

# 中联重科 (000157) 点评报告

2016年3月31日

## 业绩下滑符合预期，国际化战略前景可期

投资评级：增持（维持）

### 投资要点

事件：公司公布年报，2015 年实现营业收入 207.5 亿元，同比下滑 19.7%；实现利润总额 0.33 亿元，同比下滑 96%；归母净利润为 0.83 亿元，同比下滑 86%；EPS 为 0.01 元，同比下滑 87.5%。

### ■ 房地产和固定资产投资下行，需求端持续不振拖累业绩

公司工程机械制造业的龙头企业，主要从事工程机械、环境产业、农业机械装备研发、制造、销售、服务及环境治理投资及运营业务，是中国工程机械国际化的先行者。2015 年公司营业收入 207.5 亿元，同比-19.7%；归母净利润 0.83 亿元，同比-86%。我们认为业绩下滑的原因：房地产和固定资产投资下行，混凝土机、起重机两大工程机械主要机型市场需求持续不振、公司继续实施从紧销售政策。

### ■ 工程机械、环境产业、农业机械、金融服务四大板块多元互补

2015 年公司营收 207.5 亿元，同比-20%。分产品看，混凝土机械、起重机械、环卫机械、农业机械收入分别是 54.7/45.7/45.2/33 亿元，前三项业务收入同比-48%/-38.4%/+12.4%。其中，农机是 2015 年新业务。公司农业机械、环境产业营收均实现两位数增长，占比达 37.7%，已成为新的业绩增长点。分地区看，国内、国外收入分别是 182/25.5 亿。我们认为，随着 2016 年中联重科业务转型布局完成，同时受益于铁路等基建投资保持平稳，预计 2016 年收入有望企稳。

### ■ 盈利能力稳中有升，高毛利环卫机械带动综合毛利率提高

2015 年综合毛利率为 27%，同比+1.59pct。分产品看，混凝土机械、起重机械、环卫机械的毛利率分别是 21%/31.1%/31.3%，同比-1.44/+3.31/+1.47。环卫机械毛利率提高的原因是公司完成意大利纳都勒收购后整合技术，全面进军利润率更高的垃圾处理领域。农业机械的毛利率 15.8%高于行业平均，原因是公司完成对农机版块整合，新技术应用与智慧农业创新实践结合，烘干机、小麦机市占率数一数二产生了规模效应。2015 年三项费用率合计为 26.24%，提高了 4.25pct，原因是汇率变动及带息负债增加所致。

### ■ 拟提高收购特雷克斯 Terex 价格，实现中联全球化战略

2016 年 1 月，中联重科计划以每股 30 美元的价格，收购 Terex 所有流通股，总收购价格 33 亿美元（约合 217 亿元人民币）。3 月 23 日，路透社消息，Terex 表示将推进同中联重科的磋商。收购若完成，中联重科收入、利润和资产将大幅提升。2014 年，Terex 销售收入 73 亿美元（约合 447 亿元人民币），在全球工程机械行业排第五位。中联重科 2014 年销售收入 259 亿元人民币，双方销售收入合计已超过 700 亿人民币。2014 年中联重科业务 85%集中在中国，而 Terex 业务 72%集中在西欧和北美。

美国起重机制造商 Terex 表示，中联重科已将其主动收购提议的每股报价提高 1 美元，至每股 31 美元。我们认为双方的谈判进入实质性阶段，我们判断此次收购成功概率已加大。

### ■ 此次收购扩展中联产业链，向高空作业平台拓展业务

此次收购将极大地丰富中联重科的产业链，并进入高空作业平台、工业起重机和港口机械、物料处理机械等 3 个全球领先的业务领域。获利与抗风险能力将得到显著提升。尤其是高空作业平台，是 Terex

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

13915521100

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

联系人 石炯

[shijiong@dwzq.com.cn](mailto:shijiong@dwzq.com.cn)

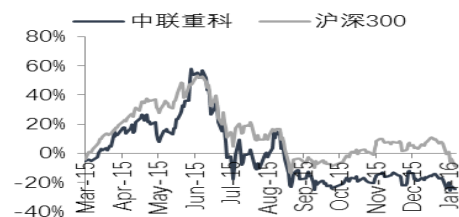
联系人 毛新宇

[maoxy@dwzq.com.cn](mailto:maoxy@dwzq.com.cn)

联系人 王皓

[wangh@dwzq.com.cn](mailto:wangh@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.60
一年最高价/最低价	4.20/10.80
市净率	0.89
流通 A 股市值(百万元)	28804.7

### 基础数据

每股净资产(元)	5.15
资产负债率	56.67
总股本(百万股)	7664.13
流通 A 股(百万股)	6261.89

### 相关研究

公司点评：中联重科：拟提高报价收购特雷克斯 (Terex)，若收购成功中联成世界第三大工程机械公司 20160324

公司点评：中联重科：要约收购特雷克斯 (Terex)，若收购成功，中联将成全球第三大工程机械公司 20160128

公司点评：中联重科：业绩低于预期，关注工程机械弱复苏、农机+环保+金融转型 20150901

的拳头业务，是行业标准的制定者，掌握了全球高端市场。

根据 Terex 年报，2014 年营收 73 亿美元（约 447 亿人民币），其中，高空作业平台业务 23.7 亿美元，占比约三分之一。该业务可满足大部分高空作业要求和定制化个性需求，能够实现自行走式、智能操控、安全载人和超大覆盖。

#### ■ 内生外延并举，环境产业布局完成

一方面，公司环卫机械产业已成熟，市场份额达到 60%，处于龙头地位，拥有国内最大的环卫机械研发和生产基地。另一方面，公司在市场低迷的情况下积极并购有价值的标的，于 2015 年 12 月并购意大利纳都勒公司，完成从环卫设备制造商到环境产业整体方案解决提供商和投资运营商的转型升级，目前在全球拥有了超过 30 家环境运营项目，完成国内餐厨垃圾、垃圾终端处理和建筑垃圾资源化领域布局。目前正在以淮安晨洁项目作为试点平台，整合纳都勒的厌氧发酵技术和项目运营经验，打造中国餐厨垃圾处理的样板工程。

#### ■ 转型智慧农机，看好农业机械市场

中央 1 号文件连续 4 年聚焦农业现代化，“十三五纲要”农业部分中明确“加快转变农业展方式，着力构建现代农业产业体系”，提出目标：“提高农业技术装备和信息化水平”。

公司 21 亿元入主奇瑞重工进军农机产业后，致力于成为“国内领先的农业机械化整体解决服务商”。一方面加大对新产品的开发，2015 年公司开发出了一系列具有自主知识产权的战略产品。2015 年农机营业收入高于行业增长，烘干机、小麦机市占率排名前列。另一方面探索智慧农业，“杂交水稻超高产农机农艺融合示范项目”成功抢占农业机械市场制高点，基于互联网+远程智能控制技术的河北示范基地落成。我们认为，未来中联重科将加大农业机械板块投入，继续推动农机产业向利润更高的智慧农机转型。

#### ■ 盈利预测与投资建议

中联的战略转型已逐步落地，目前公司已向农机（收购奇瑞重工）、环保（收购意大利纳都勒）、金融（设立财务公司）等领域转型；同时一带一路战略有望在未来加速工程机械行业复苏，目前在手现金超 135 亿元，转型速度有望超预期。预计 2016/17/18 年的 EPS 为 0.10/0.21/0.25 元，对应 PE 为 47/21/18X，当前 PB 0.89 倍，故维持“增持”评级。

■ 风险提示：收购失败；收购进展低于预期。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

