

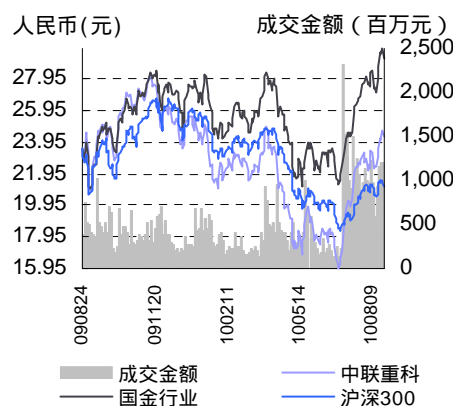
市价(人民币)：24.36元

收入大幅增长，毛利率接近历史高点

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)	1,672.46
总市值(百万元)	48,014.89
年内股价最高最低(元)	28.21/15.95
沪深 300 指数	2898.33
深证成指	11090.46



相关报告

- 1.《发行 H 股点评》，2010.7.7
- 2.《收入快速增长,财务压力减轻》，2010.5.1
- 3.《小幅上调盈利预测》，2009.10.26

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.796	1.204	1.965	2.381	2.809
每股净资产(元)	3.34	4.42	8.39	10.67	13.38
每股经营性现金流(元)	0.21	0.80	2.42	2.41	2.55
市盈率(倍)	14.04	21.61	12.40	10.23	8.67
行业优化市盈率(倍)	16.13	35.64	35.64	35.64	35.64
净利润增长率(%)	17.68%	51.17%	63.27%	21.14%	18.01%
净资产收益率(%)	30.88%	32.10%	23.42%	22.31%	21.00%
总股本(百万股)	1,521.00	1,673.10	1,971.05	1,971.05	1,971.05

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

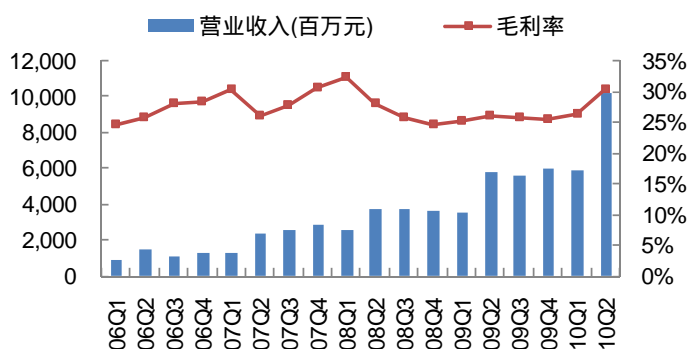
- 上半年公司实现营业收入 16,089 百万元，同比增长 74.37%；归属母公司股东的净利润 2,202 百万元，同比增长 93.88%，全面摊薄后的 EPS 为 1.12 元。公司业绩略超出 7 月初发布的业绩预告上限（预计净利润 1,627~2,169 百万元），好于市场预期。

经营分析

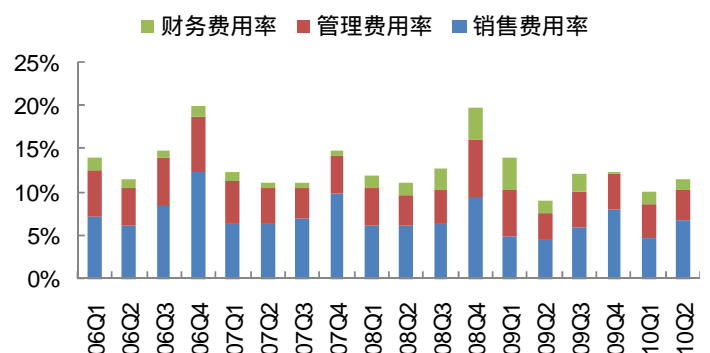
- **主要产品热销**：受益于投资的全面回升，上半年公司的混凝土机械和起重机械两项核心业务销售收入分别达到 7,036 百万元和 5,910 百万元，与去年同期相比分别增长 99%和 61%。
 - ◆ **混凝土机械**：上半年混凝土机械销售形势非常火爆，公司处于满负荷生产，并通过提升生产管理水努力扩大产能，4 月份泵车日产能首次突破 13 台，创造了 3 个月泵车日产能实现翻番的奇迹。
 - ◆ **起重机械**：上半年销售呈现“小批量、小吨位”的特点：客户数量多，平均购买数目低于往年；据行业协会统计，汽车起重机销量约 5500 台，同比增长 83%，中小吨位的销售情况更好；履带起重机销量约 100 台，与去年同期相比基本持平。这主要是因为上半年来自房地产和高铁项目的需求情况较好，而核电、石化等制造业的大客户需求情况一般。上半年公司在汽车起重机市场的占有率达到 27%左右，市场份额提升约 4 个百分点，明显扩大。
- **毛利率接近历史高点**：上半年公司的综合毛利率为 28.91%，比去年同期增加 3.1 个百分点；其中 2 季度单季毛利率为 30.41%，接近 08 年初的历史高点，毛利率的提升应得益于销售规模的扩大和较低的原材料成本。各项产品中，混凝土机械、起重机械分别提升了 3.1 和 3.7 个百分点，路面机械、土方机械、车桥等产品的毛利率均有所提升，但物料输送设备在收入大幅增长 88%的情况下，毛利率从 18.61%下降为 6.11%，估计与其产品交付节奏有关。

- **费用控制良好**：上半年公司的销售费用率为 6.12%，比去年同期上升了 1.43 个百分点，这主要是公司为了拓宽市场网络渠道，加大了市场销售投入所致。上半年管理费用率分别为 3.66%，比去年同期下降了 0.32 个百分点，显示公司费用控制总体情况良好。
- **应收账款增加较快**：上半年末公司应收账款为 7,642 百万元，比年初增长 51%；长期应收帐款为 8,768 百万元，比年初增长 73%，与销售收入增长幅度相当，主要是于融资租赁业务形成的。公司当期计提资产减值损失 285 百万元，同比增长 320%。
- **融资租赁对销售支持力度大**：公司按揭客户累计贷款余额 3,802 百万元，其中逾期贷款余额为 494 百万元。截至 6 月底，公司各融资租赁公司向银行取得保理借款余额共计 7,336 百万元，因客户违约逾期未支付应收融资租赁款 311 百万元。
- **现金流有待改善**：由于应收帐款增加和融资租赁销售所占比重增加，公司上半年经营活动产生的现金流量为净流出 1,292 百万元，与 09 年上半年的净流入 652 百万元相比下降明显。由于非公开增发股票的完成，公司期末货币资金达到 9,464 百万元，与年初相比增加了 5,036 百万元。
- **公司发行 H 股及利润分配方案已在 7 月 22 日的股东大会获得通过**，拟发行不超过发行后公司总股本 15% 的 H 股，并授予全球簿记发行人不超过上述发行 H 股股数 15% 的超额配售权；公司以 6 月底总股本 19.71 亿股为基数，向全体股东每 10 股送红股 15 股，每 10 股送现金 1.7 元（含税）。

图表1：单季度营业收入和毛利率

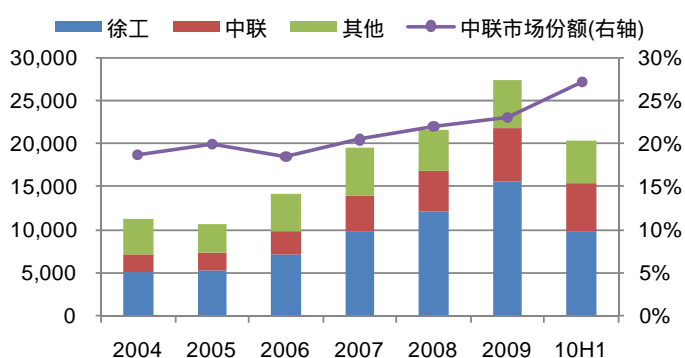


图表2：单季度的三项费用率



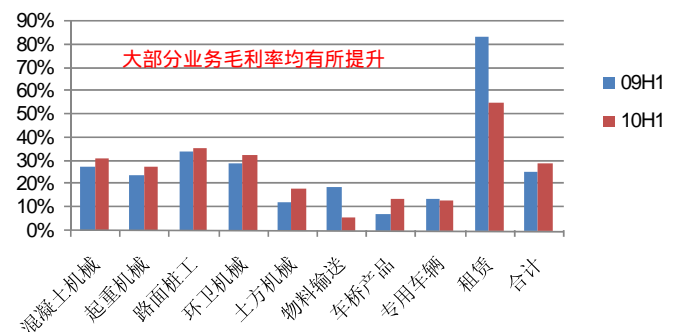
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：主要企业汽车起重机销量(台)及中联份额



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：分项业务的毛利率



盈利预测和投资建议

- 鉴于公司目前的销售情况，我们将公司 10-11 年的 EPS 预测由原先的 1.47 和 1.79 元调整为 1.97 和 2.38 元，目前公司股价对应 10 年 12.4 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 公司的混凝土机械、土方机械等产品需求与房地产投资关联度较大，需要关注房地产调控和地方政府融资平台清理所带来的负面影响。

图表5：分项业务预测

项目	2015	2016	2017	2018	2019	201E	201E	201E
起重机械								
销售收入(百万元)	1,708.0	2,166.1	4,206.4	6,237.4	8,297.3	10,321.7	12,446.0	14,313.9
增长率(YOY)	16.3%	26.8%	94.1%	48.2%	33.0%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	24.6%	22.9%	25.5%	26.2%	23.6%	27.0%	27.0%	27.0%
销售成本(百万元)	1,288.2	1,669.4	3,090.5	4,599.2	6,344.7	7,571.6	9,066.0	10,448.2
增长率(YOY)	17.6%	29.2%	85.0%	48.2%	37.3%	19.5%	20.0%	15.0%
毛利(百万元)	403.2	463.1	1,115.9	1,638.1	1,950.0	2,804.9	3,360.8	3,864.7
增长率(YOY)	2.3%	13.0%	24.8%	46.0%	19.8%	42.6%	20.0%	15.0%
占销售比重	52.1%	46.8%	46.8%	46.0%	39.7%	35.4%	37.2%	37.4%
占营业利润比重	48.0%	39.7%	43.4%	44.1%	35.7%	33.7%	35.9%	36.0%
混凝土机械								
销售收入(百万元)	92.9	1,561.4	3,509.5	4,882.3	7,155.9	11,803.7	14,170.5	16,255.5
增长率(YOY)	26.1%	64.3%	124.0%	33.4%	52.4%	65.0%	20.0%	15.0%
毛利率	30.8%	29.7%	32.0%	27.5%	28.5%	31.0%	31.0%	31.0%
销售成本(百万元)	68.1	1,104.0	2,333.4	3,303.5	5,114.6	8,147.8	9,777.3	11,248.9
增长率(YOY)	-31.8%	66.9%	116.0%	42.4%	50.8%	59.0%	20.0%	15.0%
毛利(百万元)	23.7	457.5	1,126.0	1,292.0	2,041.9	3,660.0	4,392.7	5,016.2
增长率(YOY)	-9.4%	58.5%	141.7%	14.7%	58.0%	79.2%	20.0%	15.0%
占销售比重	29.0%	33.8%	31.1%	34.5%	34.4%	40.3%	42.4%	42.5%
占营业利润比重	33.1%	37.5%	43.4%	34.8%	38.2%	44.1%	47.0%	47.1%
环卫机械								
销售收入(百万元)	308.5	388.5	584.0	871.6	1,230.5	1,722.0	2,152.0	2,475.4
增长率(YOY)	#N/A	19.3%	52.9%	54.4%	41.2%	40.0%	25.0%	15.0%
毛利率	29.0%	31.4%	32.3%	31.1%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
销售成本(百万元)	219.5	250.2	381.5	600.1	823.7	1,153.9	1,442.4	1,688.5
增长率(YOY)	#N/A	15.3%	50.8%	57.4%	37.3%	40.0%	25.0%	15.0%
毛利(百万元)	88.9	115.8	182.0	271.5	406.8	568.2	703.6	816.9
增长率(YOY)	#N/A	29.2%	57.5%	48.5%	49.7%	39.4%	25.0%	15.0%
占销售比重	9.4%	7.9%	6.2%	6.4%	5.9%	5.8%	6.4%	6.4%
占营业利润比重	10.2%	9.3%	7.1%	7.3%	7.6%	6.8%	7.6%	7.6%
路面机械								
销售收入(百万元)	149.8	253.5	468.7	610.5	787.4	984.3	1,132.0	1,301.8
增长率(YOY)	548.2%	66.2%	106.8%	25.3%	29.0%	25.0%	15.0%	15.0%
毛利率	19.4%	19.8%	17.1%	38.5%	32.9%	34.0%	34.0%	34.0%
销售成本(百万元)	120.9	183.7	403.2	375.1	527.1	649.8	747.3	882.0
增长率(YOY)	613.2%	55.9%	114.2%	-7.0%	40.6%	23.1%	15.0%	15.0%
毛利(百万元)	29.1	66.8	83.5	234.9	259.8	344.8	384.9	426.2
增长率(YOY)	388.2%	60.9%	77.4%	181.8%	10.0%	28.8%	15.0%	15.0%
占销售比重	4.5%	5.0%	5.4%	4.5%	3.7%	3.7%	3.3%	3.4%
占营业利润比重	3.3%	3.7%	3.2%	6.3%	4.8%	4.0%	4.1%	4.1%

物料输送								
销售收入(百万元)	261.32	87259	1,047.11	1,204.18	1,324.59			
增长率(YOY)		23322%	200%	1500%	1000%			
毛利率			24.39%	9.89%	10.00%	10.00%		
销售成本(百万元)	197.69	786.32	942.40	1,083.76	1,192.13			
增长率(YOY)	#DIV/0!	29775%	1985%	1500%	1000%			
毛利(百万元)	63.63	8627	104.71	120.42	132.46			
增长率(YOY)	#DIV/0!	3558%	21.38%	1500%	1000%			
占总营收比重	1.99%	4.20%	3.58%	3.61%	3.49%			
占营业利润比重	1.72%	1.62%	1.28%	1.29%	1.24%			
车桥								
销售收入(百万元)	493.44	1,055.61	1,357.01	1,628.42	1,872.68			
增长率(YOY)		13629%	2500%	2000%	1500%			
毛利率			9.91%	9.58%	13.00%	13.00%		
销售成本(百万元)	413.93	981.97	1,180.60	1,416.72	1,629.23			
增长率(YOY)	#DIV/0!	13723%	2023%	2000%	1500%			
毛利(百万元)	45.1	103.64	176.41	211.69	243.45			
增长率(YOY)	#DIV/0!	127.0%	7022%	2000%	1500%			
占总营收比重	3.39%	5.23%	4.64%	4.88%	4.88%			
占营业利润比重	1.23%	1.94%	2.13%	2.27%	2.27%			
土方机械								
销售收入(百万元)	116.19	444.97	734.21	1,174.73	1,762.10			
增长率(YOY)		#DIV/0!	28298%	6500%	6000%	5000%		
毛利率			45.0%	16.20%	18.00%	22.00%		
销售成本(百万元)	110.95	372.91	602.05	989.79	1,374.44			
增长率(YOY)	#DIV/0!	23610%	61.45%	5610%	4625%			
毛利(百万元)	5.23	72.06	132.16	234.95	387.66			
增长率(YOY)	#DIV/0!	1277.03%	83.39%	77.78%	6500%			
占总营收比重	0.89%	2.14%	2.51%	3.52%	4.61%			
占营业利润比重	0.14%	1.39%	1.59%	2.51%	3.62%			
租赁								
销售收入(百万元)	129.58	473.82	687.04	824.45	948.12			
增长率(YOY)		#DIV/0!	25568%	4500%	2000%	1500%		
毛利率			98.53%	65.19%	55.00%	55.00%		
销售成本(百万元)	8.39	164.93	309.17	371.00	426.65			
增长率(YOY)	#DIV/0!	186612%	87.48%	2000%	1500%			
毛利(百万元)	121.19	308.89	377.87	453.45	521.47			
增长率(YOY)	#DIV/0!	15488%	22.33%	2000%	1500%			
占总营收比重	0.99%	2.28%	2.38%	2.47%	2.49%			
占营业利润比重	3.27%	5.78%	4.58%	4.88%	4.88%			
其它								
销售收入(百万元)	158.45	288.84	206.63	181.28	413.29	537.28	644.73	676.97
增长率(YOY)	-9522%	82.30%	-28.49%	-12.27%	127.98%	3000%	2000%	500%
毛利率	26.08%	40.48%	29.49%	19.52%	23.78%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本(百万元)	117.12	171.95	145.68	145.90	315.02	402.95	483.55	507.73
增长率(YOY)	-9519%	4682%	-15.28%	0.15%	115.92%	27.91%	2000%	500%
毛利(百万元)	41.32	116.88	60.94	35.38	98.27	134.32	161.18	169.24
增长率(YOY)	-9532%	18284%	-47.88%	-41.94%	177.74%	36.69%	2000%	500%
占总营收比重	4.83%	6.24%	2.30%	1.34%	1.99%	1.84%	1.93%	1.77%
占营业利润比重	4.73%	9.41%	2.37%	0.99%	1.84%	1.62%	1.73%	1.58%
销售总收入(百万元)	3,278.89	4,625.34	8,973.55	13,548.78	20,762.16	29,249.64	33,378.59	38,280.70
销售总成本(百万元)	2,404.68	3,383.60	6,404.79	9,841.63	15,422.27	20,900.11	24,086.76	27,599.73
毛利(百万元)	874.20	1,241.74	2,568.77	3,707.16	5,339.90	8,289.53	9,341.84	10,720.97
平均毛利率	26.68%	26.83%	28.63%	27.33%	25.72%	28.34%	27.99%	28.02%

来源：公司公告，国金证券研究所

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
强买	0	4	7	8	14
买入	0	0	1	1	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.08	1.10	1.11

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 2008-10-27	买入	10.05	N/A
2 2009-01-07	买入	11.78	N/A
3 2009-04-21	买入	19.07	N/A
4 2009-07-14	买入	24.85	N/A
5 2009-08-07	买入	23.47	N/A
6 2009-10-26	买入	26.10	N/A
7 2010-05-01	买入	19.81	N/A
8 2010-07-07	买入	18.84	N/A

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室