

中联重科 (000157.SZ)

工程机械行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

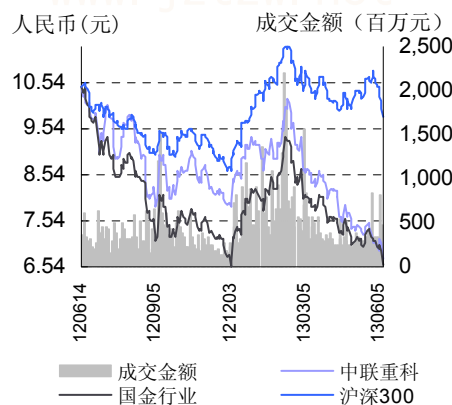
市价(人民币): 6.70元

## 等待ROE回升的行业龙头

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|              |            |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 6,274.06   |
| 流通港股(百万股)    | 1,430.03   |
| 总市值(百万元)     | 518.61     |
| 年内股价最高最低(元)  | 10.41/6.73 |
| 沪深300指数      | 2416.77    |
| 深证成指         | 8479.46    |



## 相关报告

1. 《投资回暖可期,股权激励助力持续发展》, 2013.2.26
2. 《毛利率稳中有升,业绩增速放缓》, 2012.10.31
3. 《市场份额和盈利能力提升带来逆势增长》, 2012.8.31

邓鑫

联系人  
(8621)61038229  
dengl@gjzq.com.cn

冯宇

分析师 SAC 执业编号: S1130511040007  
(8621)61038262  
fengyu@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2011     | 2012     | 2013E    | 2014E    | 2015E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.047    | 0.951    | 0.826    | 1.081    | 1.371    |
| 每股净资产(元)    | 4.60     | 5.29     | 6.03     | 6.67     | 7.94     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.27     | 0.38     | 0.91     | 0.62     | 0.78     |
| 市盈率(倍)      | 7.35     | 9.68     | 8.32     | 6.37     | 5.02     |
| 行业优化市盈率(倍)  | 8.50     | 8.21     | 7.65     | 7.65     | 7.65     |
| 净利润增长率(%)   | 72.88%   | -9.12%   | -13.11%  | 30.76%   | 26.82%   |
| 净资产收益率(%)   | 22.75%   | 17.96%   | 13.71%   | 16.20%   | 17.26%   |
| 总股本(百万股)    | 7,705.95 | 7,705.95 | 7,705.95 | 7,705.95 | 7,705.95 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 过去 10 年我国工程机械行业经历了快速发展,涌现了一批优秀的上市公司。中联重科收入复合增速 51.06%居全行业之首,盈利能力位居前列。对 ROE 进行分析,是判断企业盈利能力强弱和是否能够持续的核心。
- 由于工程机械行业本身的周期性特点,在分析影响 ROE 因素的时候,不仅需要考虑到企业的战略因素,更需要考虑宏观因素。在影响工程机械公司 ROE 的因素中,净利率和财务杠杆都与产品销量存在正相关关系,资产周转率受产品销量和应收账款影响。
- 我们从宏观与微观视角以及时间跨度的两个维度出发,建立工程机械销量 Q 的分析框架。
- **宏观驱动:** 长期看,中国城市化进程依然有空间;海外市场空间巨大,有望成为行业和公司未来的重要增长点。短期内,工程机械行业依然受到投资和货币环境的压制,公司经营情况出现明显改善的概率不大。
- **公司战略:** 长期看,未来公司将通过不断进入新领域、开发新产品形成“聚变”。短期内,今年随着商务条款的收紧,应收账款比例的下降将使资产周转率下降。
- 短期销售净利率和资产周转率下降将拉低 ROE。投资和货币因素导致销售收入下滑,折旧摊销及费用率比例上升,预计公司 2013 年的净利率将有所下降;销售收入下降、销售政策收紧以及对应收账款比例的控制,2013 年应收账款比例下降将导致资产周转率下降。

## 投资建议与估值

- 预计公司 13-15 年将实现营业收入 434.2 亿、508.37 亿和 622.49 亿,实现归属上市公司股东净利润 63.69 亿、83.28 亿、105.62 亿,对应 EPS 分别为 0.83、1.08、1.37 元。在我们的保守预测下,目前股价对应 2013-2015 年 PE 分别为 8.32 倍、6.37 倍、5.02 倍。
- 公司估值目前处于 2003 年以来的底部,低于行业平均水平。基于公司强于行业的盈利能力和经营管理水平,我们认为估值存在向上修正的可能。暂时给予公司 13 年 9-10 倍 PE 估值,对应目标价 7.47-8.39 元。目前股价具备安全边际,但表现的催化剂需要等待投资、货币环境或政策的超预期好转。

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 寻找工程机械 ROE 的驱动因素 .....          | 4  |
| 工程机械经历了发展的黄金 10 年 .....         | 4  |
| 工程机械的 ROE 驱动因素：销量是核心 .....      | 4  |
| 影响工程机械销量的两个维度：宏观与微观、长期与短期 ..... | 7  |
| 宏观驱动：长期看城镇化和海外市场，短期看地产基建 .....  | 7  |
| 公司战略：长看“核聚变+核裂变”，短看销售政策调整 ..... | 11 |
| ROE 回升仍需等待 .....                | 18 |
| 短期销售净利率和资产周转率下降将拉低 ROE .....    | 18 |
| 长期 ROE 仍有望维持在一定水平 .....         | 18 |
| 盈利预测与估值 .....                   | 19 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....               | 23 |

## 图表目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图表 1：2003 年-2012 年工程机械上市公司收入平均年化增长 27.51% ..... | 4  |
| 图表 2：三一重工和中联重科的 ROE 过去 10 年行业内最高 .....          | 4  |
| 图表 3：ROE 分析法 .....                              | 5  |
| 图表 4：公司产品结构变化（单位：亿元） .....                      | 5  |
| 图表 5：从两个维度出发建立工程机械销量的分析框架 .....                 | 7  |
| 图表 6：中国城镇化率已经提升至 52% 以上 .....                   | 7  |
| 图表 7：过去 10 年主要工程机械销量快速增长 .....                  | 7  |
| 图表 8：美国、日本和巴西等国在城市化率超过 50% 之后依然维持高速增长 ..        | 8  |
| 图表 9：中国工程机械销售额占全球 42% .....                     | 8  |
| 图表 10：中国工程机械销售量占全球 36% .....                    | 8  |
| 图表 11：我国工程机械海外占比仍然较低 .....                      | 8  |
| 图表 12：我国主要工程机械企业海外市场份额明显低于国际巨头 .....            | 9  |
| 图表 13：CIFA 主要销售区域为欧洲地区 .....                    | 9  |
| 图表 14：工程机械主要下游需求来自于房地产和基建投资 .....               | 10 |
| 图表 15：房地产、基建投资和 M2 是短期内影响工程机械销量的核心变量 ..         | 10 |
| 图表 16：房地产新开工增速企稳 .....                          | 11 |
| 图表 17：但基建投资增速面临回落风险 .....                       | 11 |
| 图表 18：中联重科依靠并购的核聚变方式获得快速发展 .....                | 11 |
| 图表 19：中联重科以裂变方式形成多个产业集群 .....                   | 12 |
| 图表 20：中联三一混凝土泵车占 82%（按销量） .....                 | 12 |
| 图表 21：中联三一混凝土搅拌站占 41%（按销量） .....                | 12 |
| 图表 22：混凝土下游客户经营模式正在改变 .....                     | 13 |

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 23: 商混率提升带动混凝土机械需求, 机制砂设备空间巨大 ..... | 14 |
| 图表 24: 中联推土机上升至第二 .....                | 15 |
| 图表 25: 中联挖机 2013 年 4 月正增长 .....        | 15 |
| 图表 26: 我国挖掘机市场主要被外资占领 .....            | 15 |
| 图表 27: 国产挖掘机市场份额提升迅速 .....             | 16 |
| 图表 28: 三家公司应收账款比例对比 .....              | 17 |
| 图表 29: 公司 2013 年毛利率基本维持稳定 .....        | 18 |
| 图表 30: 工程机械行业销售收入预测模型 .....            | 19 |
| 图表 31: 工程机械行业收入增速拟合结果较好 .....          | 19 |
| 图表 32: 我们预计工程机械行业销售收入同比增速继续放缓 .....    | 19 |
| 图表 33: 中联估值低于行业均值 .....                | 20 |
| 图表 34: 分项业务预测 .....                    | 21 |

中国价值投资网 最  
www.jztzw.net

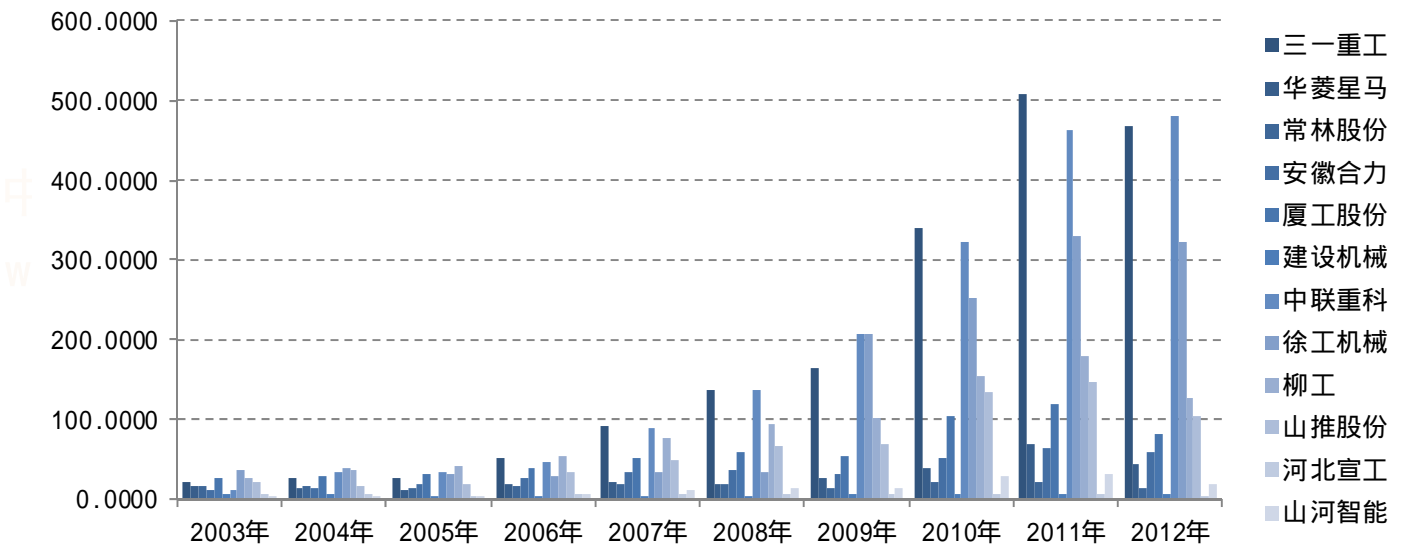
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 寻找工程机械 ROE 的驱动因素

### 工程机械经历了发展的黄金 10 年

- 过去 10 年我国工程机械行业经历了快速发展，涌现了一批优秀的上市公司。12 家工程机械上市公司营业收入从 2003 年的 194.38 亿上升到 2012 年的 1731.86 亿（徐工机械在 2009 年重组），平均年化增长率高达 27.51%。

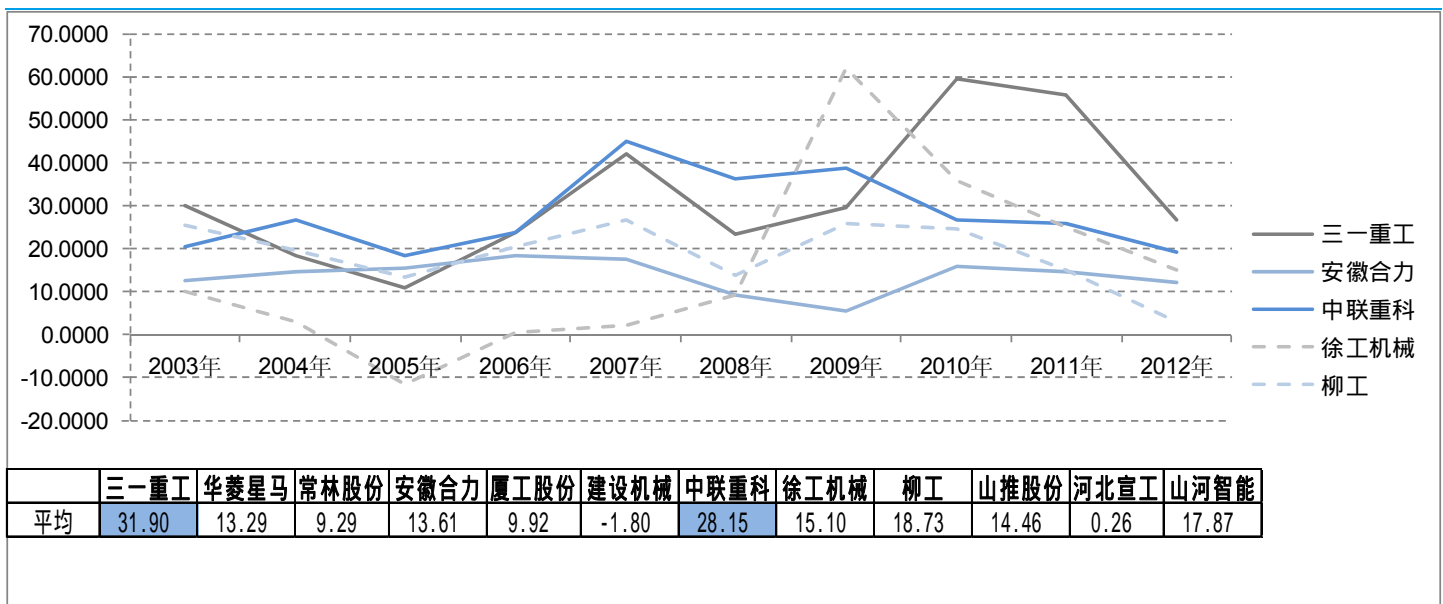
图表1: 2003 年-2012 年工程机械上市公司收入平均年化增长 27.51%



来源: WIND、国金证券研究所、注: 徐工机械 2009 年重组后收入变动较大

- 其中收入增长最快的两家龙头公司中联重科（复合增长 51.06%）和三一重工（复合增长 41.28%）的 ROE 在过去 10 年平均中最高。对 ROE 进行分析，是判断企业盈利能力强弱和是否能够持续的核心。

图表2: 三一重工和中联重科的 ROE 过去 10 年行业内最高

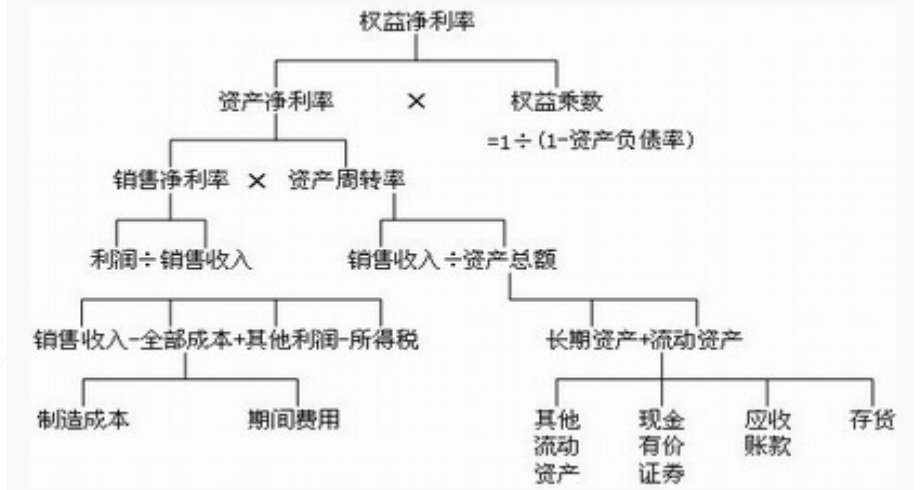


来源: WIND、国金证券研究所、注: 徐工机械 09 年重组前 ROE 较低拉低了 10 年平均 ROE

### 工程机械的 ROE 驱动因素: 销量是核心

- ROE=销售净利率\*资产周转率\*财务杠杆。众所周知，由于工程机械行业本身的周期性特点，在分析影响 ROE 因素的时候，不仅需要考虑企业的战略因素，更需要考虑宏观因素。

图表3: ROE 分析法



来源：互联网、国金证券研究所

- 对于工程机械而言，净利润率的决定因素在于销量。由于行业本身的特性，决定工程机械企业净利润率的不是单个产品价格，更多受到产品结构影响，因此也就与单个产品的销量最相关。
  - 中联重科的主要产品有混凝土机械、起重机、土方机械、环卫机械和桩工机械。各产品中混凝土机械和桩工机械毛利最高，起重机和土方机械毛利较低。
  - 成本端变化不大，对净利率影响较小：公司零部件分为 3 类：（1）中国企业没有掌握核心技术的进口零部件（占成本 23%）（2）向国内企业采购的零部件（占成本 50%）（3）自主生产关键零部件（占成本 20%）。剩下折旧、人工等占成本 6%左右。决定零部件成本最主要的是钢价，公司在钢价变动 10%范围以内不改变采购价格，因此成本在正常年份往往变动不大。

图表4: 公司产品结构变化 (单位: 亿元)

| 产品    |            | 2011 年 |        | 2012 年 |        | 2013 年 E |        |
|-------|------------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|
|       |            | 收入     | 毛利率    | 收入     | 毛利率    | 收入       | 毛利率    |
| 混凝土机械 | 泵车、搅拌站、搅拌车 | 212.13 | 35.56% | 235.96 | 33.94% | 191      | 33%    |
|       | 制砂机、干混砂浆设备 | 0      |        | 0      |        | 15       | 38%    |
| 起重机   | 塔式起重机      | 64     | 25.76% | 69     | 26.90% | 58       | 21%    |
|       | 汽车、随车起重机   | 82     | 25.76% | 72     | 26.90% | 72       | 32%    |
| 土方机械  | 挖掘机、推土机    | 10.48  | 20.45% | 22.69  | 22.14% | 29.5     | 23%    |
| 环卫机械  |            | 29.78  | 30.81% | 30     | 28.35% | 36       | 30%    |
| 融资租赁  |            | 15.82  | 86.92% | 16.00  | 93.19% | 16       | 90%    |
| 桩工机械  |            | 17.37  | 38.31% | 15.58  | 41.87% | 16       | 40%    |
| 整体    |            | 463.22 | 32.4%  | 480.71 | 32.3%  | 438.5    | 32.40% |

来源：公司公告、国金证券研究所

- 资产周转率=销售收入/资产总额，决定工程机械行业销售收入的因素是销量 Q，此外工程机械行业的营销模式比较特殊，资产总额和收入确认中一个非常重要的影响因素是应收账款，因此影响资产周转率的关键因素包括产品销量 Q 和应收账款。产品销量增加将提升销售收入，从而提高资产周转率；信用销售模式的存在增加了应收账款，从而也提高了资产周转率。

- **财务杠杆也与销量存在正相关关系。**公司往往会选择在经营情况较好的时候增加杠杆，在经营恶化的情况下降低杠杆，因此财务杠杆高低也与公司产品销量好坏存在正相关关系。
- 在影响工程机械公司 ROE 的因素中，净利率和财务杠杆都与产品销量 Q 存在正相关关系，资产周转率受产品销量 Q 和应收账款影响，**因此如何分析销量 Q 和应收账款未来的变化，是判断公司盈利变化的重点。**

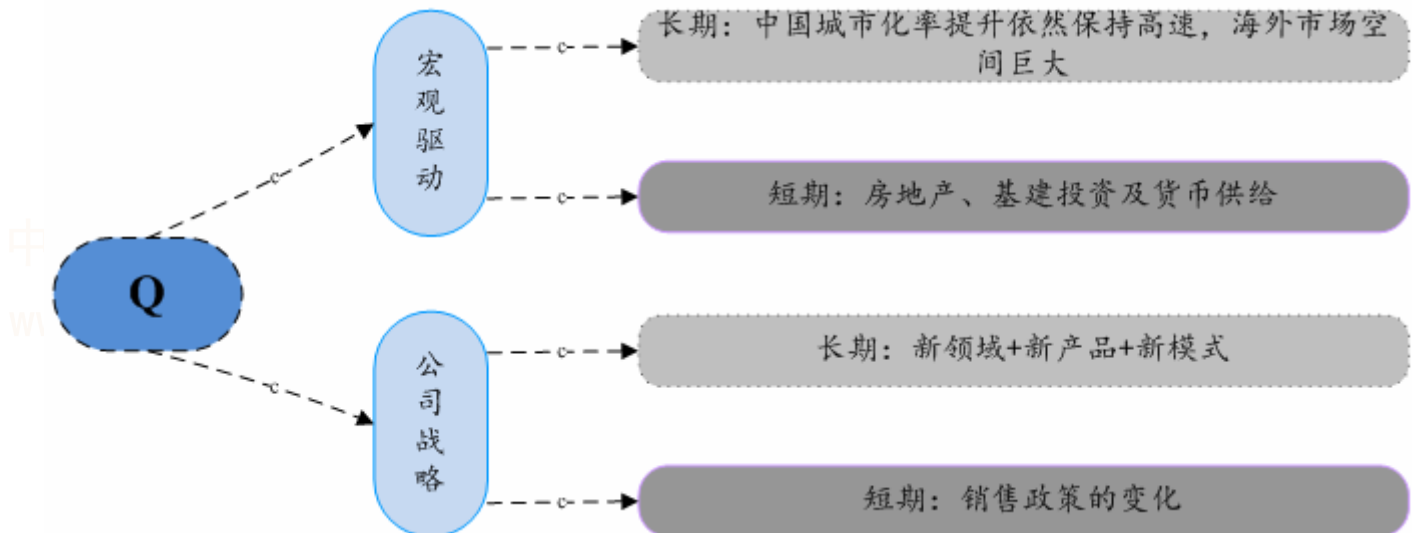
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

### 影响工程机械销量的两个维度：宏观与微观、长期与短期

- 我们从两个维度出发，建立工程机械销量  $Q$  的分析框架。第一个维度从宏观与微观视角出发，分析自上而下宏观驱动和自下而上公司战略对销量  $Q$  的影响；第二个维度从时间跨度出发，甄别长期和短期内对销量  $Q$  的影响因素。

图表5：从两个维度出发建立工程机械销量的分析框架

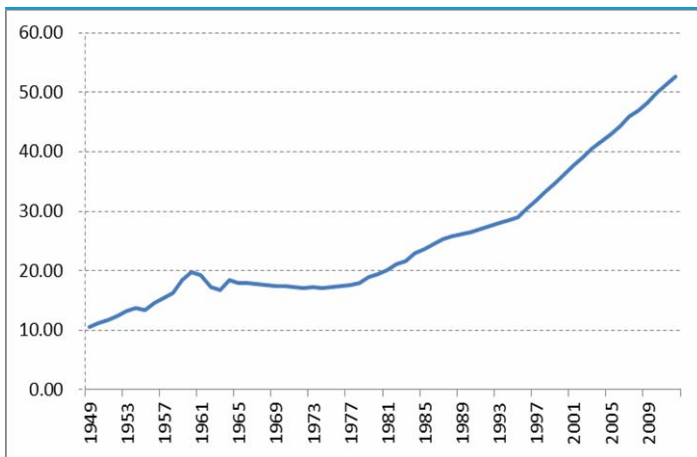


来源：国金证券研究所

#### 宏观驱动：长期看城镇化和海外市场，短期看地产基建

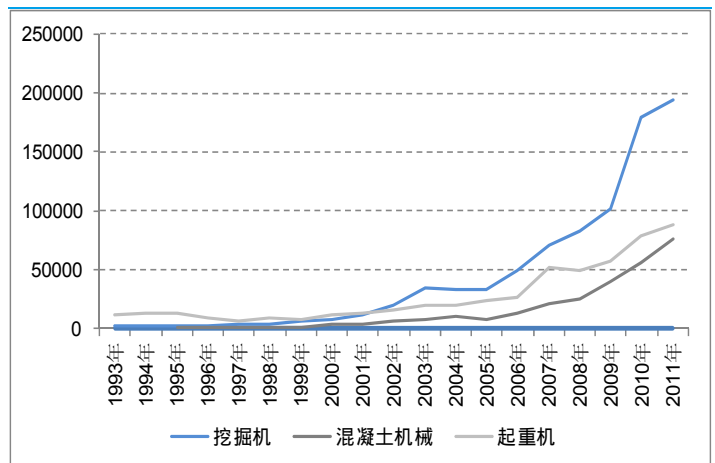
- 过去 20 年是中国城镇化率提升最快的时期，从 1993 年的 27.99% 提升到 2012 年的 52.57%。城镇化率的快速提升导致对工程机械需求大大增加，这是国内工程机械行业黄金 10 年的最大背景。

图表6：中国城镇化率已经提升至 52% 以上



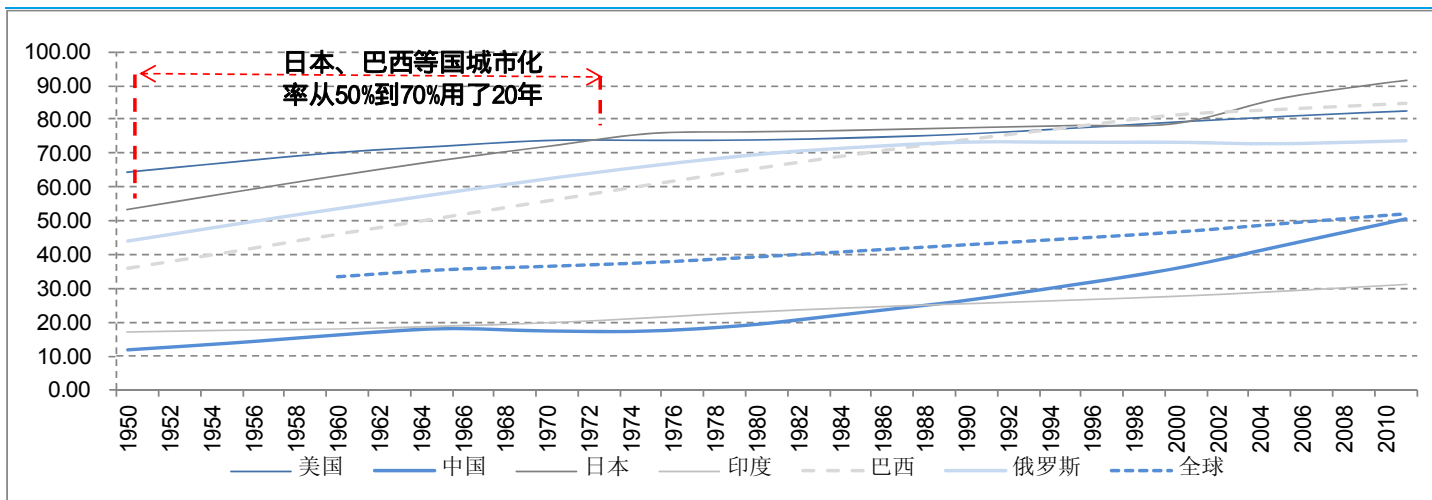
来源：国家统计局、中国工程机械协会、国金证券研究所

图表7：过去 10 年主要工程机械销量快速增长



- 长期来看，中国城市化进程依然有空间。美国、日本、巴西等经验显示，城市化率在超过 50% 后，依然可以维持近 20 年的高速增长，直至超过 70% 后方才逐步放缓。大力推进城镇化已经成为新一届政府的执政目标，由发改委主导的《促进城镇化健康发展规划 2011-2020 年》初稿已经编制完成，近期即将发布。可以预见在未来 20 年内，我国城市化率提升到 70% 水平是大概率事件。

图表8: 美国、日本和巴西等国在城市化率超过50%之后依然维持高速增长

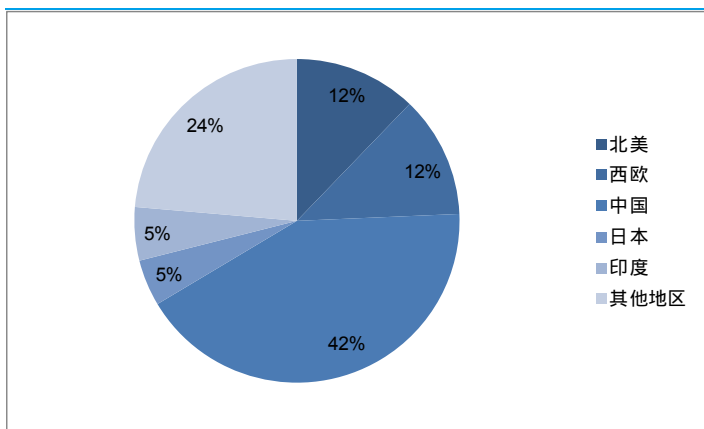


来源: 联合国、国金证券研究所

■ 海外市场空间巨大, 有望成为行业未来的重要增长点。

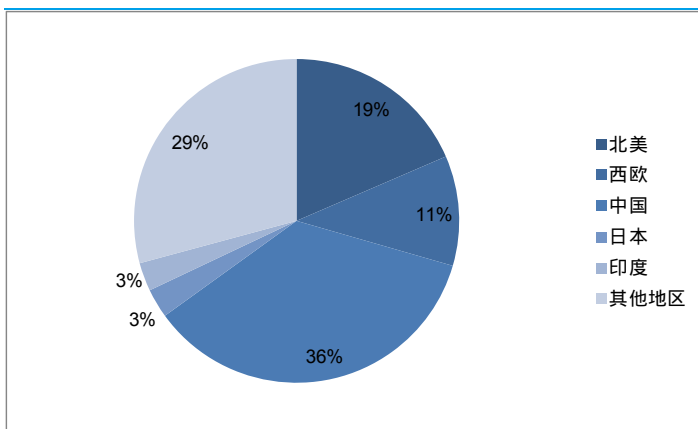
- 我国工程机械海外市场份额仍处于较低位置, 2011 年全球销售占比仅为 23%, 与我国的工程机械行业地位严重不匹配, 未来海外市场还具有巨大空间。

图表9: 中国工程机械销售额占全球 42%

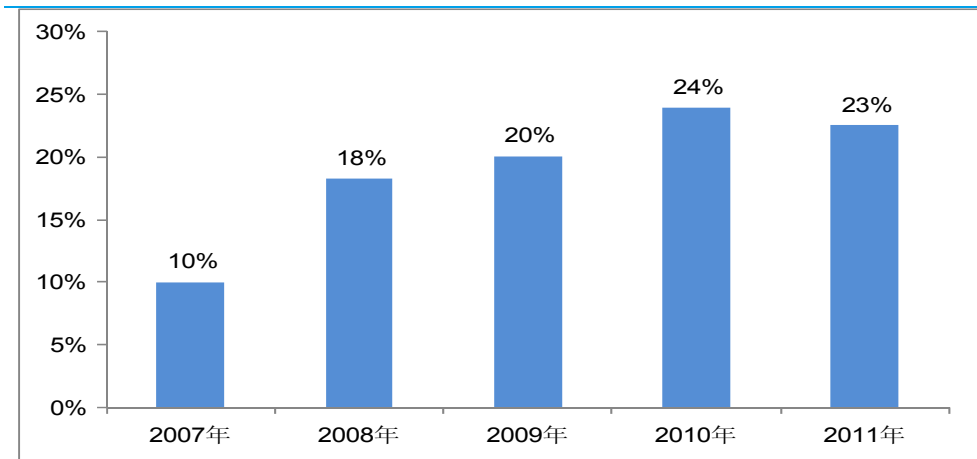


来源: 中国工程机械年鉴、国金证券研究所

图表10: 中国工程机械销售量占全球 36%



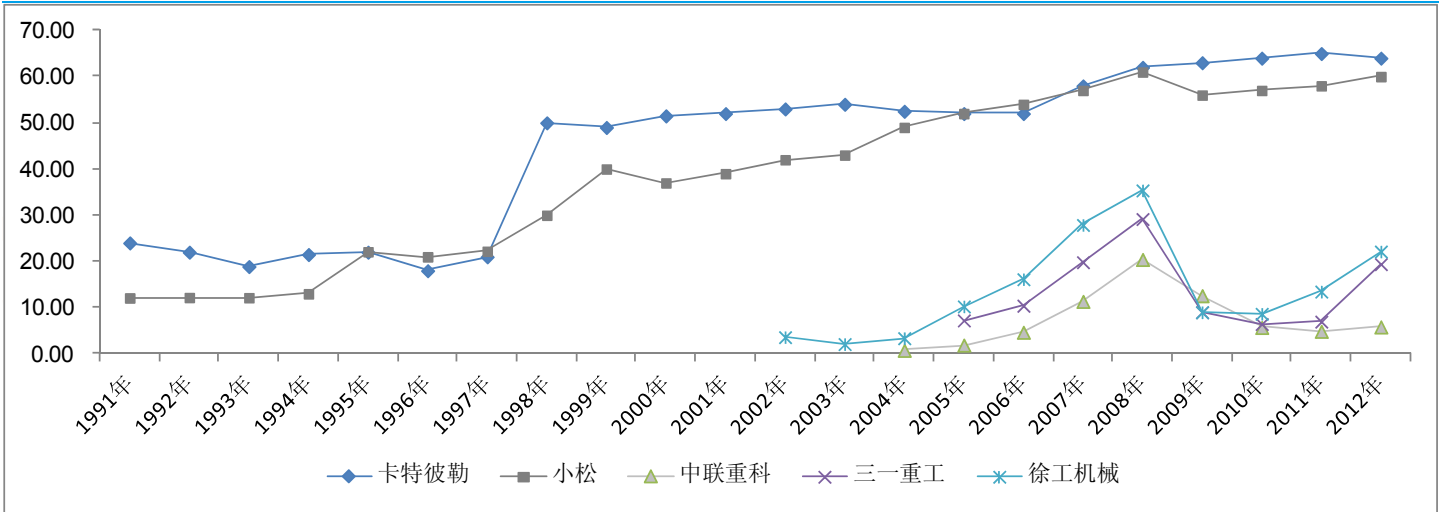
图表11: 我国工程机械海外占比仍然较低



来源: 中国工程机械年鉴、国金证券研究所

- 中国工程机械企业海外市场开拓尚处初级阶段，未来提升空间巨大。我国三大工程机械企业海外收入占比较卡特彼勒和小松等国际巨头差距明显，2012年中联、三一和徐工海外市场份额分别为5.83%、19.42%和22.15%。随着国内市场从09年后的爆发式增长进入稳定增长阶段，国内主要企业已经逐步意识到海外市场对自身未来发展的重要性，并已经开始加紧在印度、巴西等新兴市场国家布局，未来几年三大企业海外市场份额提升程度值得重点关注。

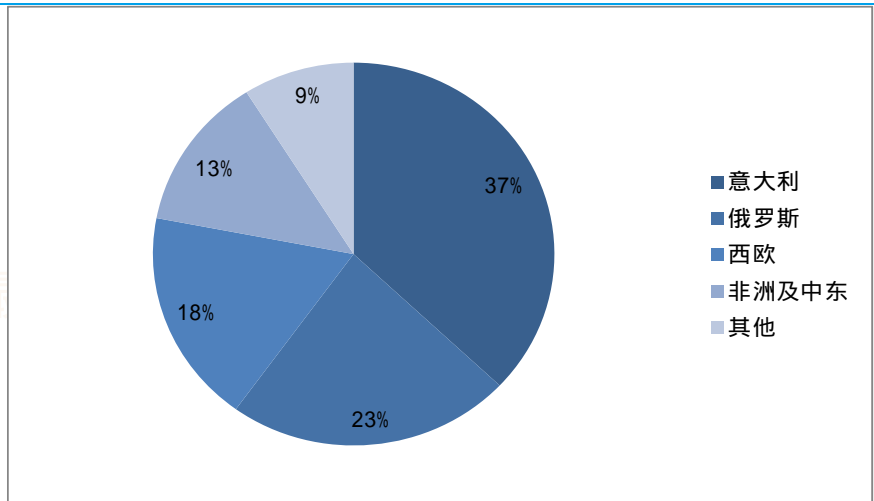
图表12: 我国主要工程机械企业海外市场份额明显低于国际巨头



来源: 各公司年报、国金证券研究所

- 中联具备国际化竞争力，目前国际市场份额与其地位不匹配。
  - 中联海外市场份额低于国内同行业公司：2011年至2012年，三一、徐工海外市场份额均有明显提升，但中联仍发展较慢，目前海外市场份额与其在国际国内地位不匹配。
  - 中联具备国际化竞争力：1) 品牌优势明显：08年公司收购整合CIFA，在国内混凝土机械领域快速发展，CIFA是全球混凝土机械前三品牌，品牌优势明显。2) 产品性价比高：从目前主要出口地来看，中联产品以高性价比在印度、巴西、俄罗斯等新兴市场竞争力较强。3) 渠道优势：中联依靠自身原有销售渠道及整合CIFA销售渠道，并在意大利布局生产基地，有利于其未来打开欧美市场。

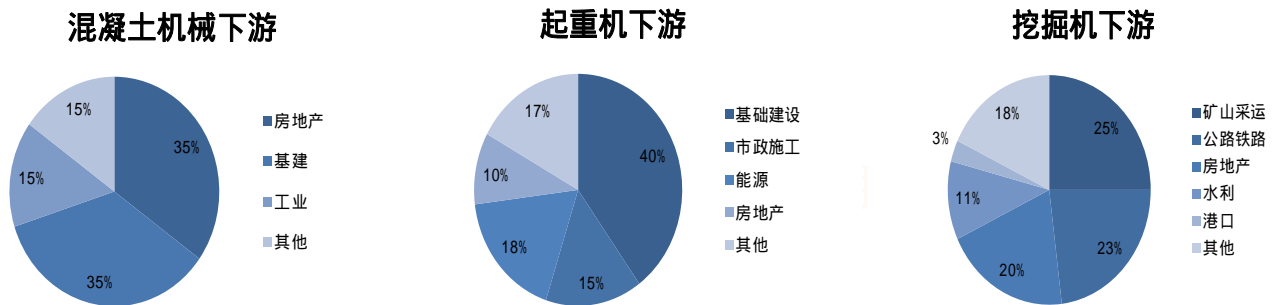
图表13: CIFA 主要销售区域为欧洲地区



来源: 公司报告、国金证券研究所

- 我们认为中联海外市场份额明显低于三一徐工等同行公司的情况不会一直持续，随着公司对 CIFA 渠道整合，以及未来 CIFA 主要销售区域欧洲市场的回暖，中联海外市场份额将会明显提升。
- 短期内，房地产投资及基建投资增速是决定工程机械销量增速的最重要因素。房地产投资和基建投资占据了固定资产投资中 50% 以上的份额，也是工程机械最主要的下游需求端，其中混凝土机械的主要下游来自于房地产，起重机和挖掘机的下游需求以基建投资为主。

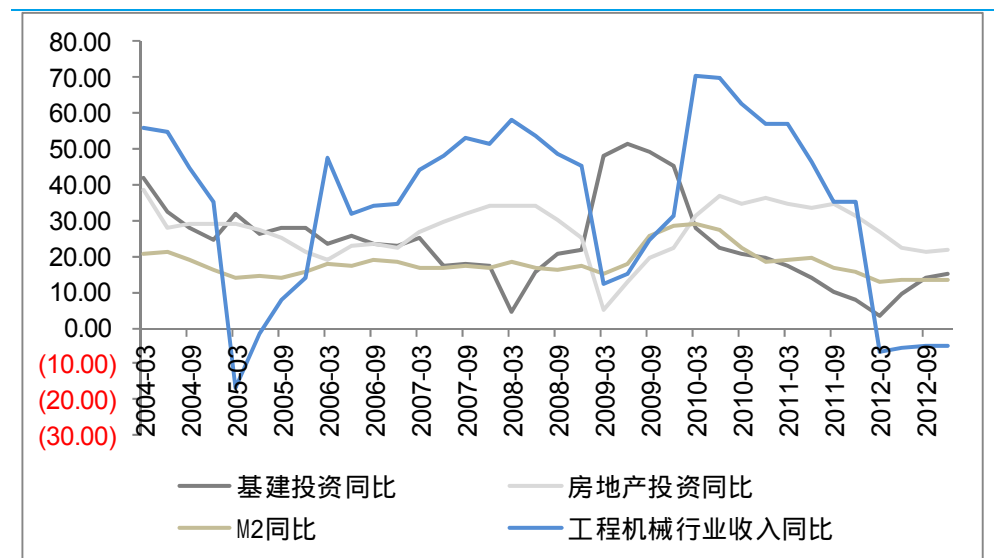
图表14：工程机械主要下游需求来自于房地产和基建投资



来源：中国工程机械协会、国金证券研究所

- 与汽车行业类似，工程机械行业的销量是决定收入的核心。因此可以用行业收入的变化表征整体销量的变化。我们的研究表明，2004 至 2012 年间工程机械行业收入增速变化与房地产投资增速同步，基建投资增速略为领先工程机械行业收入增速变化，M2 增速领先工程机械收入增速变化 6 个月左右。在本轮周期中，基建及房地产投资增速从 2011 年下半年开始放缓，同时货币信贷条件收紧，导致工程机械需求大幅下降。

图表15：房地产、基建投资和 M2 是短期内影响工程机械销量的核心变量

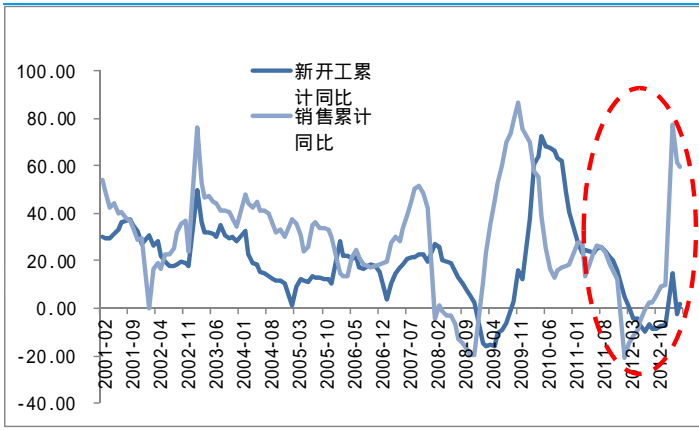


来源：国家统计局、国金证券研究所

- 展望下半年，工程机械行业依然受到投资和货币环境的压制，公司经营情况出现明显改善的概率不大。
  - 地产投资魅力维持，基建投资高位回落。受益于去年以来持续的销售回暖，地产开发商目前的资金情况较好，下半年的新开工和投资能够在目前的水平和状态下维持。但债务硬约束机制的不断升级和去年下半年的高基数效应使得基建投资高位回落成为大概率事件。

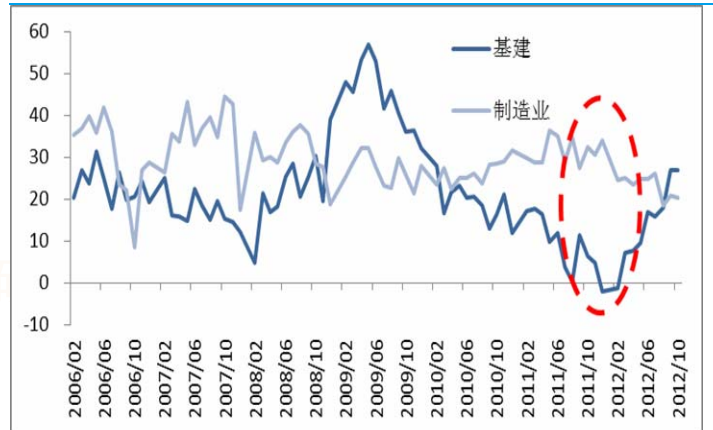
- 货币增速出现下行拐点、融资总额环比收缩延续。今年以来流动性逐渐走过最宽松的格局。一方面央行和银监会各项监管措施不断升级，另一方面外汇占款环比回落和人民币升值预期削弱，均使得下半年的货币环境中性偏紧。

图表16: 房地产新开工增速企稳



来源: 国家统计局、国金证券研究所

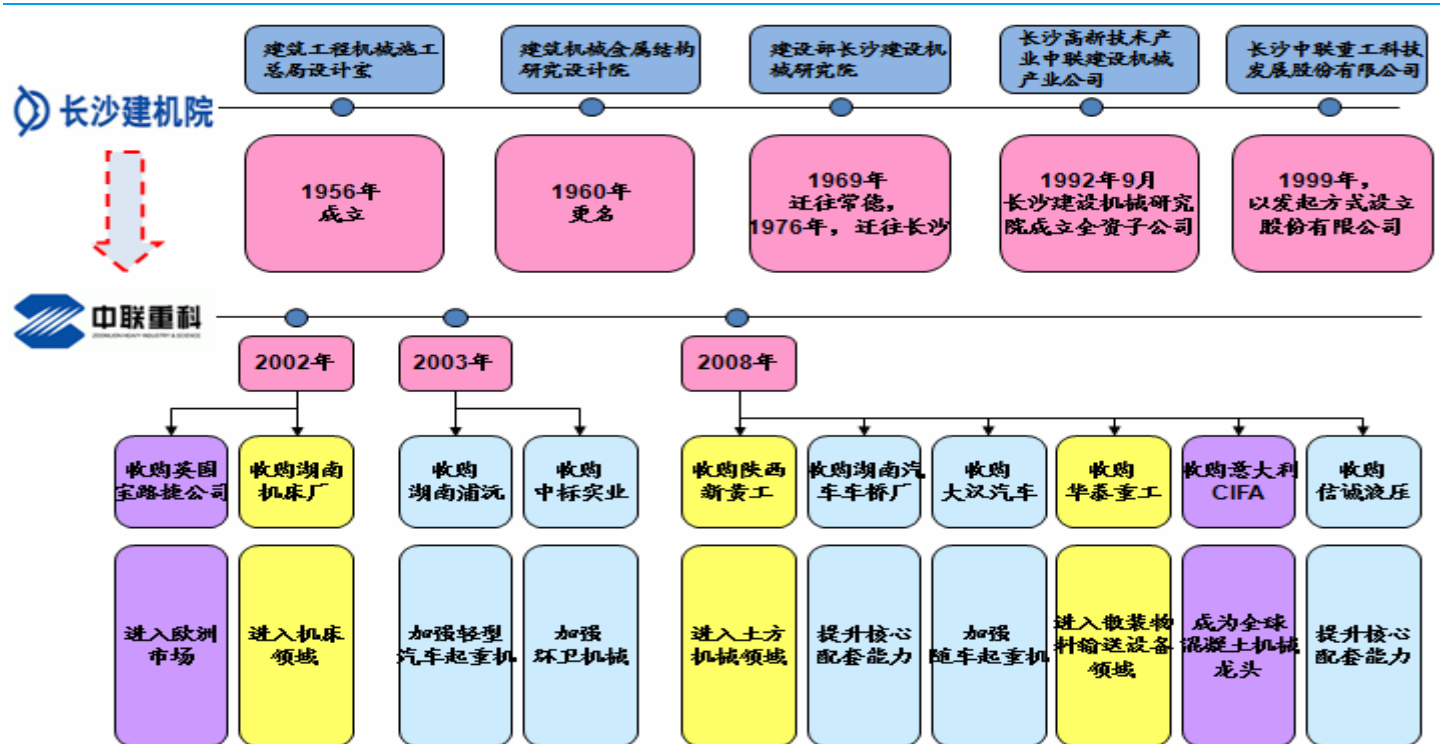
图表17: 但基建投资增速面临回落风险



公司战略: 长看“核聚变+核裂变”, 短看销售政策调整

- 回顾历史, 中联能够在行业中脱颖而出, 关键依靠公司管理层制定的“核聚变+核裂变”发展战略。
  - 核聚变: 2000 年上市至今, 公司在国内外进行了多次兼并收购, 成功加强了混凝土和起重机传统业务, 并顺利进入国际市场、进入土方机械和物料输送设备等新领域的“核聚变”过程。

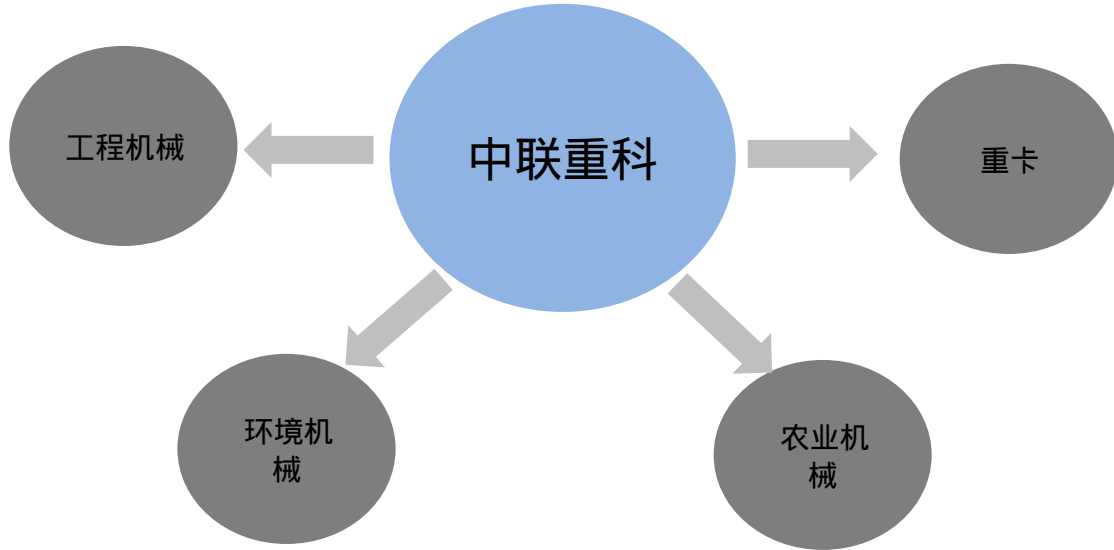
图表18: 中联重科依靠并购的核聚变方式获得快速发展



来源: 国金证券研究所

- 核裂变：**公司同时以自身为母体，对各子行业进行划分，按产品组成相关事业部，形成混凝土机械、工程起重机、路面机械、环卫机械等事业部，并提出形成工程机械、环境机械、重卡、农业机械 4 个产业集群的远景目标。通过持续的“裂变”，最终以中联重科为核心，形成一个综合化、国际化的机械产业集群。

图表19：中联重科以裂变方式形成多个产业集群



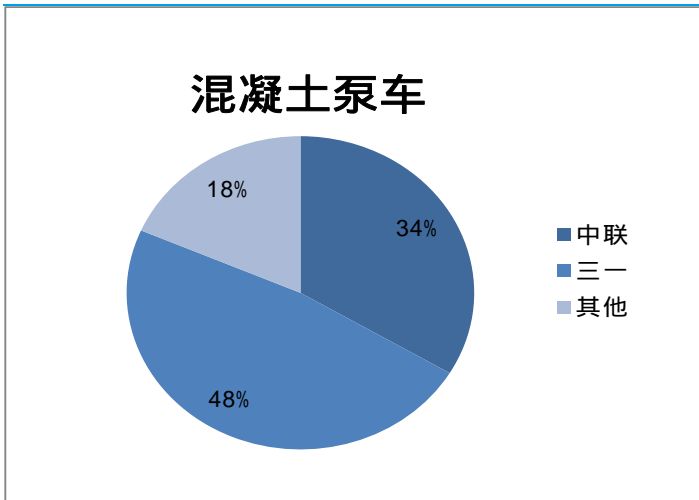
来源：国金证券研究所

- 长期看：通过不断进入新领域、开发新产品形成“聚变”**

1) 混凝土机械：双寡头垄断下寻找新模式和新产品的突破

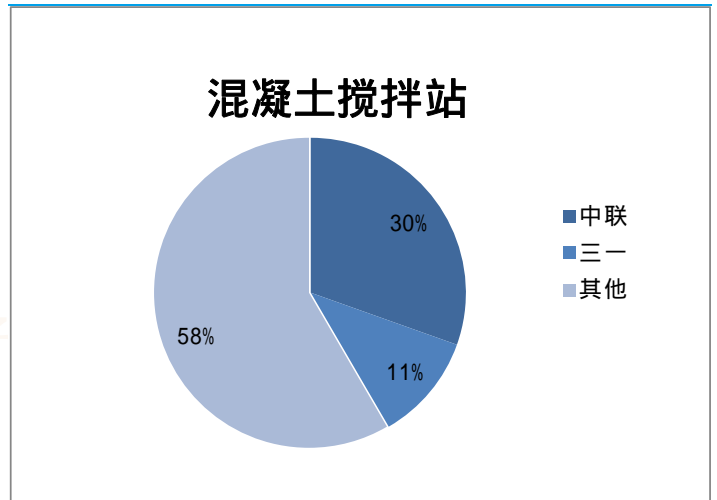
- 混凝土机械已呈双寡头形势。**2011 年中联和三一泵车销量合计占比超过 80%，呈寡头垄断形势。中联重科通过收购世界混凝土第三品牌 CIFA，三一通过收购混凝土第一品牌普茨迈斯特，两者在技术和产品结构上已经达到了国际领先。

图表20：中联三一混凝土泵车占 82%（按销量）



来源：工程机械工业年鉴、国金证券研究所

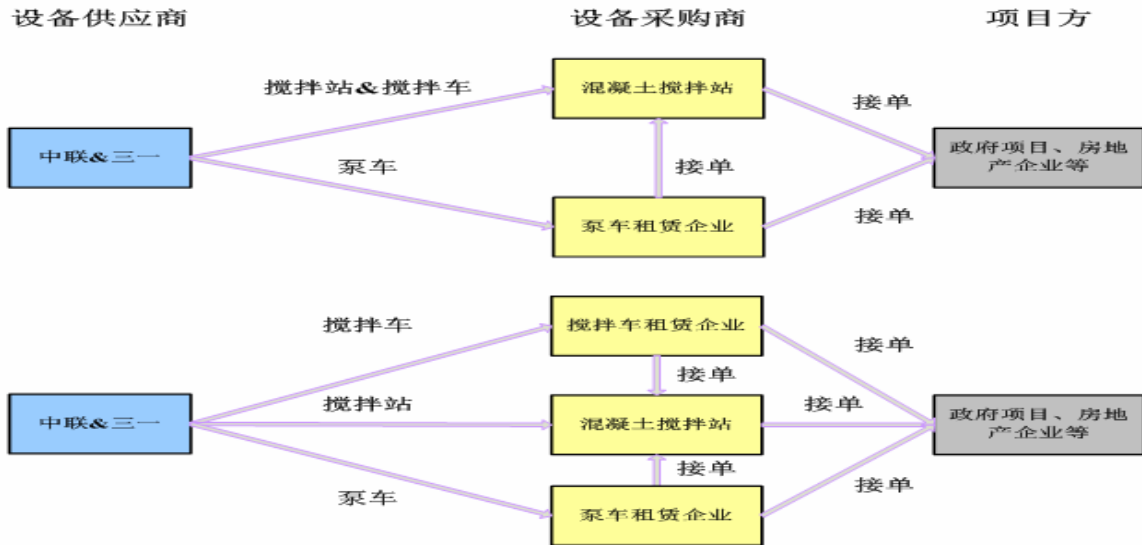
图表21：中联三一混凝土搅拌站占 41%（按销量）



- 混凝土机械下游经营模式正在改变。**未来混凝土业务将形成搅拌站、搅拌车、泵车完全分开，精细化规模化管理的模式。这一趋势

势必造成市场集中度提升，进入门槛提高，并且对设备商在质量、能耗方面的要求提高，可避免 2011-2012 年出现的厂商商务条款放宽，大量个人租赁客户进入行业使得设备明显供大于求的情况。

图表22：混凝土下游客户经营模式正在改变



来源：国金证券研究所

- **商混率提升带动混凝土机械需求。**2011 年我国水泥产量为 21.84 亿吨，商品混凝土产量为 14.2 亿立方米，由此得出 2011 年商混率仅为 34%，远低于欧美主要发达国家 80% 以上的商混率水平，还有很大提升空间。商混率的提高将为混凝土机械带来巨大需求。
- **新产品机制砂设备理论市场容量在 120 亿以上。**由于国家禁采河砂，河砂成本从 40 元/吨涨到 80 元/吨，而机制砂价格仅为 50 元/吨。机制砂和河砂价格相差达 30 元导致机制砂需求旺盛。按照未来商品混凝土用砂 50% 为机制砂，单线 100 万/吨产能的机制砂线年产 50 万吨砂测算，机制砂设备市场容量在 1500 台以上，按照目前机制砂设备 800 万一条生产线的价格，市场容量超过 120 亿。目前国内机制砂设备只有中联重科、南方路机和上海路桥在做，由于中联本身拥有庞大的搅拌站客户资源，推广起来比其他公司更具备优势。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表23: 商混率提升带动混凝土机械需求, 机制砂设备空间巨大

|                           | 2010年  | 2011年  | 2012年   | 2013年E  | 2014年E | 2015年E | 2016年E |
|---------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 水泥产量(亿吨)                  | 18.7   | 20.6   | 21.84   | 23.37   | 24.77  | 26.01  | 27.31  |
| YOY                       | 15.50% | 10.10% | 7.40%   | 7.00%   | 6.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 商品混凝土产量(亿立方)<br>(统计局口径)   | 6.03   | 7.43   | 8.88    | 10.28   | 11.89  | 13.52  | 15.29  |
| YOY                       | 45%    | 23.22% | 19.52%  | 15.79%  | 15.64% | 13.75% | 13.08% |
| 商混率                       | 16%    | 18%    | 20%     | 22%     | 24%    | 26%    | 28%    |
| 商品混凝土产量(亿立方)<br>(混凝土世界数据) | 11.79  | 14.20  | 15.72   | 17.76   | 19.82  | 21.85  | 24.58  |
| YOY                       | 183%   | 20.44% | 10.74%  | 12.94%  | 11.58% | 10.25% | 12.50% |
| 商混率                       | 32%    | 34%    | 36%     | 38%     | 40%    | 42%    | 45%    |
| 搅拌站保有量                    | 22018  | 28021  | 31450   | 36245   | 41285  | 46485  | 53433  |
| 平均单站年产量(万方)               | 5.35   | 5.07   | 5       | 4.9     | 4.8    | 4.7    | 4.6    |
| 新增需求                      |        |        |         | 4796    | 5039   | 5200   | 6947   |
| 更新需求                      |        |        |         | 979     | 1339   | 1899   | 2718   |
| 搅拌站销量                     | 4949   | 5977   | 6897    | 5775    | 6379   | 7099   | 9666   |
| YOY                       | 55.60% | 20.77% | 15.39%  | -16.27% | 10.46% | 11.30% | 36.15% |
| 搅拌车保有量                    | 86224  | 146298 | 176442  | 197337  | 215399 | 232425 | 256031 |
| 搅拌车年均运输量(万方)              | 1.37   | 0.97   | 0.89    | 0.9     | 0.92   | 0.94   | 0.96   |
| 新增需求                      |        |        |         | 20895   | 18063  | 17026  | 23606  |
| 更新需求                      |        |        |         | 15249   | 23759  | 41363  | 46850  |
| 搅拌车销量                     | 35386  | 65165  | 40000   | 36144   | 41822  | 58389  | 70456  |
| YOY                       | 50.30% | 84.15% | -38.62% | -9.64%  | 15.71% | 39.61% | 20.67% |
| 预拌混凝土产量(亿立方)<br>(泵送量)     | 15.72  | 18.68  | 20.42   | 22.77   | 25.08  | 27.31  | 30.72  |
| 泵车保有量(台)                  | 24561  | 34390  | 41692   | 45539   | 49185  | 52519  | 56896  |
| 泵车年均泵送(万立方米/台)            | 6.40   | 5.43   | 4.90    | 5       | 5.1    | 5.2    | 5.4    |
| 新增需求                      |        |        |         | 3847    | 3646   | 3334   | 4377   |
| 更新需求                      |        |        |         | 4893    | 6124   | 8531   | 10428  |
| 泵车销量                      | 7964   | 11748  | 11573   | 8740    | 9770   | 11865  | 14805  |
| YOY                       | 35.40% | 47.51% | -1.49%  | -24.48% | 11.78% | 21.44% | 24.78% |
| 砂需求量(亿吨)                  |        |        |         | 12.43   | 13.87  | 15.29  | 17.21  |
| 机制砂比例                     |        |        |         | 10.00%  | 20.00% | 30.00% | 40.00% |
| 机制砂需求量(亿吨)                |        |        |         | 1.24    | 2.77   | 4.59   | 6.88   |
| 制砂机保有量                    |        |        |         | 249     | 534    | 850    | 1229   |
| 制砂机年均产量(万吨)               |        |        |         | 50      | 52     | 54     | 56     |
| 新增需求                      |        |        |         | 249     | 285    | 316    | 379    |
| 更新需求                      |        |        |         |         |        |        |        |
| 制砂机销量                     |        |        |         | 249     | 285    | 316    | 379    |
| YOY                       |        |        |         |         | 14.57% | 10.96% | 19.99% |

来源: 国金证券研究所、国家统计局、中国工程机械工业年鉴、中国混凝土网

模型说明注释:1、水泥和商品混凝土的换算: 我们与国金建材组交流, 假设 60% 的水泥用于生产商品混凝土, 并且假设每方混凝土水泥用量 300 千克这个 (2010 年美国是 270 千克、日本 340 千克、欧盟 295 千克)

2、商品混凝土产量我们没有采用国家统计局数据, 而是采用了中国混凝土网上的数据, 我们认为该数据更能体现真实需求。

3、搅拌站保有量我们采用近 8 年销售数据、平均单站年产量下降的假设基于我们对搅拌站工作时间下降的判断。更新需求取过去 7、8、9 年的加权平均数。

4、搅拌车保有量我们采用近 5 年销售数据、单车年均运输量上升的假设基于我们对搅拌车过剩供给逐渐消耗的判断。我们认为合理水平应该在 2011 年 0.97 万方的位置。更新需求取过去 4、5、6 年加权平均数 (泵车相同)

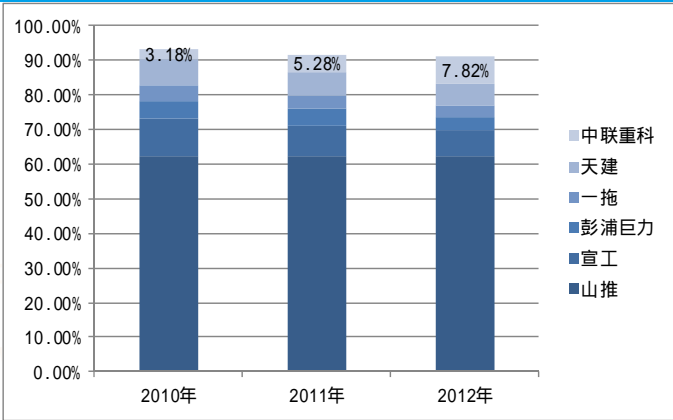
5、泵车保有量采用近 5 年销售数据、单车年均泵送量我们认为未来将稳步回升, 最终维持在 5.3 万方到 5.4 万方水平。

6、不同的混凝土如 C10 和 C25 每方对砂石需求比例不同, 我们取每方混凝土需要 0.7 吨砂

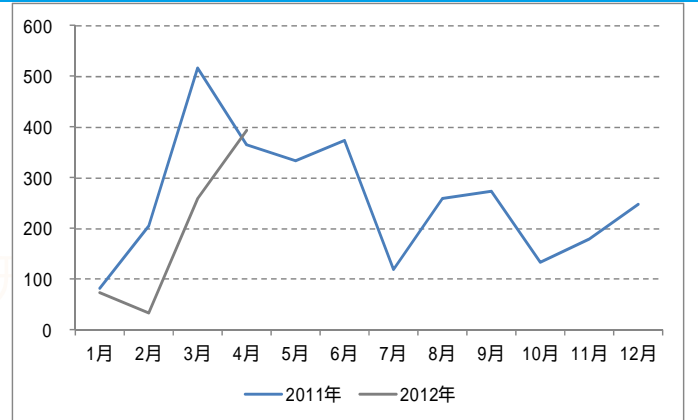
2) 土方机械：新领域突破进行时

- 中联重科 2008 年并购新黄工进入土方机械领域，目前以挖掘机、推土机为主。公司 2012 年土方机械开始发力：推土机市占率达到 7.82% 排市场第二，挖掘机市占率提升到 2.67%。公司 2012 年土方机械销售收入 22.68 亿元，同比增长 116%。

图表24：中联推土机上升至第二



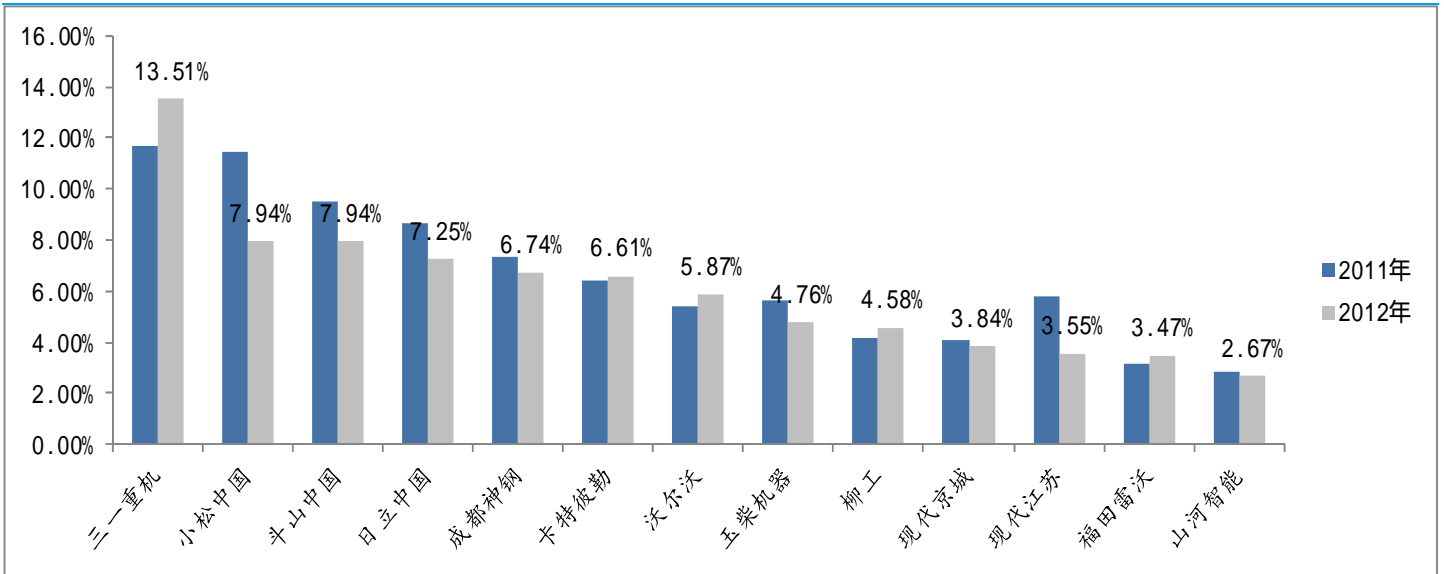
图表25：中联挖机 2013 年 4 月正增长



来源：国金证券研究所、中国工程机械工业年鉴

- 日资企业在挖掘机市场占主导地位。目前国内挖掘机市场第一集团除了三一和斗山外，均被日资企业占据。

图表26：我国挖掘机市场主要被外资占领

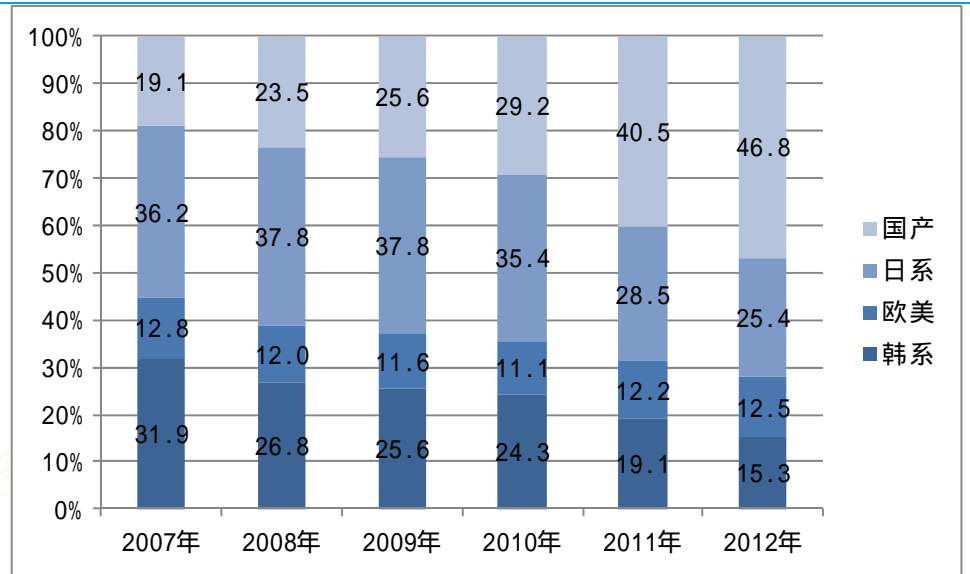


来源：中国工程机械协会、国金证券研究所

- 进口替代空间巨大。目前国内混凝土机械、起重机、装载机等机种国产化率高达 90% 以上，但挖掘机国产化率依然只有 40% 左右，挖掘机实现进口替代较晚，但国产品牌发展迅速，我们认为未来 10 年挖掘机将基本实现进口替代，国产化率达到 80% 以上。根据中国工程机械协会预测，到 2015 年挖掘机销量将达到 25 万台，挖掘机市场规模将超过 1000 亿，我们保守估计，中联 2015 年挖掘机将占市场份额 5% 以上，销售额超 50 亿元。

中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

图表27: 国产挖掘机市场份额提升迅速



来源: 国金证券研究所、中国工程机械协会

### 3) 环境机械、重卡、农业机械: 新领域突破的将来时

- **环境机械:** 公司明确提出的未来 4 大领域之一, 公司是中国最大环卫机械制造商, 未来将依靠环卫机械的既有优势, 进入生活垃圾处理设备、建筑垃圾处理设备及服务领域, 成为该领域的运营商。
- **重卡:** 公司未来致力于进入重卡领域, 预计公司将以与国际领先重卡企业合资方式, 吸收重卡底盘及零件技术, 与混凝土机械及起重机械起到更好的协同作用。
- **农业机械:** 我国是全球农业第一大国、随着农业自动化的提升, 我国农业机械必将迎来快速发展, 公司农业机械发展值得期待。

#### ■ 短期看: 公司的销售政策对销量和 应收账款影响较大

- **信用销售模式中, 销售政策对短期销量影响很大。** 目前工程机械多以融资租赁、按揭、分期付款等信用销售模式为主, 全款售机只占 20%。约定的首付比例以及利息优惠政策等商务条款对短期销售额和应收账款影响较大。
- **2012 年商务条款较松, 导致需求被过度透支。** 2012 年由于市场不好, 工程机械厂商普遍采取较为激进的销售政策, 融资租赁的首付比例一度降到 5%, 并且半年免息, 从而导致需求过度透支。
- **商务条款放松催生批量退货现象, 增加公司经营风险:** 之前有媒体发布公司涉嫌销售作假的报道, 公司已发布公告并作出相关澄清。我们认为虽然媒体借退货现象质疑公司销售作假较为片面, 但该现象的确加大了公司的经营风险, 目前公司已经意识到该点, 并在 2013 年收紧了商务条款。
- **2013 年全行业商务条款收紧。** 目前公司信用销售政策采取销售总的宏观控制指标, 每季度制定信用政策、每月累计监控考评的方式, 每季度根据每个事业部不同产品制定信用销售比例。2013 年公司平均首付要提高 5%, 整体的首付比例要达到 25% 以上。2013 年信用销售政策原则规定: 提升按揭比例, 增加第三方融资比例, 限制融资租赁比例, 控制分期比例; 融资租赁比例将控制在 25%-28% 之间; 减少租赁和分期, 应收款总体同比要下降。

- 应收账款比例的下降将使资产周转率下降:
  - 由于特殊的信用模式，工程机械公司应收账款数额巨大，有些激进的公司应收账款余额占到当年销售收入 50%以上。随着应收账款比例的提升，工程机械企业的资产周转率也实现提升。但是应收账款增加在提升资产周转率的同时，也加大了公司的经营风险。对比行业内几家主要工程机械公司，我们认为三家公司的应收账款比例均处于历史较高位置。未来在新销售政策下应收账款比例有望下降，从而带动资产周转率下降。

图表28: 三家公司应收账款比例对比

|           |    | 2012 年 | 2011 年 | 2010 年 | 2009 年 |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|
| 应收账款      | 中联 | 189    | 116.58 | 69.47  | 50.73  |
|           | 徐工 | 177.4  | 97.72  | 38.97  | 18.28  |
|           | 三一 | 207    | 113.04 | 148.88 | 57.27  |
| 营业收入      | 中联 | 480.71 | 391.08 | 291.2  | 116.09 |
|           | 徐工 | 321.32 | 329.71 | 252.14 | 206.99 |
|           | 三一 | 406.99 | 507.76 | 339.54 | 164.95 |
| 应收账款/营业收入 | 中联 | 39%    | 30%    | 24%    | 44%    |
|           | 徐工 | 55%    | 30%    | 15%    | 9%     |
|           | 三一 | 51%    | 22%    | 44%    | 35%    |

来源：国金证券研究所，注：三一数据为 2012 年 3 季报数据

- 工程机械行业协会透露，2012 年应收账款逾期占比 25-30%，好的企业在 7-8%之间。公司在年报中采取了更谨慎的政策，应收账款坏账计提更加充分，计提标准为：（1）特殊风险，应收帐款一千万以上的；（2）账龄超过两年，两百万以上的；（3）监控和调研后发现客户很难还款的，甚至出现了 100%认定。调研上千家公司，不管是否到期都按账龄组合计提。公司 2008 年至今形成的坏账合计 7000 多万，2012 年末应收帐款计提拨备 7 亿。

## ROE 回升仍需等待

### 短期销售净利率和资产周转率下降将拉低 ROE

- 公司 2013 年毛利率维持稳定。虽然 2013 年高毛利的混凝土泵车销量有所下降，但新产品制砂机及干混砂浆设备等高毛利产品销量上升，我们预计全年公司销售额有所下滑，但整体毛利率维持稳定。

图表29：公司 2013 年毛利率基本维持稳定

| 产品    |            | 2011 年 |        | 2012 年 |        | 2013 年 E |        |
|-------|------------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|
|       |            | 收入     | 毛利率    | 收入     | 毛利率    | 收入       | 毛利率    |
| 混凝土机械 | 泵车、搅拌站、搅拌车 | 212.13 | 35.56% | 235.96 | 33.94% | 189      | 33%    |
|       | 制砂机、干混砂浆设备 | 0      |        | 0      |        | 15       | 38%    |
| 起重机   | 塔式起重机      | 64     | 20.00% | 69     | 22.30% | 62       | 21%    |
|       | 汽车、随车起重机   | 82     | 30.26% | 72     | 31.30% | 72       | 32%    |
| 土方机械  | 挖掘机、推土机    | 10.48  | 20.45% | 22.69  | 22.14% | 29.5     | 23%    |
| 环卫机械  |            | 29.78  | 30.81% | 30     | 28.35% | 36       | 30%    |
| 融资租赁  |            | 15.82  | 86.92% | 16.00  | 93.19% | 16       | 90%    |
| 桩工机械  |            | 17.37  | 38.31% | 15.58  | 41.87% | 16       | 40%    |
| 整体    |            | 463.22 | 32.4%  | 480.71 | 32.3%  | 438.5    | 32.40% |

来源：公司公告、国金证券研究所

- 考虑到投资和货币因素导致销售收入下滑，折旧摊销及费用率比例上升，我们预计公司 2013 年的净利率将有所下降。
- 资产周转率将有所下降：1、销售收入下降导致资产周转率下降；2、由于销售政策收紧以及对应收账款比例的控制，2013 年应收账款比例下降将导致资产周转率下降。

### 长期 ROE 仍有望维持在一定水平

- 公司的长期 ROE 维持的动力将来自于：1、我国未来 20 年城市化率的继续提升。2、工程机械国际化道路带来的新增长点。3、公司研发新产品、进入新领域打开更广阔市场。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

### 盈利预测与估值

- 从自上而下的宏观驱动出发，我们可以建立预测工程机械行业销售收入的多元回归模型。方法如下：以工程机械行业销售收入同比增速为因变量，以房地产投资增速、基建投资增速、滞后 6 个月的 M2 增速为自变量，构建多元线性回归模型；

图表30：工程机械行业销售收入预测模型

#### 建立工程机械销量预测模型：

Y1=工程机械行业销售收入增速

X1代表基建投资同比增速、X2代表房地产投资同比增速、X3代表滞后6个月的M2增速

Y2=中联重科销售收入增速

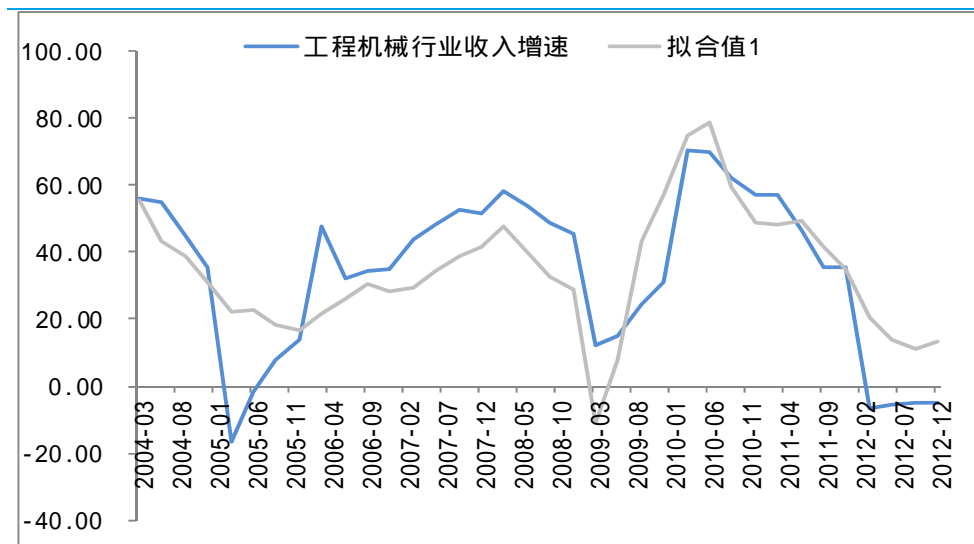
#### 模型结论：

1：对工程机械行业收入增速的拟合结果：

| 工程机械行业收入 | a0       | a1      | a2     | a3     |
|----------|----------|---------|--------|--------|
| Y1       | -60.2843 | -0.1458 | 1.4417 | 3.2228 |

来源：国金证券研究所

图表31：工程机械行业收入增速拟合结果较好



来源：国金证券研究所

- 根据国金宏观和地产研究员对相关指标的预测，我们预计 2013 年工程机械行业销售收入同比增速为-8.36%。需要说明的是，模型旨在用来预测行业收入增速的趋势方向，而非具体数值。根据模型结果，我们认为 2013 年全年公司的销售收入增速趋势仍然向下，回升拐点何时出现需要观察投资和货币环境的变化。

图表32：我们预计工程机械行业销售收入同比增速继续放缓

| 预测假设<br>(累计同比) | 基建   | 房地产  | M2   | 工程机械行业<br>收入拟合值 | 工程机械行业<br>收入增速预测<br>值 |
|----------------|------|------|------|-----------------|-----------------------|
| 2013-03        | 25.8 | 19.9 | 14.8 | 12.34           | -6.11                 |
| 2013-06        | 18.8 | 20   | 13.8 | 10.28           | -8.17                 |
| 2013-09        | 16.9 | 19   | 15.7 | 15.24           | -3.21                 |
| 2013-12        | 17   | 17   | 15   | 10.09           | -8.36                 |

来源：国金证券研究所、注：M2采用滞后半年数据

- 基于上述分析，我们预计公司 13-15 年将实现营业收入 434.2 亿、508.37 亿和 622.49 亿，实现归属上市公司股东净利润 63.69 亿、83.28 亿、105.62 亿，对应 EPS 分别为 0.83、1.08、1.37 元。在我们的保守预测下，目前股价对应 2013-2015 年 PE 分别为 8.32 倍、6.37 倍、5.02 倍。
- 公司估值目前处于 2003 年以来的底部，低于行业平均水平。基于公司强于行业的盈利能力和经营管理水平，我们认为估值存在向上修正的可能。暂时给予公司 13 年 9-10 倍 PE 估值，对应目标价 7.47-8.39 元。目前股价具备安全边际，但表现的催化剂需要等待投资、货币环境或政策的超预期好转。

图表33: 中联估值低于行业均值

| 证券简称 | 证券代码      | 收盘    | 市值     | EPS 12 | EPS 13E | EPS 14E | EPS 15E | PE 12  | PE 13E | PE 14E | PE 15E |
|------|-----------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
|      |           | (元)   | (亿元)   | (元)    | (元)     | (元)     | (元)     |        |        |        |        |
| 中联重科 | 000157.SZ | 6.88  | 562.53 | 0.95   | 0.83    | 1.08    | 1.37    | 7.24   | 8.29   | 6.37   | 5.02   |
| 三一重工 | 600031.SH | 9.06  | 703.76 | 0.75   | 0.73    | 0.85    | 1.16    | 12.08  | 12.41  | 10.66  | 7.81   |
| 徐工机械 | 000425.SZ | 10.22 | 213.91 | 1.2    | 1.15    | 1.29    | 1.47    | 8.52   | 8.89   | 7.92   | 6.95   |
| 柳工   | 000528.SZ | 8.20  | 94.18  | 0.25   | 0.28    | 0.38    | 0.48    | 32.80  | 29.29  | 21.58  | 17.08  |
| 山推股份 | 000680.SZ | 4.15  | 48.17  | 0.03   | 0.1     | 0.2     | 0.24    | 138.33 | 41.50  | 20.75  | 17.29  |
| 厦工股份 | 600815.SH | 5.20  | 50.83  | 0.16   | 0.17    | 0.27    | 0.42    | 32.50  | 30.59  | 19.26  | 12.38  |
| 安徽合力 | 600761.SH | 9.23  | 45.18  | 0.68   | 0.77    | 0.86    | 0.96    | 13.57  | 11.99  | 10.73  | 9.61   |
| 平均   |           | 7.56  | 245.51 | 0.57   | 0.58    | 0.70    | 0.87    | 15.37  | 12.89  | 10.05  | 7.75   |

来源：国金证券研究所、一致预期

### 风险提示

- 国内宏观经济持续低迷导致工程机械需求持续低于预期
- 房地产调控超预期

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表34: 分项业务预测

| 项 目            | 2011      | 2012      | 2013E     | 2014E     | 2015E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>起重机械</b>    |           |           |           |           |           |
| 销售收入(百万元)      | 15,618.01 | 14,132.10 | 13,460.00 | 15,531.00 | 17,954.10 |
| 增长率(YOY)       | 41.00%    | -9.51%    | -4.76%    | 15.39%    | 15.60%    |
| 塔机             | 6,400.00  | 6,900.00  | 6,210.00  | 6,831.00  | 7,514.10  |
| 增长率(YOY)       |           | 7.81%     | -10.00%   | 10.00%    | 10.00%    |
| 塔机毛利率          | 20.00%    | 22.30%    | 21.00%    | 22.00%    | 22.00%    |
| 工程起重机          | 9,218.01  | 7,232.10  | 7,250.00  | 8,700.00  | 10,440.00 |
| 增长率(YOY)       |           | -21.54%   | 0.25%     | 20.00%    | 20.00%    |
| 起重机毛利率         | 29.77%    | 31.30%    | 32.00%    | 32.50%    | 32.80%    |
| 整体毛利率          | 25.76%    | 26.90%    | 26.92%    | 27.88%    | 28.28%    |
| 销售成本(百万元)      | 11,594.73 | 10,330.57 | 9,835.90  | 11,200.68 | 12,876.68 |
| 增长率(YOY)       | 45.04%    | -10.90%   | -4.79%    | 13.88%    | 14.96%    |
| 毛利(百万元)        | 4,023.29  | 3,801.53  | 3,624.10  | 4,330.32  | 5,077.42  |
| 增长率(YOY)       | 30.52%    | -5.51%    | -4.67%    | 19.49%    | 17.25%    |
| 占总销售额比重        | 33.72%    | 29.40%    | 31.00%    | 30.55%    | 28.84%    |
| 占主营业务利润比重      | 26.81%    | 24.49%    | 26.57%    | 26.80%    | 25.40%    |
| <b>混凝土机械</b>   |           |           |           |           |           |
| 销售收入(百万元)      | 21,212.77 | 23,596.13 | 18,115.00 | 21,315.68 | 26,872.94 |
| 增长率(YOY)       | 50.61%    | 11.24%    | -23.23%   | 17.67%    | 26.07%    |
| 泵车             |           | 13,500.00 | 8,100.00  | 9,783.18  | 11,880.69 |
| 增长率(YOY)       |           | #DIV/0!   | -40.00%   | 20.78%    | 21.44%    |
| 泵车毛利率          | 40.00%    | 37.00%    | 37.00%    | 38.00%    | 38.50%    |
| 搅拌车搅拌站         | 21,212.77 | 10,096.13 | 10,000.00 | 11,510.00 | 14,963.00 |
| 增长率(YOY)       |           | -52.41%   | -0.95%    | 15.10%    | 30.00%    |
| 搅拌车搅拌站毛利率      |           | 29.85%    | 30.00%    | 30.50%    | 31.00%    |
| 制砂机、干混设备       |           | 0.00      | 15.00     | 22.50     | 29.25     |
| 增长率(YOY)       |           |           | #DIV/0!   | 50.00%    | 30.00%    |
| 制砂机、干混设备毛利率    |           |           | 37.00%    | 38.00%    | 39.00%    |
| 整体毛利率          | 35.56%    | 33.94%    | 33.14%    | 33.95%    | 34.32%    |
| 销售成本(百万元)      | 13,669.78 | 15,587.60 | 12,112.45 | 14,078.97 | 17,648.94 |
| 增长率(YOY)       | 42.77%    | 14.03%    | -22.29%   | 16.24%    | 25.36%    |
| 毛利(百万元)        | 7,542.99  | 8,008.53  | 6,002.55  | 7,236.71  | 9,224.00  |
| 增长率(YOY)       | 67.26%    | 6.17%     | -25.05%   | 20.56%    | 27.46%    |
| 占总销售额比重        | 45.79%    | 49.09%    | 41.72%    | 41.93%    | 43.17%    |
| 占主营业务利润比重      | 50.26%    | 51.58%    | 44.01%    | 44.79%    | 46.14%    |
| <b>环卫机械</b>    |           |           |           |           |           |
| 销售收入(百万元)      | 2,977.53  | 3,033.67  | 3,488.72  | 4,186.46  | 5,023.76  |
| 增长率(YOY)       | 58.87%    | 1.89%     | 15.00%    | 20.00%    | 20.00%    |
| 毛利率            | 30.81%    | 28.35%    | 28.35%    | 28.35%    | 30.35%    |
| 销售成本(百万元)      | 2,060.27  | 2,173.62  | 2,499.67  | 2,999.60  | 3,499.05  |
| 增长率(YOY)       | 60.67%    | 5.50%     | 15.00%    | 20.00%    | 16.65%    |
| 毛利(百万元)        | 917.26    | 860.05    | 989.05    | 1,186.86  | 1,524.71  |
| 增长率(YOY)       | 54.97%    | -6.24%    | 15.00%    | 20.00%    | 28.47%    |
| 占总销售额比重        | 6.43%     | 6.31%     | 8.03%     | 8.24%     | 8.07%     |
| 占主营业务利润比重      | 6.11%     | 5.54%     | 7.25%     | 7.35%     | 7.63%     |
| <b>路面及桩工机械</b> |           |           |           |           |           |
| 销售收入(百万元)      | 1,736.68  | 1,558.23  | 1,714.05  | 1,885.46  | 2,074.00  |
| 增长率(YOY)       | 39.34%    | -10.28%   | 10.00%    | 10.00%    | 10.00%    |
| 毛利率            | 38.31%    | 41.87%    | 41.87%    | 40.87%    | 40.87%    |
| 销售成本(百万元)      | 1,071.41  | 905.80    | 996.38    | 1,114.87  | 1,226.36  |
| 增长率(YOY)       | 39.95%    | -15.46%   | 10.00%    | 11.89%    | 10.00%    |
| 毛利(百万元)        | 665.27    | 652.43    | 717.67    | 770.59    | 847.65    |
| 增长率(YOY)       | 38.36%    | -1.93%    | 10.00%    | 7.37%     | 10.00%    |
| 占总销售额比重        | 3.75%     | 3.24%     | 3.95%     | 3.71%     | 3.33%     |
| 占主营业务利润比重      | 4.43%     | 4.20%     | 5.26%     | 4.77%     | 4.24%     |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

| 物料输送设备      |           |           |           |           |           |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 销售收入 (百万元)  | 503.94    | 293.78    | 293.78    | 308.47    | 354.74    |
| 增长率 (YOY)   | 19.39%    | -41.70%   | 0.00%     | 5.00%     | 15.00%    |
| 毛利率         | 10.12%    | 14.92%    | 10.00%    | 10.00%    | 10.00%    |
| 销售成本 (百万元)  | 452.96    | 249.95    | 264.40    | 277.62    | 319.27    |
| 增长率 (YOY)   | 15.99%    | -44.82%   | 5.78%     | 5.00%     | 15.00%    |
| 毛利 (百万元)    | 50.98     | 43.83     | 29.38     | 30.85     | 35.47     |
| 增长率 (YOY)   | 61.42%    | -14.02%   | -32.98%   | 5.00%     | 15.00%    |
| 占总销售额比重     | 1.09%     | 0.61%     | 0.68%     | 0.61%     | 0.57%     |
| 占主营业务利润比重   | 0.34%     | 0.28%     | 0.22%     | 0.19%     | 0.18%     |
| 车桥等其它产品     |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (百万元)  | 1,232.84  | 1,073.18  | 1,126.84  | 1,183.18  | 1,360.66  |
| 增长率 (YOY)   | -9.15%    | -12.95%   | 5.00%     | 5.00%     | 15.00%    |
| 毛利率         | 12.23%    | 11.85%    | 12.00%    | 12.00%    | 12.00%    |
| 销售成本 (百万元)  | 1,082.08  | 946.01    | 991.62    | 1,041.20  | 1,197.38  |
| 增长率 (YOY)   | -13.91%   | -12.58%   | 4.82%     | 5.00%     | 15.00%    |
| 毛利 (百万元)    | 150.76    | 127.17    | 135.22    | 141.98    | 163.28    |
| 增长率 (YOY)   | 50.63%    | -15.65%   | 6.33%     | 5.00%     | 15.00%    |
| 占总销售额比重     | 2.66%     | 2.23%     | 2.60%     | 2.33%     | 2.19%     |
| 占主营业务利润比重   | 1.00%     | 0.82%     | 0.99%     | 0.88%     | 0.82%     |
| 土方机械        |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (百万元)  | 1,048.03  | 2,268.73  | 2,949.35  | 3,981.62  | 5,972.43  |
| 增长率 (YOY)   | 35.72%    | 116.48%   | 30.00%    | 35.00%    | 50.00%    |
| 毛利率         | 20.45%    | 22.14%    | 24.00%    | 26.00%    | 27.00%    |
| 销售成本 (百万元)  | 833.71    | 1,766.43  | 2,241.51  | 2,946.40  | 4,359.88  |
| 增长率 (YOY)   | 37.35%    | 111.88%   | 26.89%    | 31.45%    | 47.97%    |
| 毛利 (百万元)    | 214.32    | 502.30    | 707.84    | 1,035.22  | 1,612.56  |
| 增长率 (YOY)   | 29.70%    | 134.37%   | 40.92%    | 46.25%    | 55.77%    |
| 占总销售额比重     | 2.26%     | 4.72%     | 6.79%     | 7.83%     | 9.59%     |
| 占主营业务利润比重   | 1.43%     | 3.24%     | 5.19%     | 6.41%     | 8.07%     |
| 融资租赁        |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (百万元)  | 1,582.68  | 1,600.02  | 1,680.02  | 1,764.02  | 1,852.22  |
| 增长率 (YOY)   | 51.79%    | 1.10%     | 5.00%     | 5.00%     | 5.00%     |
| 毛利率         | 86.92%    | 93.19%    | 80.00%    | 75.00%    | 75.00%    |
| 销售成本 (百万元)  | 206.94    | 108.96    | 336.00    | 441.01    | 463.06    |
| 增长率 (YOY)   | -41.54%   | -47.35%   | 208.37%   | 31.25%    | 5.00%     |
| 毛利 (百万元)    | 1,375.74  | 1,491.06  | 1,344.02  | 1,323.02  | 1,389.17  |
| 增长率 (YOY)   | 99.75%    | 8.38%     | -9.86%    | -1.56%    | 5.00%     |
| 占总销售额比重     | 3.42%     | 3.33%     | 3.87%     | 3.47%     | 2.98%     |
| 占主营业务利润比重   | 9.17%     | 9.60%     | 9.85%     | 8.19%     | 6.95%     |
| 其它          |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (百万元)  | 410.09    | 515.33    | 592.63    | 681.52    | 783.75    |
| 增长率 (YOY)   | 29.35%    | 25.66%    | 15.00%    | 15.00%    | 15.00%    |
| 毛利率         | 16.08%    | 15.00%    | 15.00%    | 15.00%    | 15.00%    |
| 销售成本 (百万元)  | 344.15    | 438.03    | 503.74    | 579.30    | 666.19    |
| 增长率 (YOY)   | 73.02%    | 27.28%    | 15.00%    | 15.00%    | 15.00%    |
| 毛利 (百万元)    | 65.95     | 77.30     | 88.89     | 102.23    | 117.56    |
| 增长率 (YOY)   | -44.17%   | 17.22%    | 15.00%    | 15.00%    | 15.00%    |
| 占总销售额比重     | 0.89%     | 1.07%     | 1.36%     | 1.34%     | 1.26%     |
| 占主营业务利润比重   | 0.44%     | 0.50%     | 0.65%     | 0.63%     | 0.59%     |
| 销售总收入 (百万元) | 46,322.58 | 48,071.17 | 43,420.39 | 50,837.42 | 62,248.61 |
| 销售总成本 (百万元) | 31,316.03 | 32,545.61 | 29,781.66 | 34,679.65 | 42,256.79 |
| 毛利 (百万元)    | 15,006.55 | 15,525.56 | 13,638.73 | 16,157.77 | 19,991.82 |
| 平均毛利率       | 32.40%    | 32.30%    | 31.41%    | 31.78%    | 32.12%    |

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|              | 2010    | 2011    | 2012    | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 32,193  | 46,323  | 48,071  | 43,420  | 50,837  | 62,249  |
| 增长率          |         | 43.9%   | 3.8%    | -9.7%   | 17.1%   | 22.4%   |
| 主营业务成本       | -22,424 | -31,316 | -32,546 | -29,782 | -34,680 | -42,257 |
| % 销售收入       | 69.7%   | 67.6%   | 67.7%   | 68.6%   | 68.2%   | 67.9%   |
| 毛利           | 9,769   | 15,007  | 15,526  | 13,639  | 16,158  | 19,992  |
| % 销售收入       | 30.3%   | 32.4%   | 32.3%   | 31.4%   | 31.8%   | 32.1%   |
| 营业税金及附加      | -177    | -264    | -261    | -239    | -280    | -342    |
| % 销售收入       | 0.6%    | 0.6%    | 0.5%    | 0.6%    | 0.6%    | 0.6%    |
| 营业费用         | -2,146  | -3,160  | -3,376  | -3,039  | -3,457  | -4,108  |
| % 销售收入       | 6.7%    | 6.8%    | 7.0%    | 7.0%    | 6.8%    | 6.6%    |
| 管理费用         | -1,339  | -1,756  | -1,936  | -1,780  | -2,008  | -2,397  |
| % 销售收入       | 4.2%    | 3.8%    | 4.0%    | 4.1%    | 4.0%    | 3.9%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 6,107   | 9,827   | 9,953   | 8,580   | 10,413  | 13,144  |
| % 销售收入       | 19.0%   | 21.2%   | 20.7%   | 19.8%   | 20.5%   | 21.1%   |
| 财务费用         | -432    | -111    | -323    | -186    | -128    | -186    |
| % 销售收入       | 1.3%    | 0.2%    | 0.7%    | 0.4%    | 0.3%    | 0.3%    |
| 资产减值损失       | -316    | -257    | -739    | -493    | -261    | -284    |
| 公允价值变动收益     | 0       | 19      | -18     | -19     | 0       | 0       |
| 投资收益         | 15      | 36      | 36      | 8       | 15      | 20      |
| % 税前利润       | 0.3%    | 0.4%    | 0.4%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.2%    |
| 营业利润         | 5,374   | 9,514   | 8,909   | 7,890   | 10,039  | 12,694  |
| 营业利润率        | 16.7%   | 20.5%   | 18.5%   | 18.2%   | 19.7%   | 20.4%   |
| 营业外收支        | 42      | 88      | -51     | -150    | 30      | 30      |
| 税前利润         | 5,416   | 9,602   | 8,858   | 7,740   | 10,069  | 12,724  |
| 利润率          | 16.8%   | 20.7%   | 18.4%   | 17.8%   | 19.8%   | 20.4%   |
| 所得税          | -828    | -1,429  | -1,329  | -1,161  | -1,510  | -1,909  |
| 所得税率         | 15.3%   | 14.9%   | 15.0%   | 15.0%   | 15.0%   | 15.0%   |
| 净利润          | 4,588   | 8,173   | 7,529   | 6,579   | 8,559   | 10,816  |
| 少数股东损益       | -78     | 108     | 199     | 210     | 231     | 254     |
| 归属于母公司的净     | 4,666   | 8,066   | 7,330   | 6,369   | 8,328   | 10,562  |
| 净利率          | 14.5%   | 17.4%   | 15.2%   | 14.7%   | 16.4%   | 17.0%   |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2010   | 2011   | 2012   | 2013E   | 2014E  | 2015E  |
|----------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 净利润      | 4,588  | 8,173  | 7,529  | 6,579   | 8,559  | 10,816 |
| 少数股东损益   | 0      | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |
| 非现金支出    | 725    | 715    | 1,240  | 1,030   | 841    | 920    |
| 非经营收益    | 684    | 346    | 482    | 793     | 481    | 581    |
| 营运资金变动   | -5,425 | -7,119 | -6,305 | -1,410  | -5,116 | -6,289 |
| 经营活动现金净流 | 572    | 2,116  | 2,946  | 6,992   | 4,764  | 6,027  |
| 资本开支     | -1,122 | -1,543 | -1,769 | 215     | -29    | -90    |
| 投资       | -45    | -7     | -257   | -1,190  | -500   | -300   |
| 其他       | -766   | 50     | -1,373 | -11     | 15     | 20     |
| 投资活动现金净流 | -1,934 | -1,501 | -3,399 | -986    | -514   | -370   |
| 股权募资     | 16,341 | 1,661  | 56     | 0       | -2,613 | 0      |
| 债权募资     | 1,933  | -2,392 | 7,223  | -10,266 | 1,290  | -1,290 |
| 其他       | -1,567 | -2,618 | -2,758 | -577    | -1,296 | -1,401 |
| 筹资活动现金净流 | 16,707 | -3,349 | 4,521  | -10,843 | -2,619 | -2,691 |
| 现金净流量    | 15,346 | -2,734 | 4,067  | -4,837  | 1,630  | 2,966  |

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2010   | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 20,520 | 17,745 | 23,206 | 18,370 | 20,000 |
| 应收款项     | 8,102  | 13,616 | 21,745 | 19,617 | 21,456 |
| 存货       | 8,678  | 9,655  | 11,733 | 11,423 | 12,827 |
| 其他流动资产   | 7,067  | 7,999  | 10,345 | 10,287 | 10,420 |
| 流动资产     | 44,366 | 49,016 | 67,030 | 59,697 | 64,703 |
| % 总资产    | 70.4%  | 68.5%  | 75.3%  | 73.3%  | 74.9%  |
| 长期投资     | 9,898  | 12,925 | 10,803 | 12,011 | 12,510 |
| 固定资产     | 4,135  | 4,885  | 6,112  | 7,039  | 6,514  |
| % 总资产    | 6.6%   | 6.8%   | 6.9%   | 8.6%   | 7.5%   |
| 无形资产     | 4,322  | 4,439  | 4,574  | 2,732  | 2,677  |
| 非流动资产    | 18,629 | 22,566 | 21,945 | 21,784 | 21,703 |
| % 总资产    | 29.6%  | 31.5%  | 24.7%  | 26.7%  | 25.1%  |
| 资产总计     | 62,995 | 71,582 | 88,974 | 81,481 | 86,406 |
| 短期借款     | 5,994  | 5,315  | 9,307  | 0      | 1,290  |
| 应付款项     | 15,439 | 16,711 | 21,609 | 18,763 | 16,841 |
| 其他流动负债   | 4,549  | 4,625  | 3,850  | 4,040  | 4,422  |
| 流动负债     | 25,981 | 26,651 | 34,766 | 22,802 | 22,552 |
| 长期贷款     | 4,813  | 5,957  | 3,870  | 2,952  | 2,952  |
| 其他长期负债   | 4,727  | 3,339  | 9,150  | 8,670  | 8,670  |
| 负债       | 35,521 | 35,947 | 47,785 | 34,424 | 34,174 |
| 普通股股东权益  | 27,415 | 35,446 | 40,802 | 46,460 | 51,404 |
| 少数股东权益   | 59     | 188    | 387    | 597    | 828    |
| 负债股东权益合计 | 62,995 | 71,582 | 88,974 | 81,481 | 86,406 |

比率分析

|            | 2010    | 2011    | 2012   | 2013E   | 2014E   |
|------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |        |         |         |
| 每股收益       | 0.605   | 1.047   | 0.951  | 0.826   | 1.081   |
| 每股净资产      | 4.729   | 4.600   | 5.295  | 6.029   | 6.671   |
| 每股经营现金净流   | 0.094   | 0.272   | 0.384  | 0.907   | 0.618   |
| 每股股利       | 0.250   | 0.430   | 0.250  | 0.100   | 0.100   |
| 回报率        |         |         |        |         |         |
| 净资产收益率     | 17.02%  | 22.75%  | 17.96% | 13.71%  | 16.20%  |
| 总资产收益率     | 7.41%   | 11.27%  | 8.24%  | 7.82%   | 9.64%   |
| 投入资本收益率    | 12.98%  | 17.28%  | 13.87% | 12.43%  | 13.59%  |
| 增长率        |         |         |        |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 55.05%  | 43.89%  | 3.77%  | -9.67%  | 17.08%  |
| EBIT增长率    | 94.02%  | 60.91%  | 1.28%  | -13.79% | 21.36%  |
| 净利润增长率     | 96.66%  | 72.88%  | -9.12% | -13.11% | 30.76%  |
| 总资产增长率     | 113.69% | 13.63%  | 24.30% | -8.42%  | 6.04%   |
| 资产管理能力     |         |         |        |         |         |
| 应收账款周转天数   | 68.1    | 73.3    | 116.0  | 150.0   | 140.0   |
| 存货周转天数     | 121.7   | 106.8   | 119.9  | 140.0   | 135.0   |
| 应付账款周转天数   | 91.6    | 81.7    | 83.5   | 90.0    | 70.0    |
| 固定资产周转天数   | 41.9    | 32.3    | 34.7   | 39.6    | 35.1    |
| 偿债能力       |         |         |        |         |         |
| 净负债/股东权益   | -31.38% | -15.15% | -9.34% | -14.31% | -13.54% |
| EBIT利息保障倍数 | 14.1    | 88.6    | 30.8   | 46.1    | 81.1    |
| 资产负债率      | 56.39%  | 50.22%  | 53.71% | 42.25%  | 39.55%  |

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|-----|------|------|------|
| 买入 | 0   | 0   | 7    | 20   | 42   |
| 增持 | 0   | 0   | 3    | 9    | 16   |
| 中性 | 0   | 0   | 2    | 3    | 3    |
| 减持 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 0   | 1.58 | 1.50 | 1.42 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价           |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-08-31 | 增持 | 10.40 | N/A           |
| 2 2011-10-31 | 增持 | 9.52  | N/A           |
| 3 2012-03-16 | 增持 | 9.50  | N/A           |
| 4 2012-04-27 | 增持 | 9.66  | N/A           |
| 5 2012-08-31 | 增持 | 8.13  | N/A           |
| 6 2012-10-31 | 增持 | 8.39  | N/A           |
| 7 2013-02-26 | 增持 | 9.09  | 10.99 ~ 13.19 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

| 上海                             | 北京                         | 深圳                         |
|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271            | 电话: 010-6621 6979          | 电话: 0755-33516015          |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 6793          | 传真: 0755-33516020          |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100053                 | 邮编: 518026                 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B   |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net