

中联重科(000157)/专用设备

工程机械领军企业，战略聚焦工程机械、农业机械

评级：增持(维持)

市场价格：4.5

目标价格：5—5.5

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

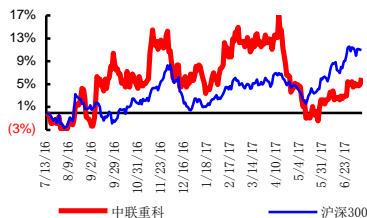
联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,625
流通股本(百万股)	7,614
市价(元)	4.50
市值(百万元)	34,313
流通市值(百万元)	34,263

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《中联重科(000157): 股东大会通过环境产业出售议案, 战略聚焦工程机械、农业机械》2017-7-2
- 《中联重科(000157.SZ): 连续回购A股超7000万元; 出售环境产业80%股权, 聚焦工程机械、农业机械》2017-5-27
- 《中联重科(000157.SZ): 116亿出售环境产业80%股权, 战略聚焦工程机械、农业机械》2017-4-5
- 《中联重科(000157.SZ): 2017年业绩有望重回上升通道》2017-4-6

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20,753.35	20,022.52	23,450.00	24,530.00	27,490.30
增长率 yoy%	-19.72%	-3.52%	17.12%	4.61%	12.07%
净利润	3.47	933.70	1,579.16	1,964.49	2,990.77
增长率 yoy%	-85.95%	-1218.64%	269.13%	24.40%	52.24%
每股收益(元)	0.01	-0.12	0.21	0.26	0.39
每股现金流量	-0.44	0.28	0.32	0.38	0.50
净资产收益率	0.21%	-2.54%	4.24%	5.01%	7.09%
P/E	491	—	21	17	11
PEG	—	—	0.08	0.68	0.21
P/B	1.03	0.95	0.88	0.83	0.78

投资要点

■ 工程机械领军企业，前身为中国工程机械技术发源地；混合所有制改革典范

中联重科前身为原建设部长沙建设机械研究院，是中国工程机械技术发源地；公司为中国工程机械行业标准制订者。公司主导产品包括混凝土机械、起重机械、农业机械、消防机械等，其中混凝土泵车、车载泵、汽车起重机、塔机、路面三车、烘干机等主导产品的市场份额居市场领先地位。

公司为混合所有制改革典范。湖南省国资委是中联重科第一大股东，持股16.35%；作为国有参股公司，中联重科无实际控制人；管理层持股9.29%。公司拥有弘毅投资等战略投资者，在公司发展过程中发挥了重要作用。

■ 公司不断并购发展壮大；近期公司出售环境产业80%股权，开始战略聚焦

中联重科擅长资产并购和整合。自2001年起已并购了浦沅集团(起重机械板块)、中标公司(环境产业前身)、意大利CIFA公司(混凝土技术)、德国M-TEC(混凝土技术)、奇瑞重工(农业机械)等十数家国内外企业，在混凝土机械、起重机械、环境产业、农业机械等几大领域取得了重大突破。

2016年公司拟33亿美金收购全球第一大高空作业平台企业、美国第二大工程机械企业特雷克斯公司，但最终双方未达成一致。公司2016年年报中明确表示还将继续关注工程机械、农业机械行业的外延并购的机会。

2017年5月，公司116亿出售环境产业80%股权，开始战略聚焦。环境产业去年净利润7.55亿，出售价格对应2016年模拟净利润的19.2倍。

本次交易公司将取得116亿元的现金，资产流动性将得到改善。经初步估算，本次交易将实现91.31亿元税前利润。同时，资产负债率将明显下降。

■ 战略聚焦工程机械和农业机械，做优做强核心业务

(1) 工程机械：16年下半年逐步回暖，公司17年有望大幅盈利。2016年下半年工程机械行业逐步回暖，中联重科2017Q1收入同比大幅增长74%，实现净利润8257万元。2017年上半年，混凝土机械、起重机械行业销量大幅增长。根据行业协会及调研数据，2017年5月份汽车起重机销售累计共1703台，同比增长62%，1-5月汽车起重机销售累计共7350台，同比增长87%。

(2) 农业机械：受益农业规模化、农机补贴，保持行业增速以上水平的增长。随着农业供给侧结构性改革的深入推进和农村土地流转的加快，农业全程机械化水平进一步提高，带动农机行业规模的持续提升。国家对农机购置补贴政策导向对中高端、绿色环保农机产品的支持。公司作为国内农机产品创新研发领军企业，我们判断将保持行业增速以上水平的增长。

■ 海外市场开拓稳中有进，受益“一带一路”

“一带一路”有望带动公司海外市场业务。目前公司重点布局白俄罗斯、东南亚等“一带一路”沿线市场。2016年公司海外业务取得长足进展，公司年报中明确表示还将继续关注工程机械、农业机械行业的海外并购机会。

■ 考虑本次资产出售，我们上调公司2017-2019年EPS为0.21元/0.26元/0.39元，对应PE为21/17/11倍；公司2017年PB为0.9倍；本次出售环卫业务公司将获得大量现金。维持“增持”评级。

■ 风险提示：工程机械需求持续性风险；原材料价格上涨；海外汇兑损失风险。

## 内容目录

一、中联重科：工程机械领军企业，混合所有制改革样板公司.....	- 5 -
1. 工程机械行业领军企业，前身为中国工程机械技术发源地.....	- 5 -
2. 产业布局全球，受益“一带一路” .....	- 5 -
3. 企业混合所有制改革典范，管理层持股 9.29%.....	- 7 -
4. 辉煌的并购历史，助力公司成为工程机械龙头 .....	- 7 -
二、中国工程机械行业：5 年深度调整后，反弹持续性有望超预期.....	- 8 -
1. 工程机械行业：2011 年为前期高点，后经历 5 年深度调整 .....	- 8 -
2. 工程机械行业：基建拉动需求、更新需求增加、行业集中度提升 .....	- 9 -
(1) 国内市场：基础设施建设拉动有效新增需求+存量更新需求 .....	- 9 -
(2) 全球市场：“一带一路” 带动、美国加大基础设施建设.....	- 10 -
(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显，利润向龙头企业集中 ...	- 10 -
三、中联重科：聚焦高端装备，工程机械、农业机械为未来亮点.....	- 10 -
1. 2016 年公司营收开始企稳，2017 年有望实现大幅盈利.....	- 10 -
(1) 2017 年一季度收入同比大幅增长 74.45%，业绩扭亏为盈.....	- 10 -
(2) 公司综合毛利率略有下降，三费率近年来首次回落 .....	- 11 -
2. 资产负债表开始修复，资产质量开始明显好转 .....	- 11 -
3. 工程机械板块 2017 年有望实现大幅增长 .....	- 12 -
(1) 混凝土机械：收购意大利 CIFA 奠定了公司在该领域的领先地位 ....	- 13 -
(2) 起重机械：工程起重机 + 塔机双板块打造最大的起重机械制造商 .	- 14 -
4. 环境板块——国内环卫机械领域的龙头；2017 年仍部分并表 .....	- 15 -
5. 农业机械板块：仍处于重点培育阶段，向“高端装备+服务”迈进.....	- 16 -
(1) 行业市场空间广阔，竞争较为激烈.....	- 16 -
(2) 公司在农机行业全产业链布局，未来有望成长为细分龙头 .....	- 17 -
五、出售环境资产，战略聚焦工程机械、农业机械.....	- 18 -
1. 116 亿出售环境产业 80% 股权 .....	- 18 -
2. 环境产业 2016 年净利润 7.55 亿，本次出售对应 PE 19.2 倍 .....	- 18 -
3. 收购方实力雄厚：盈峰控股 + 粤民投 + 弘创投资 + 绿联君和.....	- 19 -
4. 环境业务：出售实现产业协同、推动环境业务板块进一步发展 .....	- 19 -
5. 出售环境板块的主要原因分析.....	- 20 -
6. 出售资产后中联重科可能的举措.....	- 20 -
7. 充裕的现金流，助力公司形成新的竞争优势.....	- 21 -
六、盈利预测与估值 .....	- 21 -
1. 盈利预测 .....	- 21 -
2. 估值分析与投资建议 .....	- 21 -
七、风险提示 .....	- 22 -

## 图表目录

图表 1: 中联产品线丰富, 实现全产业链布局.....	- 5 -
图表 2: 公司主要产品的市场地位皆处于前列.....	- 5 -
图表 3: 公司在全球拥有 20 个工业园, 15 个位于中国.....	- 6 -
图表 4: 公司生产销售服务网络遍布全球.....	- 6 -
图表 5: 2013-2022 年全球工程机械市场规模及预测.....	- 6 -
图表 6: 湖南国资委是第一大股东, 其他股东持股分散而多元化.....	- 7 -
图表 7: 近年来多次并购重组促使公司成长为多行业龙头.....	- 8 -
图表 8: 公司近年来业务板块 (农业+工程+环卫机械) 收入情况.....	- 8 -
图表 9: 房地产开发投资增速 1-5 月累计达 8.8%.....	- 9 -
图表 10: 基础设施固定资产投资增速 1-5 月累计 16.6%.....	- 9 -
图表 11: 小松挖掘机产品国内月平均工作小时数.....	错误!未定义书签。
图表 12: 2017Q1 公司营收同比大幅增长 74%.....	- 11 -
图表 13: 2017Q1 业绩大幅反弹, 同比增长 113%.....	- 11 -
图表 14: 综合毛利率略有下降, 农机板块实现增长.....	- 11 -
图表 15: 2016 年公司三项费率近年来首次负增长.....	- 11 -
图表 16: 公司 2016 年应收账款同比基本持平.....	- 12 -
图表 17: 公司 2016 年存货规模近 3 年来首次减少.....	- 12 -
图表 18: 公司经营性现金流 3 年来首次转正.....	- 12 -
图表 19: 经营性现金流从 2016 年 Q2 开始回暖.....	- 12 -
图表 20: 2016 年工程机械行业主要产品的竞争格局 (销量口径).....	- 13 -
图表 21: 中联重科混凝土板块主要产品: 主要包括泵车、搅拌站、运输车等.....	- 13 -
图表 22: 2016 年混凝土机械营收仅约为 2012 年的 1/5, 有望触底回升.....	- 13 -
图表 23: 中联重科起重机主要产品.....	- 14 -
图表 24: 起重机械板块业务状况 (亿元).....	- 14 -
图表 25: 中联重科环卫机械主要产品.....	- 15 -
图表 26: 近年来公司环卫板块收入稳步增长.....	- 15 -
图表 27: 中国农业机械发展进程: 2004 年至今为快速发展阶段.....	- 16 -
图表 28: 我国农业机械化水平有望进一步提高.....	- 17 -
图表 29: 国内农机购置补贴保持增长趋势.....	- 17 -
图表 30: 中联重科农业机械主要产品.....	- 17 -
图表 31: 环境产业近两年模拟财务数据汇总 (假设内部重组于 2015/1/1 完成).....	- 18 -
图表 32: 出售前后重要比率变动预测表.....	- 20 -
图表 33: 工程机械产业链公司估值比较: 中联重科估值最低.....	- 21 -

图表 34: 横向比较, 估值低于三一、徐工; 纵向比较, 处于历史低位 ..... - 22 -

图表 35: 中联重科三张表 ..... - 23 -

## 一、中联重科：工程机械领军企业，混合所有制改革样板公司

### 1. 工程机械行业领军企业，前身为中国工程机械技术发源地

- **前身为中国工程机械技术发源地。**中联重科的前身是原建设部长沙建设机械研究院，该院 1956 年创建北京，拥有 50 余年的技术积淀，是建设部直属的建筑机械、城建机械城市车辆综合性研究中心和行业归口单位，是中国工程机械技术发源地。
- **中国工程机械行业标准制订者。**中联重科主导、参与制、修订逾 300 项国家和行业标准，也是唯一代表中国工程机械行业参与制、修订国际 (ISO) 标准的企业，是国内行业第一个国际标准化组织秘书处单位，代表全行业利益，提高中国工程机械国际市场准入的话语权。公司拥有国家级技术研发中心、国内唯一的建设机械关键技术国家重点实验室、国内唯一的混凝土机械国家工程技术研究中心，掌握工程机械领域的核心技术，获得多项国家级科技进步奖，引领行业技术发展。
- **产品链最完备的工程机械制造商之一：**公司主导产品覆盖 9 大类别、49 个产品系列，800 多个品种。包括混凝土机械、起重机械、农业机械、环卫机械、消防机械等，其中混凝土泵车、车载泵、汽车起重机、塔机、路面三车、烘干机等主导产品的市场份额已居市场前列。

图表 1：中联产品线丰富，实现全产业链布局



来源：中联重科官网，中泰证券研究所

图表 2：公司主要产品的市场地位皆处于前列

产品	国内市场地位排名
混凝土泵车	前二
汽车起重机	前三
履带式起重机	前三
塔机	第一
路面三车	第一
小麦机	前二
水稻机	前二
烘干机	第一

来源：工程机械协会，wind，中泰证券研究所

### 2. 产业布局全球，受益“一带一路”

- **中联重科的生产制造基地分布于全球各地：**公司在国内形成了中联科技园、中联麓谷工业园、中联望城工业园、中联泉塘工业园、中联灌溪工业园、中联汉寿工业园、中联德山工业园、中联津市工业园、中联沅江工业园、中联渭南工业园、中联华阴（华山）工业园、中联上海（松江）工业园、中联芜湖工业园、中联开封工业园等十五大工业园，在海外拥有意大利 CIFA 工业园、德国 M-TEC 工业园、印度工业园、巴西工业园、中白工业园等五大工业园。
- **构建全球化公司制造、销售、服务网络：**公司注重对全球行业发展态势的研究，在全球范围内整合优质资产，实现快速扩张，构建了全球化制造、销售、服务网络。在生产制造基地方面，通过对国内十五个工业园



区和国外五个工业园区的整合和布局,形成了遍布全球的产业制造基地。在产品销售和服务网络方面,公司产品市场已覆盖全球 100 余个国家和地区,构建了全球市场布局 and 全球物流网络和零配件供应体系。尤其是在“一带一路”沿线设立了分子公司及常驻机构。作为“一带一路”战略重点受益的装备制造业企业,公司致力于深耕海外市场,在意大利、德国、荷兰、白俄罗斯、印度等 9 个“一带一路”沿线国家拥有工业园或生产基地,配置有 20 个海外贸易平台、8 个境外备件中心库,产品出口到 31 个沿线国家。

图表 3: 公司在全球拥有 20 个工业园, 15 个位于中国



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

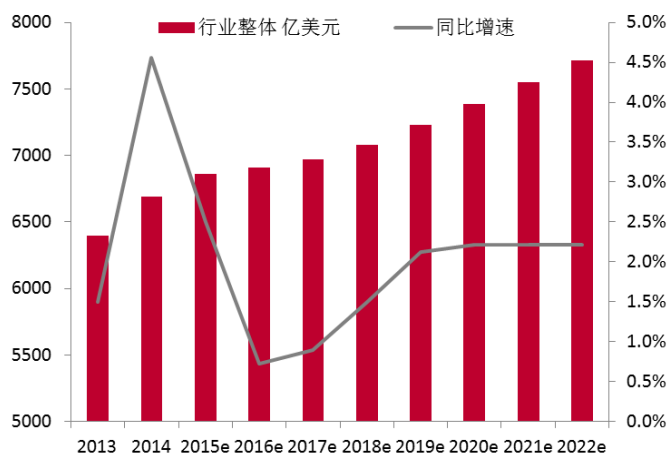
图表 4: 公司生产销售服务网络遍布全球

国内外布局	数量
<b>国内</b>	
工业园区	15
<b>国外</b>	
产品覆盖国家	>100
海外贸易平台	20
境外备件中心库	8
产品出口国家	31
工业园区	5

来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

- “一带一路”将带动和加速公司海外市场业务: 根据来自 IHS (WIS) 数据的统计, 预计 2016 年全球工程机械市场规模近 7000 亿美元, 且在未来的 6 年还将持续增长。目前公司重点布局白俄罗斯、东南亚等“一带一路”沿线市场。2016 年公司海外业务取得长足进展, 公司与白俄罗斯 MAZ 集团合资生产的 ZOOMLION 品牌汽车起重机和环卫设备顺利下线, 并与白俄罗斯工业部签署长期合作协议; 首款高端塔机成功导入北美市场; 首个海外全系列产品维修中心在缅甸成立; 在印尼、泰国、印度、迪拜、俄罗斯等地建立 9 大中心库, 为客户提供更高效、便捷的服务, 加速公司“走出去”和“走进去”的国际化进程。

图表 5: 2013-2022 年全球工程机械市场规模及预测

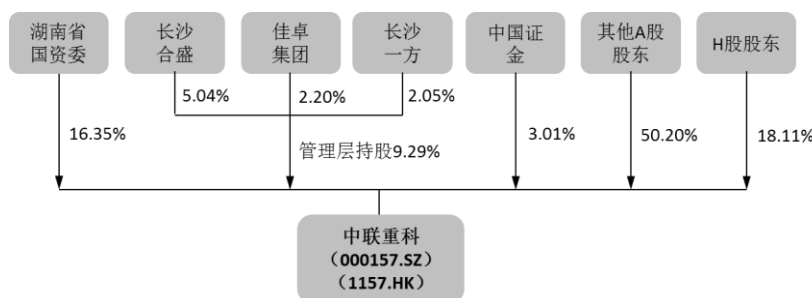


来源: IHS (WIS), 中泰证券研究所

### 3. 企业混合所有制改革典范，管理层持股 9.29%

- **湖南省国资委是中联第一大股东，其他股东持股分散而多元化：**中联重科是一家在深圳和香港两地整体上市的企业。湖南省国资委是公司的第一大股东，持股 16.35%，中联重科管理层拥有长沙合盛、长沙一方以及佳卓集团的控股权，合计控制了 9.29% 的股份，其余股东持股分散而多元化。
- 其中，弘毅投资目前持股 6460 万股，占 0.84%。弘毅投资等战略投资者在公司发展过程中发挥了重要作用。

**图表 6：湖南国资委是第一大股东，其他股东持股分散而多元化**



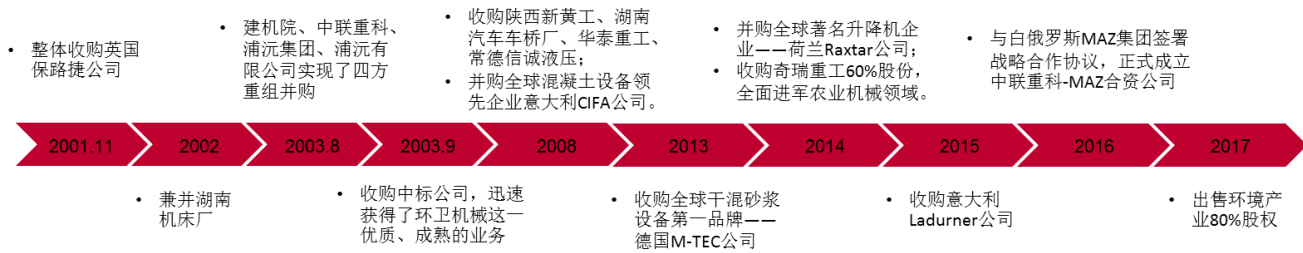
来源：中泰证券研究所，公司定期报告

- **作为国有参股公司，中联重科无实际控制人：**自 2008 年 12 月 31 日建机院注销后，湖南省国资委成为中联重科第一大股东。2012 年 2 月 27 日，湖南省国资委以函件形式明确将中联重科界定为国有参股公司，因此可认为该公司无控股股东或实际控制人；按照公司法的相关规定，公司股东大会及董事会为最高的权利机构，公司的运营以及高管任命均由上述机构推举产生。
- 根据中联重科目前的股权结构，不论是管理层、国有股东还是境内外资本，各组织所占股份都在 20% 以下，特别是管理层，股权比率不到 10%。相比于国有股一股独大或私人股一股独大的股权结构，中联重科实现的混合所有制，股权合理分散，股东相互制衡。

### 4. 辉煌的并购历史，助力公司成为工程机械龙头

- **过去十余年辉煌的并购历史。**中联重科擅长资产并购，自 2001 年迄今，该公司已先后并购了浦沅集团(起重机板块)、中标公司(环境产业前身)、意大利 CIFA 公司(混凝土技术)、德国 M-TEC(混凝土技术)、奇瑞重工(农业机械)等十数家国内外企业，公司资产、收入规模不断壮大，并在起重机械、环境产业、混凝土机械、农业机械等领域取得了重大突破。
- **外延并购海外优质标的有望持续推进。**公司 2016 年试图收购美国特雷克斯公司，但在关键条款上双方未达成一致。公司表示还将继续关注工程机械、农业机械行业的外延并购的机会，以达到实现国际化的发展和促进公司产业升级的目标。

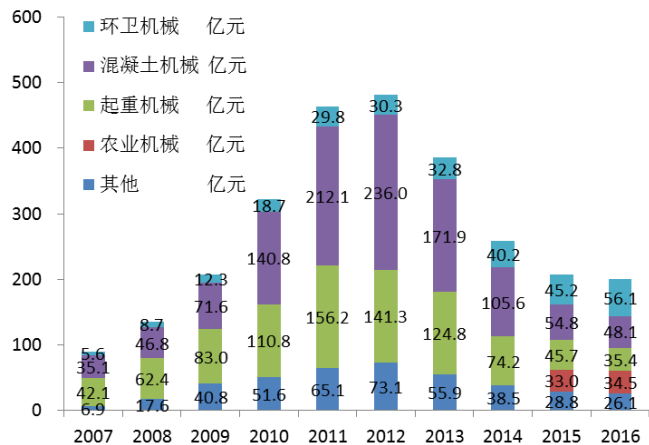
图表 7：近年来多次并购重组促使公司成长为多行业龙头



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- 公司业绩多元化，农业和环境产业总规模达到 90 亿。自中联重科 2013 年提出战略转型以来，公司通过资产并购以及自身发展，其农业及环境板块保持了较好的增长速度。截止 2016 年 12 月 31 日，公司农业以及环境板块总收入达到 90 亿人民币，占主营业务收入比重已经达到 45%。

图表 8：公司近年来业务板块（农业+工程+环卫机械）收入情况



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

## 二、中国工程机械行业：5 年深度调整后，反弹持续性有望超预期

- 中国的工程机械是市场竞争较为充分的行业。多年来形成国有、民营、外资、合资企业同台竞技的开放格局。之前 10 年工程机械销售出现较大幅度的波动。在较为残酷的市场环境中，正逐步孕育出较为出色的工程机械公司，其拥有较为稳健的资产负债表、值得信赖的产品以及较高的客户忠诚度，强大的研发能力，使其在工程机械此轮筑底后，具有进军国际市场的能力。

### 1. 工程机械行业：2011 年为前期高点，后经历 5 年深度调整

- 工程机械产品市场需求受国家固定资产和基础设施建设投资规模的影响较大，下游客户主要为基础设施、房地产等投资密集型行业，这些行业与宏观经济周期息息相关。
- 2008 年，为了缓解全球金融危机的冲击，我国出台了“四万亿”经济刺激政策，并陆续推出多个区域经济振兴计划，保证社会固定资产投资



的持续增长，从而带动了工程机械行业的高速发展，2011年工程机械行业市场达到一个高点。

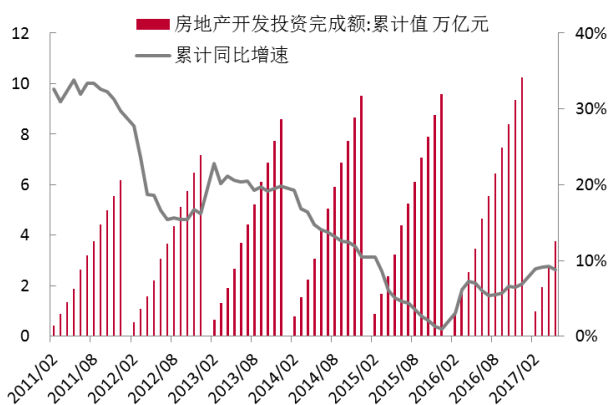
- 2012年之后，随着全球经济复苏乏力，国内经济增速和固定资产投资增速均呈现放缓趋势，不少工程机械行业客户逐步退出市场，大量二手车的释放影响了新机销售，行业经历了长时间的深度调整。
- 近5年的行业调整期间，上市公司业绩调整幅度较大。上市公司收入下跌，应收账款、存货逐步增大，经营性现金流压力突出。上市公司净利润也受到越来越大的资产减值损失的影响。在严峻的形势下，部分上市公司龙头逐步采取了严控信用销售、裁撤人员、主动处置应收账款等措施，为下一轮工程机械的反弹复苏积聚力量。
- 2016年下半年以来，国内外经济企稳复苏势头明显，受基建投资增速与PPP项目落地执行率提升、设备更新升级周期逐步来临的影响，工程机械行业的市场需求回暖，行业整体盈利水平逐步上升。

## 2. 工程机械行业：基建拉动需求、更新需求增加、行业集中度提升

### (1) 国内市场：基础设施建设拉动有效新增需求+存量更新需求

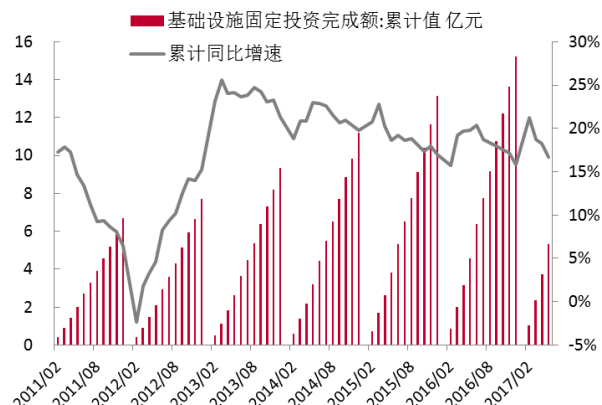
- 国内工程机械行业依然具有长远广阔的市场前景。国家正大力实施京津冀协同战略、长江经济带战略、泛珠江三角洲经济区战略；推进以城市群为主体形态的新型城镇化建设；打造美丽乡村、建设新农村。
- 2016年下半年开始，国家以PPP为经济拉动模式，主要在基础建设方面实施了较大规模的项目投资。从下游需求看，尤其是高铁、地铁等基础设施建设一个持续的过程，持续期至少3-4年。目前国内在基础设施中大力推广PPP模式，城市轨道交通、铁路干线和支线建设、矿山、农田水利等基础设施领域需求回暖。2016年供给侧改革，带动煤炭、钢铁、水泥等价格的上涨，矿山建设需求回暖，带动大型工程机械（大型挖掘机、汽车起重机）等产品的销量。

图表 9: 2017 年 1-5 月房地产开发投资增速达 8.8%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 10: 今年 1-5 月基础设施固定资产投资增速 16.6%



来源：wind，中泰证券研究所

- 近期工程机械销量中更新换代占了较大份额，工程机械朱格拉周期来临。一般情况下工程机械寿命6-10年，按8年的平均寿命估计，2008年随后的几年中国工程机械正好开始出现较大规模的设备销售，而这些设备在未来几年也将逐步退出市场，使得未来几年中国工程机械年替代

需求增加。

## (2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设

从全球看，“一带一路”推动基础设施互联互通，推动基建工程建设与中国对外工程承包加快增长，且需求量巨大。特朗普政府推行积极财政与加大基础设施建设的经济政策，并已于2017年3月向美国国会提交了超万亿美元的基础设施建设计划，超竞选承诺的5500亿美元，带来海外市场重大的战略发展机遇。

## (3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显，利润向龙头企业集中

- 自2012年以来，工程机械行业经过5年的持续深度调整，部分缺乏核心技术与竞争力的中小品牌企业退出市场，工程机械行业总体呈现市场份额集中度不断提高的趋势。
- 从产品来看，在混凝土机械、汽车起重机以及挖机市场，以若干龙头企业为代表的国产品牌占主导地位，市场份额稳固且继续提升，预计具有品牌、规模、技术、服务优势的龙头企业将获得更大的竞争优势。

## 三、中联重科：聚焦高端装备，工程机械、农业机械为未来亮点

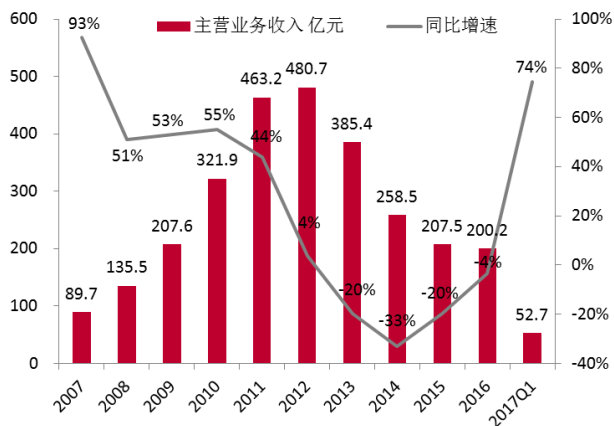
- **多主营板块均已发展成为行业龙头：**公司在建设部长沙建设机械研究院的基础上，经过长达25年的发展，聚焦于高端装备制造。虽然受宏观经济波动以及转型的影响，近几年公司业绩（尤其是工程机械板块的业绩）出现调整，但是其深厚的技术积淀能持续帮助公司在新板块迅速站稳脚跟，已经奠定了其在中国机械装备制造行业的领先地位。
- 截止2016年年底，中联重科已经拥有较大规模的工程机械、环境产业及农业机械板块，且每个板块年收入均超过30亿人民币。

### 1. 2016年公司营收开始企稳，2017年有望实现大幅盈利

#### (1) 2017年一季度收入同比大幅增长74.45%，业绩扭亏为盈

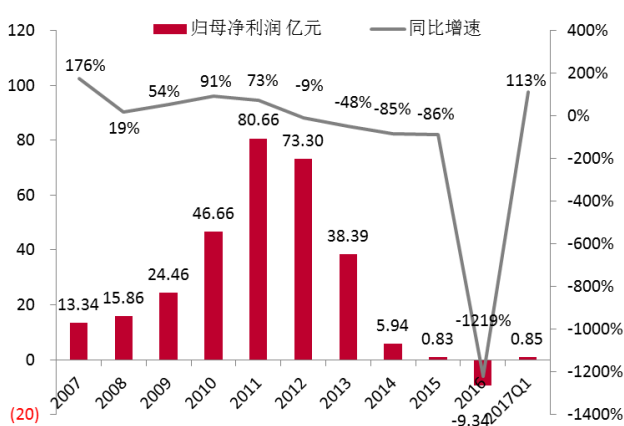
- 2016年公司实现营业收入200.23亿元，同比下降3.52%（其中上半年同比下降14.83%，下半年同比增长8.20%）；归母净利润为-9.34亿元，每10股派发现金红利1.5元。公司2016年经营亏损主要由于工程机械板块积极稳妥化解存量风险、严控新增风险、员工离职补偿增加、转型升级的战略投入等因素影响。
- 从业务板块来看，工程机械板块继续下滑，同比下降14.63%（其中上半年同比下降27.8%，下半年降幅收窄到2.5%）。分产品来看，全年混凝土机械收入48.13亿元，同比下降12.12%；起重机收入35.40亿元，同比下降22.59%；其他机械和产品收入22.02亿元，同比下降4.83%。
- 公司农业机械实现营收34.52亿元，同比增长4.75%；环境产业实现营收56亿元，同比增长24%。农业机械、环境产业两大新兴板块已成为新的业绩增长点，两板块营收之和占比已接近50%。
- 2017年一季度，公司实现收入52.75亿元，同比大幅增长74.45%。实现净利润8257万元，扭亏为盈。

图表 11: 2017Q1 公司营收同比大幅增长 74%



来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2017Q1 业绩大幅反弹, 同比增长 113%

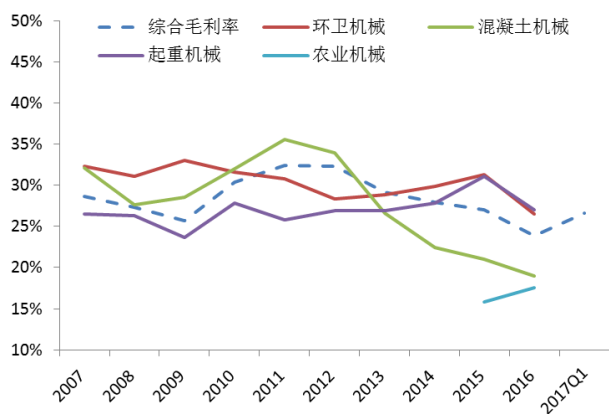


来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

(2) 公司综合毛利率略有下降, 三费率近年来首次回落

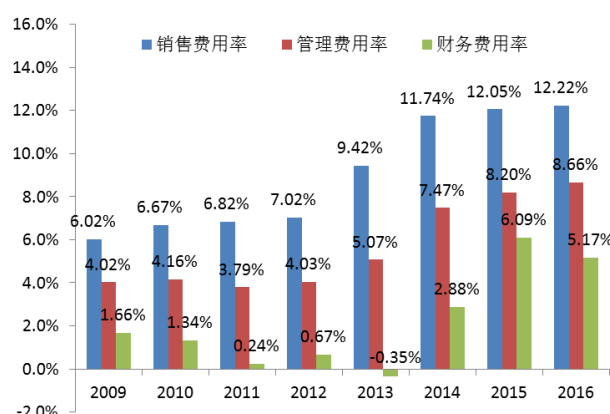
- 公司 2016 年主营产品综合毛利率为 23.86%，同比减少 3.16 pct，主要原因是工程机械板块的毛利率下滑，我们认为二手机的销售对毛利率有所影响。分行业看，工程机械、环卫机械和农业机械的毛利率分别是 21.5%、26.6%和 17.6%，同比-3.54 pct、-4.75 pct 和+1.77 pct。
- 2016 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 12.22%、8.66%和 5.17%，同比+0.17 pct、+0.46 pct 和-0.92 pct。三项费率合计 26.05%，同比减少 0.29 pct，为近年来首次负增长。

图表 13: 综合毛利率略有下降, 农机板块实现增长



来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2016 年公司三项费率近年来首次负增长



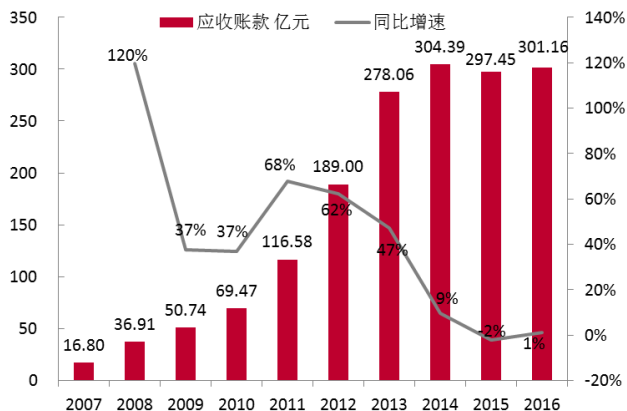
来源: 公司公告, wind, 中泰证券研究所

2. 资产负债表开始修复, 资产质量开始明显好转

- 工程机械应收账款规模开始下降。公司 2016 年末应收账款 301.16 亿元，同比小幅增长 1.2%。主要原因是公司在环境与农机板块的收入增加以及 2016 年 5 月份合并意大利纳都勒公司带来的影响，实际归属于工程机械板块的应收账款开始下降。
- 公司存货总量开始下降。截至 2016 年底，公司存货合计 127.70 亿元，

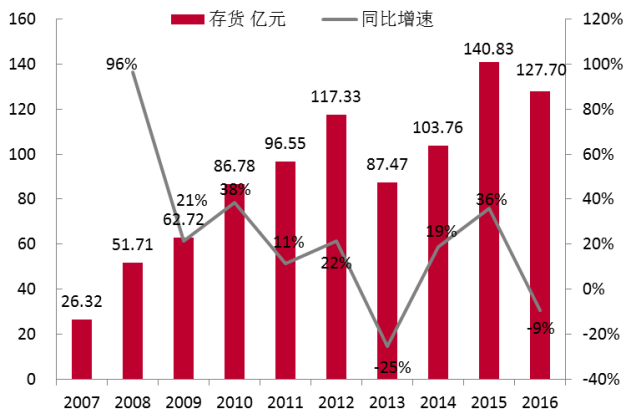
较年初减少 13.13 亿元，占总资产比例由 15.03% 下降到 14.33%，主要得益于工程机械及农业机械板块良好的存货控制。

图表 15：公司 2016 年应收账款同比基本持平



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

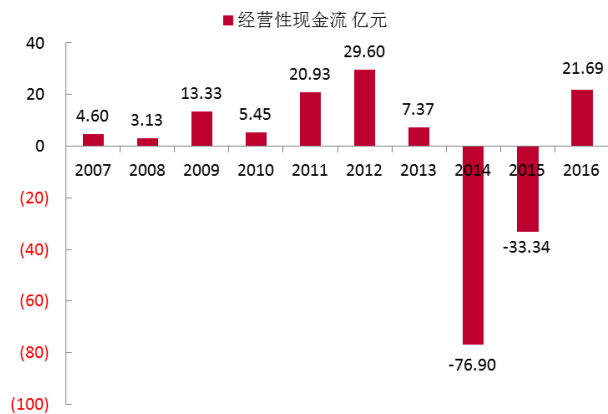
图表 16：公司 2016 年存货规模近 3 年来首次减少



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

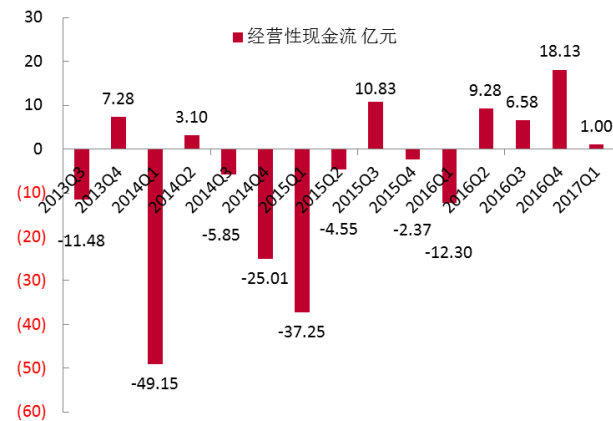
- **经营性现金流数据反映企业造血功能的复苏。**经营性现金流的数据支持我们对于中游制造业回暖的判断。公司经营性现金流自 2016 年二季度转正开始，三、四季度延续了这一趋势，2016 年全年经营性现金流达 21.69 亿元，近 3 年首次转正。2015 年 Q3 经营性现金流为正的原因是下游需求下滑导致的公司收缩了部分产能，大幅降低了采购开支，而 2016 年后三个季度是由于收入端增加带来的现金流转正。

图表 17：公司经营现金流 3 年来首次转正



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 18：经营性现金流从 2016 年 Q2 开始回暖

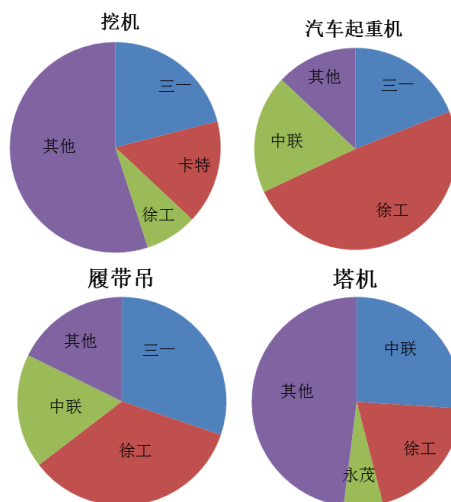


来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

### 3. 工程机械板块 2017 年有望实现大幅增长

- 中国工程机械行业中，混凝土板块、起重机械（工程起重机和塔机）以及土方机械板块规模最大，且吸引了较多企业进入其中，经过多年的竞争，上述三个板块构成了独特的产业结构；其中，土方机械板块是规模最大的板块，也是唯一半壁江山仍被外资品牌占领的板块，而其他板块基本均由国有品牌占据绝大部分市场。

**图表 19：2016 年工程机械行业主要产品的竞争格局（销量口径）**



来源：wind，中泰证券研究所

**(1) 混凝土机械：收购意大利 CIFA 奠定了公司在该领域的领先地位**

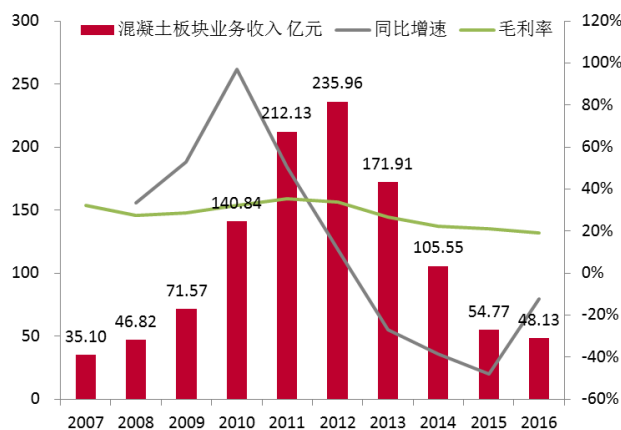
- **混凝土机械产业链情况：**混凝土机械主要包括泵送及搅拌两类机械，其主要的流程是将水泥、骨料、水及外加剂、矿物掺合料等组分按照一定比例，在混凝土搅拌站经计量、拌制，之后采用混凝土搅拌车，在规定时间内运送到使用地点，再由各类泵送机械输送到指定地点。中国庞大、密集的施工需求要求相关设备公司具备提供一系列各种商业和住宅建筑工地以及基建项目使用的混凝土生产、运输和铺设的混凝土机械的能力。

**图表 20：中联重科混凝土板块主要产品：主要包括泵车、搅拌站、运输车等**

<b>混凝土泵车</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>通过安装在折叠臂上的输送管输送混凝土</li> <li>Zoomlion 品牌 31 种型号；CIFA 品牌 15 种型号</li> <li>业内领先的最大混凝土吞吐量</li> </ul>
<b>混凝土拖泵</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>输送混凝土；输送高度高于混凝土泵车</li> <li>Zoomlion 品牌 14 种型号；CIFA 品牌 9 种型号</li> </ul>
<b>混凝土搅拌站</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>可搅拌干硬性、半干硬性、塑性和各种配比的混凝土</li> <li>Zoomlion 品牌 51 种型号</li> </ul>
<b>混凝土搅拌运输车</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>将混凝土从混凝土搅拌站运送至施工工地，同时可在运输过程中不断搅拌混凝土</li> <li>Zoomlion 品牌 23 种型号</li> </ul>
<b>混凝土车载泵</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>将混凝土泵车的机动性与混凝土拖泵取料的输送范围相结合</li> <li>Zoomlion 品牌 4 种型号</li> </ul>

来源：中泰证券研究所

**图表 21：2016 年混凝土机械营收仅约为 2012 年的 1/5，有望触底回升**



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- **中联重科在混凝土行业技术全球领先：**2008 年，中联重科收购意大利 CIFA 以后，充分发挥与 CIFA 的产品技术协同，快速推进了包括碳纤维轻量化技术、仿生六节臂技术、变频减震专利技术等各专利技术在产品中的应用中，不断推出世界级高端混凝土机械产品；中联重科混凝土相关产品在中国市场的占有率从 30% 迅速提高到 40% 以上，一举奠定了中



联重科在该领域的领先地位。

- **混凝土板块有望触底反弹，重新成为公司第一大板块：**2014~2016年，公司混凝土机械板块平均营业收入达69.5亿。混凝土板块的毛利率约在19%~22.4%之间，各类产品中，泵车产品的毛利率最高。在房地产开工预期不悲观的前提下，我们判断混凝土板块有望实现较快增长。

**(2) 起重机械：工程起重机 + 塔机双板块打造最大的起重机械制造商**

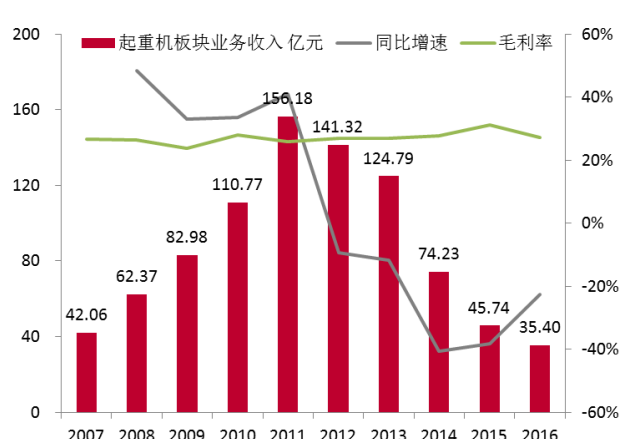
- **起重机械产业链情况：**根据国家质检总局颁布的《特种设备目录》，起重机械分为：桥式起重机、门式起重机、塔式起重机、流动式起重机、门座式起重机、升降机、缆索式起重机、桅杆式起重机、机械式停车设备。各种起重机械的用途不同，构造上有很大差异；起重机械主要适用的下游行业包括：房地产、工程建筑、石油、化工、核电、风电、铁路、公路、水利等；汽车起重机及履带起重机主要在基础设施建设、建筑物和制造设施的建设种业中使用，用于起吊和运送设备和物料，塔式起重机常固定在建筑或施工工地并且就地组装。
- **中联重科通过并购湖南浦沅及德国 JOST 迅速提升产业规模及技术：**从产品来看，中联拥有中国最全的起重机产品线，包括汽车起重机、全路面起重机、履带式起重机和塔式起重机等；2003年，中联重科通过并购湖南浦沅迅速介入工程起重机械行业，2004年其收入规模由2003年的11.73亿元迅速提升到33.80亿元，同比增长了188.11%；2011年，中联重科买断德国平头塔鼻祖 JOST 全套技术，实现对平头塔技术的掌控，同时获得进入欧美等国际高端市场准入证，为塔机产品进入欧美市场打下了良好的基础。

**图表 22：中联重科起重机主要产品**

汽车起重机		<ul style="list-style-type: none"> <li>通过伸缩臂起吊，并且附设可伸缩的吊臂，从而获得不同的最大起吊高度</li> <li>47种型号</li> <li>最大起重量：12~120吨</li> <li>最大起升高度：35.8~95.8米</li> </ul>
全路面汽车起重机		<ul style="list-style-type: none"> <li>与汽车起重机相比，全路面汽车起重机可以在崎岖路面及公路行驶</li> <li>6种型号</li> <li>最大起重量：180~500吨</li> <li>最大起升高度：88.5~150米</li> </ul>
履带式起重机		<ul style="list-style-type: none"> <li>可以在粗糙或凹凸不平的地面上传递物料和设备，通常在一个建筑或施工工地安置较长一段时间</li> <li>18种型号</li> <li>最大起重量：50~3,200吨</li> </ul>
塔式起重机		<ul style="list-style-type: none"> <li>在空间有限的城区和长期的或者高层建筑物施工工地使用</li> <li>34种型号</li> <li>最大作业半径：50~80米</li> </ul>

来源：公司官网，中泰证券研究所

**图表 23：起重机械板块业务状况（亿元）**



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- **起重机械板块 2017 年也有望迎来大幅增长。**2014 至 2016 年，公司起重机械板块平均营业收入达 51.8 亿，板块毛利率约在 27.1%-31.1%之间，其中工程起重机、大型塔机的毛利率较高，基本维持在 30%以上。我们判断工程起重机板块 2017 年将迎来较大幅度的增长。
- 根据行业协会及调研数据，2017 年 5 月份汽车起重机销售累计共 1703 台，同比增长 62%，1-5 月汽车起重机销售累计共 7350 台，同比增长 87%，排名前三企业分别为徐工机械、中联重科、三一重工。

#### 4. 环境板块——国内环卫机械领域的龙头；2017 年仍部分并表

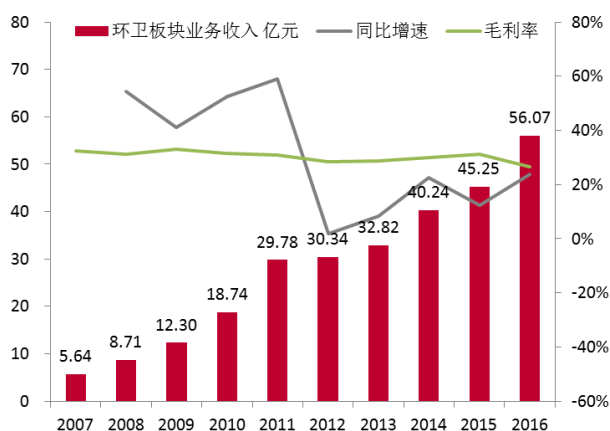
- 按照产品内容分类，环保产业可以分为环保设备和技术、环保服务等。
- 环卫机械需求持续增长：环卫机械是环保设备的一种，是进行环卫机械化作业的主要工具。随着改革开放的不断深入，国家对城市及县城市容环境卫生的投资额快速增加，高额的投资使环卫机械开始大量进入环卫工作领域。在环卫清洁领域，扫路车、清洗车、洒水车等机械化、半机械化作业方式开始替代传统的人工作业模式；在垃圾收运领域，面对我国城市垃圾重量逐渐变轻、体积日益增大的趋势，不少经济发达城市逐步增加压缩式垃圾车数量，并建立垃圾中转站，大大提高了垃圾清运的效率。
- 环保服务产业发展空间巨大：随着国家对环保工作的日益重视，环保服务产业也将获得更广阔的发展空间。2015 年我国的环保投入约为 1 万亿元，随着国家海绵城市建设规划、水十条、大气十条、土十条、城乡环卫一体化等国家环保政策的加速落地和 PPP 模式深化推进，预计“十三五”期间环保投入将快速增长。
- 中联重科环境板块基本分类：中联重科环境板块包括环卫机械、固废分拣和处理、生活垃圾处理，并涉及城镇环境治理综合投资、运营项目，主要为环境治理提供设备和运营服务；从业务上简单划分，中联重科环境包括了环卫机械以及环境产业两个部分。
- 中联重科是国内环卫机械领域龙头企业：中联重科充分利用了设备制造的优势整合产业链，将环境板块打造成以环卫设备为主要收入来源，其中清洗车、扫路车、垃圾车等产品连续多年位居行业市场占有率第一。
- 公司曾尝试向环境运营商转型：公司环境产业板块在环卫机械设备持续稳居国内第一的基础上，持续推进实现从设备提供商到环境产业整体方案提供商和投资运营商的转型。在环境项目运营方面，公司提供城乡生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、污水处理和土壤修复服务。目前，公司与多个国家重点生态功能区签订了县域环境治理战略框架协议，其中湖南省宁乡县、石门县项目已进入投资阶段。

图表 24：中联重科环卫机械主要产品



来源：招股说明书，公司官网，中泰证券研究所

图表 25：近年来公司环卫板块收入稳步增长



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- 公司环境机械板块营收稳步增长：2014至2016年，公司环境机械板块平均营业收入高达47.2亿，复合增长速度为11.69%，该板块已经成为中联

增速最大的板块；其中，公司环卫设备板块收入持续占环境机械整体收入的90%以上，我们预计环卫设备制造营收将保持快速增长。

## 5. 农业机械板块：仍处于重点培育阶段，向“高端装备+服务”迈进

### (1) 行业市场空间广阔，竞争较为激烈

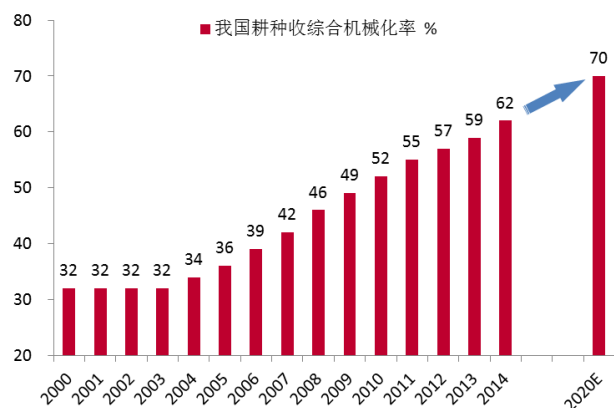
- **行业规模巨大，但市场较分散：**据中国农机工业协会统计，2016年农机工业增加值增速7.7%，比上年下降0.7%。2016年全国规模以上农机企业主营业务收入4516.39亿元，比上年同期增长了5.8%；预计未来增长的趋势因素包括：农村劳动力结构变化、农业生产经营模式转变以及政策方面的支持。尽管我国近年来农业机械行业发展迅猛，但还没有形成具有较大规模和较强国际影响力的大型农机制造企业，行业企业数量众多，但以中小企业为主，企业实力较弱。
- 根据统计，2016年中国最大的农业机械厂家为福田雷沃（未披露收入规模，我们判断可能超过100亿），第一拖拉机收入规模为88.71亿，中联重机排名第三，收入达37.42亿。
- **目前国内农业机械处于快速发展期：**中国农业机械化在1979年之前的二十年中以相对较快的速度发展，机械化率以平均每年1个点的幅度提升。但是改革开放后的二十多年，虽然机械化率仍旧每年提升0.9个点，但是增速明显放缓。2004年，农机补贴政策开始有了较快提高，行业进入较快的上升通道。

**图表 26：中国农业机械发展进程：2004 年至今为快速发展阶段**

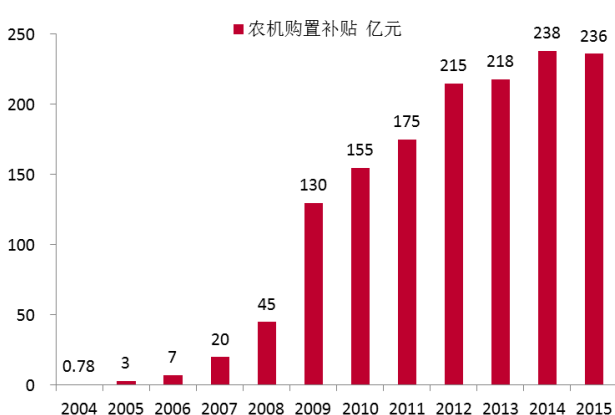
发展阶段	经营体制	效果	指导政策
全面发展期 (1959-1979)	国家、集体经营为主	年均机械化率提升1%	1959年毛泽东提出了“农业的根本出路在于机械化”；1962年，党的八届十中全会确定了“我们党在农业问题的根本路线是，第一步是先农业集体化，第二部是在农业集体化基础上是先农业机械化和电气化
缓慢发展期 (1980-2003)	户营为主	年均机械化率提升0.9%	20世纪80年代初，农村实行了家庭联产承包责任制
快速发展期 (2004年至今)	主体多元化	年均机械化率提升2.8%	2004年6月25日，第十届全国人民代表大会常务委员会第十次会议通过了《中华人民共和国农业机械促进法》；2010年7月5日，发布《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好发展的意见》

来源：农业部，中泰证券研究所

- 从作物综合机械化水平来看，十年来，我国作物综合机械化水平持续提升，预计未来还将持续提升，2020年有望达到70%。
- **农机购置补贴导致竞争加剧：**2004年起实施的农机购置补贴政策对我国农业机械行业的发展起到了直接推动作用。经过10年的发展，农机购置补贴资金从2004年的0.7亿元增加到2015年的236亿元，补贴的范围由2004年的66个县扩大到涵盖全国所有的农牧业县和所有农场；补贴机具种类从9大类18小类扩大到12大类48小类，几乎包括了所有主要的粮食生产机械。但是，农机购置补贴也引起农业机械出现了一定程度的低价竞争情况，各类企业依靠农业补贴生存的经营思路截止目前没有得到根本改变。

**图表 27：我国农业机械化水平有望进一步提高**


来源：农业机械工业协会，中泰证券研究所

**图表 28：国内农机购置补贴保持增长趋势**


来源：农业部，中泰证券研究所

## (2) 公司在农机行业全产业链布局，未来有望成长为细分龙头

- **中联重科 2014 年并购奇瑞重机进入农业机械行业：**2014 年 8 月中联重科按照挂牌价格人民币 20.88 亿元竞购奇瑞重工股份有限公司 18 亿股股份，占中联重机总股本的 60%；2014 年 12 月公司再次以人民币 2.61 亿元的价格收购中联重机 2.25 亿股股份，占中联重机总股本的 7.51%。2015 年 1 月 4 日，奇瑞重机相关股份转让完成交割，公司总计持有奇瑞重机共 20.25 亿股股份，占其总股本的 67.51%，累计付出 23.49 亿元。
- **农业机械产业链最齐全的公司之一：**中联重科农业机械包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机具等，对应的中国农业机械市场规模约为 1500 亿左右，主要为农业生产提供育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程服务。

**图表 29：中联重科农业机械主要产品**


拖拉机形成了6款高端平台，8款中端平台产品，近100个产品型号。功率段实现25-300HP全覆盖；满足国内旱田、水田各种作业区域以及配套PTO输出动力需求；



谷物收获机形成横流、单纵、双纵技术平台，94个产品型号；水稻机形成横流、单纵、双纵技术平台，35种产品型号；玉米机形成3个技术平台，20种产品型号；



烘干机产品形成8种产品平台，100余种产品型号，涵盖10-100吨低温循环式烘干机、移动式烘干机、高温连续式烘干塔，是目前国内烘干机产品最齐全的粮食烘干装备品牌。

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 目前，公司农业装备业务已基本覆盖国内主要农作物（小麦、水稻、玉米、油菜等）的育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等整个流程，初步达到了为用户提供“农业生产机械化全过程解决方案”的产品



战略。公司产品线涵盖拖拉机、小麦收割机、玉米收获机械、水稻收割机、青饲料收获机、插秧机、烘干机、农机具，形成了 8 大类产品，18 个产品平台，36 个产品系列的产品组合竞争优势。

- **农业机械的收入情况：**2016 年，公司农业机械板块营业收入为 34.52 亿，同比增长 4.75%。其中收获类机械、各类拖拉机销售占比约为 30-40%，剩余为以烘干机为代表的各类农机局产品；公司农机板块的毛利率为 16.68%，并处于持续提升阶段。我们预计农业机械板块业绩将保持稳步增长。

## 五、出售环境资产，战略聚焦工程机械、农业机械

### 1. 116 亿出售环境产业 80% 股权

- 根据公司 2017 年 5 月公告，公司拟以 116 亿元转让中联重科全资子公司环境产业公司 80% 股权。盈峰投资控股集团有限公司、广州粤民投盈联投资合伙企业（有限合伙）、上海绿联君和产业并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）、弘创（深圳）投资中心（有限合伙）将联合作为受让方。其中盈峰控股收购环境产业公司 51% 的控股权，其他三方收购 29% 的股权。
- 本次交易完成后，公司将持有环境产业公司 20% 股权，环境产业公司不再纳入公司合并报表范围，剩余股权预计将通过权益法核算。

### 2. 环境产业 2016 年净利润 7.55 亿，本次出售对应 PE 19.2 倍

- 根据公司公告的模拟财务报表。2016 年环境产业收入 56 亿元，同比增长 24%；净利润 7.55 亿元，同比增长 9.22%，净利润率为 13.47%。截至 2016 年末，环境板块总资产 92.48 亿元，总负债 61.61 亿元，资产负债率 66.62%。
- 本次出售环境产业公司 80% 股权，交易对价为 116 亿元，对应环境产业公司整体估值水平为 145 亿元，较环境产业公司截至 2016 年 12 月 31 日经审计的模拟净资产 30.9 亿元增值幅度为 369.3%，对应环境产业公司 2016 年模拟净利润的 19.2 倍。
- 公司拟先将环卫业务部门的业务和资产注入公司全资子公司环境产业公司，注入完成后，该板块从事环卫机械、固废分拣和处理、生活垃圾处理，并涉及城镇环境治理综合投资、运营项目，主要为环境治理提供设备和运营服务。2016 年，公司环境板块业务实现营业收入 56.07 亿元，实现净利润 7.55 亿元，净利润率为 13.47%。

**图表 30：环境产业近两年模拟财务数据汇总（假设内部重组于 2015/1/1 完成）**

项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
资产总额	7,092,530,152.28	9,247,832,394.70
负债总额	4,885,581,321.06	6,161,104,514.15
应收账款	3,349,478,893.52	4,587,139,662.21
净资产	2,206,948,831.22	3,086,727,880.55
	2015 年度	2016 年度



营业收入	4,532,347,627.60	5,606,714,113.36
营业利润	805,275,044.09	886,724,189.84
净利润	691,732,020.86	755,498,921.34

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 3. 收购方实力雄厚：盈峰控股 + 粤民投 + 弘创投资 + 绿联君和

- 盈峰控股是于佛山注册成立的有限责任公司。盈峰控股成立于 2002 年 4 月 19 日，主要通过股权投资参、控股相关企业的方式涉足制造业、零售业和金融业三个领域。制造业主要包括漆包线、风机以及粉末冶金产品的生产销售，零售业主要包括孕婴童用品连锁经销，金融业主要包括私募股权投资及证券投资等资本运作项目。其主要股东及实际控制人为何剑锋先生。截至 2016 年 12 月 31 日，盈峰控股的总资产为人民币 1,279,778 万元，净资产为人民币 551,014 万元；2016 年度，盈峰控股的营业收入为人民币 474,429 万元，净利润为人民币 45,204 万元。
- 粤民投是于广州注册成立的有限合伙企业，系为本次交易专门设立的主体，其实际控制人为广东民营投资股份有限公司。截至 2016 年 12 月 31 日，广东民营投资股份有限公司的总资产为人民币 1,613,426 万元，净资产为人民币 1,606,380 万元；2016 年度，广东民营投资股份有限公司的营业收入为人民币 0 元，净利润为人民币 13,013 万元。
- 弘创投资是于深圳注册成立的有限合伙企业，主营业务为投资管理、股权投资、投资咨询等，截至 2016 年 12 月 31 日，弘创投资的总资产为人民币 93,301 万元，净资产为人民币 69,196 万元；弘创投资 2016 年度营业收入为人民币 0 元，净利润为人民币 11,243 万元；弘创投资截至 2017 年 3 月 31 日的净资产为人民币 57,964 万元。由于公司董事赵令欢先生担任弘创投资的执行事务合伙人委派代表，且担任弘创投资的执行事务合伙人弘毅投资（深圳）有限公司的董事长、总经理、法定代表人，公司根据《上市规则》第 10.1.3 条（三）项的规定认为弘创投资系公司的关联法人。
- 绿联君和是于上海注册成立的有限合伙企业，主营业务为股权投资管理、股权投资。截至 2016 年 12 月 31 日，绿联君和的总资产为人民币 95,260 万元，净资产为人民币 95,179 万元；自 2016 年 11 月 9 日至 2016 年 12 月 31 日的期间，绿联君和的营业收入为人民币 0 元，净利润为人民币 -1,121 万元。公司的全资子公司中联资本有限责任公司作为绿联君和的有限合伙人，认缴绿联君和出资额 5 亿元人民币；同时中联资本有限责任公司作为有限合伙人，认缴绿联君和的普通合伙人上海绿联君和股权投资管理中心（有限合伙）100 万元的出资额。

### 4. 环境业务：出售实现产业协同、推动环境业务板块进一步发展

- **环境装备制造和服务产业协同为行业发展的必然趋势：**近年来，随着国家政策支持力度提升，资本、资源和人才向环境产业聚集，环境产业保持较快增长势头。从国际经验来看，实现环境装备制造和环境服务的产业协同是环境产业公司战略发展的必然趋势。全球领先的环境产业公司均以装备制造作为竞争优势、以环境运营作为收入主要来源，实现产业协同。

- **公司装备制造能力雄厚，服务运营能力稍显薄弱：**公司在环境装备领域占据市场领先地位，主导产品市场占有率长期位居首位，竞争优势明显。为进一步取得业务突破，公司必须进行产业链延伸，向环境运营等领域拓展。相比装备制造，环境运营要求服务提供方具有丰富的运营经验、雄厚的资金实力、强有力的落地资源与丰富的异地扩张经验。公司在制造领域经验丰富，但在运营领域起步相对较晚，仅依靠自身积累，短期内难以为环境运营业务的快速发展提供充足的支持。
- **引入运营经验丰富的新股东，助力环境产业二次发展：**过去十余年间，环境产业公司取得了长足的发展，通过引入运营经验丰富、资金实力雄厚以及项目资源广泛的新股东，可以更加有效的发挥在环境装备制造方面既有的领先优势，产生明显的协同效应，确保环境产业公司继续保持高速发展，实现在新形势下的第二次腾飞，成为国内领先的环境装备制造商和环境项目的投资和运营商。

## 5. 出售环境板块的主要原因分析

- **聚焦工程机械及农业机械，实现资源的合理分配：**虽然环境产业发展较快，但中联重科的主要利润来源还是传统主业工程机械，以 2016 年年报为例，公司工程机械毛利为 22.74 亿，是环境板块 14.89 亿毛利额的 1.53 倍；且工程机械经历了长达五年的下跌，当前正处于收入筑底后盈利能力复苏阶段，未来毛利率持续反弹可能性较大；此时对于环境资产的处置将最大程度的聚集资源，实现工程机械及农业机械更好的发展。
- **资产流动性大幅改善，持续发展能力增强：**从财务指标角度来看，通过本次交易，公司将取得 116 亿元的现金，公司的资产流动性将大大得到改善。若不考虑期权的公允价值，且不考虑剩余股权公允价值的调整，同时假设营运资本维持在 2016 年 12 月 31 日的水平，经初步估算，本次交易将实现 91.31 亿元税前利润。同时，公司资产负债率将明显下降，财务杠杆率将得到改善，公司财务稳健性将大大提高，公司持续发展能力更强。

**图表 31：出售前后重要比率变动预测表**

	出售前	出售后	变动
净负债（亿元）	229.06	115.75	-49.47%
总体债务（亿元）	312.32	304.15	-2.62%
净债务/股东权益	60.6%	23.9%	-36.70%
总债务/股东权益	82.6%	62.8%	-19.81%
资产负债率	57.6%	48.3%	-9.32%
流动比率	2.56	3.37	0.81
速动比率	2.09	2.81	0.72

来源：中泰证券研究所

## 6. 出售资产后中联重科可能的举措

- **偿还部分银行负债：**截止 2016 年 12 月 31 日，中联重科有息负债约为 369 亿，对应公司财务费用中的利息支出规模为 16.2 亿，如公司可偿还

部分债务，预计公司将减少部分利息支出。

- **购买部分资产：**公司高层在股东大会上曾经表示，出售资产后接下来将寻找和接触合适的海外并购标的，重点布局“一带一路”，公司将考虑通过自建或者并购，发力高空作业平台、土方机械等领域的可能性，使公司形成较为完善的工程机械优势板块群。
- **进行主动的坏账拨备：**考虑到公司应收账款及存货规模仍旧较大，因此公司每年仍旧需要计提不少的坏账准备，我们认为公司有必要考虑在2017年进行一定规模的主动计提，尽快减少应收账款及存货未来对于公司利润表的影响。

## 7. 充裕的现金流，助力公司形成新的竞争优势

- 一旦中联重科完成资产出售项目，手中现金又将重新增加至200亿以上，上市公司届时已在行业中具备了较为明确的竞争优势；如届时公司应收及存货的负担得到一定程度的减轻，中联重科将在较低负担的情况下迅速产生新的发展动力，推动公司加速发展。

## 六、盈利预测与估值

### 1. 盈利预测

- **核心假设：**宏观经济复苏平稳，工程机械行业反弹可持续，行业竞争格局稳定，主要产品销量增速稳定，核心产品毛利率稳定；
- 我们预计2017-2019年公司收入分别为234亿元、257亿元、275亿元，同比分别增长17.1%、4.6%、12.1%；归属于母公司净利润分别为15.8亿元、19.6亿元、29.9亿元，同比分别增长169.9%、24.1%、52.6%；对应EPS分别为0.21元、0.26元、0.39元。

### 2. 估值分析与投资建议

- **PE估值分析：**对工程机械产业链龙头公司估值比较，中联重科的估值居中，但考虑到公司在工程机械行业的龙头地位，在近几年的复苏中收入刚刚跨过盈亏平衡点，未来公司利润弹性较大。

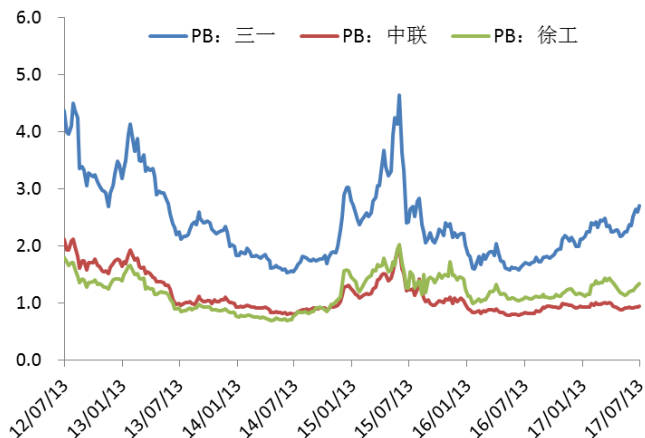
图表 32：工程机械产业链公司估值比较：中联重科估值居中

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
中联重科	000157.SH	4.56	0.01	-0.12	0.21	0.26	0.39	414	-	21	17	11
徐工机械	000425.SZ	3.95	0.01	0.03	0.10	0.14	0.19	529	116	41	27	21
安徽合力	600761.SH	13.77	0.64	0.64	0.81	0.98	1.11	22	19	17	14	12
恒力液压	601100.SH	18.90	0.10	0.11	0.36	0.48	0.65	127	260	53	39	29
三一重工	600031.SH	8.30	0.02	0.03	0.32	0.42	0.52	351	169	26	20	16
平均								289	141	32	23	18

来源：中泰证券研究所（估价更新至2017.07.10，除中联重科外估值均为wind一致性预期）

- **PB 估值分析:**横向比较,公司的 PB 估值明显低于三一重工及徐工机械;纵向比较,公司目前估值处于历史底部。

**图表 33: 横向比较, 估值低于三一、徐工; 纵向比较, 处于历史低位**



资料来源: wind, 中泰证券研究所

- 我们判断公司二季度业绩将好于一季度,全年业绩有望持续超市场预期。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.21、0.26、0.39 元,对应 PE 为 21x、17x、11x。维持“增持”评级。

## 七、风险提示

- 受宏观经济形势及行业因素影响,工程机械板块经营存在不确定性风险。
- 石油、钢材等大宗商品价格可能持续变动,存在生产要素成本上升风险。
- 汇率波动的不确定性,海外投资、销售存在收益下降的风险。



**图表 34：中联重科三张表**

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	25,851,195	20,753,347	20,022,517	23,450,000	24,530,000	27,490,300
增长率	-32.93%	-19.7%	-3.5%	17.1%	4.6%	12.1%
营业成本	-18,641,595	-15,145,956	-15,244,687	-17,791,100	-17,800,260	-19,654,729
% 销售收入	72.1%	73.0%	76.1%	75.9%	72.6%	71.5%
毛利	7,209,600	5,607,391	4,777,830	5,658,900	6,729,740	7,835,572
% 销售收入	27.9%	27.0%	23.9%	24.1%	27.4%	28.5%
营业税金及附加	-228,129	-102,759	-225,403	-184,083	-218,808	-274,903
% 销售收入	0.9%	0.5%	1.1%	0.8%	0.9%	1.0%
营业费用	-3,035,567	-2,501,552	-2,445,961	-2,931,250	-2,673,770	-2,749,030
% 销售收入	11.7%	12.1%	12.2%	12.5%	10.9%	10.0%
管理费用	-1,929,817	-1,700,891	-1,733,987	-1,641,500	-1,349,150	-1,511,967
% 销售收入	7.5%	8.2%	8.7%	7.0%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	2,016,087	1,302,190	372,478	902,068	2,488,012	3,299,672
% 销售收入	7.8%	6.3%	1.9%	3.8%	10.1%	12.0%
财务费用	-745,449	-1,263,300	-1,035,458	-1,148,000	-1,217,000	-1,237,000
% 销售收入	2.9%	6.1%	5.2%	4.9%	5.0%	4.5%
资产减值损失	-606,782	-710,850	-1,271,774	-8,000,000	-300,000	-300,000
公允价值变动收益	-11,774	-16,553	155,787	42,487	72,474	118,094
投资收益	10,840	83,377	-24,485	9,517,000	267,000	300,000
% 净利润	1.3%	250.5%	-	524.8%	12.7%	9.4%
营业利润	662,922	-605,137	-1,803,451	1,313,554	1,310,487	2,180,766
营业利润率	2.6%	-2.9%	-9.0%	5.6%	5.3%	7.9%
营业外收支	200,217	638,423	788,226	500,000	800,000	1,000,000
税前利润	863,139	33,286	-1,015,225	1,813,554	2,110,487	3,180,766
利润率	3.3%	0.2%	-5.1%	7.7%	8.6%	11.6%
所得税	-235,264	57,871	110,417	-213,392	-120,000	-150,000
所得税率	27.3%	-173.9%	10.9%	11.8%	5.7%	4.7%
净利润	627,875	91,157	-904,808	1,600,162	1,990,487	3,030,766
少数股东损益	0	0	0	21,000	26,000	40,000
非现金支出	1,253,385	1,545,240	2,262,154	8,790,706	954,047	993,302
非经营收益	1,421,857	1,735,476	382,799	-9,447,682	-634,496	-913,115
营运资金变动	-10,993,249	-6,706,368	428,416	1,535,658	603,205	728,082
经营活动现金净流	-7,690,133	-3,334,495	2,168,560	2,499,844	2,939,243	3,879,034
资本开支	945,475	645,214	162,795	-3,729,492	-205,041	-346,718
投资	-2,335,695	-347,778	-999,641	0	0	0
其他	669,768	2,690,062	391,428	9,559,487	339,474	418,094
投资活动现金净流	-2,611,402	2,392,625	-771,009	13,288,979	544,516	764,812
股权募资	2,000	0	90,100	0	0	0
债权募资	10,579,662	838,884	-3,717,110	0	0	0
其他	-2,454,129	-2,893,680	-2,682,630	-611,804	-1,654,598	-504,978
筹资活动现金净流	8,127,533	-2,054,796	-6,309,639	-611,804	-1,654,598	-504,978
现金净流量	-2,174,020	-2,996,666	-4,912,088	15,177,018	1,829,160	4,138,868

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	16,894,350	13,535,350	8,193,686	9,788,465	15,962,052	19,359,632
应收款项	33,182,338	32,340,701	33,496,286	35,943,068	36,254,332	36,863,739
存货	10,376,228	14,082,903	12,770,072	10,723,403	10,241,245	10,769,714
其他流动资产	13,629,048	14,625,898	14,459,726	17,637,060	17,282,887	17,223,596
流动资产	74,081,964	74,584,852	68,919,770	74,091,995	79,740,516	84,216,682
% 总资产	79.0%	79.6%	77.3%	82.1%	83.2%	83.9%
长期投资	5,178,077	2,983,099	3,998,837	3,998,837	3,998,837	3,998,837
固定资产	6,780,756	8,520,204	8,069,020	3,849,294	3,641,724	3,417,902
% 总资产	7.2%	9.1%	9.1%	4.3%	3.8%	3.4%
无形资产	5,011,339	6,779,478	7,015,453	7,214,980	7,363,462	7,547,263
非流动资产	19,675,992	19,138,168	20,221,253	16,201,055	16,141,967	16,101,946
% 总资产	21.0%	20.4%	22.7%	17.9%	16.8%	16.1%
资产总计	93,757,956	93,723,020	89,141,023	90,293,050	95,882,483	100,318,628
短期借款	5,745,537	13,281,686	8,139,906	3,228,363	3,228,363	3,228,363
应付款项	18,443,304	16,077,207	16,114,948	15,290,264	15,241,824	16,812,925
其他流动负债	1,073,602	823,765	2,644,357	3,865,678	2,842,636	3,078,203
流动负债	25,262,444	30,182,657	26,899,210	22,384,305	21,312,823	23,119,491
长期贷款	9,787,306	6,453,055	10,099,564	10,099,564	10,099,564	10,099,564
其他长期负债	17,460,298	16,478,203	14,347,288	19,563,678	24,234,106	23,832,818
负债	52,510,047	53,113,915	51,346,063	52,047,547	55,646,494	57,051,873
普通股股东权益	40,830,793	39,936,600	36,813,563	37,243,105	39,207,592	42,198,357
少数股东权益	417,115	672,504	981,398	1,002,398	1,028,398	1,068,398
负债股东权益合计	93,757,956	93,723,020	89,141,023	90,293,050	95,882,483	100,318,628

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.077	0.011	-0.122	0.206	0.256	0.390
每股净资产 (元)	5.299	5.211	4.803	4.859	5.116	5.506
每股经营现金净流 (元)	-0.998	-0.435	0.283	0.323	0.380	0.501
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	1.45%	0.21%	-2.54%	4.24%	5.01%	7.09%
总资产收益率	0.63%	0.09%	-1.05%	1.86%	2.28%	3.29%
投入资本收益率	2.84%	5.95%	0.58%	1.50%	4.37%	5.67%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-32.93%	-19.72%	-3.52%	17.12%	4.61%	12.07%
EBIT增长率	-62.57%	-35.41%	-71.40%	142.18%	175.81%	32.62%
净利润增长率	-84.53%	-85.95%	-1218.64%	269.13%	24.40%	52.24%
总资产增长率	4.86%	-0.04%	-4.89%	-0.49%	0.85%	2.59%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	411.2	529.2	545.6	520.0	500.0	450.0
存货周转天数	187.2	294.7	321.5	220.0	210.0	200.0
应付账款周转天数	156.7	165.6	155.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	80.8	121.9	139.0	84.5	50.0	43.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	35.84%	53.32%	60.60%	47.00%	41.36%	35.51%
EBIT利息保障倍数	2.7	1.0	0.4	0.8	2.0	2.7
资产负债率	56.01%	56.67%	57.60%	55.05%	53.21%	52.37%

来源：中泰证券研究所



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。