



全球化步伐再进一步

——中联重科（000157）调研报告暨股东大会交流纪要

事件：

近日，我们再次调研了中联重科（000157），并参加了 2010 年度第一次临时股东大会。

分析与点评：

1、公司对工程机械行业长期发展持积极乐观态度

公司对于工程机械行业全球排名前 5 名的厂商进行了分析，发现其销售额的 60-70%来自于欧、美、日本土，据此，可以得到以下观点：

- （1）社会越发达，对于工程机械的需求越多
- （2）国内工程机械市场的保有量与欧美国家相比，差距还非常大
危机前的 2007 年，卡特彼勒销售收入 449.58 亿美金（其中 37%来自于美国本土），超过国内所有企业的销售收入之和。因此，市场保有量尽管在增多，但空间仍然很大。
- （3）中国的发展需要大量的投入用于固定资产投资和建设
城镇化、基础设施建设逐步兴起，投入总量与比重都在增长。
- （4）行业受房地产政策影响有限

预计商品房的开发建设受到政策影响出现一定调整，但真正与其关系最紧密的就是塔式起重机与混凝土机械 2 种，并且塔式起重机还与大型基建（如：机场）有关，混凝土机械在房地产中的比例小于其他行业之和。何况，长期来看，房地产行业仍处于上升阶段。

综上，未来的 5-10 年，国内工程机械行业仍将保持增长。

2、主要产品年内的需求仍将保持旺盛

基建、房地产、出口是推动行业增长的驱动力。

- （1）“两大主业”年内销量走势与正常年份相似
混凝土机械销量上半年火爆，下半年也不会太差。

年内看，预计走势呈现抛物线形，旺季在 4、5、6 月，“年初低、年中高、下半年回落”，比较正常。现在来看：预计 GDP 增幅回落，信贷进一步趋紧的可能性降低；国家力推商品混凝土，导致二三线城市需求旺盛，这些对混凝土机械的销量产生积极影响。

起重机械销量也类似于往年：“一二季度由上升走向高峰，三季度回落，四季度抬头”，因此，随之而来的第三季度的销量下滑也属正常。另据公司统计的客户集中度来看，集团客户占比低于往年，这是今年的一大特点。

请务必阅读正文之后的重要声明

机械 设备

评级：**强烈推荐（维持）**

上次评级：强烈推荐

目标价格：**¥ 31.0**

上次预测：29.0

当前价格：**¥22.67**

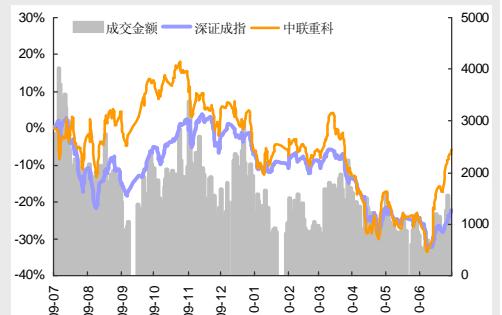
基础数据 **2010.7.25**

总股本/流通 A 股（亿股）	19.71/16.72
总市值（亿元）	446.8
流通市值（亿元）	379.1
每股净资产（元）	6.58
ROE（%，2010Q1）	7.67

交易数据

52 周内股价区间（元）	15.66 ~ 29.19
PE（TTM，倍）	13.9
动态 PE（倍）	12.7
PB（倍）	3.45

52 周内股价走势



褚艳辉

行业研究员

执业证书编号：S0820210060002

电话：021-32229888*3507

邮箱：chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

加速全球化布局 行业领先地位明显——2009 年年报点评
2010-04-30

混凝土机械走出低谷 融资租赁业务亮点初现——2009 年半年报点评
2009-08-07

经历行业寒冬 整合全球资源——08 年报及非公开定向增发点评
2009-04-21

就起重机下游需求来看，高铁建设方兴未艾，火电、风电、核电、钢铁、化工等大项目技改都还没有大规模启动，因此未来增长空间很大。

- (2) 环卫机械是公司一大特色，行业发展正处上升阶段
- (3) 塔式起重机受地产政策有一定影响，但总体表现较好
- (4) 挖掘机目前还处在起步阶段

公司进入外资品牌占据主导地位、利润空间更加丰厚的大中挖市场，大力建设渭南工业园。预计 8 月份正式开园，11 年增长会很好。

3、自主创新是化解同质化竞争的利器

随着产品序列的不断增加，与徐工、三一等在产品规格、基本技术、生产工艺、销售服务方式等方面存在一定的同质化竞争。

如：与三一在混凝土机械领域形成“两足鼎力”的格局，两家合计占有市场 80%以上的份额，竞争领域涉及泵送、搅拌、输送等多方面。

与徐工在起重机械的竞争的同质化已经显现，尽管两者合计占有市场 80%以上的份额，但尚没有体现在价格的竞争。

随着柳工、山河智能等公司的做大做强，未来在多个领域的竞争不可避免。

总体来看，公司认为，自主创新是破解这一命题的利器：

- (1) 通过自主创新占领行业技术制高点

如，收购 CIFA 后，公司占领了混凝土机械行业全球的技术制高点：泵车的碳纤维臂架技术、混凝土搅拌主机技术、泵车臂架防抖动技术等 3 项技术在全球第一。

又如，在起重机领域也有 2 项具有完全的自主知识产权：多节臂单缸插销技术、全路面底盘多桥转向技术。

- (2) 同类产品在售方式、服务方式的差异化
- (3) 全球市场开拓上的差异化
- (4) 整个产品布局上形成差异化

如公司的环卫机械是其他主要竞争对手所没有的。

4、CIFA 经营情况符合预期规划，协同效应进一步显现

CIFA 上半年业绩同比保持增长。截止 6 月末，主要经营指标，如应收账款、库存、现金流均较去年底明显好转，但仍未回到 08 年以前的水平，主要原因在于欧洲市场的复苏进程缓慢。

协同效应进一步显现，研发、供应链管理、采购等各方面都在按计划推进。

CIFA 的作用体现在四个方面：

- (1) 技术

如前所述，收购 CIFA 后，公司抢占了全球混凝土机械技术的制高点。

- (2) 成本

一方面，由于 CIFA 在中联重科的“厂中厂”的设立，成品后运至欧洲，大大降低了产品成本，据估算，这种“国内采购、意大利组装”的方式，制造与采购成本相当于 CIFA 在意大利的 60%-70%；另一方面，对于国际供应商的核心零部件，会出现对中国的定价高于欧洲的情况，若利用 CIFA 的渠道采购，除去运费和关税，可降低 20%-50%的采购成本。

- (3) 效率

受制于产能等各方面约束，以往在意大利订货需要提前半年，现在国内采购、生产然后运至意大利组装，大大提高了生产效率。

- (4) 模式

公司探索出了一条对于以后并购可以使用的模式，在收购 CIFA 的过程中，积累起来的经验以及整合能力是非常重要的。

5、借助 H 股发行 加快全球化步伐

全球视角来看，工程机械行业正处低谷时期，此时加快全球布局则有望在下一轮周期中抢占先机。

就国内市场容量来看，如果不进入国际市场，将会对持续的高速增长带来挑战，公司计划不断提高海外市场销售收入占整个销售收入的比重。

公司的目标是进入世界前五名。考察现在的世界前五名企业，除了在本土上市外，在境外至少还有 1 个以上的融资平台，卡特彼勒就在 6 个地方上市，带来的益处也是多方面的，如：实现多个平台融资、利用资本平台对目标资产进行整合、提升国际品牌知名度。

H 股募投项目更加侧重国际化，包括基础研究与基础零部件在内的 4 个项目：

(1) 拓展公司的国际化业务，建设和完善公司的境内外营销网络及服务体系和支持体系，以加快推进公司全球化战略的实施进程；

(2) 进行产业升级和核心零部件配套能力建设；

(3) 建设公司研发能力及开展新技术研究，建设公司的数字化服务和供应链协同管理平台，以提升公司研发水平和信息化实力；

(4) 补充公司流动资金、改善公司资本结构，及其他一般商业用途等。

综上，H 股与前期的定向增发募投项目不重叠，且更加面向国际化视野。

6、投资建议

公司发布的半年度预增公告中预计：上半年归属于母公司所有者的净利润约 16.27 亿元-21.69 亿元，合 EPS0.8693 元-1.1591 元（按总股本 19.71 亿股加权平均计算）。

我们调升 10 年、11 年 EPS 至 1.79 元、2.20 元，调升幅度为 11.2%、3.3%。维持“强烈推荐”的投资评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%-5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。