

中国：机械

证券研究报告

中联重科调研要点：有望温和复苏；流动性依然偏紧

中联重科调研概要

我们于5月20-22日参加了由中联重科举办的三天调研活动，并走访了位于合肥、南京、长沙、广州的混凝土机械/起重机/挖掘机的销售经理/经销商/终端用户。我们看到4、5月份的机械销售/下游建设活动温和复苏，但机械租赁企业的盈利能力/现金流依然疲弱。

混凝土机械：复苏，泵车滞后

中联重科混凝土事业部的总经理助理预计3至6月份混凝土机械的新订单月环比将持续改善。其预计二季度该业务收入同比下降5%（一季度降68%），三季度/四季度同比持平/正增长。其与混凝土搅拌站均证实尽管搅拌车/搅拌站的复苏速度较快，但泵车的销量/租赁业务盈利能力相对疲弱。混凝土机械业务仍受房地产市场的推动（下游需求比重约达80%）。

汽车/履带起重机：企稳；主机厂商收紧信贷控制

年初以来，主要起重机企业的信贷条件一直在收紧，如目前中联重科要求融资租赁销售的首付至少为20%。公司工程起重机事业部副总预计销量将复苏，并于2013年下半年实现同比正增长。起重机利用率自3月份起改善；由于租赁价格较为疲弱，小型起重机的利用率较高但盈利能力较低。中联重科/起重机租赁企业预计产品吨位结构将趋向大型化。现金流依然是租赁企业的担忧所在，因其仅能收回当年收入的40%左右。

挖掘机：利用率上升，小型挖掘机表现领先，而大/中型落后

与我们此前渠道调研的结果一致，小型挖掘机继续引领该业务板块复苏。经销商预计：1) 5月份利用率小幅上升，在租赁/按揭期限为4年的情况下客户可以实现盈亏平衡/小幅盈利，但租赁/按揭期限为3年则处于亏损状态；2) 对有能力的二手挖掘机设备的经销商而言，高拖机率带来的实际亏损有限；3) 财务实力和现金流较强劲的经销商有机会提升市场份额。经销商预计2013年挖掘机销量将实现个位数增长。

维持对中联重科A股/H股的买入评级；三一重工评级为中性

我们的盈利预测和目标价格没有调整。

估值概要

股票代码	公司简称	评级	现价	12个月目标价	潜在上行/下行空间
000157.SZ	中联重科 (A)	买入	Rmb7.29	Rmb 9.7	33%
1157.HK	中联重科 (H)	买入	HK\$8.06	HK\$ 10.5	30%
600031.SS	三一重工	中性	Rmb9.52	Rmb 11.1	17%

股价截至2013年5月23日收盘价。

12个月目标价格基于Director's Cut估值法。

中联重科A股/H股面临的主要下行风险：(1) 混凝土机械增长低于预期；(2) 毛利率低于预期；(3) 信贷销售的违约率高于预期。

三一重工面临的主要上行/下行风险：(1) 挖掘机/混凝土机械销量增长高于/低于预期；(2) 利润率高于/低于预期。

资料来源：Datastream、高盛研究预测、高华证券研究预测

相关研究

中国：机械：看好龙工；因工程机械行业复苏加入强力买入名单；得益于管理优化措施，买入三一国际；2013年5月21日

高华短评：4月份装载机/推土机销量同比正增长，印证了复苏趋势；2013年5月13日

高华短评：4月份挖掘机销量同比正增长；中型挖掘机销量复苏迹象喜人；2013年5月7日

杨一朋 (分析师) 执业证书编号: S1420511100006
+86(10)6627-3189 yipeng.yang@ghsi.cn 北京高华证券有限责任公司

金戈 (研究助理)
+86(10)6627-3007 david.jin@ghsi.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

调研要点详细分析

混凝土机械：复苏中；泵车落后于搅拌车/搅拌站

- 市场前景：**1) 中联重科混凝土事业部总经理助理预计3-6月新订单月度环比将持续改善（订单交付可能略微滞后）。其预计二季度该业务收入同比下降5%（一季度降68%），三季度/四季度同比持平/正增长；2) 约80%的混凝土需求来自房地产建设领域，其余来自地铁等基建项目。搅拌站预计2013年长沙地区的混凝土需求将上升至2,500-3,000万立方米（2012年为2,000万立方米），得益于房地产新开工面积强劲增长；但广州地区的混凝土需求可能同比下降30%，原因在于房地产新开工面积依然疲弱；3) 中联重科预计增长主要来源于搅拌车/搅拌站，而今年年内泵车销售将大体保持疲弱态势。其预计公司上半年混凝土泵车销量将达到1,600-1,700台（而去年同期约为3,500台）；4) 2013年公司销售重点在于中国中部和西部地区，而预计华北/东北地区业务下滑。
- 销售政策：**2012年下半年以来，三一重工和中联重科收紧了信贷销售条件，而徐工的销售政策依然较为激进（比如低首付）。年初以来中联重科所有混凝土机械产品销售的平均首付为15%（而2012年上半年为10%，提高了4.7%）。销售人员薪酬也与首付比例直接挂钩，即如果首付款较高，那么可能获得的销售提成就较高。
- 产能：**目前中联重科的总产能为6,000台泵车、15,000台搅拌车以及2,500条搅拌站。公司正在扩大其在沅江的搅拌车工厂，并预计2013年下半年底/2014年上半年初该厂产能将扩大一倍。
- 库存：**目前，中联重科混凝土机械成品的库存天数依然处于正常水平——整体为1个月，其中泵车为1.5个月，搅拌车为20天。公司表示某些泵车（臂长60米以上）/搅拌车车型供不应求。
- 产品结构：**产品结构继续向长臂产品升级，例如臂长低于47米的泵车在2012年总销量中占到10%以上，而今年以来占比仅为7%。中联重科计划通过推出更多激励措施（即对长臂产品小幅降价）来进一步升级其产品结构，这可能会令产品均价/利润率上升。
- 逾期/违约：**中联重科混凝土机械业务目前的逾期率低于年初水平。公司力争2013年使客户支付的现金总额与当年销售总额相等。
- 以旧换新销售：**泵车以旧换新的情况有限。中联重科仅针对60米以上泵车（升级客户现有机械）进行以旧换新。年初至今累计不到50台（通常旧设备折价仅为人民币30万元）。目前库存有400台以旧换新收回的泵车，其中一半臂长低于40米。
- 新产品：**中联重科推出了机制砂设备，以取代了目前广泛应用的河砂。中联是国内目前唯一拥有该产品的企业。公司认为该新产品可以有助于提高混凝土的质量。我们的渠道调研显示使用该机械制砂的成本约为人民币60元/方，因此对那些砂石原料成本高于这一水平的搅拌站而言更具吸引力。
- 对搅拌站的渠道调研：**1) 一季度混凝土价格稳定（长沙/广州C30混凝土价格约为每立方米人民币345元/280元），但由于去年OEM企业大规模销售后竞争较为激烈，泵车租赁价格面临风险；2) 越来越多的搅拌站倾向将混凝土运输外包给第三方物流企业，而且这些运输企业的利润率较高（净利润率约20%）；3) 年初以来应收账款情况没有很大改善。我们走访的搅拌站表示应收账款天数为3-4个月，而且地铁建设企业拖延1-2年付款的情况比较常见，同时房地产企业可能使用额外的现金优先购置土地。

汽车/履带起重机：企稳；主机厂商收紧信贷控制

- 市场前景：**1) 中联重科负责汽车/履带起重机业务的副总认为工程起重机需求正在复苏，并预计上半年收入将同比持平或略有下降，但下半年将实现同比增长；2) 公司表示汽车起重机的利用小时数已从2012年110小时的低点逐步升至目前的150小时（基于全部已售设备计算）。公司认为130个小时通常意味着“理想”利用小时数。

- **销售政策：**在经历了一年的激进促销后，所有主要汽车起重机生产商从2013年初开始均收紧了销售政策。中联重科目前要求融资租赁销售首付20%，而去年上半年的首付比例要低得多（约为5%）。公司认为销售政策收紧主要影响那些资产负债状况较弱的中小客户，而来自大型系统客户/大型租赁企业的需求仍应保持强劲，公司认为这是客户群的一项积极变化。中联重科全部汽车/履带起重机目前均通过经销商销售（而非直接销售）。
- **库存：**中联重科目前在工厂和销售渠道的汽车起重机库存约为800台。三一重工和徐工机械库存约为600和5,000台。
- **逾期：**中联重科表示，公司汽车起重机业务逾期率仍然较高，约为8-9%，而2011年为6%。逾期率较高与我们对起重机租赁企业的渠道调研结果一致，这些租赁公司仅能收回当年收入的40%左右。
- **产品结构：**中联重科/起重机租赁企业表示产品结构向大吨位起重机倾斜，原因是：1) 尽管小型起重机（约25吨）利用率更高，但由于小型起重机的租赁价格下降，投资回收期已延长至7年左右（比如，长沙的台班租赁价格已从2012年的人民币1,800元降至1,400元）。大中型起重机的投资回收期约为5年，原因是租赁价格因供应较少而更加稳定；2) 随着起重机租赁市场的集中度上升，规模较大的企业将购买更多的大型起重机（它们已拥有足够多的小型起重机）。
- **主机厂商比较：**起重机租赁公司认为在三家主要公司中，中联重科的服务质量最好。三一重工在汽车起重机市场是后来者；徐工机械的产品质量与中联重科类似，但服务水准不佳（比如，徐工机械在同一地区可能会拥有多家经销商互相竞争）。

挖掘机：利用率上升，小型挖掘机表现领先，而大/中型落后

- **市场前景：**经销商预计2013年将实现个位数同比增长，小型挖掘机增长将超过大中型挖掘机，需求主要来自农村地区。
- **利用率/盈利能力：**我们走访的经销商认为5月份利用率小幅改善，而且平均利用率可能被低估，因为该数据被拖回的未开工机器所摊薄。但在租赁/按揭期为4年的情况下，挖掘机出租方将实现盈亏平衡/小幅盈利，但以3年租赁/按揭期计算则处亏损状态。
- **信贷风险：**拖机率仍然较高。我们走访的一家经销商表示中型挖掘机的拖机率为33%。如果该设备再度卖出，则经销商可覆盖亏损。因此，实际损失取决于经销商能否顺利卖出二手设备。他们还认为如果客户已支付6个月租金，则违约率将较低。
- **销售政策：**一家经销商要求3年租赁期的首付比例为5%，再加上5%的存款和4%的其他费用。推土机销售政策更为严格，一年半期限的租赁/分期付款需首付25%/40%。
- **资产负债是关键：**挖掘机经销商认为资产负债状况和现金流更强劲的公司将扩大市场份额，这可能是国内品牌市场份额提升的原因所在：国内企业让渡给经销商的利润率（毛利率约为20%）比外资品牌更高。

高华证券感谢高盛分析师陆天, CFA 在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

本人，杨一朋，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

杨一朋：中国交通运输行业、中国公用事业行业、中国汽车行业、中国资本品、亚太基础设施行业、亚太航运行业。

亚太基础设施行业：中交建(A)、中交建(H)、中国铁建(A)、中国铁建(H)、中国中铁(A)、中国中铁(H)、宁沪高速(A)、宁沪高速(H)、深高速(A)、深高速(H)、成渝高速(A)、成渝高速(H)、浙江沪杭甬。

亚太航运行业：中国远洋(A)、中国远洋(H)、中集集团(A)、中集集团(H)、中海集运(A)、中海集运(H)、中海发展(A)、中海发展(H)、Evergreen Marine、Hanjin Shipping、Neptune Orient Lines、东方海外、太平洋航运、STX Pan Ocean - KRW、STX Pan Ocean - SGD、中外运航运、裕民航运、万海航运、阳明海运。

中国公用事业行业：京能清洁能源、中电控股、中国传动、龙源电力、中电国际、华润电力、长江电力、大唐国际(H)、大唐国际(A)、东方电气(A)、东方电气(H)、粤海投资、哈尔滨电气、香港中华煤气、华电国际(A)、华电国际(H)、华能国际(A)、华能国际(ADR)、华能国际(H)、华能新能源、电能实业、上海电气、金风科技、金风科技(H)。

中国汽车行业：江淮汽车、比亚迪、宝信、华晨汽车、长安汽车 A、长安汽车 B、东风集团、一汽轿车、吉利汽车、长城汽车(H)、长城汽车(A)、广汽集团、华域汽车、敏实集团、上汽集团、中国重汽、潍柴动力(A)、潍柴动力(H)、兴达国际、正通汽车、中升集团。

中国资本品：中国北车、中国南车(A)、中国南车(H)、柳工、合力、龙工、三一重工、三一国际、山推、山河智能、天地科技、厦工、郑煤机、中联重科(A)、中联重科(H)。

中国交通运输行业：中航飞机、中航科工、大秦铁路、广深铁路(A)、广深铁路(H)、哈飞股份、洪都航空、航空动力。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：三一重工 (Rmb9.52)、中联重科(A) (Rmb7.29)、中联重科(H) (HK\$8.06)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的未来前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2013 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。