



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖

证券研究报告

2011 年 1 月 28 日

机械

研究部

吴慧敏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080209070098

wuhm@cicc.com.cn

张松

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010055

zhangs2@cicc.com.cn

曾泉江

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010056

zengqj@cicc.com.cn

推荐

中联重科(000157.CH/1157.HK)

站在全球工程机械行业的制高点

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,973	13,548	20,762	31,237	41,677	51,553
(+/-)		51.0%	53.2%	50.5%	33.4%	23.7%
毛利	2,568	3,706	5,340	8,799	11,808	14,644
(+/-)		44%	44%	65%	34%	24%
归属于母公司股东净利润	1,439	1,544	2,447	4,306	5,962	7,286
(+/-)		7.3%	58.5%	76.0%	38.5%	22.2%
每股盈利(元)	0.24	0.26	0.41	0.73	1.01	1.23
净资产收益率	39.7%	30.4%	32.9%	15.7%	17.5%	18.3%
现金分红收益率	0.1%	0.2%	0.6%	1.1%	1.5%	1.8%
净利润率	16.0%	11.4%	11.8%	13.8%	14.3%	14.1%
总资产回报率	16.9%	6.6%	7.2%	7.2%	8.2%	8.4%
资产负债率	56.0%	77.6%	77.7%	53.5%	53.0%	53.6%
每股经营现金流(元)	0.0	-0.2	-0.3	-0.8	-0.6	-0.5
股价/经营现金	289.7	-58.4	-43.2	-17.0	-22.9	-24.8
A股市盈率	59.3	50.4	33.3	18.4	13.3	10.9
A股市净率	21.8	15.6	10.7	2.9	2.3	2.0
H股市盈率	76.7	59.6	40.4	21.2	14.8	12.1
H股市净率	28.2	18.4	13.0	3.3	2.6	2.2

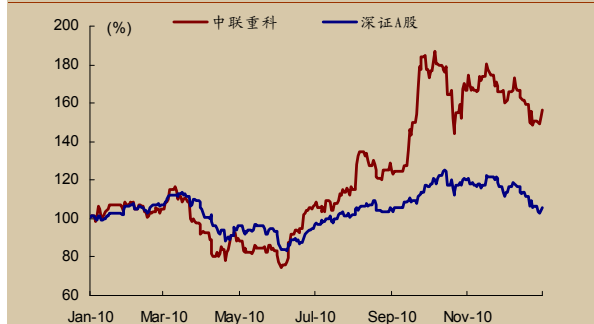
股票信息

H股		A股
1157.HK	股票代码	000157.CH
港币18.36	当前股价	人民币13.34
港币23.00	目标价	-
27.41	日成交量(百万股)	39.86
港币18.76/14.98	52周最高价/最低价	人民币16.66/6.26
81,479	市值(百万元)	81,479
5,928	发行股数(百万股)	5,928
5,181	其中:流通股(百万股)	5,181
	主要股东(持股比例)	湖南省国资委(16.19%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000157.SZ	+5.62	-2.06	-11.48	-5.66
深证A指	+0.34	-5.16	-10.01	-9.13
机械行业指数	+4.89	+3.28	-2.58	-1.48

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

投资亮点:

我们首次覆盖中联重科(1157.HK), 并给予“推荐”评级。未来12个月目标价为23.0港币, 隐含25%的上涨空间。

- 1) 中联重科是综合化、国际化的大型高端装备制造制造商, 是中国工程机械工业的摇篮, 以2009年销售额计算, 公司是全球第十大、中国第二大工程机械制造商;
- 2) 对于目前市场上的担忧我们持乐观态度: 1) 尽管2010年基数较高, 2011年全行业仍能保持15%-20%的稳定增长; 2) 产能的快速扩张在2013年以前并不会带来产能过剩问题; 3) 在宏观经济调控的背景下, 大型工程机械公司具备更强的适应能力;
- 3) 潜在的股价上涨动力来自: 3月份两会召开, 国家及各部委公告十二五规划, 增强市场对其长期增长的信心; 相比于2010年, 今年春节相对较早, 意味着春节后采购高峰有望提前到来; 海外市场回暖力度好于预期;

盈利预测:

我们预计, 公司2010、2011、2012年净利润分别为43.1、59.6和72.9亿元, 同比增速分别为76.0%、38.5%和22.2%, 对应每股收益分别为0.73、1.01和1.23元。

估值与建议:

鉴于中联在国内市场的高增长和海外市场的快速扩张, 我们认为相比于国际可比公司, 中联应该享有溢价。

我们首次覆盖中联重科H股, 给予“推荐”评级, 未来12个月目标价为23.0港币, 隐含25%的上升空间, 对应2011年18.5倍PE。相比国际可比公司享有10%的溢价空间。

当前股价下, 对应中联重科A股2010、2011年市盈率分别为18.4、13.3倍, 估值偏低, 维持“推荐”评级。

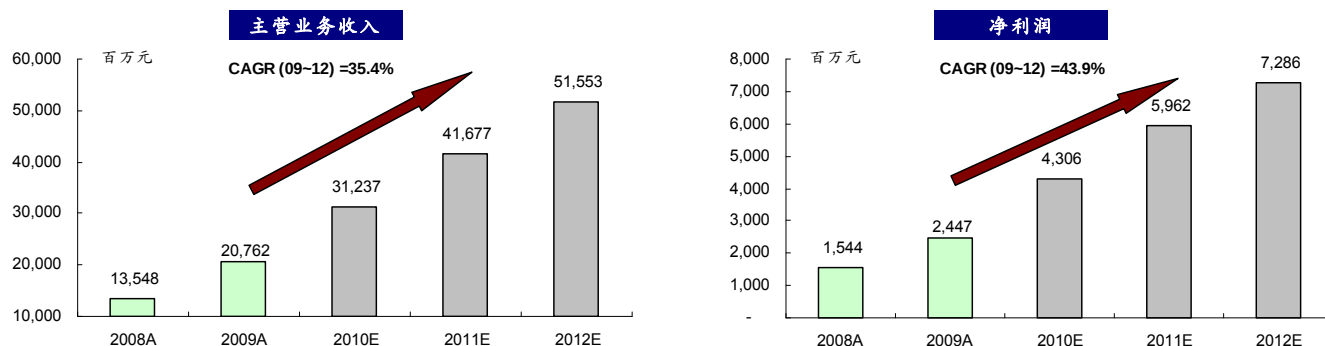
风险:

宏观经济周期波动风险、国际市场复苏低于预期、原材料大幅上涨带来成本上升压力等

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

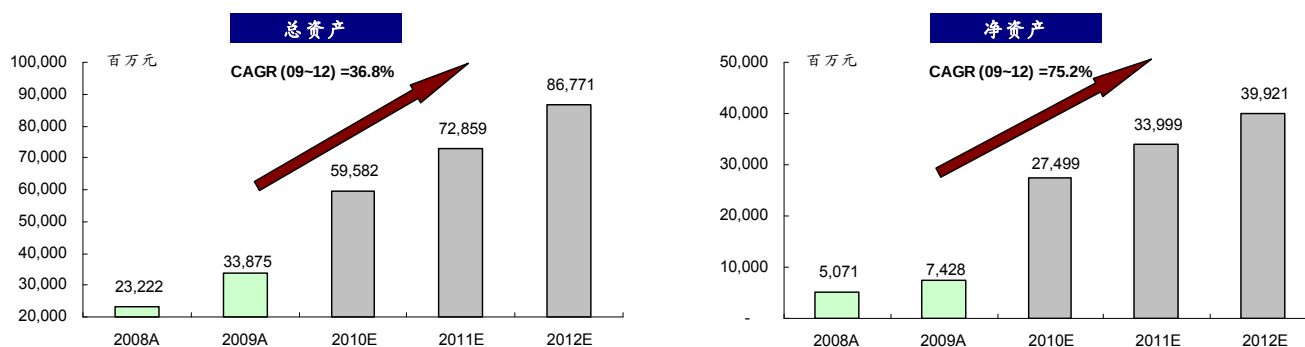
财务和业务数据摘要

图表 1：中联重科收入、净利润指标 (2008-2012E)



资料来源：公司资料、中金公司研究部

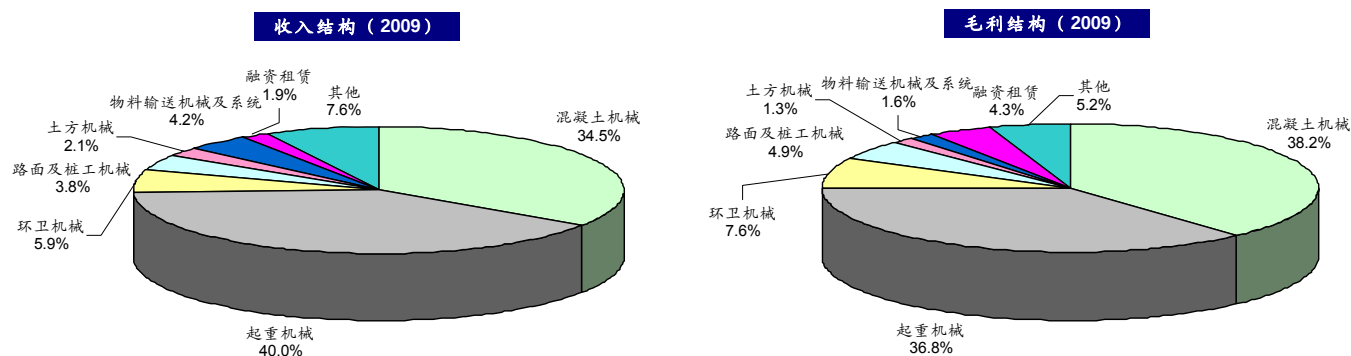
图表 2：中联重科总资产、净资产 (2008-2012E)



资料来源：公司数据、中金公司研究部

注：仅指归属母公司股东权益

图表 3：中联重科收入及分部利润结构



资料来源：公司数据、中金公司研究部

注：各项指标均为未进行分部抵销前占比

图表 4：中联重科核心财务指标及预测数据

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业额	13,548	20,762	31,237	41,677	51,553
销售及服务成本	9,842	15,422	22,437	29,870	36,909
销售费用	959	1,250	1,890	2,576	3,194
管理费用	734	878	1,324	1,673	2,010
研发费用	120	194	281	375	464
其他收入及净收益	142	105	116	120	130
经营收益	2,035	3,123	5,420	7,304	9,106
财务费用净额	301	295	349	293	541
税前利润	1,744	2,828	5,101	7,052	8,615
所得税	191	409	740	1,022	1,249
少数股东权益	9	-28	56	67	80
归属于母公司所有者净利润	1,544	2,447	4,306	5,962	7,286
现金流量表					
经营活动现金流净额	-1,355	-1,830	-4,665	-3,456	-3,194
投资活动现金流净额	-2,898	-1,394	-944	-1,987	-1,862
融资活动现金流净额	6,463	3,748	16,388	1,942	1,196
资产负债表					
现金及现金等价物	2,913	3,439	14,243	10,747	6,887
应收账款及其他应收款	4,782	6,265	9,780	12,873	15,726
融资租赁款	815	3,283	3,798	3,899	4,424
存货	5,171	6,272	9,755	13,577	17,576
流动资产合计	14,037	20,014	38,331	41,851	45,368
物业、厂房及设备	3,006	3,683	3,958	5,523	6,833
无形资产	1,386	1,432	1,439	1,333	1,216
商誉	2,029	2,082	2,094	1,978	1,868
融资租赁应收款	1,432	5,060	12,045	20,305	29,442
非流动资产合计	9,185	13,861	21,251	31,008	41,404
资产总计	23,222	33,875	59,582	72,859	86,771
银行及其它借款	6,234	8,553	9,053	9,553	10,353
应付账款及其它应付款	6,920	10,632	15,008	20,026	24,921
流动负债合计	13,224	19,468	24,358	29,891	35,602
长期负债合计	4,787	6,855	7,545	8,723	10,922
归属于母公司所有者权益合计	5,071	7,428	27,499	33,999	39,921
财务指标					
毛利率	27.4%	25.7%	28.2%	28.3%	28.4%
息税前利润率	15.1%	15.0%	17.4%	17.6%	17.8%
净利润率	11.4%	11.8%	13.8%	14.3%	14.1%
净资产收益率	30.4%	32.9%	15.7%	17.5%	18.3%
总资产收益率	6.6%	7.2%	7.2%	8.2%	8.4%

资料来源：公司数据、公司年报、中金公司研究部

目录

中国工程机械行业的领军企业	7
创新提升，做大做强	9
H 股首次公开发行概况	9
我们对目前市场上主要的三点担忧持乐观态度	10
我们预计 2011 年行业实现 15%-20% 的稳定增长	10
产能过剩的问题在未来两年不会太突出	12
大型生产商在宏观调控背景下适应能力更强	12
未来股价上涨动力	14
“十二五”规划支撑长期发展	14
即将到来的销售高峰期	14
海外市场复苏情况好于市场预期	14
盈利预测	16
估值和建议	20
目标价 23 港币，给予“推荐”评级	20
风险提示	22
附件 1：投资亮点	23
中国工程机械行业的领军企业	23
最具国际化潜力的高端装备制造	29
内源式与外延式发展的成功典范	36
科技产业化与产业科技化的实践先锋	41
附件 2：创新提升，做大做强	44
巩固领先地位，做大做强混凝土机械	44
产品结构升级，起重机械长足发展	48
把握行业机遇，发展壮大环卫机械	52
提升技术实力，土方机械空间广阔	56
附件 3：财务分析	60
财务分析	60

图表

主要财务信息	1
股票信息	1
最近估值走势	1
最近估值走势	1
近来事件	1
图表 1：中联重科收入、净利润指标（2008-2012E）	2
图表 2：中联重科总资产、净资产（2008-2012E）	2
图表 3：中联重科收入及分部利润结构	2
图表 4：中联重科核心财务指标及预测数据	3
图表 5：中联重科的投资亮点	8
图表 6：中联重科与主要可比公司在业务领域及行业地位上相对比（以 2009 年年报为准）	8
图表 7：H 股首次公开发行募集资金用途	9
图表 8：月度销售量的比较（根据挖掘机、装载机和起重机的汇总数据）	10
图表 9：挖掘机月度销量比较	10
图表 10：汽车起重机和装载机月度销量比较	11
图表 11：叉车和推土机月度销量比较	11
图表 12：2007-2010 年间各机械产品的复合增长率和固定资产投资增长率非常接近	11
图表 13：中金公司最新的宏观经济指标预测	12
图表 14：国内主要生产商的产能扩充计划	12
图表 15：宏观紧缩政策对工程机械行业有负面影响	13
图表 16：2004 年中联重科的市场份额提升，并且 2005 年保持稳定	13
图表 17：三一重工的市场份额在 2003-2005 年间有所提升	13

图表 18: “十二五”期间的基础设施建设	14
图表 19: 历史上工程机械的销售高峰期在春节后	14
图表 20: 海外经济逐步复苏	15
图表 21: 中联重科海外市场业务量最大	15
图表 22: 中联重科财务数据及预测指标 (2008-2012)	16
图表 23: 中联重科各业务收入增长及预测 (2007-2012E)	16
图表 24: 中联重科各业务毛利率变化及预测 (2007-2012E)	17
图表 25: 中联重科损益表主要指标及预测数据	17
图表 26: 中联重科资产负债表主要指标及预测数据	18
图表 27: 中联重科现金流量表主要指标及预测数据	19
图表 28: 国际可比公司估值平均水平	20
图表 29: 国内可比公司估值平均水平	20
图表 30: 历史 P/E 和 P/B	21
图表 31: 日本工程机械发展图谱	23
图表 32: 中国的基础设施水平与人均住房面积仍远低于国际平均水平	24
图表 33: 我国建筑人均产值仅相当于美国 1967 年和日本 1977 年的水平, 提升空间较大	24
图表 34: 我国工程机械行业处于生命周期的向上阶段	25
图表 35: 中国工程机械长期发展潜力巨大	25
图表 36: 中联重科拥有的行业第一	26
图表 37: 中联重科在国内外各项排名中领先且不断进步	26
图表 38: 中联重科是全球产业链最为完备的工程机械制造商之一	27
图表 39: 中联重科在各主要产品市场地位突出, 竞争优势显著	27
图表 40: 中联重科的生产制造及销售网络最为完善, 涵盖中国所有省级行政区	28
图表 41: 2003-2009 年全球工程机械市场规模及增速	29
图表 42: 往前看, 中国、印度、巴西等金砖四国市场依然是长期增长点	30
图表 43: 我国主要机械产品的全球市场份额	30
图表 44: 我国工程机械国际市场份额仍然较低 (剔除中国市场)	31
图表 45: 从日本、韩国出口升级看中国, 我国机械将显著受益于出口升级	31
图表 46: 1998~2006 年工程机械进出口由逆转顺, 实现国际地位的提升	32
图表 47: 主要工程机械品种出口区域仍相对集中于金砖四国、中东及北非等地区 (以 2009 年出口额计算)	32
图表 48: 中联重科综合优势突出, 有利于实现海外扩张	33
图表 49: 中联重科的品牌优势突出	33
图表 50: CIFA 的销售主要集中在欧洲地区 (以 2007 年销售额计算)	34
图表 51: 中联重科海外营业额与主要国内可比公司相比	34
图表 52: 从卡特彼勒经销商指数来看, 自 2010 年 6 月, 各区域终端销售全面回暖	35
图表 53: 与国际可比公司相比, 中联等国内公司海外出口占比仍然较低	35
图表 54: 中联重科海外收入规模的增速及收入贡献预测	35
图表 55: 中国工程机械企业 Top10 市场份额的变化	36
图表 56: 中国工程机械各主要产品行业 Top3 市场份额 (2009 年销量)	36
图表 57: 中联重科市场份额的变化 (2000-2009)	37
图表 58: 三家工程机械公司及工程机械全行业 2000~2009 年年均复合增长率	37
图表 59: 三家工程机械公司发展模式对比	37
图表 60: 中联重科发展历史及并购扩张一览	38
图表 61: 中联重科通过专业化实体实现“核裂变”	39
图表 62: 中联重科与 CIFA 具有互补的全球市场布局, 有助于中联重科国际市场的加速拓展	39
图表 63: 中联重科与 CIFA 的有效融合正在进行时	40
图表 64: 科技产业化、产业科技化、企业全球化	41
图表 65: 中联重科行业标准的制定者	42
图表 66: 中联重科发明专利	42
图表 67: 科研力量强大 (2009 年)	43
图表 68: 混凝土机械的产品图片	44
图表 69: 混凝土机械下游需求分布	45
图表 70: 各项子行业投资及新开工面积的预测	45
图表 71: 我国商品混凝土占比依然较低	45
图表 72: 各混凝土机械销售增长历史及预测数据	46
图表 73: 2008 年普斯迈斯特与中联和 CIFA 混凝土机械销售额对比	46

图表 74: 中联重科在混凝土各主要品种市场占有率及与主要竞争对手相比较	47
图表 75: 中联重科混凝土板块收入及毛利率预测	47
图表 76: 中联重科混凝土板块各个子产品的收入及增速预测	47
图表 77: 起重机种类图	48
图表 78: 起重机下游需求	49
图表 79: 中国工程起重机 2009 年销量结构	49
图表 80: 日本移动式起重机结构 (按金额)	49
图表 81: 起重机市场大型化趋势愈加明显	50
图表 82: 塔式及汽车式起重机历史销量及预测	50
图表 83: 中联重科各起重机市场份额, 并与主要竞争对手相比较	50
图表 84: 中联重科起重机板块收入及毛利率预测	51
图表 85: 中联重科起重机板块各产品收入及增速预测	51
图表 86: 环卫机械的种类	52
图表 87: 日本城镇化进程与市政建设显著相关	53
图表 88: 环卫机械需求显著受益于城镇化的推进	53
图表 89: 我国对市政环保的长期目标	53
图表 90: 我国环卫机械的增长及预测	53
图表 91: 中联重科是我国环卫机械领域多个“行业首家”的缔造者	54
图表 92: 中联重科在我国环卫机械领域规模最大 (2009 年销量)	54
图表 93: 中联重科环卫机械收入增长及预测	55
图表 94: 中联重科环卫机械的分产品收入及预测	55
图表 95: 土方机械主要种类	56
图表 96: 各类产品占工程机械销售额的比重	56
图表 97: 挖掘机下游需求的主要领域	57
图表 98: 挖掘机吨位分布, 中挖仍是市场主流	57
图表 99: 挖掘机对装载机的替代日益明显	58
图表 100: 我国挖掘机市场仍以外资主导	58
图表 101: 各类工程机械产品出口量/进口量, 显示我国挖掘机市场进口替代空间广阔	58
图表 102: 我国挖掘机行业销量及增速预测	59
图表 103: 中联重科土方机械收入增长及毛利率预测	59
图表 104: 中联重科土方机械具体子行业收入预测	59
图表 105: 中联重科收入和净利润实现大幅增长 (2007-2009)	60
图表 106: 中联重科总资产、净资产实现规模扩张 (2007-2009)	60
图表 107: 中联重科毛利率、净利率水平较高 (2007-2009)	61
图表 108: 中联重科净资产收益率也处于较高水平 (2007-2009)	61
图表 109: 中联重科三项费用率较高 (2007-2009)	61
图表 110: 中联重科利息保障倍数相对较高 (2007-2009)	62
图表 111: 中联重科周转率逐步改善中 (2007-2009)	62

中国工程机械行业的领军企业

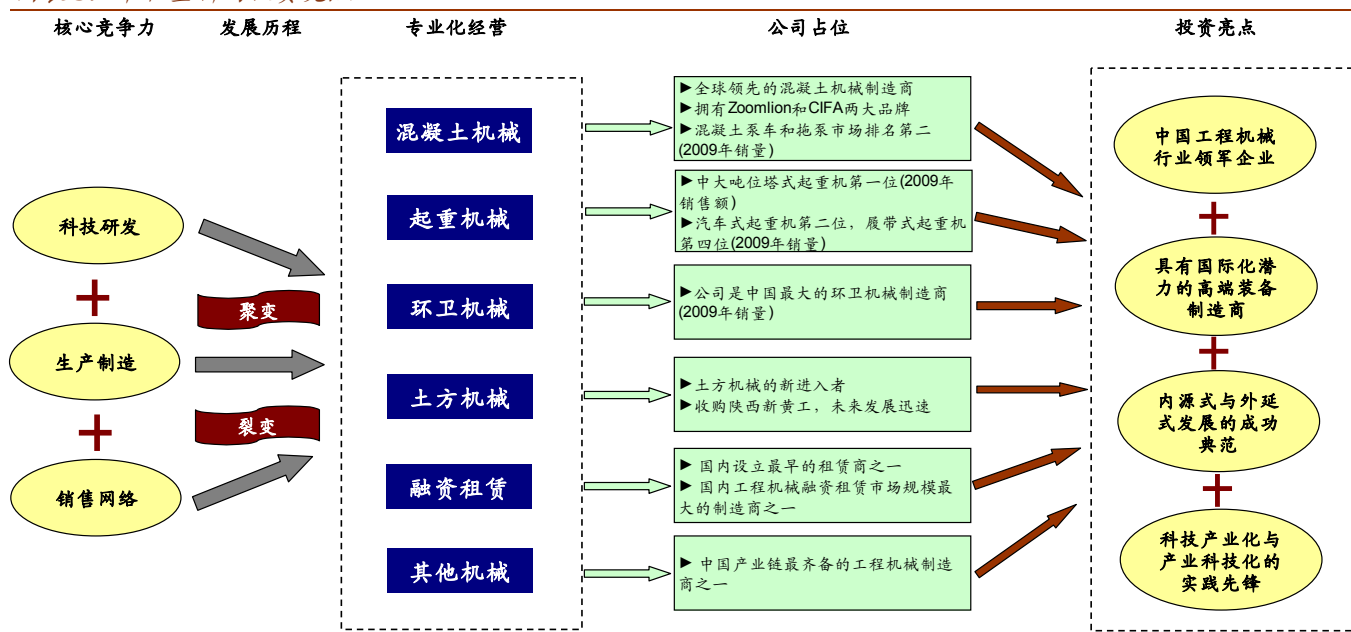
长沙中联重工科技发展股份有限公司（简称“中联重科”）是以技术创新及其产业化为核心竞争力，以强大的生产制造实力为依托，以混凝土机械、起重机械、环卫机械及其他高新技术装备为核心产品的综合化、国际化大型装备制造商。

公司是中国工程机械工业的摇篮，根据中国工程机械协会，以 2009 年销售额计算，公司是全球第十大、中国第二大工程机械制造商。

具体而言，我们认为中联重科的投资亮点主要体现在：

- ▶ **中国工程机械行业的领军企业：**我们预计，受益于城市化的加速发展，2015 年中国工程机械行业销售收入有望达到 9,000 亿元，是 2009 年 3,157 亿元的 2.9 倍，年均复合增长率达 19.1%。中联重科是中国工程机械行业的领军企业，不仅享受行业的高增长，更有望通过市场份额的提升最终实现做大做强；
- ▶ **具有国际化潜力的高端装备制造商：**我们认为，随着国内工程机械企业综合竞争实力的提升，中国工程机械企业海外拓展空间十分广阔。我们预计，2020 年我国工程机械出口规模有望达到 300 亿美元，是 2009 年 77 亿美元的 3.9 倍，年均复合增长率 25.4%，海外市场份额达到 20% 以上。中联重科品牌优势突出、产品链齐全、海外布局完备，海外市场拓展空间广阔；
- ▶ **内源式与外延式发展的成功典范：**2000-2009 年中国工程机械企业 TOP10 市场份额由 15% 提升到 40%，行业进入加速整合阶段。与之相对应，2000-2009 年中联重科年收入复合增长率达到 63.8%，市场份额从 0.5% 提升至 6.6%，在四家主要工程机械公司（中联重科，三一重工，徐工集团和柳工）中，增速位居第一位；我们认为，凭借坚实的研发能力和丰富的管理经验，中联重科仍有望通过内生增长和持续兼并收购，实现跨越式发展；
- ▶ **科技产业化与产业科技化的实践先锋。**科技成果的价值在于产业化，产业进步的关键在于自主创新，而自主创新需要全球视野。我们认为，中联重科自成立以来，坚持自主创新，以高新技术为核心竞争力，以科技促进产业发展，以产业反哺科技创新，更是有望以全球化视野，借助资本、技术、市场等资源，最终实现企业全球化的进程；

图表 5：中联重科的投资亮点



资料来源：公司数据、年报、中金公司研究部

与国内其它三家大型工程机械公司相比，中联重科在产品链完备、发展均衡、国际化等领域优势显著；

图表 6：中联重科与主要可比公司在业务领域及行业地位上相对比（以 2009 年年报为准）

2009	全球排名	营业收入（百万元）	出口占比	主要产品收入占比	毛利率	主要产品毛利润占比	净利率	亮点
中联重科	10	20,762	12.6%	混凝土机械：34.5% 起重机械：40.0% 环卫机械：5.9%	25.7%	混凝土机械：38.2% 起重机械：36.8% 环卫机械：7.6%	11.8%	- 混凝土泵车市场排名第二（2009 年销量） - 大中型塔机市场份额第一（2009 年销售额） - 汽车式起重机排名第二（2009 年销售量） - 中国最大的环卫机械制造商（2009 销售量）
三一重工	12*	16,496	8.2%	混凝土机械：57.4% 起重机械：16.6% 旋挖钻机：6.8%	32.0%	混凝土机械：69.5% 起重机械：11.5% 旋挖钻机：9.6%	11.9%	- 混凝土泵车市场排名第一（2009 年销量） - 最大的国内挖掘机制造商（2009 年销量） - 旋挖钻国内市场占有率第一（2009 年销量）
徐工机械	9*	20,699	8.0%	起重机械：61.1% 铲运机械：10.3% 压实机械：6.1%	19.0%	起重机械：72.3% 铲运机械：6.6% 压实机械：4.2%	8.4%	- 汽车式起重机市场排名第一（2009 年销量） - 平地机、压实机械市场排名第一（2009 年销量）
柳工	20	10,183	8.6%	装载机：58.6% 挖掘机：12.7% 起重机：4.8%	20.6%	装载机：64.7% 挖掘机：12.3% 起重机：4.8%	8.5%	- 装载机市场排名第一（2009 年销量） - 挖掘机内资品牌排名第三（2009 年销量）

资料来源：公司数据、年报、中金公司研究部；注，全球排名为以集团公司为主体的排名，三一、徐工集团与上市公司存在差异，来自《中国工程机械》；

创新提升，做大做强

展望未来，伴随着中国城市化进程的加速发展及海外市场的稳步扩张，中联重科将进入全面创新提升期，通过“聚变+裂变+国际化聚变”，实现跨越式发展，最终向最具国际竞争力的大型高端装备制造制造商迈进。

- ▶ **巩固领先地位，做大做强混凝土机械：**公司是全球领先的混凝土机械制造商，以 2009 年销售量计算，混凝土泵车国内市场份额第二，且技术研发、生产制造及销售网络一体化优势突出。我们认为，随着国内保障性住房及基础设施建设的稳步增长，加之商品混凝土应用的加速推广，我国混凝土机械市场需求仍将保持稳定增长。中联重科有望继续保持混凝土机械领先地位，实现快速发展。我们预计，公司混凝土机械 2009-2012 年收入年均复合增长率有望达到 39.6%。
- ▶ **产品结构升级，起重机械长足发展：**公司是国内起重机械领域的龙头，以 2009 年销售额计算，公司中大型塔式起重机全国第一，以 2009 年销量计算，公司汽车起重机全国第二，履带式起重机全国第四。我们认为，长期上看，起重机械大型化、重型化及结构升级趋势将愈加明显，中联重科有望凭借其技术及研发优势显著受益；特别地，公司塔式起重机更是有望通过市场份额的提升实现快速发展。我们预计，公司起重机械 2009-2012 年收入年均复合增长率有望达到 29.0%。
- ▶ **把握行业机遇，发展壮大环卫机械：**随城镇化进程的加速，国内环境保护意识不断加强，环卫机械需求有望迎来高增长。中联重科是中国环卫机械领域多个“行业首家”的缔造者，产品种类齐备、销售规模最大，研发实力走在行业前列，以 2007 年以来销量计算，公司是国内最大的环卫机械制造商。我们认为，往前看，中联重科仍有望保持先行者优势，把握行业发展机遇实现长足发展。我们预计，公司环卫机械 2009-2012 年收入年均复合增长率有望达到 42.4%。
- ▶ **提升技术实力，土方机械空间广阔：**国际市场显示，以挖掘机为核心的土方机械在工程机械领域市场规模较大。特别地，从技术提升、产品替代、进口替代等角度，我们看好国内厂商在挖掘机领域的快速拓展。中联重科 2008 进入土方机械领域，目前挖掘机、推土机初具规模，有望通过技术实力提升及产能扩张，成为公司的新增长点。我们预计，公司土方机械 2009-2012 年收入年均复合增长率有望达到 98.4%。

H 股首次公开发行概况

中联重科日前进行了 H 股首次公开发行，包括超额配售股份共发行 10 亿新股，占发行后总股本的 16.8%。发行后湖南省国资委仍然是最大股东，持股比例为 16.19%。此次发行共募集资金 149.8 亿港元（约合人民币 126 亿元）。

图表 7：H 股首次公开发行募集资金用途

	比例	用途
1	28.0%	部分主要海外国家及地区拓展业务及服务，巩固公司的市场地位
A	17.1%	用于在世界各地至少 50 个城市建立当地分销网络，并在亚洲、北美、中东、南美及非洲设立售后服务中心及零部件仓库，提升公司海外分销及服务网络
B	10.9%	用于在香港、澳大利亚、意大利及俄罗斯等本公司已取得有关执照及/或许可的地区或国家推进海外融资服务，并提供资金在美国及巴西等本公司有望取得有关执照及/或许可的部分新市场提供融资租赁服务，进一步提升海外销售
2	45.8%	提高公司核心产品及零部件产能
A	11.6%	设立欧洲研发及组装中心，开发和生产更切合当地客户需求的产品，包括汽车式起重机，履带式起重机，全路面起重机等，预计投资 13.6 亿元人民币，投资资金全部来源于本次公开发行
B	34.2%	在中国湖南省设立专用底盘及其他核心部件生产基地
3	5.0%	增强研发实力、开发新技术与产品以及提升信息管理系统核心要素
4	11.2%	偿还银行借贷，包括为收购 CIFA 而订立的按伦敦同业拆息率加 0.9% 计息且须于 2011 年 9 月悉数偿还的贷款融资 197.9 百万美元
5	10.0%	补充海外业务的营运资金

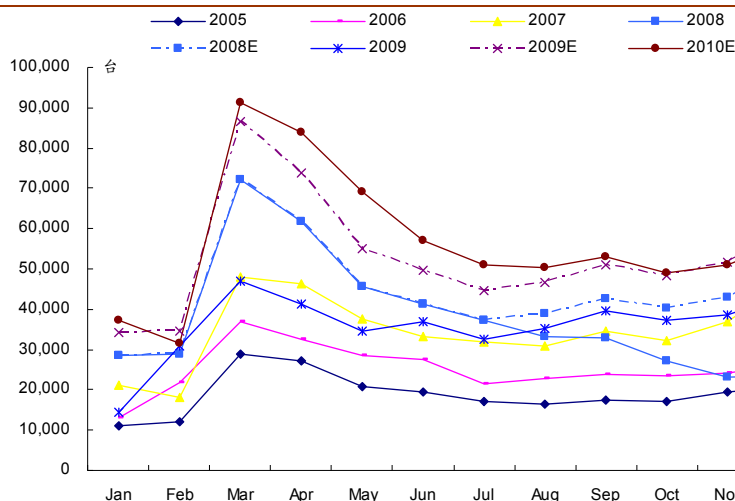
资料来源：公司数据，中金公司研究部

我们对目前市场上主要的三点担忧持乐观态度

我们预计 2011 年行业实现 15%-20% 的稳定增长

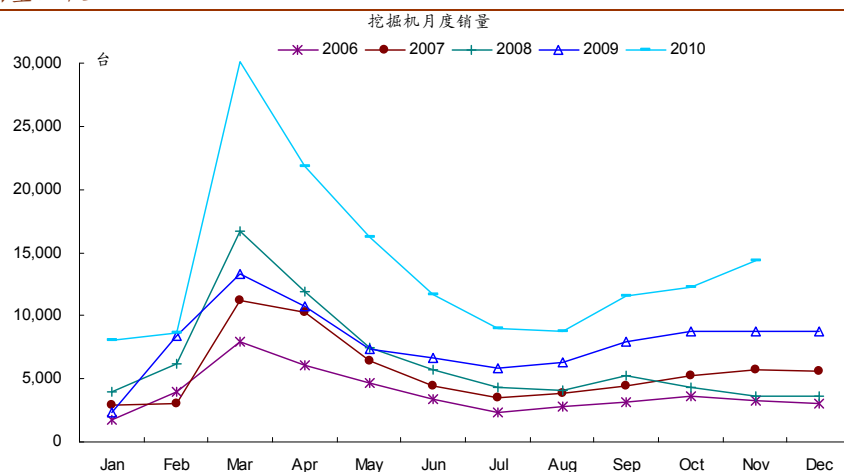
- 1) **2010 年高增长的主要原因在于 2009 年的补库存。**我们汇总了所有工程机械产品的月度销量数据，发现受金融危机影响，2008 年下半年销量大幅下跌，全年同比仅增长 9%。2009 年前 7 个月销量同比大幅下降，8 月份开始变为增长。如果我们把 2008 年和 2009 年的数据重新放回到原来的条件下看，2010 年实际的销售增长率在 25% 左右，接近过去十年的平均水平。
- 2) **2007-2010 年间各类产品的复合年增长率都和固定资产投资增长率非常接近。**2007 到 2010 年间，挖掘机、混凝土泵车、推土机、汽车式起重机、叉车、装载机的复合年增长率分别为 31.7%, 30.1%, 23.0%, 22.5%, 12.7%, 和 7.9%，非常接近或者略低于 27.7% 的固定资产投资增长水平。所以我们不认为 2010 年的高增长意味着过度需求。
- 3) **我们预计 2011 年行业实现 15%-20% 的稳定增长。**根据中金公司最新的宏观经济预测，2011 年固定资产投资和房地产新开工面积将实现增长 20.0% 和 12.9%，我们仍然预计整个工程机械行业 2011 年将达到 15%-20% 的稳定增长。

图表 8：月度销售量的比较（根据挖掘机、装载机和起重机的汇总数据）



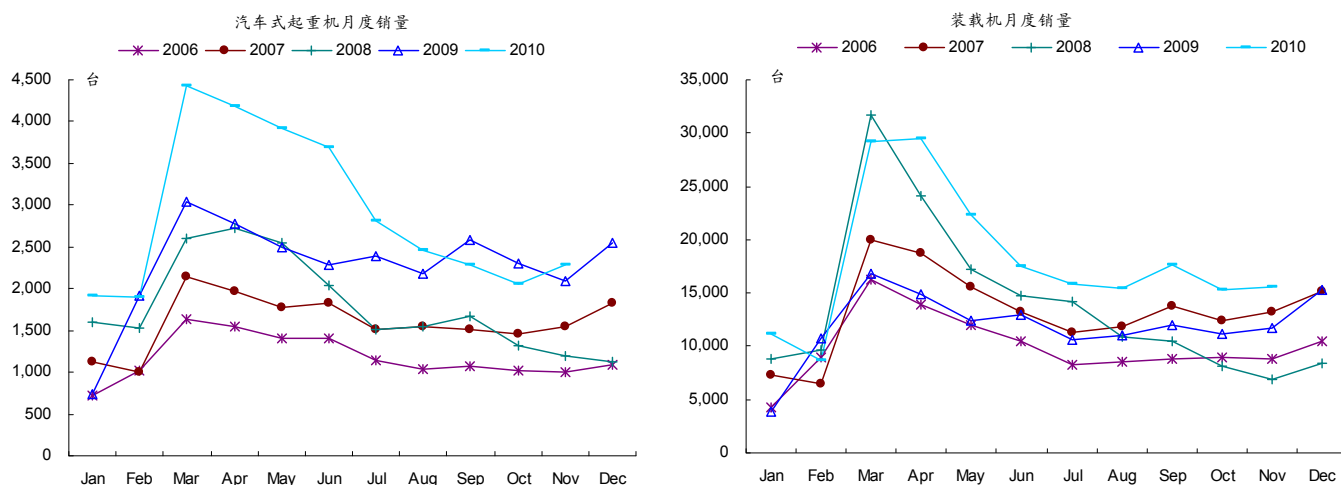
资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

图表 9：挖掘机月度销量比较



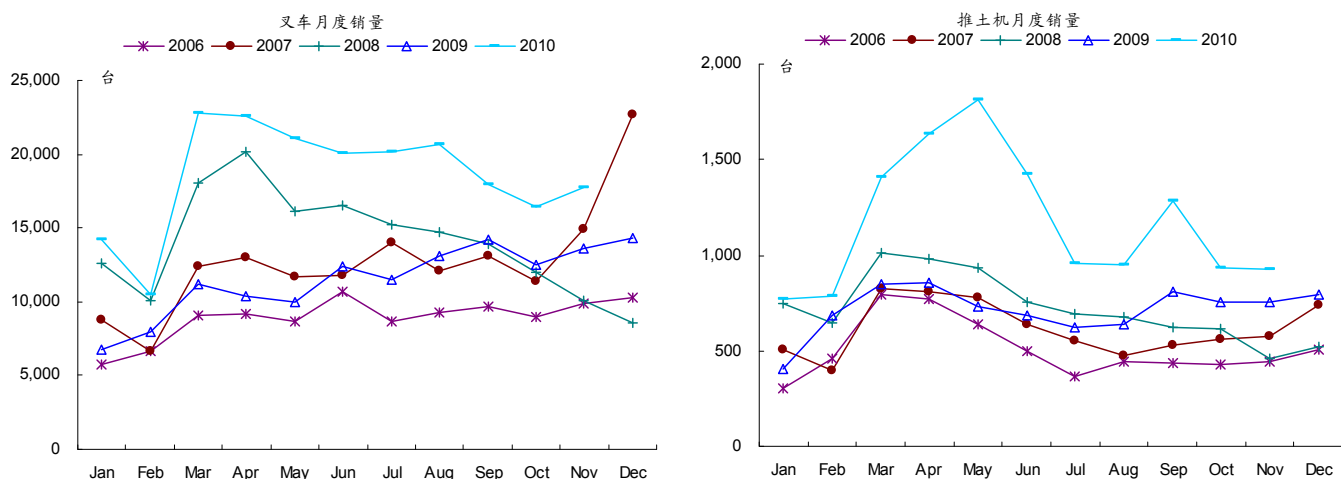
资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

图表 10：汽车起重机和装载机月度销量比较



资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

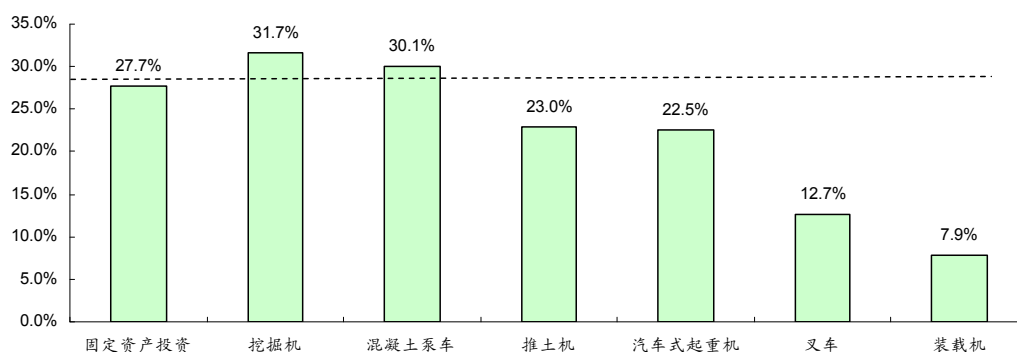
图表 11：叉车和推土机月度销量比较



资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

图表 12：2007-2010 年间各机械产品的复合增长率和固定资产投资增长率非常接近

2007-2010 各产品销量及固定资产投资增速复合增长率



资料来源：中国工程机械协会，CEIC，中金公司研究部

图表 13：中金公司最新的宏观经济指标预测

		07A	08A	09A	10A	11E
GDP 实际增速		14.2%	9.6%	9.2%	10.3%	9.5%
城镇固定资产投资	Rmb bn	11,741	14,817	19,392	24,141	29,293
YoY%		25.8%	26.1%	30.5%	24.5%	20.0%
房地产投资	Rmb bn	2,529	3,120	3,623	4,827	5,392
YoY%		30.2%	23.4%	16.1%	33.2%	16.7%
房地产新开工面积	mn sqm	954	1,026	1,154	1,639	1,854
YoY%		20.4%	7.5%	12.5%	40.7%	12.9%

资料来源：CEIC，中金公司研究部

产能过剩的问题在未来两年不会太突出

市场担忧国内主要生产商的产能扩张会带来产能过剩的问题。

自从 2008 年金融危机爆发以来，几乎所有的厂家都停止了产能扩充。新一轮的产能扩充从 2010 年下半年才开始，我们汇总了国内主要生产商所有的产能扩充计划。我们仍然认为在 2013 年以前产能过剩不会成为严峻的问题，因为尚有两年的建设期，并且国内需求旺盛。

图表 14：国内主要生产商的产能扩充计划

公司	日期	融资方式	募集资金	用途	产能增加情况
中联重科	2010-12-23	H股发行	149.8亿港元	主要海外国家及地区开展业务及服务	n.a.
	2010-02-12	非公开发行股票	54.8亿人民币	2个国家“十一五”科技支撑计划项目、4个产业升级项目、2个提高公司综合经营能力的项目、2个核心零部件配套能力建设项目、1个补充流动资金项目；	大吨位起重机产业化项目达产后，年产能可为各类型大吨位起重机613台；中大型挖掘机产业升级项目达产后，可形成年产6,500台中大型挖掘机
徐工机械	2011-01-03	董事会审议通过公司发行H股股票并上市的议案	不超过发行后公司总股本的20%，有15%的超额配售权	境内外研发体系的建设、拓展公司国际化业务、产业升级和零部件配套、建设和完善国内外营销网络、服务体系、补充流动资金，改善资本结构，其他一般商业用途	n.a.
	2010-10-13	非公开发行股票	49.3亿人民币	研发类、主机类、零部件类、信息化类等多个项目的建设	大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地技改项目达产后新增大吨位、全地面起重机2,400台、正面吊240台、轮胎吊360台
三一重工	2010-05-20	股东大会通过《关于公司发行H股股票并上市方案的议案》	不超过发行后公司总股本的15%，有15%的超额配售权	公司产品的产能扩大和技术改造、产品升级；境内外产业园建设；境内外销售网络及服务体系的建设和完善；	n.a.
柳工	2011-01-24	非公开发行股票	29.7亿人民币	年产10,000台工程机械项目、大吨位汽车、履带起重机项目、柳工工程机械液压元件研发制造基地项目、中恒国际租赁有限公司增资项目、补充流动资金	工程机械项目达产后可以使本公司东部基地挖掘机生产规模达10,000台；大吨位汽车、履带起重机项目将形成年产5,000台中大吨位汽车起重机、履带起重机生产能力；柳工北部工程机械研发制造基地项目将形成年产装载机5,000台、推土机3,000台的制造能力
山推股份	2011-01-27	五年期中期票据	10亿元人民币	偿还部分银行借款和补充生产所需营运资金	n.a.
山河智能	2010-07-13	发行短期融资券	4亿元人民币	n.a.	n.a.

资料来源：公司资料，中金公司研究部

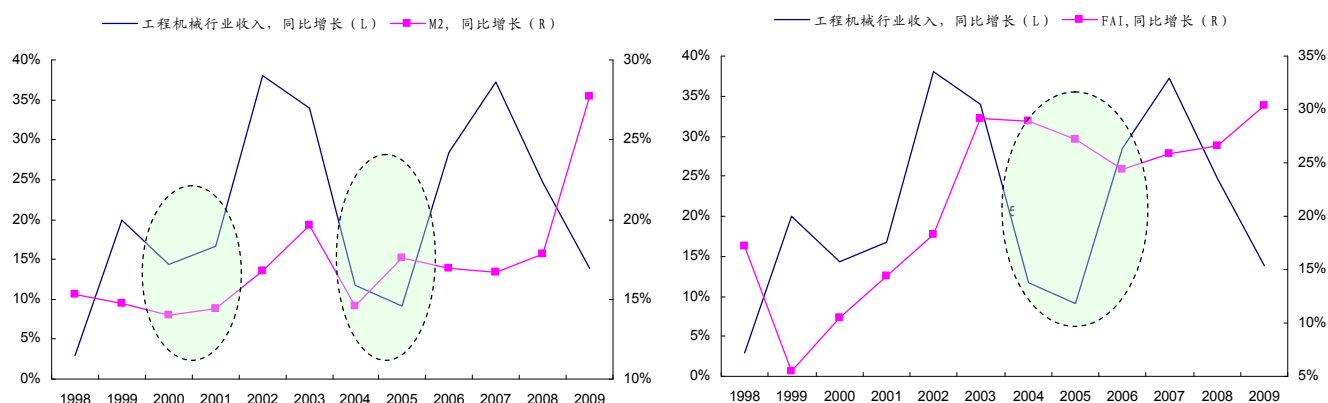
大型生产商在宏观调控背景下适应能力更强

我们认为宏观调控的确会给工程机械行业带来负面影响，因为工程机械是投资驱动的商业模式。我们对宏观调控的主要担忧在于信贷政策，因为：1）抑制型信贷将减缓基础设施投资的速度，这将直接降低对工程机械的实际需求；2）赊销是工程机械市场普遍的销售模式，在紧缩信贷政策下情况将更难以以为继。

但是，我们仍然相信大的生产商有更强的能力应对宏观调控。

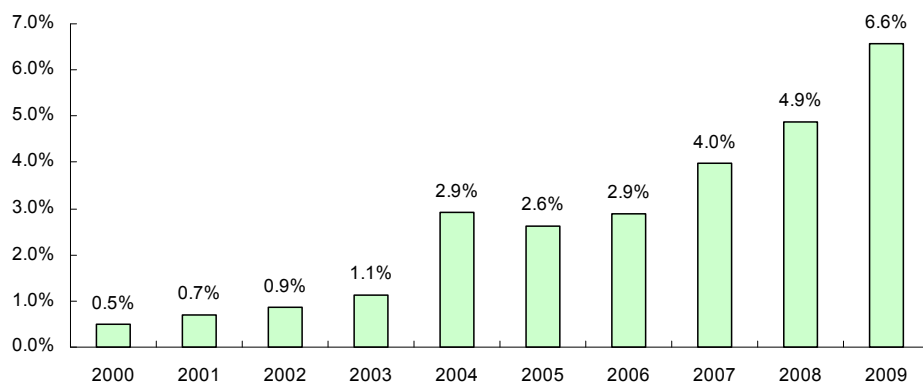
以 2004 到 2005 年间为例，在紧缩的宏观政策下，中联重科和三一重工的市场份额反而大幅提高了。

图表 15: 宏观紧缩政策对工程机械行业有负面影响



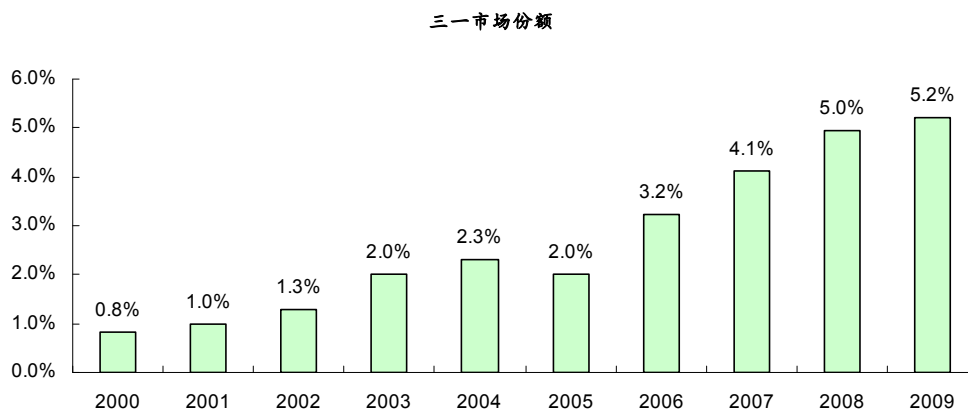
资料来源: 公司数据, CCMA, 中金公司研究部

图表 16: 2004 年中联重科的市场份额提升, 并且 2005 年保持稳定



资料来源: CCMA, 中金公司研究部

图表 17: 三一重工的市场份额在 2003-2005 年间有所提升



资料来源: 公司数据, CCMA, 中金公司研究部

未来股价上涨动力

“十二五”规划支撑长期发展

- 1) **基础设施投资仍然在快速发展通道**：根据我们的估计，“十二五”期间水利、城市轨道交通、港口、铁路和公路的投资将分别比“十一五”期间增加 183.7%, 170.3%, 102.8%, 76.8% 和 23.1%，这将为工程机械带来强劲需求。
- 2) **保障性住房将是新的增长点**：据 21 世纪经济报道，2011 年保障性住房建设将达到 1000 万套，比 2010 年的 580 万套高出 72%。我们相信在商品房的紧缩政策下，保障性住房建设将是“十二五”期间最重要的投资主题之一，

图表 18：“十二五”期间的基础设施建设

十亿元	2006	2007	2008	2009	2010E	十一五	十二五	十二五比十一五增长
水利	79	94	109	189	233	705	2,000	183.7%
城市轨道交通	52	75	91	147	191	555	1,500	170.3%
水路	87	89	94	103	120	493	1,000	102.8%
铁路	155	177	338	601	709	1,980	3,500	76.8%
公路	623	649	665	967	1,160	4,063	5,000	23.1%

数据来源: CEIC, 中金公司研究部

即将到来的销售高峰期

一般来说，工程机械的销售高峰期在春节后会到来，我们预计 2011 年的高增长期可能来得更早。

图表 19：历史上工程机械的销售高峰期在春节后

环比增速	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
2月	5.4%	0.9%	63.4%	-15.0%	1.3%	112.8%	-15.2%
3月	47.8%	140.7%	70.9%	164.9%	149.2%	52.8%	188.9%
春节日期	Jan-22	Feb-09	Jan-29	Feb-18	Feb-07	Jan-26	Feb-14

数据来源: CCMA, 中金公司研究部

海外市场复苏情况好于市场预期

根据我们的中性预测，2011 年整个工程机械行业将实现 15%-20%左右的稳定增长，通过新产品的拓展和市场份额的提升，行业龙头企业可能达到高于 30%的年度增长率。

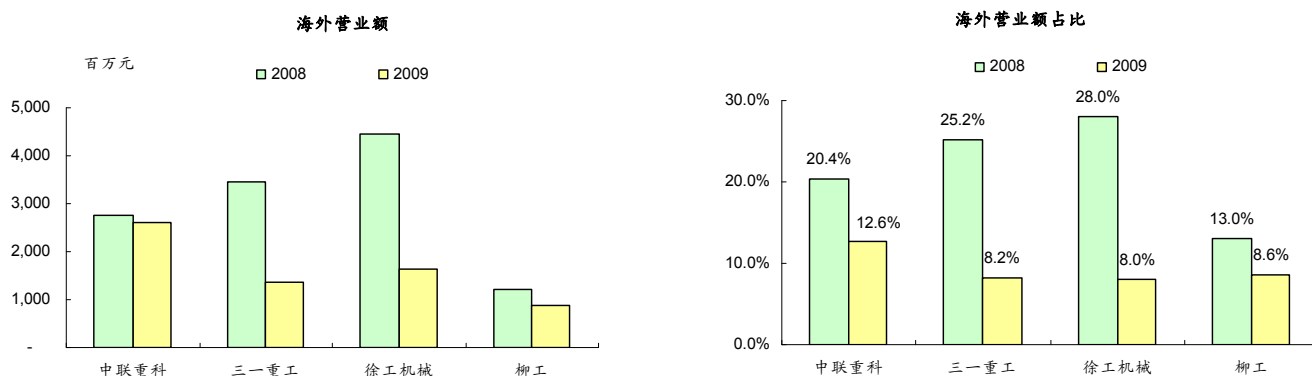
同时，我们认为海外市场的复苏情况可能好于市场预期，这将是 2011 年的另一个增长驱动因素。中联重科在国内大型工程机械企业中海外收入占比最高，预计将在海外业务的发展中显著受益。

图表 20：海外经济逐步复苏

同比增长	预测数				与 2010 年 10 月预测数字差异	
	2009	2010	2011	2012	2011	2012
全球经济产值	-0.6%	5.0%	4.4%	4.5%	0.2%	0.0%
发达国家	-3.4%	3.0%	2.5%	2.5%	0.3%	-0.1%
美国	-2.6%	2.8%	3.0%	2.7%	0.7%	-0.3%
欧元区	-4.1%	1.8%	1.5%	1.7%	0.0%	-0.1%
日本	-6.3%	4.3%	1.6%	1.8%	0.1%	-0.2%
英国	-4.9%	1.7%	2.0%	2.3%	0.0%	0.0%
新兴市场国家	2.6%	7.1%	6.5%	6.5%	0.1%	0.0%

数据来源：国际货币基金组织, 中金公司研究部

图表 21：中联重科海外市场业务量最大



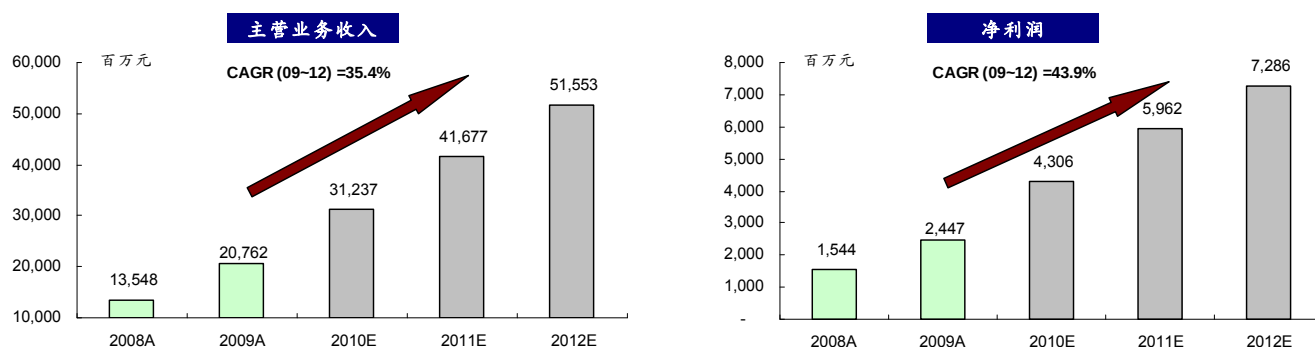
数据来源：公司数据, 中金公司研究部

盈利预测

公司整体指标

- **收入稳步增长：**预计公司 2010、2011、2012 年收入水平有望实现 312、417、516 亿元，同比增长 50.5%、33.4%、23.7%，09-12 年收入复合增长率达到 35.4%。
- **盈利大幅提升：**预计公司 2010、2011、2012 年净利润有望达到 43.1、59.6、72.9 亿元，同比增长 76.0%、38.5%、22.2%，09-12 年净利润复合增长率达到 43.9%。

图表 22：中联重科财务数据及预测指标（2008-2012）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

各业务板块盈利预测

- **各业务板块收入大幅增长：**公司各类机械产品均将实现大幅增长，其中，核心产品混凝土机械和起重机械 2010-2012 年收入复合增长率分别为 39.6%和 29.0%；而环卫机械和土方机械 2010-2012 年收入复合增长率分别为 42.4%和 98.4%，有望成为公司业务的新增长点；
- **毛利率稳中有升：**主要原因包括：1) 公司收入高增长，规模效应逐步显现；2) 公司产品附加值逐步提升，产品存在涨价空间；3) 公司高毛利产品增速较高带来结构性提升；

图表 23：中联重科各业务收入增长及预测（2007-2012E）

人民币 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
混凝土机械	3,509	4,682	7,157	12,574	16,226	19,474
同比增长		33.4%	52.9%	75.7%	29.0%	20.0%
路面及桩工机械	487	610	787	1,047	1,439	1,757
同比增长		25.3%	29.1%	33.0%	37.5%	22.1%
起重机械	4,206	6,237	8,298	11,447	14,681	17,827
同比增长		48.3%	33.0%	37.9%	28.3%	21.4%
环卫机械	564	871	1,230	1,641	2,689	3,549
同比增长		54.4%	41.2%	33.4%	63.9%	32.0%
物料输送设备	-	261	873	1,000	1,200	1,500
同比增长			233.9%	14.6%	20.0%	25.0%
租赁业务	14	136	397	703	1,146	1,675
同比增长		871.4%	191.9%	77.0%	63.1%	46.2%
土方机械	-	116	445	1,064	2,283	3,475
同比增长			283.6%	139.0%	114.7%	52.2%
其它业务	193	635	1,575	1,761	2,013	2,294
同比增长		228.6%	148.2%	11.8%	14.3%	14.0%
合计	8,973	13,548	20,762	31,237	41,677	51,553
同比增长		51.0%	53.2%	50.5%	33.4%	23.7%

资料来源：公司年报、中金公司研究部

图表 24：中联重科各业务毛利率变化及预测（2007-2012E）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
混凝土机械	32.1%	27.6%	28.5%	30.8%	30.9%	31.0%
路面及桩工机械	17.0%	38.5%	33.1%	32.2%	32.2%	31.8%
起重机械	26.5%	26.3%	23.7%	27.2%	27.3%	27.4%
环卫机械	32.4%	31.1%	33.0%	33.2%	33.0%	32.9%
物料输送设备	n.a.	24.6%	9.8%	8.0%	10.0%	10.0%
租赁业务	85.7%	93.4%	58.4%	55.0%	52.0%	50.0%
土方机械	n.a.	4.3%	16.2%	18.0%	18.6%	19.0%
其它业务	24.9%	11.6%	17.7%	15.2%	15.1%	15.1%
综合毛利率	28.6%	27.4%	25.7%	28.2%	28.3%	28.4%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 25：中联重科损益表主要指标及预测数据

百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业额	8,973	13,548	20,762	31,237	41,677	51,553
(+/-%)		51.0%	53.2%	50.5%	33.4%	23.7%
销售及服务成本	6,405	9,842	15,422	22,437	29,870	36,909
成本率	71.4%	72.6%	74.3%	71.8%	71.7%	71.6%
毛利	2,568	3,706	5,340	8,799	11,808	14,644
(+/-%)		44.3%	44.1%	64.8%	34.2%	24.0%
(Margin)	28.6%	27.4%	25.7%	28.2%	28.3%	28.4%
销售费用	691	959	1,250	1,890	2,576	3,194
营业费用率	7.7%	7.1%	6.0%	6.1%	6.2%	6.2%
管理费用	400	734	878	1,324	1,673	2,010
管理费用率	4.5%	5.4%	4.2%	4.2%	4.0%	3.9%
研发费用	83	120	194	281	375	464
研发费用率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
其它收入及净收益	19	142	105	116	120	130
经营收益	1,413	2,035	3,123	5,420	7,304	9,106
(+/-%)		44.0%	53.5%	73.5%	34.8%	24.7%
营业利润率	15.7%	15.0%	15.0%	17.4%	17.5%	17.7%
财务费用	60	301	295	349	293	541
财务费用率	0.7%	2.2%	1.4%	1.1%	0.7%	1.0%
出售土地使用权收益	106	-	-	-	-	-
出售子公司及联营公司收益/(亏损)	12	3	-6	20	25	30
应占联营公司的损益	-	7	6	10	15	20
税前利润	1,471	1,744	2,828	5,101	7,052	8,615
(+/-%)		18.6%	62.2%	80.4%	38.2%	22.2%
税前利润率	16.4%	12.9%	13.6%	16.3%	16.9%	16.7%
所得税	34	191	409	740	1,022	1,249
有效税率	2.3%	11.0%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
少数股东损益	-2	9	-28	56	67	80
净利润	1,439	1,544	2,447	4,306	5,962	7,286
(+/-%)		7.3%	58.5%	76.0%	38.5%	22.2%
净利润率	16.0%	11.4%	11.8%	13.8%	14.3%	14.1%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 26：中联重科资产负债表主要指标及预测数据

百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产：						
货币资金	977	3,269	4,194	14,998	11,502	7,642
应收款项小计	2,563	5,597	9,548	13,578	16,772	20,150
存货	2,632	5,171	6,272	9,755	13,577	17,576
流动资产合计	6,172	14,037	20,014	38,331	41,851	45,368
(+/-)	78.0%	127.4%	42.6%	91.5%	9.2%	8.4%
非流动资产						
物业、厂房及设备	1,383	3,006	3,683	3,958	5,523	6,833
预付租赁费	344	914	907	998	1,097	1,207
无形资产	49	1,386	1,432	1,439	1,333	1,216
商誉	-	2,029	2,082	2,094	1,978	1,868
联营公司权益	87	78	71	86	107	131
其它金融资产	16	12	15	16	15	14
应收账款及其它应收款	86	106	229	229	229	229
融资租赁应收款	255	1,432	5,060	12,045	20,305	29,442
抵押存款	74	98	234	207	207	207
递延所得税资产	67	124	148	178	213	256
非流动资产合计	2,361	9,185	13,861	21,251	31,008	41,404
(+/-)	46.7%	289.0%	50.9%	53.3%	45.9%	33.5%
资产合计	8,533	23,222	33,875	59,582	72,859	86,771
(+/-)	68.1%	172.1%	45.9%	75.9%	22.3%	19.1%
流动负债：						
银行及其它借款	847	6,234	8,553	9,053	9,553	10,353
应付账款及其它应付款	3,518	6,920	10,632	15,008	20,026	24,921
应付所得税	80	70	283	297	312	328
流动负债合计	4,445	13,224	19,468	24,358	29,891	35,602
(+/-)		197.5%	47.2%	25.1%	22.7%	19.1%
长期负债：						
银行及其它借款	324	4,154	5,621	6,121	7,122	9,123
其他非流动负债	-	61	684	792	873	963
递延所得税负债	13	572	550	632	727	836
非流动负债合计	337	4,787	6,855	7,545	8,723	10,922
(+/-)						
负债合计	4,782	18,011	26,323	31,904	38,614	46,524
(+/-)		276.6%	46.1%	21.2%	21.0%	20.5%
少数股东权益	122	140	124	180	247	327
股本	761	1,521	1,673	5,797	5,928	5,928
储备	2,868	3,550	5,755	21,702	28,071	33,993
归属母公司股东权益合计	3,629	5,071	7,428	27,499	33,999	39,921
所有者权益合计	3,751	5,211	7,552	27,678	34,246	40,247
(+/-)	260.3%	38.9%	44.9%	266.5%	23.7%	17.5%
负债和所有者权益合计	8,533	23,222	33,875	59,582	72,859	86,771
(+/-)		172.1%	45.9%	75.9%	22.3%	19.1%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 27：中联重科现金流量表主要指标及预测数据

百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流：						
净利润	1,439	1,544	2,447	4,306	5,962	7,286
加：少数股东损益	-2	9	-28	56	67	80
加：财务费用	60	301	295	349	293	541
加：折旧和摊销	97	216	329	454	534	651
减：营运资本的增加	1,175	3,176	4,686	2,446	2,082	2,241
其它	-146	-249	-187	-7,382	-8,230	-9,511
经营活动现金流小计	273	-1,355	-1,830	-4,665	-3,456	-3,194
投资活动现金流：						
固定资产投资	-386	-720	-829	-728	-2,099	-1,961
长期及短期投资变动	-194	-1,938	-36	-16	-20	-24
其它与投资活动有关的现金流	-240	-240	-529	-199	131	123
投资活动现金流小计	-542	-2,898	-1,394	-944	-1,987	-1,862
融资活动现金流：						
股权融资	-	-	-	16,420	1,641	-
借款增加	213	6,539	3,869	1,101	1,701	3,101
分配股利及偿付利息	-20	-76	-152	-1,210	-1,485	-1,998
其它与融资活动有关的现金流	-	-	31	77	85	93
融资活动现金流小计	193	6,463	3,748	16,388	1,942	1,196
汇率变动对现金的影响额	-	-26	2	-2	5	-
货币资金净增加额	-76	2,184	526	10,778	-3,497	-3,860
货币资金期初余额	805	729	2,913	3,465	14,243	10,747
货币资金期末余额	729	2,913	3,465	14,243	10,747	6,887

资料来源：公司数据、中金公司研究部

估值和建议

目标价 23 港币，给予“推荐”评级

我们认为，作为全球工程机械行业的龙头企业之一，中联重科凭借其在国内市场的高增长和海外市场的扩张潜力，与其他国际可比公司相比应当给予一定溢价。

目前卡特彼勒、小松等国际可比公司的 2011 年 PE 大约为 16.7 倍，比中联重科高 12.8%。

我们首次覆盖中联重科 (1157.HK) 给予“推荐”评级，未来 12 月目标价 23 港币，隐含 25% 的上涨空间，对应 2011 的 PE 为 18.5 倍（与国际同行相比溢价 10%）。

图表 28：国际可比公司估值平均水平

Company	股票代码	货币	股价	市值	每股收益			市盈率			市净率		
			2011-1-27	(百万美元)	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
Caterpillar	Cat US Equity	USD	95.8	60,773	1.41	4.00	5.87	67.9	23.9	16.3	7.0	6.2	5.0
Deere	De US Equity	USD	91.0	38,316	2.06	4.51	5.51	44.2	20.2	16.5	8.0	6.2	4.9
Komatsu	6301 JP Equity	JPY	2,446.0	29,451	33.56	129.32	149.79	72.9	18.9	16.3	2.8	2.6	2.3
Doosan Infracore	042670 KS Equity	KRW	29,650.0	4,493	-1,847.15	572.73	2,341.00	-16.1	51.8	12.7	3.9	3.9	3.1
Manitowoc	Mtw US Equity	USD	13.7	1,803	-5.36	0.10	0.64	-2.6	133.3	21.5	3.0	2.9	2.5
Average								33.3	49.6	16.7	4.9	4.4	3.6
Median								44.2	23.9	16.3	3.9	3.9	3.1

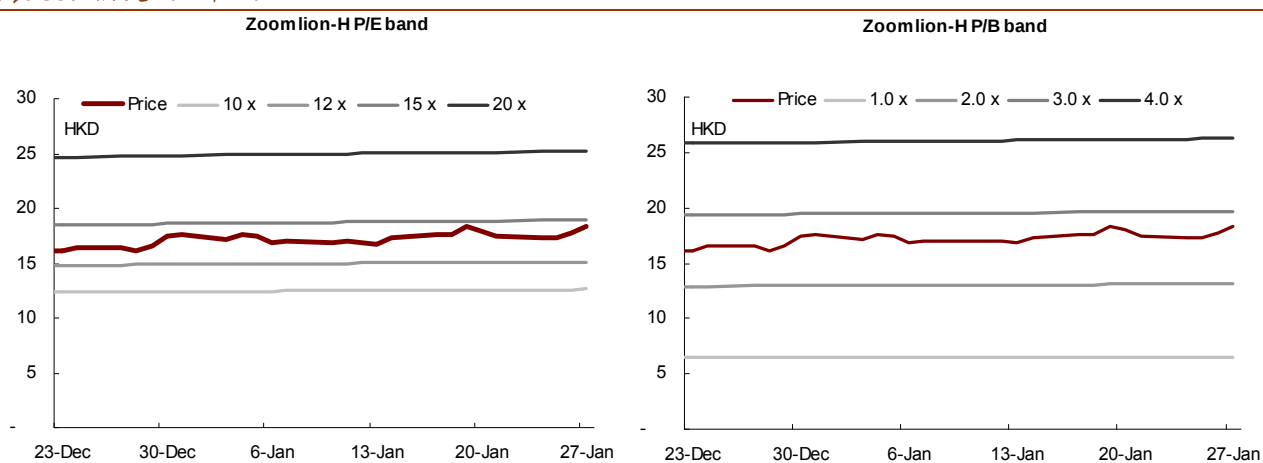
资料来源：公司资料、Bloomberg、中金公司研究部

图表 29：国内可比公司估值平均水平

公司名称	股票代码	货币	股价	市值	每股收益			市盈率			市净率		
			11-1-27	(百万美元)	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工程机械													
三一重工	600031 CH Equity	RMB	20.3	15,584	0.39	1.16	1.55	52.3	17.4	13.1	13.6	8.7	5.9
中联重科-A	000157 CH Equity	RMB	13.3	12,368	0.40	0.73	1.01	33.3	18.4	13.3	10.7	2.9	2.3
中联重科-H	1157 HK Equity	HKD	18.4	12,368	0.45	0.86	1.24	40.4	21.2	14.8	13.0	3.3	2.6
徐工机械*	000425 CH Equity	RMB	51.1	8,003	1.69	2.64	3.21	30.3	19.4	15.9	12.0	4.4	3.3
柳工	000528 CH Equity	RMB	32.6	3,713	1.15	2.13	2.71	28.3	15.3	12.0	6.0	4.6	2.5
龙工*	3339 HK Equity	HKD	4.4	2,429	0.21	0.40	0.50	20.8	11.1	8.8	4.4	3.2	2.3
山推股份*	000680 CH Equity	RMB	17.3	1,991	0.56	1.12	1.36	31.1	15.4	12.7	4.1	3.2	2.5
厦工股份*	600815 CH Equity	RMB	13.4	1,581	0.14	0.76	0.93	98.1	17.7	14.4	5.4	3.3	2.6
山河智能	002097 CH Equity	RMB	15.4	983	0.26	0.51	0.63	60.0	30.1	24.3	4.9	4.3	3.7
安徽合力	600761 CH Equity	RMB	16.6	899	0.31	1.00	1.30	53.1	16.5	12.8	2.8	2.4	2.0
平均值								45.4	18.2	14.1	8.2	4.5	3.2
中值								36.9	17.5	13.2	5.7	3.3	2.6
煤炭机械													
天地科技*	600582 CH Equity	RMB	22.1	3,397	0.70	0.82	1.03	31.6	27.0	21.5	6.0	5.9	4.6
郑煤机	601717 CH Equity	RMB	41.4	4,398	0.90	1.30	1.80	46.0	31.9	23.0	19.4	5.8	4.8
三一国际	631 HK Equity	HKD	10.8	2,877	0.27	0.43	0.62	40.2	24.9	17.3	4.7	3.9	3.3
国际煤机	1683 HK Equity	HKD	6.1	1,025	0.20	0.30	0.44	30.7	20.2	14.0	10.5	2.2	1.9
山东矿机*	002526 CH Equity	RMB	24.2	980	0.28	0.45	0.73	86.8	53.8	33.1	13.9	3.9	3.5
林州重工*	002535 CH Equity	RMB	28.5	887	0.28	0.48	0.80	102.0	59.9	35.5	15.6	8.2	6.9
ERA*	8043 HK Equity	HKD	0.9	620	0.02	0.03	0.06	36.5	26.6	13.3	21.7	3.6	2.8
尤洛卡*	300099 CH Equity	RMB	96.0	602	1.17	1.34	2.10	82.3	71.4	45.8	30.3	5.5	4.9
平均值								57.0	39.5	25.4	15.3	4.9	4.1
中值								43.1	29.5	22.3	14.8	4.7	4.1
铁路设备													
中国南车	601766 CH Equity	RMB	8.7	15,836	0.14	0.23	0.34	61.5	37.8	25.6	5.9	5.3	4.6
中国南车-H	1766 HK Equity	HKD	11.0	15,836	0.16	0.27	0.42	68.3	40.1	26.1	6.6	5.6	4.7
中国北车	601299 CH Equity	RMB	9.1	11,465	0.16	0.23	0.35	57.4	38.9	25.8	3.6	3.4	3.1
南车时代*	3898 HK Equity	HKD	31.4	4,364	0.56	0.92	1.30	56.3	34.0	24.1	7.9	6.7	5.4
赛晶电子*	580 HK Equity	HKD	1.9	338	0.03	0.06	0.13	59.7	31.2	14.9	10.0	3.6	2.9
平均值								60.6	36.4	23.3	6.8	4.9	4.1
中值								59.7	37.8	25.6	6.6	5.3	4.6
整体平均值								47.0	31.4	22.0	8.3	4.2	3.4
整体中值								40.4	27.1	22.9	6.0	3.9	3.2

资料来源：公司资料、Bloomberg、中金公司研究部

图表 30：历史 P/E 和 P/B



资料来源：公司资料、Bloomberg、中金公司研究部

风险提示

宏观经济周期波动风险。工程机械需求主要来自于建筑及房地产行业，与国民经济的景气程度有很强的关联性，公司业务受到经济周期波动影响较大。

国际市场风险。历史上，公司产品出口占总销售额的 20%左右，全球经济的波动对公司出口需求产生较大影响。同时，公司于 2008 年成功收购欧洲混凝土机械制造商 CIFA，其主要销售市场在欧洲，因此，欧洲市场的复苏对公司业绩影响较大。

原材料价格波动风险。工程机械的成本主要是钢材，钢材价格若大幅波动，则可能在一定程度上给公司的盈利能力带来一定压力。

管理风险。公司近年来进行了持续的收购业务，各新成员与中联重科之间在产品、技术、人员、管理等领域的融合需要一定的时间，可能面临一定的管理风险。

附件 1：投资亮点

中国工程机械行业的领军企业

我国工程机械行业长期发展潜力巨大：参考日本发展经验，我国仍处于城市化高速发展的第一阶段，工程机械行业有望在相当长时期内仍保持旺盛需求；我们预计，2015 年我国工程机械总产值有望达到 9,000 亿元，是 2009 年工程机械总产值的 2.9 倍，年均复合增长率达 19.1%，市场发展潜力巨大。

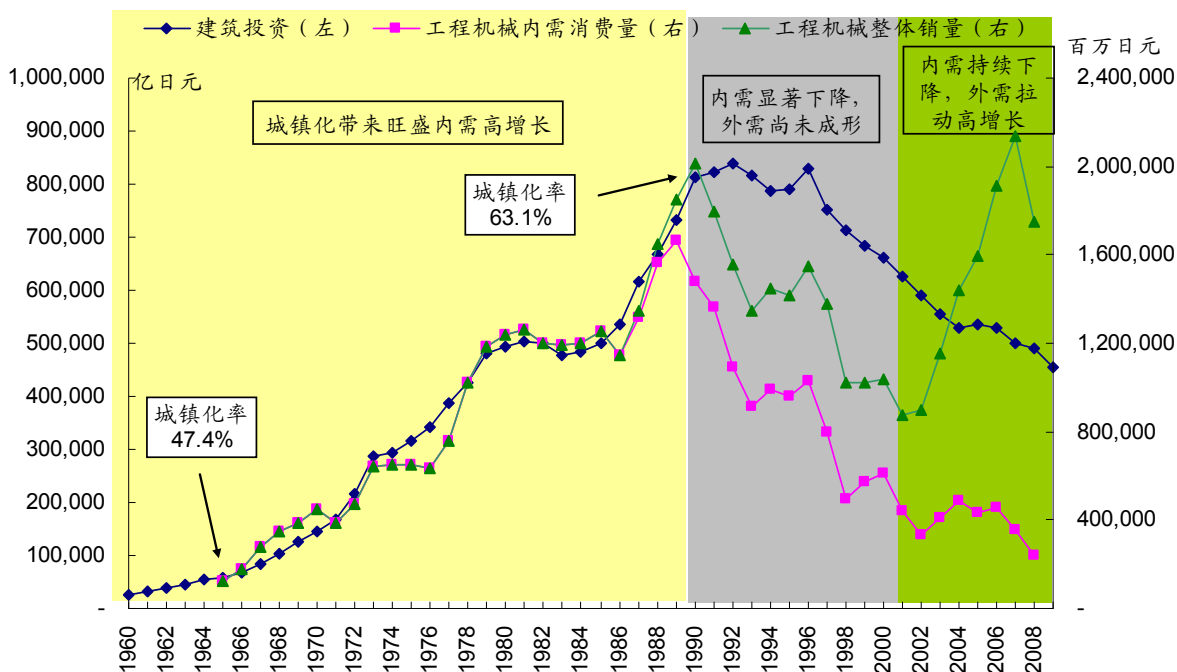
中联重科是中国工程机械行业的领军企业，以 2009 年销售额计算，是中国第二大工程机械制造商，将是行业快速发展的最大受益者。

我国工程机械行业长期发展潜力巨大

1) 中国城镇化尚未达到成熟阶段

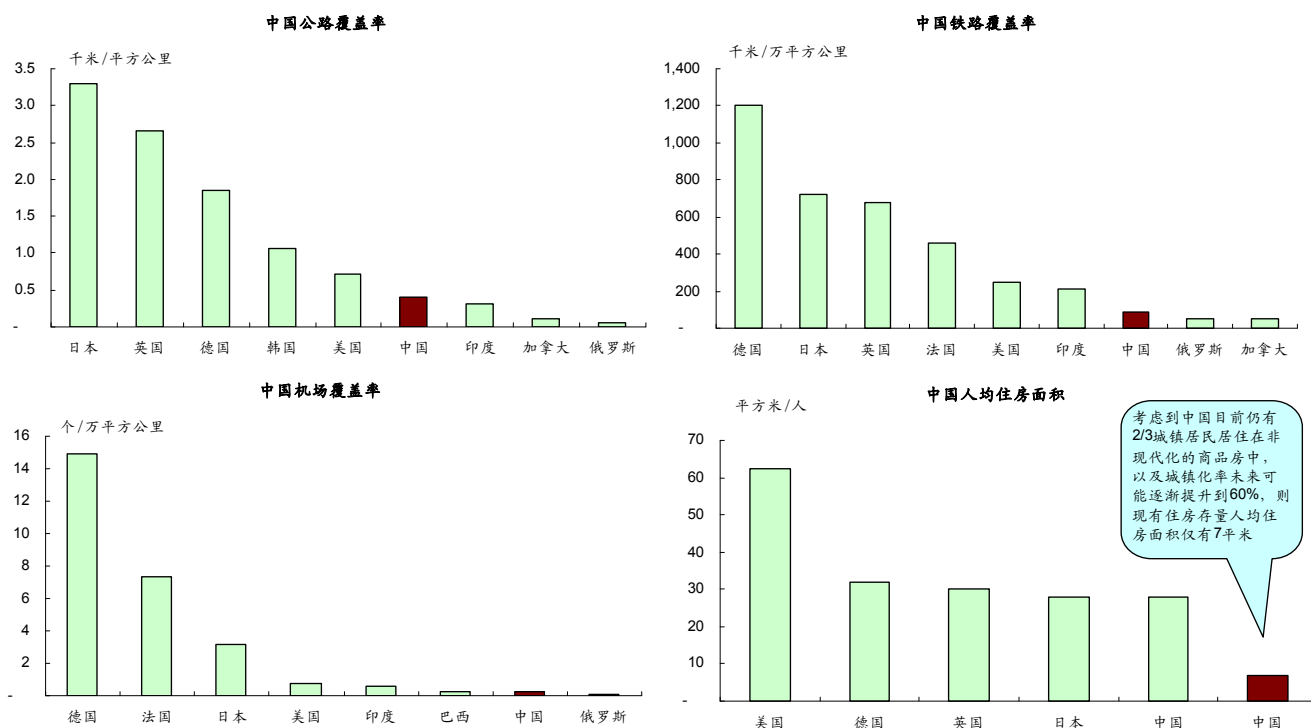
- ▶ **日本工程机械伴随城镇化进程经历三个典型发展阶段：**与城市化发展相适应，日本工程机械经历了 1960-1990 高速发展、1990-2000 低迷下降及 2000 年至今的再度发展三个阶段。特别地，1965-1990 年间日本城镇化率由 47.4% 提高到 63.1%，建筑投资规模由 6 万亿日元迅速扩张到 81 万亿日元，25 年复合增长率达到 11.0%。受益于此，日本国内工程机械市场同样得到快速发展，由 1,250 亿日元增长到 2 万亿日元，25 年年均复合增长率达 11.8%；
- ▶ **中国城镇化尚未达到成熟阶段，各项指标仍远低于发达国家平均水平：**与国际主要国家比较，我国公路、铁路和机场等基础设施的覆盖率以及城镇人均住房面积均处于较低水平，随城镇化率的提升，房屋建筑及基础设施建设仍存在巨大发展空间；

图表 31：日本工程机械发展图谱



资料来源：CEIC、日本统计局、中金公司研究部

图表 32：中国的基础设施水平与人均住房面积仍远低于国际平均水平

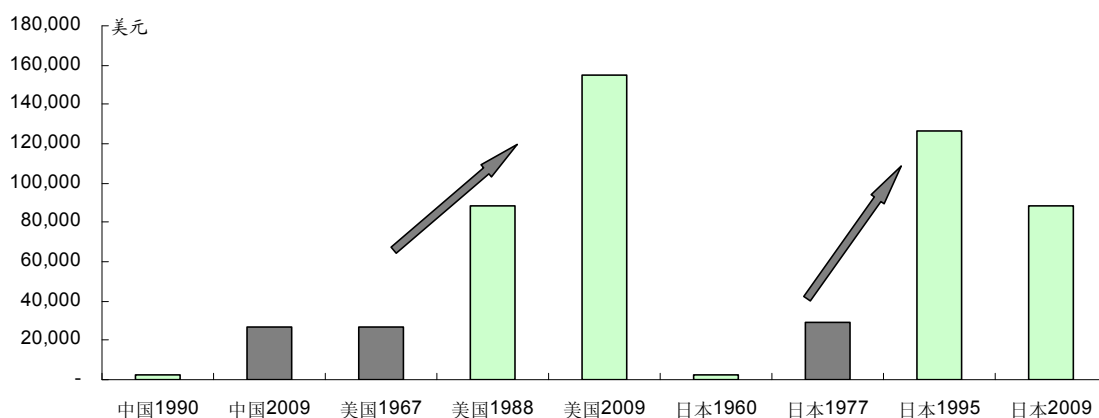


资料来源：WDI，铁道部，交通部，美国中央情报局，CEIC，中金公司研究部

2) 机械化率的提升是必然趋势

- 我国建筑业人均产值仅相当于美国 1967 年和日本 1977 年水平，仍有较大提升空间：2009 年，我国建筑业人均产值为 2.7 万美元，仅与美国 1967 年 2.7 万美元、日本 1977 年 2.9 万美元相当；长期上看，2009 年美国人均建筑业总产值达到 15.5 万美元，日本在 1995 年高峰时期达到 12.6 万美元，我国建筑业人均产值仍有较大提升空间，而这一过程将主要依赖于建筑业机械化率的提升来实现；

图表 33：我国建筑人均产值仅相当于美国 1967 年和日本 1977 年的水平，提升空间较大

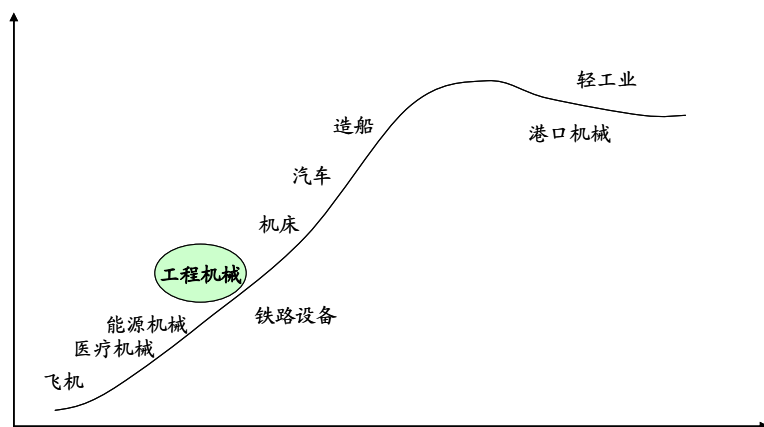


资料来源：CEIC，中金公司研究部

3) 工程机械行业长期发展潜力巨大

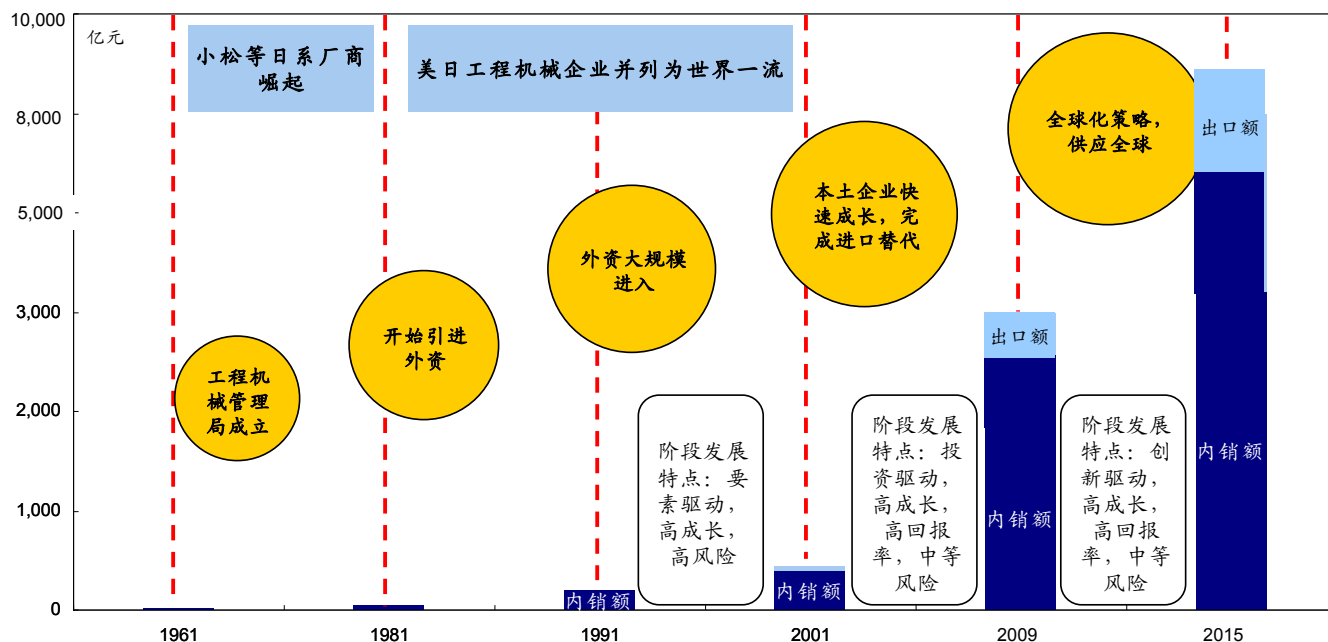
- ▶ **我国工程机械位于生命周期的向上阶段：**我们认为，与港口机械、造船等机械子行业相比，工程机械仍位于生命周期的向上阶段，行业规模扩张、市场竞争格局变化、产品技术提升仍存在较大发展空间。
- ▶ **我国工程机械发展潜力巨大：**综合考虑城市化拉动的内需及海外市场的快速发展，我们预计，2015 年我国工程机械销售规模有望达到 9,000 亿元，是 2009 年 3,157 亿元的 2.9 倍，未来十年年均复合增长率达 19.1%，市场发展潜力巨大。

图表 34：我国工程机械行业处于生命周期的向上阶段



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 35：中国工程机械长期发展潜力巨大



资料来源：中金公司研究部

中联重科是中国工程机械领域的领军企业

中联重科是中国工程机械工业的摇篮

中联重科是中国工程机械行业的技术发源地，中联重科的“母体”——长沙建设机械研究院最早成立于 1956 年，是全国最大的建设机械综合型科研机构。在各个领域，公司拥有多项行业第一。

图表 36：中联重科拥有的行业第一

时间	行业标准
自 1999 年以来	参与及协助制订了中国第一项混凝土泵车的行业标准
自 1999 年以来	参与及协助制订了中国第一项移动式起重机专用底盘的行业标准
时间	产品
1956 年	中国第一台 QTZ160 塔机
1993 年	中国第一代具有自主知识产权的混凝土输送泵
1996 年	全国首创的全变频无级调速塔机
2003 年	中国第一台自主研发生产六桥底盘百吨汽车起重机
2003 年	中国第一台 GK5625 数控机床
2003 年	中国第一台锯、钻组合机床 HN-049
2004 年	中国第一台自主开发研制的就地热再生机组之加热机
2006 年	世界第一台用于沥青路面就地热再生施工的热风循环加热综合式复拌机
2007 年	中国第一台自行式布料泵
2007 年	中国第一台专用于高速铁路支承层施工的滑模摊铺机
2009 年	在澳大利亚鉴定中国融资租赁公司海外融资租赁业务第一单

资料来源：公司网站 (<http://www.zljit.com/>)，中金公司研究部

中联重科规模行业领先

中联重科 2009 年收入 207.6 亿元，归属于母公司的净利润 24.5 亿元，在 2010 年《中国工程机械》杂志评选的全球工程机械 50 强企业排名第 10 位，2010 年《国际建设》杂志评选的全球工程机械 50 强企业排名第 12 位，2010 年“中国企业 500 强”第 191 名；2010 年“中国制造业企业 500 强”第 92 名；2010 年“中国机械工业 500 强”第 31 名。

图表 37：中联重科在国内外各项排名中领先且不断进步

名称	2010	2009	2008	排名单位
全球工程机械制造商 50 强	10	20	19	《中国工程机械》
全球工程机械制造商 50 强	12	22	28	《国际建设》
中国工程机械行业主营业务收入	n.a.	1	1	中国工程机械年鉴
中国工程机械行业利润总额	n.a.	1	1	中国工程机械年鉴
中国企业 500 强	191	236	315	中国企业联合会和中国企业家协会
中国制造业企业 500 强	92	123	171	中国企业联合会和中国企业家协会
中国机械 500 强	31	34	40	中国机械工业企业管理协会

资料来源：中国工程机械工业年鉴，中金公司研究部

中联重科产品种类齐备、且市场份额居前

- **产品种类齐备：**中联重科拥有完全自主知识产权的 13 个大类别、83 种产品、640 多种型号的主导产品，涵盖起重机械、混凝土机械、路面机械、环卫机械、土方机械、物料搬运机械等，是全球产业链最为齐备的工程机械制造商之一。

- **各产品市场份额居前**：根据中国工程机械协会，以 2009 年营业额计算，公司中大吨位塔式起重机位列第一，以 2009 年销量计算，公司在泵车、拖泵国内市场占有率分别达到 37.7%、25.6%，均位列全国第二；汽车式起重机及履带式起重机市场占有率分别达到 23.1%和 16.4%，位列全国第二和第四；同时，根据辽宁益通，以 2007 年以来年销量计算，公司还是全国最大的环卫机械制造商。

图表 38：中联重科是全球产业链最为齐备的工程机械制造商之一

混凝土机械	起重机械	环卫机械	路面及桩工机械	土方机械	物料输送	专用车辆	其他产品
混凝土泵车  混凝土拖泵  搅拌运输车 	汽车起重机  履带式起重机  塔式起重机 	扫路车  清洗车  垃圾压缩转运车 	沥青混合料搅拌设备  摊铺机  旋挖钻机 	挖掘机  推土机  装载机 	圆管带式输送系统  堆取料机  门座式起重机 	随车起重机  轮胎起重机  电瓶车 	商用车桥  工程车桥  客车底盘 

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 39：中联重科在各主要产品市场地位突出，竞争优势显著

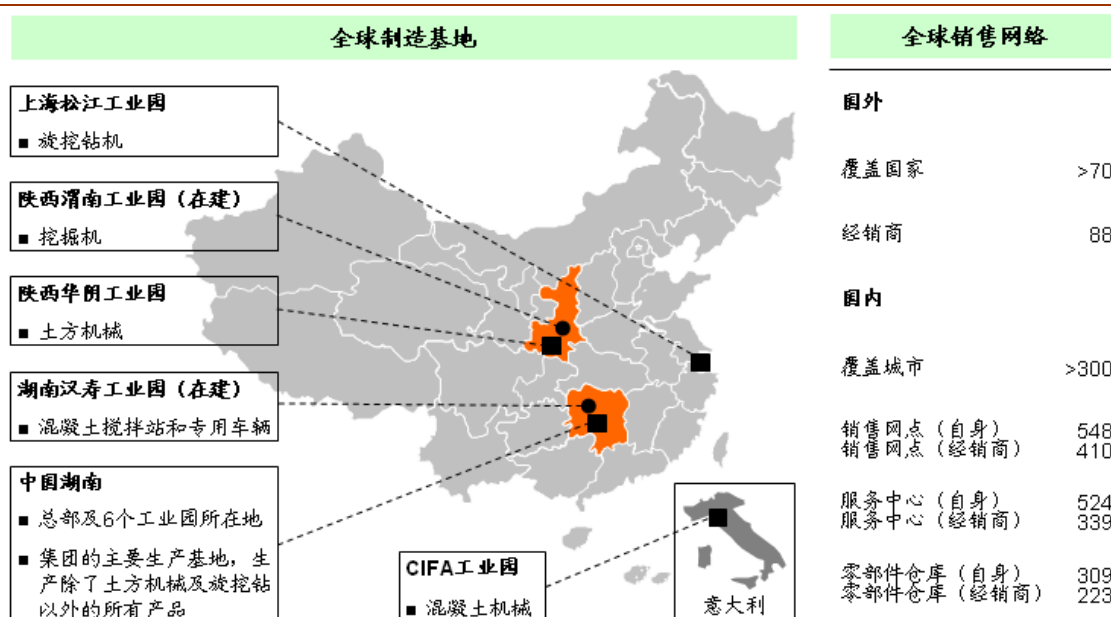
混凝土泵车销量	中联重科	三一重工	上海普茨迈斯特
2007	31.9%，第二	52.3%，第一	6.7%，第三
2008	24.0%，第二	42.6%，第一	8.5%，第三
2009	37.7%，第二	50.1%，第一	N.A.
混凝土搅拌运输车销量	中联重科	安徽星马	三一重工
2007	13.1%，第二	43.4%，第一	8.3%，第四
2008	12.2%，第三	29.2%，第一	12.5%，第二
2009	14.3%，第四	22.7%，第一	16.6%，第三
混凝土拖泵销量	中联重科	三一重工	上海鸿得利
2007	21.6%，第二	36.3%，第一	10.0%，第四
2008	19.2%，第二	39.1%，第一	7.9%，第三
2009	25.6%，第二	53.3%，第一	6.5%，第三
汽车式起重机销量	中联重科	徐重	四川长江起重机
2007	22.1%，第二	47.7%，第一	7.3%，第三
2008	22.0%，第二	56.6%，第一	5.1%，第三
2009	23.1%，第二	57.2%，第一	3.9%，第六
履带式起重机销量	中联重科	抚挖	三一重工
2007	9.6%，第四	40.8%，第一	25.5%，第二
2008	14.5%，第四	32.3%，第一	26.5%，第二
2009	16.4%，第四	30.1%，第一	28.6%，第二
旋挖钻销量	中联重科	三一重工	山河智能
2007	14.7%，第三	31.5%，第一	19.6%，第二
2008	9.3%，第二	34.8%，第一	7.9%，第三
2009	11.6%，第三	52.0%，第一	14.3%，第二

资料来源：中国工程机械工业年鉴、中国工程机械工业协会，中金公司研究部；

中联重科生产基地及销售网络遍布全球

- ▶ **全球制造基地初步形成：**公司目前投入生产运营的 9 大工业园和在建的 2 个工业园主要分布在国内湖南、上海、陕西及意大利米兰等地，总面积近 300 万平方米，拥有国际一流的超大型钢结构厂房、现代化的加工设备和自动化生产线，是国内少数拥有海外生产基地的工程机械企业之一；
- ▶ **国内外销售网络覆盖广泛，竞争对手难以复制：**截至 2010 年 9 月 30 日，中联重科在国内自身拥有和运营 548 个销售网点，524 个服务中心及 309 个零部件仓库，并由经销商拥有和运营 410 个销售网点，339 个服务中心和 223 个零部件仓库，覆盖到中国所有省级行政区 300 多个城市；同时，中联重科在海外自身拥有和运营 31 个销售网点，并通过 88 家经销商拥有和运营 190 个销售网点，产品已销往 70 多个国家和地区；

图表 40：中联重科的生产制造及销售网络最为完善，涵盖中国所有省级行政区



资料来源：公司数据、中金公司研究部

最具国际化潜力的高端装备制造商

我们认为，随着中国工程机械企业规模的壮大及技术水平的不断提升，中国工程机械在全球市场的发展空间十分广阔。我们预计，2015 年我国工程机械海外出口规模有望达到 300 亿美元，年均复合增长率达 25.4%，海外市场份额提升到 20% 以上。

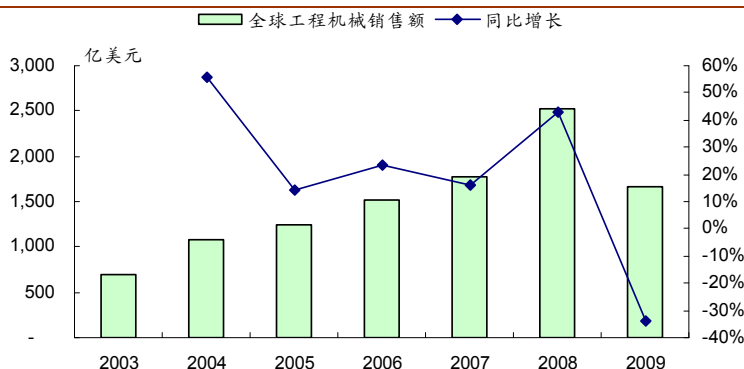
中联重科品牌优势突出、产品链齐全、海外布局完备，我们预计公司海外市场拓展空间广阔。

中国工程机械海外市场发展空间广阔

1) 新兴经济体高增长带来工程机械长期需求

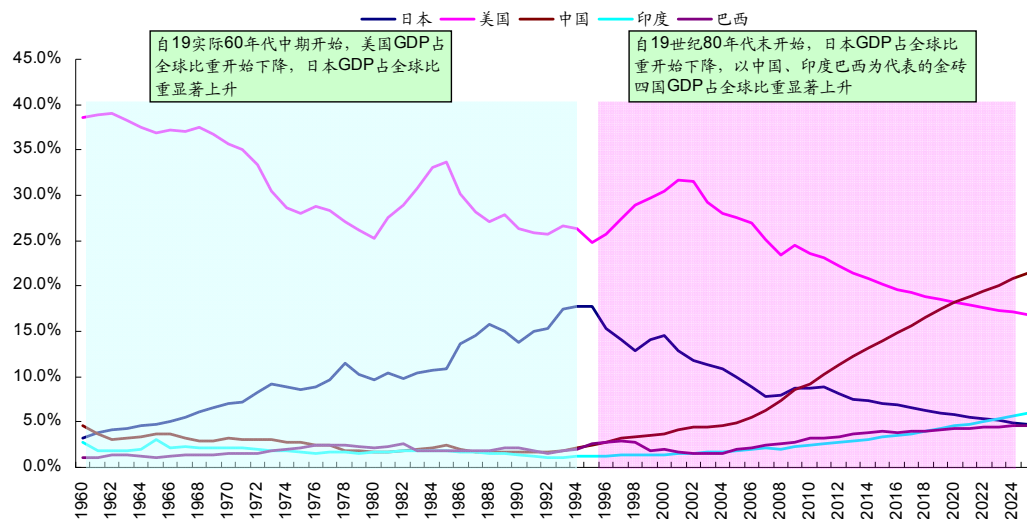
- ▶ **伴随经济复苏，全球工程机械市场有望企稳回升：**工程机械周期性特征显著，受金融危机影响，2009 年全球工程机械销售额出现显著下滑。根据 Global Insight 预测，全球主要经济体将在 2011 年整体实现回暖，将有望显著带动工程机械需求。我们预计，2015 年全球工程机械总规模有望达到 3,000 亿美元以上，年均复合增长率达 10%；
- ▶ **长期上看，新兴经济体将是全球工程机械的下一个增长点：**全球经济交替发展历史显示，从美国到日本，从亚洲四小龙到中国，往前看，以印度、巴西为代表的金砖四国及新兴经济体 GDP 在全球占比将呈显著上升趋势，而这些地区将有望成为全球工程机械的下一个增长点；

图表 41：2003-2009 年全球工程机械市场规模及增速



资料来源：ICC、中金公司研究部整理

图表 42：往前看，中国、印度、巴西等金砖四国市场依然是长期增长点

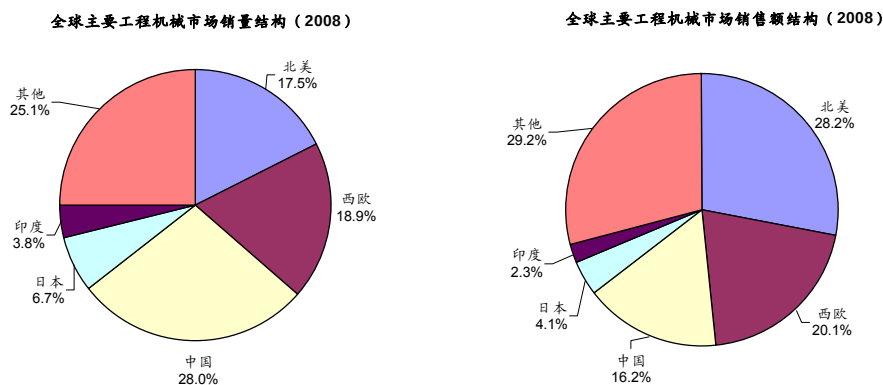


资料来源：WDI, Global insight、中金公司研究部

2) 中国工程机械海外市场份额存在提升空间

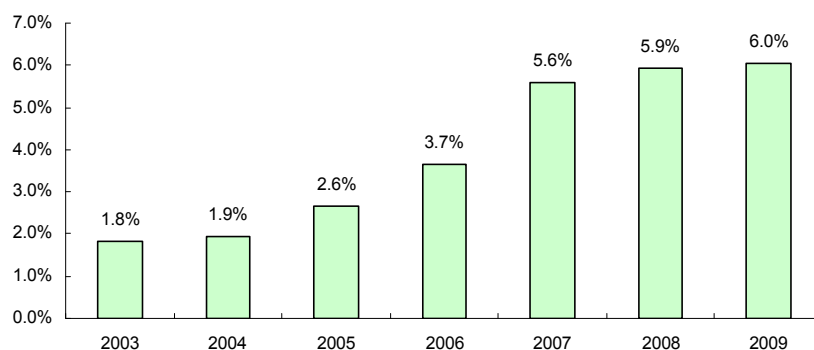
- ▶ **中国工程机械海外市场份额较低：**根据中国工程机械年鉴，2008年我国工程机械销售额全球占比16.2%、销量全球占比28.0%；但是，剔除掉中国市场自身消费，我国工程机械在全球除中国以外的市场份额仅为6.0%，仍有较大提升空间；
- ▶ **出口升级趋势将愈加明显：**我们认为，当一国经济发展到一定阶段，机械产品在整个出口的比重开始不断增加，日本1965-1985年、韩国1985-2005年的发展正是印证这一点。我们认为，我国目前正处于这一阶段，工程机械行业未来将显著受益；

图表 43：我国主要机械产品的全球市场份额



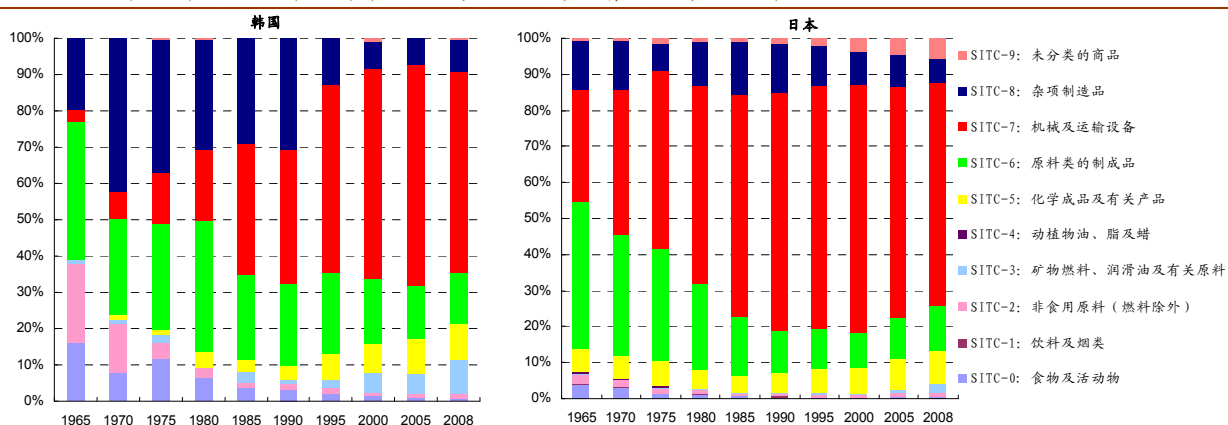
资料来源：中国工程机械年鉴、中金公司研究部整理

图表 44：我国工程机械国际市场份额仍然较低（剔除中国市场）



资料来源：中国工程机械工业协会、中金公司研究部

图表 45：从日本、韩国出口升级看中国，我国机械将显著受益于出口升级

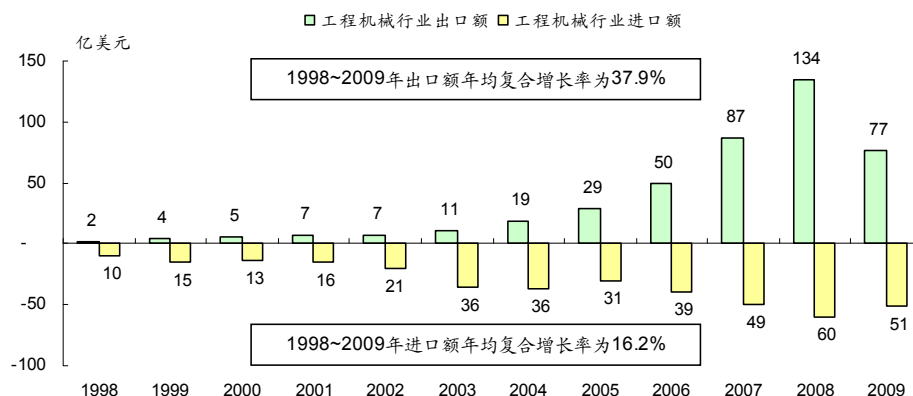


资料来源：UN、CEIC

3) 中国工程机械海外出口市场空间广阔

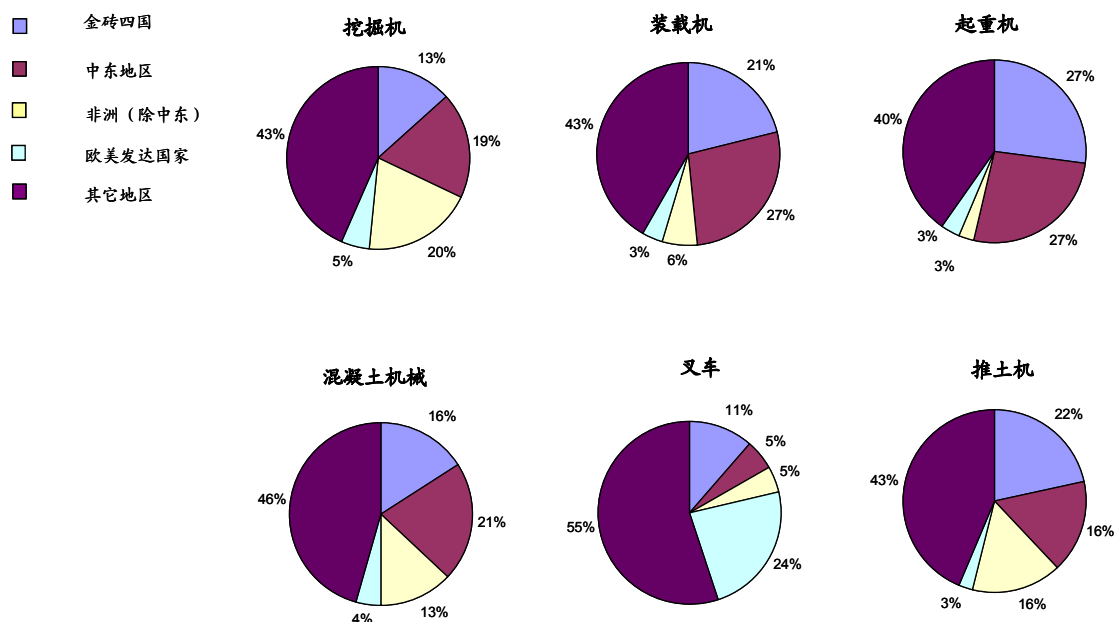
- ▶ **由进口替代到实现出口扩张：**过去十年，我国工程机械已经由 1998 年的净进口转为 2006 年开始的净出口，特别地，2009 年出口规模达 77 亿美元，实现贸易顺差 25.6 亿美元。我们预计，2015 年我国工程机械出口规模有望达到 300 亿美元，年均复合增长率达到 25.4%，海外市场份额提升到 20% 以上。
- ▶ **我国工程机械海外出口重点仍然在中东、北非等新兴经济体：**从混凝土机械、起重机、挖掘机等六大核心产品出口区域上看，我国目前工程机械的出口市场仍主要集中在中东、北非等新兴经济区域。我们认为，往前看，与国际可比公司相比，中国工程企业性价比优势突出，将有望迅速实现市场份额的扩张；

图表 46：1998~2006 年工程机械进出口由逆转顺，实现国际地位的提升



资料来源：中国工程机械工业年鉴，中金公司研究部

图表 47：主要工程机械品种出口区域仍相对集中于金砖四国、中东及北非等地区（以 2009 年出口额计算）



资料来源：海关数据，中金公司研究部

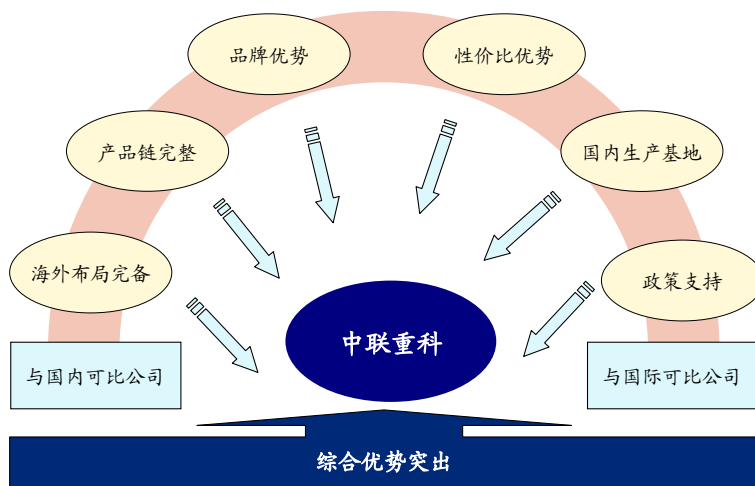
中联重科：具有国际化潜力的高端装备制造商

与国内外可比公司相比，中联重科综合优势突出

我们认为，与国内外可比公司相比，中联重科综合优势突出，海外市场拓展空间广阔：

- ▶ **与国内竞争对手相比：**1) 品牌优势突出，特别是 CIFA 品牌是全球混凝土机械知名品牌，国内竞争对手无法企及；2) 公司产品链完整，可提供一站式服务；3) 海外布局完备，结合中联重科原有销售网络及 CIFA 在欧美市场的销售布局，中联重科销售网络遍布全国；同时，中联重科拥有意大利米兰生产基地，更有利于其立足海外直接供应欧美市场；
- ▶ **与国际竞争对手相比：**1) 产品性价比优势突出，在印度、巴西等新兴市场竞争力较强；2) 核心生产制造基地位于中国，国内原材料及人力成本优势显著；3) 政策支持受益明显，中联重科将显著受益于中国政府鼓励企业积极走向海外市场的政策，包括税收、金融政策等。

图表 48：中联重科综合优势突出，有利于实现海外扩张



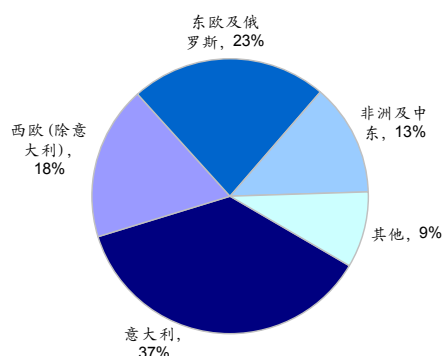
资料来源：中金公司研究部

图表 49：中联重科的品牌优势突出



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 50：CIFA 的销售主要集中在欧洲地区（以 2007 年销售额计算）

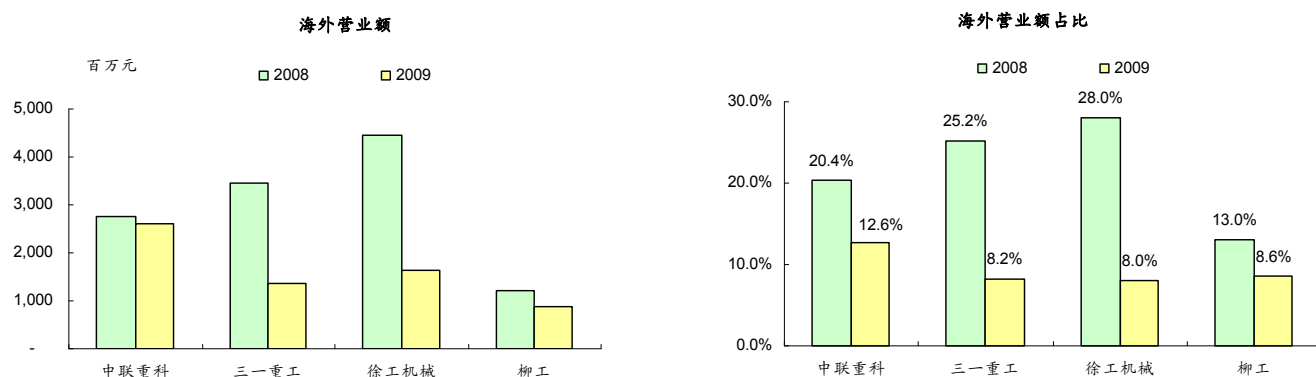


资料来源：公司资料，中金公司研究部

中联重科海外业务规模领先

与国内其它可比公司相比，中联重科 2008、2009 年分别实现海外销售额人民币 27.7 亿元、26.2 亿元，海外业务占收入比重分别为 20.4% 和 12.6%；特别地，金融危机后，2009 年公司海外业务收入占比显著高于三一、徐工、柳工等企业，公司海外业务规模领先；

图表 51：中联重科海外营业额与主要国内可比公司相比

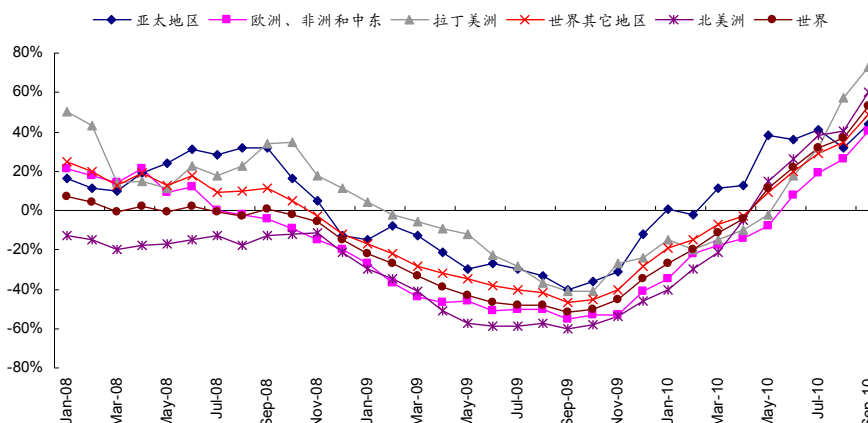


资料来源：公司数据，中金公司研究部

中联重科海外市场成长空间广阔

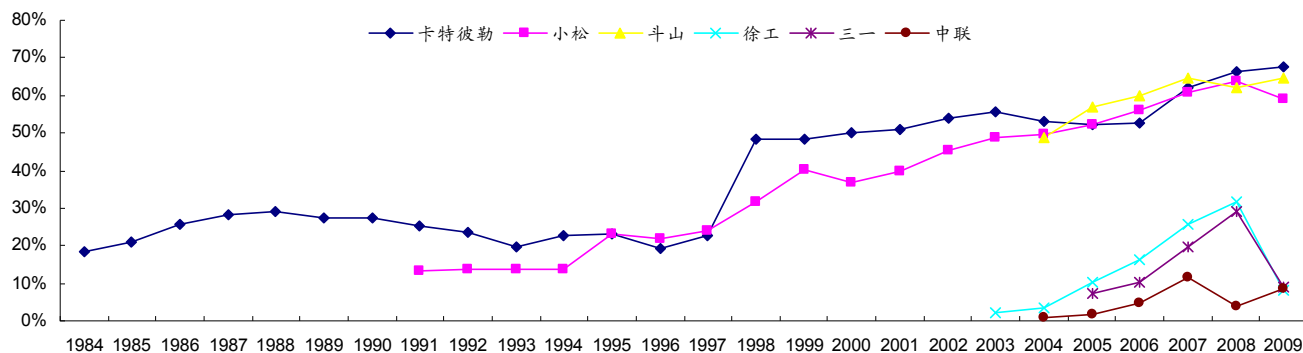
- ▶ **全球工程机械市场需求逐步回暖**：2009 年受全球金融危机影响，全球主要国家和地区经济增速均出现显著下滑。根据 Global insight 预测，全球主要经济体将在 2011 年整体实现回暖，我们预计公司的海外业务也将迎来快速的拓展，同时从卡特彼勒经销商指数来看，2010 年 6 月起其各区域的终端用户销售情况已经全面回暖。
- ▶ **海外收入占比有望逐步提升**：中联重科 2009 年海外收入占比仅为 12.6%，远低于国际可比公司平均 60% 以上的水平。往前看，我们认为，未来五年中联重科海外收入有望实现高增长，预计 2015 年公司海外业务收入规模有望达到 400 亿元以上，对公司收入贡献超过 40%。

图表 52：从卡特彼勒经销商指数来看，自 2010 年 6 月，各区域终端销售全面回暖



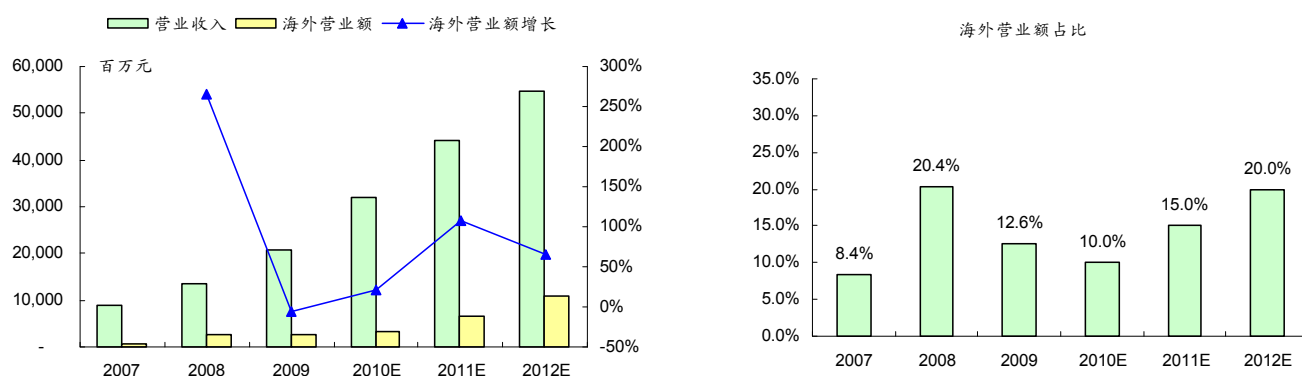
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 53：与国际可比公司相比，中联等国内公司海外出口占比仍然较低



资料来源：CEIC、Bloomberg、中金公司研究部

图表 54：中联重科海外收入规模的增速及收入贡献预测



资料来源：CEIC、中金公司研究部

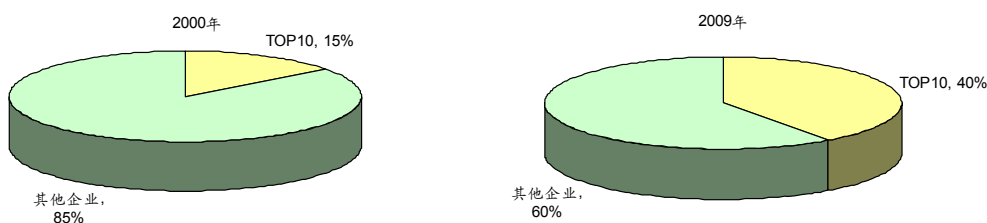
内源式与外延式发展的成功典范

2000-2009 年中国工程机械企业 TOP10 市场份额由 15% 提升到 40%，行业进入加速整合阶段。与之相对应，2000-2009 年中联重科年收入复合增长率达到 63.8%，市场份额从 0.5% 提升至 6.6%，增速高居行业第一位；我们认为，凭借坚实的研发能力和丰富的管理经验，中联重科仍有望通过“聚变+裂变+国际化聚变”，实现跨越式发展。

行业加速整合

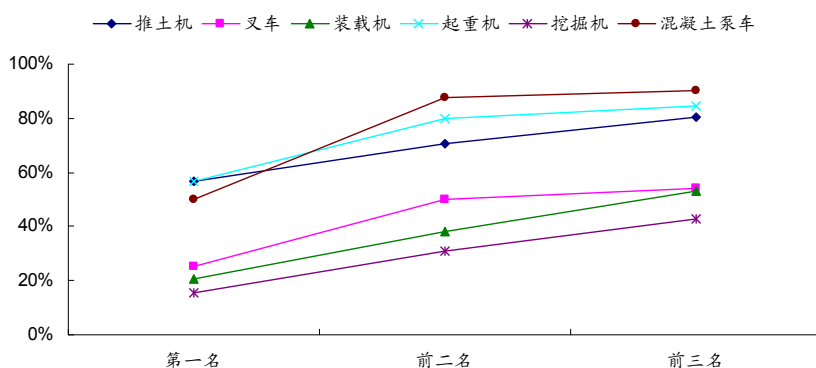
- ▶ **中国工程机械行业进入加速整合时代：**2000-2009 年，中国工程机械行业 Top10 企业的市场份额由 15% 提升到 40%，行业整合趋势明显。特别地，从核心产品上看，泵车、起重机、推土机 Top3 市场份额达到 60% 以上，装载机、叉车、挖掘机 Top3 市场份额达到 40% 以上；
- ▶ **中联重科市场份额逐步提升中：**2000-2009 年，以收入衡量，中联重科市场份额由 0.5% 显著提升到 6.6%；我们认为，往前看，中联重科仍有望通过“聚变+裂变+国际化聚变”的战略，逐步提升市场份额，最终实现做大做强；

图表 55：中国工程机械企业 Top10 市场份额的变化



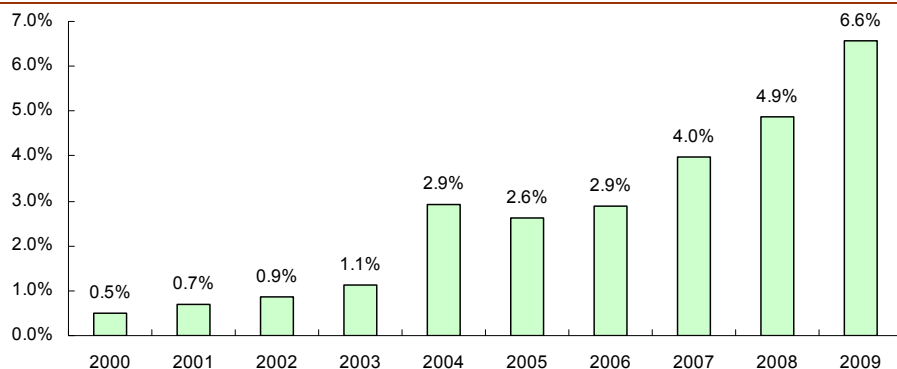
资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部，注：前十的市场份额是前十名企业的收入合计占工程机械行业收入的比重

图表 56：中国工程机械各主要产品行业 Top3 市场份额（2009 年销量）



资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部，注：市场份额以 2009 年销量计算

图表 57：中联重科市场份额的变化（2000-2009）

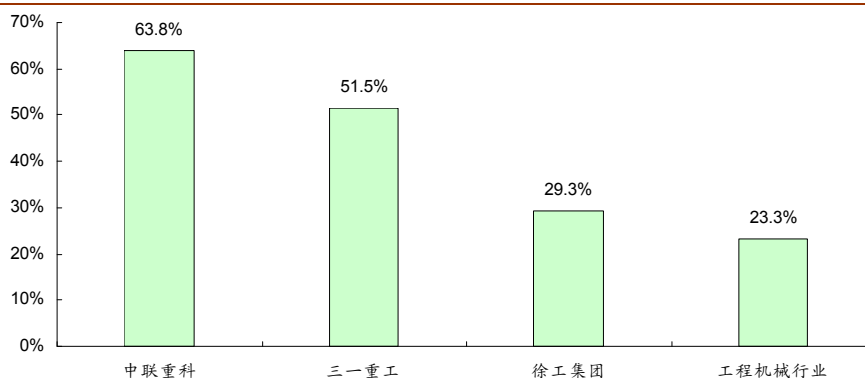


资料来源：公司年报、中国工程机械统计年鉴、中金公司研究部，注：中联重科的市场份额为中联的收入占工程机械行业收入的比重

内外结合，成就高增长

- ▶ **中联重科过去十年收入复合增长率高达 63.8%**：公司 2009 年实现收入 135.5 亿元，2000-2009 年均复合增长率达到 63.8%，远高于工程机械行业平均 23.3% 的增长水平，也显著高于徐工集团及三一重工等国内其它可比公司。
- ▶ **内源式与外延式发展齐头并进优势突出**：我们重点比较了国内三家大型工程机械企业中联重科、三一重工及徐工集团的发展历程，我们认为，与其它两家相比，中联兼具自建产能和收购兼并的优势，在严格的风险控制、畅通的融资渠道及完善的管理体系下，中联重科有望迎来长足发展空间。

图表 58：三家工程机械公司及工程机械全行业 2000 ~ 2009 年年均复合增长率



资料来源：公司年报，中国工程机械行业协会，中金公司研究部

图表 59：三家工程机械公司发展模式对比

	中联重科	三一重工	徐工
所有制性质	国有企业，但管理层有持股	私营企业	国有企业
融资渠道	贷款及上市融资	贷款及上市融资	贷款、财政补贴以及上市融资
扩张模式	海内外并购结合自建产能	主要依靠产能新建	主要依靠产能新建以及与国际领先企业建立合资企业
扩张模式特点	成长速度快、扩充产品线速度快	稳健扩张但速度相对较慢	依赖技术引进，发展保守稳健
面临的挑战	收购后企业间管理体制及文化的融合	技术更新相对较慢	体制落后，激励不足

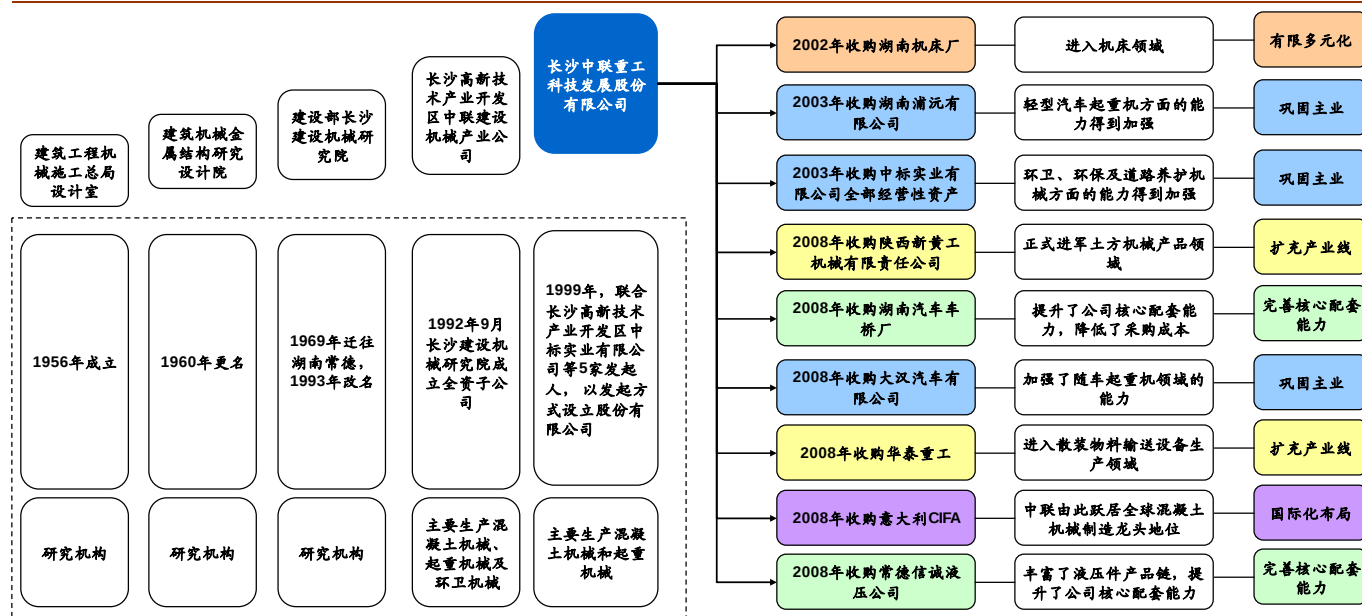
资料来源：中金公司研究部

中联重科：产业链延伸——核聚变

2001 年至今，中联重科持续进行了多次并购活动，通过兼并收购，公司成功实现了巩固主业，扩充产品线，完善核心配套能力等目标。

- ▶ 通过收购湖南浦沅和大汉汽车以及整合中标实业，中联重科巩固了在混凝土机械、起重机以及环卫机械方面的优势，迅速实现产能扩张及市场份额的提升。
- ▶ 通过收购陕西新黄工，中联重科在原有技术积累的基础上拓展新的产品线，并迅速进入市场规模最大的土石方机械制造领域。
- ▶ 通过收购湖南汽车车桥厂和常德信诚液压公司，并结合 A 股募集资金，中联重科提升了车桥以及液压件方面的配套能力，充分降低其零部件供应风险，在行业内率先提高零部件的自给水平。
- ▶ 通过收购意大利 CIFA，中联重科极大地提升了其在西欧、俄罗斯以及中东的市场份额，借助 CIFA 的网络优势逐步实现市场渗透，已初步形成全球化布局。

图表 60：中联重科发展历史及并购扩张一览

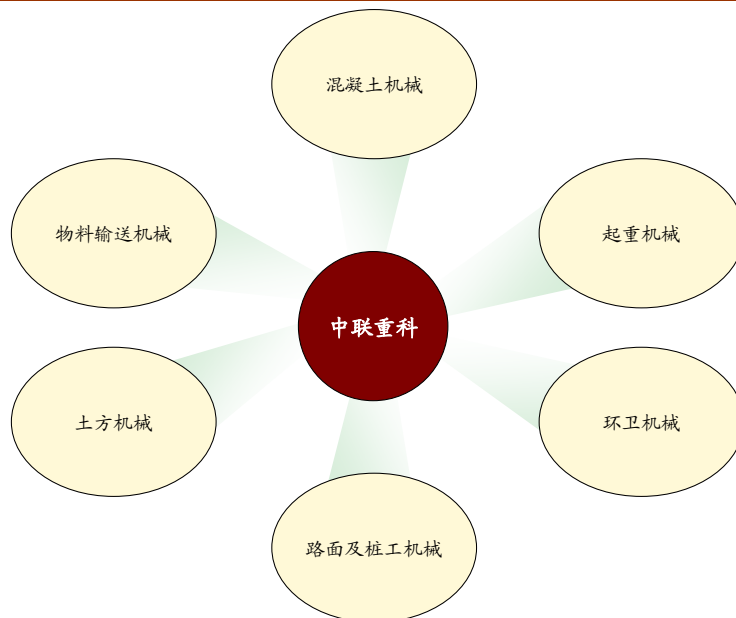


资料来源：公司资料，中金公司研究部

产业主体做大——核裂变

- **以产品组团，专业化主体做大做强：**公司在产业链整合的同时，强化中联的核心品牌战略，对工程机械子行业类别进行划分，以产品组团，从“母体”裂变出混凝土机械、工程起重机、路面机械、环卫机械等一个个专业化实体。通过持续的“裂变”，最终以中联重科为核心，形成一个综合化、国际化的工程机械产业集群，打造国际工程机械精品的集合。

图表 61：中联重科通过专业化实体实现“核裂变”

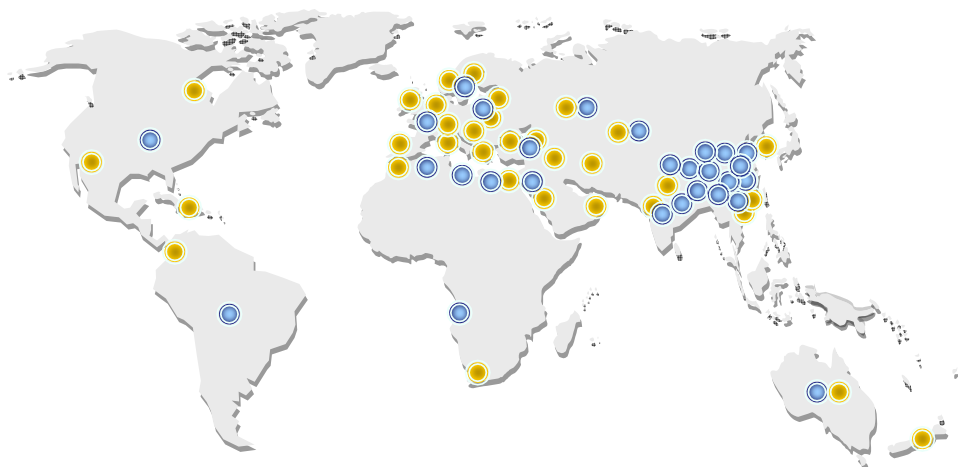


资料来源：公司数据、中金公司研究部

收购 CIFA——国际化聚变

- **收购 CIFA，国际化聚变的重要一步：**2008 年，公司联合三家财务投资者成功收购欧洲领先的意大利 CIFA 混凝土机械制造商。我们认为，此次收购的成功，将有助于中联重科品牌战略的实现、盈利能力的提升、产品技术的完善及国际市场的拓展，将有望成为中联重科迈向跨越式发展的新起点。

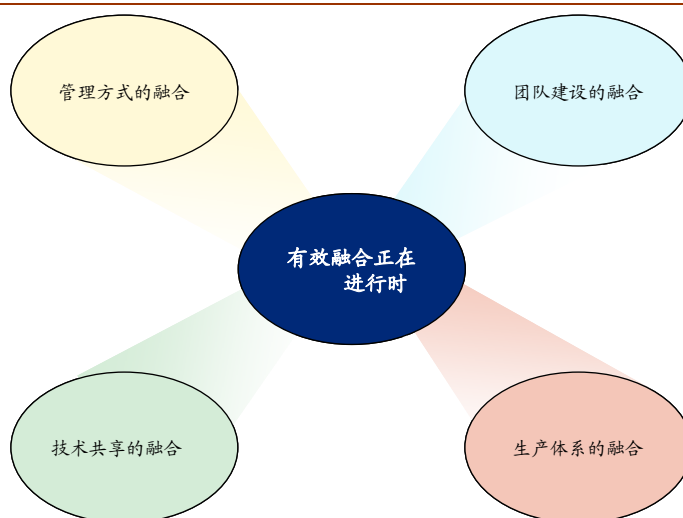
图表 62：中联重科与 CIFA 具有互补的全球市场布局，有助于中联重科国际市场的加速拓展



资料来源：公司资料，中金公司研究部，注：蓝色为中联重科原有渠道，黄色为 CIFA 原有渠道

- **有效融合正在进行时：**截至目前，经过两年多的稳定和发展，中联重科与 CIFA 在管理方式、团队建设、技术共享及生产体系等领域已走过初步磨合阶段，各领域有效融合正在进行时。
- 1) **管理方式的融合：**公司把 CIFA 置于混凝土机械事业部管理，成立中联-CIFA 混凝土机械国际管理公司作为操作平台，切实将其融入中联重科的体内发展，实现公司混凝土机械战略的统一管理。
 - 2) **团队建设的融合：**收购完成后，中联重科仍保留 CIFA 原管理团队不变，并允许其直接向中联重科管理层汇报，不仅有助于两个管理团队之间的直接沟通，更有助于增强彼此之间的信任和沟通。2009 年 7 月，公司公告 CIFA 意大利高管以总价 310 万欧元入股并购后的 CIFA 公司，充分体现意方高管对并购后公司发展的信心。
 - 3) **技术共享的融合：**CIFA 是全球唯一一家能够全面提供各类混凝土设备的制造商，中联重科刚做混凝土泵车时，也曾购买过 CIFA 的产品。并购完成后，CIFA 的核心技术毫无保留地与中联重科共享，将有助于公司在新产品研发领域实现新的突破。
 - 4) **生产体系的融合：**2009 年通过初步磨合，中联重科已经开始提供小批量零部件给 CIFA，并证明在质量、工艺上完全可以满足 CIFA 的要求，往前看，预计 CIFA 的零部件将逐步实现在中国的规模化生产，从而带来毛利率的大幅提升。

图表 63：中联重科与 CIFA 的有效融合正在进行时



资料来源：中金公司研究部

科技产业化与产业科技化的实践先锋

科技成果的价值在于产业化，产业进步的关键在于自主创新，而自主创新需要全球视野。

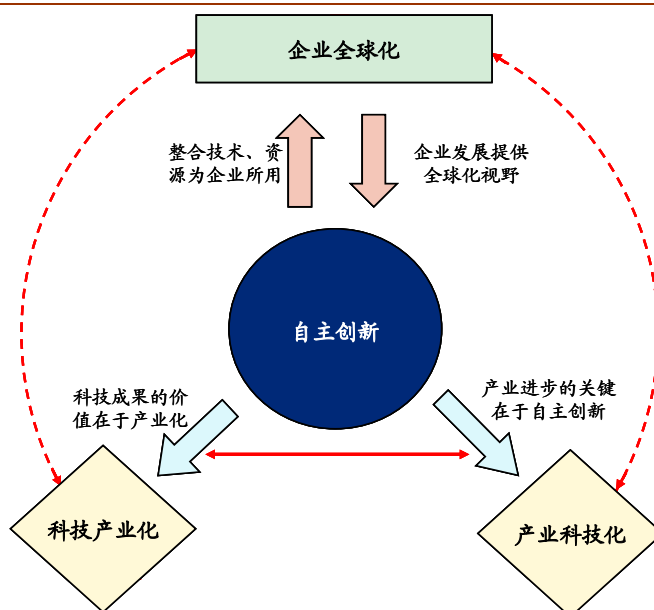
我们认为，中联重科自成立以来，坚持自主创新，以高新技术为核心竞争力，以科技促进产业发展，以产业反哺科技创新，更是有望以全球化视野，借助资本、技术、市场等资源，最终实现企业全球化的进程

科技产业化、产业科技化、企业全球化

- **科技产业化**：“科技产业化”不仅仅指把科技成果转为生产力以产生经济效益，更重要的是要将科研体制引入市场，促进行业技术的持续进步。科技成果的价值在于产业化，建立一个顺畅的科研成果转化通道，使科研开发与实际应用对接，自主创新才会显现出应有的价值；
- **产业科技化**：“产业科技化”是指用高新技术提升传统的工业产业，推动行业技术进步，最终达到全行业的科技化、集约化发展，即产业的发展融入科技人员的使命、大企业的责任、行业的共同积累，才能最终促进全行业的竞相发展和持续上升；
- **企业全球化**：自主创新为企业全球化提供技术等资源为之所用，而企业全球化又能为自主创新提供全球化视野，最终促进其长期发展。

我们认为，往前看，中联重科作为国内工程机械企业的领军企业，有望以全球化视野，借助资本、技术、市场等资源，最终实现企业真正的全球化过程；

图表 64：科技产业化、产业科技化、企业全球化



资料来源：公司数据、中金公司研究部

中国工程机械标准的开发者和制定者

公司是开发及制订中国工程机械国家和行业标准的龙头企业：

- 自 1999 年以来，公司曾经参与及协助制定超过 180 项现行的国家和行业标准，包括第一项混凝土泵车的行业标准和第一项移动式起重机专用底盘的行业标准。

- ▶ 公司是中国唯一与国际标准化组织下移动式起重机（ISO/TC96/SC6）及塔式起重机（ISO/TC96/SC7）委员会合作评估及修订移动式起重机及塔式起重机国际标准的工程机械制造商；
- ▶ 中联重科的技术中心被评定为国家级企业技术中心、工程机械领域内唯一的建设机械关键技术国家重点实验室和唯一的国家混凝土机械工程技术研究中心。

图表 65：中联重科行业标准的制定者

年份	行业标准
当前	路面机械行业标准
当前	沥青混合料搅拌设备行业标准
当前	移动式起重机专门设计的底盘的行业标准
2005 年	震动压路机首个行业标准
2004 年	混凝土拖泵国家建议标准
2004 年	混凝土泵车首个行业标准

资料来源：公司资料、中金公司研究部

研发能力领先，技术实力雄厚

- ▶ **拥有多项专利：**截至 2010 年 8 月 31 日，中联重科在中国境内拥有 327 项有效的专利，其中发明专利 31 项，而且自 2002 年起每年申请超过 20 项新专利。
- ▶ **持有多项工程机械领域世界级技术：**包括大幅提升混凝土泵可达到的高度上限的先进高压混凝土泵送技术及灌注吊臂设计，以及降低起重机机械重量级提高其调杆硬度的多层次伸缩式吊杆专利设计。

图表 66：中联重科发明专利

编号	发明专利	专利编号	申请日期	颁授日期	地区
1	一体式光电轴角编码器	200410046869.6	2004.10.28	2006.11.08	中国
2	道路清扫车吸嘴防泥土堵塞喷水装置（发明）	200510032002.x	2005.08.12	2008.01.09	中国
3	垃圾压缩机（发明）	200510032003.4	2005.08.12	2007.06.13	中国
4	用于道路清扫的吸嘴	200510136652.9	2005.12.30	2008.12.10	中国
5	用于道路清扫的带组合反吹的吸嘴	200510136653.3	2005.12.30	2008.09.10	中国
6	沥青混凝土转运车的二次搅拌料仓	200610031182.4	2006.01.23	2009.02.18	中国
7	混凝土转运车物料输送装置	200610031183.9	2006.01.23	2009.03.11	中国
8	沥青混凝土转运车的接触式距离测量装置	200610031184.3	2006.01.23	2008.02.13	中国
9	后装式垃圾车的上料装置	200610031187.7	2006.01.24	2009.08.12	中国
10	城市道路路缘及路缘石清洗车	200610031818.5	2006.06.13	2008.10.15	中国
11	沥青路面热风循环加热装置	200610032105	2006.08.18	2008.12.10	中国
12	就地热再生复拌机的驱动行走机构	200610032108.4	2006.08.18	2009.07.29	中国
13	就地热再生复拌机的再生集成装置	200610032106.5	2006.08.18	2008.12.10	中国
14	就地热再生沥青路面复拌机	200610032104.6	2006.08.18	2008.12.10	中国
15	起重机用垂直式插销机构	200610136972.9	2006.12.28	2009.06.24	中国
16	起重机用平行式插销机构	200610136974.8	2006.12.28	2009.07.15	中国
17	起重机用凸轮式承载销插销机构	200610136975.2	2006.12.28	2009.04.22	中国
18	起重机用凸轮式分体伸缩销机构	200610136976.7	2006.12.28	2009.04.22	中国
19	具有组合式吸嘴的纯吸式扫路车	200710034439.6	2007.02.14	2009.06.17	中国
20	一种车载式输油臂	200710093892.4	2007.06.25	2009.09.09	中国
21	就地热再生复拌机的再生料摊铺装置	200710035456.1	2007.07.27	2009.11.11	中国
22	就地热再生复拌机双层摊铺装置	200710035457.6	2007.07.27	2009.11.11	中国
23	一种吊臂组装机	200710035514	2007.08.06	2009.06.24	中国
24	履带吊前后方行走自动识别系统	200710035515.5	2007.08.06	2009.07.15	中国
25	一种起重机用纵向单摆杆式承载销插销机构	200810030520.1	2008.01.21	2010.06.02	中国
26	一种起重机用连杆式互锁机构	200810030521.6	2008.01.21	2010.06.02	中国
27	一种起重机用横向双连杆式承载销插销机构	200810030518.4	2008.01.21	2010.02.10	中国
28	一种起重机用拨叉式伸缩销插销机构	200810030517.X	2008.01.21	2010.09.08	中国
29	沥青路面就地热再生复拌机	200810167185.X	2008.09.28	2010.06.23	中国
30	铁路轨道专用沥青砂浆灌注车	200810143740.5	2008.11.27	2010.09.15	中国
31	轮式车辆油气悬挂中的同步升降装置	200910042456.3	2009.01.09	2010.10.20	中国

资料来源：公司数据、中金公司研究部

重视科技研发，科研力量强大

- **科研力量强大：**公司人才储备丰富，专业队伍强大，截止 2010 年 8 月 31 日，公司全球研发平台拥有超过 3000 名工程技术人员，其中 17 名享受国务院政府特殊津贴的专家，与国内其他三家可比公司相比，技术人才占比最大；

图表 67：科研力量强大（2009 年）

	技术人员	本科及以上学历	员工总数	技术人员占比	本科及以上人员占比
中联重科	3,015	4,250	18,511	16.3%	23.0%
三一重工	1,967	4,615	21,598	9.1%	21.4%
徐工机械	905	1,774	12,072	7.5%	14.7%
柳工	1,048	1,726	9,909	10.6%	17.4%

资料来源：公司年报、中金公司研究部；

附件 2：创新提升，做大做强

作为中国工程机械的领军企业，中联重科有望通过技术、市场和资本的纽带，整合资源、优化配置，大规模、高起点地推动中国机械装备行业的科技进步，企业远景是通过实施“聚变+裂变+聚变”战略，建设具备国际竞争力的高新技术产业集团。

巩固领先地位，做大做强混凝土机械

根据中国工程机械协会，公司是全球领先的混凝土机械制造商，2009 年混凝土泵车国内市场份额第二，且技术研发、生产制造及销售网络一体化优势突出。我们认为，随着国内保障性住房及基础设施建设的稳步增长，加之商品混凝土应用的加速推广，我国混凝土机械市场需求仍将保持稳定增长。中联重科有望继续保持混凝土机械领先地位，实现快速发展。我们预计，公司混凝土机械 2009-2012 年收入年均复合增长率有望达到 39.6%。

混凝土机械行业：需求稳步增长，受益于商品混凝土的加速推广

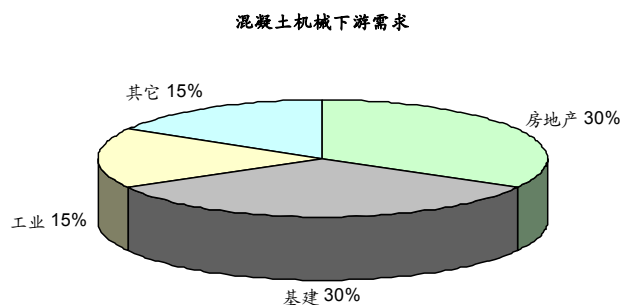
- ▶ **混凝土机械种类**主要包括混凝土泵车，混凝土拖泵，混凝土搅拌运输车，混凝土搅拌站，2004-2009 年四类产品销售量的复合增长率分别达到 36.6%, 18.3%, 28.3%和 28.1%，远高于工程机械行业平均水平。
- ▶ **下游需求稳步增长**：混凝土机械下游需求相对集中于房屋建筑（商品房和保障性住房）和基础实施建设领域，我们预计，房地产开发投资 2010、2011 年同比增长 27.6%和 16.7%，房地产新开工面积 2010、2011 年分别同比增长 42.3 和 12.9%，保障性住房新开工面积分别同比增长 117.4%和 35.7%，而铁路、公路、港口等基建投资增速有望小幅放缓；
- ▶ **商品混凝土处于推广阶段，混凝土机械增长弹性更强**：截至 2009 年我国商品混凝土率仍只有 30%，远低于欧美市场 80%以上的水平。往前看，随着我国二、三线商品混凝土应用的加速推广，我们预计，我国混凝土机械需求整体仍有望实现稳步增长；

图表 68：混凝土机械的产品图片



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 69：混凝土机械下游需求分布



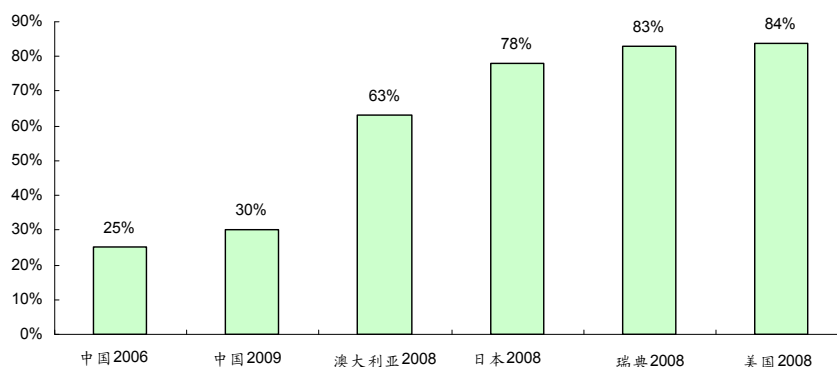
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 70：各项子行业投资及新开工面积的预测

		07A	08A	09A	10E	11E
城镇固定资产投资	十亿元	11,741	14,817	19,528	24,141	29,293
YoY%		25.8%	26.2%	31.8%	24.5%	20.0%
房地产开发投资	十亿元	2,529	3,120	3,623	4,827	5,392
YoY%		30.2%	23.4%	16.1%	33.2%	16.7%
房地产新开工面积	百万平方米	954	1,026	1,154	1,639	1,854
YoY%		20.4%	7.5%	12.5%	40.7%	12.9%
保障性住房新开工面积	百万平方米	n.a.	n.a.	136	295	400
YoY%					117.4%	35.7%
铁路投资	十亿元	177	338	601	709	700
YoY%		14.1%	90.5%	77.9%	18.1%	-1.3%
公路投资	十亿元	649	665	967	1,160	1,000
YoY%		4.2%	2.4%	45.5%	19.9%	-13.8%
港口投资	十亿元	89	94	103	120	115
YoY%		2.0%	6.0%	9.8%	16.7%	5.0%
水利投资	十亿元	94	109	189	233	303
YoY%		19.0%	15.2%	74.0%	22.9%	30.0%
城市轨道交通投资	十亿元	75	91	147	191	248
YoY%		44.8%	20.6%	61.7%	30.0%	30.0%

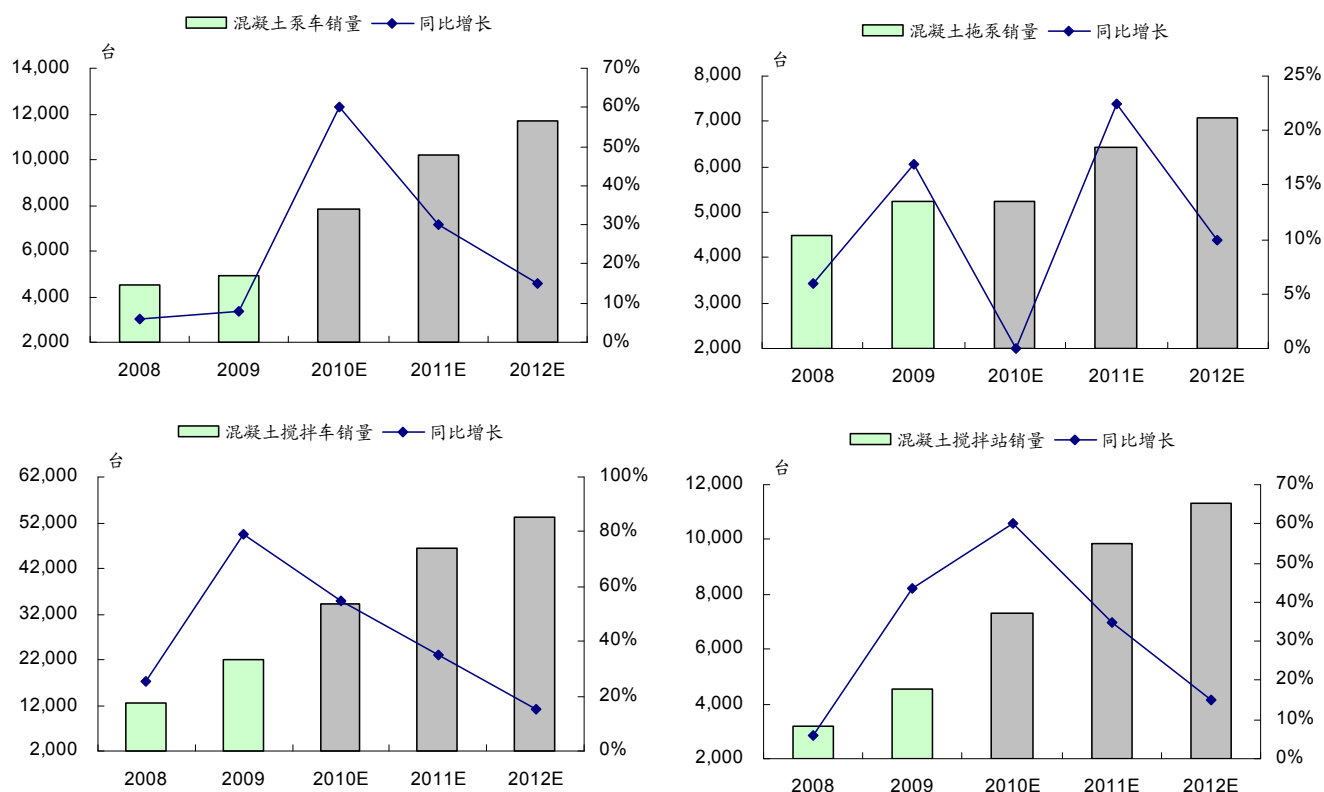
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 71：我国商品混凝土占比依然较低



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 72：各混凝土机械销售增长历史及预测数据

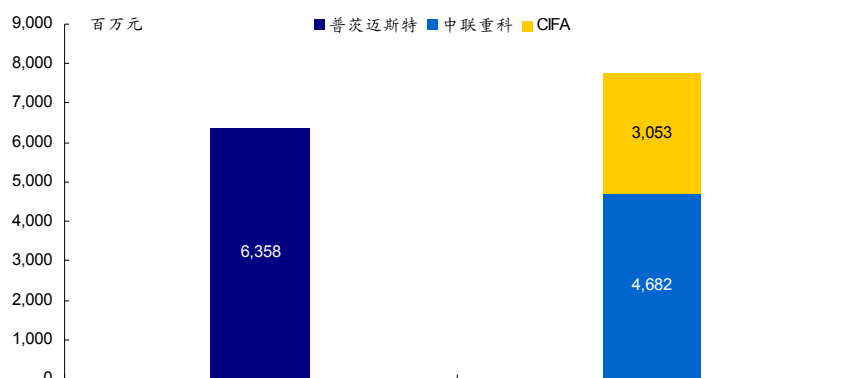


资料来源：中国工程机械协会，中金公司研究部

中联重科：全球领先的混凝土机械制造商

- ▶ **国际市场上**，2008 年在完成对 CIFA 的收购后，中联重科已经成功超过国际市场多年来混凝土机械领域的领军品牌普斯迈斯特。
- ▶ **国内市场上**，中联重科是全国领先的混凝土机械制造商，根据中国工程机械协会，以 2009 年销量计算，公司混凝土泵车和混凝土拖泵位居全国第二；2009 年混凝土泵车的市场占有率达到 37.7%，混凝土搅拌运输车的市场占有率为 14.3%，拖泵的市场份额约为 25.6%。

图表 73：2008 年普斯迈斯特与中联和 CIFA 混凝土机械销售额对比



资料来源：公司网站，公司年报，中金公司研究部

图表 74：中联重科在混凝土各主要品种市场占有率及与主要竞争对手相比较

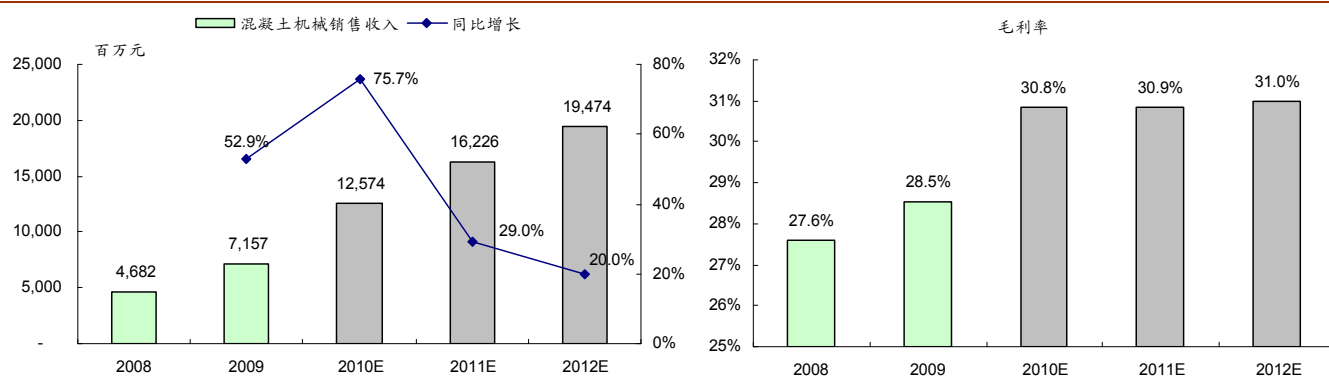
混凝土泵车销量	中联重科	三一重工	上海普茨迈斯特
2007	31.9%，第二	52.3%，第一	6.7%，第三
2008	24.0%，第二	42.6%，第一	8.5%，第三
2009	37.7%，第二	50.1%，第一	N.A.
混凝土搅拌运输车销量	中联重科	安徽星马	三一重工
2007	13.1%，第二	43.4%，第一	8.3%，第四
2008	12.2%，第三	29.2%，第一	12.5%，第二
2009	14.3%，第四	22.7%，第一	16.6%，第三
混凝土拖泵销量	中联重科	三一重工	上海鸿得利
2007	21.6%，第二	36.3%，第一	10.0%，第四
2008	19.2%，第二	39.1%，第一	7.9%，第三
2009	25.6%，第二	53.3%，第一	6.5%，第三

资料来源：中国工程机械工业年鉴、中国工程机械工业协会，中金公司研究部；

我们预计，未来三年中联重科混凝土机械收入复合增长率达到 39.6%

- ▶ **产能加速释放：**公司在建的湖南汉寿工业园具备 1,500 台混凝土搅拌站楼站的生产能力，预计 2011 年有望逐步投产，将显著增强公司的供给能力；
- ▶ **需求拉动收入稳步增长：**综合考虑行业增长前景及公司市场份额的稳步提升，我们预计 2010、2011、2012 年中联重科混凝土机械收入分别有望达到 126、162 和 195 亿元，分别同比增长 75.7%、29.0%和 20.0%。
- ▶ **毛利率保持平稳：**我们认为，市场需求旺盛，公司规模效应将逐步体现，从而拉动整体毛利率保持稳中有升；

图表 75：中联重科混凝土板块收入及毛利率预测



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 76：中联重科混凝土板块各个子产品的收入及增速预测

人民币百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
混凝土泵车	2,359	2,799	3,787	6,813	8,687	10,468
同比增长		18.7%	35.3%	79.9%	27.5%	20.5%
混凝土拖泵	321	330	354	481	592	665
同比增长		2.8%	7.3%	35.9%	22.9%	12.4%
混凝土搅拌站	214	409	810	1,671	2,301	2,816
同比增长		91.1%	98.0%	106.3%	37.7%	22.4%
混凝土搅拌运输车	404	728	1,193	2,109	2,987	3,599
同比增长		80.2%	63.9%	76.8%	41.6%	20.5%
合计	3,509	4,682	7,157	12,574	16,226	19,474
同比增长		33.4%	52.9%	75.7%	29.0%	20.0%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

产品结构升级，起重机械长足发展

根据中国工程机械协会，公司是国内起重机械领域的龙头，以 2009 年销售额计算，公司中大型塔式起重机全国第一，以 2009 年销量计算，公司汽车起重机全国第二，履带式起重机全国第四。我们认为，长期上看，起重机械大型化、重型化及结构升级趋势将愈加明显，中联重科有望凭借其技术及研发优势显著受益；特别地，公司塔式起重机更是有望通过市场份额的提升实现快速发展。我们预计，公司起重机械 2009-2012 年收入年均复合增长率有望达到 29.0%。

起重机行业：需求稳定增长，大型化、结构升级趋势明显

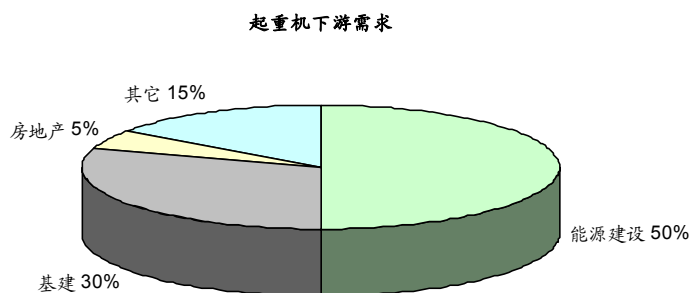
- ▶ **起重机械**主要包括汽车式起重机、履带式起重机、全路面起重机及塔式起重机，其中，前三种起重机多与铁路、公路、港口及能源基建项目相关，而塔式起重机则主要应用在房屋建筑领域。从 2009 年的销量结构来看，汽车式起重机占比 82.5%，是工程起重机子行业中占比最大品种；
- ▶ **长期稳定增长**：根据前述对各项基建投资的判断，我们预计，起重机械 2010、2011 年分别有望增长 25% 和 20%，保持长期稳定增长趋势。
- ▶ **起重机大型化、重型化趋势将愈加明显**：1) 大规模基础建设依然在持续，大型项目投入保持较快增长；2) 施工方法的改进，带来大型化需求：原有的吊装施工方法是将需要吊装的大型物体分为多个组件，单件吊装，然后组合；而新的趋势是整体吊装或尽量减少组件个数，从而提高施工效率和质量。
- ▶ **结构升级有望拉动履带式起重机高增长**：从起重机各产品间分布上看，我国汽车起重机占比为 82.5%，履带式起重机只占 3.2%；而日本的履带式起重机已经超过了 50%。我们认为，在新能源及大规模技术改造的背景下，未来履带式起重机替代汽车起重机的趋势将越加明显；

图表 77：起重机种类图



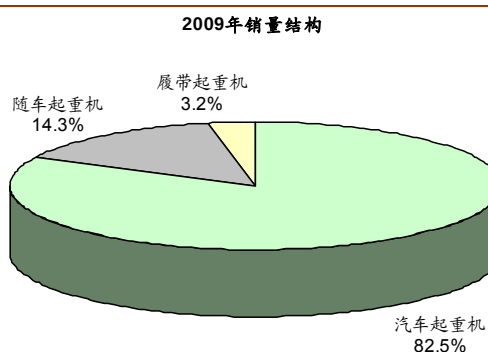
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 78：起重机下游需求



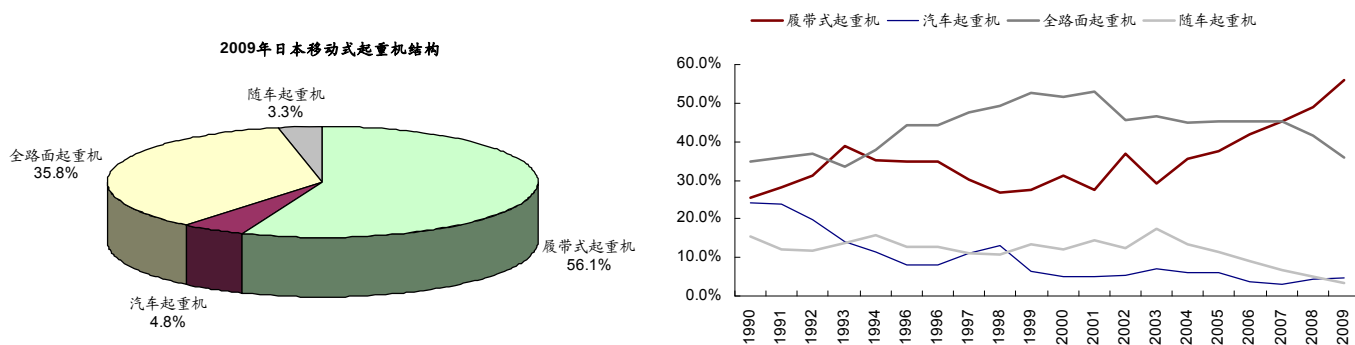
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 79：中国工程起重机 2009 年销量结构



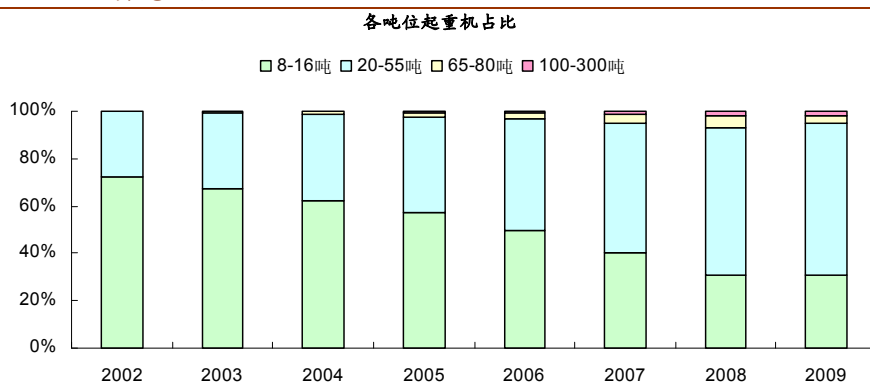
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 80：日本移动式起重机结构（按金额）



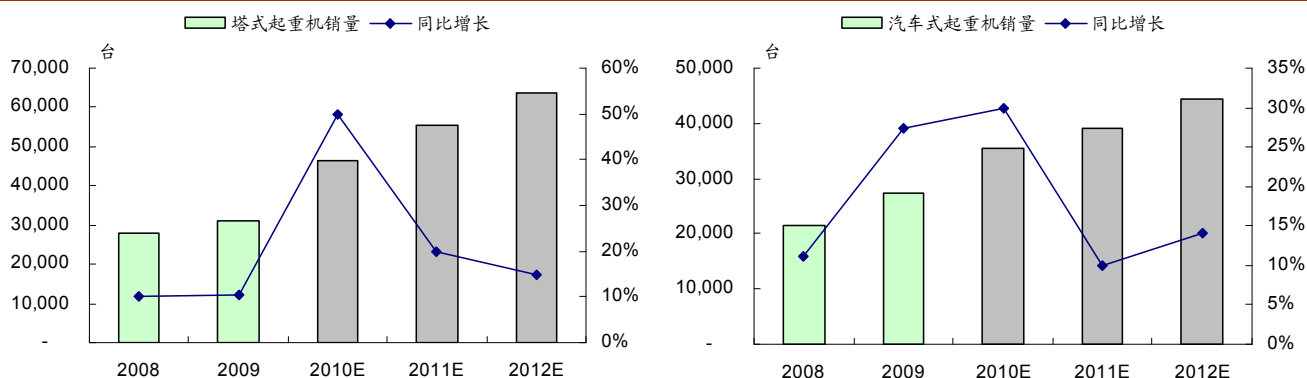
资料来源：日本建机协会、中金公司研究部

图表 81：起重机市场大型化趋势愈加明显



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 82：塔式及汽车式起重机历史销量及预测



资料来源：公司资料、中金公司研究部

中联重科：国内起重机械领域的龙头

- ▶ **进入市场最早**：公司 1956 年设计出中国第一台拥有自主知识产权的 QTZ160 塔机；公司 2003 年收购浦沅集团进入汽车式起重机领域，浦沅集团历史悠久，在汽车起重机领域拥有 40 年经验；
- ▶ **行业龙头，市场份额领先**：以 2009 年销售额计算，公司中大型塔式起重机全国第一；以 2009 年销量计算，公司汽车起重机市场份额为 23.1%，全国第二；履带式起重机市场份额为 16.4%，全国第四。
- ▶ **大型起重机领域优势更为突出**：在大中型起重机领域，国内企业的产品研发起步较晚，产品性能亟需提高，中联重科作为行业龙头，先后研制成我国最大吨位（630 吨米）建筑用动臂式起重机和 D1250 超大型塔式起重机，目前 D5200 超大吨位塔机已经下线；在履带式起重机方面，公司 1000 吨级履带式起重机已经实现交付。

图表 83：中联重科各起重机市场份额，并与主要竞争对手相比较

汽车式起重机销量	中联重科	徐重	四川长江起重机
2007	22.1%，第二	47.7%，第一	7.3%，第三
2008	22.0%，第二	56.6%，第一	5.1%，第三
2009	23.1%，第二	57.2%，第一	3.9%，第六

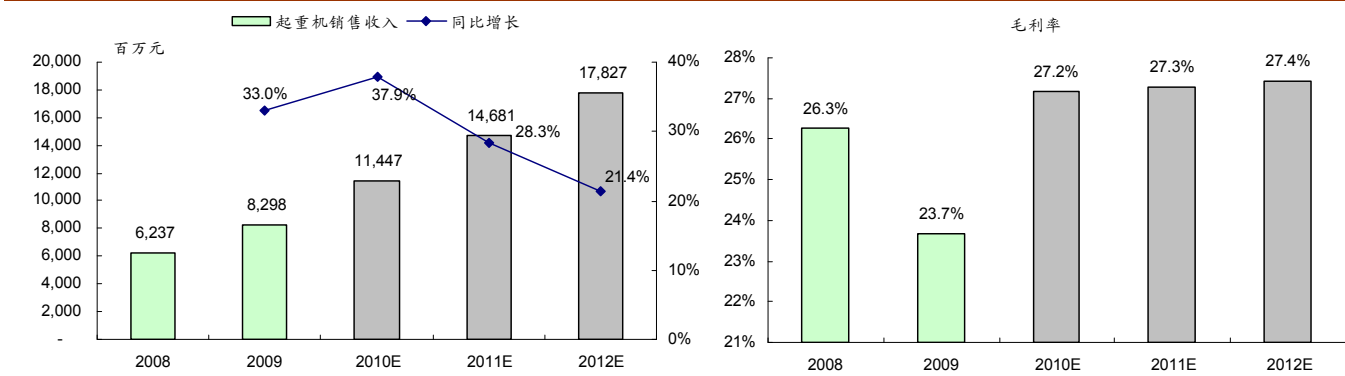
履带式起重机销量	中联重科	抚挖	三一重工
2007	9.6%，第四	40.8%，第一	25.5%，第二
2008	14.5%，第四	32.3%，第一	26.5%，第二
2009	16.4%，第四	30.1%，第一	28.6%，第二

资料来源：中国工程机械工业年鉴、中国工程机械工业协会、中金公司研究部；

我们预计，未来三年中联重科起重机械收入复合增长率达到 29.0%

- **收入稳步增长：**综合考虑行业增长前景及公司市场份额的稳步提升，我们预计 2010、2011、2012 年中联重科起重机械收入分别有望达到 114、147 和 178 亿元，分别同比增长 37.9%、28.3%和 21.4%。
- **结构上变化带来毛利率改善：**2009 年受金融危机影响，公司小型起重机占比有所提升，板块整体毛利率水平有所下降。往前看，我们认为，随着大型化、重型化起重机占比的逐步提升，有望带来整体毛利率的显著改善。

图表 84：中联重科起重机板块收入及毛利率预测



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 85：中联重科起重机板块各产品收入及增速预测

人民币 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
汽车式起重机	3,319	4,054	5,884	7,225	8,695	10,298
同比增长		22.1%	45.1%	22.8%	20.4%	18.4%
履带式起重机	259	848	768	1,034	1,404	1,778
同比增长		227.4%	-9.4%	34.6%	35.8%	26.6%
塔式起重机	446	934	909	2,230	3,396	4,326
同比增长		109.4%	-2.7%	145.3%	52.3%	27.4%
合计	4,206	6,237	8,298	11,447	14,681	17,827
同比增长		48.3%	33.0%	37.9%	28.3%	21.4%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

把握行业机遇，发展壮大环卫机械

随城镇化进程的加速，国内环境保护意识不断加强，环卫机械需求有望迎来高增长。中联重科是中国环卫机械领域多个“行业首家”的缔造者，产品种类齐备、销售规模最大，研发实力走在行业前列。我们认为，往前看，中联重科仍有望保持先行者优势，把握行业发展机遇实现长足发展。我们预计，公司环卫机械 2009-2012 年收入年均复合增长率有望达到 42.4%。

环卫机械行业：城镇化进程加速，环卫机械迎来需求高增长

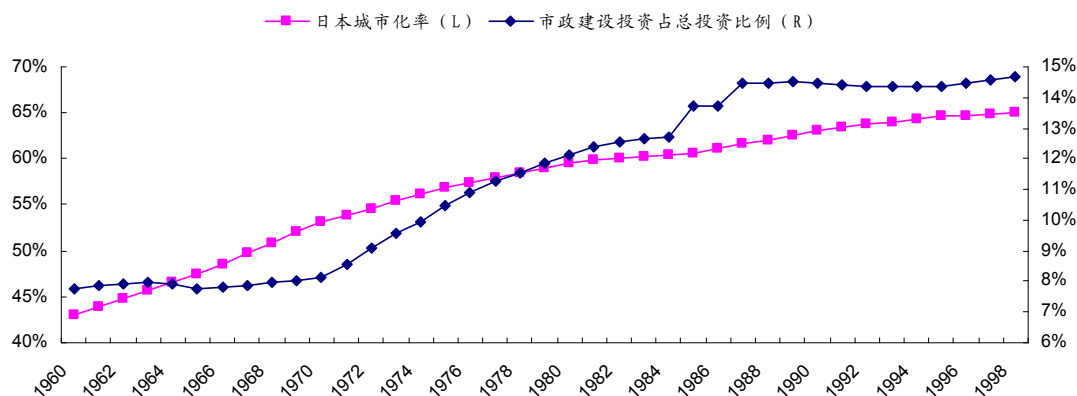
- ▶ **环卫机械**，主要指用于保养城市及市政设施以及处理家庭固体废物过程中所需要使用的各种机械设备。具体而言，可主要分为环卫车辆和垃圾处理设备，其中，前者可分为垃圾车、抽粪车、扫路机、洒水车及除雪机械等，后者又可分为垃圾焚烧设备、填埋设备、堆肥设备、大型压缩式垃圾转运站设备等。根据辽宁益通机械汽车信息有限公司的资料，垃圾车及洒水车是主要环卫机械，分别占环卫机械销售总量的 48.6%和 24.5%。
- ▶ **城镇化进程加速为环卫机械带来旺盛需求**：随我国城镇化进程的加速，城市环境管理从城市形象需要转变为民生需求主导，城市环卫等公共服务已从“人海战术”升级为“现代化装备”。日本经验显示，当城市化进程发展到一定阶段，一个城市将更注重市容市貌的改善及环境治理工程，同样环卫机械需求将保持稳定增长；
- ▶ **环境保护要求标准不断提升**：2010 年 6 月 28 日，环境保护部、住房和城乡建设部、国家发展改革委起草《关于加强生活垃圾处理和污染综合治理工作的意见》提出，到 2015 年底，建立健全生活垃圾处理政策体系和污染综合治理监管体系，减量化、资源化和无害化水平进一步提高，生活垃圾污染得到有效控制。全国城市生活垃圾无害化处理达到 80%，其中 36 个大城市（省会城市和计划单列市）达到 95%。全国所有县城建成 1 座以上生活垃圾无害化处理设施。城市生活垃圾产生量增长率逐年下降，“十二五”末人均生活垃圾产生量实现零增长。农村生活垃圾分类收集、无害化处理水平有较大提高，农村环境卫生状况有实质性改善。
- ▶ **短期内，垃圾车和扫路车有望实现高增长**：中国的城市人口目前为 62,186 万人，按照每万人配备 2 辆环卫车辆计算，则需要环卫车辆 12.4 万辆，目前保有量为 8.4 万辆，至少存在 48%的增量；其中扫路车和洒水车需求较大，截止 2009 年底，全国城市清扫保洁面积约为 447,265 万平方米，按照每 10 万平米配备 1 辆扫路车和 1 辆洒水车计算，则需要 4.5 万台扫路车和 4.5 万台洒水车。

图表 86：环卫机械的种类



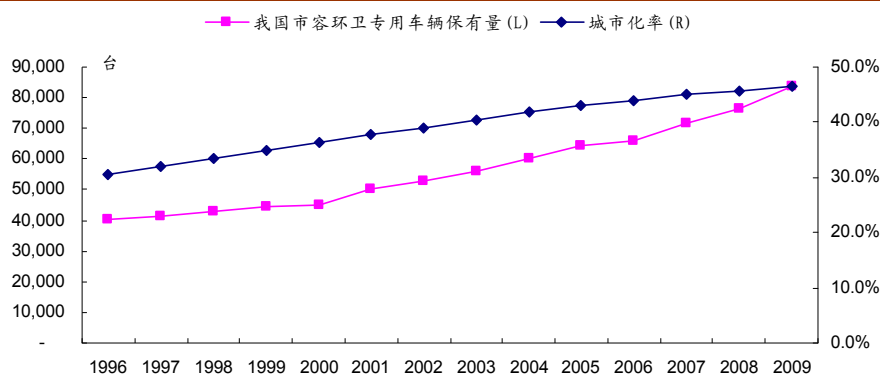
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 87：日本城镇化进程与市政建设显著相关



资料来源：WDI、日本统计局、中金公司研究部

图表 88：环卫机械需求显著受益于城镇化的推进



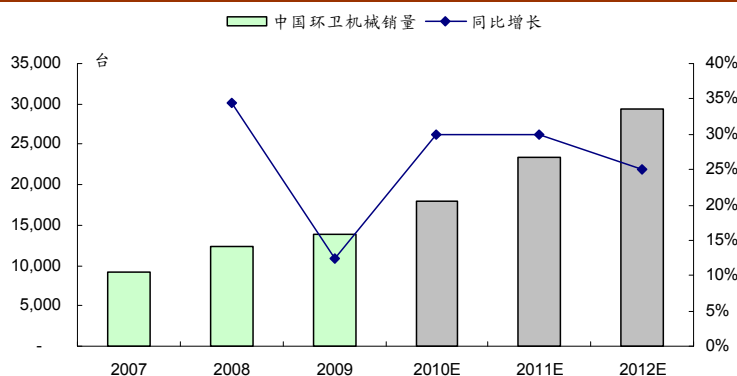
资料来源：CEIC、中国统计年鉴、中金公司研究部

图表 89：我国对市政环保的长期目标

环卫车辆	- 每10万平方米的道路面积需配备1辆扫路车和1辆洒水车 - 城市每万人至少配备2辆环卫车辆
垃圾处理设备	- 全国城市生活垃圾无害化处理达到80%，其中36个大城市达到95%。 - 全国所有县城建成1座以上生活垃圾无害化处理设施。 - 城市生活垃圾产生量增长率逐年下降，“十二五”末人均生活垃圾产生量实现零增长。

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 90：我国环卫机械的增长及预测



资料来源：公司资料、中金公司研究部

中联重科，中国最大的环卫机械制造商

- **中国环卫机械领域多个“行业首家”的缔造者**：1988 年，中国第一台吸扫式扫路车在中联诞生，1999 年，中国第一台干、湿两用吸扫式扫路车在中联诞生；2002 年，中国第一台全液压微型扫路机在中联诞生；2003 年，中国第一台隧道清洗车在中联诞生；凭借先进的技术及研发实力，中联重科的环卫机械远远走在了行业的前列；
- **种类较为齐全**：中联重科环卫机械种类丰富，包括清扫机械、清洗机械、扫洗车系列、市政养护设备、除雪机械、垃圾收运设备、垃圾压缩站成套设备、垃圾填埋场成套设备和餐厨垃圾收运及资源化处理系统等 8 大类近 100 个品种的环卫机械产品和系统，年生产能力达到了 1 万台套；
- **国内最大的环卫机械制造商**：中联环卫机械产品销售规模连续 3 年稳居全国同行第一位，目前已成为中国最大的环卫机械研发和生产基地，多次获得“中国环卫机械市场用户满意第一品牌”称号，同时也是可以利用融资租赁模式开展环卫设备销售、增大政府采购能力、助推城市环境卫生建设的制造企业。
- **研发实力走在前列**：中联重科作为全国汽车标准化技术委员会专用汽车分技术委员会副主任委员，参与并制定了多项行业标准。通过近 40 年科研技术的沉淀和积累，中联重科环卫机械公司造就了业内最具权威的一支专家级研发团队，其研发能力已走在中国同行业的最前列，被誉为“环卫机械制造的专家”。

图表 91：中联重科是我国环卫机械领域多个“行业首家”的缔造者

1998年	中国第一台吸扫式扫路车在中联诞生
1999年	中国第一台干、湿两用吸扫式扫路车在中联诞生
2002年	中国第一台全液压微型扫路机在中联诞生
2003年	中国第一台隧道清洗车在中联诞生
2006年	首台集清扫和清洗功能于一体的洗扫车在中联开发成功
2006年	中联成功试制出YJC800大型垂直式垃圾压缩站成套设备，填补了垂直预压式大型垃圾压缩站成套设备的空白
2007年	多功能高压清洗车研制成功
2008年	国内第一台纯电动扫路车在中联问世
2009年	国内第一台以天然气为动力的清洗车在中联问世
2009年	国内第一台纯电动垃圾收集车在中联问世

资料来源：http://www.cfen.com.cn/web/cjb/2010-10/20/content_676455.htm、中金公司研究部

图表 92：中联重科在我国环卫机械领域规模最大（2009 年销量）

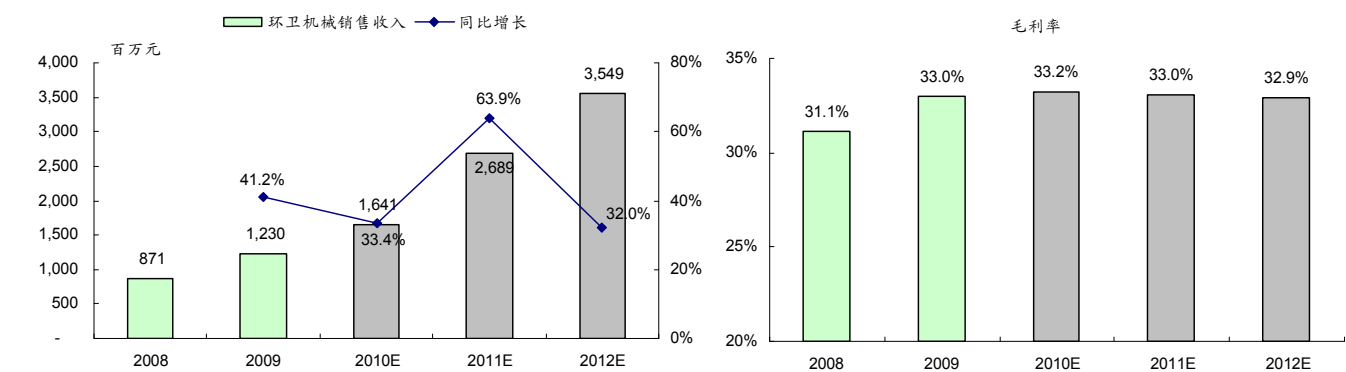
公司名称	排名	除雪车	废物收集车	洗车机	洒水车	扫路车	吸尘车	总计（台）
中联重科	1	9	405	523		816	9	1,762
湖北程力专用汽车有限公司	2		124		776	1	91	992
航天晨光股份有限公司	3		541	13	134	42	182	912
福建龙马环卫装备股份有限公司	4		233	96	71	341		741
北京市清洁机械厂	5		331		102	7	281	721
湖北新中绿专用汽车有限公司	6		80	4	244	1	104	433
柳州延龙汽车有限公司	7		396					396
贵州云马飞机制造厂	8		370				1	371
中国重汽集团济南专用车有限公司	9		15		280		2	297
广州市环境卫生机械装备厂	10		187		89	10	4	290
行业总计		72	6,743	791	3,404	1,381	1,482	13,873

资料来源：公司资料、中金公司研究部

我们预计，未来三年公司环卫机械复合增长率 42.4%

综合考虑我国环卫机械步入需求旺盛期及公司的综合竞争能力，我们预计，公司环卫机械收入 2010、2011、2012 年分别有望达到 16.4、26.9、35.5 亿元，分别同比增长 33.4%、63.9%和 32.0%。

图表 93：中联重科环卫机械收入增长及预测



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 94：中联重科环卫机械的分产品收入及预测

人民币 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
清洗机械	395	708	900	1,307	2,132	2,719
同比增长		79.2%	27.1%	45.3%	63.1%	27.5%
垃圾压缩转运车辆	113	115	211	202	412	672
同比增长		1.8%	83.5%	-4.0%	103.5%	63.0%
合计	564	871	1,230	1,641	2,689	3,549
同比增长		54.4%	41.2%	33.4%	63.9%	32.0%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

提升技术实力，土方机械空间广阔

国际市场显示，以挖掘机为核心的土方机械在工程机械领域市场规模较大。特别地，从技术提升、产品替代、进口替代等角度，我们看好国内厂商在挖掘机领域的快速拓展。中联重科 2008 进入土方机械领域，目前挖掘机、推土机初具规模，有望通过技术实力提升及产能扩张，成为公司的新增长点。我们预计，公司土方机械 2009-2012 年收入年均复合增长率有望达到 98.4%。

土方机械市场空间最大

土石方机械包含挖掘机、装载机、推土机等，在工程机械市场空间最大。

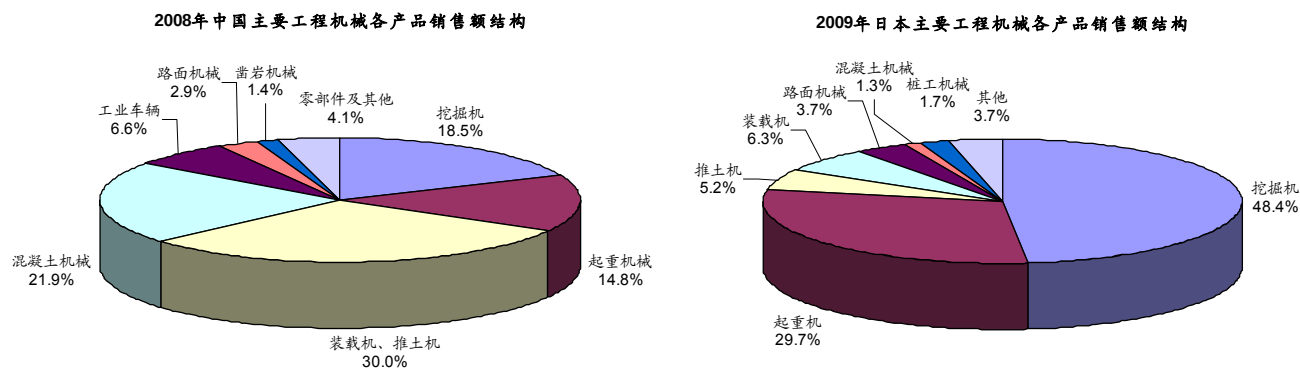
- ▶ **国内市场土方机械占比近 50%**：以 2008 年销售额计算，挖掘机、装载机、推土机等土方机械销售额占工程机械行业市场份额近 50%，市场空间最大；
- ▶ **以日本为例，挖掘机独占鳌头**：日本等成熟经济体对挖掘机的需求更为旺盛，以 2009 年销售额衡量，仅挖掘机销售额占比就达到 48.4%，市场需求旺盛；

图表 95：土方机械主要种类



资料来源：中国工程机械工业协会，中金公司研究部

图表 96：各类产品占工程机械销售额的比重

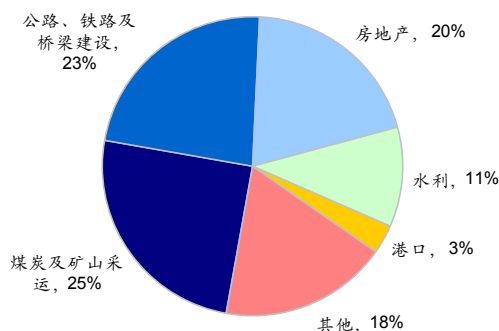


资料来源：中国工程机械工业协会，中金公司研究部

挖掘机行业：产品替代及进口替代效应显著

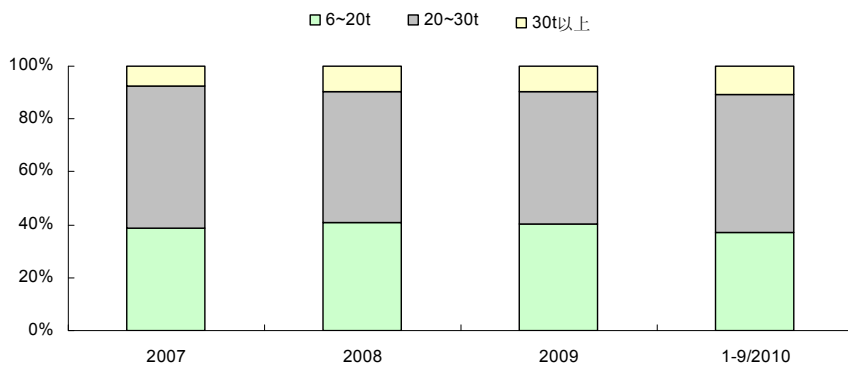
- ▶ **20~30t 的中挖仍是市场主流：**挖掘机是工程机械领域内的重要产品，主要应用于施工过程中的挖掘和装卸作业，下游使用领域广泛，包括公路建设、铁路建设、桥梁建设、房屋建设、水利工程建设、港口建设、市政工程以及能源领域等。目前国内生产和销售的挖掘机大多为 20~30 吨的中型挖掘机；
- ▶ **产品替代趋势日趋明显：**从土方机械而言，其下游需求主要应用于煤炭、矿山等采掘行业及公路、铁路等基础设施行业，行业未来保持稳步增长趋势。但从土方机械结构上看，我们认为，随着国内挖掘机性能的不断提升及性价比逐步被市场认可，挖掘机对装载机的产品替代趋势将越加明显，我们预计挖掘机行业未来三年仍有望保持 20% 的稳步增长；
- ▶ **进口替代空间最大：**国内目前挖掘机市场仍然是以外资为主导，国内厂商合计市场份额尚不足 30%，我们预计，随着国内厂商技术的不断提升及产能扩张的逐步完成，国内厂商在挖掘机市场的份额有望迅速提升，从而实现高增长；

图表 97：挖掘机下游需求的主要领域



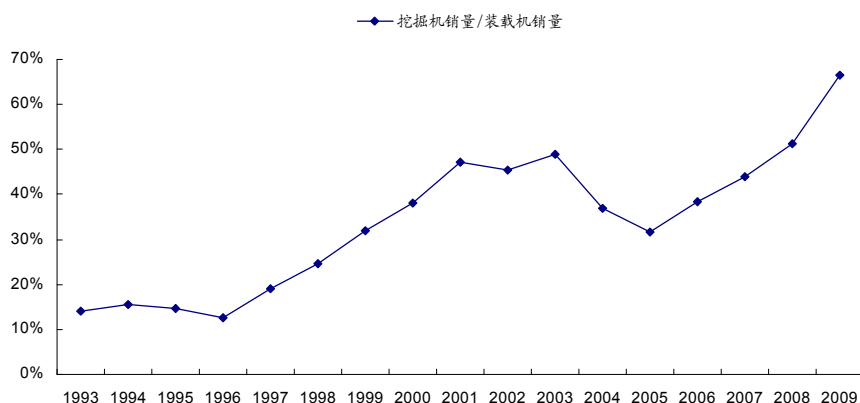
资料来源：中金公司研究部

图表 98：挖掘机吨位分布，中挖仍是市场主流



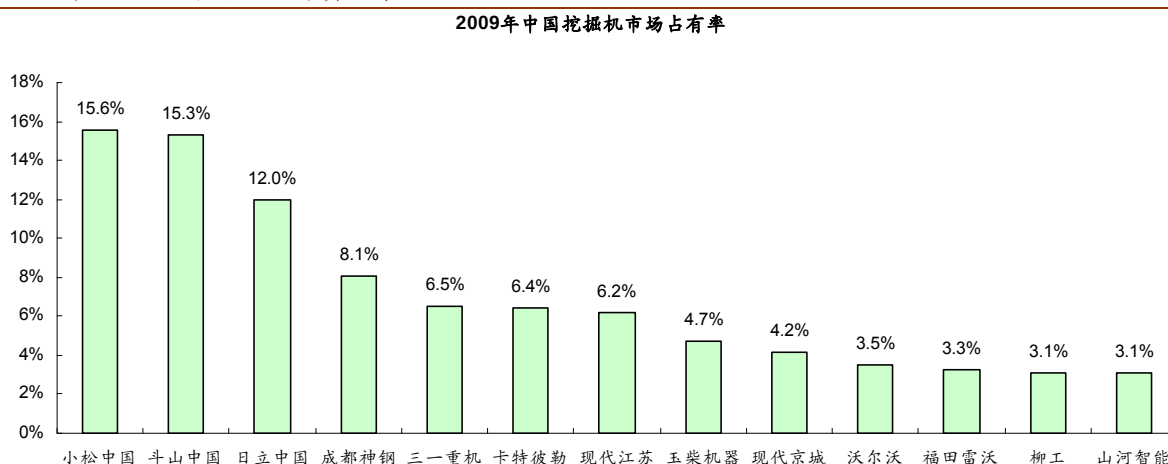
资料来源：中国工程机械工业年鉴，中国工程机械工业协会，中金公司研究部

图表 99：挖掘机对装载机的替代日益明显



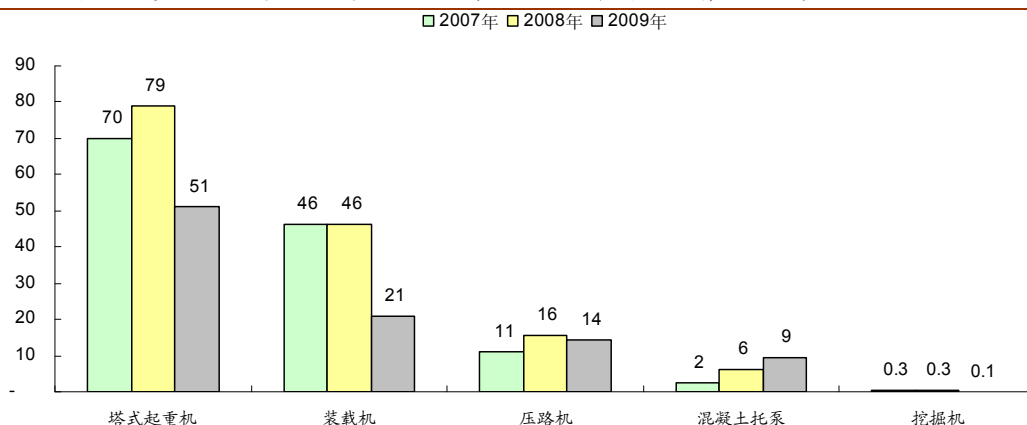
资料来源：中国工程机械工业年鉴，中国工程机械工业协会，中金公司研究部

图表 100：我国挖掘机市场仍以外资主导



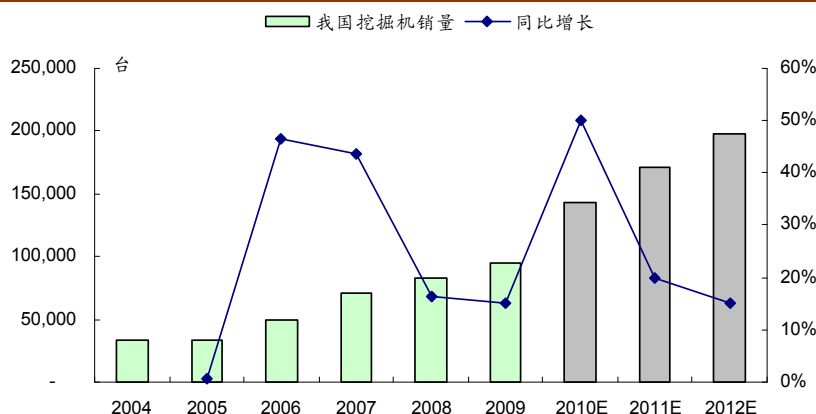
资料来源：中国工程机械工业年鉴，中国工程机械工业协会，中金公司研究部

图表 101：各类工程机械产品出口量/进口量，显示我国挖掘机市场进口替代空间广阔



资料来源：中国工程机械工业年鉴，中国工程机械工业协会，中金公司研究部

图表 102：我国挖掘机行业销量及增速预测

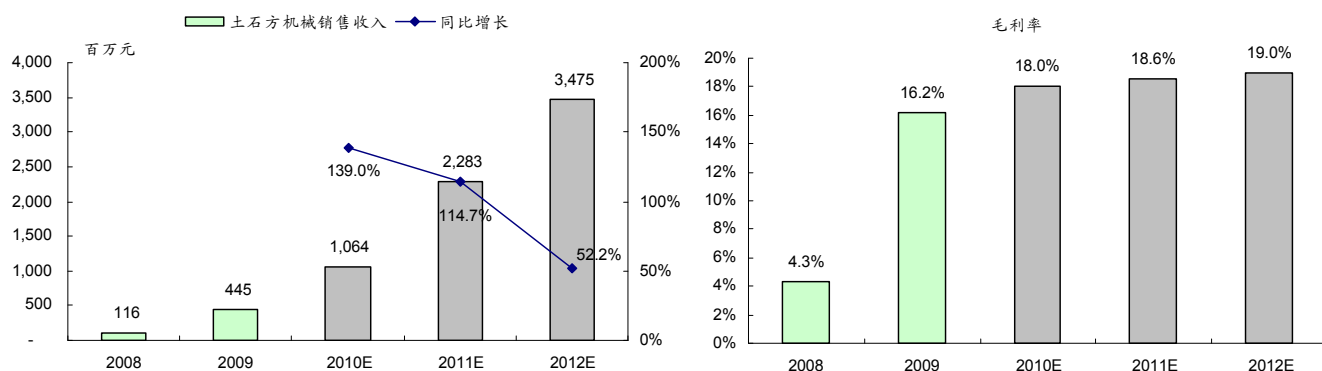


资料来源：中国工程机械工业年鉴，中国工程机械工业协会，中金公司研究部

中联重科：进入较晚，但增长可期

- **收购陕西新黄工进入土方机械：**2008 年，公司以 3,400 万元收购陕西新黄工机械有限责任公司后才正式进入土方机械领域。经过历年发展，形成了年产 500 台大马力推土机、260 台大吨位挖掘机、500 台轮式装载机和 4,000 台套工程机械配件的生产能力。
- **产能快速扩张，有望成为新增长点：**2010 年初完成的 A 股非公开发行募集资金中，约有 6.07 亿元将用于大中型挖掘机产业升级项目，预计 2012 年底项目二期工程完工后，将形成年均 20,000 台机的生产能力，覆盖大、中、小吨位的完整产业链，我们认为挖掘机业务将有望成为中联重科的新增长点；
- **收入实现高增长：**我们预计，中联重科土方机械板块 2010、2011、2012 年收入规模有望分别达到 10.6、22.8、34.8 亿元，分别同比增长 139.0%、114.7%和 52.2%，其中，挖掘机业务未来三年有望实现年均 120%的高增长。

图表 103：中联重科土方机械收入增长及毛利率预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 104：中联重科土方机械具体子行业收入预测

人民币 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
挖掘机	13	217	666	1,510	2,310
同比增长		1622.2%	206.9%	126.7%	53.0%
推土机	71	191	354	723	1,106
同比增长		169.0%	85.5%	104.0%	53.0%
合计	116	445	1,064	2,283	3,475
同比增长		283.0%	139.0%	114.7%	52.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

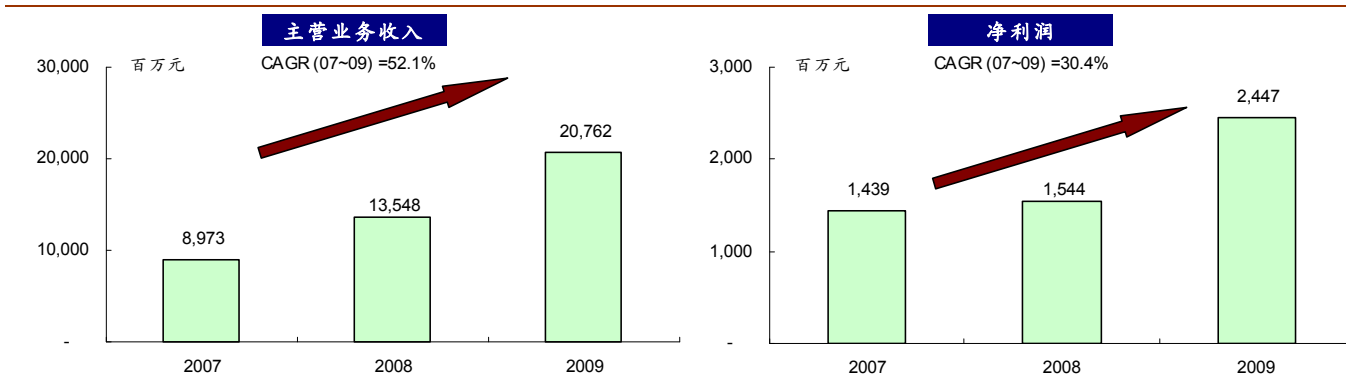
附件 3：财务分析

财务分析

成长性：业绩实现快速增长

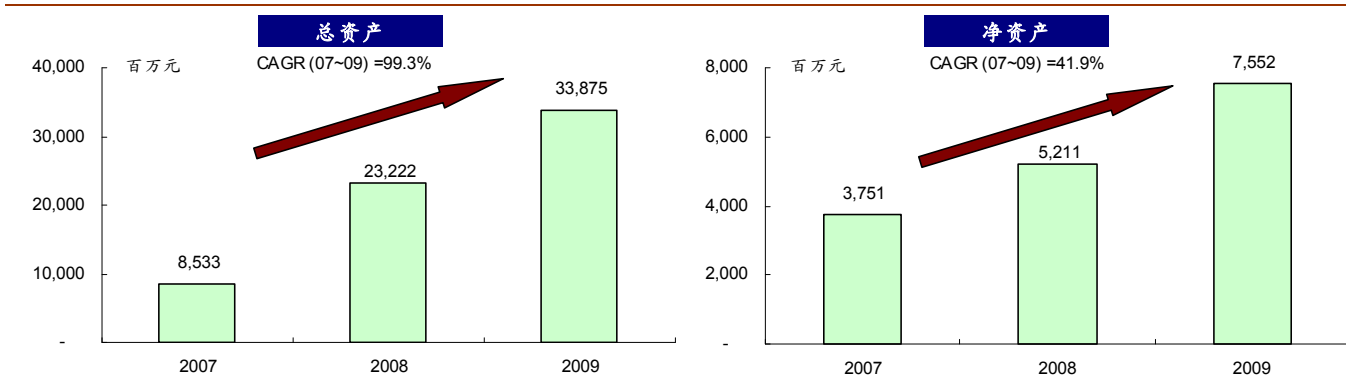
受益于国内外市场的旺盛需求以及四万亿刺激政策的拉动效应，近年来公司业务实现快速扩张，2007-2009 年收入和净利润复合增长率分别达到 52.1%和 30.4%，高于行业平均水平；2007-2009 年公司总资产、净资产规模也实现了较大幅度的增长，2007-2009 年总资产和净资产复合增长率达到 99.3%和 41.9%。

图表 105：中联重科收入和净利润实现大幅增长（2007-2009）



资料来源：公司数据、中金公司研究部，

图表 106：中联重科总资产、净资产实现规模扩张（2007-2009）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

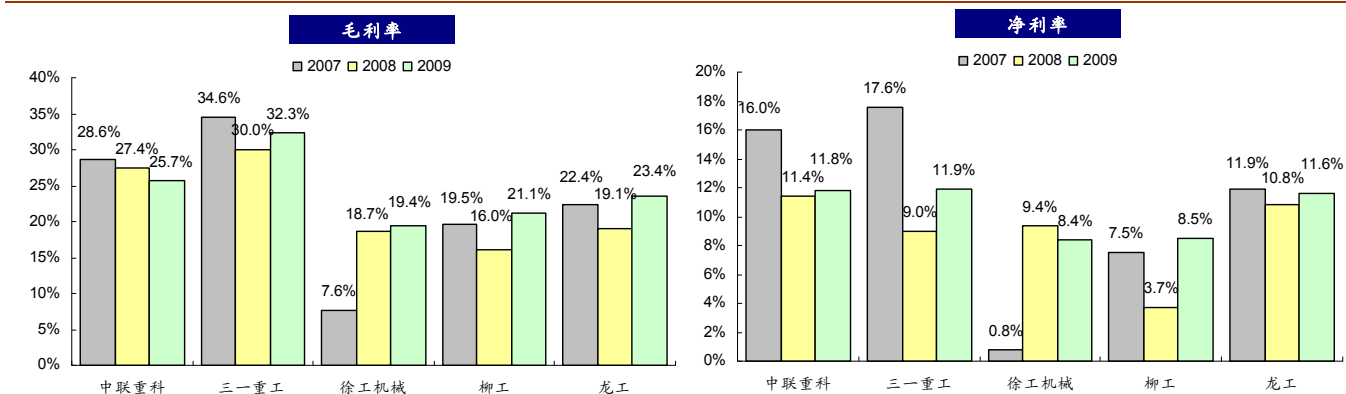
盈利能力：综合盈利能力较强

公司所处工程机械行业竞争较为激烈。但是，公司作为行业领军企业，整体毛利率水平较高，综合盈利能力较强。公司毛利率、净利率水平远高于徐工、柳工和龙工，由于产品结构和销售方式的不同，公司毛利率和净利率水平略低于三一重工。

- ▶ 毛利率 2007、2008、2009 年分别达到 28.6%、27.4%和 25.7%。
- ▶ 净利率 2007、2008、2009 年分别达到 16.0%、11.4%和 11.8%。
- ▶ 总资产回报率 2007、2008、2009 年分别达到 16.9%、6.6%和 7.2%。

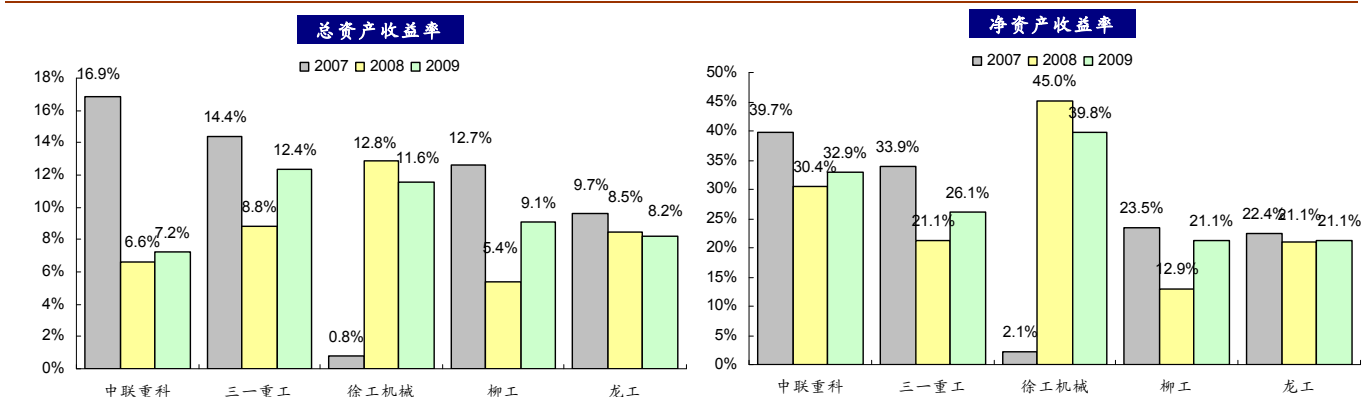
► 净资产回报率 2007、2008、2009 年分别达到 39.7%、30.4%和 32.9%

图表 107：中联重科毛利率、净利率水平较高（2007-2009）



资料来源：公司数据、中金公司研究部；注：中联和龙工为国际会计准则下数据，三一、徐工和柳工均为中国会计准则下数据

图表 108：中联重科净资产收益率也处于较高水平（2007-2009）

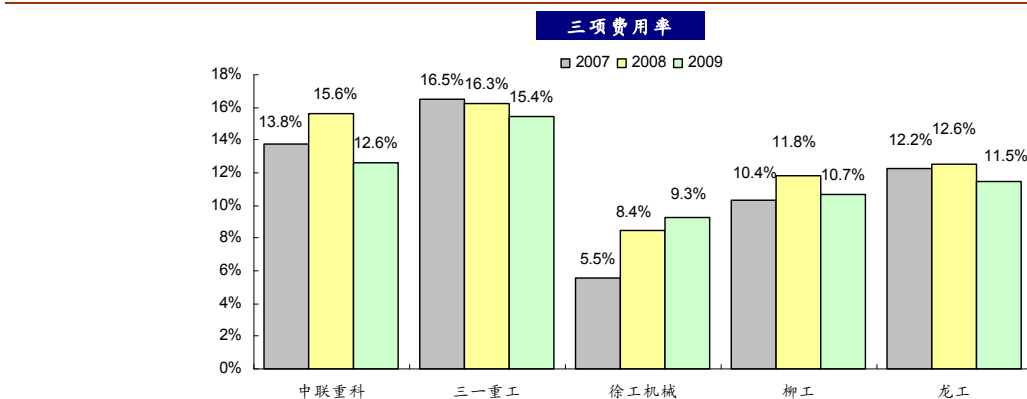


资料来源：公司数据、中金公司研究部；注：中联和龙工为国际会计准则下数据，三一、徐工和柳工均为中国会计准则下数据

三项费用率：低于三一，处于行业平均水平

中联重科三项费用率 2007、2008、2009 年分别为 13.8%、15.6%和 12.6%，处于行业的平均水平，低于三一重工，主要由于三一采用更为激进的销售策略，销售费用率较高。

图表 109：中联重科三项费用率较高（2007-2009）

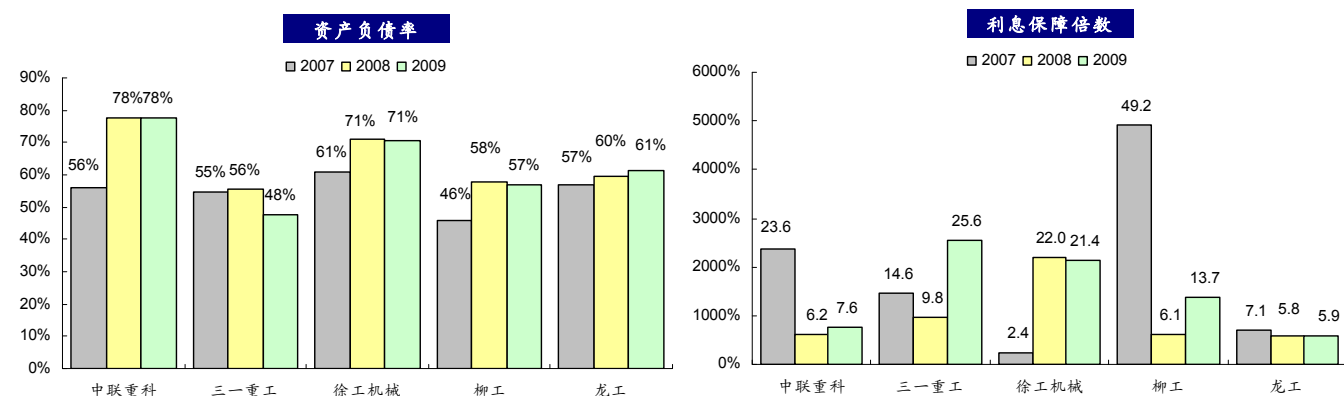


资料来源：公司数据、中金公司研究部，国际会计准则下，三项费用率的计算包含了研发费用；注：中联和龙工为国际会计准则下数据，三一、徐工和柳工均为中国会计准则下数据

偿债能力：资产负债率显著改善，偿债能力依然有保障

公司资产负债率略高于可比公司，但 2010 年上半年完成 A 股非公开增发后，资产负债率已经大幅下降至 69.6%；同时，公司的利息保障倍数位于行业平均水平，偿债能力依然有保障。

图表 110：中联重科利息保障倍数相对较高（2007-2009）

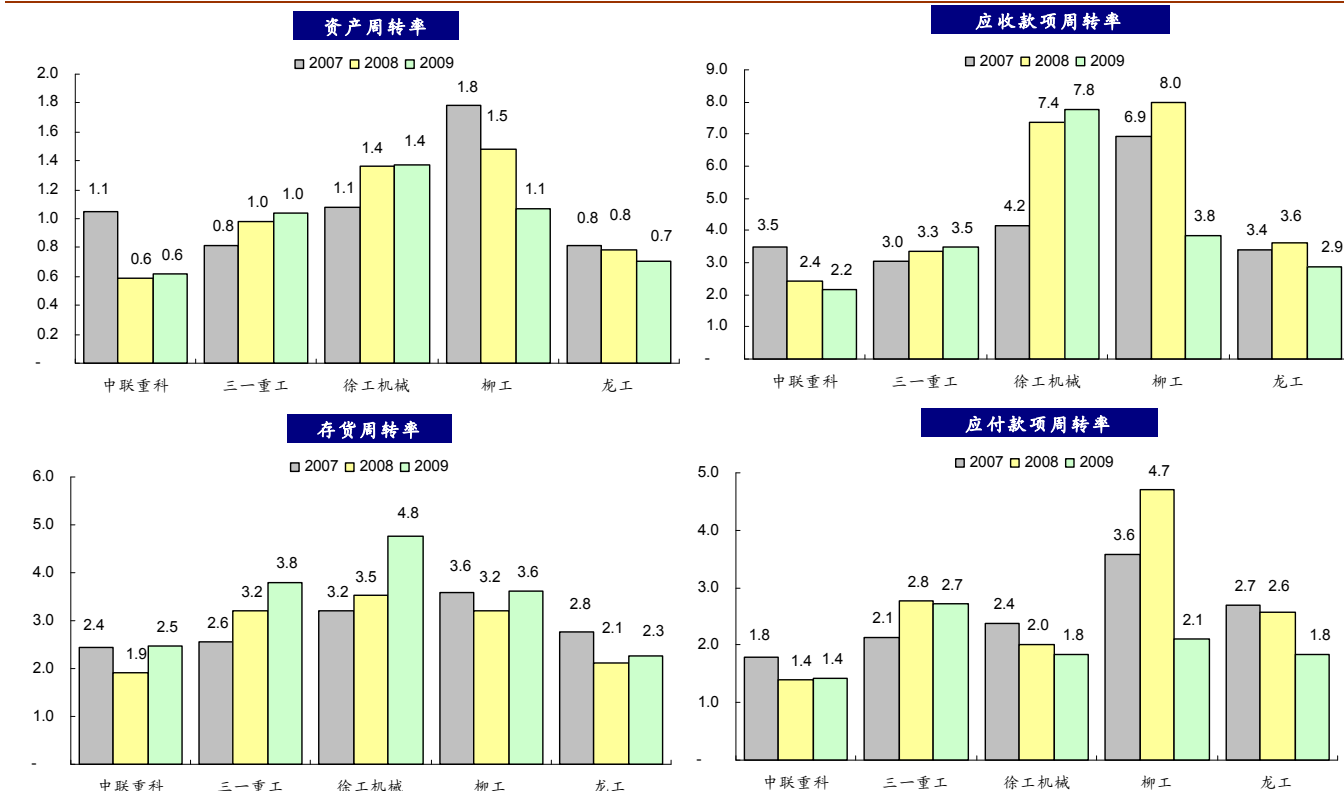


资料来源：公司数据、中金公司研究部，注：利息保障倍数=（息税前利润+折旧摊销）/利息支出；注：中联和龙工为国际会计准则下数据，三一、徐工和柳工均为中国会计准则下数据

周转能力：低于行业平均水平

公司应收帐款周转率低于行业平均水平，主要源于公司融资租赁销售比例较高，应付帐款周转率显著低于可比公司，体现了公司对上游客户的管理能力相对较强，营运资本充裕；

图表 111：中联重科周转率逐步改善中（2007-2009）



资料来源：公司数据、中金公司研究部；注：中联和龙工为国际会计准则下数据，三一、徐工和柳工均为中国会计准则下数据

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

中金公司是中联中科 H 股 IPO 的联席保荐人和联席簿记管理人，存在可能的利益冲突，请参阅独立第三方的观点。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED