

## 收购中长期将提升三一技术水平，助推国际化进程；11年业绩略低预期

投资要点：收购普茨迈斯特公告、2011年度业绩预增公告

### 一、事件

事件 1: 三一重工发布公告称拟通过控股子公司三一德国，联合中信基金收购全球混凝土机械巨头德国的普茨迈斯特公司 100% 股权。

事件 2: 三一重工发布业绩预增公告：预计 2011 年度实现归属母公司所有者的净利润与上年同期相比增长 50%-60%。

### 二、我们的分析与判断

#### （一）收购短期对三一利润和股价冲击较小，中长期将显著提升技术水平和国际化进程

**核心观点：**第一，本次收购作价相对公允；第二，本次收购将影响全球混凝土行业竞争格局，收购完成后中国混凝土机械两寡头将成为全球混凝土机械的寡头；第三，收购后如果整合成功，将显著提升三一重工的技术水平、丰富公司的产品组合、增加三一国际运营经验和加快三一重工国际化进程。第四，本次收购短期对三一重工和中联重科行业地位的影响和股价冲击都相对有限。

三一重工 2011 年 EPS 约为 1.16 元，低于此前 1.20 元的预期。公司 2010 年净利润 56 亿元，预计 2011 年归属母公司净利润为 84-89.6 亿元，中值为 86.8 亿元，对应 EPS 为 1.1-1.18 元，中值为 1.14 元，我们预计为 1.16 元。预计 2012-2013 年 EPS 为 1.4 元、1.6 元。

#### （二）普茨迈斯特为全球混凝土机械行业第一品牌，但近几年收入利润显著下滑

普茨迈斯特是全球混凝土机械的第一品牌。成立于 1958 年，总部位于毗邻德国斯图加特的 Aichtal，员工 3000 人。截至 2010 年 12 月 31 日，总资产 4.91 亿欧元，净资产 1.77 亿欧元。2010 年实现销售收入 5.5 亿欧元，净利润 150 万欧元，预计 2011 年实现收入 5.6 亿欧元，净利润 600 万欧元。公司拥有液压柱塞泵领域众多世界纪录，是中国之外的全球市场的混凝土技术的全球领导者，主要经营混凝土输送泵、布料杆和部件、

三一重工 (600031.SH)

推荐 维持评级

#### 分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2602

✉: [qiushiliang@chinastock.com.cn](mailto:qiushiliang@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621) 2025 2629

✉: [zourunfang@chinastock.com.cn](mailto:zourunfang@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130511080003

鞠厚林 机械行业分析师

☎: (8610) 6656 8946

✉: [juhoulin@chinastock.com.cn](mailto:juhoulin@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130511010007

特此鸣谢

王华君 ☎: (8610) 6656 8477

✉: [wanghuajun@chinastock.com.cn](mailto:wanghuajun@chinastock.com.cn)

陈显帆 ☎: (8621) 20257807

✉: [chenxianfan@chinastock.com.cn](mailto:chenxianfan@chinastock.com.cn)

对此报告编制提供信息

#### 市场数据 时间 2012.01.30

A 股收盘价(元)	13.99
A 股一年内最高价(元)	20.03
A 股一年内最低价(元)	11.10
上证指数	2285.04
市净率	5.68
总股本(万股)	759370.61
实际流通 A 股(万股)	703080.00

#### 相关研究

公司点评—三一重工(600031): 中报符合预期, 龙头竞争凸显 2011.8.16  
公司动态—三一重工(600031): 增长空间依然巨大, 下一目标: 2000 亿 2011.04.11  
公司深度—三一重工(600031): 品质改变世界, 创新造就未来装备制造业巨头 2011.03.11

高密度固体泵送设备、适用于地下工程的混凝土布料和废土运送设备、自动化材料处理设备、灰泥设备、砂浆设备、砂浆机械和碎片运输设备、专业用高压喷水设备和特殊应用产品等。运营领域包括土木工程、采矿和隧道工程、大型工业工程项目、发电厂、废水处理和垃圾焚化炉等。

普茨迈斯特 2011 年销售收入重新回到 04 年的水平，但盈利能力比 04 年显著下滑。公司 03-07 年销售收入复合增速达到 24%，07 年销售收入达到近几年的高点 10 亿欧元，2010 年销售收入 5.5 亿元，2011 年销售收入约为 5.7 亿欧元，回到 2004 年的收入水平。但是从盈利水平看 2010 及 2011 年净利润分别为 150 万、600 万欧元，显著低于 03、04 年水平，销售净利率下滑很快。ROCE 在 06、07 年曾经超过 30%，但最近几年显著下降。

普茨迈斯特全球市场占有率长期达 40% 左右，90% 以上销售收入来自海外。2007 年，欧洲（除德国以外）和北美市场的业绩贡献最大，占到总销售额 70%。高质然而高价的“德国制造”在“新兴市场”上竞争力相对弱。

预计公司在中国市场上的销量份额不到 2%，但占据市场中高端市场，为国内第一品牌，预计 2011 年在中国市场销售泵车 150 台左右，上牌数据预计 125 台左右，加上其它产品，预计销售收入在 6 亿元附近。

表 1: 03-07 年收入复合增速达 24%，ROCE 在 06、07 年超过 30%。

		2003	2004	2005	2006	2007
合并营业收入	百万欧元	426.5	553.5	730.5	903.5	1,009.70
营业收入同比增长	%		30%	32%	24%	12%
主营业务收益	百万欧元	32.5	45.9	65.9	86.1	125.6
ROS	%	7.2	8.1	9	9.5	12.4
EBIT	百万欧元	35.3	49.7	71	93.3	135
EBIT-Margin	%	8.3	9	9.7	10.3	13.4
EBITDA	百万欧元	42.4	56.3	78.2	101.9	149.7
净利润	百万欧元	17.9	28.5	37.1	46.2	82.9
股东权益	%	51.9	50.9	47.7	44	44.8
ROCE	%	19.1	25.5	29.3	31.9	32.9
投资	百万欧元	6.9	20.5	25.5	50.3	71.3

资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

### （三）收购价格相对公允，短期收购对三一重工财务影响不大

交易标的作价相对公允。交易标的作价 3.6 亿欧元，对应 0.64 倍 PS，2.03PB，60 倍 PE，交易价格比我们此前估计得略低。PS 估值低于国内 A 股工程机械的估值水平，PB 比较接近国内 A 股工程机械的估值水平。由于近几年，国外的混凝土机械企业盈利水平较低，PE 估值水平较高。由于公司没有公告 EBITDA，所以无法从国际并购常用的 EBITDA 估值方法对并购价格做出判断。三一德国和中信基金共计出资 3.6 亿欧元收购普茨迈斯特 100% 股权，其中三一德国出资 3.24 亿欧元（折合人民币 26.54 亿元）。交易完成期限在德国时间 2012 年 3 月 1 日或全部交割条件满足（或被豁免）后的第 5 个工作日，两个日期中较后一个日期的上午 10: 00 完成股权转让价款的支付和股权交割。

本次收购短期对三一重工财务影响：第一，资本支出 3.24 亿欧元（折合人民币 26.54 亿元）。公司三季度财务报表显示货币资金余额为 106 亿，资产负债率 64%，公司帐上现金可以支持本次收购。此外公司也可在 H 股融资前通过过桥方式安排本次收购，因此现金不是问题。第二，三一重工 2011 年收入超过 500 亿，普茨迈斯特 2011 年收入占收购后公司合并收入的 10% 以内，利润占比可以忽略，对三一重工的收入及利润都不会产生显著影响，对资产负债表和现金流量表的影响较大。第三，三一重工截至 1 月 29 日市值得到 1062 亿人民币、净资产 187 亿人民币、总资产 544

亿人民币，本次收购资本支出以 26.54 亿元亿人民币相对公司市值和总资产占比不大。

#### （四）全球混凝土机械竞争格局将改变，提升三一研发技术水平及加快国际化进程

本次并购对全球混凝土机械行业及三一的影响深远。第一，并购完成后，中国两寡头将成为全球的双寡头。中国的两大巨头之一的中联重科在 09 年完成了对全球混凝土机械行业第三品牌的 CIFA（现在估计第二）的并购，如果三一重工完成普茨迈斯特（全球第一品牌）并购后，中国两大混凝土机械寡头将成为全球混凝土机械寡头，将改写全球混凝土机械行业的竞争版图。对于三一重工和中联重科而言，竞争格局将更加有利。第二，对于三一重工和中联重科外的混凝土机械商而言，竞争态势将变得更为不利。第三，对三一重工而言，如果并购完成，短期三一重工将面临如何整合两家公司，以发挥协同效应；中期，三一重工产品的技术水平将得到很大提升。第四，三一国际化进程将提速。从目前看，中国企业走向海外之路仍然艰难，相对海外直接投资设厂，通过并购，借助当地企业的人才、技术、渠道，可以极大缩短国际化进程，降低投资风险。同时借助被并购企业的资源渠道，还可以有利于其它产品的国际化进程。因此我们认为对于中联对 CIFA 及三一对普茨迈斯特的并购可从更广的角度来看其战略意义。此外根据交易安排，合并完成后普茨迈斯特仍将保持独立运作。普茨迈斯特总部司斯图加特将成为三一重工在中国以外的新全球总部，三一重工仍将专注中国国内市场，而普茨迈斯特则继续保持其在高端市场的地位，原公司总裁 Norbert Scheuch 将留任，并进入三一重工管理层。

### 三、投资建议

短期而言，我们认为收购对三一重工和中联重科股价的冲击都较小，股价短期表现应更多的观察工程机械一季度销量及一季度业绩是否超预期。主要原因：在于本次收购离完成还需履行较多的审批程序；第二，由于并购对象的收入利润规模较小，短期对三一重工的财务影响较小；资本支出相对三一重工的市值和总资产规模也不大；第三，市场还需观察三一重工并购完成后整合效果，这个需要等待较长时间。

## 附录 1: 普茨迈斯特财务指标、股东背景、历史、产品介绍

### 一、公司主营混凝土泵送设备，是历史超过 50 年的全球化公司

普茨迈斯特从事混凝土输送泵及其辅助设备，这些设备主要用于搅拌和输送水泥、砂浆等粘稠性大的物质。产品包括安装于拖车或卡车上的各种混凝土泵、拌浆机、用于隧道建设和煤矿工业的特种泵以及最新研制的机械手装置。公司总部设在德国斯图加特附近，全球拥有约 3000 名员工，公司已在上十多个国家设立了子公司。

### 二、股东背景：大约 99% 的股份归属于 Schlecht 及其家族的基金会

普茨迈斯特的股权结构：大约 99% 的股份归属于 KSG (Karl Schlecht Gemeinnützige Stiftung 是一家慈善机构拥有 10% 的董事会投票权)，另有不到 1% 的股份属于 KSF (Karl Schlecht Familienstiftung 拥有 90% 的董事会投票权)。1998 年，创始人 Schlecht 老先生正式宣布退出公司的日常管理，改任监事会主席。而且，Schlecht 把他的股份捐给了以他的名字命名的公益基金会。

### 三、发展历史

1958 年，25 岁的 Karl Schlecht 在斯图加特成立 KS-Maschinenbau 公司。1963 年改名 Putzmeister，中译名“普茨迈斯特”，德语意思“灰浆专家”。普茨迈斯特的“大象”牌混凝土泵从上个世纪 70 年代初开始畅销全球，公司逐渐成为世界混凝土输送设备市场的领袖企业。无论是市场占有率、市场地理覆盖、技术先进性、产品线的丰富程度都处在行业前列。1958 年 Karl Schlecht 创建了 KS 机器制造公司，生产出了第一台灰浆机。1971 年为客户交付了第一千台混凝土泵车。最早系列的“大象”C 形换向阀在全球取得了专利。1972 年销售了第 20000 台灰浆机。1974 年普茨迈斯特-法国分公司在巴黎成立，接下来在意大利，西班牙，英国和巴西纷纷建立了子公司。1976 开发出了带臂架的混凝土搅拌车-PUMI。1980 年建立了第四个产品事业部：隧道机械。1982 年世界上第一台大型臂架混凝土泵车问世。同年收购了一家美国的 Thomsen 公司。1986 年交付世界上最长的 62 米臂架泵车，至此普茨迈斯特是世界上销售最多的混凝土泵的公司。1987 年交付了第 5000 台大象泵车。1989 年普茨迈斯特收购了 Wibau 公司，开始发展沥青搅拌设备的事业。1994 年在柏林成立了“普茨迈斯特柏林”分部。1996 年全球第三个生产制造基地-普茨迈斯特上海在中国建立。1997 年普茨迈斯特成为一家股份公司。公司创始人 Karl Schlecht 从日常运营退出，成为监管理事会的理事长。1999 年普茨迈斯特美国，巴西，西班牙分别建立新工厂。第 1000 台搅拌输送泵车交付。2004 年推出新的 62 米 6 节臂泵车。2005 年普茨迈斯特总部 (Putzmeister AG) 重组为四个事业部-混凝土技术业务部；混凝土灰浆技术业务部；混凝土水处理技术业务部；混凝土工业技术业务部。2007 年普茨迈斯特美国公司收购了 Allentown Equipment，一家从事混凝土干湿喷射机和防火砂浆泵的知名企业。从 2008 年 2 月 21 日起普茨迈斯特集团改为普茨迈斯特混凝土泵控股公司。

### 四、财务报表 03-07 年公司收入增长迅速

普茨迈斯特的全球市场占有率长期达 40% 左右，而且 90% 以上的销售收入来自于海外。2007 年，欧洲（除德国以外）和北美市场的业绩贡献最大，占到总销售额的接近 70%。而远东、近东和“其它”（非洲等）市场的贡献相对小。这一定程度上说明高质然而高价的“德国制造”在客户对价格比较敏感的“新兴市场”上竞争力相对弱。

03-07 年销售收入复合增速达到 24%，07 年销售收入达到近几年的高点 10 亿欧元，2011 年销售收入约为 5.6 亿欧元。ROCE 在 06、07 年曾经超过 30%。

表 2: 2003-2007 年普茨迈斯特主要财务数据

		2003	2004	2005	2006	2007
合并营业收入	百万欧元	426.5	553.5	730.5	903.5	1,009.70
营业收入同比增长	%		30%	32%	24%	12%
主营业务收益	百万欧元	32.5	45.9	65.9	86.1	125.6
ROS	%	7.2	8.1	9	9.5	12.4
EBIT	百万欧元	35.3	49.7	71	93.3	135
EBIT-Margin	%	8.3	9	9.7	10.3	13.4
EBITDA	百万欧元	42.4	56.3	78.2	101.9	149.7
净利润	百万欧元	17.9	28.5	37.1	46.2	82.9
股东权益	%	51.9	50.9	47.7	44	44.8
ROCE	%	19.1	25.5	29.3	31.9	32.9
投资	百万欧元	6.9	20.5	25.5	50.3	71.3

资料来源: 公司网站、中国银河证券研究部

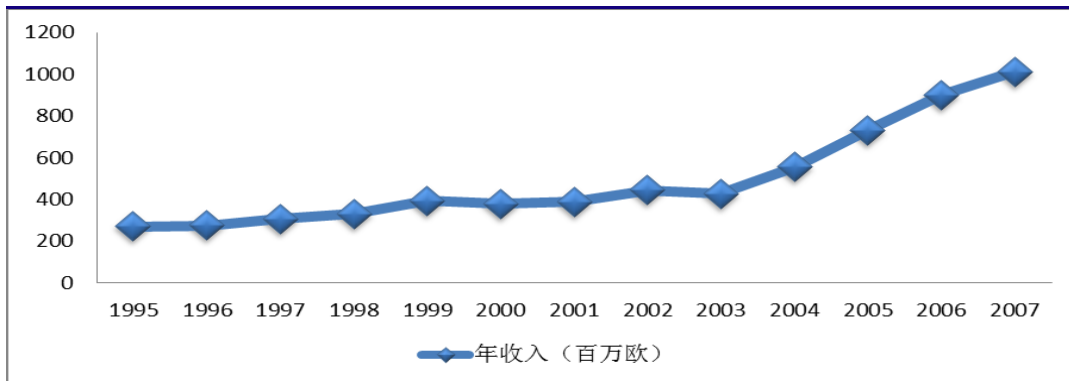
注: 已动用资本回报率 (ROCE), Return on capital employed, profit before interest and tax ÷ capital employed, 即当期息税前利润 ÷ 当期平均已动用资本。

表 3: 普茨迈斯特各技术业务销售额和销售额占比

单位: 百万欧元	2007	占比	2006	占比
混凝土科技领域	812.9	80.50%	748.1	82.80%
砂浆科技领域	137.3	13.60%	118.8	13.20%
工业科技领域	26.7	2.60%	24.2	2.70%
水科技	10.1	1%	8.3	0.90%
管道科技	22.7	2.30%	4.1	0.40%
总计	1,009.70	100	903.5	100

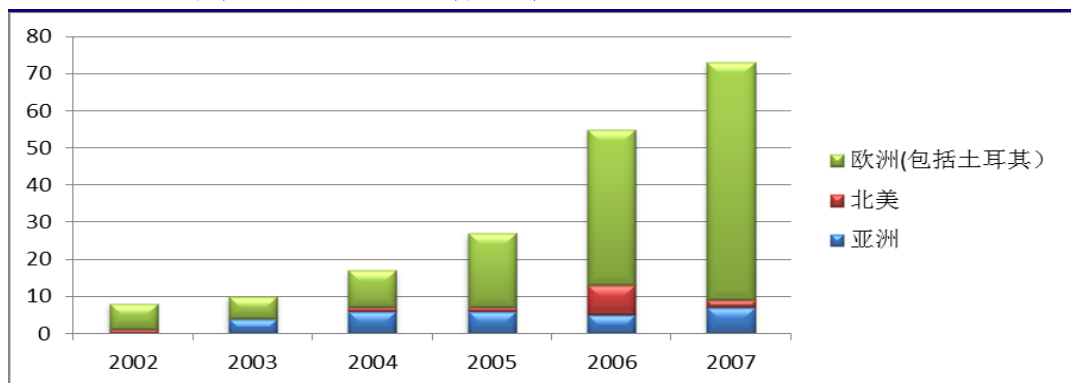
资料来源: 公司网站、中国银河证券研究部

图 1: 1995-2007 年普茨迈斯特销售额



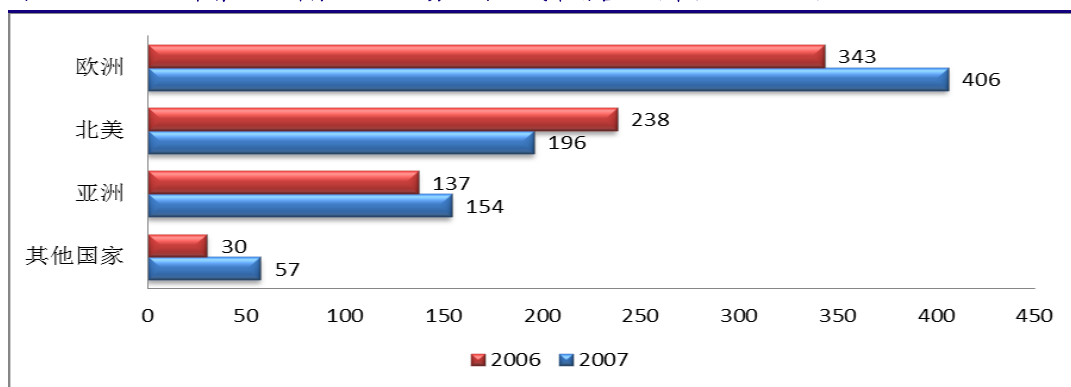
资料来源: 公司网站、中国银河证券研究部

图 2: 2002-2007 年普茨迈斯特全球区域投资额 (单位: 百万欧元)



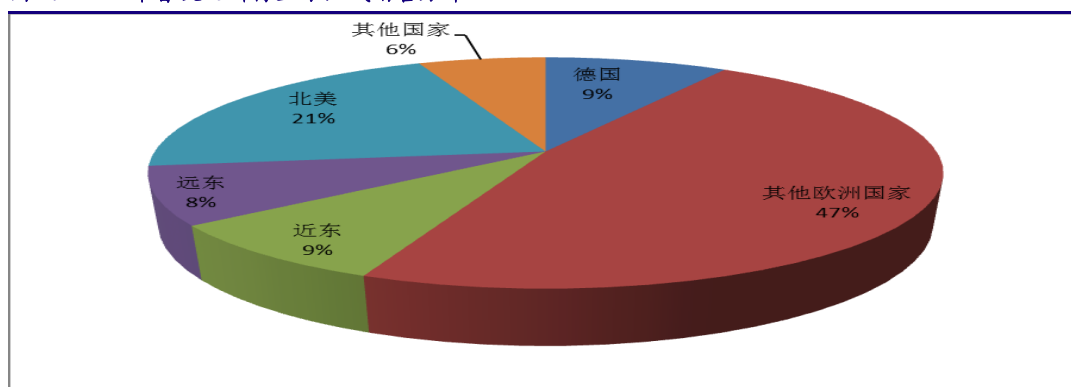
资料来源: 公司网站、中国银河证券研究部

图 3: 2006-2007 年普茨迈斯特混凝土业务全球区域年销售额 (单位: 百万欧)



资料来源: 公司网站、中国银河证券研究部

图 4: 2007 年普茨迈斯特全球区域销售分布



资料来源: 公司网站、中国银河证券研究部

## 附录 2: 海外媒体晨星报道, 三一重工收购德国普茨迈斯特

- 此次并购将创建一家新的全球领先混凝土泵企业。
- 缔造了迄今最大的中德并购交易事件。
- 普茨迈斯特的创始人卡尔·施勒希特说:“这是一件全球经典并购案例。”

三一重工股份有限公司(三一重工)和德国普茨迈斯特控股有限公司(普茨迈斯特)今天宣布双方正式签署并购协议。三一重工与中国私募股权投资公司-中信产业投资基金(香港)顾问有限公司,两家公司作为少数股东收购普茨迈斯特 100% 股份。该笔交易最终还须经相关监管部门批准,双方约定对收购交易条款保密。

普茨迈斯特是一家拥有全球销售网络的集团公司,主要从事开发、生产和销售工程机械,尤其是针对建筑业、矿业、隧道施工和大型工业项目的混凝土泵。三一重工总部位于中国长沙市,是一家中国大型工程机械制造生产商和制造混凝土泵的中国市场领先者。中国市场是混凝土泵以及其它工业设备全球需求最大且增长速度最快的市场。这次并购使普茨迈斯特和三一重工的业务在地理位置上可以高度的互补。在全球混凝土泵市场上,一个是国内市场领先者,另一个是海外市场领先的供应商,他们之间的合并给出了一个明确的战略路线:创建混凝土泵市场的全球领先者。

从战略角度看,这次收购将直接受益于显著的协同效应,三一重工为普茨迈斯特的增长前景提供雄厚的财务保障和竞争优势;同时也从普茨迈斯特取得“德国制造”的高端技术和产品标签以及海外的分销和服务网络。双方销售网络的互补与共享以及产品的互补,使三一重工通过整合快速成为世界领先的混凝土机械制造商。

此次交易标志着第一家知名的德国公司愿意被中国企业收购。普茨迈斯特的创始人卡尔·施勒希特说:“这是一件全球经典并购案例。三一重工是中国最大民营企业之一,梁稳根也是中国最成功的企业家之一。他不仅分享普茨迈斯特的企业精神,也分享我们企业的愿景与企业价值观。”

德国将成为三一重工混凝土机械海外市场的新总部。普茨迈斯特的日常管理将继续独立运行。三一重工继续把重点放在国内,普茨迈斯特将继续保持自己的高端品牌。原 CEO 诺贝特·朔伊希将继续留任,并将加入三一重工的管理层。

三一重工董事长及创始人梁稳根说:“两家企业的合并将创建一家新的全球领先混凝土泵企业。普茨迈斯特将作为三一重工集团新的一员,继续保持其品牌和管理独立性。我们期待与普茨迈斯特的管理层一起合作,使这笔收购交易成功。”

摩根斯丹利担任普茨迈斯特唯一的金融顾问公司。

关于普茨迈斯特:德国普茨迈斯特控股有限公司是一家拥有全球销售网络的集团公司。该集团和其附属公司从事开发、生产和销售各类混凝土输送泵,工业泵及其辅助设备,这些设备主要用于搅拌和输送水泥、砂浆、脱水污泥、固体废物和替代燃料等粘稠性大的物质。公司产品包括:安装于拖车或卡车上的各种混凝土泵、拌浆机、用于隧道建设和煤矿工业的特种泵以及最新研制的机械手装置等。公司总部设在德国斯图加特附近。公司拥有 3000 名员工。2011 年年收入约 5.6 亿欧元。公司主要股东为 Karl Schlecht Gemeinnützige Stiftung (持 99%) 和 Karl Schlecht Familienstiftung (持 1%)。

关于中信产业投资基金(香港)顾问有限公司:中信产业投资基金(香港)顾问有限公司是中信集团旗下公司,通过其附属公司提供银行、金融、制造业和通信服务。

注:以上资料来自晨星网站、中国银河证券研究部翻译

## 附录 3: 中联重科公告收购 CIFA, CIFA 是欧美前三的混凝土机械制造商

公司 2008/06/25 日发布公告联合共同投资方弘毅、曼达林和高盛收购意大利公司 Compagnia Italiana Forme Acciaio S.p.A. (以下简称 CIFA), 其中中联重科占 60%, 其它共同投资者占 40%。如图 1。3 年后公司将享有随时行使购买共同投资者股份的买入期权, 弘毅、曼达林和高盛作为财务投资者参与并购。

CIFA 1928 年成立, 是一家历史悠久的意大利工程机械制造商, 总部设于意大利米兰附近的塞纳哥。混凝土输送泵混凝土泵车及混凝土搅拌运输车是其主要产品, 主要销往欧洲、非洲和中东等地区。在目前全球混凝土机械市场, 德国公司 utzmeister 和 Schwing 领跑, CIFA 紧随其后, CIFA 产品的销售价格较一线品牌略低, 产品性能又高于其它品牌。

CIFA 是意大利最大的混凝土输送泵、混凝土泵车和混凝土搅拌运输车制造商, 欧美第二的泵送机械制造商, 欧美第三的混凝土搅拌运输车制造商。CIFA 在 70 多个国家拥有 58 名独立经销商, 在意大利拥有的 24 家代理机构进行产品销售, 覆盖了几乎所有的西欧、东欧、中东与北非国家。同时在澳洲、美国、墨西哥和一些其他南美国家拥有经销网络。CIFA 年产约 1200 台混凝土泵送机械类, 占销售收入的 60%; 3000 台混凝土搅拌运输车, 约占销售收入的 20%; 其他产品销售收入约占 20%。CIFA 的主要产品混凝土搅拌车、混凝土泵送机械车在意大利分别拥有 80% 和 70% 的市场份额, 在西欧有 23% 和 20% 的市场份额, 在东欧有 15% 和 20% 的市场份额, 另外中东有 10% 和 8% 的市场份额。

### 收购价格不菲, 但对公司意义重大

CIFA 股权作价 3.755 亿欧元, 其中公司和共同投资方出价 2.515 亿欧元, 1.24 亿欧元由 CIFA 通过长期负债方式支付。另公司和共同投资方须分别出资 0.117 亿欧元及 0.078 亿欧元作为中介费用。其中中联重科需要出资 1.626 亿欧元, 其中的 2 亿美元通过设在香港的 SPE 向巴克莱香港分行贷款支付, 5000 万美元由中联重科的自有资金支付, 如图 2。

交易完成后公司的资产负债率将由现在的 56% 提升到 67%, 但对中联重科的现金流影响有限, 仅仅需要支付 5000 万美金现金支出就获得了对 CIFA 的控制权。

以 07 年末的数据分析, 收购倍数为 07 年 43.1 倍 PE, 7.2 倍 PB, 9.6 倍 EV/EBITDA。PE、PB 估值水平均显著高于国内及世界工程机械的平均估值水平。但是 EV/EBITDA 估值水平、PS 估值水平显著低于国内及世界平均估值水平。但由于意大利会计准则对于商誉及土地是每年摊销成本, 而中国及美国的会计准则都并不需要摊销, 仅仅需要左减值侧时, 通过这样的调整, 公司的盈利能力大幅度提升, 07 年的 PE 收购倍数降低到 23 倍。尽管如此, 收购价格并不便宜, 公司为取得控制权支付了较高的溢价, 如表 1。公司销售净利率为 2.9%, ROE 为 16.7%, 显著低于中联的水平。

表 4: 以 2007 年末数据为参看, 收购价格并不便宜

PE	PE (调整) *	PB	EV/EBITDA	PS
43.1	23	7.2	9.6	1.2

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

注: PE (调整) 根据不对商誉及土地摊销后的调整后的利润计算

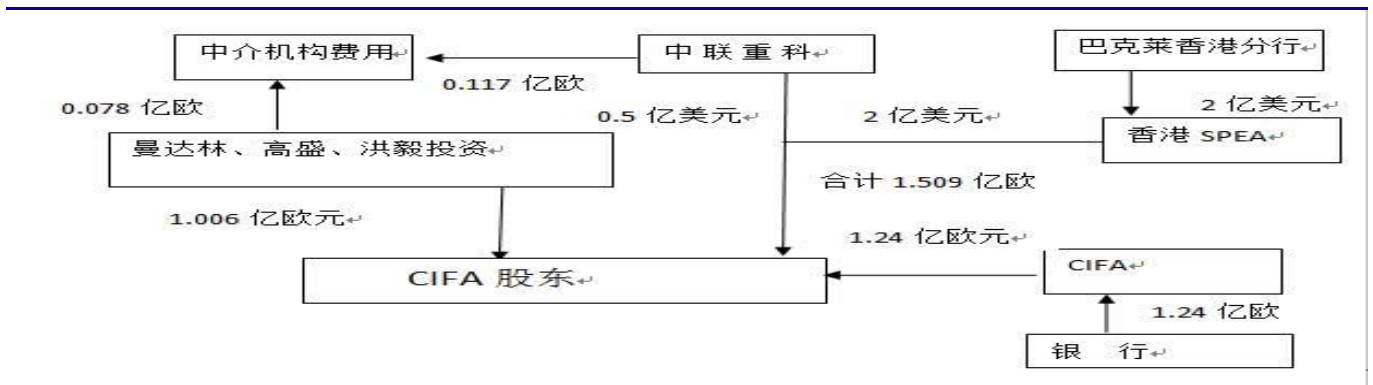
表 5: CIFA 目前盈利能力一般

总负债	净资产	归属于母公司的净资产	销售收入	净利润	归属于母公司的净利润	ROE	销售净利率
251.24	52.49	52.06	303.95	8.70	8.72	16.7%	2.9%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

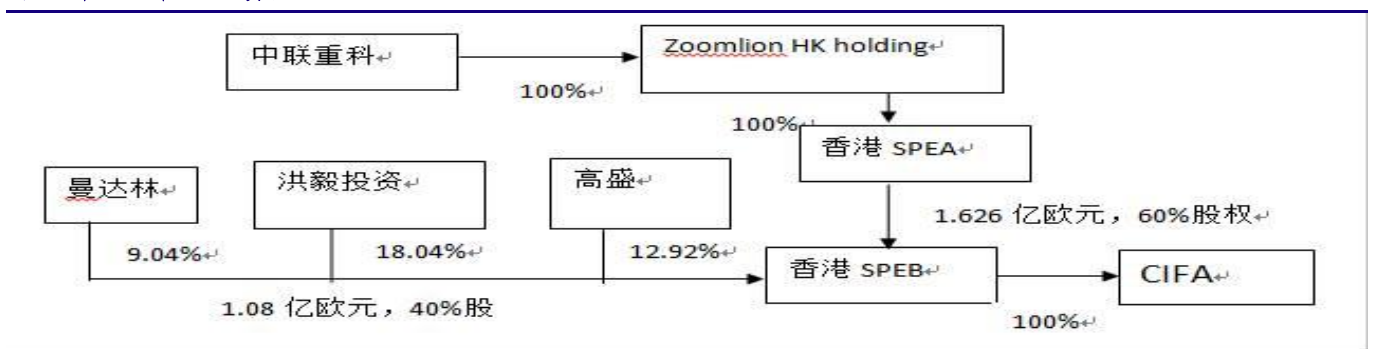


图 5: 中联重科联合收购 CIFA



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图 6: 中联重科通过融资收购 CIFA



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

虽然短期效应有限，但中期的协同效应明显。成功完成整合后，中联重科有望在销售渠道、制造技术、管理等方面快速提高水平。并购后，双方可以共用对方的销售渠道、技术、产能，创立具有规模效应协同发展平台，快速提高公司的品牌知名度和全球市场影响力。在销售网络方面，由于 CIFA 与中联销售网络几乎不重叠。因此双方可以共享销售网络，中联可以借 CIFA 渠道进入欧洲市场和新兴市场，CIFA 借助中联渠道进入亚洲。两个公司的全球的市场份额都将提升。在品牌方面，整合后 CIFA 和中联将使用双品牌战略，根据不同细分市场或者区域选择不同的品牌。此外两公司在产品制造、原材料、零部件采购、产能利用、技术研发上将可以共享。

本次交易的对联重科意义重大。交易完成后全球混凝土机械市场的竞争格局发生重大变化，中联重科在全球混凝土机械的市场地位得以迅速提升，公司将成为全球居第二大混凝土供应商。同时也表明公司的国际化战略取得重要突破，公司生产经营管理能力也有望在整合中得到提升。

### 收购对公司短期的业绩影响有限

虽然 CIFA 的销售额达到中联重科的 35%，但是由于目前盈利能力较低，06 年亏损，07 年接近中联重科的 10%，对公司整体业绩贡献较小。在协同效应未体现出来前，预计净利润在整个公司的占比低于 10%。但是如果协同效应体现出来后净利润占比有望提升。

### 收购交易风险来自两国政府的审查及事后的整合

交易前的风险：本次交易需要中国政府相关部委的批准、意大利政府的反垄断审查、债权银行同意。交易后的风险：跨国整合存在的重点不确定性，文化冲突。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.HK）

**A 股：**三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、张化机（002564.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、天马股份（002111.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)