



Research and
Development Center

首次覆盖：赢在下半场的工程机械龙头

—— 中联重科（000157.sz）深度报告

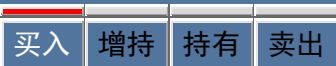
2012年12月14日

左志方
机械行业分析师

证券研究报告

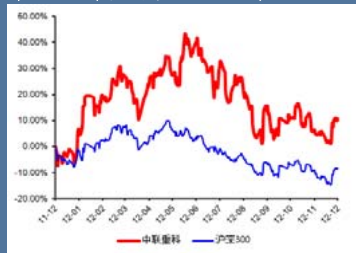
公司研究——调研报告

中联重科 (000157.sz)



首次评级

中联重科相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-12-13)

收盘价(元)	8.46
52周内股价波动区间(元)	7.19-11.15
最近一月涨跌幅(%)	4.99
总股本(亿股)	77.06
流通A股比例(%)	81.42
总市值(亿元)	652.0

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

左志方 机械行业分析师
执业编号: S1500512070002
联系电话: +86 10 63081269
邮箱: zuozhifang@cindasc.com

联系人: 皮建国
联系电话: +86 10 63081286
邮箱: pijianguo@cindasc.com

首次覆盖: 赢在下半场的工程机械龙头

中联重科深度报告

2012年12月14日

目标价: 10.71元

本期内容提要:

- ◆ **工程机械主要产品需求出现分化, 挖掘机、起重机销量 2013 年有望小幅回升, 而混凝土机械销量 2013 年将会出现下降。**受基础建设投资加快、设备的社会保有量利用率提高的影响, 我们预计挖掘机、起重机市场将探底回升; 但是, 房地产投资增速回落以及社会保有量利用率继续降低则会导致混凝土机械销量下降。
- ◆ **现金回流, 提升公司价值。**公司未来增速将放缓将直接导致其对营运资本的投资大幅减小, 其盈利的质量将大幅提高, 未来和过去经营过程中产生的利润将以现金的形式实现, 将创造出巨大的企业价值。
- ◆ **经营稳健、现金充足, 抵御风险能力较强。**中联重科相对较低的有形资产和有息负债比率, 现金充足, 经营杠杆和财务杠杆相对较低, 使公司有足够的承担风险和抓住新的投资机会的能力。
- ◆ **盈利预测、估值及投资评级:**按照收益法, 公司每股估值 10.71 元; 按照相对估值法, 公司每股估值 11.10 元。因此公司合理估值区间为 10.71~11.10 元。参考公司 2012 年 12 月 13 日的收盘价 8.46 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级, 目标价为 10.71 元(按照绝对估值标准)。
- ◆ **风险因素:**混凝土机械、挖掘机、起重机销量和价格大幅下降; 应收账款回收情况较差。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(亿元)	321.93	463.23	518.80	466.89	484.86
增长率 YoY %	55.05%	43.89%	12.00%	-10.01%	3.85%
净利润(百万元)	46.66	80.66	92.44	65.19	66.48
增长率 YoY %	90.71%	72.88%	14.61%	-29.48%	1.97%
毛利率%	30.34%	32.40%	34.09%	29.91%	29.15%
净资产收益率 ROE%	26.75%	25.66%	23.64%	14.47%	13.37%
每股收益 EPS(元)	0.80	1.05	1.20	0.85	0.86
市场一致预期 EPS(元)	--	--	1.17	1.36	1.58
市盈率 P/E(倍)	10.69	8.22	7.17	10.17	9.97
市净率 P/B(倍)	1.82	1.87	1.55	1.40	1.27

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 12 月 13 日收盘价

目录

投资聚焦	2
混凝土机械：行业复苏需要等到 2014 年，竞争格局可能发生变化	3
存量设备利用率继续降低	3
高毛利吸引新的进入者，竞争格局可能改变	5
起重机：基础建设投资加快将提升影响行业景气度	6
轮式起重机 2013 年需求小幅回升，塔式起重机低迷延续到 2014 年	6
行业竞争格局基本稳定	9
挖掘机：2013 年销量将小幅回升，产能过剩问题突出	10
挖掘机新增需求将在 2013 年小幅复苏	10
产能过剩是挖掘机企业最大的挑战	12
全球化之路——任重而道远	13
公司损益表分析	16
规模效应提升盈利能力	16
融资租赁+混凝土机械：利润的主要增长点	17
外币净负债持续增加，人民币升值带来汇兑收益有效降低了财务成本	19
资产负债表分析	21
公司资产负债结构的变化	21
公司应收账款的状况	23
现金流分析	25
现金储备充足，资本支出压力较小	25
估值和投资建议	27
收益法估值	27
相对估值法	38
综合估值与投资建议：	41
风险提示：	41

表目录

表 1：部分进入混凝土机械领域的企业	6
表 2：四行业建安投资增速假设	8
表 3：5 个行业固定资产投资增速假设	11
表 4：5 行业固定资产投资额增速和增量预测	11
表 5：部分企业规划的挖掘机产能和 2011 年实际销量	13
表 6：中国主要工程机械企业的海外建厂和国际收购	15
表 7：公司利润表	16
表 8：公司收入和毛利构成情况 单位：亿元	17
表 9：公司销售增长率分析表	18
表 10：公司工程机械产品收入结构分析	18
表 11：公司工程机械产品毛利率分析	19
表 12：公司有息负债币种结构表 单位：亿	20
表 13：公司外币风险资产负债结构表 单位：亿人民币	20
表 14：财务费用结构 单位：亿元	21

图目录

图 1：混凝土机械销量与房地产、建筑和交运行业投资增量	3
图 2：混凝土机械增速与三行业投资增量增速	3
图 3：全国水泥散装率逐年提高	4
图 4：2012 年 1-8 月份区域水泥散装率	4
图 5：商品混凝土产量增速高于散装水泥产量增速	4
图 6：水泥、商品混凝土产量增速继续下降	4
图 7：混凝土搅拌站利用率	5
图 8：混凝土搅拌车利用率	5
图 9：混凝土泵车利用率	5
图 10：混凝土机械销量 2009 年之后大幅增加	5
图 11：混凝土机械毛利率高于工程机械行业整体水平	6
图 12：轮式起重机销量与 4 行业投资增量	7
图 13：塔式起重机与房地产投资增量	7
图 14：四行业固定资产投资占比	7
图 15：四行业投资增速的周期性	7
图 16：轮式起重机年度利用率	8
图 17：轮式起重机月度利用率	8
图 18：不同情境假设下三行业建安投资增量	9
图 19：汽车起重机行业竞争格局	9
图 20：随车起重机行业竞争格局	9
图 21：挖掘机销量与 5 行业固定资产投资增量	10
图 22：挖掘机销量增速与 5 行业固定资产投资增量增速	10
图 23：挖掘机年度利用率	10
图 24：挖掘机月度利用率	10
图 25：1999-2011 年挖掘机销量	12
图 26：工程机械出口增速	14
图 27：挖掘机国内销量和出口量	14
图 28：装载机国内销量和出口量	14
图 29：推土机国内销量和出口量	14
图 30：轮式起重机国内销量和出口量	14
图 31：混凝土搅拌车国内销量和出口量	14
图 32：工程机械出口地区分布	15
图 33：卡特彼勒收入区域结构	15

表 15: 公司资产负债表.....	22
表 16: 公司应收账款状况表 单位: 亿元.....	24
表 17: 公司融资租赁应收款分析 单位: 亿元.....	25
表 18: 公司现金流量表 单位: 亿元.....	26
表 19: 公司重构资产负债 单位: 亿元.....	28
表 20: 公司利润表参数预计表.....	29
表 21: 公司主要资产负债项目参数表.....	30
表 22: 公司工程机械经营类资产预计利润表 单位: 亿元.....	31
表 23: 公司工程机械类经营资产负债表 单位: 亿元.....	32
表 24: 公司工程机械经营类资产预计现金流量表 单位: 亿元.....	34
表 25: 资本成本假设.....	35
表 26: 公司工程机械类营运资产估值表 单位: 亿元.....	36
表 27: 公司企业价值估值表 单位: 亿元.....	36
表 28: 公司企业股票价值敏感性分析表.....	37
表 29: 公司企业股票价值敏感系数分析表.....	37
表 30: 公司预计利润表 单位: 亿元.....	38
表 31: 公司及可比公司非工程机械类资产对比 单位: 亿元.....	39
表 32: 公司每股价值相对估值 单位: 元/股.....	39

投资聚焦

核心观点和投资逻辑

工程机械行业在经历了过去几年的高速发展阶段后，将进入行业整固阶段。强者恒强，弱者恒弱的行业优胜劣汰过程将是下一阶段主题。公司现阶段的状态处于相对有利的地位：充足的现金储备提高了公司抗风险能力和抓住未来新投资机会的能力；稳健的经营风格、相对较低的经营杠杆和财务杠杆，使公司具备一定的规模效应。在高速增长、跑马圈地的行业扩张期行将结束时，经营稳定、利润丰厚和现金充足的企业将赢得下半场，这个幸运儿也许就是中联重科。

有别于大众的认识

市场认为公司的净资产投资回报低，未来增速将放缓将影响公司的价值。我们认为：由于巨额盈余现金的存在拉低了净资产投资回报，扣除此项影响，中联重科净资产投资回报率在行业内名列前茅；未来增速放缓将直接导致其对营运资本的投资大幅减小，其盈利的质量将大幅提高，未来和过去经营过程中产生的利润将以现金的形式实现，将创造出巨大的企业价值。另外，中联重科相对较低的有形资产和有息负债比率，以及外币负债相对较大的状态，将使中联重科处于经营杠杆度和财务杠杆度相对较低的有利状态。

盈利预测和投资评级

按照收益法，公司每股估值 10.71 元；按照相对估值法，公司每股估值 11.10 元。因此公司合理估值区间为 10.71~11.10 元/股。参考公司 2012 年 12 月 10 日的收盘价 8.46 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

股价催化剂

未来政府出现较大的投资刺激计划；工程机械产品销量超预期。

风险提示

- 1、混凝土机械、挖掘机、起重机销量和价格大幅下降；
- 2、应收账款回收情况较差。

混凝土机械：行业复苏需要等到 2014 年，竞争格局可能发生变化

存量设备利用率继续降低

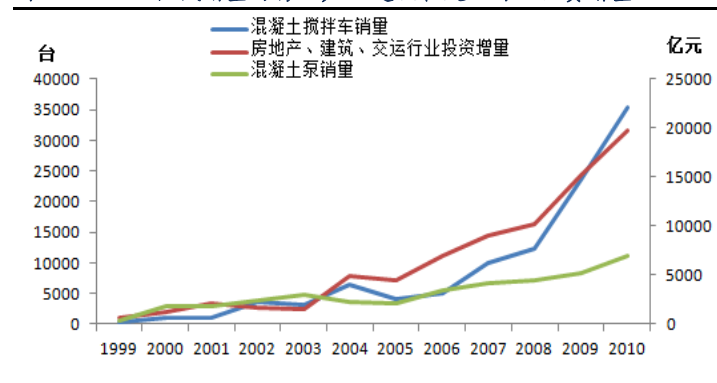
混凝土机械需求增长的主要因素是房地产、建筑和交运行业，其中房地产投资对混凝土机械得影响最大。从 1999-2010 年混凝土搅拌车、混凝土泵的销量增速与三行业投资增量增速的相关性可以发现，混凝土泵的销量增速波动幅度较小，而搅拌车销量的波动幅度较大。另外，受不允许现场混凝土搅拌政策的限制，水泥散装率提升对混凝土机械销量的提升有很大的促进作用。2012 年 1-8 月份，全国水泥散装率为 52.7%，相比 2011 年提升 0.92%，相对发达国家 80%左右的散装率有进一步提升的空间。从国内不同区域来看，西部地区的散装率仅 38.19%，未来继续提升的空间较大。

整体来看，虽然西部地区水泥散装率提升对混凝土机械的需求有一定的促进作用（需求下沉），但是全国范围的房地产、建筑业投资增速下降对混凝土机械需求的影响更大，2012 年 1-9 月份，商品混凝土产量增速已经回落到 11%左右，在房地产投资增速下降的影响下，2013 年商品混凝土产量增速将会继续下降。

另外，从主要混凝土机械的利用率来看，假设 2007 年利用率为 100%，我们测算从 2010 年开始混凝土搅拌站、搅拌车和泵车的存量设备利用率逐年下降。2012 年，假设混凝土机械销量下降 20%，我们估算：混凝土搅拌站的利用率下降到 92%，而搅拌车、泵车的利用率下降到 68%和 66%。搅拌车和泵车利用率的大幅下降，一方面受到下游需求下降的影响，另一方面受到保有量大幅增加的影响。

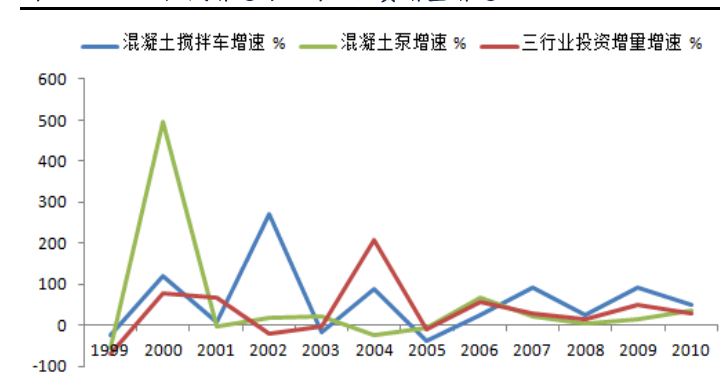
在 2013 年下游投资需求下降、存量设备利用率较低的冲击下，虽然商混率可能有所提升，但是对混凝土机械行业销量的刺激力度有限，因此我们预计混凝土机械销量回升时间可能要延迟到 2014 年。

图 1：混凝土机械销量与房地产、建筑和交运行业投资增量



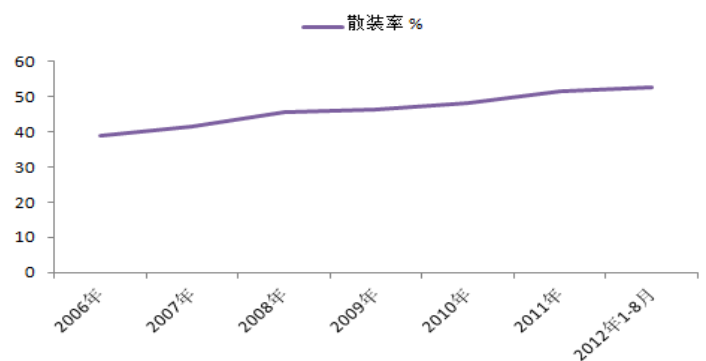
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2：混凝土机械增速与三行业投资增量增速



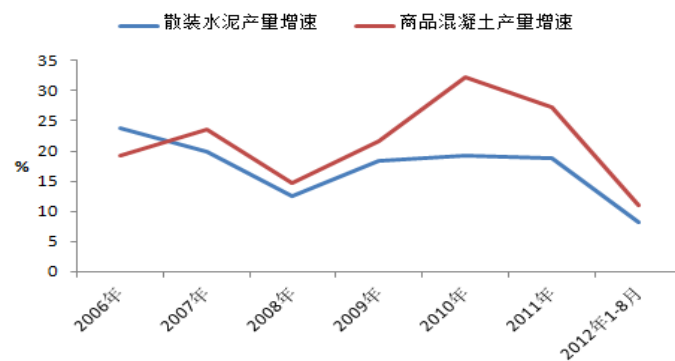
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3: 全国水泥散装率逐年提高



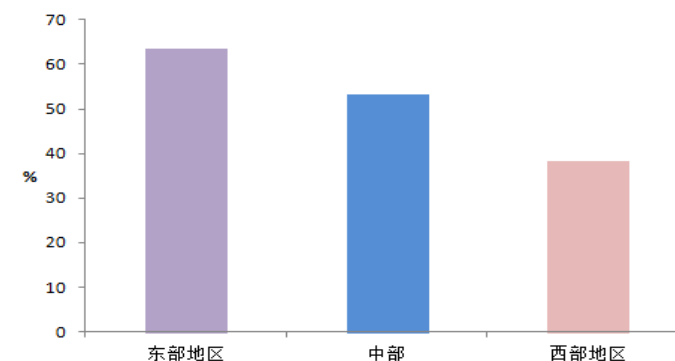
资料来源: 中国散装水泥推广发展协会信息网, 信达证券研发中心

图 5: 商品混凝土产量增速高于散装水泥产量增速



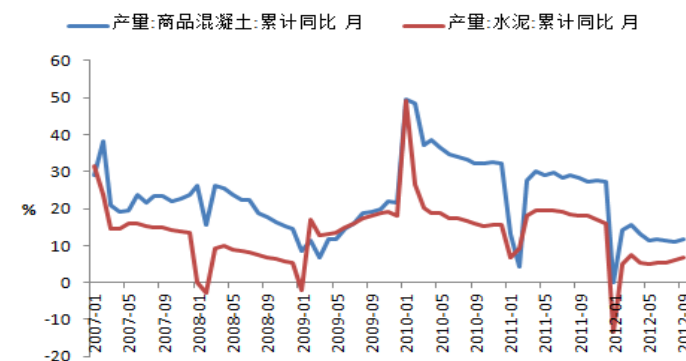
资料来源: 中国散装水泥推广发展协会信息网, wind, 信达证券研发中心

图 4: 2012年1-8月份区域水泥散装率



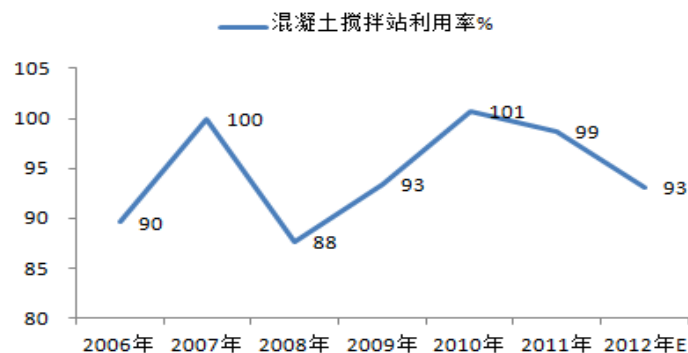
资料来源: 中国散装水泥推广发展协会信息网, 信达证券研发中心

图 6: 水泥、商品混凝土产量增速继续下降



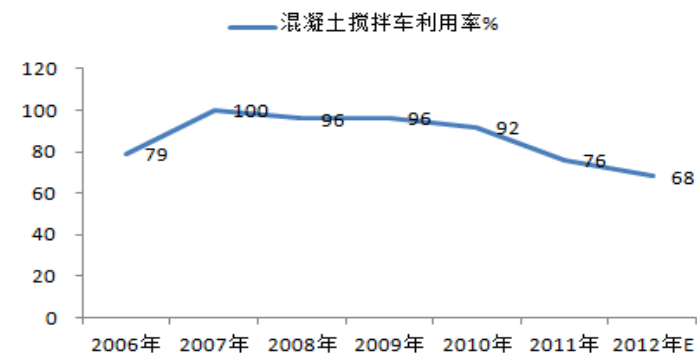
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7: 混凝土搅拌站利用率



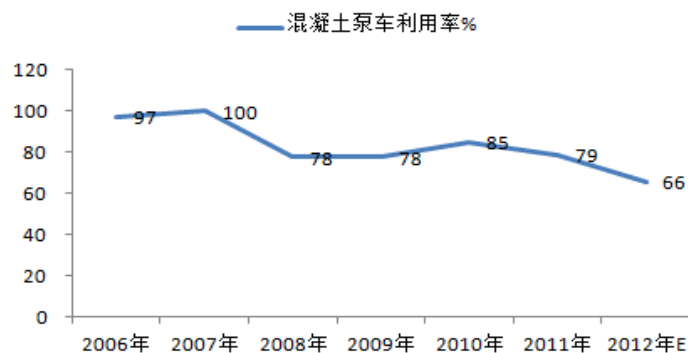
资料来源: 信达证券研发中心

图 8: 混凝土搅拌车利用率



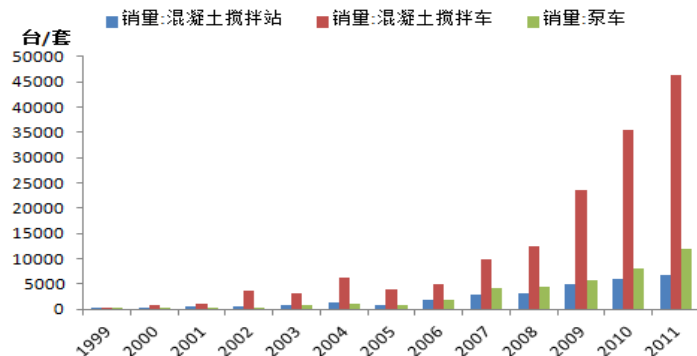
资料来源: 信达证券研发中心

图 9: 混凝土泵车利用率



资料来源: 信达证券研发中心

图 10: 混凝土机械销量 2009 年之后大幅增加

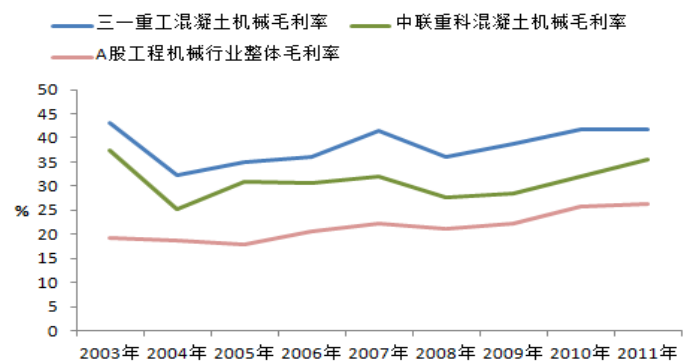


资料来源: 中国工程机械年鉴

高毛利吸引新的进入者, 竞争格局可能改变

混凝土机械行业竞争格局相对稳定, 经过十多年的发展和市场竞争, 三一重工和中联重科占据了混凝土泵车市场约 90% 的市场份额, 而搅拌车、搅拌站、拖泵等其他混凝土机械市场则相对分散。混凝土机械在整个工程机械领域毛利率处于较高水平, 以中联重科为例, 2003-2011 年, 公司混凝土机械的平均毛利率为 31.07%, A 股上市公司工程机械行业整体平均毛利率 21.58%。因此, 高毛利吸引了新的进入者, 徐工集团、柳工、山推、中国南车等大型企业纷纷投资建立混凝土机械生产线。短期来看, 混凝土机械行业龙头企业占据品牌、渠道、售后服务等优势, 行业竞争格局难以很快改变, 但是随着这些新产能的释放, 在市场需求短期难以提升的情况下, 市场竞争将更加激烈, 高毛利率可能会到一定的影响, 并且会影响现有竞争格局。

图 11: 混凝土机械毛利率高于工程机械行业整体水平



来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

表 1: 部分进入混凝土机械领域的企业

企业	投资额度(亿元)	主要产品、产能	投产日期
徐工集团	>30	混凝土泵车 3000 台、混凝土拖泵 600 台、混凝土车载泵 600 台、 喷浆车 150 台; 混凝土搅拌站 3000 台、干混砂浆搅拌站 200 台、混凝土搅拌车 10000 台、干混砂浆运输车 1000 台	2012 年 6 月
柳工	20	混凝土搅拌车、搅拌站等	
山推	15	混凝土搅拌运输车 3000 台、臂架式泵车 1700 台、拖泵 1000 台	2011 年 4 月
中国南车	--	混凝土泵	--

资料来源: 信达证券研发中心整理

起重机: 基础建设投资加快将提升影响行业景气度

轮式起重机 2013 年需求小幅回升, 塔式起重机低迷延续到 2014 年

轮式起重机的下游主要是基础建设, 塔机的主要下游是房地产。因此, 对轮式起重机需求的预测是基础建设投资, 包括交运、电力、水利环境和建筑业 4 个行业投资增量的预测。从四个行业的属性来看, 建筑业投资属于市场行为, 而交运、电力、水利环境投资属于政府行为, 周期特征基本相反。但是, 从体量上来看, 交运和水利环境投资占比超过 80%, 对轮式起重机的需求影响较大。

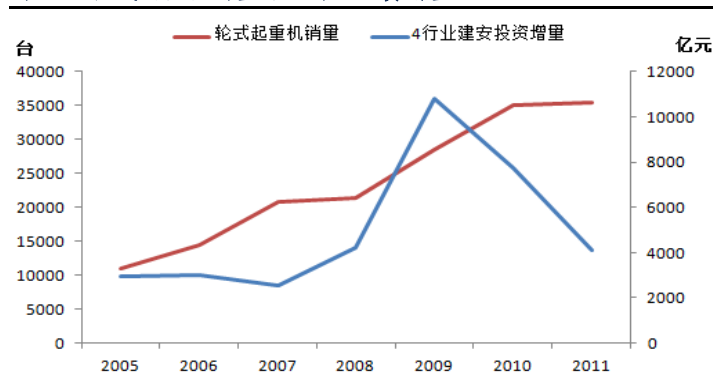
从轮式起重机的利用率来看, 假设 2009 年的利用率为 100%, 随着保有量提高和下游投资需求的减少, 2010 年以来利用率持续下降。一般而言, 80% 的利用率为正常情况, 低于 80%, 表明有大量的起重机闲置。我们估算 2012 年的利用率前低后

高，9月份开始利用率恢复到80%之上，全年平均利用率77.52%。

我们分三种情况预测四行业的投资增量，在中性假设情况下，2013年投资增开始缓慢复苏，但是力度有限。我们认为，2013年交运、水利、电力等基础建设投资增速会加快，而且轮式起重机的利用率恢复到80%之上，2013年轮式起重机的需求将小幅回升。

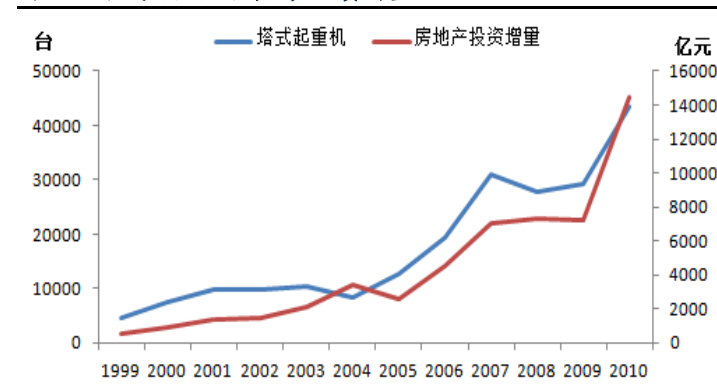
塔式起重机的下游需求主要是房地产，在中性假设条件下（2012-2014年投资增速分别为15%、10%、10%，具体数据参见表3），房地产的投资增量将会继续下降，2014年才会缓慢复苏，因此我们认为塔式起重机的需求复苏可能要等到2014年。

图 12: 轮式起重机销量与 4 行业投资增量



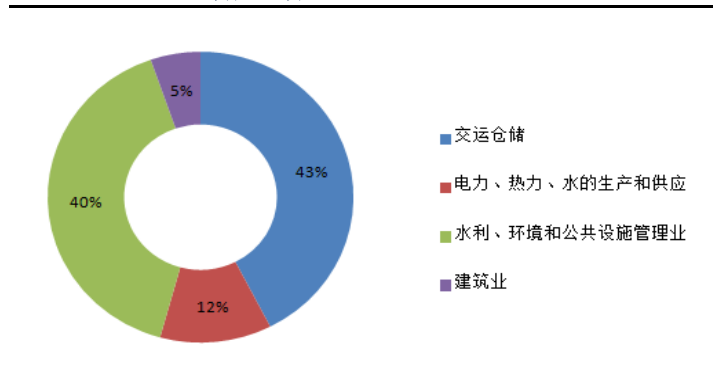
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 13: 塔式起重机与房地产投资增量



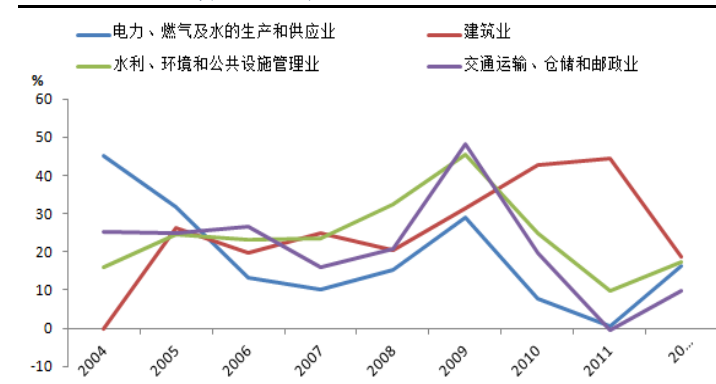
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 四行业固定资产投资占比



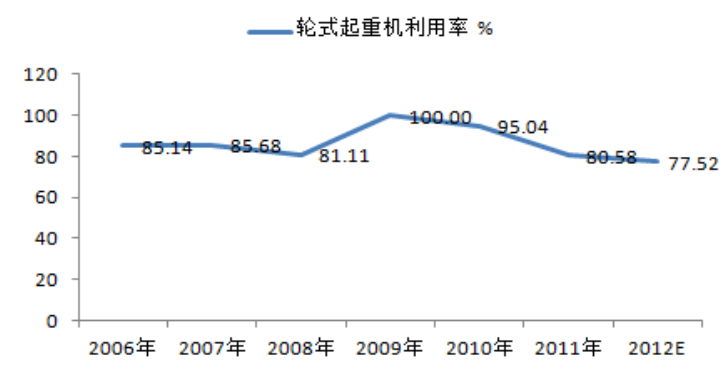
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 15: 四行业投资增速的周期性



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 16: 轮式起重机年度利用率



资料来源: 信达证券研发中心

图 17: 轮式起重机月度利用率

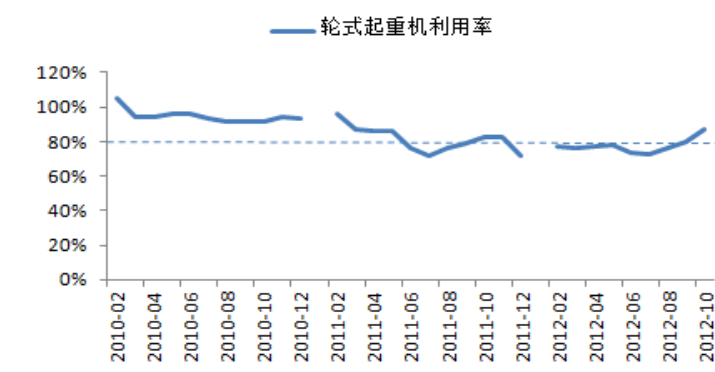
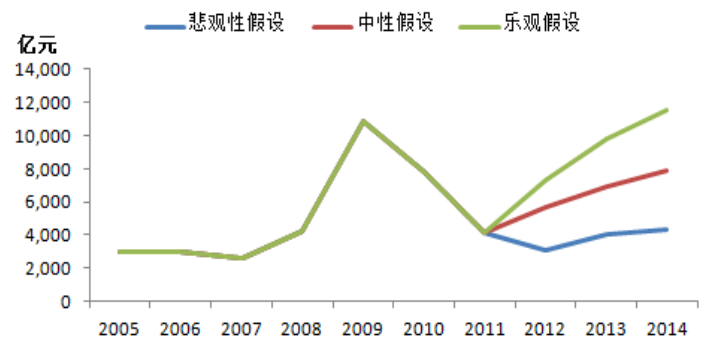


表 2: 四行业建安投资增速假设

		交运、仓储、邮政	电力、热力、燃气和水	水利、环境和公共设施	建筑业
乐观估计	2012 年	10%	18%	20%	20%
	2013 年	15%	20%	20%	20%
	2014 年	15%	20%	20%	20%
中性估计	2012 年	8%	16%	15%	15%
	2013 年	10%	16%	15%	15%
	2014 年	10%	16%	15%	15%
悲观估计	2012 年	0%	16%	10%	10%
	2013 年	5%	10%	10%	10%
	2014 年	5%	10%	10%	10%

资料来源: 信达证券研发中心预测

图 18: 不同情境假设下三行业建安投资增量



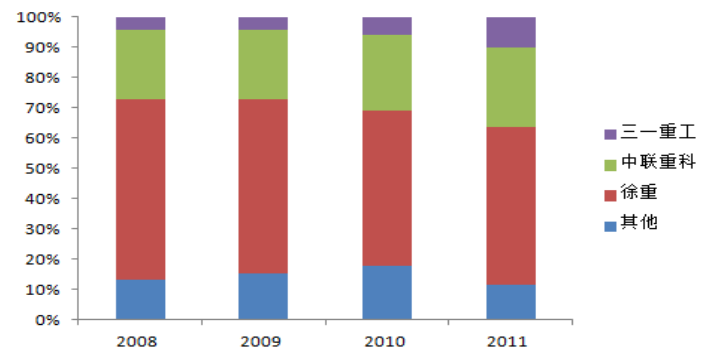
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

行业竞争格局基本稳定

汽车起重机行业竞争格局基本稳定。2011 年, 汽车起重机总销量 35361 台, 前三家企业销量占比 88.43%; 随车起重机市场中, 徐工的份额进一步提升。2011 年, 随车起重机总销量 9428 台, 行业龙头徐工市场份额从 43.75%(2008 年)提高到 51.26%(2011 年), 而石家庄煤机的份额则逐年下降。由于起重机行业比较成熟, 利润水平处于工程机械行业的中等水平(毛利率 28%左右), 新的进入者较少, 整体上来看, 行业龙头由于实力相对较强, 市场集中度有进一步提高的迹象。

虽然起重机的行业集中度有进一步提高的迹象, 但是整体竞争格局基本稳定: 徐工、中联、三一占据汽车起重机行业的绝大部分市场份额, 徐工、石家庄煤机占领随车起重机市场的大部分市场, 塔机市场相对分散。因此, 对于相对成熟起重机市场而言, 最大变量在于需求的冲击。我们认为, 2013 年起重机需求复苏的力度有限, 行业的集中度有望进一步提升, 行业龙头受到的冲击相对较小。

图 19: 汽车起重机行业竞争格局



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 20: 随车起重机行业竞争格局



资料来源: wind, 信达证券研发中心

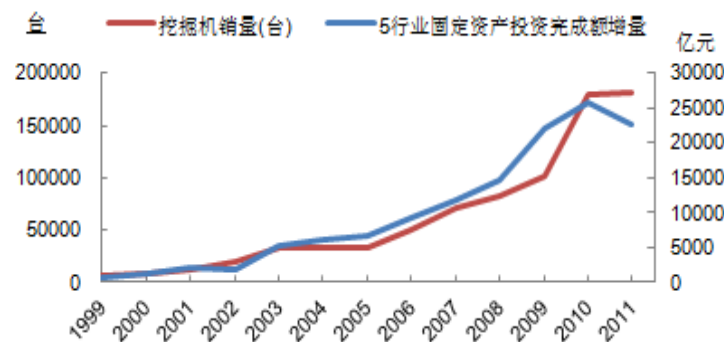
挖掘机：2013 年销量将小幅回升,产能过剩问题突出

挖掘机新增需求将在 2013 年小幅复苏

挖掘机下游需求来自房地产、水利、铁路公路、建筑和采矿等行业的固定资产投资。我们选择 5 个行业固定资产投资作为自变量：交通运输、仓储和邮政业，房地产业，水利、环境和公共设施管理业，建筑业，采矿业。1999-2011 年期间，挖掘机销量与 5 大行业固定资产投资的增量相关度很高。

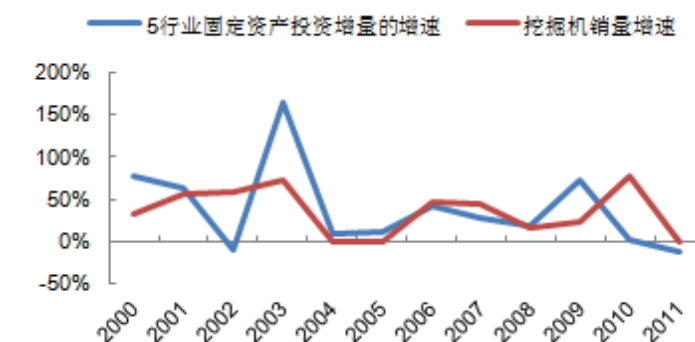
从挖掘机的利用率来看，以 2009 年利用率为 100%，我们估算 2012 年挖掘机的利用率下降到 79.86%，基本处于盈亏平衡点附近（一般挖掘机的盈亏平衡点的利用率在 80%），因此下游需求回升对挖掘机销量有明显的拉动作用。

图 21: 挖掘机销量与 5 行业固定资产投资增量



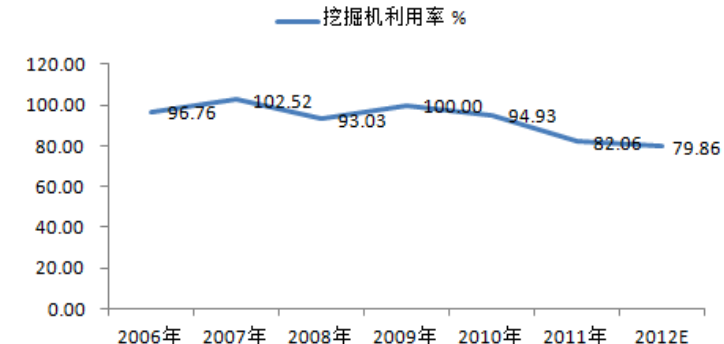
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 22: 挖掘机销量增速与 5 行业固定资产投资增量增速



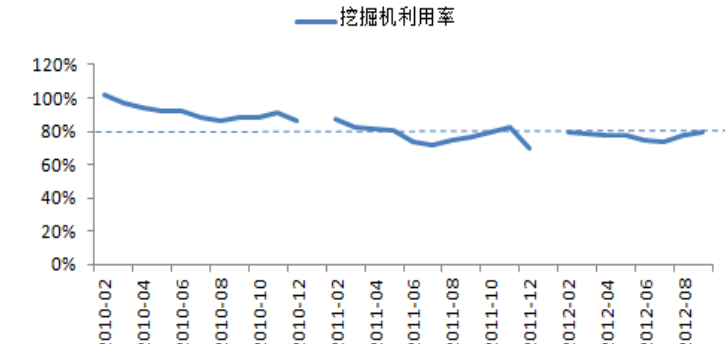
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 23: 挖掘机年度利用率



资料来源: 信达证券研发中心

图 24: 挖掘机月度利用率



为了预测 5 个行业未来 3 年的固定资产投资增速，我们采用情景分析法进行预测：分为乐观、中性和悲观三种情景。

乐观假设情景：5 个行业的固定资产投资额增量 12、13 年将在 2.57 万亿、2.76 万亿元，增速分别为 -13.29%和 7.19%；

中性假设情景：5 个行业的固定资产投资额增量 12、13 年将在 1.95 万亿、1.84 万亿，增幅分别为-14.43%和-5.11%；

悲观假设情景：5 个行业的固定资产投资额增量 12、13 年将在 1.53 万亿、1.01 万亿，增幅分别为 32.72%和-34.23%。

我们认为，乐观和中性假设情景发生的可能性较大，即 2013 年下游 5 个行业固定资产投资增量将高于 2012 年的水平，2014 年投资增量增速将会有明显的提高。由于挖掘机销量增速与投资增量的增速相关度较高，弹性系数大约为 1.3，在中性假设情景下，2012 年挖掘机的销量下降 18%左右，2013 年销量将会继续下降 6%左右。从挖掘机的实际销量数据来看，虽然统计数据显示 2011 年挖掘机销量为 17.37 万台，相对 2010 年 16.58 万台略为增加，但是考虑到 2011 年在代理商手中的库存量较大，假设 30000 台¹，则 2011 的实际销量 14 万台左右，如果 2012 年销量下降 18%，则 2012 年销量大约为 12 万台。因此，我们预计 2013 年挖掘机市场将温和复苏，销量也将高于 2012 年的水平。

表 3: 5 个行业固定资产投资增速假设

	交通运输、仓储和邮政业	房地产业	水利、环境和公共设施管理业	建筑业	采矿业
乐观估计	2012 年	10%	20%	20%	20%
	2013 年	15%	15%	20%	20%
	2014 年	15%	15%	20%	20%
中性估计	2012 年	8%	15%	15%	15%
	2013 年	10%	10%	15%	15%
	2014 年	10%	10%	15%	15%
悲观估计	2012 年	0%	15%	10%	10%
	2013 年	5%	5%	10%	10%
	2014 年	5%	5%	10%	10%

资料来源: wind, 信达证券研究开发中心预测

表 4: 5 行业固定资产投资额增速和增量预测

	5 行业投资总额(亿元)	5 行业投资增速	5 行业增量投资额(亿元)	5 行业增量的增量(亿元)	5 行业增量投资额增速
乐观估计	2011 年	142544.22	19.00%	22757.96	-2824.10
	2012 年	168327.03	18.09%	25782.81	3024.86
	2013 年	195952.03	16.41%	27625.00	1842.19
	2014 年	228195.97	16.46%	32243.94	4618.94

¹ 中国工程机械工业协会挖掘机分会会长曾光安在 2012 年度中国挖掘机年会上指出，2011 年挖掘机销量虚高 3 万台。

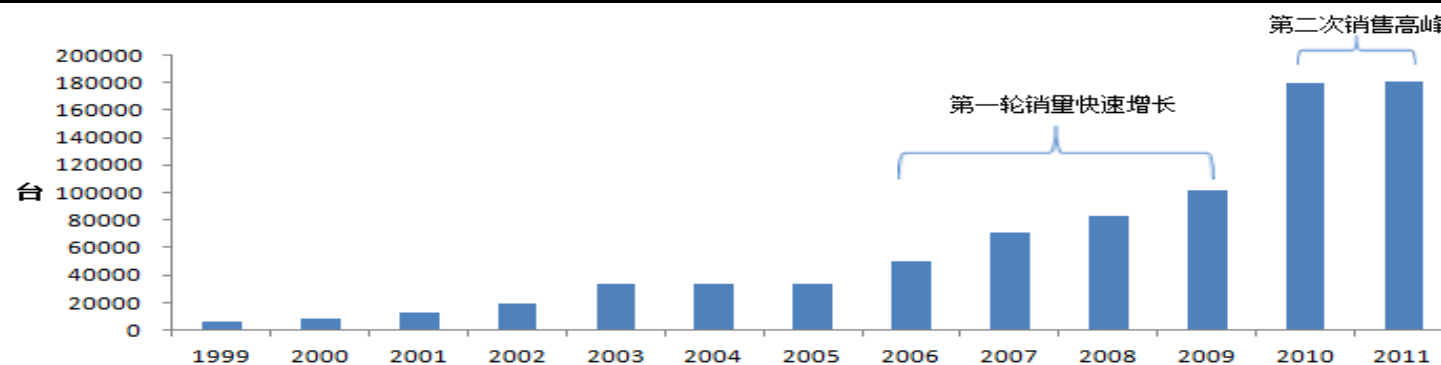
中性估计	2011年	142544.22	19.00%	22757.96	-2824.10	-11.68%
	2012年	162017.63	13.66%	19473.41	-3284.55	-14.43%
	2013年	180496.34	11.41%	18478.71	-994.70	-5.11%
	2014年	201164.46	11.45%	20668.12	2189.41	11.85%
悲观估计	2011年	142544.22	19.00%	22757.96	-2824.10	-11.68%
	2012年	157856.85	10.74%	15312.63	-7445.32	-32.72%
	2013年	167927.64	6.38%	10070.79	-5241.84	-34.23%
	2014年	178719.77	6.43%	10792.13	721.33	7.16%

资料来源: wind, 信达证券研究开发中心预测

挖掘机大规模更新需求在 2014 年之后

2000 年以来, 我国挖掘机市场经历了 2 次销量的快速增长, 第一次是 2006-2009 年, 销量从 4.9 万台上升到 10 万台; 第二次是 2010-2011 年, 销量超过 16 万台。根据中国工程机械协会挖掘机分会的数据, 中国挖掘机市场 10 年市场保有量 115 万台, 8 年市场保有量 105 万台, 6 年市场保有量 93 万台; 另外, 挖掘机平均使用年限是 8-10 年, 大规模的挖掘机更新需求可能要等到 2014 年之后。

图 25: 1999-2011 年挖掘机销量



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, 信达证券研发中心

产能过剩是挖掘机企业最大的挑战

根据《2012 年度中国工程机械行业总体情况及未来展望》提供的数据, 截至到 2012 年 8 月, 国内挖掘机生产企业数量超过 60 家, 全部规划产能超过 60 万台。根据我们整理的国内主要挖掘机生产企业的规划产能和实际产量数据, 不包括卡特比勒、小松、现代、沃尔沃等大型挖掘机企业, 17 家企业的规划产能是 46 万台, 2011 年销量 11.28 万台。2013 年之后, 大量新建成的挖掘机项目将逐渐投产, 产能的过度释放将导致挖掘机市场出现明显的过剩, 激烈的市场竞争将会导致行业的重新整合。

具备品牌、资金、渠道等竞争优势的企业最终将胜出，但是整合的过程也是挖掘机行业整体低迷的时期。

表 5: 部分企业规划的挖掘机产能和 2011 年实际销量

公司	挖掘机规划产能(台)	2011 年销量(台)
斗山	23400	16778
柳工	17000	7438
日立建机	60000	15282
熔盛机械	30000	1133
山东力士德	10000	2858
三一重工	80000	20613
山东临工	20000	3517
山重建机	20000	5636
山河智能	10000	5008
神钢	20000	12965
厦工	15000	4253
徐挖	30000	413
玉柴	15000	9890
中联重科	50000	1873
中国龙工	38000	5153
普什重机	10000	--
久保田	12000	--
合计	460400	112810

数据来源:信达证券研发中心整理

全球化之路——任重而道远

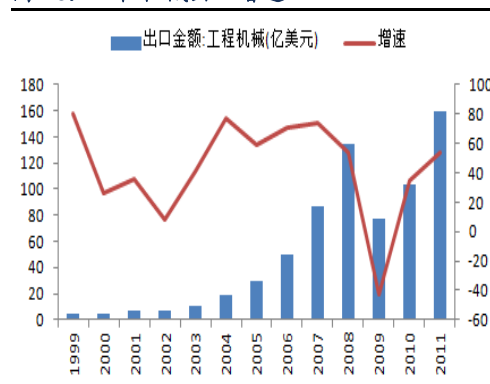
2011 年，除挖掘机之外，其他主要工程机械产品已经完成进口替代，走出去成为行业未来发展的大方向。从总量上来看，2011 年工程机械行业直接出口金额 159.09 亿美元，增速达到 53.84%，但是占行业总销售收入的比重较低。从出口量与国内销量之比来看，除了推土机超过 30%，其他主要产品都较低。从出口区域分布来看，亚洲地区是出口的主要区域，拉美地区近几年增长速度较快。但是，国际经济前景不明朗对我国工程机械的出口影响较大。

从全球化模式来看，我们可以简单划分为直接出口、海外建厂和跨国并购三种模式。2007 年之前，在海外建立营销网络，直接出口是主要的模式。2008 年之后，直接建立海外生产基地和跨国并购成为国内龙头企业的主要扩张模式。从直接出口模式向海外建厂、跨国并购模式的转换有很强的国际背景：一方面，全球金融危机之后，贸易保护主义开始抬头，直接的产品出

口可能成为政策限制的对象，而海外投资可以解决这一问题；另外，中国工程机械企业的资本实力已经有了极大的提升，在适当的时机进行国际并购可以在短期内完成全球市场的布局。

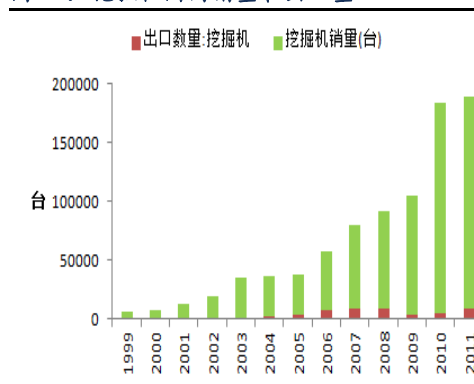
总体而言，参照卡特彼勒收入的区域结构（2011年，美国本土市场收入仅占总收入的36.14%），中国工程机械龙头企业的全球化之路才刚刚开始，任重而道远。短期而言，海外市场对行业整体收入增长的影响较小。

图 26: 工程机械出口增速



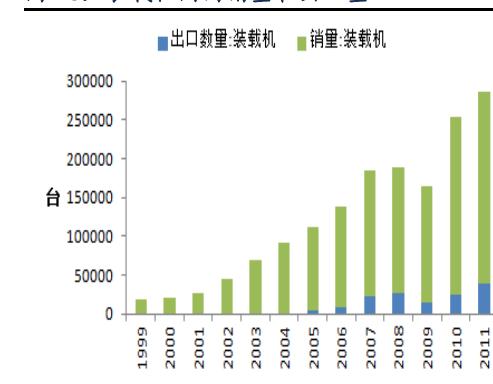
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 27: 挖掘机国内销量和出口量



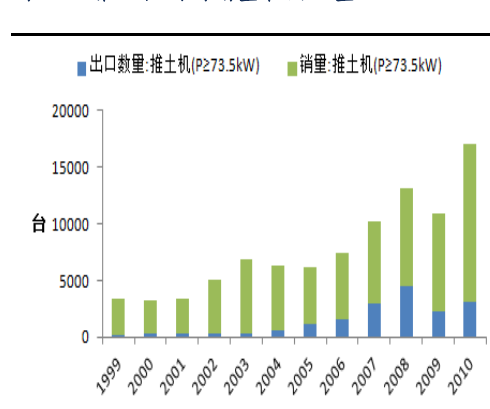
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 28: 装载机国内销量和出口量



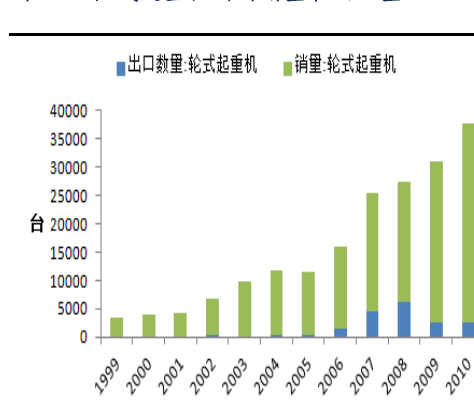
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 29: 推土机国内销量和出口量



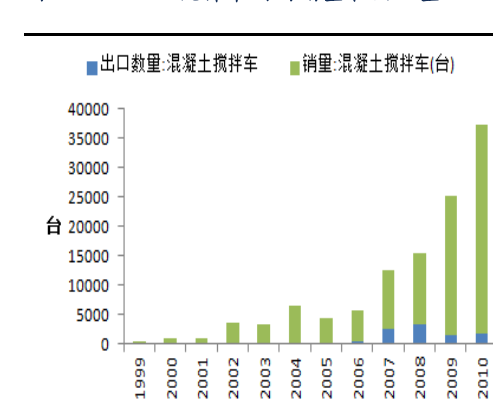
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 30: 轮式起重机国内销量和出口量



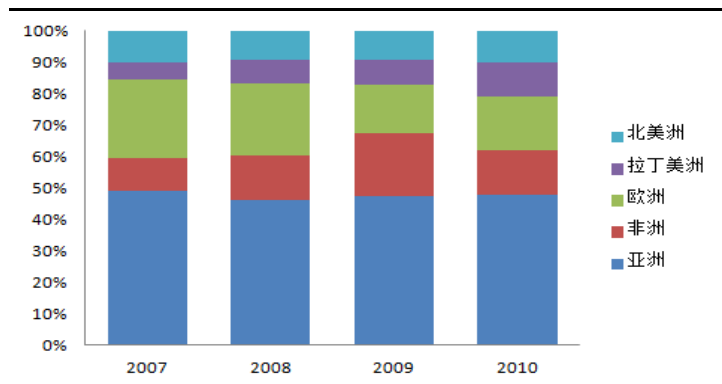
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 31: 混凝土搅拌车国内销量和出口量



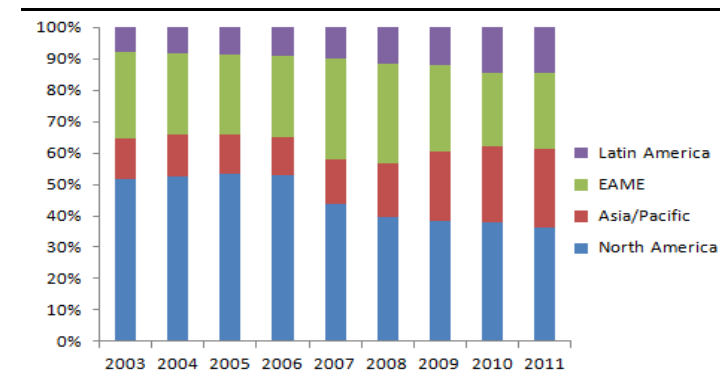
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 32: 工程机械出口地区分布



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 33: 卡特彼勒收入区域结构



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

表 6: 中国主要工程机械企业的海外建厂和国际收购

企业	时间	事件
中联重科	2008 年	1.63 亿欧元收购意大利 CIFA 60% 股权
	2012 年	与印度 ELECTROMECH 公司合资建厂
三一重工	2006 年	在印度投资 6000 万美元建立生产基地
	2007 年	在美国投资 6000 万美元建立制造基地
	2009 年	在德国投资 1 亿欧元建立研发和制造基地
	2010 年	在巴西投资 2 亿美元建立制造基地
	2011 年	在印尼投资 2 亿美元建立三一产业园
徐工集团	2012 年	3.24 亿欧元收购德国普茨迈斯特 90% 股权
	2007 年	在波兰投资建立装配厂
	2011 年	收购德国 FT 公司、荷兰 AMCA 公司
	2012 年	在巴西投资 2 亿美元建立徐工工业园
柳工	2012 年	收购德国施维英 52% 控股权
	2012 年	在德国投资 3600 万欧元建立研发基地
	2008 年	在印度投资 2 亿元建立制造基地
	2012 年	投资 3.35 亿元收购波兰 HSW 工程机械业务

资料来源: 信达证券研发中心整理

公司损益表分析

规模效应提升盈利能力

2012年三季度，工程机械行业的业绩普遍不理想，而公司却“一花独秀”，前三季度累计实现销售收入 391.08 亿元，同比增长 17.77%；实现净利润 69.59 亿，同比增长 16.75%，是行业中唯一一家前三季度实现营收和净利润“双增长”企业。

近 5 年来，资产总额增长 8.4 倍、销售收入增长 5.2 倍、净利润增长 6.1 倍，大大高于同期固定资产增长倍数（3.83 倍）和总员工人数增长倍数（2.3 倍）。利润表的突出特点是：一是综合毛利由 2008 年的 27.36% 上升为 2012 年三季度的 34.43%，升 7.07%；二是三项费用率由 2008 年的 14.16% 下降为 2012 年三季度的 11.16%，下降了 3%；归属于母公司所有者的净利润率由 2008 年的 11.7% 上升为 2012 年三季度的 17.8%，上升的 6.1%。销售收入的快速增长和毛利率大幅上升是公司利润大幅增长的主要因素，并且表现出了一定的规模效益。

表 7：公司利润表

项目	2012.9	2011	2010	2009	2008	2007	2012.9	2011	2010	2009	2008	2007
报告期	三季报	年报	年报	年报	年报	年报	三季报	年报	年报	年报	年报	年报
类型	金额(单位: 亿元)						结构百分比					
营业总收入	391.08	463.23	321.93	207.62	135.49	89.74	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
营业收入	391.08	463.23	321.93	207.62	135.49	89.74	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
营业总成本	306.78	368.63	268.33	180.37	118.82	76.28	78.44	79.58	83.35	86.88	87.70	85.00
营业成本	256.44	313.16	224.24	154.22	98.42	64.05	65.57	67.60	69.66	74.28	72.64	71.37
营业税金及附加	1.83	2.64	1.77	1.08	0.32	0.28	0.47	0.57	0.55	0.52	0.24	0.31
销售费用	25.04	31.60	21.46	12.50	9.59	6.91	6.40	6.82	6.67	6.02	7.08	7.70
管理费用	14.83	17.56	13.39	8.34	6.38	3.68	3.79	3.79	4.16	4.02	4.71	4.10
财务费用	3.80	1.11	4.32	3.44	3.21	0.66	0.97	0.24	1.34	1.66	2.37	0.74
资产减值损失	4.84	2.57	3.16	0.79	0.90	0.70	1.24	0.55	0.98	0.38	0.67	0.78
其他经营收益	-0.11	0.55	0.15	0.05	-0.07	0.12						0.13
公允价值变动净收益	-0.18	0.19		0.05	-0.18		-0.05	0.04		0.02	-0.13	0.00
投资净收益	0.06	0.36	0.15	0.00	0.10	0.12	0.02	0.08	0.05	0.00	0.08	0.13
营业利润	84.19	95.14	53.74	27.30	16.60	13.58	21.53	20.54	16.69	13.15	12.25	15.13
加：营业外收入	1.05	2.27	1.40	1.31	1.82	0.58	0.27	0.49	0.43	0.63	1.35	0.65
减：营业外支出	2.21	1.39	0.98	0.33	0.57	0.51	0.56	0.30	0.30	0.16	0.42	0.57
利润总额	83.02	96.02	54.16	28.27	17.85	13.64	21.23	20.73	16.82	13.62	13.18	15.20
减：所得税	11.76	14.29	8.28	4.09	1.91	0.33	3.01	3.09	2.57	1.97	1.41	0.37

净利润	71.27	81.73	45.88	24.19	15.94	13.31	18.22	17.64	14.25	11.65	11.76	14.83
减：少数股东损益	1.67	1.08	-0.78	-0.28	0.08	-0.02	0.43	0.23	-0.24	-0.13	0.06	-0.02
归属于母公司所有者的净利润	69.60	80.66	46.66	24.46	15.86	13.34	17.80	17.41	14.49	11.78	11.70	14.87

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

融资租赁+混凝土机械：利润的主要增长点

公司收入有两大特征，一是进入了消费金融领域——工程机械融资租赁行业，自 2007 年进入该领域，该项业务是公司增长最快的业务，毛利最高的业务，其提供的毛利占总毛利的比例远远大于其占总资产的比率，但其占用的资金较大，该项资产从零增长至占总资产的 25%以上。

表 8：公司收入和毛利构成情况 单位：亿元

年度	项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012.6
融资租赁收入	收入	-	1.30	4.74	10.43	15.83	7.83
	成本	-	0.08	1.65	3.54	2.07	0.24
	毛利	-	1.21	3.09	6.89	13.76	7.59
	毛利率		93.53%	65.19%	66.05%	86.92%	96.95%
	占总收入比	0.00%	0.96%	2.28%	3.24%	3.42%	2.69%
	占毛利总额比	0.00%	3.27%	5.78%	7.05%	9.17%	7.66%
工程机械销售收入	收入	89.74	134.19	202.88	311.50	447.40	283.36
	成本	64.05	98.33	152.57	220.70	311.09	191.84
	毛利	25.69	35.86	50.31	90.80	136.31	91.52
	毛利率	28.63%	26.72%	24.80%	29.15%	30.47%	32.30%
	占总收入比	100.00%	99.04%	97.72%	96.76%	96.58%	97.31%
	占毛利总额比	100.00%	96.73%	94.22%	92.95%	90.83%	92.34%
销售收入总额	89.74	135.49	207.62	321.93	463.23	291.20	
毛利总额	25.69	37.07	53.40	97.69	150.07	99.11	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二是混凝土机械引领了整个工程机械收入和毛利增长，是创造高额收益的源泉；混凝土机械高速增长是工程机械销售收入增长的主要因素。2010 年前，增速低于平均水平，2010 年后大大高于平均水平，尤其是 2012 年上半年，还保持了 51.8% 的增速，是公司在行业低迷的情况下，保持一枝独秀的主要原因。公司收购 CIFA 后，已经产生协同效应。例如：公司自主研发出融合 CIFA 最新技术的 80 米碳纤维臂架泵车，作为世界最长的七节臂六桥碳纤维泵车，该项产品刷新了吉尼斯世界纪录，标志着公司攀上了世界泵车臂架技术的最高峰；融合 CIFA 轻量化设计技术，研发出 63 米碳纤维复合品牌泵车，成为世界五桥

底盘最长臂架泵车；推出 50 米碳纤维泵车，成为世界三桥底盘最长臂架泵车。融合 CIFA 技术后，大大强化了公司在混凝土机械内的竞争优势，2012 年上半年，公司的混凝土机械取得了 51.8% 的增长率，已经印证了这一优势。

表 9：公司销售增长率分析表

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012.6
融资租赁收入			265.7%	120.1%	51.8%	4.5%
工程机械销售收入		49.5%	51.2%	53.5%	43.6%	17.3%
其中：混凝土机械		48.3%	33.0%	69.7%	50.6%	51.8%
起重机械		33.4%	52.8%	54.8%	41.0%	-14.2%
环卫机械		54.4%	41.2%	52.4%	58.9%	-5.0%
路面及桩工机械		25.3%	29.1%	58.3%	39.3%	-22.6%
其他机械和产品		210.1%	133.9%	-1.5%	-16.5%	-13.1%
土方机械			283.0%	73.5%	35.7%	96.5%
物料输送机械和系统			233.9%	-51.6%	19.4%	-27.5%
其他业务收入					107.2%	126.4%
合计		51.0%	53.2%	55.1%	43.9%	20.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

混凝土机械高速增长，导致公司的收入结构发生变化，混凝土机械的销售收入占比在 2009 年之前呈现出下降趋势，由 2007 年的 48.25% 下降至 2009 年的 41.52%，2009 年和 2010 年两年保持平稳，至 2012 年 6 月大幅上升至 56.21%，超过了其他产品的总和；其次，土方机械从零增长到占工程机械产品的销售总额的 5.16%，其余工程机械产品工程机械产品的销售总额比率均出现不同程度下滑。

表 10：公司工程机械产品收入结构分析

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012.6
混凝土机械	48.25%	46.77%	41.52%	43.38%	43.94%	56.21%
起重机械	37.21%	34.48%	33.52%	36.22%	37.27%	26.67%
环卫机械	3.95%	6.10%	5.40%	5.81%	6.62%	4.52%
路面及桩工机械	2.94%	3.82%	3.46%	3.47%	3.44%	2.87%
其他机械和产品	7.64%	5.69%	8.50%	5.91%	3.48%	2.36%
土方机械	0.00%	1.13%	2.44%	2.75%	2.68%	5.16%
物料输送机械和系统	0.00%	2.01%	5.15%	1.77%	1.46%	0.96%
其他业务收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.68%	1.11%	1.25%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司工程机械产品平均毛利由 2007 年的 28.63% 上升为 2012 年上半年的 32.3%，上升了 3.67%，其根本原因是混凝土机械的大型和重型化，导致毛利由 2007 年的 26.53% 上升为 2012 年上半年 36.22%，上升了 9.69%，其中，在 2010 年前呈逐年下降趋势，由 2007 年的 26.53% 下降为 2009 年的 23.66%，并且低于同期扣除混凝土机械后的工程机械平均毛利；自 2010 年开始，混凝土机械的毛利呈上涨趋势，由 2010 年的 26.53% 下降为 2012 年上半年的 36.22%，大大高于同期扣除混凝土机械后的工程机械平均毛利，2011 年以来平均高了 9.7%。因此，受 4 万个亿的影响，毛利水平大大高于平均水平的混凝土机械取得了超过平均水平的增速，导致工程机械产品平均毛利呈现出了同向变化大幅提升，2011 年以来，平均毛利高于扣除混凝土机械后的工程机械平均毛利 4.59% 至 5.8%。但需要指出的是公司扣除混凝土机械后的工程机械平均毛利与行业平均水平相当。

表 11：公司工程机械产品毛利率分析

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012.6
混凝土机械	26.53%	26.26%	23.66%	32.02%	35.56%	36.22%
起重机械	32.09%	27.59%	28.53%	27.83%	25.76%	27.36%
环卫机械	55.14%	31.12%	33.01%	31.58%	30.81%	27.73%
路面及桩工机械	61.31%	38.50%	32.99%	38.58%	38.31%	29.39%
其他机械和产品	-136.84%	12.63%	13.47%	11.61%	12.23%	27.66%
土方机械	0.00%	4.50%	16.20%	21.40%	20.45%	25.25%
物料输送机械和系统	0.00%	24.35%	9.89%	7.48%	10.12%	9.89%
加：其他业务收入				23.68%	16.08%	4.91%
平均毛利	28.63%	26.72%	24.80%	29.15%	30.47%	32.30%
扣除混凝土机械后的平均毛利	30.48%	27.12%	25.59%	26.78%	25.88%	26.50%
两项平均毛利之差	-1.85%	-0.40%	-0.79%	2.37%	4.59%	5.80%
混凝土机械毛利扣除混凝土机械后的平均之差	-3.95%	-0.86%	-1.93%	5.24%	9.68%	9.72%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

外币净负债持续增加，人民币升值带来汇兑收益有效降低了财务成本

公司拥有大量的境外采购业务。近年来在人民币对外升值的大环境下，公司增加外币借款份额，减少了外币计价的资产的份额，有效利用人民币对外升值对冲财务成本。近年来，公司有意识的利用人民币升值的好处，在 2010 年以前外币贷款占比在 50%，2010 年开始外币贷款占比超过 80%。外币借款在整个有息负债的总额比率由 2008 年的 46.26%，上升至 2011 年的 83.46%。除上述外币借款外，公司尚有一部份外币应付账款及外币资产。

表 12: 公司有息负债币种结构表 单位: 亿

币种	2011 年		2010 年		2009 年		2008 年	
	原币金额	人民币金额	原币金额	人民币金额	原币金额	人民币金额	原币金额	人民币金额
港币	0.70	0.57	0.70	0.60	0.00	0.00	0.00	0.00
美元	12.57	79.18	9.39	62.19	5.59	38.17	2.95	20.18
欧元	2.96	24.18	3.18	27.96	2.67	26.20	2.53	24.45
日元	6.17	0.50	95.62	7.77	77.02	5.68	5.64	0.43
人民币	0.00	18.52	0.00	19.90	0.00	71.69	0.00	49.82
合计		122.95		118.42		141.74		94.88
外币贷款占比		84.93%		83.19%		49.42%		47.49%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 13: 公司外币风险资产负债结构表 单位: 亿人民币

年度	项目	应收款项	现金及等价物	应付款项	借款	净风险敞口
2011	美元	2.34	0.79	-0.94	-62.77	-60.58
	欧元	1.68	0.06	-3.82	-1.27	-3.35
	日元	0.79	0.14	-2.38	-0.5	-1.95
	港币					
	小计	4.81	0.99	-7.14	-64.54	-65.88
2010	美元	3.74	1.35	-2.46	-24.33	-21.7
	欧元	0.09	0.1	-3.67	-2.93	-6.41
	日元		0.27	-5.92	-7.53	-13.18
	港币		53.52	0	0	53.52
	小计	3.83	55.24	-12.05	-34.79	12.23
2009	美元	2.98	0.99	-3.6	-14.04	-13.67
	欧元	0.04	0.19	-1.51	-1.18	-2.46
	日元		0.23	-1.2	-5.68	-6.65
	港币					
	小计	3.02	1.41	-6.31	-20.9	-22.78

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2009 年, 公司外币风险资产负债相互抵消后, 净风险敞口为负债方 22.78 亿人民币; 2010 年, 公司以每股 14.98 港元发行 869,582,800 股 H 股, 期末结余 63 亿港币, 折合约 53.52 亿人民币, 故净风险敞口为资产方 12.23 亿人民币; 2011 年, 净风险敞口为负债方 65.88 亿人民币, 产生了 2.44 亿元的汇兑收益, 约相当于同期利息支出的 47.55%。2012 年, 公司又发行

了 4 亿美元，约合 25 亿元人民币的债券。在目前持续的人民币升值过程中，将为公司创造更多汇兑收益，更有效降低财务成本。

表 14: 财务费用结构 单位: 亿元

年度	2011 年报	2010 年报	2009 年报	2008 年报
项目	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
利息支出	5.13	4.03	3.37	3.34
减: 利息收入	2.14	0.97	0.35	0.29
汇兑收益	2.44	-0.59	0.08	-0.04
手续费	0.56	0.68	0.49	0.20
合计	1.11	4.32	3.44	3.21
汇兑损益利息支出比	47.6%	-14.5%	2.4%	-1.2%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表分析

公司资产负债结构的变化

实际资产负债率略高于 50%，优于行业平均水平。自 2008 年以来，公司总资产由 2008 年的 230.3 亿元，增长至 2012 年 9 月的 869.2 亿元，增长了 277%；负债由 2008 年的 177.8 亿元，增长至 2012 年 9 月的 461.5 亿元，增长了 160%；归属于母公司所有者权益合计，由 2008 年的 51.1 亿元，增长至 2012 年 9 月的 404.3 亿元，增长了 691%，主要是由于此期间，公司增发股票 61.85 亿股，母公司吸收投资 180 亿元所致，以及此期间的利润留存 131.47 亿元。净资产的增长幅度大于资产和负债的增长幅度，资产负债率由 2008 年的 77.2% 下降至 2012 年 9 月的 53.1%，降幅 24.1%，其中有息负债率由 2008 年的 41.3%，下降至 2012 年 9 月的 20.7%，下降了 20.6%，优于行业平均水平。值得关注的是，公司部分客户通过银行按揭的方式购买其的产品。截至 2011 年 12 月 31 日止，公司承担有担保责任的客户借款余额为 90.9 亿元，截至 2012 年 6 月 30 日止，公司承担有担保责任的客户借款余额为 105.2 亿元，若考虑这一表外负债及其他因素的影响，目前公司包含这些因素的资产负债率约 60%，在行业平均值附近。

应收账款的质量决定公司整体资产水平。公司的资产结构中，由于公司自 2007 年开始引入了工程机械按揭销售，导致其长短期应收账款由 2008 年的 59.4 亿元，增长至 2012 年 9 月的 414.9 亿元，增加了 355.51 亿元，增长了 599%，占总资产的比率由 2008 年的 25.8% 提升至 2012 年 9 月的 47.7%，提高了 21.94%，其中，应收账款增长了 6.61%，按揭销售形成的长期应收款增长了 15.53%，长短期应收账款成为了公司最主要的资产，其质量将对公司的整体资产质量产生重大影响。其次，公司的有形和无形资产总和由 2008 年的 73.8 亿元增加至 2012 年 9 月的 106.8 亿元，增加 33 亿元，增长了 45%，占总资产的比率由 2008 年的 32% 下降至 2012 年 9 月的 12.3%，大大低于同期销售收入约 400% 的增长率，有形和无形资产的周转率

有所提高，经营杠杆降低。与此同时，存货周转率大致保持平衡，在长短期应收账款和货币资金大幅增加的情况下，存货占总资产的比率出现下降。

表 15: 公司资产负债表

年度	2012.9	2011	2010	2009	2008	2012.9	2011	2010	2009	2008
报告期	三季度	年报	年报	年报	年报	三季度	年报	年报	年报	年报
类型	金额 (单位: 亿元)					百分比结构 (%)				
流动资产:										
货币资金	187.9	177.5	205.2	44.3	33.7	21.6	24.8	32.6	13.1	14.6
应收票据	10.7	11.4	6.3	4.9	3.1	1.2	1.6	1.0	1.5	1.3
应收账款	196.8	116.6	69.5	50.7	36.9	22.6	16.3	11.0	15.0	16.0
预付款项	9.7	7.3	6.7	5.8	4.0	1.1	1.0	1.1	1.7	1.8
其他应收款	10.3	8.2	5.3	3.5	2.6	1.2	1.2	0.8	1.0	1.1
存货	120.9	96.6	86.8	62.7	51.7	13.9	13.5	13.8	18.5	22.5
一年内到期的非流动资产	79.9	70.9	64.0	32.8	8.2	9.2	9.9	10.2	9.7	3.5
流动资产合计	617.6	490.2	443.7	204.8	140.1	71.1	68.5	70.4	60.4	60.8
非流动资产:										
长期应收款	138.2	128.1	98.0	50.6	14.3	15.9	17.9	15.6	14.9	6.2
长期股权投资	2.7	1.2	0.9	0.8	0.9	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4
固定资产	43.9	41.0	36.6	31.4	21.9	5.1	5.7	5.8	9.3	9.5
在建工程	17.7	7.8	4.8	5.4	8.2	2.0	1.1	0.8	1.6	3.6
无形资产	26.7	26.1	23.8	23.4	23.0	3.1	3.6	3.8	6.9	10.0
商誉	18.4	18.3	19.5	21.2	20.7	2.1	2.6	3.1	6.3	9.0
递延所得税资产	3.9	3.2	2.7	1.5	1.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
非流动资产合计	251.6	225.7	186.3	134.4	90.2	29.0	31.5	29.6	39.6	39.2
资产总计	869.2	715.8	630.0	339.2	230.3	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
流动负债:										
短期借款	60.6	45.2	42.3	85.5	51.3	7.0	6.3	6.7	25.2	22.3
应付票据	69.8	49.7	54.4	38.4	15.4	8.0	6.9	8.6	11.3	6.7
应付账款	84.4	71.4	68.9	43.7	31.5	9.7	10.0	10.9	12.9	13.7
预收款项	12.2	8.6	8.4	4.0	3.2	1.4	1.2	1.3	1.2	1.4
应付职工薪酬	4.7	8.0	5.5	3.4	4.2	0.6	1.1	0.9	1.0	1.8
应交税费	20.6	30.2	17.2	6.1	0.0	2.4	4.2	2.7	1.8	0.0

其他应付款	63.7	37.4	22.7	13.0	13.0	7.3	5.2	3.6	3.8	5.7
一年内到期的非流动负债	32.6	7.9	17.6	0.1	2.1	3.8	1.1	2.8	0.0	0.9
流动负债合计	352.1	266.5	259.8	194.3	129.9	40.5	37.2	41.2	57.3	56.4
非流动负债:										
长期借款	50.8	59.6	48.1	45.3	30.7	5.9	8.3	7.6	13.4	13.3
应付债券	35.8	10.9	10.9	10.9	10.9	4.1	1.5	1.7	3.2	4.7
长期应付款	14.3	16.2	12.4	7.0	0.4	1.7	2.3	2.0	2.1	0.2
递延所得税负债	4.5	4.2	4.7	5.5	5.7	0.5	0.6	0.8	1.6	2.5
非流动负债合计	109.4	93.0	95.4	68.9	47.9	12.6	13.0	15.1	20.3	20.8
负债合计	461.5	359.5	355.2	263.2	177.8	53.1	50.2	56.4	77.6	77.2
所有者权益(或股东权益):										
实收资本(或股本)	77.1	77.1	58.0	16.7	15.2	8.9	10.8	9.2	4.9	6.6
资本公积金	146.1	146.7	150.6	0.2	0.1	16.8	20.5	23.9	0.1	0.1
盈余公积金	19.6	19.6	12.1	7.7	5.3	2.3	2.7	1.9	2.3	2.3
未分配利润	162.2	111.9	54.1	49.7	30.7	18.7	15.6	8.6	14.7	13.3
归属于母公司所有者权益合计	404.3	354.5	274.2	74.7	51.1	46.5	49.5	43.5	22.0	22.2
少数股东权益	3.3	1.9	0.6	1.2	1.4	0.4	0.3	0.1	0.4	0.6
所有者权益合计	407.7	356.4	274.7	75.9	52.5	46.9	49.8	43.6	22.4	22.8
负债和所有者权益总计	869.2	715.8	630.0	339.2	230.3	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
其中:长短期应收账款	414.9	315.5	231.4	134.2	59.4	47.7	44.1	36.8	39.6	25.8
有形和无形资产	106.8	93.3	84.6	81.4	73.8	12.3	13.0	13.4	24.0	32.0
有息负债	179.8	123.7	119.0	141.9	95.0	20.7	17.3	18.9	41.8	41.3

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

公司应收账款的状况

短期应收账款质量较好。公司的应收账款由 2009 年的 54.13 亿元,增长至 2012 年 6 月的 198.99 亿元,增加了 144.86 亿元,增长了 268%,大致与工程机械销售收入同期增长率相当。从一年内应收账款占当期销售比的变化情况,2009 年至 2011 年,公司的销售政策保持稳定,一年内应收账款占当期销售比在 22%左右,2012 年有销售政策放松,促进销售的表现,一年内应收账款占当期销售比在 35.29%左右,由于 2011 年下半年还处于稳定状态,该指标的大幅增长,说明公司在 2012 年销售政策出现较大变化。公司 1-2 年的应收账款回收率,保持在 90%左右,说明近期公司的应收账款质量尚可,其 2 年以上的应收账款的回收率出现下降,符合行业特征。

表 16: 公司应收账款状况表 单位: 亿元

项目	2012.6	2011	2010	2009
1 年以内(含 1 年)	175.79	103.56	67.91	43.78
1-2 年(含 2 年)	10.13	8.24	4.51	7.95
2-3 年(含 3 年)	2.96	1.81	0.45	1.52
3-4 年(含 4 年)	1.30	0.43	0.29	0.25
4-5 年(含 5 年)	0.45	0.27	0.16	0.20
5 年以上	0.54	0.41	0.27	0.25
其他	7.82	7.17	1.45	0.18
合计	198.99	121.91	75.04	54.13
当期工程机械销售收入	496.77	447.40	311.50	202.88
一年内应收账款占当期销售比	35.39%	23.15%	21.80%	21.58%
1-2 年回收率	90.21%	87.86%	89.71%	
2-3 年回收率	64.09%	59.74%	94.33%	
3-4 年回收率	28.58%	3.92%	81.17%	
4-5 年回收率	-3.23%	4.68%	34.58%	
5 年以上回收率	20.44%	6.27%	39.51%	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

备注: 2012 年 6 月当期工程机械销售收入的 2012 年上半年的工程机械销售收入 283.36 亿元与 2011 年下半年工程机械销售收入 213.41 亿元之和。

长期应收款账龄基本稳定。公司自 2007 年开始引入融资租赁销售, 融资租赁应收款自 2007 年的 4.29 亿元, 增长至 2012 年 6 月的 248.89 亿元, 增加了 56.7 倍。融资租赁销售占比由 0 迅速上升至 2010 年的约 39.84%, 2011 年末公司采取联合租赁、无追索保理、直租方式终止确认应收融资租赁款 139.43 亿元; 2012 年 6 月, 公司, 采取无追索保理方式终止确认应收融资租赁款 80.43 亿元。公司采用融资租赁销售占比并未降低。融资租赁款的账龄结构基本保持稳定, 但是逾期融资租赁款, 由 2011 年末的 4.64 亿元, 增加至 2012 年 6 月的 13.18 亿元, 差不多增长了三倍, 逾期融资租赁款占融资租赁款的比率已经达到 5.82%。融资租赁应收款到期率保持在 35%至 41%之间, 公司的应收账款存续期约 3 年。根据融资租赁收入和最低融资租赁款现值计算, 公司的融资租赁利率在 8%左右, 略高于同期有息负债的筹资成本。

表 17: 公司融资租赁应收款分析 单位: 亿元

项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012.6
融资租赁应收款	4.29	24.55	91.90	178.41	221.35	248.89
未确认融资收益	-0.48	-2.09	-8.47	-16.69	-21.26	-22.41
最低融资租赁款现值	3.81	22.46	83.43	161.72	200.09	226.48
减: 坏账准备	-	-	-	-	1.40	2.07
最低融资租赁款现值净额	3.81	22.46	83.43	161.72	198.69	224.41
减: 一年以上到期	2.55	14.32	50.60	97.75	127.80	143.68
一年内到期	1.26	8.15	32.83	63.97	70.89	80.73
最低融资租赁款现值账龄结构						
一年以内	-	-	32.83	63.97	71.39	81.78
一年到两年	-	-	26.65	56.55	63.00	70.08
两年到三年	-	-	18.65	31.54	41.78	44.36
三年以上	-	-	5.30	9.66	23.92	30.26
其中: 逾期	-	-	-	4.22	4.64	13.18
逾期占比				2.61%	2.32%	5.82%
合计	3.81	22.46	83.43	161.72	200.09	226.48
融资租赁收入	-	1.30	4.74	10.43	15.83	7.83
融资租赁利率		9.86%	8.95%	8.51%	8.75%	7.34%
工程机械销售收入	89.74	134.19	202.88	311.50	447.40	283.36
融资租赁应收款当年到期	-	1.52	9.30	35.78	73.37	81.62
融资租赁应收款到期率		35.45%	37.86%	38.93%	41.13%	36.87%
本年新增融资租赁应收款	4.29	21.78	74.82	124.11	116.31	62.72
融资租赁销售比	4.78%	16.23%	36.88%	39.84%	26.00%	22.13%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

现金流分析

现金储备充足, 资本支出压力较小

公司的净利润占营运资本投资前现金的 70%以上, 说明公司远离盈亏平衡点之上运行, 但是营运资本投资占营运资本投资前现金, 除 2009 年在 56.85%, 其余年份均自 70%—90%之间, 导致经营活动产生的现金流量净额规模较小, 这主要是由于公司长短期应收账款大幅增长所致。包含取得子公司的投资在内, 公司自 2007 年以来, 累计净投资 114.04 亿元, 平均每年约 20 亿元, 规模与其资产总规模相比不算大, 近年来其购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的净现金除 2011 年

达 15.43 亿元，其余年份基本稳定在 10-11 亿元之间，与其急剧增长的销售收入形成了鲜明的对比。此期间，公司依靠吸收投资和发行有息负债累计筹集资金 298.3 亿元，其中，股权 190.8 亿元（含子公司吸收少数股东投资收到的现金 10.8 亿元），贷款 62.67 亿元、债券 44.83 亿元，股权融资成为了公司的主要融资渠道，加强了公司的财务稳固程度。同时，公司分配红利 25.97 亿元、利息支出 26.64 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 4.75 亿元，累计净筹集资金 240.94 亿元，在经营活动产生的净现金不足以支持投资活动的条件下，筹资活动是维持整个企业生产经营的主要资金来源。

表 18: 公司现金流量表 单位:亿元

项目	2012.6	2011	2010	2009	2008	2007
经营活动产生的现金流量:						
净利润	57.49	81.73	45.88	24.19	15.94	13.31
加: 资产减值准备	3.07	2.57	3.11	0.79	0.9	0.7
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2.01	3.7	3.26	2.47	1.09	0.83
无形资产摊销	0.46	0.89	0.88	0.42	0.37	0.14
其他非付现成本费用	-0.26	-0.91	-1.27	-0.35	0.34	-0.17
财务费用	3.41	4.51	7.99	3.37	3.34	0.64
投资损失	-0.08	-0.36	-0.15	0	-0.1	-0.12
营运资本投资前现金	66.1	92.13	59.7	30.89	21.88	15.33
存货的减少	-17.96	-10.5	-24.31	-10.91	-21.92	-8.47
经营性应收项目的减少	-106.17	-92	-104.75	-83.39	-24.82	-15.35
经营性应付项目的增加	63.9	31.31	74.8	76.74	27.99	13.09
营运资本投资合计	-60.23	-71.19	-54.26	-17.56	-18.75	-10.73
经营活动产生的现金流量净额	5.87	20.94	5.44	13.33	3.13	4.6
营运资本投资占营运资本投资前现金比率	91.12%	77.27%	90.89%	56.85%	85.69%	69.99%
投资活动产生的现金流量:						
投资支付的净资金	-1.68	-0.07	-0.45	-0.09	0.00	2.12
取得投资收益收到的现金	0	0	0.07	0	0	0.01
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的净现金	-8.04	-15.43	-11.22	-10.20	-10.29	-4.29
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	0	-0.29	-40.62	-2.7
支付其他与投资活动有关的净现金	-3.59	0.50	-7.73	0.00	-0.06	0.00
投资活动产生的现金流量净额	-13.32	-15.01	-19.34	-10.57	-50.96	-4.87

筹资活动产生的现金流量:						
吸收投资收到的净现金	0.01	16.61	163.41	0.30	10.47	0.00
取得借款收到的净现金	16.18	-23.93	19.33	2.63	46.24	2.22
发行债券收到的现金	24.95	0.00	0.00	0.00	19.88	0.00
分配股利、利润现金	0.00	-18.76	-4.93	-1.52	-0.76	0.00
偿付利息支付的现金	-4.51	-4.87	-9.65	-4.23	-2.52	-0.87
收到的其他与筹资活动有关的净现金	-0.70	-1.81	-0.55	1.05	-2.27	-0.47
筹资活动产生的现金流量净额	35.93	-32.75	167.61	-1.77	71.04	0.88
汇率变动对现金的影响	-0.07	-0.74	-0.54	-0.01	-0.04	-0.01
现金及现金等价物净增加额	28.4	-27.56	153.19	0.98	23.16	0.6
期初现金及现金等价物余额	160.02	187.58	34.39	33.67	10.5	9.9
期末现金及现金等价物余额	188.42	160.02	187.58	34.65	33.67	10.5

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

估值和投资建议

收益法估值

(1) 对公司资产的“重构”

截至 2011 年末, 公司除 0.04 亿元的可供出售金融资产和 1.15 亿元长期股权投资不属于工程机械类资产外, 其余资产均属于工程机械资产负债, 但由于公司近期母公司吸收投资 180 亿元, 保守起见, 货币资金周转率一年按 12 次计算, 2011 年度, 公司经营活动流出的现金为 442.77 亿元, 即维持日常周转需要只需要 36.9 亿元, 而截至 2011 年 12 月 31 日, 公司拥有货币资金 177.45 亿元, 故公司 140.55 亿元, 故公司的资产负债表重构如下:

表 19: 公司重构资产负债 单位: 亿元

项目	金额	项目	金额
盈余现金	140.55	少数股东权益	1.88
可供出售金融资产	0.04	归属母公司股东权益	354.47
长期股权投资	1.15		
营运资产:			
工程机械类营运资产	574.08		
工程机械类营运负债	359.47		
工程机械净营运净资产	214.61		
资产合计	356.35	权益合计	356.35

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

(2) 对未来经营的假设

收入 2013 年可能会小幅下降。由于全球金融危机的影响, 以及“四万亿”的影响力的衰退, 我国工程机械的景气度下滑, 截至 2012 年 9 月, 除公司外, 其他工程机械类上市公司的销售收入和净利润大都出现不同程度的下滑, 其中与公司相似度较大的三一重工, 2012 年三季度, 销售收入较去年同期下降 18.29%; 毛利率由 2011 年的 36.48% 下降为 2012 年三季度 26.14%。结合我们前文对行业的分析, 我们保守估计公司在 2013 年销售收入和毛利率都将出现一定程度的下滑, 考虑到公司产品优势以及充足的现金储备, 预计公司 2013 年营业收入将下降约 11%, 不考虑开拓国际市场将给公司带来的影响, 鉴于工程机械近年来的高速发展, 未来将发展成为成熟行业, 公司的营业收入将保持与 GDP 类似的增长速度, 约 7%; 毛利率将下降至 30% 以内, 略高于行业水平; 按此建设公司工程机械类营运资产的主要利润表参数预计如下:

表 20: 公司利润表参数预计表

年度	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入增长率	43.9%	12.0%	-10.0%	3.8%	6.8%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
二、营业总成本率	79.6%	79.3%	84.0%	84.4%	84.2%	84.1%	83.6%	83.5%	83.4%	83.3%	83.2%
其中:营业毛利率	32.4%	34.1%	29.9%	29.1%	29.1%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
营业税金及附加率	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用率	6.8%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
管理费用率	3.8%	3.7%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
财务费用率	0.2%	1.4%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%
资产减值损失率	0.6%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
四、营业利润率	20.5%	20.7%	16.0%	15.6%	15.8%	15.9%	16.4%	16.5%	16.6%	16.7%	16.8%
五、利润总额率	20.7%	20.9%	16.2%	15.8%	16.0%	16.1%	16.5%	16.6%	16.7%	16.9%	17.0%
减: 所得税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
六、净利润率	17.6%	17.8%	13.8%	13.4%	13.6%	13.7%	14.0%	14.1%	14.2%	14.3%	14.4%
减: 少数股东损益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
归属于母公司所有者的净利润率	17.4%	17.5%	13.6%	13.3%	13.4%	13.5%	13.8%	13.9%	14.0%	14.1%	14.2%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

由于近期将出现销售收入下滑, 各资产负债的结构将会发生变化, 在此因素的影响过去后将恢复正常, 未来的公司工程机械类营运资产的主要资产负债参数预计如下:

表 21: 公司主要资产负债项目参数表

年度	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
预收账款销售比	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
应收票据销售比	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%	2.28%
应收账款销售比	25.00%	42.00%	40.00%	28.00%	26.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
存货主营业务成本比	36.96%	40.00%	38.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%	36.00%
应付票据存货增加比	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%	20.42%
应付账款存货增加比	26.89%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
预付账款存货增加比	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%	3.05%
固定资产更新率	3.78%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	4.00%	6.00%	7.00%	7.50%	7.50%	7.50%
固定资产退费率	2.64%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
退费固定资产折旧率	52.93%	52.93%	70.00%	80.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
固定资产折旧率	6.17%	6.17%	6.17%	6.17%	6.17%	6.17%	6.17%	6.17%	6.17%	6.17%	6.17%
扩张性投资(亿元)	7.8	12	8	4	2						
融资租赁销售比	22.87%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
租赁收益率	8.88%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

按上述假设, 2012 年公司工程机械经营类资产预计将实现营业总收入 518.8 亿元, 实现归属于母公司所有者的净利润 91 亿元, 较 2011 年的 80.1 亿元增长 13.6%; 2013 年营业总收入下降至 466.9 亿元, 归属于母公司所有者的净利润 63.5 亿元; 由于受毛利率下降的影响, 归属于母公司所有者的净利润将至 2014 年见底回升, 其后归属于母公司所有者的净利润将随营业总收入的增长而增长, 但略快于总收入的增长。

表 22: 公司工程机械经营类资产预计利润表 单位: 亿元

年度	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	463.2	518.8	466.9	484.9	518.0	553.8	592.3	633.6	677.9	725.3	776.0
二、营业总成本	368.6	411.2	392.1	409.0	436.2	465.5	495.4	529.1	565.2	603.9	645.2
营业成本	313.2	341.9	327.3	343.5	367.5	393.2	420.6	450.1	481.6	515.3	551.3
营业税金及附加	2.6	3.1	3.2	2.9	2.9	3.1	3.3	3.5	3.7	4.0	4.3
销售费用	31.6	35.0	31.6	32.8	35.0	37.4	39.9	42.7	45.6	48.8	52.2
管理费用	17.6	19.0	17.8	18.3	19.2	20.2	21.3	22.4	23.6	24.8	26.2
财务费用	1.1	7.5	8.8	8.8	8.9	8.9	7.2	7.2	7.2	7.2	7.3
资产减值损失	2.6	4.7	3.4	2.7	2.7	2.8	3.0	3.3	3.5	3.7	4.0
三、其他经营收益											
公允价值变动净收益											
投资净收益											
四、营业利润	94.6	107.6	74.8	75.9	81.9	88.3	96.9	104.5	112.6	121.4	130.7
加: 营业外收入	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
减: 营业外支出	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
五、利润总额	95.5	108.4	75.7	76.7	82.7	89.2	97.8	105.4	113.5	122.2	131.6
减: 所得税	14.3	16.3	11.4	11.5	12.4	13.4	14.7	15.8	17.0	18.3	19.7
六、净利润	81.2	92.2	64.3	65.2	70.3	75.8	83.1	89.6	96.5	103.9	111.8
减: 少数股东损益	1.1	1.2	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
归属于母公司所有者的 净利润	80.1	91.0	63.5	64.3	69.4	74.8	82.0	88.4	95.2	102.5	110.4

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

工程机械类净资产收益率降保持在 24.5%以上的高位。受营业总收入下降的影响, 资产规模将有小幅下降, 主要为流动资产下降, 非流动资产大体保持平衡, 2014 年, 资产规模将见底回升; 公司工程机械类经营资产的资产负债率大致保持在 60%—70%之间, 但是, 收益相对较低的长短期应收账款保持在总资产的 50%以上, 将降低总资产报酬率和净资产报酬率; 归属于母公司工程机械净资产报酬率, 将保持在 24.5%—39%, 比以前年度有所降低。

表 23: 公司工程机械类经营资产负债表 单位:亿元

年度	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
流动资产:											
货币资金	36.9	40.4	40.5	39.0	42.2	45.5	48.7	52.1	55.7	59.6	63.8
应收票据	11.4	11.4	10.2	10.6	11.4	12.2	13.0	13.9	14.9	16.0	17.1
应收账款	116.6	201.5	167.3	116.4	113.5	115.1	122.2	129.7	137.8	146.5	155.8
预付款项	7.3	11.5	9.5	10.4	11.4	12.2	13.0	14.0	14.9	16.0	17.1
其他应收款	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
存货	96.6	133.8	120.8	119.6	127.6	136.2	145.4	155.2	165.7	176.9	189.0
一年内到期的非流动资产	70.9	88.0	88.7	90.4	94.0	98.9	104.8	111.5	118.9	127.0	135.7
其他流动资产	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
流动资产合计	349.6	496.5	447.0	396.4	410.1	430.0	457.0	486.4	518.0	551.9	588.4
非流动资产:											
长期应收款	128.1	139.6	140.7	143.5	149.1	156.9	166.2	176.9	188.6	201.4	215.3
固定资产	41.0	44.3	53.2	57.7	58.3	56.9	54.5	53.8	54.0	54.6	55.2
在建工程	7.8	13.8	10.0	6.4	4.6	3.7	5.7	6.8	7.5	7.9	8.3
无形资产	26.1	26.1	26.1	26.2	26.2	26.2	26.2	26.2	26.1	26.1	26.0
商誉	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3
递延所得税资产	3.2	3.9	4.4	4.8	5.2	5.6	6.1	6.6	7.1	7.6	8.2
非流动资产合计	224.5	247.3	253.9	258.0	263.0	268.8	278.2	289.7	302.9	317.2	332.6
资产总计	574.1	743.8	700.9	654.5	673.1	698.9	735.2	776.1	820.8	869.1	921.0
流动负债:											
短期借款	45.2	61.0	61.0	61.0	61.0	61.0	61.0	61.0	61.0	61.0	61.0
应付票据	49.7	77.1	63.8	69.5	76.3	81.6	87.3	93.5	100.0	107.0	114.5
应付账款	71.4	90.6	75.0	81.7	89.7	95.9	102.6	109.8	117.5	125.8	134.6
预收款项	8.6	11.3	10.1	10.5	11.2	12.0	12.8	13.7	14.7	15.7	16.8
应付职工薪酬	8.0	9.0	7.9	8.3	9.0	9.6	10.3	11.0	11.8	12.6	13.5
应交税费	30.2	27.8	22.8	23.8	25.8	27.9	30.4	32.8	35.4	38.2	41.1
其他应付款	37.4	48.5	45.0	44.4	45.4	46.9	49.9	52.7	55.5	58.4	61.5
一年内到期的非流动负债	7.9	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
流动负债合计	266.5	358.3	318.6	332.3	351.3	368.0	387.4	407.5	428.9	451.6	476.0
非流动负债:											

长期借款	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6	59.6
应付债券	10.9	37.2	37.2	37.2	37.2	26.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应付款	16.2	18.1	18.3	18.6	19.4	20.4	21.6	23.0	24.5	26.1	27.9
递延所得税负债	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
其他非流动负债	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
非流动负债合计	93.0	120.7	120.9	121.3	122.0	112.1	87.0	88.4	89.9	91.6	93.4
负债合计	359.5	479.0	439.5	453.6	473.4	480.0	474.4	495.9	518.8	543.2	569.4
所有者权益(或股东权益):	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东权益	1.9	3.1	3.9	4.8	5.7	6.7	7.8	9.0	10.3	11.6	13.1
归属于母公司所有者权益合计	212.7	261.7	257.5	196.1	194.0	212.1	253.0	271.2	291.8	314.2	338.5
所有者权益合计	214.6	264.8	261.4	200.9	199.7	218.8	260.8	280.2	302.0	325.9	351.6
负债和所有者权益总计	574.1	743.8	700.9	654.5	673.1	698.9	735.2	776.1	820.8	869.1	921.0
其中											
资产负债率	62.6%	64.4%	62.7%	69.3%	70.3%	68.7%	64.5%	63.9%	63.2%	62.5%	61.8%
长短期应收账款占总资产比率	55.0%	57.7%	56.6%	53.5%	53.0%	53.1%	53.5%	53.9%	54.3%	54.6%	55.0%
归属于母公司工程机械净资产报酬率	52.6%	38.3%	24.5%	28.4%	35.6%	36.8%	35.3%	33.7%	33.8%	33.8%	33.8%

资料来源:公司公告,信达证券研发中心预测

(3) 营业收入增长放缓, 营运资本投资减少提升公司价值

近年来, 由于公司一直处于高速扩张期, 其对营运资本的投资占了营运资本投资前现金流量净额的绝大部分, 故公司工程机械类资产所产生的归属于母公司股东自由现金流量净额较小或者为负数, 2012年继续保持这一态势, 2013年以后, 由于营业总收入增长率下降, 需要增加的营运资本投入大幅减小, 甚至未来预计在2013—2015年出现营运资本回收; 2015年后, 营业总收入相对于以往年度呈现低增长之势, 营运资本投入的需要大幅减小, 约占营运资本投资前现金流量净额20%以内, 公司的收益质量将大幅度提高, 经营活动产生的现金流量净额将大幅增长。未来, 不考虑国际化的影响, 我们预计公司的非流动资产投资依然将保持在10亿元上下; 由于经营活动产生的现金流量净额较为充沛, 不需要额外吸收投资或增加借款。公司将连续产生归属于母公司股东自由现金流量净额, 归属于母公司股东自由现金流量净额将保持在40—90亿元之间, 个别年份有可能突破100亿元, 为股东创造价值。公司即将进入投资回报收获期。

表 24: 公司工程机械经营类资产预计现金流量表 单位: 亿元

:	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
一、经营活动产生的现金流量											
净利润	81.2	92.2	64.3	65.2	70.3	75.8	83.1	89.6	96.5	103.9	111.8
加: 资产减值准备	2.6	4.7	3.4	2.7	2.7	2.8	3.0	3.3	3.5	3.7	4.0
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3.7	3.9	4.5	5.2	5.6	5.8	6.0	6.1	6.4	6.7	7.1
无形资产摊销	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
固定资产报废损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	4.5	7.3	8.7	8.7	8.7	8.7	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
递延所得税资产减少	-0.5	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
递延所得税负债增加	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资本投资前现金流量净额	92.1	107.4	80.5	81.4	87.0	92.8	98.8	105.6	113.0	120.9	129.5
存货的减少	-10.5	-37.8	12.4	0.6	-8.6	-9.2	-9.8	-10.5	-11.3	-12.1	-12.9
经营性应收项目的减少	-92.0	-121.9	32.8	43.0	-10.3	-18.1	-26.4	-29.3	-31.9	-34.6	-37.2
经营性应付项目的增加	31.3	59.3	-38.0	15.5	20.5	18.1	19.8	21.1	22.6	24.3	26.0
营运资本投资净额	-71.2	-100.4	7.2	59.2	1.6	-9.2	-16.4	-18.7	-20.6	-22.4	-24.2
经营活动产生的现金流量净额	20.9	7.0	87.8	140.6	88.6	83.6	82.4	86.9	92.4	98.6	105.3
二、投资活动产生的现金流量:											
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.3	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
收到其他与投资活动有关的现金	0.5	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
投资活动现金流入小计	0.8	2.8	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15.8	13.2	12.5	8.8	6.3	5.1	5.9	7.3	8.2	8.7	9.1
支付其他与投资活动有关的现金	0.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
投资活动现金流出小计	15.8	14.6	13.9	10.2	7.7	6.4	7.2	8.7	9.6	10.1	10.5
投资活动产生的现金流量净额	-15.0	-11.8	-11.3	-7.7	-5.3	-4.0	-4.8	-6.3	-7.2	-7.7	-8.1
三、筹资活动产生的现金流量:											
吸收投资收到的现金	16.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

取得借款收到的现金	94.5	48.8	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
发行债券收到的现金	0.0	25.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流入小计	111.2	73.7	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
偿还债务支付的现金	118.5	16.3	33.0	33.0	33.0	44.0	58.0	33.0	33.0	33.0	33.0
偿付利息支付的现金	4.9	9.0	11.6	11.6	11.6	11.6	10.9	9.2	9.2	9.2	9.2
支付其他与筹资活动有关的现金	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流出小计	125.1	25.3	44.6	44.6	44.6	55.6	68.9	42.2	42.2	42.2	42.2
筹资活动产生的现金流量净额	-14.0	48.4	-11.6	-11.6	-11.6	-22.6	-35.9	-9.2	-9.2	-9.2	-9.2
四、归属于母公司自由现金流量											
加：汇率变动对现金的影响	-0.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3
减：货币资金的补充	21.2	3.5	0.1	-1.4	3.2	3.3	3.2	3.4	3.6	3.9	4.2
少数股东损益	1.1	1.2	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
归属于母公司股东自由现金流量净额	-31.0	41.9	66.9	124.9	70.6	55.7	40.0	69.0	73.3	78.7	84.7

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

估值参数假设：根据资本资产定价模型 $r=R_f+\beta(R_m-R_f)$ ， R_f 取十年期国债的市场利率 3.7%， R_m 取 10.7%， β 根据 WIND 数据取公司股票 β 1.1，未来永续增长率取 1%，公司股权资本成本取 11.4%。

表 25：资本成本假设

资本成本假设	
行业平均资产 Beta	1.14
股票 β	1.10
无风险利率	3.70%
市场收益率	10.70%
风险收益率	7.70%
永续增长率(TV)	1.00%
股权资本成本	11.40%

资料来源：wind，信达证券研发中心

按公司股权资本 11.4% 计算，公司工程机械类营运资产估值为 682.3 亿元，其中，研究期内价值 402.9 亿元，占总估值的 59.1%；TV 价值 279.4 亿元，占总估值的 40.9%。

表 26: 公司工程机械类营运资产估值表 单位: 亿元

年度	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
股权自由现金流	41.9	66.9	124.9	70.6	55.7	40.0	69.0	73.3	78.7	84.7
股权资本成本	11.4%									
现值系数	0.90	0.81	0.72	0.65	0.58	0.52	0.47	0.42	0.38	0.34
现值	37.6	53.9	90.3	45.8	32.4	20.9	32.4	30.9	29.8	28.8
研究期经营价值	402.9									
TV	279.4									
小计	682.3									

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

按公司重构资产负债表(表 19), 公司其他资产按 PB 估值: 其中, 盈余现金和可供出售金融资产 PB 取 1, 长期股权投资的按工程机械行业平均水平 PB 取 2, 二者估值之和为 142.89 亿元; 另外, 上述营运资产估值为 682.3 亿元(对应账面值为 212.73 亿元, 增值 221%, 相当于 PB3.21), 总估值为 825.19 亿元(对应的归属于母公司股东的净资产的账面值 354.47 亿元, 增值率为 133%)。按 2011 年末的总股本 77.06 亿元计算, 每股净资产 4.60 元/股, 估值为 10.71 元/股。

表 27: 公司企业价值估值表 单位: 亿元

项目	账面值	PB	估值	增值率
盈余现金	140.55	1	140.55	0%
可供出售金融资产	0.04	1	0.04	0%
长期股权投资	1.15	2	2.30	100%
营运资产:				
工程机械净营运净资产	214.61			
减:少数股东权益	1.88			
归属工程机械净营运净资产	212.73		682.30	221%
归属于母公司股东的净资产	354.47		825.19	133%
总股本	77.06		77.06	
每股估值	4.60		10.71	133%

资料来源: 信达证券研发中心

上述估值成立的条件:

- 1、公司未来经营延续既往模式, 不产生重大调整, 其生产经营保持稳定;
- 2、工程机械行业不出现重大技术进步, 宏观经济保持稳定, 公司将保持与 GDP 类似的增长速度;

3、上述估值未考虑 140.55 亿元的盈余现金及经营产生的现金的未来投入使用将创造的价值，以及公司加强国际化所能带来的价值。

按上述假设，分别取销售数量增长率、成本变动率、销售价格变动率、管理和营业费用率、贷款利率、存货、应收账款比应付账款比固定及无形资产投资作为敏感性因素，公司企业股票价值敏感性分析表：

表 28：公司企业股票价值敏感性分析表

项目 / 价值	-10%	-5%	0%	5%	10%
销售数量增长率	10.57	10.64	10.71	10.78	10.85
成本变动率	15.19	12.95	10.71	8.47	6.23
价格变动率	5.84	8.28	10.71	13.12	15.51
管理和营业费用率	11.28	11.00	10.71	10.42	10.13
贷款利率	10.80	10.75	10.71	10.66	10.62
存货	10.94	10.82	10.71	10.59	10.48
应收帐项比	11.16	10.93	10.71	10.48	10.26
应付帐项比	10.36	10.53	10.71	10.88	11.06
固定及无形资产投资	10.80	10.76	10.71	10.66	10.61

资料来源：信达证券研发中心

根据上表，公司企业股票价值敏感因素弹性分析表如下：

表 29：公司企业股票价值敏感系数分析表

项目	-10%	-5%	0%	5%	10%
销售数量增长率	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13
成本变动率	-2.95	-3.46	-4.38	-5.29	-7.20
价格变动率	8.32	5.85	4.76	3.67	3.10
管理和营业费用率	-0.51	-0.52	-0.54	-0.55	-0.57
贷款利率	-0.08	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09
存货	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.22
应收帐项比	-0.41	-0.41	-0.42	-0.43	-0.44
应付帐项比	0.33	0.33	0.32	0.32	0.31
固定及无形资产投资	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09

资料来源：信达证券研发中心

公司的企业价值对销售价格的弹性最大，是公司价值创造的主导性因素。当公司产品销售价格在其他因素不动的情况下，价格降低 10%，销售价格变动率的弹性系数为 8.32，公司接近财务盈亏平衡点；价格上涨 10%，销售价格变动率的弹性系数为 3.10，公司处于理想经营区域，现在处于一个稳定区域；成本的变动与收入相反，但其影响的力度只有收入略低；其他因素均为惰性因素，对公司的价值变化影响不大，但值得关注的是销售增长率的弹性系数仅仅只有 0.13，比较惰性，说明公司的经营规模对其企业价值已经没有了多大影响，这是按照现有经营模式，公司的营运资本投资比例较大且收益低，抵消了营业收入增长带来的效益，只要不改变经营模式，公司的规模已经不能大幅度提升企业价值了。

相对估值法

考虑公司所有项目创造的收益，在公司工程机械经营类资产预计利润表基础上，增加考虑长期投资每年约 0.3 亿元的投资收益；140.55 亿元盈余货币资金，每年按 1% 的存款利息率计算所带来的利息收入 1.41 亿元，公司预计利润表如下：

表 30：公司预计利润表 单位：亿元

项目	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	463.2	518.8	466.9	484.9	518.0	553.8	592.3	633.6	677.9	725.3	776.0
二、营业总成本	368.6	409.8	390.4	406.8	432.9	461.7	491.2	524.6	560.2	598.2	638.9
营业成本	313.2	341.9	327.3	343.5	367.5	393.2	420.6	450.1	481.6	515.3	551.3
营业税金及附加	2.6	3.1	3.2	2.9	2.9	3.1	3.3	3.5	3.7	4.0	4.3
销售费用	31.6	35.0	31.6	32.8	35.0	37.4	39.9	42.7	45.6	48.8	52.2
管理费用	17.6	19.0	17.8	18.3	19.2	20.2	21.3	22.4	23.6	24.8	26.2
财务费用	1.1	6.1	7.1	6.6	5.6	5.0	3.0	2.7	2.2	1.6	0.9
资产减值损失	2.6	4.7	3.4	2.7	2.7	2.8	3.0	3.3	3.5	3.7	4.0
三、其他经营收益	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公允价值变动净收益	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
四、营业利润	95.1	109.3	76.8	78.3	85.4	92.4	101.5	109.3	118.0	127.3	137.4
加：营业外收入	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
减：营业外支出	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
五、利润总额	96.0	110.2	77.7	79.2	86.3	93.3	102.3	110.2	118.9	128.2	138.2
减：所得税	14.3	16.5	11.6	11.8	12.9	13.9	15.3	16.5	17.8	19.2	20.7
六、净利润	81.7	93.7	66.1	67.4	73.4	79.3	87.0	93.7	101.1	109.0	117.5
减：少数股东损益	1.1	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
归属于母公司所有者的净利润	80.7	92.4	65.2	66.5	72.4	78.3	85.9	92.5	99.7	107.6	116.0

EPS(元/股)	1.05	1.20	0.85	0.86	0.94	1.02	1.11	1.20	1.29	1.40	1.51
----------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

公司预计将实现营业总收入 518.8 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 92.4 亿元，较 2011 年的 80.1 亿元增长 14.5%，每股收益 1.2 元；2013 年营业总收入下降至 461.8 亿元，归属于母公司所有者的净利润 65.2 亿元，每股收益 0.85 元；由于受毛利率下降的影响，归属于母公司所有者的净利润将至 2014 年见底回升，其后归属于母公司所有者的净利润将随营业总收入的增长而增长，但略快于总收入的增长。

根据公司的特点，选取工程机械内部的三一重工、徐工机械、柳工和厦工股份作为类比企业。上述企业的非工程机械类资产对比如下：

表 31：公司及可比公司非工程机械类资产对比 单位：亿元

指标名称	公司	三一重工	徐工机械	柳工	厦工股份
货币资金	177.45	102.47	83.68	31.68	3.58
经营活动现金流出小计	442.77	515.53	364.08	278.72	112.51
交易性金融资产	0.19	0.21	-	-	0.04
可供出售金融资产	0.04	-	-	-	3.61
投资性房地产	-	-	-	0.03	0.18
长期股权投资(元)	1.15	3.29	0.07	2.68	2.64
经营货币资金	36.90	42.96	30.34	23.23	9.38
盈余货币资金	140.55	59.51	53.34	8.45	-5.79

资料来源：公司公告，信达证券研发中心，数据选取时间为 2011 年报

上述可比企业的金融资产、投资性房地产以及长期股权投资均较小，由此造成的价值差异可以忽略不计，但是公司的盈余货币资金高达 140.55 亿元，较三一重工和徐工机械高出 80 多亿，相当于实收资本的一倍，在对公司的工程机械类资产进行估值时，并没有考虑上述 140.55 亿元的使用，其价值不再估值之内，故给与其他调整 1 倍的估值。另外，三一重工与公司最为相似，给予权重 0.5，徐工机械、柳工和厦工股份依次给予 0.3、0.1 和 0.1 的权重。按相对估值法对公司每股价值相对估值股估为 11.10 元。

表 32：公司每股价值相对估值 单位：元/股

指标	指标名称	目标公司		可比公司			
		公司	权重	三一重工	徐工机械	柳工	厦工股份
	市盈率(PE,TTM)	7.20		9.60	8.80	24.00	13.00
盈利能力	营业总收入(亿元)	463.23	0.3	507.76	329.71	178.78	119.92
	归属于母公司所有者的净利润(亿元)	80.66		86.49	33.79	13.21	5.73

	净资产收益率(扣除/摊薄)(%)	22.53	40.29	21.90	13.57	12.07
	总资产报酬率(%)	14.72	27.69	13.31	7.85	8.76
	投入资本回报率(%)	16.03	27.68	14.49	8.24	8.42
	销售净利率(%)	17.64	18.44	10.25	7.42	4.81
	销售毛利率(%)	32.40	36.48	20.68	19.01	15.34
	相对系数		1.00	1.10	1.20	1.20
盈利质量	经营活动产生的现金流量净额/营业收入(%)	4.52	4.49	-6.16	-11.30	-10.93
	扣除非经常损益后的净利润/净利润(%)	99.04	91.60	98.13	95.68	78.15
	经营活动净收益/利润总额(%)	98.51	90.57	98.72	96.45	76.62
	相对系数		1.05	1.10	1.15	1.20
资产结构	资产总计(亿元)	715.82	513.07	347.14	227.51	106.06
	资产负债率(%)	50.22	59.55	56.34	58.94	64.49
	流动资产/总资产(%)	68.47	65.85	80.34	69.00	75.95
	有形资产/总资产(%)	31.53	34.15	19.66	31.00	24.05
	带息债务/全部投入资本(%)	33.85	51.58	44.80	48.67	52.82
	相对系数		1.05	1.10	1.10	1.20
偿债能力	流动比率()	1.84	1.46	1.71	1.69	1.31
	现金到期债务比(%)	20.36	16.80	-22.37	-40.15	-35.29
	有形净值债务率(%)	117.13	176.57	143.24	160.24	214.96
	息税折旧摊销前利润/负债合计()	0.29	0.40	0.22	0.14	0.14
	已获利息倍数(EBIT/利息费用)()	33.08	17.58	282.56	37.15	5.66
	相对系数		1.10	1.15	1.20	1.25
营运能力	净营业周期(天)	97.08	90.33	105.65	85.84	125.16
	总资产周转率(次)	0.69	1.23	1.11	0.86	1.28
	相对系数		0.95	1.00	1.00	1.00
相对可比公司调整 PE			9.89	9.64	27.48	15.41
相似度权重			0.50	0.30	0.10	0.10
目标公司相对 PE			12.12			
其它调整			1.00			
可比 PE			13.12			
2013 年预计每股收益			0.85			
每股估值			11.10			

资料来源: wind, 信达证券研发中心; PE 选取时间为 2012 年 12 月 13 日。

备注: 扣除 140.55 亿元的盈余现金的影响, 公司的净资产收益率、总资产报酬率和投入资本报酬率与三一重工相当。

注释: 相对可比公司调整 PE= \sum 可比公司 PE \times 指标权重 \times 相对系数

目标公司相对 PE= \sum 相对可比公司调整 PE \times 相似度权重

综合估值与投资建议:

按照收益法, 公司每股估值 10.71 元; 按照相对估值法, 公司每股估值 11.10 元。因此公司合理估值区间为

10.71~11.10 元。参考公司 2012 年 12 月 13 日的收盘价 8.46 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级, 目标价为 10.71 元(按照绝对估值标准)。

风险提示:

- 1、混凝土机械、挖掘机、起重机价格大幅下降;
- 2、应收账款回收情况较差。

资产负债表

单位:亿元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	443.66	490.16	662.38	662.73	720.59
现金	205.20	177.45	206.19	256.21	363.18
应收账款	6.27	11.39	11.44	10.23	10.63
其它应收款	69.47	116.58	201.46	167.32	116.38
预付账款	6.70	7.33	11.52	9.53	10.39
存货	86.78	96.55	133.77	120.80	119.61
其他	69.25	80.86	98.00	98.64	100.39
非流动资产	186.29	225.66	247.60	254.53	258.91
长期投资	0.94	1.15	1.45	1.75	2.05
固定资产	36.58	41.02	44.35	53.22	57.71
无形资产	23.75	26.06	26.11	26.15	26.17
其他	125.01	157.44	175.69	173.42	172.98
资产总计	629.95	715.82	909.98	917.26	979.50
流动负债	259.81	266.51	358.47	318.81	332.57
短期借款	42.31	45.24	61.00	61.00	61.00
应付账款	68.86	71.36	90.60	74.98	81.71
其他	148.65	149.91	206.88	182.82	189.86
非流动负债	95.40	92.96	120.75	120.90	121.27
长期借款	48.13	59.57	59.57	59.57	59.57
其他	47.27	33.39	61.18	61.33	61.70
负债合计	344.88	428.82	430.84	446.93	463.18
少数股东权益	0.59	1.88	3.12	3.99	4.88
归属母公司股东权益	274.15	354.46	427.64	473.57	520.78
负债和股东权益	629.95	715.82	909.98	917.26	979.50

重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	321.93	463.23	518.80	466.89	484.86
同比	55.05%	43.89%	12.00%	-10.01%	3.85%
归属母公司净利润	46.66	80.66	92.44	65.19	66.48
同比	90.71%	72.88%	14.61%	-29.48%	1.97%
毛利率	30.34%	32.40%	34.09%	29.91%	29.15%
ROE	26.75%	25.66%	23.64%	14.47%	13.37%
每股收益(元)	0.80	1.05	1.20	0.85	0.86
P/E	10.69	8.22	7.17	10.17	9.97
P/B	1.82	1.87	1.55	1.40	1.27
EV/EBITDA	9.63	7.38	6.57	8.69	8.51

利润表

单位:亿元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	321.93	463.23	518.80	466.89	484.86
营业成本	224.24	313.16	341.92	327.27	343.54
营业税金及附加	1.77	2.64	3.12	3.19	2.89
营业费用	21.46	31.60	35.00	31.58	32.78
管理费用	13.39	17.56	19.05	17.82	18.32
财务费用	4.32	1.11	6.06	7.11	6.63
资产减值损失	3.16	2.57	4.66	3.41	2.65
公允价值变动收益	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.15	0.36	0.30	0.30	0.30
营业利润	53.74	95.14	109.30	76.82	78.35
营业外收入	1.40	2.27	2.20	2.20	2.20
营业外支出	0.98	1.39	1.35	1.35	1.35
利润总额	25.59	54.45	51.74	58.55	65.04
所得税	8.28	14.29	16.48	11.60	11.83
净利润	45.88	81.73	93.68	66.06	67.36
少数股东损益	-0.78	1.08	1.23	0.87	0.89
归属母公司净利润	46.66	80.66	92.44	65.19	66.48
EBITDA	62.33	105.74	125.30	94.82	97.02
EPS (加权平均)	1.25	1.19	1.20	0.85	0.86

现金流量表

单位:亿元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5.45	20.93	8.41	89.22	142.56
净利润	45.88	81.73	93.68	66.06	67.36
折旧摊销	4.14	4.58	4.89	5.50	6.16
财务费用	7.99	4.51	7.25	8.66	8.66
投资损失	-0.15	-0.36	-0.30	-0.30	-0.30
营运资金变动	-54.25	-71.19	-100.22	7.26	59.27
其它	1.84	1.66	3.11	2.05	1.40
投资活动现金流	-19.34	-15.01	-11.80	-11.29	-7.68
资本支出	-11.22	-15.43	-12.66	-12.15	-8.53
长期投资	-0.45	0.42	2.20	2.20	2.20
其他	-7.66	0.00	-1.35	-1.35	-1.35
筹资活动现金流	167.61	-32.75	29.14	-30.91	-30.91
吸收投资	163.41	16.61	0.00	0.00	0.00
借款	19.33	-23.92	32.41	0.00	0.00
支付利息或股息	-14.58	-23.63	-28.22	-30.91	-30.91
现金净增加额	153.19	-27.56	28.75	50.02	106.97

机械行业组简介

左志方，中国人民大学经济学博士，对经济周期、资产定价理论有深入的研究。2010年加盟信达证券，从事机械行业研究。

皮建国，工业外贸工学学士、应用会计与金融硕士、中国注册会计师、中国注册资产评估师、中国注册税务师。1993年毕业于，先后在银行、投资公司、会计师事务所工作，并在A+H股上市公司担任执行董事兼财务总监。2012年加盟信达证券。

机械行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
郑煤机	601717	山东矿机	002526	长荣股份	300195	杭氧股份	002430
陕鼓动力	601369	杰瑞股份	002353	杭齿前进	601177	利君股份	002651
康力电梯	002367	黄海机械	002680	杭锅股份	002534	惠博普	002554
天壕节能	000157	恒立油缸	601100	中联重科	000157		

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	Liusheng@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。