年合理市盈率为 23—25 倍，对应股价区间为 30.59-33.25 元，较目前的股价尚有 13.38%—23.24%的空间。

表 8 国内 A 股工程机械类上市公司相对估值表

证券简称	收盘价	2009PE	2010PE	2011PE	2009PB	2010PB	2011PB
徐工机械	34.76	18.11	15.12	12.99	3.82	3.22	2.73
柳工	18.37	20.00	18.42	15.10	3.11	2.70	2.32
山推股份	11.68	20.02	15.47	13.58	2.74	2.37	1.99
山河智能	17.46	43.94	36.70	27.59	3.71	3.46	3.16
方圆支承	10	44.94	29.90	21.57	5.49	4.63	3.79
三一重工	36.01	29.00	23.93	19.26	6.82	5.46	4.33
星马汽车	8.84	21.38	22.40	18.21	3.06	2.70	2.35
常林股份	5.86	46.77	40.41	34.90	2.44	2.34	2.25
安徽合力	11.96	55.09	32.76	26.03	2.03	1.95	1.84
厦工股份	7.23	36.11	17.99	13.39	2.70	2.38	2.12
上海机电	13.89	10.67	8.55	6.77	3.19	2.36	1.78
中联重科	26.98	23.33	18.35	14.86	4.08	3.45	2.90
均值		31.46	23.79	19.04	3.56	3.05	2.61

数据来源：WIND 安信证券研究中心

7.3. 绝对估值

- 我们采用公司自由现金流和权益自由现金流 2 种折现法，主要前提假设：无风险利率为 3%，风险溢价为 7%，Beta 为 1.05。对应的每股价值分别为 35.31 元和 31.76 元，均值为 33.54 元。

表 9 公司 OPFCF 估值

公司OPFCF估值			主要假设			
显性预测	6,723.3	10.6%	无风险利率	3.00%		
半显性预测	21,012.1	33.3%	风险溢价	7.00%		
永续价值	35,443.1	56.1%	β 系数	1.05		
经营价值	63,178.5	100.0%	Rm	10.00%		
加:非营业资产	6,564.4		Ke	10.35%		
企业价值	69,742.9		Kd	6.00%		
减:付息债务	10,377.1		D/DE	18.69%		
减:少数股东权益	295.0		E/DE	81.31%		
权益价值	59,070.8		WACC	9.28%		
总股本	1,673.1		半显性期增长率	5.00%		
每股权益价值	35.31		永续增长率	2.00%		
股价	26.98					
WACC		永续增长率				
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	22.10	22.73	23.48	24.40	25.55	27.02
11.00%	25.03	25.90	26.96	28.29	29.99	32.27
10.00%	28.59	29.82	31.35	33.32	35.94	39.62
9.00%	33.01	34.77	37.04	40.07	44.31	50.66
8.00%	38.62	41.23	44.71	49.58	56.89	69.08
7.00%	45.92	49.92	55.52	63.93	77.93	105.93
6.00%	55.80	62.23	71.87	87.94	120.09	216.53

数据来源：安信证券研究中心

表 10 权益 FCFE 估值

权益FCFE估值			主要假设	
显性预测	4,978.4	9.4%	无风险利率	3.00%
半显性预测	19,200.0	36.1%	风险溢价	7.00%
永续价值	28,962.2	54.5%	β 系数	1.05
权益价值	53,140.7	100.0%	R_m	10.00%
总股本	1,673.1		K_e	10.35%
每股权益价值	31.76		半显性期增长率	5.00%
股价	26.98		永续增长率	2.00%

K_e	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	23.15	24.16	25.39	26.88	28.75	31.15
11.00%	25.98	27.32	28.95	31.00	33.63	37.14
10.00%	29.44	31.23	33.47	36.36	40.20	45.59
9.00%	33.73	36.19	39.35	43.57	49.48	58.34
8.00%	39.18	42.65	47.29	53.77	63.50	79.72
7.00%	46.29	51.38	58.51	69.21	87.03	122.69
6.00%	55.90	63.74	75.51	95.12	134.35	252.02

数据来源：安信证券研究中心

8. 风险提示

8.1. 房地产与基建行业景气下滑抑制需求

- 如前所述，房地产和基础设施建设占工程机械的总需求约——，作为国内经济的主要驱动因素，我们认为二者在未来 2-3 年保持稳步发展，但国内房地产业已经持续高速增长多年，而基础设施建设也日益趋于完善，如果这两个行业明显景气下滑，工程机械用户购买产品的预期也会下降。

8.2. 信贷规模紧缩导致购机资金面供给不足

- 信贷资金规模不仅从源头上影响房地产的发展，其对工程机械行业也有直接影响，工程机械代理商信用销售的主要模式有三种，分期付款、银行按揭和融资租赁。大约各占三分之一左右。分期付款和银行按揭与银行信贷政策直接相关，融资租赁也需要银行的支持，因此信贷规模紧缩将导致工程机械购买力下降。

8.3. 通胀导致钢材及零部件价格上涨

- 作为中游产业，工程机械厂商与上游原材料企业的议价能力相对有限，以钢材为代表的原材料价格上涨，一般下游用户可以承担大部分，小部分尚需要公司自我消化。4 万亿投资导致国内资金投放大增，存在未来通胀的隐忧，有可能推动工程机械成本上行。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-10-31		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,973.6	13,548.8	19,266.5	22,944.1	26,922.4	成长性					
减: 营业成本	6,404.8	9,841.6	14,243.6	16,895.0	19,774.4	营业收入增长率	92.7%	51.0%	42.2%	19.1%	17.3%
营业税费	28.2	32.3	67.4	80.3	94.2	营业利润增长率	169.2%	22.2%	57.0%	21.8%	22.7%
销售费用	691.0	959.4	1,156.0	1,376.6	1,615.3	净利润增长率	176.4%	17.7%	41.7%	21.4%	22.3%
管理费用	367.7	637.9	770.7	917.8	1,076.9	EBITDA 增长率	137.6%	38.6%	61.2%	20.9%	18.3%
财务费用	66.0	320.5	424.1	479.3	453.9	EBIT 增长率	156.6%	39.1%	53.0%	20.6%	19.0%
资产减值损失	70.4	90.1	5.5	22.3	14.6	NOPLAT 增长率	161.5%	37.0%	36.8%	20.3%	18.8%
加: 公允价值变动收益	-	-17.7	4.1	-	-	投资资本增长率	105.7%	165.2%	24.5%	14.6%	7.4%
投资和汇兑收益	12.5	10.4	2.5	2.5	2.5	净资产增长率	59.4%	42.5%	43.7%	34.0%	31.0%
营业利润	1,358.0	1,659.6	2,606.0	3,175.3	3,895.5	利润率					
加: 营业外净收支	6.3	125.6	50.0	50.0	50.0	毛利率	28.6%	27.4%	26.1%	26.4%	26.6%
利润总额	1,364.3	1,785.2	2,656.0	3,225.3	3,945.5	营业利润率	15.1%	12.2%	13.5%	13.8%	14.5%
减: 所得税	33.2	191.4	398.4	483.8	591.8	净利率	14.9%	11.6%	11.5%	11.8%	12.3%
净利润	1,333.6	1,569.4	2,223.7	2,700.4	3,303.3	EBITDA/营业收入	16.8%	15.4%	17.5%	17.7%	17.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	15.9%	14.6%	15.7%	15.9%	16.2%
货币资金	1,050.4	3,366.9	2,927.3	3,958.9	4,377.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	40	43	50	59	62
应收帐款	1,838.1	3,946.7	5,595.2	6,726.1	7,892.3	流动营业资本周转天数	33	50	56	65	64
应收票据	190.7	307.5	422.3	490.3	560.6	流动资产周转天数	202	270	308	323	317
预付帐款	494.7	403.7	403.7	403.7	403.7	应收帐款周转天数	54	71	83	90	91
存货	2,631.7	5,171.1	7,377.4	8,520.4	9,703.0	存货周转天数	83	104	118	125	122
其他流动资产	126.0	814.6	2,200.0	2,200.0	2,200.0	总资产周转天数	279	421	484	484	463
可供出售金融资产	10.5	3.2	5.5	5.5	5.5	投资资本周转天数	104	169	194	193	183
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	91.8	86.5	85.0	85.0	85.0	ROE	35.5%	29.8%	29.4%	26.7%	24.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.6%	6.9%	7.9%	8.3%	9.3%
固定资产	1,071.1	2,185.0	3,215.6	4,343.3	4,933.1	ROIC	82.6%	55.0%	28.4%	27.4%	28.4%
在建工程	312.3	821.7	643.0	625.8	495.5	费用率					
无形资产	393.0	2,300.0	2,146.8	2,003.8	1,870.3	销售费用率	7.7%	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	321.8	3,715.2	3,674.5	3,674.5	3,674.5	管理费用率	4.1%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%
资产总额	8,532.2	23,122.0	28,696.3	33,037.2	36,200.7	财务费用率	0.7%	2.4%	2.2%	2.1%	1.7%
短期债务	846.7	5,134.2	6,000.0	6,800.0	4,700.0	三费/营业收入	12.5%	14.2%	12.2%	12.1%	11.7%
应付帐款	2,114.6	4,454.0	6,438.9	7,637.4	8,939.1	偿债能力					
应付票据	614.3	1,539.3	2,341.4	2,777.3	3,250.6	资产负债率	56.0%	76.9%	73.2%	68.9%	62.8%
其他流动负债	869.1	751.2	689.6	689.6	689.6	负债权益比	127.5%	332.7%	273.8%	221.3%	168.7%
长期借款	323.8	3,065.1	3,365.1	3,665.1	3,965.1	流动比率	1.42	1.08	1.18	1.21	1.39
其他非流动负债	12.9	1,722.8	1,622.2	622.2	622.2	速动比率	0.83	0.68	0.72	0.74	0.85
负债总额	4,781.4	17,778.5	21,019.3	22,753.7	22,728.7	利息保障倍数	21.58	6.18	7.15	7.63	9.58
少数股东权益	121.6	261.1	295.0	336.1	386.4	分红指标					
股本	760.5	1,521.0	1,673.1	1,673.1	1,673.1	DPS(元)	0.01	0.05	0.07	0.08	0.10
留存收益	2,866.9	3,594.1	5,709.0	8,274.3	11,412.5	分红比率	1.5%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
股东权益	3,750.8	5,343.5	7,677.0	10,283.5	13,472.0	股息收益率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,331.1	1,593.7	2,223.7	2,700.4	3,303.3	EPS(元)	0.80	0.94	1.33	1.61	1.97
加: 折旧和摊销	96.7	146.0	336.5	416.0	465.4	BVPS(元)	2.24	3.19	4.59	6.15	8.05
资产减值准备	70.4	90.1	5.5	22.3	14.6	PE(X)	33.8	28.8	20.3	16.7	13.7
公允价值变动损失	-	17.7	4.1	-	-	PB(X)	12.0	8.4	5.9	4.4	3.4
财务费用	43.6	63.9	334.0	424.1	479.3	P/FCF	116.6	10.9	53.8	40.1	84.7
投资收益	-12.5	-10.4	-2.5	-2.5	-2.5	P/S	5.0	3.3	2.3	2.0	1.7
少数股东损益	-2.5	24.4	33.9	41.1	50.3	EV/EBITDA	13.5	21.6	14.6	11.9	9.6
营运资金的变动	-1,977.1	-2,077.7	-1,291.1	-713.2	-650.1	CAGR(%)	27.2%	28.1%	19.6%	12.1%	4.8%
经营活动产生现金流量	459.9	312.6	1,734.2	2,943.4	3,635.0	PEG	1.2	1.0	1.0	1.4	2.8
投资活动产生现金流量	-487.4	-5,095.9	-2,429.7	-1,397.6	-797.6	ROIC/WACC	8.9	5.9	3.1	3.0	3.1
融资活动产生现金流量	88.4	7,103.7	496.4	-514.3	-2,419.1	REP	0.7	0.8	1.4	1.2	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn

凌洁 021-68765237
李国瑞 021-68763872
张勤 021-68763879
马正南 010-66581668
潘琳 0755-82558268
王远洋 0755-82558087

上海联系人 lingjie@essence.com.cn
上海联系人 ligr@essence.com.cn
上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
北京联系人 mazn@essence.com.cn
深圳联系人 panlin@essence.com.cn
深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034