

中联重科 (000157)

## 再论传统业务盈利改善与新兴业务高成长

## ——中联重科调研报告

吕娟 (分析师) 韦钰 (研究助理)  
 021-38676139 021-38032029  
 lvjuan@gtjas.com weiyu@gtjas.com  
 证书编号 S0880511010047 S0880116080297

## 本报告导读:

无论行业需求反转与否,公司工程机械板块通过风险释放和出清过剩产能,已经进入盈利修复阶段;新兴业务收入占比即将过半,其中环卫、农机、消防行业地位突出,基本被市场完全忽视。

## 投资要点:

**结论:** 工程机械板块风险基本释放,过剩产能大幅出清,无论行业需求反转与否公司盈利都已进入改善阶段;新兴板块收入占比一半,其中环卫排名行业第一,农机第三,消防第四,基本被市场完全忽视。维持公司 2016-18 年 EPS 为 0.01、0.15、0.30 元,合理总市值 480 亿,目标价 6.80 元,增持。

**无论行业需求反转与否,公司工程机械板块盈利已进入修复阶段:** ①公司应收账款客户结构优化、拨备计提充分,季度经营性现金流转正,趋势向好。②目前产能利用率 70%,新机销售已进入盈利阶段。③若行业需求维持低位,公司工程机械净利润最晚 2017 年一季度转正,若需求回暖趋势确立,净利润加速修复。④根据净利润的弹性空间、可对标公司,对应 220 亿市值。

**环境产业不只有行业翘楚的环卫设备,还有环境运营服务:** ①公司引领环卫设备行业多年,收入是第二名 3 倍多,正积极转型环境运营服务整体方案提供商,已累计签约县域全环境服务框架协议 30 余个。②我国整体环境产业市场规模超万亿。与同行相比,公司布局整个大环境产业、规避劳动密集型的业务,业务模式具有明显的优越性。随着 PPP 模式的推广,公司市场份额有更大提升空间。③判断公司环卫设备未来五年复合增速 10%左右,环境运营服务每年翻番增长,判断对应 200 亿市值。

**农机和消防业务同样值得关注:** ①农机行业每年超 3000 亿规模,但群龙无首,盈利普遍较低。土地集约化生产背景下,中联重科将引领行业中高端化。农机子公司毛利率预计将超 20%,即使对应一级市场也值 30 亿。②消防业务持续增长,净利率 19%左右,预计 2016 年净利将超 1 亿,可对应市值 30 亿。

**风险提示:** 工程机械行业断崖式下跌

| 财务摘要 (百万元)  | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 25,851 | 20,753 | 18,972 | 20,479 | 23,750 |
| (+/-)%      | -33%   | -20%   | -9%    | 8%     | 16%    |
| 经营利润 (EBIT) | 2,016  | 1,302  | 1,102  | 2,333  | 3,515  |
| (+/-)%      | -63%   | -35%   | -15%   | 112%   | 51%    |
| 净利润         | 594    | 83     | 71     | 1,122  | 2,314  |
| (+/-)%      | -85%   | -86%   | -15%   | 1490%  | 106%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.08   | 0.01   | 0.01   | 0.15   | 0.30   |
| 每股股利 (元)    | 0.05   | 0.15   | 0.05   | 0.05   | 0.05   |
| 利润率和估值指标    | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| 经营利润率 (%)   | 7.8%   | 6.3%   | 5.8%   | 11.4%  | 14.8%  |
| 净资产收益率 (%)  | 1.4%   | 0.2%   | 0.2%   | 2.8%   | 5.6%   |
| 投入资本回报率 (%) | 2.8%   | 5.9%   | 2.5%   | 3.8%   | 6.2%   |
| EV/EBITDA   | 18.5   | 26.2   | 17.8   | 15.4   | 9.7    |
| 市盈率         | 57.8   | 411.4  | 486.8  | 30.6   | 14.8   |

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 6.80

上次预测: 6.80

当前价格: 4.65

2016.09.26

## 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 4.01-5.87   |
| 总市值 (百万元)        | 35,638      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 7,664/6,266 |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/1,388     |
| 流通股比例            | 100%        |
| 日均成交量 (百万股)      | 4339.19     |
| 日均成交值 (百万元)      | 188.93      |

## 资产负债表摘要

|            |        |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 37,354 |
| 每股净资产      | 4.87   |
| 市净率        | 1.0    |
| 净负债率       | 47.32% |

| EPS (元) | 2015A | 2016E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | -0.05 | -0.09 |
| Q2      | 0.01  | -0.02 |
| Q3      | -0.03 | 0.03  |
| Q4      | 0.08  | 0.09  |
| 全年      | 0.01  | 0.01  |

## 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M  | 12M  |
|--------|----|-----|------|
| 绝对升幅   | 8% | 18% | -4%  |
| 相对指数   | 9% | 15% | -12% |

## 相关报告

《工程机械风险释放 其他业务已然崛起》  
 2016.09.07

模型更新时间: 2016.09.26

## 股票研究

工业

资本货物

## 中联重科 (000157)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **6.80**

上次预测: 6.80

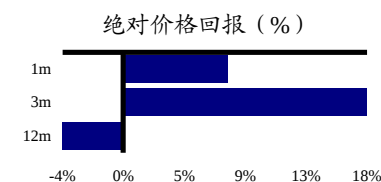
当前价格: 4.65

公司网址

www.zoomlion.com

### 公司简介

公司是在长沙建设机械研究院基础上孵化出来的新型高科技上市公司,是我国工程机械制造业的龙头企业。主要从事建筑工程、能源工程、交通工程等国家重点基础设施建设工程所需重大高新技术装备的研发制造。



52 周价格范围

4.01-5.87

市值 (百万)

35,638

财务预测 (单位: 百万元)

### 损益表

#### 营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

#### EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

#### 营业利润

所得税

少数股东损益

#### 净利润

### 资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

#### 资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

#### 投入资本(IC)

### 现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

#### 自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

#### 现金流净增加额

### 财务指标

#### 成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

#### 收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

#### 运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

#### 偿债能力

资产负债率

净负债率

#### 估值比率

PE

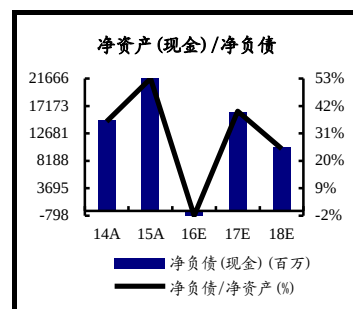
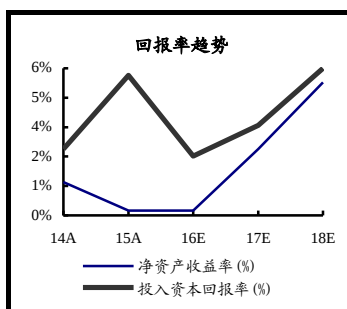
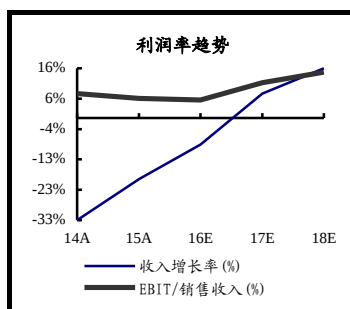
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

|               | 2014A   | 2015A  | 2016E  | 2017E   | 2018E   |
|---------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入         | 25,851  | 20,753 | 18,972 | 20,479  | 23,750  |
| 营业成本          | 18,642  | 15,146 | 13,752 | 14,596  | 16,703  |
| 税金及附加         | 228     | 103    | 104    | 113     | 119     |
| 销售费用          | 3,036   | 2,502  | 2,287  | 1,909   | 1,978   |
| 管理费用          | 1,930   | 1,701  | 1,726  | 1,529   | 1,435   |
| EBIT          | 2,016   | 1,302  | 1,102  | 2,333   | 3,515   |
| 公允价值变动收益      | -12     | -17    | -17    | -12     | 3       |
| 投资收益          | 11      | 83     | 45     | 46      | 58      |
| 财务费用          | 745     | 1,263  | 1,268  | 938     | 909     |
| 营业利润          | 663     | -605   | -888   | 930     | 2,318   |
| 所得税           | 235     | -58    | 17     | 176     | 346     |
| 少数股东损益        | 34      | 8      | 25     | 112     | 108     |
| 净利润           | 594     | 83     | 71     | 1,122   | 2,314   |
| 货币资金、交易性金融资产  | 16,894  | 13,551 | 31,531 | 14,648  | 11,537  |
| 其他流动资产        | 13,243  | 14,263 | 0      | 0       | 0       |
| 长期投资          | 5,178   | 2,983  | 2,983  | 2,983   | 2,983   |
| 固定资产合计        | 6,781   | 8,520  | 9,478  | 10,279  | 10,923  |
| 无形资产及其他资产     | 7,099   | 6,779  | 8,106  | 9,432   | 10,756  |
| 资产合计          | 93,758  | 93,723 | 87,621 | 89,989  | 85,320  |
| 流动负债          | 25,262  | 30,183 | 25,178 | 26,620  | 20,127  |
| 非流动负债         | 27,248  | 22,931 | 21,882 | 21,884  | 21,887  |
| 股东权益          | 41,151  | 40,726 | 39,891 | 40,204  | 41,567  |
| 投入资本(IC)      | 51,641  | 60,467 | 36,776 | 54,085  | 49,852  |
| NOPLAT        | 1,467   | 3,566  | 936    | 2,042   | 3,076   |
| 折旧与摊销         | 647     | 834    | 788    | 946     | 1,103   |
| 流动资金增量        | -10,543 | -5,491 | 10,039 | -15,597 | 5,710   |
| 资本支出          | -945    | -645   | -2,072 | -2,592  | -2,622  |
| 自由现金流         | -9,376  | -1,735 | 9,691  | -15,202 | 7,267   |
| 经营现金流         | -7,690  | -3,334 | 26,755 | -12,083 | 10,274  |
| 投资现金流         | -2,611  | 2,393  | -2,044 | -2,558  | -2,561  |
| 融资现金流         | 8,230   | -2,042 | -6,731 | -2,242  | -10,825 |
| 现金流净增加额       | -2,072  | -2,984 | 17,980 | -16,883 | -3,111  |
| 收入增长率         | -32.9%  | -19.7% | -8.6%  | 7.9%    | 16.0%   |
| EBIT 增长率      | -62.6%  | -35.4% | -15.4% | 111.8%  | 50.7%   |
| 净利润增长率        | -84.5%  | -85.9% | -15.5% | 1490.2% | 106.3%  |
| 利润率           |         |        |        |         |         |
| 毛利率           | 27.9%   | 27.0%  | 27.5%  | 28.7%   | 29.7%   |
| EBIT 率        | 7.8%    | 6.3%   | 5.8%   | 11.4%   | 14.8%   |
| 净利率           | 2.3%    | 0.4%   | 0.4%   | 5.5%    | 9.7%    |
| 净资产收益率(ROE)   | 1.4%    | 0.2%   | 0.2%   | 2.8%    | 5.6%    |
| 总资产收益率(ROA)   | 0.6%    | 0.1%   | 0.1%   | 1.2%    | 2.7%    |
| 投入资本回报率(ROIC) | 2.8%    | 5.9%   | 2.5%   | 3.8%    | 6.2%    |
| 存货周转天数        | 187     | 295    | 295    | 295     | 295     |
| 应收账款周转天数      | 411     | 529    | 529    | 529     | 529     |
| 总资产周转天数       | 1294    | 1649   | 1744   | 1583    | 1347    |
| 净利润现金含量       | -12.94  | -39.95 | 379.34 | -10.77  | 4.44    |
| 资本支出/收入       | 4%      | 3%     | 11%    | 13%     | 11%     |
| 资产负债率         | 56.0%   | 56.7%  | 53.7%  | 53.9%   | 49.2%   |
| 净负债率          | 35.9%   | 53.2%  | -2.0%  | 40.0%   | 25.0%   |
| PE            | 57.8    | 411.4  | 486.8  | 30.6    | 14.8    |
| PB            | 0.8     | 0.8    | 0.9    | 0.9     | 0.8     |
| EV/EBITDA     | 18.5    | 26.2   | 17.8   | 15.4    | 9.7     |
| P/S           | 1.3     | 1.7    | 1.8    | 1.7     | 1.4     |
| 股息率           | 1.1%    | 3.3%   | 2.6%   | 2.4%    | 2.8%    |



## 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1. 核心投资逻辑.....                           | 4  |
| 2. 无论行业需求反转与否，公司工程机械板块盈利已进入修复阶段 ..       | 5  |
| 2.1. 重申我们不是基于行业反转的逻辑推荐公司 .....           | 5  |
| 2.2. 公司坏账计提基本充分，历史风险基本释放 .....           | 5  |
| 2.2.1. 应收账款总体微增，但结构已大幅改善 .....           | 5  |
| 2.2.2. 坏账计提已基本充分 .....                   | 5  |
| 2.3. 产能大幅收缩，目前处于盈利改善阶段 .....             | 6  |
| 3. 环境产业不只有行业翘楚的环卫设备，还有环境运营服务 .....       | 7  |
| 3.1. 公司以环卫设备起家，引领行业多年 .....              | 7  |
| 3.2. 积极转型环境整体方案提供商和投资运营商 .....           | 9  |
| 3.3. 运营服务行业规模千亿以上，公司盈利能力远超同行 .....       | 9  |
| 3.3.1. 环境运营服务市场正进入高速增长期 .....            | 9  |
| 3.3.2. 城乡环卫服务市场规模超千亿，整体环境产业市场规模超万<br>亿   | 10 |
| 3.3.3. PPP 模式的推广将重构高度分散化的环境运营服务市场...     | 11 |
| 3.3.4. 中联重科业务模式与同行业有别，具有明显优越性 .....      | 12 |
| 4. 农机业务潜力巨大，消防业务高盈利，同样值得关注 .....         | 13 |
| 4.1. 农机业务：潜力巨大，正进入盈利提升阶段 .....           | 14 |
| 4.1.1. 累计付出 23.5 亿元收购中联重机 67.51%股份 ..... | 14 |
| 4.1.2. 行业规模巨大但群龙无首，中联重科引领行业中高端化 ..       | 14 |
| 4.2. 消防业务：行业第四，对应市值 30 亿左右 .....         | 15 |
| 5. 盈利预测预与估值 .....                        | 16 |
| 6. 风险提示 .....                            | 18 |
| 6.1. 工程机械行业断崖式下跌 .....                   | 18 |

## 1. 核心投资逻辑

**结论：**工程机械板块坏账准备计提充分，应收账款风险基本释放，过剩产能大幅出清，无论行业需求反转与否，公司盈利都已进入改善阶段；新兴业务板块皆是行业领导者，且收入占比已高达 50%，其中环卫排名第一，农机第三，消防第四，基本被市场完全忽视。维持公司 2016-18 年 EPS 为 0.01、0.15、0.30 元，基于工程机械业务处于周期性底部无法按照 PE 估值，采取分部估值法，判断合理总市值 480 亿，目标价 6.80 元，目前股价被严重低估，增持。

**无论行业需求反转与否，公司工程机械板块盈利已进入修复阶段：**①公司应收账款客户结构优化、拨备计提充分，第二季度经营性现金流开始转正，风险基本释放、趋势向好。②过剩产能出清，目前产能利用率 70%，新机销售已进入盈利阶段。③假设工程机械行业需求继续维持低位或者略有下滑，判断公司工程机械净利率最晚 2017 年一季度将由负转正，如果行业需求回暖趋势确立，则净利润加速修复。④对于周期性底部的工程机械业务，目前无法按照 PE 估值，但是根据净利润的弹性空间、可对标公司，可对应 220 亿市值。

**环境产业不只有行业翘楚的环卫设备，还有环境运营服务：**①凭借超强的新品研发能力，引领环卫设备行业多年，估计收入、净利润分别是第二名的 3 倍、4 倍左右。目前，基于环卫设备的渠道优势，公司积极转型环境运营服务整体方案提供商和投资运营商，累计签约县域全环境服务框架协议 30 余个，保守预计 2016 年底将有 10 多个项目落地。②根据测算，我国城乡环卫垃圾清洁与收运服务市场年均规模近 1500 亿，整体环境产业市场规模超万亿，市场空间巨大。③随着 PPP 模式的推广，市场份额将逐步集中到资金实力强、作业专业化、可提供服务总包的厂商手中。④与同行业相比，公司布局整个大环境产业，有意规避劳动密集型的前端业务、走“农村包围城市”的发展路线，业务模式具有明显的优越性。判断公司环卫设备未来五年复合增速 10%左右，环境运营服务每年翻番增长，判断对应 200 亿市值。

**农机业务潜力巨大，消防业务高盈利，同样值得关注：**①农机行业每年超过 3000 亿规模，但是行业群龙无首，盈利能力极低。在土地集约化生产的背景下，中联重科这样的市场化企业进入后，将引领行业中高端化。奇瑞重工在被中联重科收购后，研发能力不断提升，目前毛利率已经提高至 14.87%，预计很快将超过 20%，未来有望更高。即使对应一级市场估值，作为行业排名第 3 的农机业务也值 30 亿。②消防业务行业排名第 4，净利率高达 19.5%，预计 2016 年净利润将超过 1 亿，可对应市值 30 亿。

**风险提示：**工程机械行业断崖式下跌

## 2. 无论行业需求反转与否, 公司工程机械板块盈利已进入修复阶段

### 2.1. 重申我们不是基于行业反转的逻辑推荐公司

我们的主要推荐逻辑不是行业需求回暖, 而是基于供给端的考虑——公司传统业务风险释放, 过剩产能的出清会带来公司盈利的显著改善。我们认为, 2017-2018 年公司工程机械板块收入不会有太大变化, 维持在 120 亿左右, 但盈利会有一个显著的改善; 此外, 公司新业务三个板块的收入占比合计已高达 50%, 各板块盈利丰厚且都是行业内的领导者, 目前价值被严重低估。

### 2.2. 公司坏账计提基本充分, 历史风险基本释放

#### 2.2.1. 应收账款总体微增, 但结构已大幅改善

公司的应收款项体现在表内和表外两个部分, 工程机械行业下行以来, 公司及时收紧了信用政策, 积极处置表内外的应收账款风险。一方面, 表外风险敞口有了较为明显的下降; 另一方面, 表内的应收款项虽然略有增长, 但是结构有了明显的变化:

1) **业务结构占比变化。**根据我们的草根调研, 公司来自工程机械主业的应收账款实际上已经有所减少, 而上半年应收账款总体增长主要来自于并购纳都勒以及环境、农机和消防三大新业务板块的发展带来的增长。这些新业务回款情况较好, 风险非常低。由于财政资金来款集中在四季度, 我们预计 2016 年底公司表内应收账款总额或有下降。

2) **客户结构发生变化:** 根据我们的推算, 公司工程机械应收账款估计有 300 多亿, 其中零首付的客户清理完毕, 剩下的客户都是行业内的“老司机”, 这些客户不会轻易离开行业, 还款能力相对较强。

#### 2.2.2. 坏账计提已基本充分

2016 年上半年, 公司账龄 2 年及以上的应收账款合计只有 67.16 亿, 而公司应收款余额计提比例 8.28%、其他应收款计提比例 9.45%、工程机械拨备计提率高达 9% 以上。总的来说, 目前计提的 35.9 亿各类坏账准备可以覆盖可能发生的风险。事实上, 自 2012 年以来公司实际核销的应收账款+其他应收款仅 1.89 亿, 公司应收账款的实际风险, 其实并没有市场想象的那么大。

表 1: 公司坏账已基本计提充分, 风险基本释放

|               | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016H1 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 应收账款          | 116.58 | 189    | 278.06 | 304.39 | 297.45 | 305.81 |
| 应收账款坏账准备      | 5.33   | 8.71   | 15.18  | 17.8   | 23.8   | 27.62  |
| 实际核销的应收账款     |        | 0.08   | 0.11   | 1.36   | 0.29   | 0.02   |
| 其他应收款         | 8.20   | 11.24  | 5.73   | 9.26   | 14.10  | 12.28  |
| 其他应收款坏账准备     | 0.55   | 0.58   | 0.66   | 0.95   | 1.16   | 1.28   |
| 实际核销的其他应收款    |        | 0.02   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期应收款         | 128.05 | 104.68 | 74.08  | 44.79  | 25.94  | 20.42  |
| 其中融资租赁应收款减值准备 | 0.9    | 1.57   | 3.17   | 1.87   | 1.66   | 2.19   |
| 一年内到期的非流动资产   | 70.89  | 91.95  | 102.29 | 122.03 | 126.45 | 133.49 |
| 其中融资租赁款减值准备   | 0.5    | 1.43   | 4.15   | 4.67   | 4.79   | 4.8    |
| 存货            | 96.55  | 117.33 | 87.47  | 103.76 | 140.83 | 142.51 |
| 存货跌价准备        | 1.5    | 3.34   | 2.69   | 2.89   | 5.4    | 5.56   |

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 目前公司账龄 2 年及以上的应收账款只有 67.16 亿

| 项目           | 账面余额    |
|--------------|---------|
| 2 年及以上的应收账款  | 44.48 亿 |
| 2 年及以上的其他应收款 | 0.65 亿  |
| 长期应收款中的融资租赁款 | 22.04 亿 |
| 总计           | 67.17 亿 |

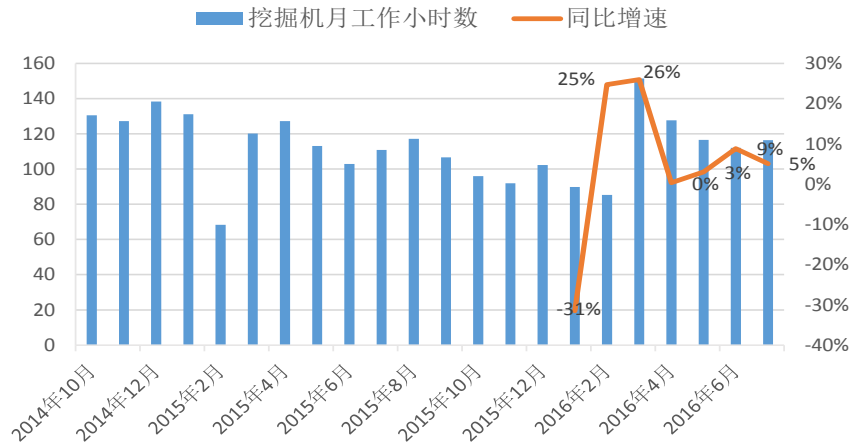
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

### 2.3. 产能大幅收缩, 目前处于盈利改善阶段

经济新常态之下, 企业主动出清过剩产能最为关键。行业下行以来, 公司通过降低土地厂房占用、人员及产品线精简、营销线改革等措施, 坚定缩减工程机械板块产能, 我们估计公司工程机械板块产能出清了一半以上。根据我们的测算, 公司目前的产能利用率预计已达 70% 以上, 新机销售已经超过盈亏平衡点。

2016 年以来, 我们发现了一些积极变化。首先, 根据我们的匡算, 如若不考虑历史包袱形成的资产减值损失等, 2016 年工程机械新机销售已经可以实现盈利, 业绩拐点其实已经呈现。其次, 行业挖机开工小时数自 3 月以来一直同比表现不错, 至少说明行业没有变得更糟。假设工程机械行业需求继续维持低位或者略有下滑, 判断公司工程机械净利率最晚 2017 年一季度将由负转正, 如果行业需求回暖趋势确立, 则净利润加速修复。

图 1: 行业挖机开工小时数自 3 月以来一直同比表现不错



数据来源: 草根调研、国泰君安证券研究

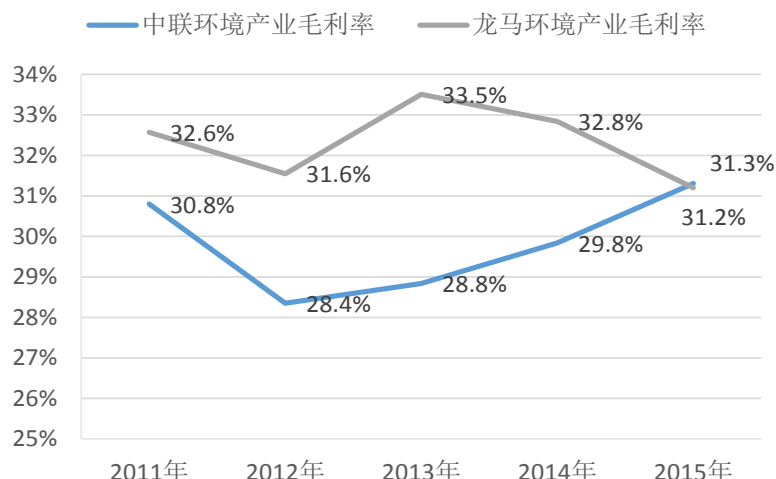
### 3. 环境产业不只有行业翘楚的环卫设备, 还有环境运营服务

过去 3-5 年内, 市场过度缺乏对公司的了解。其实公司非工程机械板块已具有相当的规模, 判断今年非工程机械产业收入将超过总营收的 50%。其中, 环境产业全国第一, 盈利丰厚, 判断今年将超过 50 亿的收入规模, 给予 200 亿市值; 农机产业正进入盈利提升阶段, 给予 30 亿合理市值; 消防业务预计 2016 年净利润将超过 1 亿, 对应市值 30 亿左右。本段首先分析未来营收占比最大、发展速度最快的环境产业。

#### 3.1. 公司以环卫设备起家, 引领行业多年

公司是国内最大的环卫、环保装备制造制造商, 市场份额占 70% 以上。2015 年, 公司环境产业收入突破 45 亿元, 同比增长 12.43%, 营收占比提升至 21.80%。2016 年上半年, 公司环境产业收入 19.04 亿元, 同比增速 8%。根据公安部车管所机动车上牌终端数据, 公司环卫机械设备多年来稳居国内第一, 其中扫路车和洗扫车市占率分别高达 55%、67%。与行业排名第二的龙马环卫相比, 公司的产品结构明显更加优化。其中毛利率最高的产品路面清扫车占比较高, 毛利率较低的产品低压清洗车、垃圾车等销售占比较低, 因此其整体毛利率高于同行业的大部分公司。

图 2: 中联重科环境产业毛利率已超过龙马环卫



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

公司在环卫设备行业之所以能保持龙头地位不动摇,主要得益于公司超强的新产品研发能力。举例来说,在垃圾处理方面,公司被认定为《国家鼓励发展的重大环保技术装备》中的“餐厨垃圾预处理成套装备”“移动式渗滤式处理装备”技术装备依托单位、首创国内“垃圾分选+垃圾压缩”的生活垃圾预处理技术,实现生活垃圾减量填埋,大幅提高垃圾焚烧处理质量;在道路清扫方面,研发出能清扫路缘的干式扫路车,填补行业空白;在吸尘方面,开发出喷射距离 120 米的多功能抑尘车,技术性能国内领先。公司持续引领环卫装备行业的新产品开发,因而能够继续保持较高的盈利水平。

表 3: 公司在环卫设备各细分领域技术领先

| 项目   | 公司成就                                                                                          |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 垃圾处理 | 1.《国家鼓励发展的重大环保技术装备(2014 版)》中的“餐厨垃圾预处理成套装备”“移动式渗滤式处理装备”技术装备依托单位<br>2.首创国内“垃圾分选+垃圾压缩”的生活垃圾预处理技术 |
| 道路清扫 | 研发出能清扫路缘的干式扫路车,填补行业空白                                                                         |
| 吸尘   | 开发出喷射距离 120 米的多功能抑尘车,技术性能国内领先                                                                 |

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

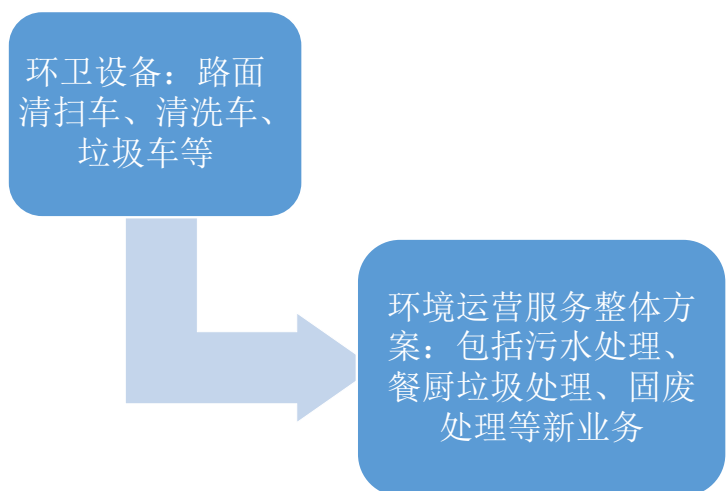
2015 年,全国环卫车辆生产企业有 260 余家,市场参与者较多,但普遍规模较小,年产量超过 3,000 辆/套的只有 3 家(不含垃圾中转站装备)。环卫清洁及垃圾收转装备具有较高的技术、品牌、营销网络、售后服务、资质及资金的要求,随着市场竞争的深入,一些市场竞争能力差、新产品开发能力低、产品同质化严重的生产企业正面临市场淘汰,而行业领先者之间主要通过提高技术水平、丰富产品种类、完善客户服务等手段进行综合实力竞争。

“十三五”期间,伴随着国内城镇化进程的推进、交通基础设施建设的完善、环卫机械化率的进一步提升以及国家对城市市容环境卫生投资额的快速增加,我们判断环卫设备行业仍将保持 10%左右的复合增速。公司作为行业绝对龙头,基本跟随行业增速。

### 3.2. 积极转型环境整体方案提供商和投资运营商

近年来，公司积极从环卫设备提供商向环境运营服务整体方案提供商和投资运营商进行转变，业务包括垃圾处理、污水处理、固废处理整体投资运营服务等。根据我们的草根调研，从2015年年底到2016年上半年，公司累计签约县域全环境服务框架协议30余个。其中，“石门县环卫一体化PPP项目”于2016年5月开工，该项目是湖南全环境治理第一个落地项目，也是省内第一个重点功能区县垃圾收运体系PPP项目。在该项目中，城区保洁、区县生活垃圾清运体系建设是第一合作目标；中长期根据实际情况，中联重科将对水体修复、土壤修复、大气监测治理等环境治理项目分步推进实施，为石门提供全环境综合治理服务。根据公司目前签订的各个项目的推进速度，我们保守预计2016年年底还将有10多个项目落地。

图 3：中联重科环境产业正由环卫设备向环境整体方案提供商和投资运营商转变



数据来源：国泰君安证券研究

### 3.3. 运营服务行业规模千亿以上，公司盈利能力远超同行

#### 3.3.1. 环境运营服务市场正进入高速增长期

按市场化程度划分，我国的环境运营服务产业分为三个发展阶段。

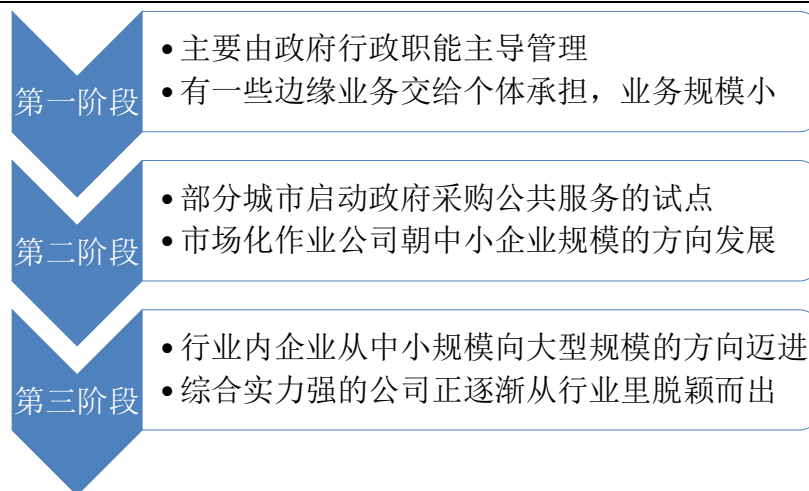
1) 第一个阶段主要由政府行政职能主导管理。市政环卫工作由事业单位环卫部门进行监管、实施，偶尔会有一些边缘业务交给个体性质的组织来承担，业务规模小。

2) 第二个阶段是市场化试点阶段。上世纪九十年代公共服务概念开始进入我国，有些城市启动了政府采购公共服务的试点，在我国沿海发达地区由一些零星项目招标开始，逐步形成城市公共服务雏形，市场化作业公司朝着中小企业规模的方向发展。

3) 第三个阶段是市场化推广发展阶段。2013年十八届三中全会通过的相关文件要求：在公共服务领域可利用社会力量，加大政府购买公共服务项目的力度，原则上通过合同、委托等方式向社会购买。自此，行业内企业从中小规模向大型规模的方向迈进，一些综合实力强的公司正逐

渐从环境服务行业里脱颖而出。

图 4：环境服务市场化已成为必然发展趋势



数据来源：国泰君安证券研究

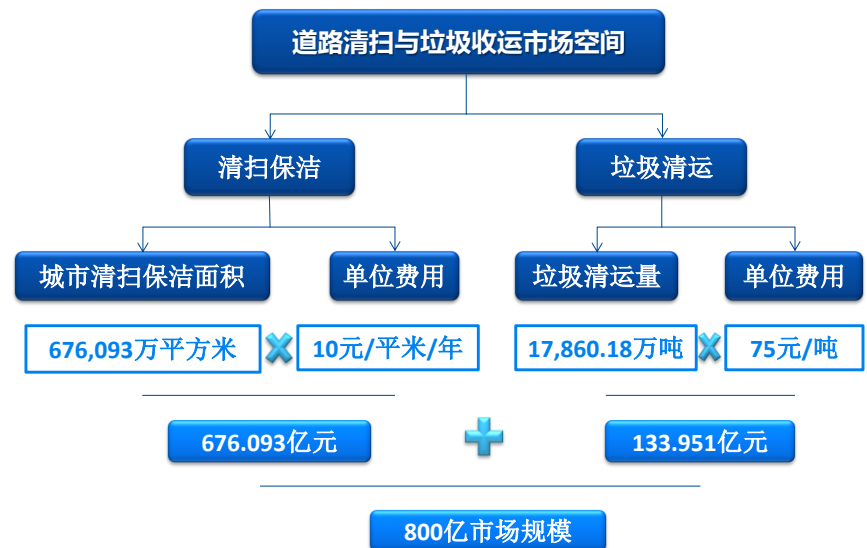
可以看出，推广政府购买公共服务是当前中国深化改革的一项重要举措，**环境服务市场化已成为必然发展趋势，进入高速增长期。**

**3.3.2. 城乡环卫服务市场规模超千亿，整体环境产业市场规模超万亿**  
 目前，中联重科在环境服务运营市场的布局正从**城乡环卫垃圾清洁+收转**等简单服务拓展到包含固废垃圾处理、县域污水处理、建筑垃圾处理、环境修复等复杂服务在内的一体化环境产业。

我们以下分城乡环卫服务（包括城市环卫垃圾清洁与收运和农村环卫垃圾清洁与收运）及整体环境服务运营产业（包括城乡环卫服务+固废垃圾处理、污水处理等）两部分来保守预测整个环境运营服务的市场规模。

**1) 城乡环卫服务之城市环卫垃圾清洁与收运：**根据国家统计局统计数据，截至 2014 年底，全国城市道路面积达 683,028 万平方米，城市清扫保洁面积达 676,093 万平方米，生活垃圾清运量达 17,860.18 万吨，粪便清运量 1,551.97 万吨。按照 10 元/平米/年的清扫保洁费用和 75 元/吨的垃圾清运费，全国市政环卫市场保守估计市场规模达到 800 亿元，如果算上居民院区、工业园区等私有领域的环卫市场，整个城市道路清扫和垃圾收运就是一个近千亿的市场。

图 5: 保守估计全国市政环卫市场规模超 800 亿



数据来源: 中国产业信息网、国泰君安证券研究

**2) 城乡环卫服务之农村环卫垃圾清洁与收运:** 我国农村地区对于环卫保洁及垃圾清运的服务存在大量需求, 行业发展处于起步阶段, 市场潜力巨大。目前, 部分村子开始对垃圾清洁和收运收取费用。例如, 仁化县高莲村的收费标准是每名村民每月交 1 元、罗定市围底镇两社村每户每月 5 元。总体来看, 董塘镇每年投入保洁员和垃圾转运费用 80.7 万元, 覆盖了全镇 65% 人口。如果要覆盖其余 35% 人口, 一年费用预计超过 200 万元。由此计算, 该镇年人均垃圾清洁+转运费用 30-47 元。结合目前招标的一些县域环卫总包项目, 我们保守估计农村年人均环卫服务费用 40-50 元左右。以农村地区人口数量 9.3 亿人计算, 农村环卫清洁与垃圾收运服务市场空间为 370-470 亿元。

综上所述, 城乡环卫垃圾清洁与收运服务市场年均规模近 1500 亿。

**3) 固废垃圾处理与污水处理:** ①根据国家环保部环境规划院测算, 预计“十三五”期间社会环保总投资有望超过 17 万亿元。根据行业发展, 未来几年固废市场规模将占环保投资总额的 30% 左右。而目前大概是 24% 左右, 据此测算的话, “十三五”期间固废处理行业投资区间在 5 万亿左右。②根据国家环保部环境规划院、国家信息中心数据, 在处理水平正常提高的情况下, 我国“十三五”期间废水治理投入(含治理投资和运行费用)将达 13,922 亿元; 而在既定控制目标下, “十三五”期间我国废水治理投入将达 15,603 亿元。③结合以上两类测算, “十三五”期间我国整体环境产业市场规模至少有 6 万亿。

### 3.3.3. PPP 模式的推广将重构高度分散化的环境运营服务市场

2015 年起, 我国环境运营服务市场化推进力度一再加强。2015 年 1 月 1 日, 我国开始施行《政府购买服务管理办法(暂行)》, 推进政府向社会力量购买公共服务, 加强城市基础设施建设。2015 年 4 月 25 日, 《基础设施和公用事业特许经营管理办法》出台, 在政府层面上加速 PPP 的推行。2015 年 5 月 19 日, 《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》发布, 鼓励采用政府和社会资本合作模式,

吸引社会资本参与。为解决政府资金压力，并形成高质量、高效率的规模化市场，以 PPP 模式为主的第三方服务市场将是环境运营服务市场的主要发展方向。政府采用 PPP 模式与社会资本合作，不仅使服务与管理分离，提高服务质量，还能通过社会资金的参与，降低政府运行费用。

我们认为，PPP 模式的推广将重构高度分散化的环境运营服务市场，市场份额将逐步集中到资金实力强（可提供设备设施）、作业专业化（操作机械化、管理智能化）、可提供服务总包的厂商手中。

表 4：2015 年起我国大力推广企业以 PPP 模式参与环境运营服务

| 日期              | 相关文件                            | 意义                       |
|-----------------|---------------------------------|--------------------------|
| 2015 年 1 月 1 日  | 开始施行《政府购买服务管理办法（暂行）》            | 推进政府向社会力量购买公共服务          |
| 2015 年 4 月 25 日 | 《基础设施和公用事业特许经营管理办法》             | 在政府层面上加速 PPP 的推行         |
| 2015 年 5 月 19 日 | 《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》 | 鼓励采用政府和社会资本合作模式，吸引社会资本参与 |

数据来源：发改委、国务院、国泰君安证券研究

#### 3.3.4. 中联重科业务模式与同行业有别，具有明显优越性

首先，公司布局的是整个大环境产业，其运营服务固废处理、污水处理、垃圾处理等，采用的模式包括 PPP、BOT、BOO 等。公司在 2015 年收购意大利纳都勒后，正在将纳都勒的县域污水处理、固废垃圾处理、环境修复等技术引入到国内，其在淮安市的餐厨垃圾处理试点项目预计很快能实现试运营，未来一至两年内中联与纳都勒的协同效应将得到较好的释放。

图 6：中联重科与纳都勒在淮安的试点项目具有较强示范效应



数据来源：国泰君安证券研究

其次，公司在运营拓展的过程中，有意规避劳动密集型的业务模式，避免了大规模的人员扩张。而同行企业大多以运营服务直营的方式操作，单个区县的人员就有几百人，随着中标项目数的提升，会迅速扩张到高达万人的劳动密集型结构。目前公司的环境运营主要包括投资与建设重

大场站、提供运营设备等服务，将前端劳动密集型的清扫保洁业务交给合作伙伴做，一方面避免了大规模的人员管理，另一方面稳固了 VIP 客户的合作关系，提高 VIP 客户区域的设备销售及覆盖率。

**表 5：以龙马环卫为例，环境运营前端业务过度依赖人员扩张**

|          | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 员工人数     | 683    | 739    | 798    | 908    | 2,235  |
| 营业收入(亿元) | 6.24   | 7.17   | 8.80   | 11.82  | 15.32  |

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

再次，公司拥有全作业流程的环境产业装备，优于从运营向上游设备拓展的公司。公司作为国内环境产业设备行业的领军企业，具有雄厚的研发技术和资金优势，能及时提供最新的工艺、最全的机械化设备。最新研发的设备可以第一时间应用于环境运营服务项目，验证设备的各项功能，提高环境运营服务工作效率和效果。在打造物联网系统方面，公司能够解决多种环境产业装备不兼容情况，更合理调配环境产业装备和物联网的技术能力。

最后，公司在过去的发展历史中在一、二线主要城市积累了很好的客户基础，为了不影响这种良好的大客户关系，公司的环境运营服务主要聚焦于区县城，走“农村包围城市”的发展路线。

**表 6：公司近期屡获环境服务总包项目大单**

| 中标时间       | 城市  | 项目                          | 金额        | 义务范围                                 |
|------------|-----|-----------------------------|-----------|--------------------------------------|
| 2015 年 7 月 | 徐州市 | 餐厨废弃物处置 PPP 项目              | 1.5 亿     | 一期餐厨废弃物处理规模为 200t/d，废弃油脂的处理规模为 30t/d |
| 2016 年 4 月 | 济南市 | 生活垃圾填埋场渗滤液处置服务总包项目          | 近亿元       | 渗滤液处理设备、应急处理和运营服务、相应配套设施设计施工等        |
| 2016 年 4 月 | 常德市 | 石门县中联重科城乡环卫一体化 PPP 项目       | 5300 万元   | 城区道路清扫保洁、城区和乡镇农村垃圾收转运系统建设、运营和维护。     |
| 2016 年 7 月 | 兰州市 | 七里河区市容环境卫生管理局大气污染整治特种车辆采购项目 | 1500 余万元  | 近 80 台设备                             |
| 2016 年 7 月 | 银川市 | 银川林业局绿化浇灌项目                 | 逾 1500 万元 | 35 台设备                               |

数据来源：慧聪工程机械网、国泰君安证券研究

总体来说，公司未来将持续走环境产业“设备+运营”双发展的模式，预计环卫设备未来五年年均复合增速 10% 左右，环境设备与运营服务每年翻番以上增长，预计到 2020 年时，来自运营服务的收入将大于设备的收入。

## 4. 农机业务潜力巨大，消防业务高盈利，同样值得关注

除环境产业外，公司的消防和农机业务同样值得关注。农机板块公司在一级市场花 23.5 亿买入奇瑞重工 67.51% 的股权，预计 2016 年开始实现盈利，对标一级市场也应该给予 30 亿市值；消防业务目前体现在工

程机械板块，预计 2016 年净利润将超过 1 亿，对应市值 30 亿左右。

#### 4.1. 农机业务：潜力巨大，正进入盈利提升阶段

##### 4.1.1. 累计付出 23.5 亿元收购中联重机 67.51% 股份

2014 年 8 月，公司按挂牌价 20.88 亿竞购奇瑞重工（已更名为“中联重机”）18 亿股股份，占中联重机总股本的 60%；2014 年 12 月，公司以人民币 26,134.8 万元收购中联重机 2.253 亿股股份，占中联重机总股本的 7.51%。2015 年 1 月，中联重机相关股份转让完成交割，公司持有中联重机共 20.253 亿股股份，占中联重机总股本的 67.51%，累计付出的代价是 23.5 亿。

中联重机 2011 年起进入农机行业，截至 2014 年一直采取市场优先的战略，因而在 4-5 年的时间内销售规模迅速达到 36.4 亿。如此快速的扩张带来了成本控制、风险防范等方面的历史遗留问题。收购完成后，中联重科对中联重机进行了全方位的改变，从 2015 年开始实施全面的预算管理，并对历史遗留问题进行处理。**2016 年上半年，管理已初见成效，农业机械实现销售收入 21.38 亿，同比上涨 11.69%。**此外，公司开发出了一批具有自主知识产权的核心、智能技术的战略性产品，包括小麦机、烘干机 and 高端大马力拖拉机等。

表 7：公司多款产品技术领先，发展良好

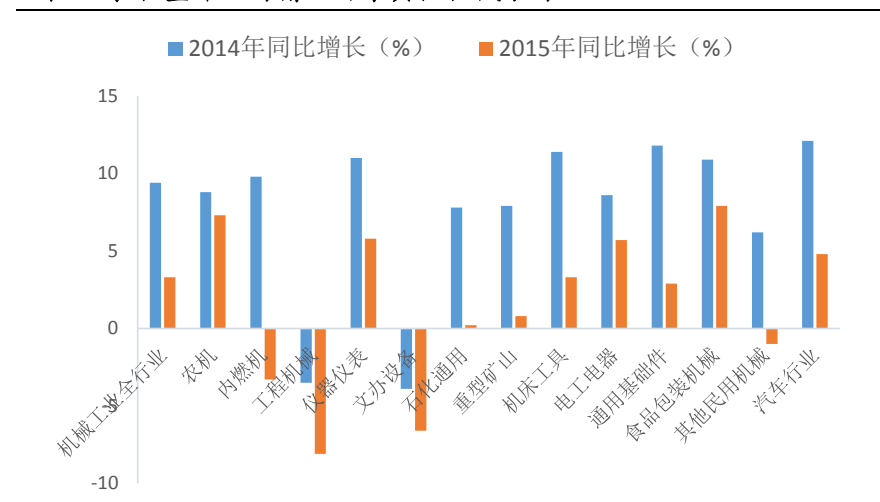
| 产品    | 发展现状                           |
|-------|--------------------------------|
| 小麦收割机 | 已经快赶上行业第一的销售量，预计明年能超越          |
| 烘干机   | 市场占有率市场第一，新产品处于行业领先地位          |
| 拖拉机   | 自主研发的高端大马力拖拉机已实现销售，可以和国外进口产品媲美 |

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

##### 4.1.2. 行业规模巨大但群龙无首，中联重科引领行业中高端化

相较于其他机械行业，2015 年农机工业依然是运行较好的一个行业。农机工业 12 个子行业中的 10 个子行业主营业务收入保持了适度和稳步的增长，只有 2 个子行业增幅下降。中国农机工业协会发布的统计数据显示，**2015 年我国 2319 家规模以上农机企业主营业务收入 4284 亿元，同比增长 7.39%，高于整体机械行业 3.32% 增幅。**

图 7：农机整体运行情况好于其他机械子行业



数据来源：中国机械工业联合会、国泰君安证券研究

行业规模虽大，但是企业众多，群龙无首。国内农机企业从整机到零部件，有一定规模的约 1 万家，但大多处在低技术含量的产品领域，竞争十分激烈。2015 年 2422 家规模以上农机企业主营业务收入 4523.60 亿元，但利润总额为 259.76 亿元，利润率仅为 5.74%。其中拖拉机主营业务收入 704.78 亿元，利润 28.24 亿元；机械化农业及园艺机具制造主营业务收入 1341.56 亿元，利润 77.23 亿元，利润率普遍处于较低的水平。

表 8：农机企业盈利能力普遍较差

| (单位：亿元)        | 主营业务收入  | 利润总额   | 利润率   |
|----------------|---------|--------|-------|
| 2422 家规模以上农机企业 | 4523.6  | 259.76 | 5.74% |
| 其中：拖拉机         | 704.78  | 28.24  | 4.01% |
| 机械化农业及园艺机具制造   | 1341.56 | 77.23  | 5.76% |

数据来源：中国农机工业协会、国泰君安证券研究

土地集约化生产背景下，中联重科这样的市场化企业进入后，将引领行业中高端化。举例来说，中联重机在被中联重科收购后，研发能力不断提升，成本控制、历史遗留问题逐渐得到解决。随着中联重机产品从同质化到差异化的不断转变，公司 2016 年上半年农业机械的毛利率达到 14.87%，相比去年上升 2.29%，预计未来 2-3 年毛利率会达到 20% 以上，超过行业平均水平。我们认为未来农机这块的利润会进一步放大，发展空间可观。综合公司一级市场收购农机业务累计付出的成本 23.5 亿，考虑农机业务已经开始扭亏为盈，我们认为作为行业排名第 3 的农机业务至少对应 30 亿市值。

表 9：农机业务发展向好，预计 2016 年将实现盈利

| (单位：亿元) | 2015H1 | 2015 年 | 2016H1 |
|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 21.16  | 36.39  | 22.89  |
| 净利润     | -0.65  | -0.11  | 0.025  |

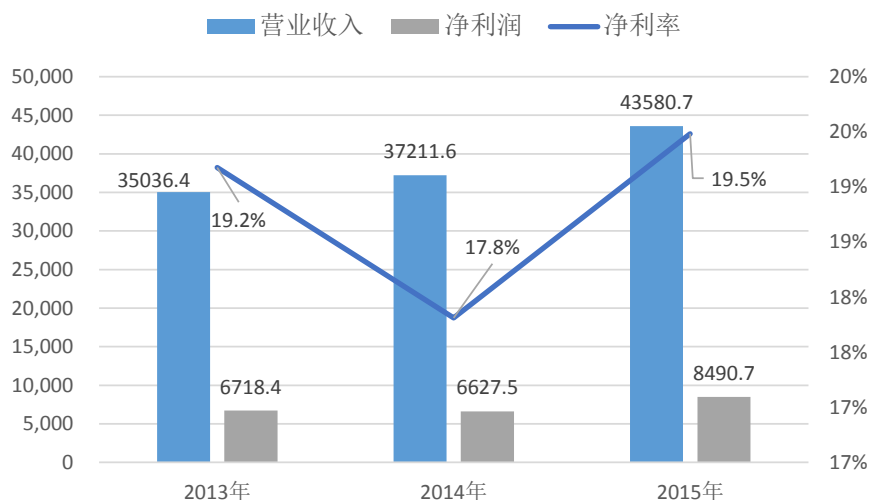
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

## 4.2. 消防业务：行业第四，对应市值 30 亿左右

除上述环境产业及农机业务之外，中联重科的消防业务也是容易被大家忽视的龙头业务之一。公司控股子公司中联消防 2007 年 7 月完成了消防车产品的国内市场准入，2008 年底推出城市消防部队用全系列消防车产品。2015 年，公司“高层建筑救援消防车关键技术及应用”、“大型举高消防车关键技术及应用”分别获得中国机械工业科学技术奖一等奖和湖南省科技进步奖一等奖；2016 年，公司 60 米云梯消防车项目获中国消防协会科技创新一等奖，凸显出公司强大的研发实力。

2015 年，中联重科消防业务实现收入 4.36 亿、净利润 8491 万，净利率达 19.5%。公司目前消防板块收入全国排名前 4，净利润排名应该更靠前；预计 2016 年净利润将超过 1 亿，我们认为参考同类公司海伦哲、威海广泰，可以对应 30 亿左右市值。

图 8: 公司消防业务营收持续增长, 维持高净利率 (单位: 万元)



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

## 5. 盈利预测与估值

受工程机械板块资产减值损失、人员离职补偿及汇率变动影响, 2016 年上半年公司实现营业收入 90.04 亿、实现归母净利润-8.37 亿。从单季度来看, 一季度亏损-6.92 亿元, 第二季度亏损大幅收窄, 第四季度或者最晚 2017 年一季度有望看到单季度经营性净利润转正。从现金流量表来看, 第二季度经营活动现金净流量转正为 9.3 亿。预计第三季度资产负债表的修复将会比较明显, 应该可以看到应收账款总额的下降。

假设工程机械行业需求尚未反转, 基于: 1) 公司主营业务工程机械产线不断收缩, 预计 2016 年占比 50%以下; 2) 公司环境产业保持龙头地位, 预计未来几年环卫设备增速 10%左右, 环境运营服务倍增; 3) 农机业务持续向好, 行业增幅高于 GDP 增速; 4) 消防业务全国第四, 持续两位数增速, 2015 年净利润 8 千多万, 预计 2016 年净利润过亿。

判断公司 2016-2018 年营业收入分别为 190、205、238 亿元, 同比分别增长-9%、8%、16%; 归母净利润为 0.71、11.22、23.14 亿元, 同比分别增长-15%、1490%、106%, 公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.01、0.15、0.30 元。

表 10: 公司营业收入预测表

| 项目(单位: 亿元)  | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务</b> |               |               |               |               |               |
| 主营业务收入      | 254           | 208           | 190           | 205           | 238           |
| growth      |               | -18.2%        | -8.6%         | 7.9%          | 16.0%         |
| 主营业务成本      | 182           | 151           | 138           | 146           | 167           |
| 毛利率         | 28.5%         | 27.0%         | 27.5%         | 28.7%         | 29.7%         |
| <b>工程机械</b> | <b>80.50%</b> | <b>59.57%</b> | <b>50.46%</b> | <b>46.37%</b> | <b>43.68%</b> |
| 营业收入        | 204           | 124           | 96            | 95            | 104           |

|                 |               |               |               |               |               |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Growth          |               | -39.50%       | -22.54%       | -0.80%        | 9.23%         |
| 营业成本            | 153           | 93            | 71            | 69            | 73            |
| 毛利              | 51            | 31            | 24            | 26            | 31            |
| 毛利率             | 24.96%        | 25.08%        | 25.58%        | 27.25%        | 29.92%        |
| <b>其中：混凝土机械</b> |               |               |               |               |               |
| 营业收入            | 106           | 55            | 38            | 36            | 39            |
| Growth          |               | -48.11%       | -30.00%       | -5.00%        | 8.00%         |
| 营业成本            | 82            | 43            | 30            | 28            | 30            |
| 毛利              | 24            | 12            | 8             | 8             | 10            |
| 毛利率             | 22.43%        | 20.99%        | 21.00%        | 22.00%        | 25.00%        |
| <b>起重机械</b>     |               |               |               |               |               |
| 营业收入            | 74            | 46            | 34            | 34            | 38            |
| Growth          |               | -38.41%       | -25.00%       | 0.00%         | 10.00%        |
| 营业成本            | 54            | 32            | 24            | 23            | 25            |
| 毛利              | 21            | 14            | 11            | 11            | 13            |
| 毛利率             | 27.79%        | 31.10%        | 31.10%        | 33.00%        | 35.00%        |
| <b>其他机械和产品</b>  |               |               |               |               |               |
| 营业收入            | 25            | 23            | 23            | 24            | 27            |
| Growth          |               | -5.71%        | 0.00%         | 5.00%         | 10.00%        |
| 营业成本            | 18            | 18            | 17            | 18            | 19            |
| 毛利              | 7             | 5             | 6             | 7             | 8             |
| 毛利率             | 27.35%        | 22.87%        | 25.00%        | 27.00%        | 30.00%        |
| <b>环卫机械</b>     | <b>15.84%</b> | <b>21.78%</b> | <b>27.40%</b> | <b>30.46%</b> | <b>32.83%</b> |
| 营业收入            | 40            | 45            | 52            | 62            | 78            |
| Growth          |               | 12.44%        | 15.00%        | 20.00%        | 25.00%        |
| 营业成本            | 28            | 31            | 36            | 42            | 52            |
| 毛利              | 12            | 14            | 16            | 21            | 26            |
| 毛利率             | 29.84%        | 31.31%        | 31.31%        | 33.00%        | 33.00%        |
| <b>农业机械</b>     | <b>0.00%</b>  | <b>15.90%</b> | <b>19.13%</b> | <b>20.38%</b> | <b>21.09%</b> |
| 营业收入            |               | 33            | 36            | 42            | 50            |
| Growth          | -             |               | 10.00%        | 15.00%        | 20.00%        |
| 营业成本            |               | 28            | 31            | 35            | 42            |
| 毛利              |               | 5             | 6             | 7             | 8             |
| 毛利率             |               | 15.79%        | 15.79%        | 16.00%        | 16.00%        |
| <b>融资租赁</b>     | <b>3.66%</b>  | <b>2.75%</b>  | <b>3.00%</b>  | <b>2.78%</b>  | <b>2.40%</b>  |
| 营业收入            | 9             | 6             | 6             | 6             | 6             |
| Growth          |               | -38.71%       | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
| 营业成本            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 毛利              | 9             | 6             | 6             | 6             | 6             |
| 毛利率             | 99.76%        | 99.96%        | 99.90%        | 99.90%        | 99.90%        |

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

根据分部估值，（1）公司工程机械对标三一重工、徐工机械等同行，考虑1倍左右PB，至少对应220亿以上市值；（2）公司环境产业环卫业务对标龙马环卫，至少估值200亿；农机业务对标一级市场收购价格，考虑盈利改善，至少估值30亿；消防业务考虑对标公司，对应市值30亿左右。（3）公司合理市值应至少480亿=环境260亿+农机30

亿+消防 30 亿+工程机械 220 亿，给予目标价 6.80 元，目前被严重低估，增持。

表 11：同类公司估值比较

| 代码        | 公司   | 股价       | EPS   |       |       |       | PE    |       |       | PB   |
|-----------|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      | 20160925 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 2016E | 2017E | 2018E |      |
| 600031.SH | 三一重工 | 5.60     | 0.02  | 0.10  | 0.12  | —     | 56.0  | 46.7  | —     | 1.82 |
| 000425.SZ | 徐工机械 | 3.22     | 0.01  | 0.09  | 0.14  | 0.17  | 35.8  | 23.0  | 18.94 | 1.11 |
| 600815.SH | 厦工股份 | 6.53     | -1.04 | 0.1   | 0.17  | —     | 65.3  | 38.4  | —     | 2.20 |
| 000528.SZ | 柳工   | 7.42     | 0.02  | 0.05  | 0.07  | 0.09  | 148.4 | 106.0 | 82.44 | 0.94 |
|           | 均值   |          |       |       |       |       | 76.4  | 53.5  | 50.7  | 1.5  |
|           | 中位数  |          |       |       |       |       | 60.7  | 42.5  | 50.7  | 1.5  |

数据来源：WIND（2016-9-25 最新 PB、PE 计算值，前者基于 2016 年中报每股净资产计算，后者基于 WIND 一致盈利预测预期）、国泰君安证券研究

## 6. 风险提示

### 6.1. 工程机械行业断崖式下跌

工程机械行业与基础设施建设和房地产投资等密切相关，当前中国经济步入中速增长阶段，宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |