

建筑机械

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 8.45元

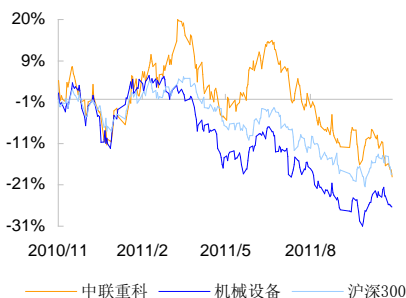
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2380.22
总股本(百万)	7706
流通股本(百万)	6274
流通市值(亿)	530
EPS	0.61
每股净资产(元)	4.34
资产负债率	54.62%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中联重科	-3.54	-18.14	-16.05
机械设备	3.86	-12.06	-17.08
沪深300指数	-0.26	-8.54	-15.08



中联重科

000157

推荐

短期稳定增长可期, 长期看土方机械和海外市场开拓

投资要点:

- 公司是中国工程机械装备制造业领军企业。混凝土机械和起重机械是公司两大主营业务, 市场份额均位居国内市场第二位。
- 优秀的管理层、品牌技术优势和长于并购是公司快速发展的动力。过去十年公司营收增长超过百倍, 年复合增速高达 63%, 远超行业平均增速 24%。我们认为公司的优势在于: ①管理层持股, 有效激发团队工作积极性; ②脱胎于建机院, 品牌技术优势明显; ③通过一系列并购扩充了产品线和成长空间。
- 受行业低迷拖累, 公司业绩短期回归平稳增长。①散装水泥的推广和设备更新能部分缓解房地产投资减速的影响, 预计公司 2012 年混凝土机械收入增速由目前 32% 降至 12% 左右。②塔式起重机业务增速将放缓, 汽车起重机需求有望回升, 预计起重机械 2012 年收入增速为 20%。
- 土方机械和海外市场开拓值得期待。①预计 2015 年国内挖掘机市场规模有望达到 1260 亿, 简单假设公司市场份额达到 8%, 则可贡献收入 100 亿。②卡特彼勒、小松等国际巨头海外收入占比超过 60%, 而今年上半年公司出口占比仅为 4%, 公司规划 15 年达到 30%, 即出口要从目前的 20 亿增加至 200 亿以上。
- 首次给予公司“推荐”的投资评级。我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.95、1.09 和 1.34 元。目前股价对应 2012 年 7.75 倍市盈率, 我们看好公司长期发展前景, 首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示: 货币政策持续紧缩、原材料成本上升、信用销售风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	32193	42402	49905	61680
收入同比	55%	32%	18%	24%
归属母公司净利润	4666	7305	8395	10354
净利润同比	91%	57%	15%	23%
毛利率	30.3%	31.9%	31.6%	31.4%
ROE	17.0%	21.8%	20.6%	20.8%
每股收益(元)	0.61	0.95	1.09	1.34
P/E	13.94	8.90	7.75	6.28
P/B	2.37	1.94	1.60	1.30
EV/EBITDA	9.06	6.15	5.26	4.26

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：近十年营收 CARG 高达 63% 的行业龙头	4
二、行业分析：内需回归平稳增长，出口空间广阔	5
2.1 国内市场需求预计 2012 年触底后企稳回升	5
2.2 海外市场将是未来长期增长点	7
三、公司竞争优势分析：优秀的管理层、品牌技术优势和长于并购是公司核心竞争力所在	8
3.1 品牌技术领先，国际竞争优势逐步建立	8
3.2 管理层持股，激励作用强	10
3.3 并购历史辉煌	10
四、公司业务分析：混凝土机械和起重机械是短期业绩增长关键	11
4.1 受益水泥散装率提升，混凝土机械业务稳步增长可期	11
4.2 起重机械业务市场份额有望进一步提高，继续超越行业增长	14
4.3 受益城镇化建设，环卫机械业务持续快速增长	16
4.4 未来土方机械和海外市场开拓值得期待	17
五、盈利预测与投资建议：推荐	18

图 表

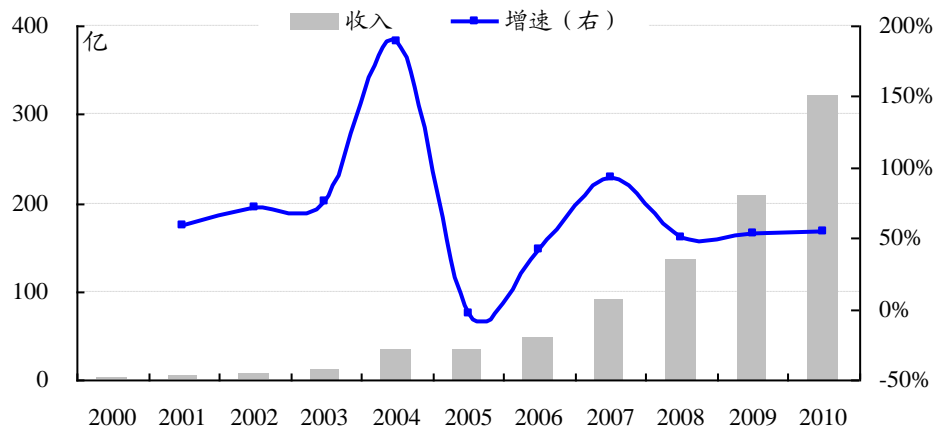
图 1: 近十年公司营业收入增长超过百倍	4
图 2: 近五年公司收入构成	4
图 3: 近五年公司分业务毛利率情况	4
图 4: 我国工程机械行业需求仍以内需占主导	5
图 5: 工程机械行业国内销售收入增速与固定资产投资增速关系 (实际增速)	6
图 6: 2009 年中国与其他国家城市化率比较	6
图 7: 中国城市化率预测	6
图 8: 中国公路覆盖率与世界主要国家比较	6
图 9: 中国铁路覆盖率与世界主要国家比较	6
图 10: 中国工程机械需求量占全球比例由 2005 年 18% 急剧增加至 2009 年 43%	7
图 11: 拉丁美洲建筑市场投资总额走势	7
图 12: 全球工程机械市场预测	8
图 13: 公司股权结构合理	10
图 14: 公司通过不断收购兼并发展壮大	10
图 15: 预拌混凝土施工方式与传统方式比较	12
图 16: 散装水泥供应量增速和泵车销量增速相关性明显	12
图 17: 2015 年我国水泥散装率要达到 58%	13
图 18: 国内泵车市场需求仍将稳步增长	13
图 19: 2010 年国内泵车市场格局	14
图 20: 2010 年国内搅拌运输车市场格局	14
图 21: 2011 年前三季度公司起重机械业务构成 (销售额)	14
图 22: 2010 年汽车起重机下游需求构成	14
图 23: 预计 2012 年汽车起重机行业销量增速为 10% 左右	15
图 24: 2011 年汽车起重机行业市场格局 (销量)	15
图 25: 公司汽车吊市场份额稳步提高	15
图 26: 环卫机械市场份额构成 (销量)	16
图 27: 国内环卫机械保持快速增长	16
图 28: 2010 年国内工程机械销售额构成	17
图 29: 2008 年全球工程机械销售额构成	17
图 30: 历年国内挖掘机市场各品牌占有率情况	17
图 31: 2011 年上半年国内挖掘机市场各品牌占有率情况	17
图 32: 2010 年中联与卡特彼勒、小松机械业务收入比较	18
图 33: 公司历年出口额及占营业收入比例	18
表 1: 公司历年技术创新成果	8
表 2: 公司 2010 年主要产品市场份额和排名情况	9
表 3: 中国工程机械产品价格相对偏低	9
表 4: 公司并购历史	11
表 5: 2011-2015 年国内泵车市场需求测算	13
表 6: 各行业固定资产投资增速假设	15
表 7: 公司主要业务盈利指标预测	18

一、公司简介：近十年营收 CARG 高达 63% 的行业龙头

中联重科股份有限公司创建于 1992 年，脱胎于建设部长沙建设机械研究院，2000 年 10 月在深交所上市（股票代码 000157），2010 年 12 月在香港联交所上市（股票代码 01157），是中国工程机械制造业领军企业。主要产品涵盖混凝土机械、起重机械、环卫机械、路面机械和土方机械等领域，其中大中吨位塔式起重机和环卫机械成为国内第一品牌，泵车和汽车起重机市场占有率居国内第二位。

公司营业收入自 2000 年约 2.45 亿增长为 2010 年约 321.93 亿，十年间增长超过百倍，年复合增速高达 63%，远超行业平均增速 24%。我们认为公司的这种高速增长主要得益于：（1）我国经济快速发展，城镇化加速推动大规模房地产和基础设施建设；（2）公司在行业内显著的研发、制造和销售竞争优势；（3）公司通过一系列并购扩充了产品线和成长空间。

图 1：近十年公司营业收入增长超过百倍



资料来源：wind，中投证券研究所

公司收入结构稳定，80% 左右的营业收入来自于混凝土机械和起重机械，其余则由环卫机械、路面及桩工机械贡献。2011 年前三季度混凝土机械和起重机械业务收入占比分别为 45.20% 和 33.74%。

图 2：近五年公司收入构成

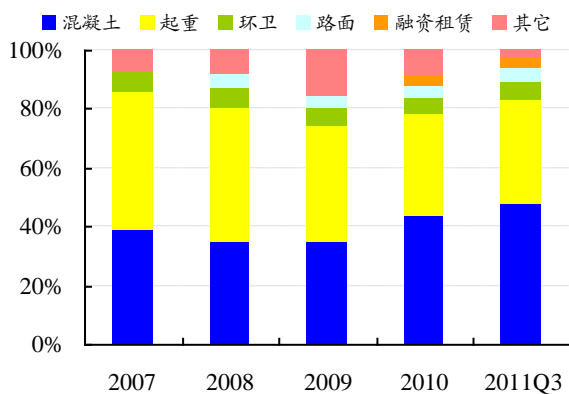
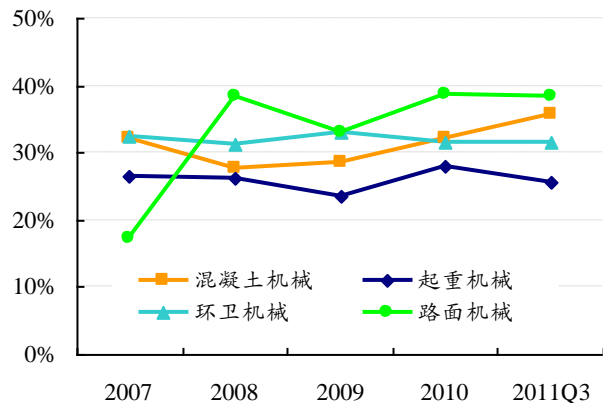


图 3：近五年公司分业务毛利率情况



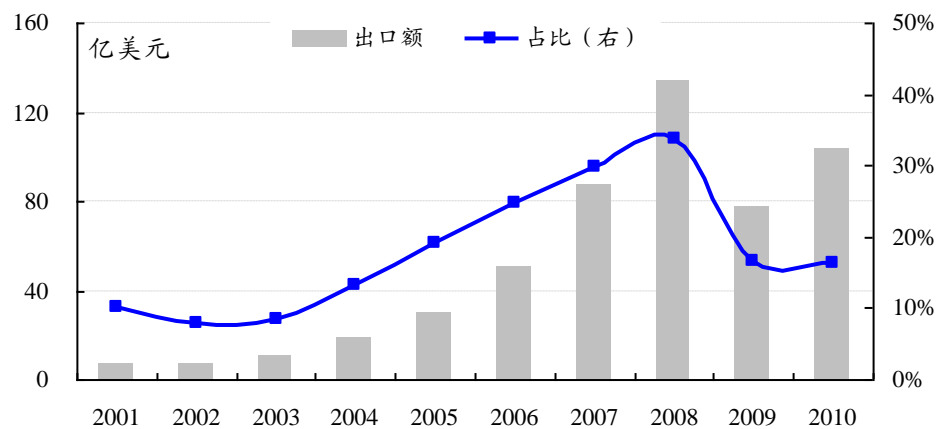
数据来源：公司公告，中投证券研究所

毛利率方面，受益于公司在混凝土机械领域的强势地位、收购 CIFA 产生的协同效应和产品结构升级，近年来公司混凝土机械毛利率稳步上升，自 2008 年 27.59% 提升至今年前三季度 35.78%。起重机械除 2009 年由于工程起重机产品结构的变化导致毛利率下降外，其它年份毛利率基本保持稳定。

二、行业分析：内需回归平稳增长，出口空间广阔

我国工程机械行业需求来源于内需和出口两方面，其中出口占比自 2002 年 8% 快速上升至 2008 年 34%，后由于内需持续高增长而外需萎缩导致出口规模和占比急剧减少。目前出口规模有所回升，但 2010 年出口占比仍仅为 16%；短期内影响行业需求的决定因素还是来自于国内。

图 4：我国工程机械行业需求仍以内需占主导



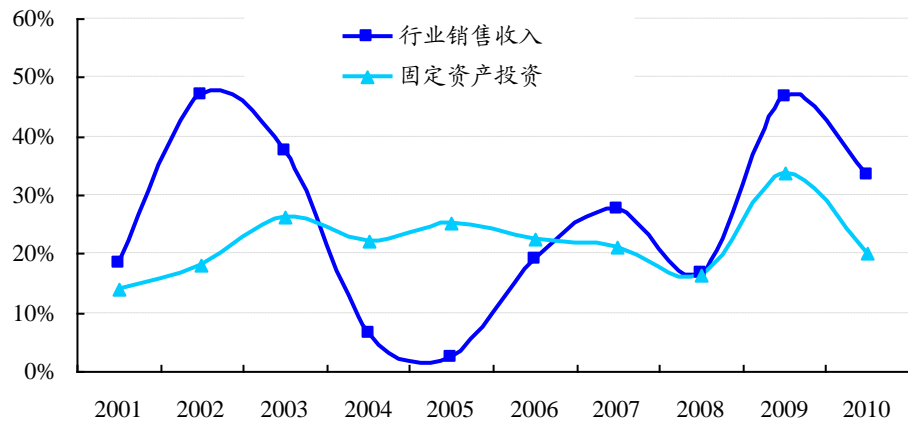
资料来源：工程机械协会、中投证券研究所

2.1 国内市场需求预计 2012 年触底后企稳回升

工程机械行业是典型的投资拉动型行业，行业需求由固定资产投资决定（主要为房地产和基建）。理论上，固定资产投资增速对应工程机械保有量增速，进一步，固定资产投资增速的变化则影响工程机械销量的增速，因而工程机械销量增速的短期波动要大于固定资产投资增速的波动。即当固定资产投资增速上升时，工程机械销量增速上升幅度更大；而当固定资产投资增速下降时，工程机械销量增速下降的更快。最近十年工程机械行业国内销售收入增速与固定资产投资增速之间的关系图也基本反映了两者的短期波动关系。但从长期来看，两者增速接近。过去十年，我国固定资产投资实际¹复合增速为 21.80%，工程机械行业国内销售收入实际复合增速为 24.66%。

¹ 固定资产实际投资=固定资产名义投资/固定资产投资价格指数，工程机械实际销售收入=工程机械名义销售收入/PPI

图 5: 工程机械行业国内销售收入增速与固定资产投资增速关系 (实际增速)

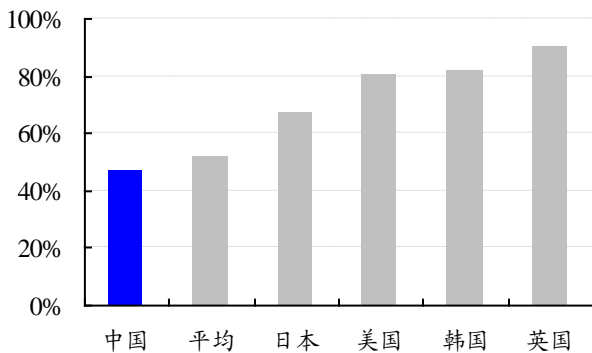


资料来源: 工程机械协会、Wind、中投证券研究所

短期来看, 行业国内需求不容乐观。目前国家货币政策放松概率不大、房地产调控依然严厉, 中投宏观预计 2012 年国内固定资产投资增速将降低为 19%。

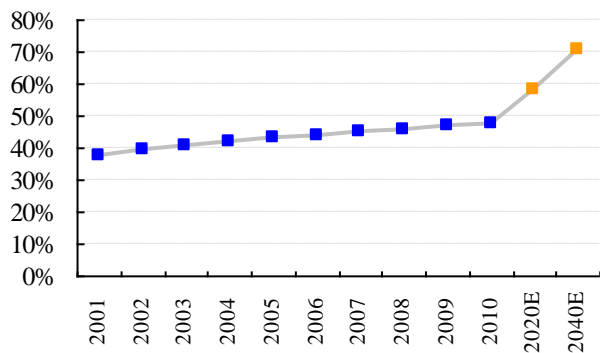
长期来看: (1) 总体上, 我国依靠投资拉动经济增长的格局短期内不会改变; 特别是根据中国的政治周期, 五年规划中第 2-3 年是投资增速较高的时间, 第 1 年确定的项目在第 2-3 年开工, 所以预计 2012 年固定资产投资增速将会触底后企稳回升。(2) 具体地, 未来十年我国城镇化率仍处于稳步上升阶段, 房地产和基础设施建设仍有较大的发展空间。

图 6: 2009 年中国与其他国家城市化率比较



资料来源: Euromonitor, 中投证券研究所

图 7: 中国城市化率预测



资料来源: Global insight, 中投证券研究所

图 8: 中国公路覆盖率与世界主要国家比较

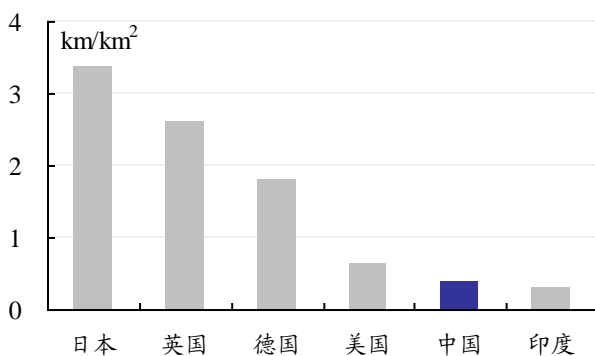
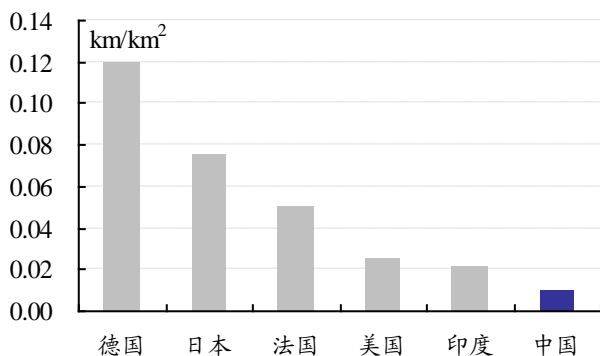


图 9: 中国铁路覆盖率与世界主要国家比较



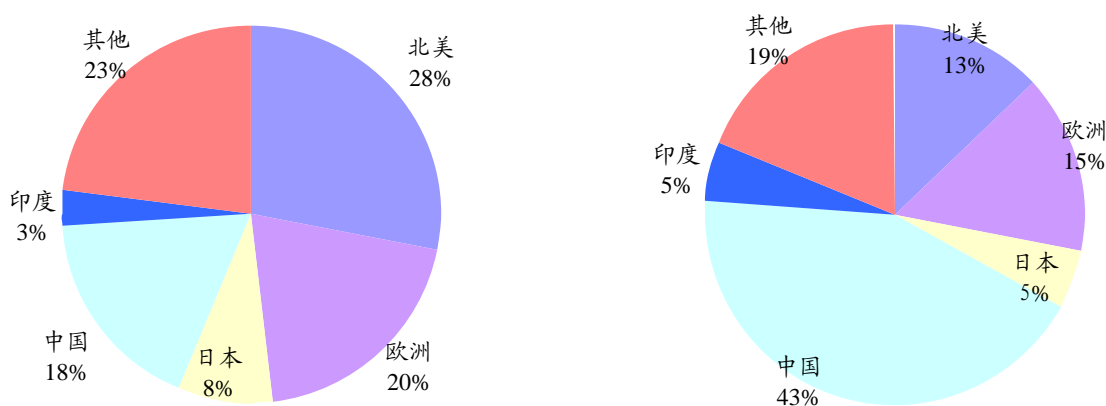
资料来源：世界银行，交通部，铁道部，中投证券研究所

因此，虽然短期内我国固定资产投资增速放缓较为确定，对行业需求造成负面影响；但长期来看，固定资产投资增速仍将保持平稳，工程机械国内市场需求也将回归到一个平稳增长的阶段。据行业协会预计，“十二五”期间，我国工程机械行业销售收入年均增长 17%。

2.2 海外市场将是未来长期增长点

20 世纪 90 年代以前，全球工程机械主要市场集中在北美、欧洲和日本，合计占全球总销量 80%左右；后随着这三大主导市场基础设施已相当完善，工程项目逐渐减少，需求增速放缓；与此同时，以中国为代表的发展中国家进入基础设施建设高峰期，继续带动全球工程机械快速发展。

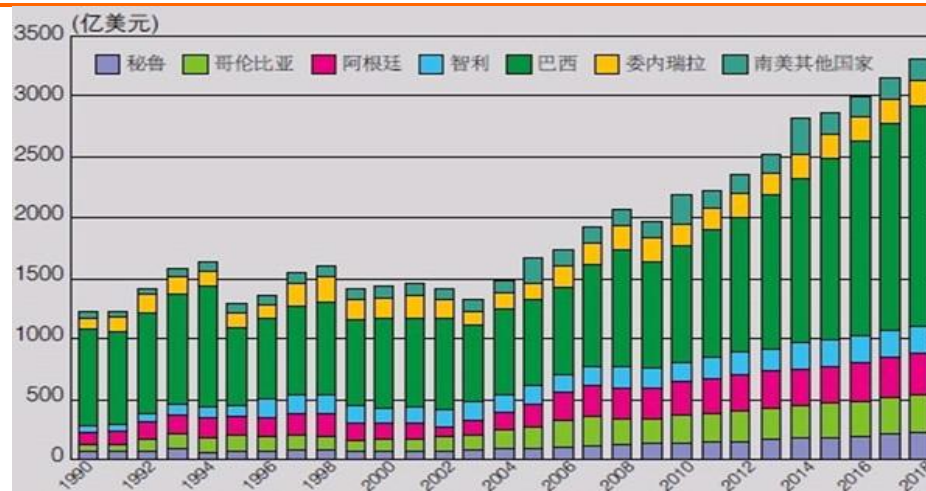
图 10：中国工程机械需求量占全球比例由 2005 年 18%急剧增加至 2009 年 43%



资料来源：Off-Highway Research, 中投证券研究所

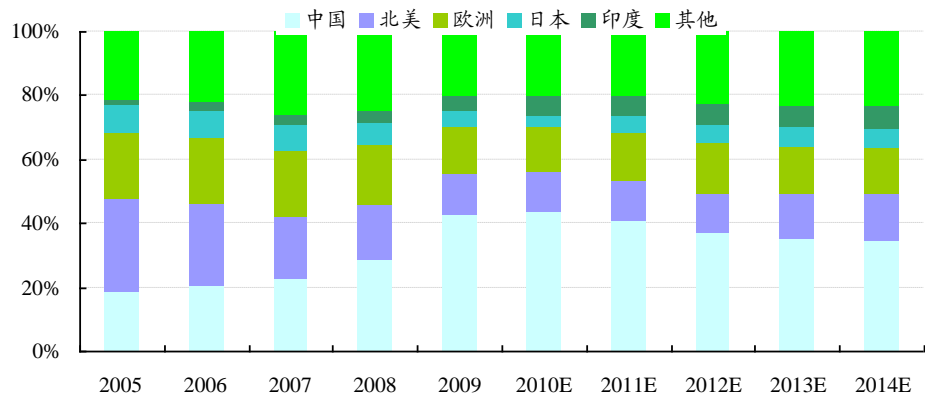
长期来看，随着国内城市化的基本完成，国内工程机械市场增速将会放缓；而印度、巴西、中东等新兴国家大规模基础设施建设将大幅拉动工程机械需求，为我国工程机械出口创造巨大的机遇，出口将成为拉动我国工程机械销量增长的主要力量。根据 Off-Highway Research 预测，未来几年中国市场工程机械需求量占比将会逐步降低，而印度等新兴市场占比将逐渐提高。

图 11：拉丁美洲建筑市场投资总额走势



资料来源：中国工程机械，中投证券研究所

图 12: 全球工程机械市场预测



资料来源: Off-Highway Research, 中投证券研究所

目前我国工程机械出口额占总销售规模 16%, 小于 08 年金融危机前的 34%, 更小于日、美等国 60-70% 的比例, 出口空间巨大。

三、公司竞争优势分析: 优秀的管理层、品牌技术优势和长于并购是公司核心竞争力所在

3.1 品牌技术领先, 国际竞争优势逐步建立

(1) 脱胎于建机院, 品牌技术优势明显

公司脱胎于有着 50 年历史的建设部长沙建设机械研究院, 秉承了建机院雄厚的科研沉淀, 形成了国家级企业技术中心、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, 是中国工程机械工业协会 7 个专业分会会长及秘书长单位。负责制(修)订国家行业标准 300 多项, 累计国内申请专利 700 多项, 国际申请专利 100 多项。

公司坚持自主创新, 以科技促产业发展, 以产业反哺科技创新。每年将销售收入的 5% 以上用于研发, 近年来年均产生 300 多项新技术、新产品, 新产品对销售收入的贡献率超过 50%。

表 1: 公司历年技术创新成果

年份	技术创新成果
1972	(建机院) 研制出中国第一台混凝土泵, 奠定中国混凝土行业基础
1973	中国第一台塔式起重机成功下线
1996	研制出与世界塔机技术同步的中国第一台全变频塔机
2001	中国第一臂长混凝土泵车和第一台 65 吨汽车起重机问世
2002	研制出中国第一台高浓度环保清淤机
2004	研制出“神州第一吊”中国最大吨位 300 吨汽车起重机
2005	研制出中国最大吨位高压清洗车, 国内首台智能型铣刨机和泥土回填泵
2006	600 吨履带吊刷新中国最大吨位履带式起重机纪录, 研制出有 6 项发明专利的

- 世界第一套热风循环加热综合式就地热再生成套设备
- 2007 研制出中国第一台高铁专用水泥滑模摊铺机和第一台自行式布料泵。
- 2008 国内最大 TCR0655-32 动臂变幅塔式起重机成功下线
- 2009 开发出全球最长臂架的三桥底盘混凝土泵车
- 2010 全球第一台应用碳纤维材料的混凝土泵车

资料来源：中投证券研究所

目前公司拥有完全自主知识产权的 13 大类别、66 个产品系列，640 多种型号的主导产品，涵盖混凝土机械、起重机械、路面机械、环卫机械、土方机械等，是全球产业链最为齐全的工程机械制造商之一。2010 年公司实现收入约 321.93 亿，净利润 45.88 亿元，在《中国工程机械》杂志发布的 2011 年全球工程机械制造商 50 强中排名第 8 位。公司主要产品在国内市场上份额领先，环卫机械和塔式起重机位居行业首位，泵车和汽车起重机处于行业第二位。

表 2: 公司 2010 年主要产品市场份额和排名情况

	混凝土泵车	混凝土泵	汽车起重机	履带起重机	塔式起重机	环卫机械 ²
市场份额	37.60%	35.40%	25.24%	13.77%	10.80%	12.70%
排名	第二	第二	第二	第四	第一	第一

数据来源：工程机械商贸网，中国工程机械工业年鉴，中投证券研究所

(2) 国际竞争优势逐步建立

近年来我国工程机械企业纷纷加大研发投入，技术水平不断提升，同时服务意识、质量也不断提高，使得中国工程机械产品在海外市场的认可度逐步提升。另外，受益于人力、土地、环境资源成本上的较大优势，中国工程机械产品与国外相比具有明显的性价比优势。

表 3: 中国工程机械产品价格相对偏低

产品	国外品牌价格 (假定为 1)	国产品牌价格
推土机	1	0.5
汽车起重机	1	0.5
叉车	1	0.6
装载机	1	0.6
泵车	1	0.75
挖掘机	1	1.15

资料来源：中投证券研究所

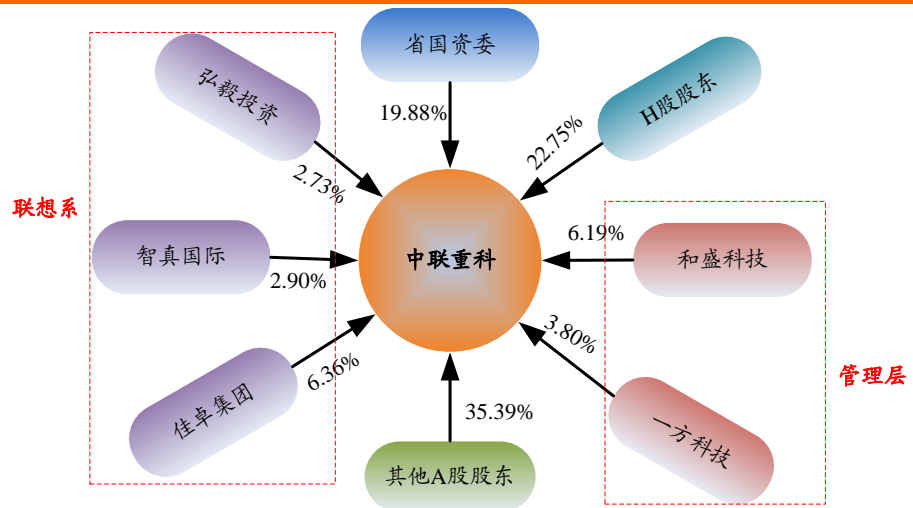
公司作为国内龙头企业，其优势还体现在：（1）通过成功收购全球领先的技术和企业（全面收购 CIFA、买断德国 JOST 平头塔系列产品技术），获得国际最先进的关键技术，将其融入中联的创新体系，此后再将创新技术产品投入全球市场，加速了公司的国际化发展。（2）在海外自身拥有和运营 30 多个销售网点，并通过 88 家经销商拥有和运营 190 多个销售网点，产品已销往 70 多个国家和地区。我们认为中联重科品牌技术和销售网络优势突出，未来海外拓展优势显著。

² 环卫机械为 2009 年数据。

3.2 管理层持股，激励作用强

公司现有股本约 77.06 亿股，其中 H 股约 14.28 亿股。湖南省国资委持股比例 19.88%，是公司实际控制人；公司省国资委主要收入来源，有利于国资委扶持公司做大做强。管理层通过和盛科技和一方科技合计持有公司 9.99% 的股份，有利于公司业务的发展、经营效率的提高和增加对股东的回报。我们认为公司股权结构清晰合理，实现了代表各方利益（国家、管理层和投资者）的股权结构。

图 13: 公司股权结构合理³

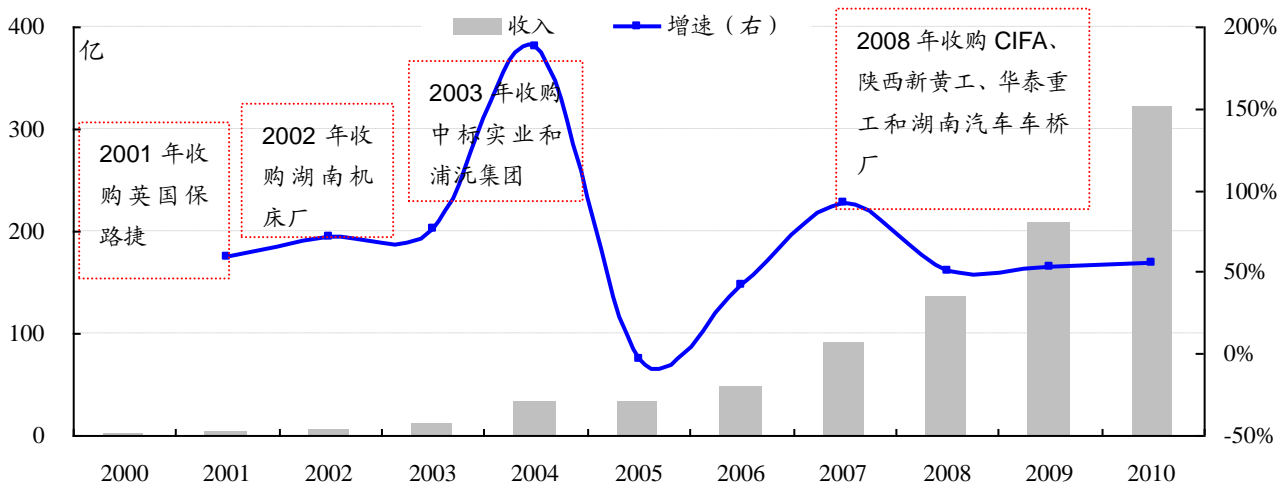


资料来源：Wind、中投证券研究所

3.3 并购历史辉煌

公司从混凝土机械业务起家，通过一系列收购，发展成为集混凝土机械、起重机械、环卫机械、路面机械和土方机械于一体的国内工程机械领域龙头企业。营业收入自 2000 年约 2.45 亿增长为 2010 年约 321.93 亿，十年间增长超过百倍，年复合增速高达 63%，远超行业平均增速 24%。

图 14: 公司通过不断收购兼并发展壮大



³ 截止 2011 年三季度

资料来源：wind，中投证券研究所

表 4：公司并购历史

收购时间	收购标的	收购金额	收购意义
2001 年	英国保路捷	196 万美元	进入非开挖机械领域，国内非开挖技术提升近 20 年
2002 年	湖南机床厂	1.27 亿元	产品系列扩充锯床锯带机械
2003 年	浦沅集团	9846 万元	进入汽车起重机领域
	中标实业	1.27 亿元	进入环卫机械领域
2008 年	陕西新黄工	3400 万元	产品系列扩充土方机械
	湖南汽车车桥厂	1.54 亿元	拓展车桥及底盘等上游产业链
	华泰重工	1.19 亿元	产品系列扩充物流运输机械
	CIFA	1.63 亿欧元	收购世界混凝土机械巨头，吸收技术和拓展海外市场

数据来源：公司资料，中投证券研究所

公司几乎每一次收购都取得了非常好的效果：

(1) 收购湖南机床厂后第二年，机床厂即实现销售收入同比增长 100%，扭亏为盈；

(2) 并购重组浦沅集团后第二年，浦沅集团收入突破 18 亿元，同比增长 81%，利润总额达到 2.05 亿元，是上年同期的 21.28 倍，超过并购重组前 15 年的利润总和。

(3) 收购中标实业第二年，公司环卫机械实现收入 2.81 亿，净利润 0.50 亿元，分别同比增长 46%和 91%。

(4) 2008 年收购的 CIFA、新黄工等产生的并购效应预计也将加速显现。

我们认为公司历次并购成功的关键在于整合的人性化，即重组后继续沿用原有管理层，对原有企业进行改革，注入资金和新的管理模式，通过绩效考核将员工和公司的利益绑定在一起。我们认为公司的这种并购模式在未来继续取得成功的概率较大；加之公司脱胎于建机院、现由湖南国资委控股，可供整合的潜在资源较丰富，因此我们看好公司未来在行业内的持续并购。

四、公司业务分析：混凝土机械和起重机械是短期业绩增长

关键

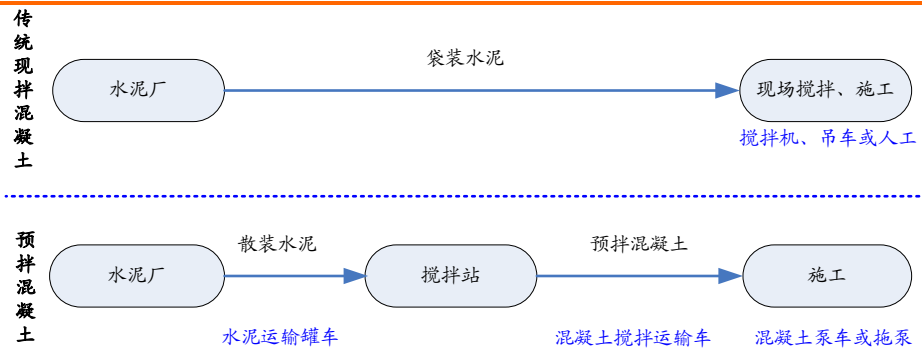
根据公司今年前三季度数据，混凝土机械和起重机械分别占比公司营业收入 45.20%和 33.74%，短期内仍为决定公司业绩的两大关键业务。

4.1 受益水泥散装率提升，混凝土机械业务稳步增长可期

(1) 未来四年泵车销量年均增速大于 8%

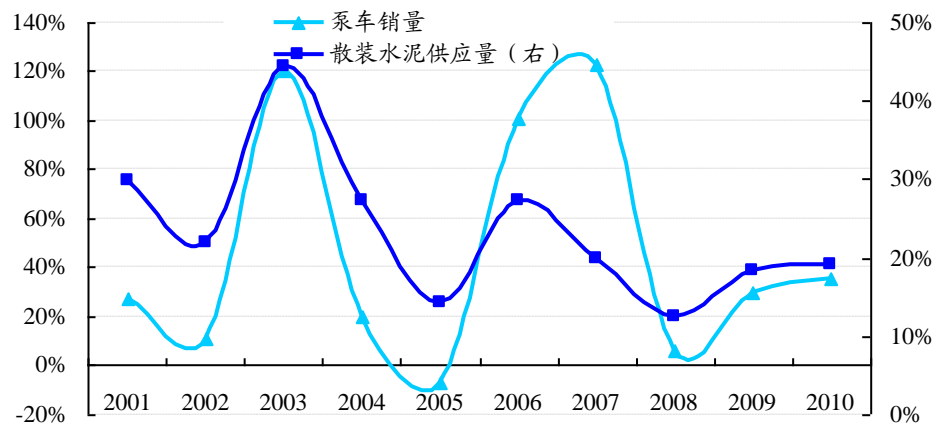
出于节能环保的考虑，国家 2003 年前后大力推广水泥散装化，而发展预拌混凝土和干混砂浆是推广散装水泥的重要途径。预拌混凝土普及率的提升拉动了混凝土机械（主要包括泵车、托泵、搅拌运输车和搅拌站）销量的快速增长。

图 15: 预拌混凝土施工方式与传统方式比较



资料来源:《商品混凝土机械》，中投证券研究所

图 16: 散装水泥供应量增速和泵车销量增速相关性明显



资料来源:中国散装水泥推广发展协会,中投证券研究所

泵车占据混凝土机械行业销售收入的 50%和毛利的 70%左右,所以泵车的未来市场需求基本可以代表混凝土机械发展趋势。目前业内基本上都以商品混凝土的产量来推算泵车销量;但目前统计的商品混凝土产量数据只是预拌混凝土的一部分,而一些交通基建项目使用的系统内自供的预拌混凝土并没有统计在内,且这部分预拌混凝土占整体的比例不稳定,所以根据商品混凝土产量(或商混率)测算泵车需求不太准确。

预拌混凝土使用的是散装水泥,目前散装水泥用于预拌混凝土的比例和水泥散装化率都有官方的统计数据,所以我们认为以水泥散装化率为起点测算泵车的市场需求较为合理。简单假设:①未来 5 年水泥产量保持平稳增长;②根据相关规划,十二五末水泥散装率由 2010 年 48%提升至 58%;③考虑国家通过推广预拌砂浆和预拌混凝土提高水泥散装率,我们预计预拌混凝土占散装水泥使用比例逐步提升,由 2010 年 43%提升至 2015 年 54%;④每 0.3 吨水泥生产出 1 立方米混凝土;⑤国内泵车的设计寿命一般为 8 年,考虑到工作环境恶劣、超负荷使用现象严重等原因,我们假设泵车的使用寿命为 5 年。

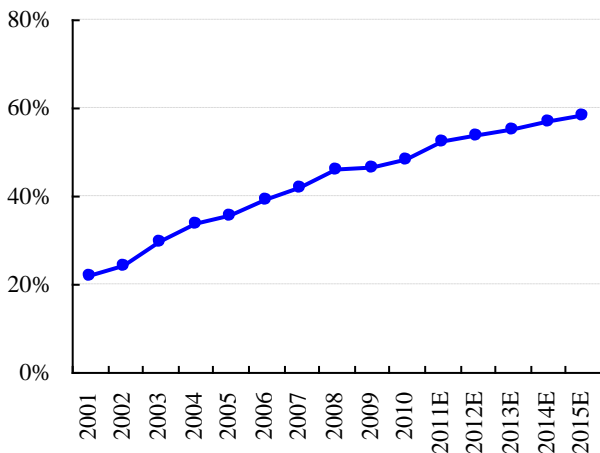
根据测算结果,2012-2015 年泵车国内市场销量年均增速在 8%左右,12 年出现负增长。考虑到需求下沉导致机械化率提升等因素,泵车销量实际增速应该会大于我们测算的理论增速,出现负增长的概率不大。且泵车产品结构不断提升、高端产品和新产品占比增大,泵车销售收入年均增速要大于销量增速。

表 5: 2011-2015 年国内泵车市场需求测算

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主要假设	水泥产量增速	3%	17%	15%	15%	8%	7%	6%	5%
	水泥散装率	46%	46%	48%	52%	54%	55%	57%	58%
	预拌混凝土使用散装水泥占比	--	39%	43%	46%	48%	50%	52%	54%
测算结果	预拌混凝土产量增速	--	--	35%	34%	16%	15%	13%	12%
	泵车保有量(台)	12699	17752	24561	32855	38108	43680	49481	55402
	泵车报废量(台)	858	1027	955	1919	4271	4527	5880	7964
	泵车销量(台)	4527	5880	7964	10213	9524	10099	11681	13884
	泵车销量增速	6%	30%	35%	28%	-7%	6%	16%	19%

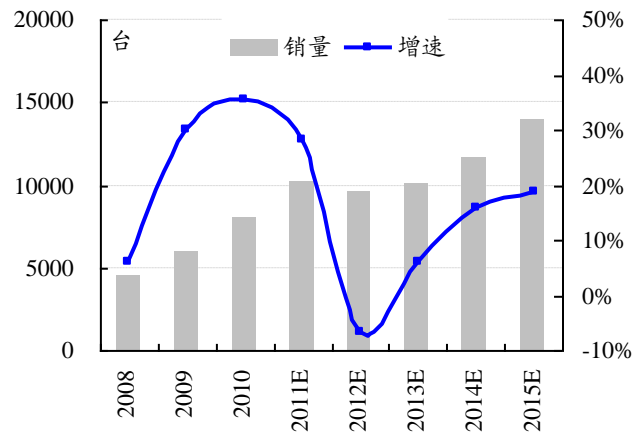
数据来源: 中投证券研究所

图 17: 2015 年我国水泥散装率要达到 58%



资料来源: 中国散装水泥推广发展协会, 中投证券研究所

图 18: 国内泵车市场需求仍将稳步增长



资料来源: 工程机械协会, 中投证券研究所

(2) 行业格局稳定, 龙头企业继续分享行业稳定增长

公司从混凝土机械起家, 2008 年成功收购 CIFA 后, 成为世界领先的混凝土机械制造商。根据工程机械工业年鉴数据, 2010 年公司混凝土泵车和泵的市场份额分别为 41.95% 和 22.10%, 均位列国内市场第二位; 混凝土搅拌运输车和搅拌站的市场份额分别为 16.38% 和 16.88%, 分别位居国内市场第四位和第一位。

图 19: 2010 年国内泵车市场格局

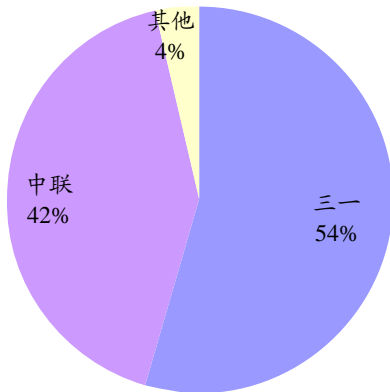
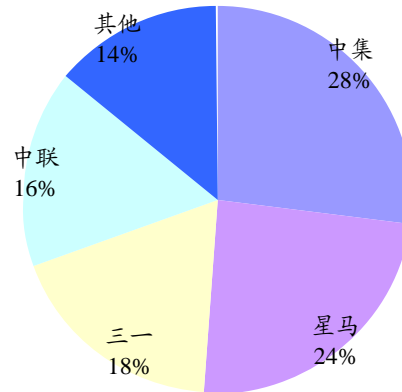


图 20: 2010 年国内搅拌运输车市场格局



资料来源: 2011 年中国工程机械工业年鉴, 中投证券研究所

混凝土机械的主要客户一般都是大型建筑施工单位, 由于机械故障而又不能及时得到维修造成的工期延误通常会给这些客户带来非常大的损失, 所以混凝土机械用户对机械性能的稳定性和售后服务的及时性要求较高, 倾向于购买性能稳定、售后服务有保障的品牌产品; 而这也正是三一与中联在泵车领域双寡头垄断格局一直得以维持的原因。由于制造性能可靠稳定的产品和构建完善的售后服务网络需要一个较长的过程, 所以我们认为混凝土机械行业格局短期内将保持稳定, 中联也将受益行业发展而保持稳定增长。

我们预计 12 年公司混凝土机械销售收入增速降至 12% 左右, 后将逐年回升。

4.2 起重机械业务市场份额有望进一步提高, 继续超越行业增长

今年前三季度公司起重机械业务中工程起重机和塔式起重机销售收入占比分别为 61% 和 39%, 但塔式起重机业务毛利率只有汽车起重机业务毛利率的 70% 左右, 因而汽车起重机业务仍贡献了 70% 的利润, 是影响公司起重机械业务的关键因素。

图 21: 2011 年前三季度公司起重机械业务构成 (销售额)

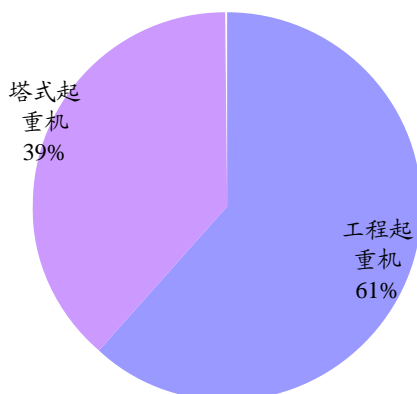
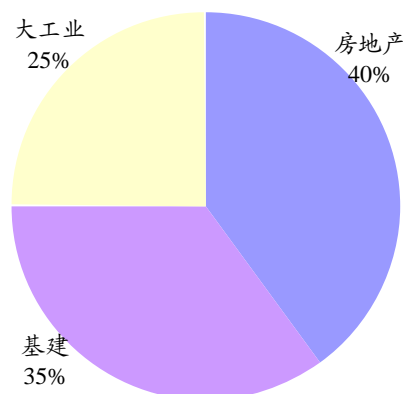


图 22: 2010 年汽车起重机下游需求构成



资料来源: 中投证券研究所

资料来源: 2011 年中国工程机械工业年鉴, 中投证券研究所

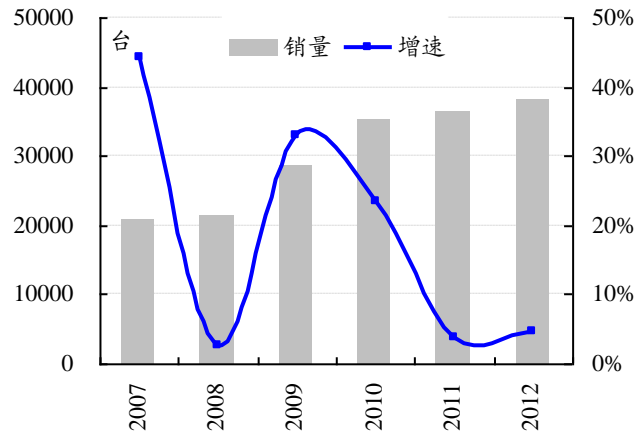
(1) 汽车起重机行业增速企稳回升

汽车起重机下游需求集中在房地产、基建和大工业领域，根据 2010 年数据大概各占比 40%、35%和 25%。假设汽车起重机生命周期为 8 年，并对 2011、2012 年下游需求作如下假设，可计算出 2011、2012 年全行业汽车起重机销量增速为 3.68%和 9.58%。由于汽车起重机大型化趋势明显，意味着其平均单价也在不断提升，导致其收入增速将大于销量增速。

表 6: 各行业固定资产投资增速假设

图 23: 预计 2012 年汽车起重机行业销量增速为 10%左右

	房地产	铁路	公路	大工业
2011E	29%	-28%	15%	15%
2012E	15%	-4%	15%	15%

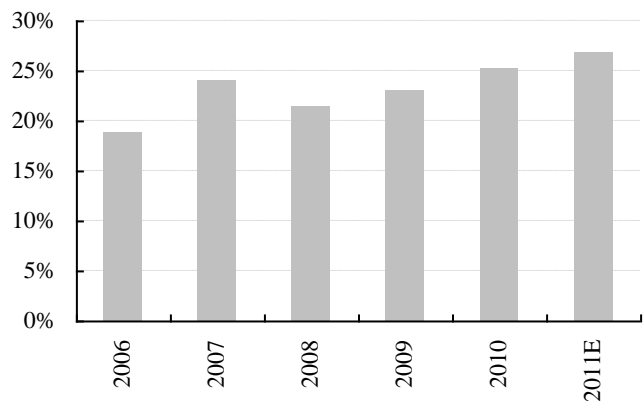
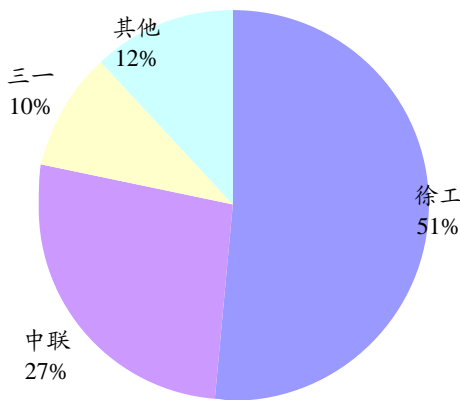


资料来源：中投证券研究所

公司自 2003 年与浦沅重组以来，起重机业务快速发展。汽车起重机业务稳居市场第二位，且市场份额逐年提高。我们认为，起重机械大型化、重型化及结构升级趋势明显，中联重科有望凭借其技术及研发优势显著受益；市场份额将会继续提升，公司汽车起重机业务将超越行业增长，预计 12 年销售收入增速 18%。

图 24: 2011⁴年汽车起重机行业市场格局（销量）

图 25: 公司汽车吊市场份额稳步提高



资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

(2) 受房地产调控抑制，塔式起重机业务预计将显著放缓

受益保障房建设和市场份额提高（由 10 年 17.8% 升至目前 20% 以上），今年公司塔式起重机业务销售情况良好，同比增长 100% 左右。

塔式起重机下游需求主要集中在房地产领域，明年房地产投资增速放缓较为确定，将对公司塔式起重机业务造成较大的负面影响。同时考虑到塔机使用存在进一

⁴ 2011 年 1-10 月份数据

步推广的空间和随着公司产能释放、公司市场份额将会进一步提高，我们预计公司塔式起重机业务销售收入 12 年增速为 25%。

4.3 受益城镇化建设，环卫机械业务持续快速增长

虽然近年来我国城镇化率快速提高，但质量与城镇化速度严重不协调，“垃圾围城”等问题大量存在。据相关统计，我国除县城之外的 668 个大中城市中，有 2/3 的城市处于垃圾包围之中，1/4 已经无垃圾填埋堆放场地。全国城市垃圾堆存累计侵占土地超过 5 亿平方米，每年经济损失超过 300 亿元。国务院今年下发了《关于进一步加强城市生活垃圾处理工作的意见》，规定：“到 2015 年，全国城市生活垃圾无害化处理率达到 80%以上，直辖市、省会城市和计划单列市生活垃圾全部实现无害化处理。50%的设区城市初步实现餐厨垃圾分类收运处理。城市生活垃圾资源化利用比例达到 30%，直辖市、省会城市和计划单列市达到 50%。到 2030 年，全国城市生活垃圾基本实现无害化处理，全面实行生活垃圾分类收集、处置。”城市环境意识的提高，对环卫机械制造产业提供了良好的发展机遇。根据国家发改委的规划，“十二五”期间，中国环保产业的年均增速将达到 15%，预计垃圾处理装备年增速将达到 20%-30%。

图 26: 环卫机械市场份额构成 (销量)

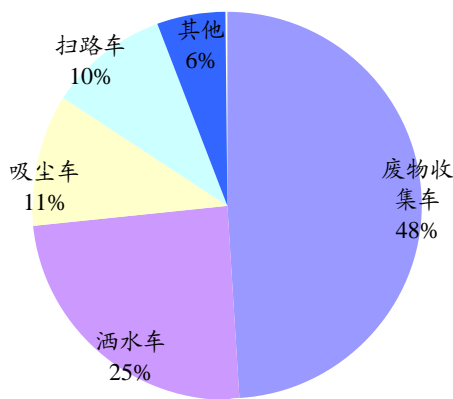
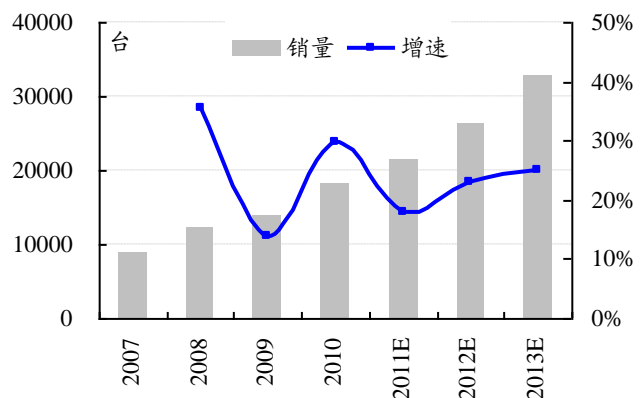


图 27: 国内环卫机械保持快速增长



资料来源: 辽宁益通, 中投证券研究所

中联重科目前生产清扫机械、洗扫车系列、清洗机械、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九大类近 100 个品种的环卫机械产品和系统，具备年 1 万台套生产能力，适用于城市和农村、高等级公路、企业、机场、矿山、码头以及建筑工地等场所的环卫作业需要。

公司环卫机械研发实力雄厚，产品种类齐备，销售规模连续多年位居行业第一位。我们认为公司在未来行业竞争中最大的优势在于融资租赁。对中小型城镇政府而言，城乡垃圾的综合处理需要大规模资金的注入，而大规模采购存在资金压力，零星的设施建设和设备采购又无法形成系统优势。针对这种情况，公司通过子公司提供融资租赁服务，将产品出租给地方政府，地方政府按期支付租金，公司为地方政府提供设备维护和服务。迄今为止，公司已经为近百个城市的政府部门及企业单位提供了 20 多亿的融资服务，在支持这些城市环卫设备升级的同时，也牢牢巩固了中联重科在环卫环保领域的龙头地位。

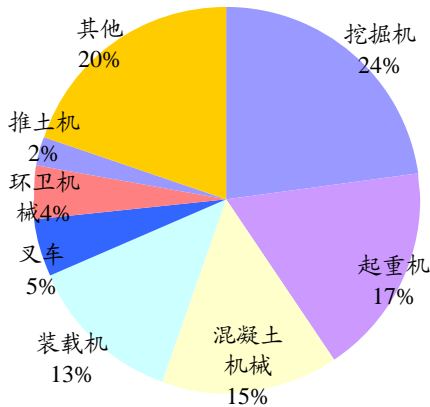
考虑行业发展和公司的行业龙头地位，我们预计公司环卫机械业务未来几年有望保持 30%-40%左右的增速。

4.4 未来土方机械和海外市场开拓值得期待

(1) 蓄力土方机械，成长空间巨大

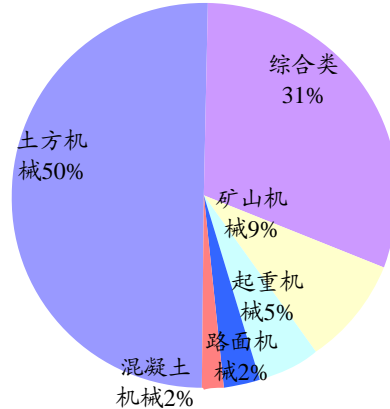
土石方机械包含挖掘机、装载机、推土机等，在工程机械行业中市场规模最大。从全球来看，土方机械占据了工程机械一半的市场空间。根据工程机械协会统计数据，2010年国内土方机械销售额合计占比38.59%。

图 28: 2010 年国内工程机械⁵销售额构成



资料来源：工程机械协会，中投证券研究所

图 29: 2008 年全球工程机械销售额构成

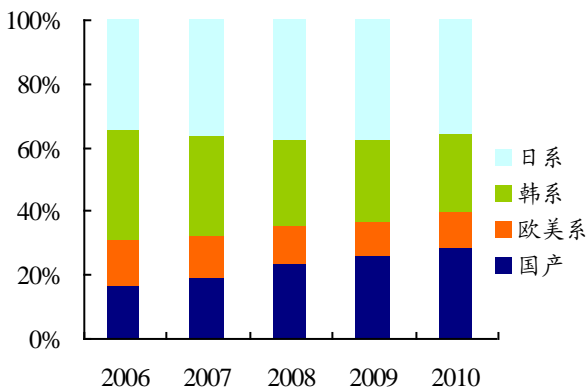


资料来源：国际工程机械，中投证券研究所

以土方机械中占比最大的挖掘机为例，不考虑挖掘机销售平均单价的提升，简单按目前市场上普遍认同的我国挖掘机销量峰值 30 万台计算，国内挖掘机销售规模至少还有 40% 的成长空间，预计达到 1260 亿元。且对于国内企业而言，挖掘机行业更大的发展空间在于进口替代。

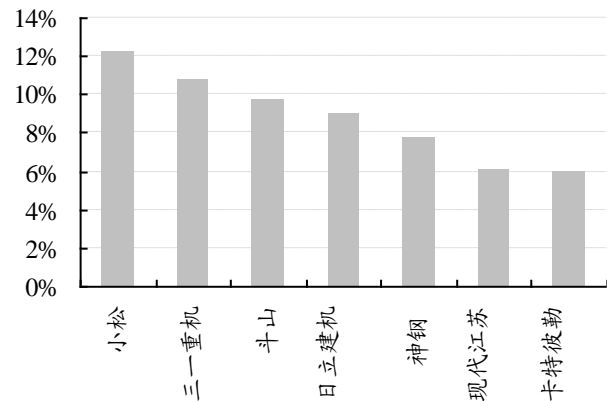
前期由于国内挖掘机行业发展相对滞后，在关键技术和核心部件上与发达工业国家存在较大差距。外商独资及合资挖掘机厂商在国内大量成立，逐渐成为国内市场的主流，2002 年国产挖掘机销量占比下滑至 6.8% 左右。近年来，随着国内一批具有较强自主创新能力的挖掘机厂商迅速崛起，国产挖掘机市场占有率不断提高，2011 年上半年国产挖掘机占比达到 36.5%。虽然内资挖掘机市场份额稳步提高，但外资品牌仍占据了 60% 以上的市场份额，内资品牌替代空间仍巨大。

图 30: 历年国内挖掘机市场各品牌占有率情况



资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

图 31: 2011 年上半年国内挖掘机市场各品牌占有率情况



资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

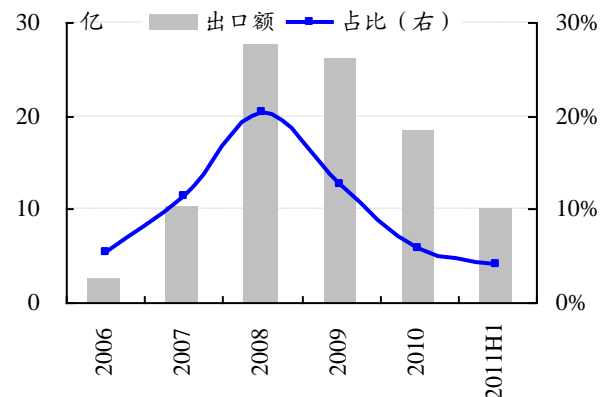
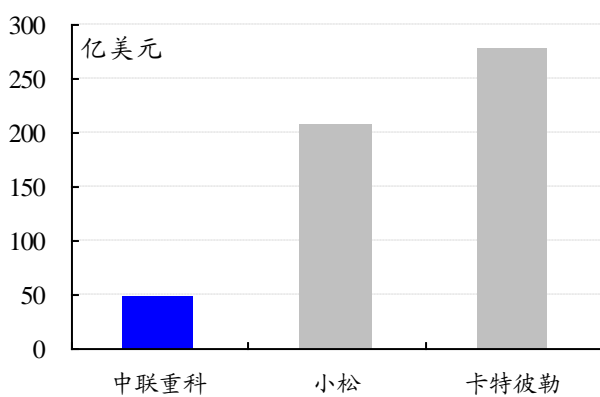
⁵ 剔除了电梯与扶梯数据

由于公司是 2008 年收购新黄工后才进入土方机械领域，目前规模非常小，挖掘机市场占有率不到 1%。但新黄工有 40 多年的专业土方机械研发制造历史，随着渭南工业园 2 万台挖掘机（1 万台大中挖，1 万台小挖）等产能逐渐释放，在公司强大的品牌销售网络优势支持下，土方机械有望迎来高速增长。假设公司最终市场份额达到 8%，则可贡献销售收入 100 亿左右。

（2）海外市场大有可为

与早已完成国际化的卡特彼勒和小松等工程机械巨头相比，目前公司销售收入仅为卡特彼勒机械业务销售收入的 1/5、小松的 1/4；卡特彼勒、小松等国际巨头外销占比均超过 60%，而中联出口占比不到 10%，未来成长空间巨大。根据公司规划，2015 年海外业务收入占比要达到 30%。假设 14 年、15 年公司收入年均增速为 15%，则意味着 15 年出口要达到 239 亿。

图 32：2010 年中联与卡特彼勒、小松机械业务收入比较⁶ 图 33：公司历年出口额及占营业收入比例



资料来源：各公司年报，中投证券研究所

资料来源：公司年报，中投证券研究所

五、盈利预测与投资建议：推荐

主要盈利预测假设如下：

- （1）国内固定资产投资增速保持稳定。
- （2）公司混凝土机械保持稳定增长，起重机械市场份额逐步提升。
- （3）环卫机械和土方机械快速增长。

表 7：公司主要业务盈利指标预测

		2010	2011E	2012E	2013E
混凝土机械	收入（百万）	14,084	18,600	20,832	24,998
	增速（+-%）	96.79%	32.06%	12.00%	20.00%
	毛利率	32.02%	35.17%	34.84%	34.50%
起重机械	收入（百万）	11,077	14,500	17,400	21,228
	增速（+-%）	33.49%	30.90%	20.00%	22.00%
	毛利率	27.83%	24.99%	24.50%	24.20%

⁶ 为了便于比较，选取中联重科与卡特彼勒、小松公司的机械业务收入。

环卫机械	收入 (百万)	1,874	2,802	3,923	5,296
	增速 (+-%)	52.36%	49.52%	40.00%	35.00%
	毛利率	31.58%	31.54%	31.68%	31.47%
路面机械	收入 (百万)	1,246	1,800	2,070	2,484
	增速 (+-%)	58.32%	44.46%	15.00%	20.00%
	毛利率	38.58%	38.50%	38.00%	37.50%
土方机械	收入 (百万)	772	1,150	1,840	3,312
	增速 (+-%)	73.48%	48.96%	60.00%	80.00%
	毛利率	21.40%	21.80%	22.16%	22.59%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 424.02、499.05 和 616.80 亿，归属于母公司净利润分别为 73.05、83.95 和 103.54 亿，每股收益分别为 0.95、1.09 和 1.34 元。目前公司股价对应 2012 年 7.75 倍市盈率，基于公司行业龙头地位和长期发展前景，估值偏低，给予“推荐”的投资评级。

主要风险提示：①货币政策持续紧缩影响工程机械下游需求；②原材料成本上涨导致公司毛利率下滑。③信用销售比例过大导致呆坏账风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	44366	54000	68078	81636	营业收入	32193	42402	49905	61680
现金	20520	19078	28151	34353	营业成本	22424	28862	34153	42335
应收账款	6947	12718	13971	16034	营业税金及附加	177	233	274	339
其他应收款	528	1060	1248	1542	营业费用	2146	2544	2994	3701
预付账款	670	866	1025	1270	管理费用	1339	1696	1996	2467
存货	8678	12411	14686	18204	财务费用	432	210	325	463
其他流动资产	7024	7867	8998	10234	资产减值损失	316	350	250	150
非流动资产	18629	21094	22831	26350	公允价值变动收益	0	20	0	0
长期投资	94	110	120	130	投资净收益	15	35	42	50
固定资产	3658	4178	4244	4377	营业利润	5374	8562	9954	12275
无形资产	2375	2299	2193	2075	营业外收入	140	150	0	0
其他非流动资产	12501	14506	16274	19767	营业外支出	98	50	0	0
资产总计	62995	75094	90908	107986	利润总额	5416	8662	9954	12275
流动负债	25981	32579	39109	47031	所得税	828	1317	1513	1866
短期借款	4231	1500	1500	1000	净利润	4588	7345	8441	10409
应付账款	6886	9236	10587	13124	少数股东损益	-78	40	46	55
其他流动负债	14865	21844	27021	32907	归属母公司净利润	4666	7305	8395	10354
非流动负债	9540	8946	10886	10891	EBITDA	6221	9161	10720	13222
长期借款	4813	5813	6113	6113	EPS (元)	0.80	0.95	1.09	1.34
其他非流动负债	4727	3133	4773	4779					
负债合计	35521	41525	49995	57922	主要财务比率				
少数股东权益	59	99	145	200	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	5797	7706	7706	7706	成长能力				
资本公积	15061	13322	13322	13322	营业收入	55.1%	31.7%	17.7%	23.6%
留存收益	6623	12421	19720	28815	营业利润	96.9%	59.3%	16.3%	23.3%
归属母公司股东权益	27415	33469	40768	49863	归属于母公司净利润	90.7%	56.6%	14.9%	23.3%
负债和股东权益	62995	75094	90908	107986	获利能力				
					毛利率	30.3%	31.9%	31.6%	31.4%
					净利率	14.5%	17.2%	16.8%	16.8%
					ROE	17.0%	21.8%	20.6%	20.8%
					ROIC	33.8%	37.1%	39.7%	43.2%
					偿债能力				
					资产负债率	56.4%	55.3%	55.0%	53.6%
					净负债比率	30.42	27.24%	29.23	27.82%
					流动比率	1.71	1.66	1.74	1.74
					速动比率	1.37	1.28	1.37	1.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.61	0.60	0.62
					应收账款周转率	4.98	4.19	3.74	4.11
					应付账款周转率	3.98	3.58	3.45	3.57
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.95	1.09	1.34
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.07	1.10	1.01
					每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.34	5.29	6.47
					估值比率				
					P/E	13.94	8.90	7.75	6.28
					P/B	2.37	1.94	1.60	1.30
					EV/EBITDA	9.06	6.15	5.26	4.26

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	545	568	8441	7782
净利润	4588	7345	8441	10409
折旧摊销	414	389	441	484
财务费用	432	210	325	463
投资损失	-15	-35	-42	-50
营运资金变动	-5425	-4866	-2033	-3156
其他经营现金流	551	-2476	1308	-368
投资活动现金流	-1934	-854	-1249	-1360
资本支出	1178	300	400	500
长期投资	-45	14	10	10
其他投资现金流	-801	-540	-839	-850
筹资活动现金流	16761	-1155	1881	-220
短期借款	-2026	-2731	0	-500
长期借款	2512	1000	300	0
普通股增加	4124	1909	0	0
资本公积增加	15008	-1739	0	0
其他筹资现金流	-2857	406	1581	280
现金净增加额	15319	-1442	9073	6202

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

欧阳俊, 中投证券研究所机械行业分析师, 中山大学工学硕士、学士, 2010 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

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

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711