

中联重科(000157)

并购构筑未来

——中联重科调研报告

✍ 吴昊

☎ 0755-2397 6765

✉ wuh@gtjas.com

本报告导读：

- 依靠多次收购，公司产品线不断拓宽，高成长得以延续，我们认同公司发展战略，并看好公司后续收购。

投资要点：

- **被低估的工程机械平衡木高手。**不同于国内其它工程机械公司，公司依靠并购取得了高成长，这种成长模式看似剑走偏锋，实则稳健成长。三大因素支持公司成功并购：（1）人性化的并购之道；（2）富有激励的事业部制度；（3）行业处于成长期。随着公司收购在市场的认同度越来越高，公司估值水平有望同其实力一样，跻身国内第一梯队。
- **混凝土机械业务将尽享行业成长。**在实现对 CIFA 收购后，公司跃居为全球最大混凝土设备企业，目前整合初见成效，CIFA 年内将扭亏为盈，混凝土业务正朝着“成本中国化、技术品牌高端化”的方向发展。从国内业务来看，在房地产带动下，国内中西部地区城镇化显著加快，基于房地产成长空间及预拌混凝土的提升空间，定量测算得出混凝土机械未来三年 CAGR 达 23.4%。
- **受益于大型项目的兴起，起重机业务快速复苏。**浦沅起重机自 03 年收购以来一直处于快速成长期，目前占据着公司收入近半壁江山。在 4 万亿投资带动下，起重机成为最先复苏的工程机械产品之一，今年 1-9 月公司销量同比增速 14%。基于对大型基建项目、石化、风电及核电等领域投资的乐观预期，预计起重机业务未来三年 CAGR 为 28.9%。
- **挖掘机遇将放量，成为下一个主打产品。**在收购新黄工之后，借助其技术平台，加上中联的管理及资金优势，挖掘机在今年投放市场后反响不错，明年 4 月产能将增至 4000 台，市场表现值得期待。
- **上调评级至“增持”，目标价 40 元/股。**综合考虑绝对估值及相对估值，我们认为公司合理价值为 40 元/股，相对于 2010 年摊薄后的业绩，约为 25 倍 PE。对于未来三年 CAGR 达 30%的公司，这一估值较好反映其成长性。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,974	13,549	18,466	25,476	33,120
(+/-)%	92.7%	51.0%	36.3%	38.0%	30.0%
经营利润（EBIT）	1,424	1,980	2,966	3,853	4,810
(+/-)%	156.6%	39.1%	49.8%	29.9%	24.8%
净利润	1,334	1,569	2,352	3,059	3,821
(+/-)%	176.4%	17.7%	49.8%	30.1%	24.9%
每股净收益（元）	0.80	0.94	1.41	1.83	2.28
每股股利（元）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	16.9%	15.7%	17.2%	16.4%	15.7%
净资产收益率（%）	36.7%	30.9%	32.2%	30.0%	27.7%
投入资本回报率（%）	39.7%	18.9%	23.9%	22.8%	22.6%
EV/EBITDA	32.8	23.5	15.7	12.0	9.6
市盈率	33.4	28.4	19.0	14.6	11.7
股息率（%）	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

评级：

增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：

¥ 40.00

上次预测：¥ 16.50

当前价格：

¥ 27.74

2009.11.12

交易数据

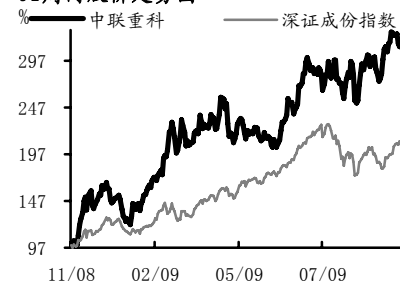
52 周内股价区间（元）	10.56 ~ 28.32
总市值（百万元）	46,345
总股本/流通 A 股（百万股）	1,673/822
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.49
日均成交量（百万股）	22.6
日均成交值（百万元）	441.9

资产负债表摘要（03/09）

股东权益（百万元）	6631.59
每股净资产	3.96
市净率	7.0
资产负债率	76.32%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	0.48	0.20
Q2	0.11	0.51
Q3	0.32	0.29
Q4	0.12	0.41
全年	1.03	1.41

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10.0	10.3	172.0
相对指数	-1.4	10.2	56.4

模型更新时间: 2009.11.12

股票研究

机械制造业

专用设备制造业

中联重科(000157)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **¥ 40.00**

上次预测: ¥ 16.50

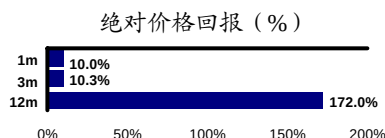
当前价格: **¥ 27.74**

公司网址:

www.zljt.com

公司简介

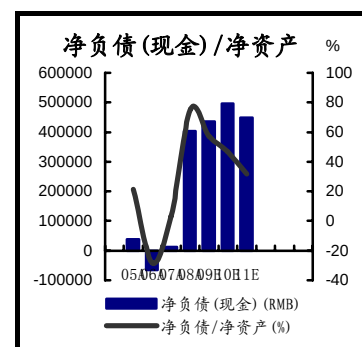
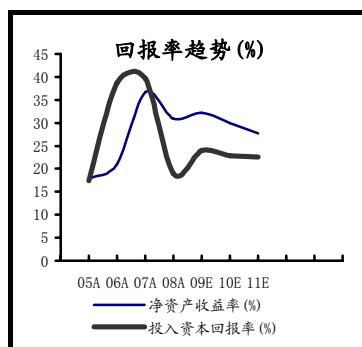
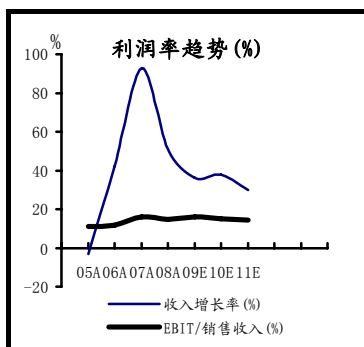
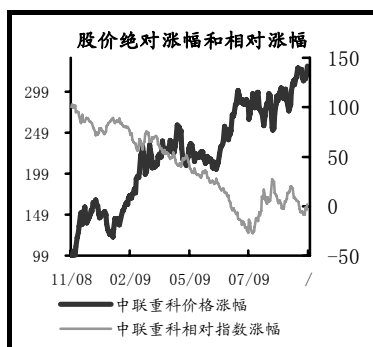
全球最大混凝土机械企业, 中国领先的工程机械企业。



52 周价格范围 10.56~28.32
市值 (百万) 46,345

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表							
营业收入	3,279	4,658	8,974	13,549	18,466	25,476	33,120
营业成本	2,405	3,412	6,405	9,842	13,626	19,051	24,987
税金及附加	26	19	28	32	54	71	92
营业费用	284	400	691	959	1,016	1,401	1,822
管理费用	206	250	368	638	739	1,019	1,325
EBIT	360	555	1,424	1,980	2,966	3,853	4,810
公允价值变动收益	0	0	0	-18	-6	-8	-10
投资收益	-6	-2	12	10	0	0	0
财务费用	37	50	66	321	457	566	693
营业利润	323	504	1,358	1,660	2,509	3,287	4,117
所得税	4	2	33	191	159	237	311
少数股东损益	-1	1	-2	24	36	47	59
净利润	310	482	1,334	1,569	2,352	3,059	3,821
资产负债表							
货币资金、交易性金融	651	990	1,050	3,367	3,669	5,138	6,905
其他流动资产	2,130	2,749	5,281	10,644	12,498	17,658	23,253
长期投资	79	239	102	90	145	112	116
固定资产合计	1,032	1,175	1,383	3,007	4,210	5,105	5,726
无形及其他资产	281	195	715	6,015	4,312	5,665	7,301
资产合计	4,173	5,348	8,532	23,122	24,834	33,679	43,300
流动负债	2,382	2,997	4,445	12,991	13,924	19,581	25,235
长期负债	22	13	337	4,788	3,313	3,561	3,887
股东权益	1,770	2,338	3,751	5,344	7,596	10,537	14,178
投入资本(IC)	2,065	1,431	3,583	10,465	12,419	16,862	21,318
现金流量表							
NOPLAT	355	553	1,389	1,768	2,782	3,580	4,453
折旧与摊销	64	92	97	146	216	314	397
流动资金增量	(95)	(669)	1,820	1,368	1,620	2,581	2,562
资本支出	258	143	213	1,649	1,400	1,200	1,000
自由现金流	583	119	3,518	4,931	6,017	7,675	8,412
经营现金流	463	437	460	313	905	1,671	2,734
投资现金流	(234)	(209)	(487)	(5,096)	(195)	(2,447)	(2,602)
融资现金流	(85)	110	88	7,104	(407)	2,246	1,636
现金流净增加额	144	339	61	2,320	302	1,469	1,767
财务指标							
成长性							
收入增长率	-3.0%	42.0%	92.7%	51.0%	36.3%	38.0%	30.0%
EBIT 增长率	-17.6%	54.1%	156.6%	39.1%	49.8%	29.9%	24.8%
净利润增长率	-18.9%	55.4%	176.4%	17.7%	49.8%	30.1%	24.9%
利润率							
毛利率	26.7%	26.7%	28.6%	27.4%	26.2%	25.2%	24.6%
EBIT 率	11.0%	11.9%	15.9%	14.6%	16.1%	15.1%	14.5%
净利润率	9.5%	10.4%	14.9%	11.6%	12.7%	12.0%	11.5%
收益率							
净资产收益率(ROE)	17.9%	21.0%	36.7%	30.9%	32.2%	30.0%	27.7%
总资产收益率(ROA)	7.4%	9.0%	15.6%	6.8%	9.5%	9.1%	8.8%
投入资本回报率	17.4%	38.8%	39.7%	18.9%	23.9%	22.8%	22.6%
运营能力							
存货周转天数	144	131	117	143	154	148	154
应收账款周转天数	103	78	57	77	84	79	82
总资产周转天数	432	373	282	426	474	419	424
净利润现金含量	1.49	0.91	0.34	0.20	0.38	0.55	0.72
资本支出/收入	7.87%	3.07%	2.37%	12.17%	7.58%	4.71%	3.02%
偿债能力							
资产负债率	57.6%	56.3%	56.0%	76.9%	69.4%	68.7%	67.3%
净负债率	21.4%	-28.3%	3.2%	75.4%	57.3%	47.0%	31.7%
估值比率							
PE	143.7	92.5	33.4	28.4	19.0	14.6	11.7
PB	25.8	19.4	12.3	8.8	6.1	4.4	3.2
EV/EBITDA	117.7	77.1	32.8	23.5	15.7	12.0	9.6
P/S	13.60	9.58	4.97	3.29	2.42	1.75	1.35
股息率	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%



1. 被低估的工程机械龙头

在 A 股主要工程机械上市公司中，中联重科算是估值相对偏低的一个。在我们重点跟踪的国内外公司中，相对于估值最高的三一重工及卡特彼勒，中联重科 2010 年 PE 折价幅度高达 25%（表 1）。

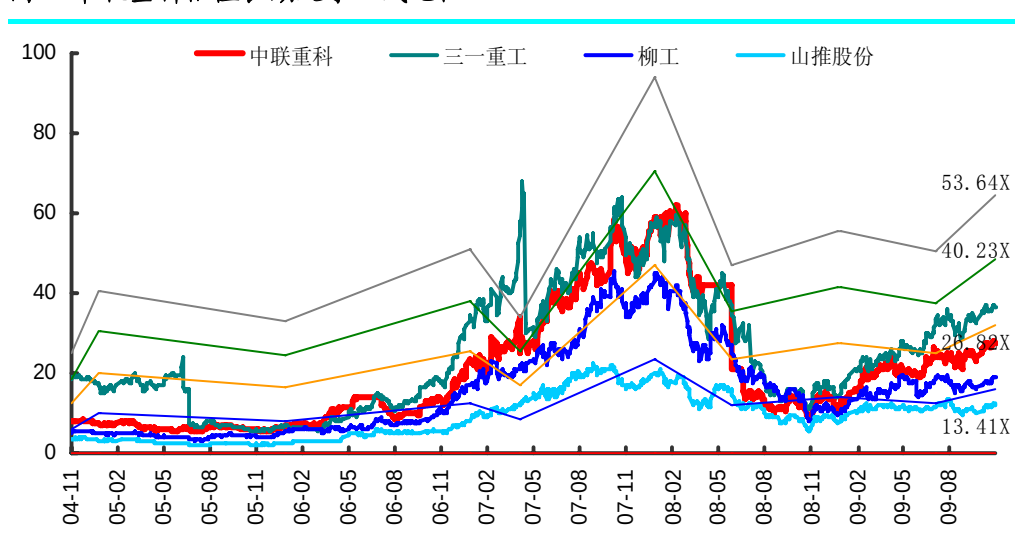
表 1 国内外主要工程机械公司估值对比

	股价	总市值(亿 ¥)	2008PE	2009PE	2010PE	2011PE	PB
国内							
三一重工	35.85	533.45	16.88	27.16	21.69	18.25	7.52
中联重科	27.17	454.58	10.84	21.31	17.33	15.00	6.85
徐工科技	35.97	312.02	76.60	18.60	15.58	15.00	7.92
柳工	18.92	123.01	13.14	18.98	15.98	15.30	3.24
山推股份	12.37	93.91	11.31	21.07	16.23	13.46	3.04
厦工股份	8.14	56.92	17.09	36.18	21.48	14.85	3.03
山河智能	18.26	50.09	63.29	44.21	34.26	27.13	3.96
安徽合力	13.00	46.40	12.96	43.92	30.09	24.62	2.23
中国龙工	4.57	98.23	5.64	14.44	12.14	10.11	2.46
国外							
卡特彼勒	57.60	2,448.69	7.89	29.12	21.62	14.96	4.50
特雷克斯	20.53	151.51	3.15	-	-	16.98	1.21
小松制造	1854.00	1,402.25	13.50	54.55	27.07	27.07	2.24

数据来源：BLOOMBERG。注：总市值为人民币计价，业绩基于彭博一致预期，股价为 11 月 9 日收盘价。

从历史估值来看，中联也是处于中等水平，从长达五年的时间序列来看，相对于三一重工，中联重科估值长期存在较大幅度折价（图 1）。

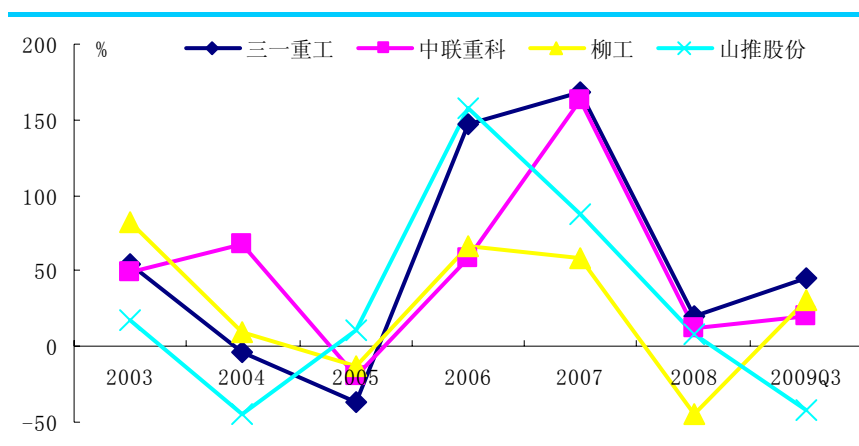
图 1 中联重科估值长期处于二线地位



数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券

其实，从成长性来看，中联重科 2000 年上市以来，八年收入增长超过 55 倍，年均复合增长率为 65%，净利润增长 30 倍，年复合增长率约 53%。从最近五年成长性数据来看，公司也名列前茅（图 2）。

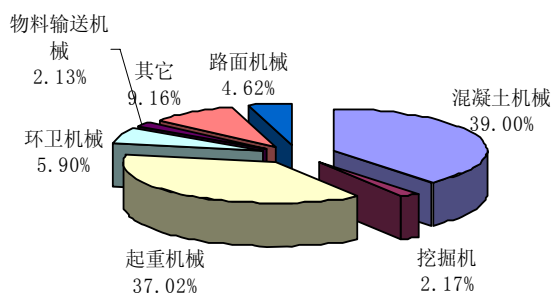
图 2 中联重科净利润增速高、且波动平稳



数据来源：Wind 资讯。注：图中净利润增速已经对非经常性损益进行剔除

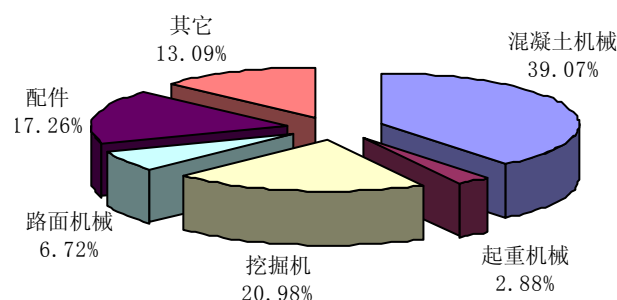
如果不是成长性制约了公司的估值，那么是产品结构影响了成长预期吗？从产品结构来看，公司收入主要来自混凝土设备及起重机，同三一重工类似（图 3 及图 4）。

图 3 中联重科 2009 年预计收入结构



数据来源：公司年报、国泰君安证券

图 4 三一重工 2009 年预计收入结构



数据来源：三一重工年报、国泰君安证券

造成估值差异的主要原因，我们认为同成长模式有关，中联重科是一家靠并购起家的公司，市场或对依靠收购获得持续性增长抱有疑虑。

2. 工程机械并购专家

混凝土机械是公司的起家业务，公司 2000 年上市后，经过多次收购（表 2），目前已成为国内领先的工程机械制造商。

表 2 公司上市后的九次收购

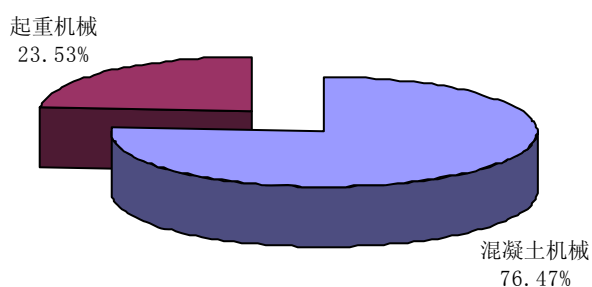
时间	收购金额	收购标的	收购意义
2001 年 11 月	196 万美元	英国保路捷公司	进入非开挖机械行业领域

2002 年 12 月	1.27 亿元	湖南机床厂	缓解产能压力, 扩产压路机等产品
2003 年 8 月	9846 万元	浦沅工程机械公司	进入汽车起重机领域, 成为行业佼佼者
2004 年 4 月	1.27 亿元	中标实业	进入环卫机械领域, 成为行业领先
2008 年 3 月	3400 万元	陕西新黄工公司	向挖掘机等土方机械领域拓展
2008 年 6 月	1.54 亿元	湖南汽车车桥厂	向车桥及底盘等上游产业链拓展
2008 年 7 月	1.19 亿元	华泰重工	向物料输送机械领域拓展
2008 年 12 月		信诚液压公司	向液压件拓展, 保障起重机等零部件供应
2009 年 9 月	2.71 亿欧元	意大利 CIFA	收购国外混凝土机械公司, 志在全球领先

数据来源: 公司公告

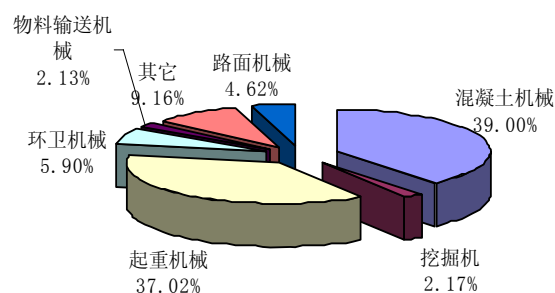
多次收购后, 公司产品大为优化(图 5 及图 6), 其中混凝土机械已确立全球领先地位, 汽车起重机则成为国内第二大企业, 挖掘机及物料输送机械目前规模尚小, 但有望成为公司的下一个增长点。

图 5 中联重科 2000 年收入结构



数据来源: 公司年报

图 6 中联重科 2009 年预计收入结构



数据来源: 公告年报、国泰君安证券

在公司过往收购中, 三次重大收购均达到预期效果。

(1) 03 年 8 月, 中联重科与浦沅成功重组并购, 并购后的第二年, 浦沅公司实现的利润, 超过了其过去 15 年的利润总和。

(2) 03 年 8 月, 中联重科 1.27 亿元收购长沙中标实业公司, 当年即录得净利润 1576.76 万元, 次年获净利润 5000 多万元, 公司确立了中国最大环卫机械地位。

(3) 08 年收购的 CIFA 业务如不是因为金融危机, 同样也会增厚公司 EPS 0.1 元, 今年经过中联和 CIFA 共同努力, CIFA 有望扭亏为盈, 明年则开始贡献正收益。

工程机械产品线宽, 包括土方机械、路面机械及混凝土机械等几个大类, 具体产品则包括挖掘机、装载机、混凝土机械、起重机等多个品种。因此, 在全球工程机械发展史上, 不乏通过收购取得外延式收购的成功案例。

国外工程机械巨头进入中国后采取的扩张方式就很好的证明了这一点, 如卡特彼勒进入中国后, 即便在中国市场拓展已有产品, 首先考虑的也不是在中国建厂, 而是收购国内龙头企业, 三一、柳工和厦工都曾进入其收购名单。

对于国内工程机械领军者三一重工而言，也有依靠内生性增长向其它产品领域拓展但不成功的例子，如 02 年前后开发的立体停车库、光电子、客车项目等都以失败告终，即便对于当前看来较为成功的挖掘机项目，在 2003 年也因为技术质量不过关，作为不良资产剥离给集团，集团也一度考虑放弃该项目。

因此，外延式收购和内生性扩张并不是判断优劣的主要因素，关键要看是否适合公司的经营风格，是否符合其发展战略。

中联将收购作为发展战略，是有历史原因的。公司脱胎于建设部旗下的研究院，后来由湖南国资委控股，可供整合的资源相对于三一等民营企业要丰富得多。另外，作为一家行事低调、做事稳健的企业，公司很少采取挖技术人才或挖高管的做法。

对于中联的持续收购，我们持乐观态度，主要基于以下三个理由：（1）人性化的并购之道；（2）富有激励的事业部制度；（3）行业处于成长期。

2.1. 人性化的整合方案

对于立志于在收购道路上越走越远的公司而言，在收购过程中释放足够的诚意是必需的、也是非常关键的。

在历次收购的前期沟通洽谈中，公司总是换位思考，方案设计考虑了双方企业、员工、政府、社会等多方利益，以取得“多赢”。

在具体运作上，中联并没有采用国内通行的更换管理层、派工作组的做法，而是充分信任原企业的管理层，放手让他们按照全新的机制，植入新的管理理念、管理模式，实施企业变革。并购完成后，原企业高管几乎没有变化。

对于被并购企业，其资金和管理往往是“短板”，中联对于新加入的企业，投入大量后续技改资金，促进他们与公司共同发展，把他们培育成新的增长点。

对于被并购企业的职工，中联重科也做了周到考虑，为暂时无法上岗的职工设置了“培训岗”，在三年内，除每月享受基本工资外，还享受社保、医保，并为他们提供各种培训机会，为再次竞争上岗提供各种条件。在湖南机床厂、浦沅集团两大重组并购中，涉及职工超过 6000 名，但重组过程中没有发生一例因改制而上访的事件。

中联重科模式的并购重组，一改其他企业对被并购重组企业大换血、大甩卖的休克模式，也消弭了新旧管理层隔阂、管理理念冲突、企业文化抵触对抗等一系列“并购后遗症”，使并购方、被并购方、各自股东及员工均实现了最大化的共赢。

2.2. 富有激励的事业部机制

公司董事长詹纯新先生技术出身，在工程机械领域有近二十年的管理经验，对行业有着非常深刻的理解，这为中联在收购后实现成功整合提供了宝贵经验。

公司在 05 年确立了事业部制的经营战略，当年 9 月公司重新制定公司战略，全面设置了事业部，以产品组团实施专业化的事业部运作模式，组建了混凝土泵送机械、汽车

起重机、环卫机械等 11 个主机公司及 18 个事业部，迈出产业主体裂变的第一步。

与此同时，把产业链向上延伸至关键零部件的供应链环节，向下延伸至施工设备实物租赁、融资租赁等产业链终端，并对整个产业链资源进行有效整合，形成一个较为完整的工程机械产业链和利益共同体。

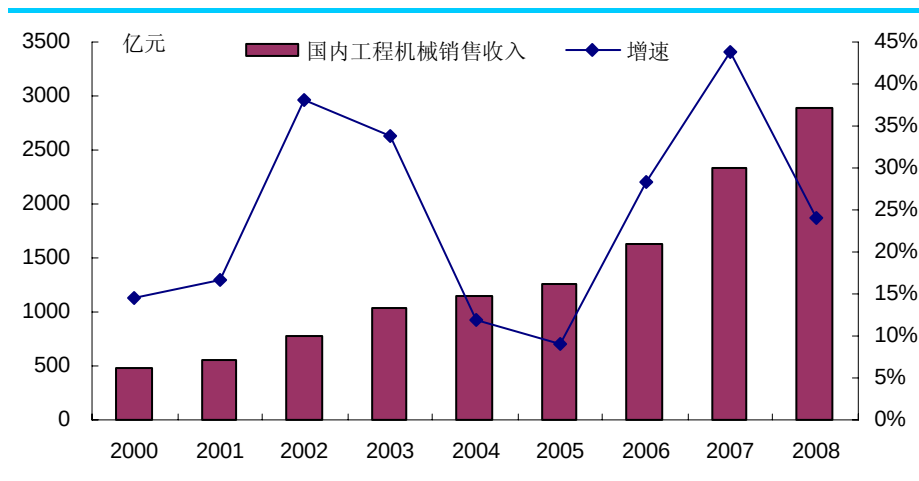
在完成人员调整、组织结构搭建之后，就是更多的收购，公司的想法是，将各个收购的产品线对接，成为各个事业部。这种事业部制的做法为公司收购后快速复制其管理方法提供了捷径，也为新公司迅速融入中联打通了瓶颈。

2.3. 成长中的中国工程机械行业

成长期的中国工程机械行业也为并购重组提供了沃土，为企业完成内部整合提供了较长的缓冲期。

根据中国工程机械工业协会统计，我国工程机械在近十年年均增速高达 25% 以上，显示出我国工程机械仍然处于成长期(图 7)。即便 2008 年我国工程机械收入高达 3000 亿元，但仅相当于全球市场容量的 1/5，仍有较大的成长空间。

图 7 我国工程机械仍处成长期



数据来源：中国工程机械工业协会

3. 混凝土机械业务快速成长可期

在实现对 CIFA 收购后，公司已经成为全球最大混凝土企业。基于较大的房地产发展空间及预拌混凝土成长空间，我们认为混凝土机械行有较大的成长空间。

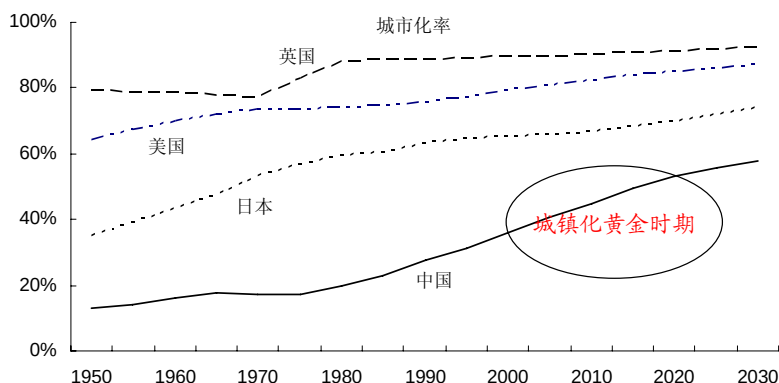
3.1. 混凝土机械仍处于成长期

混凝土机械下游需求一半以上来自于房地产，其它需求主要为基建，由于基建需求相对平稳，我们主要针对房地产需求加以分析。

从房地产驱动因素城镇化来看，根据国家统计局相关数据，我国目前城镇化率仅 40% 左右，相对于发达国家 60% 的水平仍有较大空间，目前则处于城镇化黄金时期，2020

年这一比率达到 50%后，城镇化进程会有所放缓（图 8）。

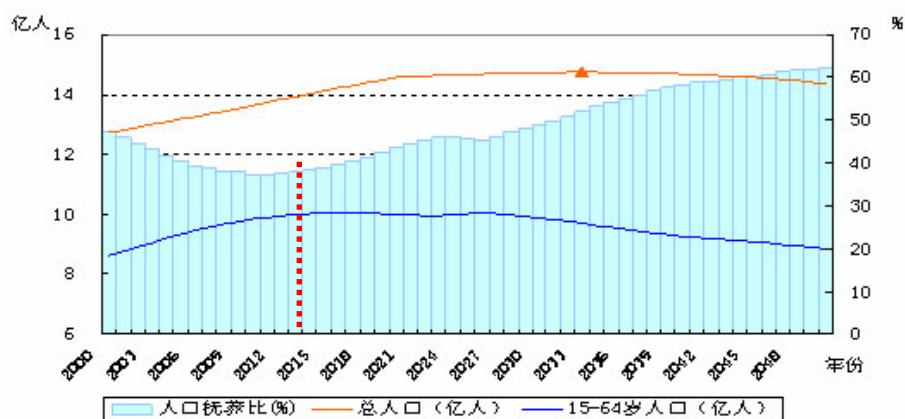
图 8 我国目前处于城镇化黄金时期



数据来源：国家统计局

从城镇化的驱动因素人口红利来看，也可以得到这一结论，根据国家统计局数据，我国人口红利将持续到 2015 年前后（图 9）。

图 9 我国人口红利将持续到 2015 年前后

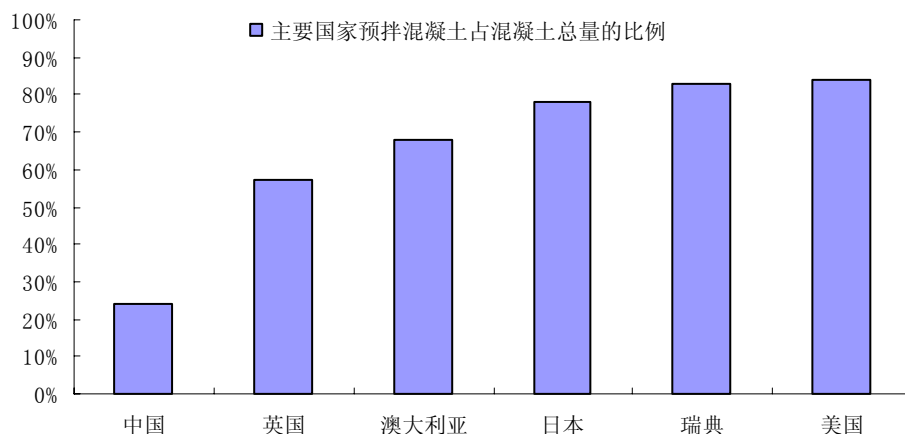


数据来源：国家统计局

另外，从房地产施工方式来看，代表科学施工的预拌混凝土在我国仍有很大的发展空间。根据商务部数据，在我国混凝土总量中，预拌比例目前仅为 24%，相对于工业化国家有相当大的差距（图 10）。

推进预拌混凝土比例上升最有效的办法是提升水泥散装化比例。包括商务部在内的国家相关部委正大力推动水泥散装化进程，目标是在 2010 年达到 55% 的散装率，而 2008 年为 45.82%。

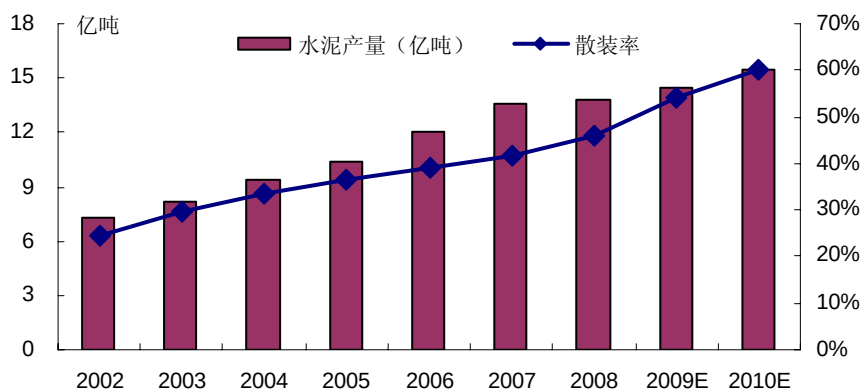
图 10 我国预拌混凝土比例相对于工业化国家有很大空间



数据来源：国家商务部

实际情况比这一规划要更快。在房地产市场快速发展带动下，地级城市及部分县级市等广大三线城市也在大力推广水泥散装化及预拌混凝土进程，因此，水泥散装率有望在这一次房地产复苏进程中呈加速发展态势（图 11）。

图 11 我国水泥散装化率提升进程或将超预期



数据来源：国家商务部、国泰君安证券

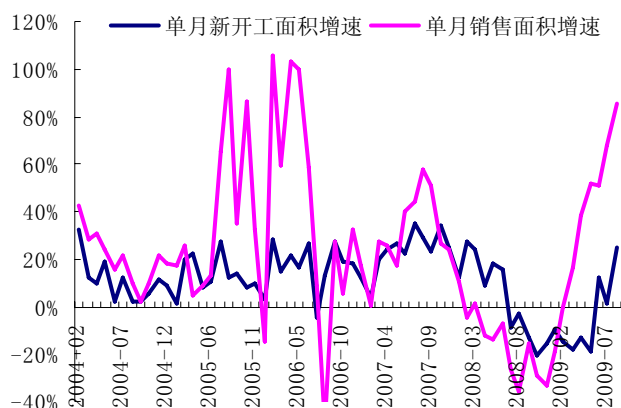
3.2. 房地产将带动混凝土机械业绩超预期

对于混凝土设备在未来一年的需求，我们仍持乐观态度，主要基于对房地产新开工及基建需求维持高位的判断。

今年以来，房地产销售超预期，库存显著下滑，同时，房地产商拿地意愿高涨，基于对房地产市场乐观预期，新开工面积增速也随之迎来复苏（图 12 及图 13）。

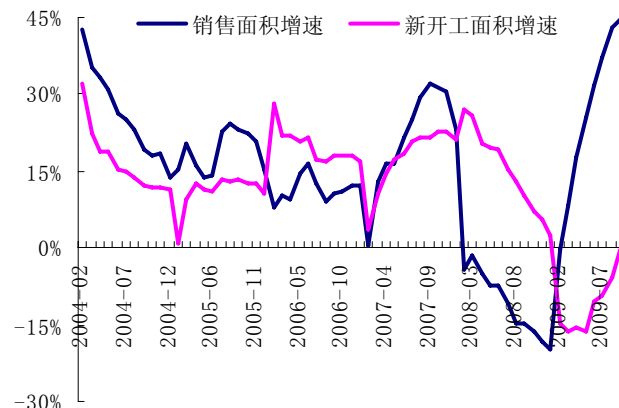
基于国泰君安房地产行业研究结论，我们对 2010 年房地产新开工持乐观判断，我们定量测算得出混凝土机械未来三年 CAGR 达 23.4%。

图 12 新开工面积和销售面积的单月增速显著上行



数据来源: 国家统计局

图 13 累计增速也先后转为正增长



数据来源: 国家统计局

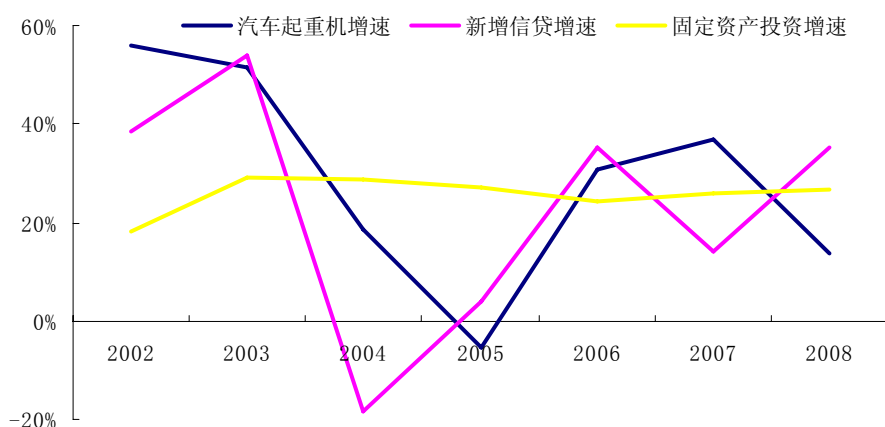
4. 大型项目兴起带动起重机需求

2003 年 8 月, 中联重科与浦沅成功重组, 这是我国工程机械当时最大的一笔行业并购, 第二年, 浦沅公司实现的利润就超过了过去 15 年的利润总和, 显示出了中联并购后带来的巨大协同效应。近五年来, 公司起重机业务经历了快速增长, 对于起重机业务未来三年成长前景, 仍然较为乐观。

4.1. 受益于重工业化进程, 起重机进入快速增长期

02 年以来, 受益于重工业化投资加速, 大型项目数量显著增加, 起重机进入快速增长期, 过去六年, 年均符合增速达 30% 以上。如果对比汽车起重机销量、固定资产投资及新增信贷, 发现汽车起重机增速同新增信贷增速关联度更高 (图 14)。

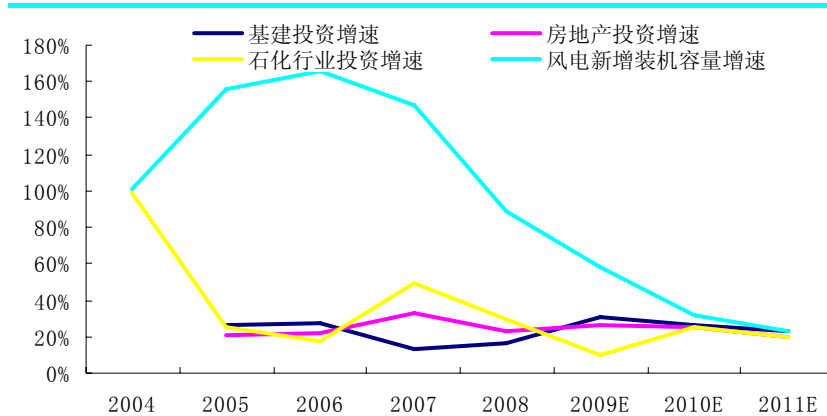
图 14 汽车起重机同新增贷款增速关联度更高



数据来源: 中国工程机械工业协会、国家统计局

新增信贷而非固定资产投资同汽车起重机增速关联度更高的原因在于: 固定资产投资包含的行业过多, 该指标揭示意义已经钝化, 不如具体下游行业投资数据直接。同时, 汽车起重机单价高, 对信贷依赖度高, 加上 04 年宏观调控行政色彩过重, 使得过去几年汽车起重机增速同信贷关联度更高。

图 15 汽车起重机下游固定资产投资未来三年 CAGR25%



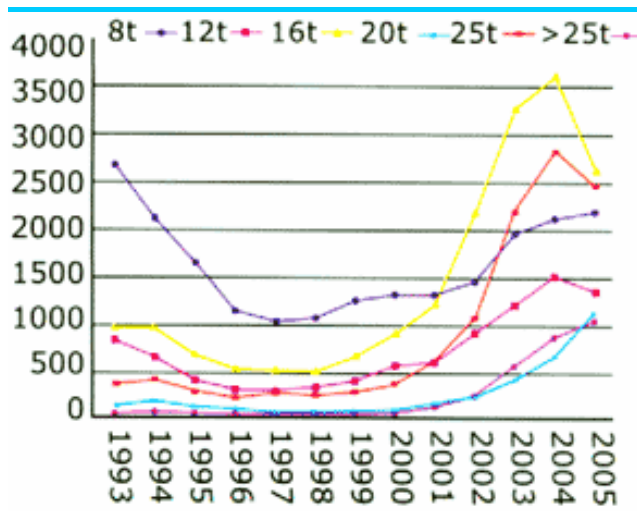
数据来源：国泰君安证券销售交易总部

在 4 万亿投资带动下，汽车起重机下游投资仍将维持较高水平，根据我们对主要下游基建、石化、风电及房地产投资的研究结论，这几大下游需求在未来三年 CAGR 为 25%左右（图 15）。

4.2. 中大型起重机表现出色

在中大型项目带动下，大吨位汽车起重机需求占比不断提升，根据中国工程机械工业协会数据，16 吨和 25 吨等中型起重机已经取代 8 吨成为市场主流产品（图 16）。而在石化、风电及核电等大型项目带动下，100 吨以上起重机仍有较大增长空间。

图 16 大吨位汽车起重机占比不断提升（单位：台）



数据来源：中国工程机械工业协会

5. 其它业务：蓄势待发

5.1. 挖掘机即将横空出世

鉴于我国经济的高速增长和建设需要，挖掘机成为中国工程机械行业增长最快最有市

场潜力的机种，因此，挖掘机一直是公司准备重点发展的产品。

08 年公司收购了陕西新黄工，该公司挖掘机技术成熟，80 年代被列为国内引进小松挖掘机技术的两家重点公司之一。收购后，借助中联的管理及资金优势，在渭南高新区投资国内最大的挖掘机工业园。

该项目在新黄工原有技术和成熟生产工艺基础上，对原引进日本小松 PC300-5、PC400-5 大中型液压挖掘机产品技术进行消化吸收，开发出自主知识产权的“中联牌”中大型挖掘机，产品整体性能指标接近小松等国际先进水平，具有性价比高、维护成本低、售后服务及时等优势。

预计该产品将同其它国产品牌一道迎来进口替代期，而在国内产品中，借助中联在国内已有的品牌优势、较强的产品性能及售后服务优势，也将在挖掘机领域占据一席之地。

5.2. 物料输送设备前景看好

物料输送设备广泛应用于电力、港口、冶金、建材、矿山、化工、煤炭等原料储运场，可实现散状物料的堆取、转运、输送、装卸的连续作业。

我国物料输送设备需求处于快速发展态势，根据重型机械行业协会统计，物料搬运（起重运输）机械行业 2007 年实现收入 2123.98 亿元，同比增长 30.98%；根据中国海关统计，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%。

华泰重工业务近几年迅速发展，在散料输送系统设备及出口方面取得了较大突破。2008 年，已承接和待承接项目合同金额逾 15 亿，预计未来两三年订单将成倍增长，相应地，物料输送设备收入也将取得爆发式增长。

5.3. 环卫机械保持平稳增长

根据行业协会资料，2008 年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%。在城镇化趋势带动下，预计未来三年我国环卫机械符合增速不低于 15%。

公司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 55%。

凭借强大的竞争优势，公司环卫机械销售额最近几年以 50%左右的速度增长，市场占有率不断提高。预计随着国内市场的持续增长，公司仍将取得超越行业的增速水平。

6. 估值：目标价 40 元，“增持”评级

6.1. 盈利预测：未来三年业绩 CAGR 31.5%

基于我们对公司各业务的分析，公司各业务收入及毛利率预测如表 3 所示。

表 3 公司各业务分项预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
起重机械					
销售收入（亿元）	42.06	52.70	68.36	86.70	105.61
增速	89.62%	25.29%	29.71%	26.83%	21.81%
毛利率	26.53%	26.26%	25.00%	24.00%	24.00%
混凝土机械					
原业务销售收入（亿元）	35.10	43.97	72.02	88.89	106.48
增速	123.61%	25.29%	63.80%	23.42%	19.79%
毛利率	32.09%	27.59%	27.00%	26.00%	25.00%
挖掘机					
销量（台）			800	3000	4800
单价（万元/台）			50.0	50.0	50.0
销售收入（亿元）		1.16	4.00	15.00	24.00
增速				275.0%	60.0%
毛利率		4.31%	13.00%	20.0%	20.0%
环卫机械					
销售收入（亿元）	5.64	8.71	10.89	13.07	15.42
增速	52.93%	54.41%	25.00%	20.00%	18.00%
毛利率	32.35%	31.13%	29.50%	29.00%	28.00%
路面机械					
销售收入（亿元）	4.87	6.10	8.54	11.10	13.32
增速	106.87%	25.29%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	17.12%	38.52%	35.00%	34.00%	33.00%
物料输送设备					
销售收入（亿元）		2.62	3.93	7.86	14.93
增速		170.0%	50.0%	100.0%	90.00%
毛利率		24.14%	19.00%	20.00%	20.00%
其它					
销售收入（亿元）	2.06	7.69	16.92	32.14	51.43
增速	-22.26%	273.3%	120.0%	90.00%	60.00%
毛利率	29.50%	26.40%	26.00%	25.50%	25.00%
合计					
销售收入（亿元）	89.73	122.95	184.66	254.76	331.20
增长率	92.68%	37.03%	50.19%	37.96%	30.00%
毛利率	28.63%	27.45%	26.21%	25.22%	24.55%

数据来源：国泰君安证券

6.2. 目标价：40 元/股

采用 DCF 对公司进行估值，公司合理价值为 37.5-42.5 元，价值中枢为 40 元/股。具体敏感性分析如表 4 所示。

表 4 公司 DCF 估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 Gn(%)			
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
6.93%	50.19	58.47	70.95	91.96
7.93%	40.76	46.17	53.78	65.26
8.93%	33.79	37.51	42.49	49.50
9.93%	28.45	31.11	34.54	39.13
10.93%	24.24	26.20	28.65	31.82

数据来源：国泰君安证券

对于工程机械股，基于对明年需求的乐观判断及信贷政策温和调整的判断，我们认为行业估值有进一步提升的空间，半年内行业一线公司估值将达到 2010 年 23 倍 PE，对于三一中联等优秀公司，我们认为，合理估值为 2010 年 25 倍。

对于中联重科而言，预计未来五年 CAGR 达 25% 左右，因此给予 2010 年 25 倍 PE 并不过分。如果考虑增发摊薄，初步预计明年业绩为 1.59 元左右，25 倍 PE 对应合理价为 40 元/股。

综合考虑绝对估值及相对估值，我们认为，半年内公司目标价为 40 元/股。

7. 国内外工程机械公司估值对比

表 5 国内外主要工程机械公司估值对比

	股价	总市值(亿元)	2009	2010	2011	09PE	10PE	11PE	PB	PEG	EV/EBITDA
国内											
三一重工	35.85	533.45	1.32	1.65	1.96	27.16	21.69	18.25	7.52	1.24	19.12
中联重科	27.17	454.58	1.28	1.57	1.83	21.31	17.33	15.00	6.85	0.93	18.43
徐工科技	35.97	312.02	1.93	2.31	2.40	18.60	15.58	15.00	7.92	0.11	14.80
柳工	18.92	123.01	1.00	1.18	1.24	18.98	15.98	15.30	3.24	0.59	12.67
山推股份	12.37	93.91	0.59	0.76	0.92	21.07	16.23	13.46	3.04	-	14.57
厦工股份	8.14	56.92	0.23	0.38	0.55	36.18	21.48	14.85	3.03	2.56	21.63
山河智能	18.26	50.09	0.41	0.53	0.67	44.21	34.26	27.13	3.96	0.59	30.36
安徽合力	13.00	46.40	0.30	0.43	0.53	43.92	30.09	24.62	2.23	-	18.46
中国龙工	4.57	98.23	0.28	0.33	0.40	14.44	12.14	10.11	2.46	0.96	12.48
国外											
卡特彼勒	57.60	2,448.69	1.98	2.66	3.85	29.12	21.62	14.96	4.50	3.07	20.60
特雷克斯	20.53	151.51	-2.16	-0.17	1.21	-	-	16.98	1.21	-	-
小松制造	1854.00	1,402.25	33.99	50.10	105.4	54.55	27.07	27.07	2.24	-	14.37

数据来源：BLOOMBERG。注：总市值均按最新汇率调整为人民币计价，表中业绩基于 BLOOMBERG 一致预期，股价为 11 月 9 日收盘价。

作者简介:

吴昊: 华中科技大学工学硕士, 曾就职于联合证券研究所, 三年机械行业研究经历。2009年7月加入国泰君安证券, 现任国泰君安证券销售交易部机械行业研究员。2007年入围“新财富”最佳分析师。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com