

2011年2月17日

买入
A

000157.SZ - 人民币 13.45

目标价格: 人民币 19.80 (↑17.20)

买入
H

1157.HK - 港币 17.70

目标价格: 港币 23.50

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

胡文洲, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(3)	(1)	(10)	50
相对新华富时A50指数(%)	(4)	(0)	1	63

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据-A股

发行股数(百万)	5,928
流通股(%)	81.4
流通股市值(人民币 百万)	64,912
3个月日均交易额(人民币 百万)	949
净负债比率(%)	47.9
主要股东(%)	16.2
湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

长沙中联重工科技发展股份有限公司

全面发力, 做大做强

长沙中联重工科技发展股份有限公司(中联重科)是中国工程机械行业的领军企业。公司业务遍及全球并已建立起良好的品牌认知度。我们认为,“十二五”期间,中国的工程机械行业仍将保持较快的增长势头。中联重科将明显受益于城市化进程的稳步推进和基建投资的大幅增长。中联重科是国内少数几家已建立起全球业务平台的工程机械制造商之一。我们预计,未来两年内,公司在国内外市场都将保持快速增长。总体而言,我们预计公司2009-12年间的盈利年均复合增长率将达到56%。

支撑评级的要点

- 中国是全球增长最快的工程机械市场,也将成为未来全球工程机械市场的主要增长动力;
- 根据中国工程机械工业协会提供的数据,按销售收入排名,2009年中联重科是中国第二大、全球第十大工程机械制造商;
- 2007-09年间,中联重科销售收入年均复合增长率达52%,明显高于18%的行业平均水平;我们预计,今后2年公司将保持强劲的增长势头。

评级面临的主要风险

- 固定资产投资低于预期。

估值

- 基于16.7倍2011年市盈率,我们得出中联重科A股的目标价格为19.80元人民币。我们对该股维持**买入**评级。

图表1.投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	13,516	20,654	32,070	49,124	66,060
变动(%)	51	53	54	53	34
净利润(人民币 百万)	1,569	2,372	4,511	7,038	9,423
全面摊薄每股收益(人民币)	0.38	0.57	0.92	1.19	1.59
变动(%)	17.7	51.2	53.3	29.7	33.8
全面摊薄市盈率(倍)	35.9	23.7	14.7	11.3	8.5
每股现金流量(人民币)	0.07	0.32	(0.38)	(0.23)	0.14
价格/每股现金流量(倍)	192.1	42.0	(35.8)	(58.4)	93.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.1	10.0	14.4	8.7	6.8
每股股息(人民币)	0.10	0.30	0.14	0.18	0.24
股息率(%)	0.7	2.2	1.0	1.3	1.8

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

目录

投资摘要.....	3
估值.....	6
公司概况.....	11
竞争优势.....	18
盈利前景.....	24
工程机械行业概览.....	31
风险因素.....	37
未来的发展计划.....	38
研究报告中所提及的有关上市公司.....	43

投资摘要

我们认为，“十二五”期间，中国的工程机械行业将保持较强的增长势头

中联重科是中国工程机械装备制造行业的领先企业，公司业务遍及全球并已建立起良好的品牌认知度

2009年中联重科是中国第二大、全球第十大工程机械制造商

过去几年中，中国的工程机械行业蓬勃发展。工程机械需求一定程度上与固定资产投资（特别是基础设施投资）正相关。2001-09年间，中国工程机械行业总销售收入年均复合增长率达23.9%。

我们认为，“十二五”（2011-2015年）期间，中国的工程机械行业仍将保持较强的增长势头。我们预计，未来三年中，中国工程机械行业销售收入年均复合增长率将达到17-20%，原因主要有以下几点：

- 国内生产总值（GDP）和固定资产投资（FAI）增长强劲；
- 城市化进程加快，基础设施（特别是铁路项目）投资迅速增长；
- 中国高端制造业增长加快，从而推动战略新兴行业的发展和产业升级；
- 节能减排措施的实施（包括钢厂、电厂、水泥生产厂和大规模核电厂的升级改造）；
- 海外市场需求上升。

中联重科是中国工程机械装备制造行业的领军企业，公司业务遍及全球并已建立起良好的品牌认知度。目前，公司提供640余种机械及设备，涵盖13个产品类别的83种不同产品，包括混凝土机械、起重机械、环卫机械、路面及桩工机械、土方机械及物料输送机械与系统。

过去几年中，中联重科在工程机械市场增长迅速，是中国工程机械行业快速增长的直接受益者。07-09年间，公司销售收入年均复合增长率达52%，明显高于18%的行业平均水平。

根据中国工程机械工业协会提供的数据，按销售收入排名，2009年中联重科是中国第二大、全球第十大工程机械制造商。从不同产品的表现来看，2009年在所有中国工程机械制造商中，公司大中吨位塔式起重机销售额名列第一；混凝土泵车与混凝土拖泵（不包括CIFA产品系列）及汽车起重机销量名列第二；履带式起重机销量名列第四。此外，根据辽宁益通的信息，按年度单位销量计算，中联重科自2007年以来一直是中国最大的环卫机械制造商。

收购 CIFA 使得公司成为全球
领先的混凝土机械制造商

我们预计 2009-12 年间公司销
售收入年均复合增长率将达
到 47%

我们预计，2009-12 年间，公
司盈利年均复合增长率将达
到 56%

公司目前拥有并经营九个工业园，其中八个位于中国湖南省、陕西省及上海市，另一个位于意大利塞纳哥。公司非常重视产品研发，并已建立起全球研发平台，在中国及意大利均设有研发设施。截至 2010 年 8 月 31 日，公司在中国拥有 294 项专利。自 2002 年以来，公司每年申请超过 20 项新专利。

此外，中联重科还显示出强大的国际竞争力，是国内少数几家建立起全球业务平台的工程机械制造商之一。2008 年，公司收购了意大利混凝土机械制造商 CIFA。CIFA 公司有长达 80 年的经营历史，在混凝土机械制造领域拥有强大的研发能力。

收购 CIFA 使得公司成为全球领先的混凝土机械制造商。我们认为，收购将逐渐产生协同效应，并有助于公司提高产品的技术含量并大幅拓展海外市场。我们预计，随着海外市场的逐步复苏，未来几年公司的出口销量将快速增长。

中国是增长最快的工程机械市场，也将成为未来全球工程机械市场的主要增长点。展望未来，我们预计中国固定资产投资的强劲增长将成为未来三年推动公司盈利增长的主要动力。我们相信，2011 和 2012 年，公司将保持强劲的增长势头。目前混凝土机械和起重机械是公司的两大收入来源，总共占公司 2010 年上半年总销售收入的 80% 和毛利润的 82% 左右。未来，随着更多新产品的推出，到 2012 年，混凝土机械和起重机械的收入贡献比例可能下降至 66%。土方机械是一个前景广阔的新兴业务领域，2009-12 年间，该业务销售收入年均复合增长率有望达到 157%。到 2012 年，土方机械有望占到公司总销售额的 11.4% 左右，较 2009 年的 2.1% 显著提高。我们预计，2009-12 年间公司销售收入年均复合增长率将达到 47%。

与其他工程机械制造商相比，中联重科的毛利率相对较高。主要原因是公司投入了大量资源进行技术改造、产品创新和服务改善。此外，公司在混凝土机械和起重机械领域都是市场中的佼佼者，因此享有规模经济效应，并能维持可靠和具有成本效益的生产线和优质的供应链。由于公司产品和技术含量较高且享有较高的产品溢价，因此原材料价格波动对其毛利率的影响相对较小。我们预计，未来两年中，公司的毛利率可能保持在 28-29% 的水平。2009-12 年间，公司盈利年均复合增长率估计将达到 56%。

中联重科 A 股的目标价为
19.80 元人民币

鉴于中联重科在国内工程机械市场的领先地位，我们认为三一重工和徐工机械等国内大型工程机械制造商是最为合适的可比公司。估值方面，我们采用了市盈率估值方法，并认为中联重科可以享有比行业平均水平高 10% 的溢价。基于 16.7 倍 2011 年市盈率，我们得出公司 H 股的目标价为 23.50 港币以及 A 股的目标价为 19.80 元人民币，首次评级给予公司 H 股买入评价并重申公司 A 股的买入评级。

估值

2009年中联重科是中国第二大、全球第十大工程机械制造商

国内市场的领军企业

中联重科是中国工程机械装备制造行业的领军企业，公司业务遍及全球并已建立起良好的品牌认知度。公司的核心产品线（包括混凝土机械、起重机械和环卫机械）均享有领先的市场地位。根据中国工程机械工业协会提供的数据，按销售收入排名，2009年中联重科是中国第二大、全球第十大工程机械制造商。此外，收购CIFA还使得公司成为全球领先的混凝土机械制造商。

国内A股市场有一大批上市的工程机械公司，鉴于中联重科在国内工程机械市场的领先地位，我们认为三一重工和徐工机械等国内大型工程机械制造商是最为合适的可比公司。

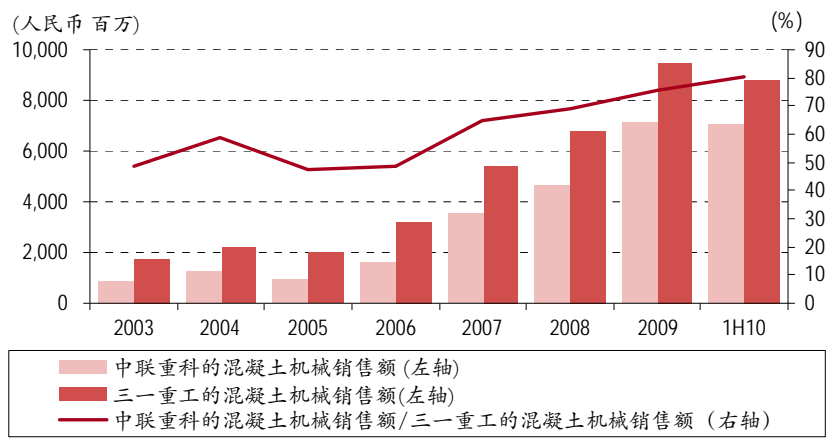
中联重科、徐工机械和三一重工是国内三大工程机械制造商

中国三大工程机械制造商对比

从销售收入来看，中联重科、徐工机械和三一重工是国内三大工程机械制造商。三一重工和中联重科分列混凝土机械领域的前两位，而徐工机械和中联重科分列起重机械领域的前两位。总体来说，中联重科是国内第二大工程机械制造商。

2000年以前，中国的混凝土机械市场还是由普茨迈斯特等外国品牌统治。三一重工和中联重科花了十年的时间从外国品牌手中抢夺市场份额。目前，这两家公司已经占到了国内混凝土机械市场份额的80%以上。2003-09年间，这两家公司的混凝土机械业务都呈现爆发式的增长(中联重科年均增速：43%、三一重工增速：33%)。2010年上半年，中联重科的混凝土机械销售额相当于三一重工同期混凝土机械销售额的80%左右，是有史以来的最高水平。

图表 2. 中联重科和三一重工的混凝土机械销售额对比(2003 至 2010 上半年)

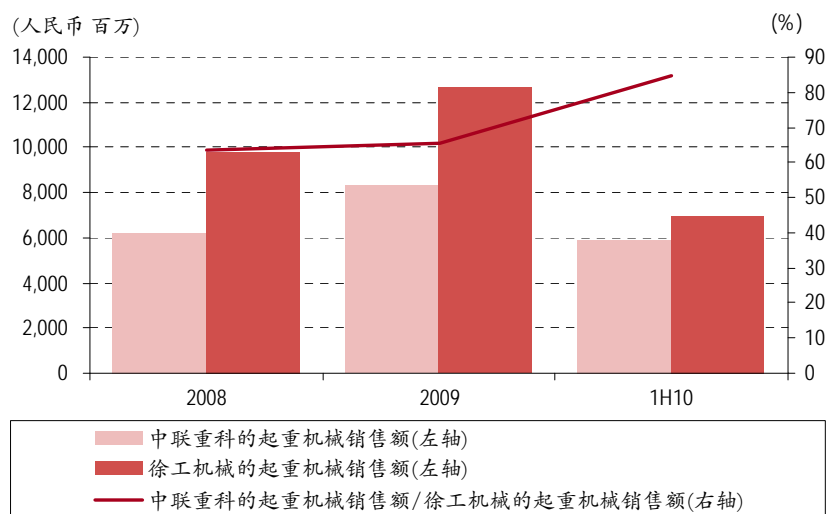


资料来源：公司数据、中银国际研究

根据中国工程机械工业协会提供的数据，汽车起重机是中国工程机械市场上销售额最大的产品，09年占全行业总销售收入的近58%。中联重科和徐工机械是国内起重机械市场的两大领军企业，09年市场份额分别为23%和57%。

过去两年中，中联重科在起重机械市场的份额不断提升。2010年上半年，公司的起重机械销售收入同比增长61%至59.1亿人民币，相当于徐工机械同期起重机械销售收入的85%(高于2008年的62.5%)。

图表 3. 中联重科和徐工机械的起重机械销售额对比(2008 至 2010 上半年)



资料来源：公司数据、中银国际研究

徐工机械在工程机械制造领域已有 50 余年的经营历史。公司拥有多样化的产品组合，但除了起重机械外，公司其他产品在国内工程机械市场的份额相对较小。从总体竞争力来看，我们认为三一重工和中联重科比徐工机械拥有更加积极的扩张计划、更加高效的管理团队和更多的新产品。

图表 4. 中联重科、三一重工和徐工机械的比较

公司名称	中联重科	三一重工	徐工机械
主要产品	混凝土机械	混凝土机械	起重机械
其他产品	起重机械 环卫机械 路面及桩工机械 土方机械 物料输送机械与系统	起重机械 路面机械 桩工机械	土方机械 轮式装载机 路面机械 混凝土机械 高空作业平台
销售收入(人民币 百万)			
2009	20,762	16,496	20,699
2010E	32,070	31,221	26,337
2011E	49,124	44,597	31,760
2012E	66,060	57,682	37,319
同比增速(%)			
2009	53.2	20.0	30.0
2010E	54.5	89.3	27.2
2011E	53.2	42.8	20.6
2012E	34.5	29.3	17.5
净利润(人民币 百万)			
2009	2,497	1,963	1,742
2010E	4,511	5,576	2,445
2011E	7,038	7,979	2,958
2012E	9,423	10,529	3,537
同比增速(%)			
2009	64.5	59.3	16.0
2010E	80.6	184.1	40.4
2011E	56.0	43.1	21.0
2012E	33.9	32.0	19.5
毛利率(%)			
2009	25.7	32.0	19.0
2010E	28.8	36.7	18.9
2011E	28.8	36.3	19.0
2012E	28.3	35.7	19.1
经营利润率(%)			
2009	15.0	17.2	10.2
2010E	17.7	23.2	11.4
2011E	17.5	22.8	11.5
2012E	17.2	22.2	11.7
09 年库存周转天数 (天)	135	96	134
09 年应收帐款周转天数 (天)	178	76	78
09 年应付帐款周转天数 (天)	153	41	49
09 年净资产收益率(%)	33.6	29.4	35.6
2010 年净资产收益率(%)	26.9	32.5	23.2

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

鉴于更高的增长率和更强的盈利可见性，我们认为像中联重科这样的国内重点工程机械制造商应较国际同业享有一定估值溢价

较全球同业享有溢价

在我们的分析中，鉴于中国是全球工程机械行业增长最快的市场，同时与发达国家相比，中国的城市化率仍处于较低水平，因此我们并未将中联重科与全球工程机械公司进行直接比较。未来5-10年中，中联重科等国内市场的领军企业将享有较高的增速。鉴于更高的增长率和更强的盈利可见性，我们认为像中联重科这样的国内重点工程机械制造商应较国际同业享有一定估值溢价。

图表 5.全球工程机械制造商估值对比

公司名称	股票代码	市值 (美元百万)	股价	币种	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产收益率 (%)		每股收益增速 (%)	
					2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
ATCOA.SS	阿特拉斯公司	18,230.2	149.8	克朗	19.2	16.0	6.2	5.1	32.4	31.7	57.2	20.3
6301.JP	日本小松	27,154.4	2261.0	日元	17.9	14.8	2.7	2.4	15.0	16.2	301.2	21.6
TEX.US	美国特雷克斯	2,678.9	24.6	美元	NA	48.0	2.1	2.0	NA	4.1	NA	NA
MTU.FP	法国曼尼通集团	788.6	15.7	欧元	NA	63.8	2.8	2.7	NA	4.3	NA	NA
CAT.US	美国卡特彼勒公司	52,445.5	82.6	美元	23.3	16.5	10.7	10.6	45.7	64.3	200.0	41.3
DE.US	美国迪尔公司	32,357.7	76.3	美元	17.2	14.8	6.5	5.2	37.8	35.2	167.0	16.4
6305.JP	日立建机	5,031.2	1,945.0	日元	43.4	20.2	1.4	1.3	3.2	6.6	140.5	114.3
IR.US	英格索兰公司	13,012.3	40.2	美元	19.9	15.2	2.0	1.8	10.1	11.9	71.4	30.6
5406.JP	神户制钢	7,117.1	190.0	日元	13.6	12.5	1.2	1.1	8.8	8.8	685.7	9.0
042670.KS	斗山工程机械	3,891.7	26,200	韩元	46.5	11.6	3.8	3.0	8.1	26.2	NA	299.1
6302.JP	住友重工	3,798.3	514.0	日元	17.7	14.8	1.4	1.2	7.7	8.4	50.9	19.4
009540.KS	现代重工	24,766.4	369,500	韩元	8.5	10.1	2.0	1.7	24.0	17.1	30.0	(15.6)

资料来源：彭博、中银国际研究预测

估值

我们认为，市盈率可以作为中联重科估值的一个简单、有效的方法。为更好的反映未来前景，我们采用了2011年市盈率作为估值基准。我们的目标市盈率是根据所选可比公司的2011年市盈率得出。

市盈率法得出的A股的目标价为19.80元人民币

我们预计，未来两年中，公司将持续改善其产品组合，挖掘机等产品的销售额将大幅提高。挖掘机产品有着巨大的市场发展潜力和较高的利润率。在利润率和技术含量较高的挖掘机领域，国内品牌的市场份额将越来越大。此外，中联重科还显示出强大的国际竞争力，我们预计未来两年中公司在本地和海外市场都将持续快速增长。

我们看到，投资者普遍认为中联重科和三一重工是国内最好的工程机械制造商。鉴于其领先的市场地位、更高的利润率、较高的净资产收益率和更大的增长潜力，因此我们认为中联重科应较徐工机械等其他国内工程机械竞争对手享有 10% 溢价。基于 16.7 倍 2011 年市盈率，我们得出公司 H 股的目标价为 23.50 港币以及 A 股的目标价为 19.80 元人民币，首次评级给予公司 H 股**买入**评价并重申公司 A 股的**买入**评级。

图表 6. 中国工程机械股

公司名称	评级	每股收益(人民币)			市盈率(倍)		净资产收益率(%)		每股收益增速(%)		市净率(倍)	
		2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E
工程机械制造商												
三一重工	买入	0.43	1.10	1.37	20.3	16.3	39.9	23.4	158.3	24.4	8.1	3.8
山河智能	持有	0.36	0.51	0.67	30.5	23.3	9.8	12.0	41.8	30.8	3.0	2.8
山推股份	买入	0.56	1.17	1.45	15.8	12.7	23.2	24.1	110.6	24.2	3.7	3.1
徐工科技	买入	1.97	2.72	3.26	18.8	15.7	21.8	20.2	38.3	19.7	4.1	3.2
柳工	买入	1.33	2.50	2.84	15.6	13.7	29.4	21.1	88	14	3.7	2.4
安徽合力	持有	0.31	0.94	1.22	19.8	15.3	14.1	16.1	201.0	29.3	2.8	2.5
中国龙工	买入	0.19	0.35	0.39	10.6	9.5	31.7	31.1	85	12	3.9	3.4
平均		0.73	1.33	1.60	18.8	15.2	24.3	21.2	103.2	22.0	4.2	3.0
其他机械制造商												
太原重工	买入	0.77	0.96	1.06	27.3	24.6	19.7	18.4	23.4	10.8	5.4	4.5
天地科技	买入	1.05	0.87	1.15	25.4	19.3	29.5	29.6	(16.8)	31.3	7.5	5.7
天马股份	持有	0.53	0.65	0.76	25.9	22.2	25.8	24.5	23.2	16.3	6.7	5.4
郑煤机	买入	1.13	1.45	2.15	29.0	19.6	19.1	22.6	28.7	48.3	5.5	4.4
众和机电	买入	0.34	0.37	0.73	65.4	33.6	16.3	24.9	11.3	94.6	10.6	8.4
盾安环境	买入	0.43	0.59	0.79	40.3	30.3	11.7	13.7	37.6	33.1	4.7	4.2
中国一重	买入	0.26	0.16	0.25	44.8	29.1	7.1	9.8	(37.1)	54.0	3.2	2.9
平均		0.64	0.72	0.98	36.9	25.5	18.5	20.5	10.0	41.2	6.2	5.1
中联重科 - H 股	买入	0.51	0.92	1.19	16.4	12.6	26.9	19.8	80.6	29.7	4.5	2.6
中联重科 - A 股	买入	0.51	0.92	1.19	14.7	11.3	26.9	19.8	80.6	29.7	4.0	2.2

资料来源：公司数据

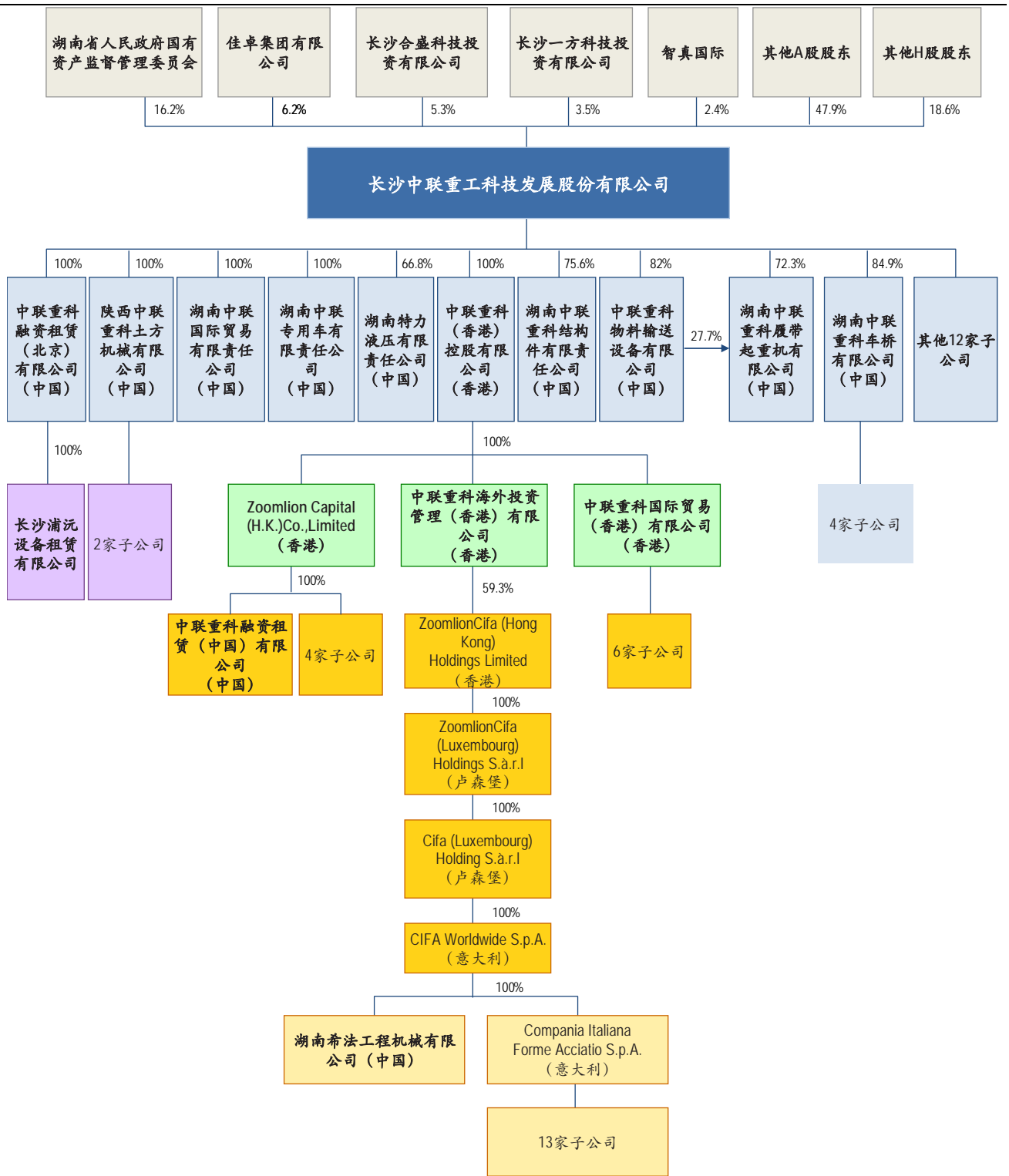
中联重科是中国第二大工程
机械制造商

公司概况

中联重科是中国第二大工程机械制造商。公司于 1992 年成立，注册资本 19.71 亿人民币。根据中国工程机械工业协会提供的数据，按销售收入排名，09 年中联重科是中国第二大、全球第十大工程机械制造商，同时也是全球领先的混凝土机械制造商。

公司主要从事起重机械、混凝土机械、环卫机械、路面及桩工机械和土方机械的设计、研发、制造和销售。目前，公司产品销往全球 70 多个国家。中联和 CIFA 在国内国外都是知名品牌。

图表 7. 公司业务架构



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 8. 丰富和多样的产品组合



资料来源：公司数据、中银国际研究

过去几年，得益于行业的快速增长，中联重科发展迅猛，公司 07-09 年的销售收入年均复合增长率达到 52%。目前，中联以起重机械和混凝土机械作为主打产品，占到 10 年上半年总销售额的 80% 左右。

图表 9. 营业收入组成

(人民币, 百万)	2007	占比%	2008	占比%	2009	占比%	10 年上半年	占比%
产品线								
混凝土机械	3,509	39	4,682	35	7,157	35	7,037	45
起重机械	4,206	47	6,237	47	8,298	41	5,910	38
环卫机械	564	6	871	6	1,230	6	710	5
路面及桩工机械	487	5	610	5	787	4	539	3
土方机械	-	-	116	1	445	2	450	3
物料输送机械及系统	0	0	261	2	873	4	281	2
其他机械产品	193	2	635	5	1,575	8	808	5
总计	8,959		13,412		20,365		15,735	

资料来源：公司数据、中银国际研究

中联重科和三一集团主导了国内的混凝土机械市场，合计市场份额在 80% 以上

混凝土机械

公司提供一系列供各种商业和住宅建筑工地以及基建项目使用的混凝土生产、运输和铺设的混凝土机械，主要包括混凝土泵车、混凝土拖泵、混凝土布料机及混凝土搅拌站。

由于过去几年我国不断加大固定资产投资，同时地方政府也开始限制现场混凝土搅拌，因此 07-09 年中联重科的混凝土机械销售额保持了 43% 的较高年均复合增长率，09 年达到 72 亿人民币。10 年上半年，公司报告该分部销售额再次同比增长 99% 至 70 亿人民币，毛利率从上年同期的 27.9% 扩大至 31%。

目前，中联重科和三一集团主导了国内的混凝土机械市场，合计市场份额在 80% 以上。以销量来看，中联重科已经成为国内第二大混凝土机械制造企业。09 年混凝土泵车市场份额为 37.7%，仅次于三一集团的 50.1%。

起重机械

中联重科与徐工集团在汽车起重机械市场占据主导地位，合计市场份额约 80%

起重机主要在基础设施、建筑物和制造设施的建设、维修和养护作业中使用，用于起吊和运送设备和物料。

公司的起重机械销售额迎来了爆发式增长(09 年从 07 年的 42 亿人民币增长至 83 亿人民币，07-09 年均复合增长率为 40.5%)。10 年上半年，起重机械业务销售额再度同比增长 61%，毛利率从上年同期的 23.9% 扩大至 27.6%，主要得益于销量扩大及产品组合优化。

汽车起重机是该业务的主打产品，占到 09 年业务总销量的 77%。预计目前公司正在研制用于核电建设的第三代大型履带式起重机，起吊能力将达到 3,200 吨，是目前国内最大的起重机之一。

目前，中联重科与徐工集团在汽车起重机械市场占据主导地位，合计市场份额约 80%。销量方面，中联重科在国内汽车起重机械领域排名第二。09 年，中联重科的市场份额为 23.1%，仅次于徐工的 57.2%。

图表 10. 我国主要起重机生产商的市场份额

(%)	汽车起重机	履带起重机	塔式起重机	塔式起重机(大中型)
徐工集团	57.2	17.4	0	0
中联重科	23.1	16.4	5.40	0
三一集团	4.4	28.6	0	9.80
抚挖重工	1.1	30.1	0	0

资料来源：中国工程机械工业协会、中银国际研究

09年中联重科在我国环卫机械市场排名第一

环卫机械

环卫机械用于城区清洁、维护和处理家用固体垃圾。根据辽宁益通的统计数据，中联重科在我国环卫机械市场排名第一，09年市场份额为12.7%，远远领先于排名第二的湖北程力专用汽车公司的7.2%。根据销量，公司的清洗车市场份额高达66%，而扫路车也有59%。该业务的主要产品都是由政府采购，我们相信公司已经与政府建立起了牢固的长期合作关系。

图表 11. 主要生产商按销量排名(09年)

	销量(台)	市场份额(%)
中联重科	1,762	12.7
湖北程力专用汽车公司	992	7.2
航天晨光	912	6.6
福建龙马环卫装备	741	5.3
北京市清洁机械厂	721	5.2
我国总计	13,873	

资料来源：中国工程机械工业协会、公司数据、中银国际研究

07-09年该业务的销售额年均复合增长率为48%。10年上半年，公司公告分部销售额同比增长50%至7.1亿人民币，毛利率从上年同期的29.3%提升至33%。随着未来政府进一步加大对城市居民生活环境的投入，我们看好该分部的发展前景。

随着 11 年末位于陕西省渭南的新生产基地投入使用，公司的土方机械业务将实现较快增长，届时有望成为公司核心业务部门之一

土方机械

土方机械广泛应用于道路、采矿及其他类型的建筑工程。公司的土方机械包括挖掘机、装载机及推土机。

08 年，公司以收购在土方机械行业拥有超过 40 年历史的陕西省新黄工机械的方式进入了该市场。收购一年之后，公司的挖掘机产量从 30 辆扩大到 602 辆，抢占了国内市场 0.6% 的市场份额。10 年上半年，产量进一步扩大至 800 辆，比 09 年产量超出 33% 左右。此外，09 年公司的推土机产量同比增长 44% 至 325 辆，占据国内市场 3.4% 的份额。

目前，公司的土方机械业务规模相对较小，09 年仅占公司总销售收入的 2.1%。展望未来，随着 11 年末位于陕西省渭南的新生产基地投入使用，公司的土方机械业务将实现较快增长，届时有望成为公司核心业务部门之一。

路面及桩工机械

公司也生产用于道路和高速公路修路及养护的多种路面机械。07-09 年，分部销售收入年均复合增长率达到 27%，09 年收入达到 7.87 亿人民币。10 年上半年，销售收入为 5.39 亿人民币，占公司总收入的 3.4%；同时产能扩张势头迅猛，从 07 年的 500 辆提高至 880 辆。

图表 12. 中联重科的产能与利用率

产品	2007			2008			2009			截至6月30日的六个月内		
	产能	产量	利用率 (%)	产能	产量	利用率 (%)	产能	产量	利用率 (%)	产能	产量	利用率 (%)，年化
混凝土机械												
混凝土泵车	780	1,186	152	1,044	939	90	2580	1,812	70	3,900	1,707	88
混凝土搅拌运输车	1,100	966	88	1,600	1,587	99	5,760	3,220	56	8,760	3,673	84
混凝土搅拌站	110	94	85	250	227	91	450	395	88	1,200	420	70
	1,990	2,246		2,894	2,753		8,790	5,427		13,860	5,800	
起重机械												
汽车起重机(包括全路面汽车起重机)	3,000	4,323	144	4,000	4,872	122	6,000	7,804	130	6,000	6,080	101
履带式起重机	200	118	59	200	319	160	600	182	30	600	165	55
塔式起重机	1,100	1,070	97	1,600	1,548	97	1,800	1,678	93	3,500	2,225	127
	4,300	5,511		5,800	6,739		8,400	9,664		10,100	8,470	
环卫机械												
扫路车	1,000	744	74	1,000	1,124	112	1,800	1,433	80	2,500	967	77
清洗车	500	387	77	500	793	159	1,000	836	84	1,500	458	61
垃圾压缩机转运车	500	512	102	500	554	111	1,000	946	95	1,500	543	72
	2,000	1,643		2,000	2,471		3,800	3,215		5,500	1,968	
路面及桩工机械												
道路施工机械	260	290	112	360	359	100	400	279	70	480	219	91
旋挖钻	240	87	36	240	103	43	385	142	37	400	102	51
	500	377		600	462		785	421		880	321	
土方机械												
挖掘机	0	0		300	30	10	1,000	602	60	2,790	800	57
推土机	0	0		800	225	28	800	325	41	800	287	72
	-	-		1,100	255		1,800	927		3,590	1,087	

资料来源：公司数据、中银国际研究

01-09年公司的净利润年均复合增长率为48%

竞争优势

过去十年，公司的业绩增长交出了一份令人惊讶的答卷，01-09年间收入和净利润的年均复合增长率分别达到64%和48%，而其出色的执行力和富有远见的公司治理功不可没。

国内市场的领跑者、拥有最丰富的产品组合

根据中国工程机械工业协会的统计，目前公司是我国第二大工程机械制造商及全球第十大工程机械制造商，是产品种类最多样化的公司之一，目前提供超过640种型号的机械及设备，涵盖13个产品类别的83种不同产品，包括混凝土机械、起重机械和环卫机械，根据09年的销量计算，市场份额从10-38%不等。

我们相信，提供多元化且全面的产品将有利于公司更好的把握国内外工程机械行业未来发展所带来的机遇。公司的所有核心产品线在国内均拥有领先的市场地位，包括混凝土机械、起重机械和环卫机械。按年度销量计算，公司自07年以来一直是中国最大的环卫机械制造商。

图表 13.09年中联重科各类产品市场份额

产品线	排名	市场份额(%)	市场规模(辆)
混凝土机械			
混凝土泵车	2	37.7	4,893
混凝土拖泵	2	25.6	5,252
混凝土搅拌运输车	4	14.3	22,152
混凝土搅拌站	4	8.4	4,561
起重机械			
汽车起重机	2	23.1	27,263
履带式起重机	4	16.4	1,043
(大中吨位)塔式起重机	1	9.8	128
环卫机械	1	12.7	13,873

资料来源：中国工程机械工业协会，中银国际研究预测

全球布局，扩张网络

08年9月，公司收购意大利领先的工程机械生产商 Compagnia Italiana Forme Acciaio SpA(CIFA)公司 60%的权益。CIFA 年产 1,200 辆混凝土泵车和 3,000 辆混凝土搅拌机，是中联重科 08 年产能的 115%和 188%。CIFA 的行业历史超过 80 年，同时在西欧混凝土机械市场的份额超过 20%，我们认为此次收购将有助于中联重科成为全球领先的混凝土机械制造商，有利于品牌认知度的提高。

公司在全球范围内以“中联”及“CIFA”两个品牌进行销售，这两个品牌因为产品的高质量和出色的性能而获得了很高的客户认知度和忠诚度。中联和 CIFA 产品线所推出的产品都通过遍布于国内的广泛销售网络进行销售。

公司的产品通过广泛的海外销售网络销往 70 多个不同国家，包括 88 家第三方经销商、14 个服务中心及 15 间零部件仓库。公司在国内的销售网络已覆盖全国所有省份及自治区逾 300 个城市，共有 958 个经销店、863 个服务中心和 532 个零部件仓库。而且，近期公司将继续加强其在亚洲、北美、中东、南美和非洲的经销和服务网络建设。

图表 14.按地区划分的中联重科销售收入组成(2007-10 年上半年)

地区	2007		2008		2009		09 年上半年		10 年上半年	
	(人民币, 百万)	% (人民币, 百万)	(人民币, 百万)	% (人民币, 百万)	(人民币, 百万)	% (人民币, 百万)	(人民币, 百万)	% (人民币, 百万)	(人民币, 百万)	%
中国										
—华北	2,127	23.7	3,275	24.2	5,350	25.8	2,263	24.5	4,249	26.4
—华南	1,354	15.1	1,525	11.3	2,498	12.0	726	7.9	1,923	12.0
—华东	2,199	24.5	2,659	19.6	3,654	17.6	1,635	17.7	3,260	20.3
—西部	961	10.7	1,798	13.3	3,441	16.6	1,971	21.4	3,049	19.0
—中部	1,576	17.6	1,523	11.2	3,204	15.4	1,560	16.9	2,684	16.7
小计	8,216	91.6	10,780	79.6	18,147	87.4	8,155	88.4	15,166	94.3
海外										
—欧洲	83	0.9	794	5.9	1,929	9.3	715	7.7	587	3.6
—亚洲	513	5.7	1,372	10.1	335	1.6	198	2.1	168	1.0
—其他	161	1.8	602	4.5	351	1.7	159	1.7	168	1.1
小计	757	8.4	2,768	20.4	2,615	12.6	1,072	11.6	923	5.7
总计	8,973	100.0	13,548	100.0	20,762	100.0	9,227	100.0	16,089	100

资料来源：公司数据、中银国际研究

领先的中国工程机械行业标准的开发者和制定者， 拥有强大的新产品开发能力

中联重科因为其出色的研发能力而享誉全国。05年公司被评为国家级企业技术中心，曾协助制定逾180项现行的国家和行业标准，包括中国首项混凝土泵车的行业标准。此外，公司亦拥有中国工程机械行业中唯一的建设机械关键技术国家重点实验室。目前，实验室在全球范围拥有超过3,000名工程师和技工，其中17人是享受国务院特殊津贴的专家。而且，我们相信08年公司对CIFA技术的整合将进一步提升公司的创新能力，尤其是在混凝土机械领域。

10年3月，由公司自主创新、自主研发制造的全球最大水平臂上回转自升塔式起重机在武汉与中铁大桥局集团有限公司正式签约。该塔机最大起重能力240吨、起升高度210米，相当于一次将60头成年大象吊高到70层楼的高度。同时值得一提的是：该产品从设计到交付使用仅有9个月，这种超短的交付期在超大型塔机制造史上绝无仅有。标志着我国工程设备的制造技术取得重大突破。

07年-10年上半年，中联重科共投入5.13亿人民币研发资金，推出超过770种新产品。我们期待公司在近期推出其他的新产品，相信未来公司将把提升研发能力作为发展的重点。

图表 15. 中联重科的技术创新

- 推出六臂混凝土泵车，大幅提高了混凝土的最大浇注范围；
- 推出QAY180吨、QAY220吨和QAY350吨全地面起重机，拥有行业领先的起重能力；
- 推出D5200塔式起重机，是首个起吊能力超过5,200吨的塔式起重机；
- 推出首台起重能力超过1,000吨的QUY1000履带式起重机。

资料来源：公司数据、中银国际研究

收购能力得到证明

我们认为中联重科的成功最重要的因素之一是其出色的管理团队。董事长兼首席执行官詹纯新博士于10年获得袁宝华企业管理金奖，这是授予中国企业总裁的最高奖项。在公司管理团队丰富的行业知识、运营经验的指导下，公司成功完成了一系列收购项目。03年，公司收购湖南浦沅工程机械有限公司，开始了新的起重机业务，同年公司收购中标实业，进军环卫机械业务。08年，公司通过收购新黄工机械进入挖掘机和推土机市场，通过收购华泰机械设备加强了其物料输送机械业务的实力。公司最近、且规模最大的一次收购是在08年9月购买CIFA60%的股权。

展望未来，我们相信公司将保持其在国内工程机械行业的领先地位，未来几年挖掘机和环卫机械业务有望实现快速增长，并成为公司未来两大核心盈利增长动力。

极具竞争力的成本结构及产品质量控制系统

我们相信公司庞大的业务规模将使公司享有规模经济效益，并且维持可靠和具有成本效益的生产线和优质的供应链。

凭借自身的购买力，公司能够与主要原材料和零部件供应商订立战略合作框架协议，此外，公司完全有能力吸引供货商在公司的装备设备邻近区域建立生产设施，以便公司密切监控零部件质量并将运输、存货及仓储的成本减至最低。通过收购主要零部件制造商，公司将获取稳定的优质零部件供应。

公司注重资源整合，其先进的管理系统有助于优化资源配置和高效的控制成本。通过实施严格的质量控制体系，公司有保证产品质量。公司的产品还获得国内相关政府机构和独立国际认证机构发出的多项国内和国际认证，包括中国质量认证中心颁发的中国强制性产品质量及安全认证、以及德国的独立认证机构 TÜV Rheinland 和 TÜV SÜD 发出的产品质量 CE 认证。

通过融资租赁服务提升竞争力

目前公司通过设立于北京的中联融资租赁公司(中国)向其客户直接提供融资租赁服务。公司已经获得商务部及国内、香港、澳大利亚、意大利和俄罗斯相关部门的批准开设融资租赁公司。租赁协议通常为 2 年到 4-5 年，需要预付产品总价的 5-20%，并支付额外的 5-10% 作为定金，将在租赁到期，货款支付全部完成后返还。我们认为这种支付方法为客户提供了更大的灵活性，将受到客户的欢迎。我们了解到融资租赁服务在海外十分普遍，公司推出此项服务将有利于提升其在国内市场的竞争力。

拥有经验丰富的管理团队

公司在工程机械行业的历史超过 18 年，管理层同样也累积了丰富的经验。董事长兼首席执行官詹纯新博士在工程机械行业拥有逾 32 年的经验，对于工程机械行业理解深刻。管理团队的核心成员包括：

詹純新，55 岁，为公司董事长兼首席执行官。詹博士自 1999 年公司成立以来一直出任董事，并从 2001 年开始出任董事长。詹博士目前兼任中联保路捷股份有限公司、湖南特力及中辰钢品工程等多家公司子公司董事长，出任中联重科(香港)控股有限公司、中联重科国际贸易、Zoomlion Trading (香港)及中联重科租赁(香港)董事。詹博士于 1994 年 1 月成为享受国务院政府特殊津贴的专家，1995 年获得建设部认可成为高级工程师，于 1997 年 9 月获得建设部认可成为管理及工程专业研究员级高级工程师。詹博士曾于建机院担任多个高级职位，包括从 1992 年 2 月-1996 年 7 月任建机院副院长，1996 年 7 月-2008 年 12 月任建机院院长。詹博士也担任多项公职。03 年詹博士获委任成为第十届全国人民代表大会代表。08 年 9 月起担任中国企业家协会及中国企业联合会副主席。詹博士曾获得多项称号及奖项，包括于 1996 年 3 月被评为 1994-1995 年建设部年度优秀领导干部，于 2000 年 4 月评为全国先进工作者，2002 年评为首届全国工程机械工业优秀企业家，2003 年 12 月评为 2003 年中国企业十大新闻人物，2004 年 3 月评为第三届全国优秀创业企业家，2004 年 12 月评为全国工程机械工业明星企业家，2008 年被建设部评为有突出贡献的中青年科学、技术及管理专家，2009 年 1 月评为 2008 年全国最受关注企业家，2010 年 5 月获颁发表宝华企业管理金奖(中国企业管理最高奖项)。詹博士于 2000 年获得西安市西北工业大学航空工程硕士学位，并于 2005 年 12 月获得中国西安市西北工业大学系统工程博士学位。詹博士拥有超过 32 年的工程机械行业经验，对工程机械行业有深入了解。詹博士持有长沙合盛已发行股本约 30%，而长沙合盛与长沙一方合共持有中联重科全部已发行股本（不含 H 股）约 10.7%。

图表 16. 中联重科管理团队

姓名	年龄	职务	加入公司日期	委任日期
詹纯新	55	董事长兼首席执行官	1999年8月31日	1999年8月8日
张建国	51	高级总裁	1999年8月31日	2007年8月1日
殷正富	54	高级总裁	04年9月9日	07年8月1日
何建明	48	高级总裁	01年4月17日	07年8月1日
杜幼琪	52	高级总裁	99年8月31日	07年11月13日
方明华	53	高级总裁	99年8月31日	08年9月1日
王春阳	55	高级总裁	04年9月27日	08年9月1日
许武全	53	高级总裁	99年8月31日	10年7月23日
熊焰明	46	副总裁	99年8月31日	06年8月20日
苏用专业、	38	副总裁	04年9月9日	06年8月20日
郭学红	48	副总裁	04年9月10日	06年8月20日
孙昌军	48	副总裁	05年1月1日	06年8月20日
李江涛	47	副总裁	99年8月31日	08年9月1日
洪晓明	47	副总裁兼首席财务官	09年10月30日	10年1月5日
何文进	40	副总裁	08年6月15日	10年7月23日
万钧	38	副总裁	07年2月5日	10年7月23日
陈晓非	47	副总裁	99年8月31日	10年7月23日
陈培亮	38	副总裁	02年9月23日	10年7月23日
王玉坤	44	首席信息官	08年8月25日	10年7月23日
申柯	39	公司秘书	99年12月23日	10年7月23日

资料来源：公司数据

SWOT 分析

图表 17. 中联重科—SWOT 分析

优势	劣势
<ul style="list-style-type: none"> ■ 在海内外市场都是领先的工程机械制造商。据 CCMA 统计，09 年中联重科是我国第二大工程机械制造商，全球第十大制造商。同时公司也是我国最大的环卫机械生产企业。 ■ 管理团队经验丰富，在工程机械领域拥有超过 20 年的经验。10 年 5 月公司首席执行官詹纯新博士获得袁宝华企业管理金奖，是我国企业管理领域的最高荣誉。 ■ 全球布局，中联和 CIFA 两个品牌认知度较高。 ■ 技术领先、拥有世界级的研发能力。公司获得数个国家级大奖，05 年被任命为国家级企业研发中心。 ■ 盈利增长稳健，01-09 年的收入年均复合增长率为 64%，远远超越行业平均水平 24%。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 固定资产投资可能低于预期、房地产开发投资可能下滑。 ■ 公司可能会因为过快扩张而产生负债。 ■ 受到钢价变动和汇率走势的影响。
机遇	挑战
<ul style="list-style-type: none"> ■ “西部开发战略”、保障房建设和城市化加快等大规模的固定资产投资将拉动对工程机械的需求。 ■ 政府鼓励工程机械行业通过行业整合实现增长，这对中联这样的大型企业有利。 ■ 有利的政策环境促进环保及相关行业发展，对于中联产品链中所覆盖的城市污水处理等业务有利。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 本已非常激烈的市场竞争可能进一步加剧 ■ 固定资产投资放缓、政府对基建及其他工程建设活动支出减少。 ■ 钢价走高导致利润率缩窄。

资料来源：中银国际研究

盈利前景

预计未来三年中联重科的盈利增长将主要由我国迅猛的固定资产投资增长所拉动

中国是工程机械增长最快的市场，预计将成为全球工程机械市场的主要增长点。我们预计未来三年中联重科的盈利增长将主要由我国迅猛的固定资产投资增长所拉动。

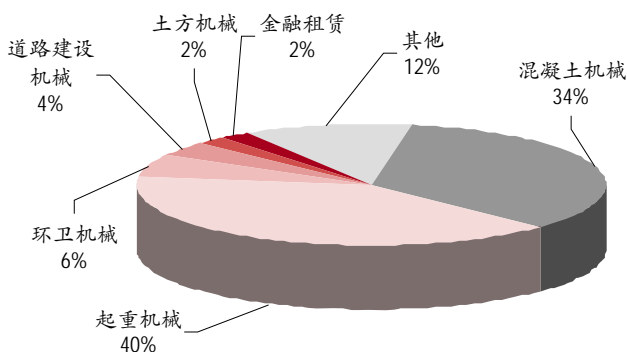
我们预计 11-15 年我国工程机械行业将保持较快的增长速度。近年来，我国的城市化进程加快，这是我国工程机械行业发展的重要动力。由于我国的城市化水平相比发达国家还处于较低水平，我们认为未来成长的空间还很大。固定资产投资一直都是我国经济发展的重要力量。预计不断增长的固定资产投资，尤其是铁路和城市轨道建设将继续对国内的工程机械行业提出巨大需求。

预计 09-12 年中联的销售总额年均复合增长率为 47%

强劲的销售收入增长

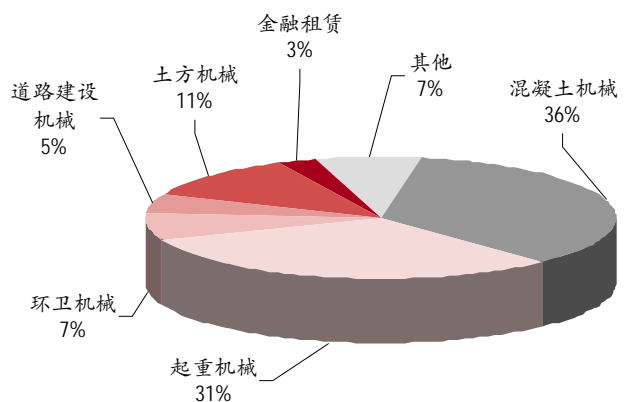
10 年上半年，中联重科的两大盈利部门混凝土机械和起重机械占到公司总收入和总毛利的 80%和 82%。随着新产品不断推出，预计 12 年这两项业务的合计收入占比将下滑到 66%。土方机械是一个充满希望的新兴业务，预计 09-12 年的销售收入年均复合增长率将达到 157%，占公司 12 年收入的 11.4%(09 年仅为 2.1%)。我们预计 09-12 年中联的销售总额年均复合增长率为 47%。

图表 18. 中联重科收入组成(2009)



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 19. 中联重科收入组成 (2012E)



资料来源：公司数据、中银国际研究

我们相信 2001-2009 年中联的
混凝土机械销售年均复合增
长率达到 52%

我们预测公司 2010 及 2011 年
混凝土机械销售收入将分别
同比增长 82% 及 46% 至 130 亿
和 190 亿人民币

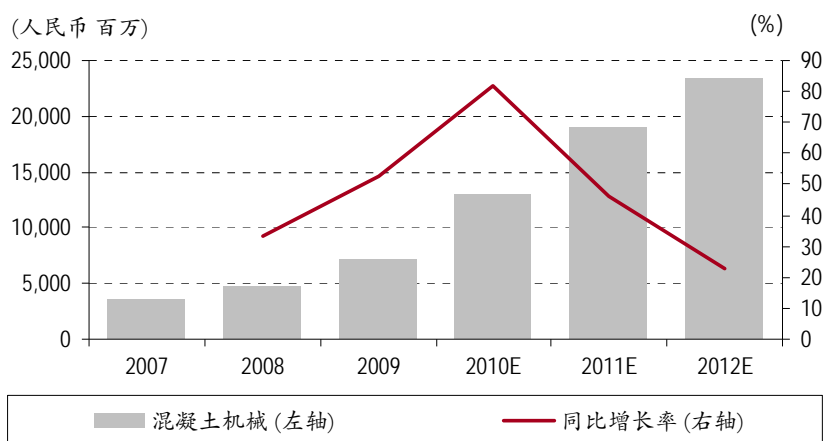
混凝土机械

混凝土机械主要包括混凝土泵车、混凝土拖泵、混凝土搅拌运输车及混凝土搅拌站。根据辽宁益通资料，目前在中国销售的混凝土泵车、混凝土拖泵和混凝土搅拌运输车中，逾 90% 都由中国生产商制造。中国生产商所占市场份额较大，主要是由于中国的制造成本较低，与国外品牌相比具有价格优势。根据《中国工程机械工业年鉴》及中国工程机械工业协会数据，2001-2009 年混凝土泵车的年均复合增长率为 39.1%。同时，我们相信 2001-2009 年中联的混凝土机械销售年均复合增长率达到 52%，远高于行业平均水平。

我们认为，中国混凝土机械行业拥有巨大的增长潜力。二三线城市大量的建设项目为混凝土机械带来了庞大的需求。与主要城市及沿海发达地区相比，中国相对欠发达地区对混凝土机械的需求增长迅速，如中西部地区。此外，国内仍未普遍使用预拌混凝土，但许多城市（包括二三线城市）已对现场搅拌混凝土实行限制，这将对混凝土搅拌站和混凝土泵车的需求产生推动效应。

一直以来，混凝土机械都是公司利润和收益的主要来源。就销售量而言，中联是中国混凝土泵车和混凝土拖泵领域的第二大生产商。我们预测公司 2010 及 2011 年混凝土机械销售收入将分别同比增长 82% 及 46% 至 130 亿及 190 亿人民币。

图表 20. 混凝土机械销售收入 (2007-12E)



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

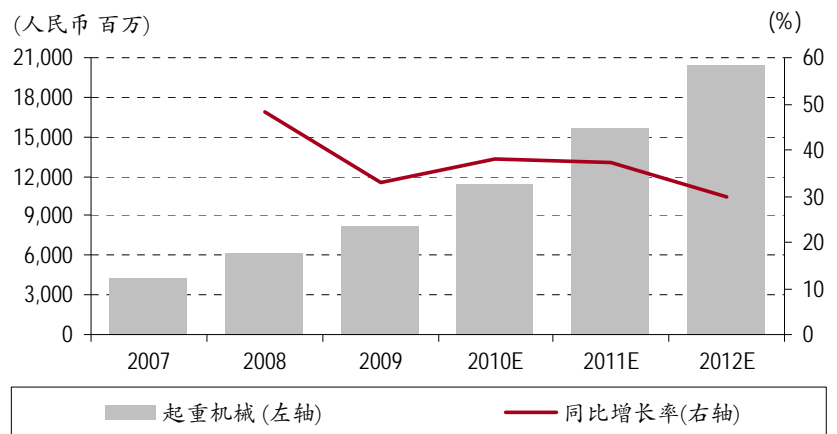
我们预测公司2010及2011年起重机械销售收入将分别同比增长38%及37%至115亿及157亿人民币

起重机械

起重机械主要包括汽车起重机、履带式起重机及塔式起重机。根据中国工程机械工业协会资料，2009年中国汽车起重机的销售收益占起重机整体收益的57.6%，高于其他产品。在起重机械领域，徐工集团、中联、三一集团及抚挖重工机械股份有限公司是四大主要生产商。徐工集团及中联共同占有汽车起重机市场的绝大部分份额。

我们相信，受多个大型建设项目[包括城市改建项目、风电场项目、核电厂项目及其他节能减排项目（包括钢厂、电厂及水泥厂的翻修项目）]的推动，起重机械市场具备增长潜力。我们预测公司2010及2011年起重机械销售收入将分别同比增长38%及37%至115亿及157亿人民币。

图表 21.起重机械销售收入 (2007-2012E)



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

随着中国挖掘机生产商生产技术的提高、资本支出的增加以及关键要素品质的改善, 我们相信, 用国内产品替代进口产品将成为挖掘机领域的行业趋势

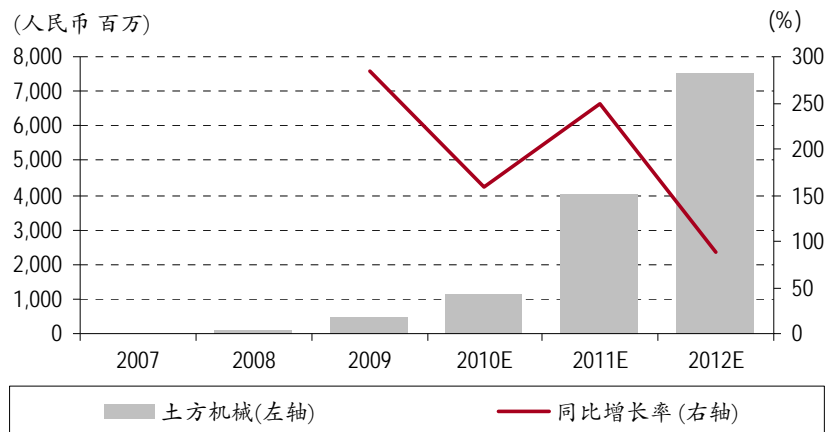
土方机械

公司在土方机械领域的主要产品是挖掘机。根据《中国工程机械工业年鉴》及中国工程机械工业协会资料，2001-2009年中国挖掘机销量的年均复合增长率为29.1%。

挖掘机市场的特殊之处在于，目前在中国销售的挖掘机70%都是进口品牌（工程机械的其他领域则没有这种现象），这主要是由于挖掘机的技术要求比其他工程机械高。然而，随着中国挖掘机生产商生产技术的提高、资本支出的增加以及关键零部件品质的改善，我们相信，用本土品牌替代进口品牌将成为挖掘机领域的行业趋势。同时，挖掘机在发达国家被广泛使用，甚至取代了一部分轮式装载机。随着下游客户不断寻求更优质的产品以应对更复杂的工作环境，我们预测在国内市场上挖掘机将逐步取代装载机。

我们相信，挖掘机市场发展潜力巨大。由于中联目前的挖掘机销售基数相对较小，公司近期可能出现井喷式增长。我们预测公司 2010 及 2011 年土方机械销售收入将分别同比增长 158% 及 250% 至 11.5 亿及 40 亿人民币。

图表 22. 土方机械销售收入(2007-12E)



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

我们预测公司 2010 及 2011 年环卫机械销售收入将分别同比增长 43% 及 90% 至 18 亿及 33 亿人民币

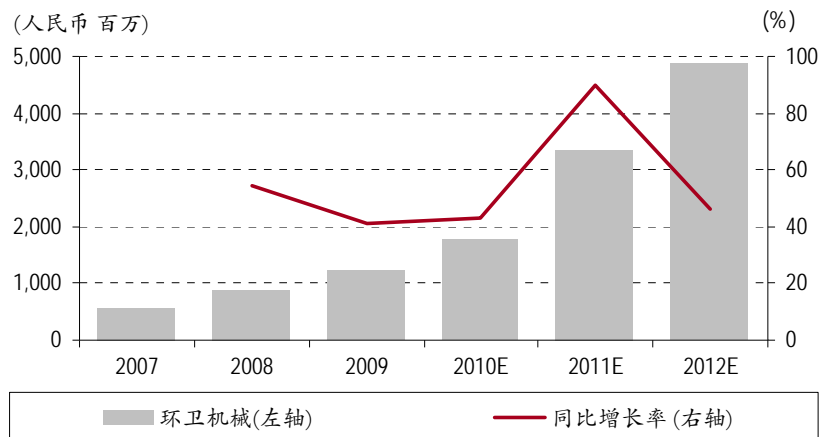
环卫机械

公司的主要环卫机械产品包括清洗车、扫路车和扫雪车。根据辽宁益通资料，就销售量而言，中联在 2009 年国内环卫机械市场中排名第一。

随着中国城市化进程的持续，环卫问题成为各级城市改善居民生活环境、创造更洁净环境的一项重点工作。我们相信，二三线城市及新城镇的人口增长将成为环卫机械市场发展的主要推动力。此外，除废物清理和收集机械外，对具有回收及其他先进功能的环卫机械的需求将不断提升。

我们相信，未来中联将继续保持其在环卫机械领域的主导地位。我们预测公司 2010 及 2011 年环卫机械销售收入将分别同比增长 43% 及 90% 至 18 亿及 33 亿人民币。

图表 23. 环卫机械销售收入(2007-12E)



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

其他业务

融资租赁和配件服务作为辅助性业务, 亦将对公司未来销售增长产生推动

融资租赁和配件服务作为辅助性业务, 亦将对公司未来销售增长产生推动。如中联成为中国第一家获得在国内设备租赁市场中开展融资租赁服务许可的工程机械制造商, 公司将从中获得巨大的收益。我们认为, 融资租赁服务将为顾客提供更为灵活的付款方式、提升顾客认知度和品牌忠诚度, 同时推动产品的总体销售。我们相信, 作为该领域的市场先行者, 中联享有极大的竞争优势。此外, 中联亦是道路工程机械领域的主要生产商。

出口

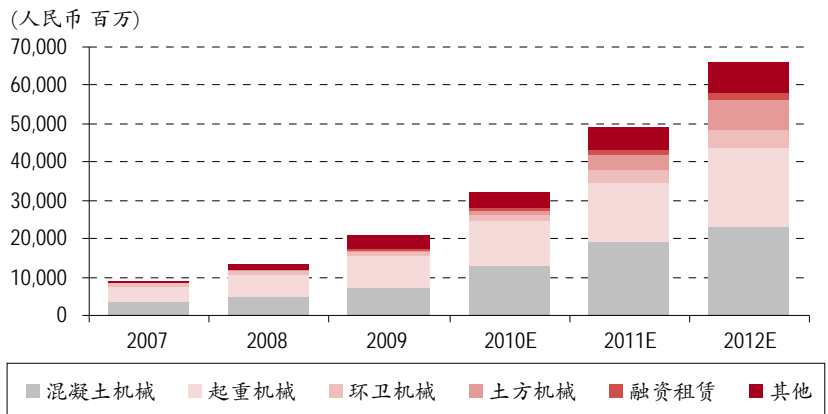
随着海外市场经济的日渐复苏, 我们预测公司出口将实现快速增长

中联重科具有强大的全球竞争力, 是国内少数几家跻身国际市场的工程机械生产商之一。2008 年对 CIFA 的收购使公司成为全球领先的混凝土机械制造商。我们相信, 该次收购将为公司积极开拓海外市场创造运营协同效应并提升公司的技术含量。随着海外市场经济的日渐复苏, 我们预测公司出口将实现快速增长。我们预测其 2010 年及 2011 年出口收益将分别增长 7% 及 99%, 占总销售收入的 7% 及 9%。

我们预测中联重科 2010 及 2011 年利润将继续保持强劲增长

总地来说, 我们相信受城市化建设加速发展及基础建设投资的带动, 中国工程机械行业在未来 5 年内将继续保持强劲的增长势头。因此, 我们预测中联重科 2010 及 2011 年利润将继续保持强劲增长, 2010 及 2011 年销售收入将分别同比增长 54% 和 53% 至 321 亿和 491 亿人民币。

图表 24.各项业务收入增长 (2007-12E)



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

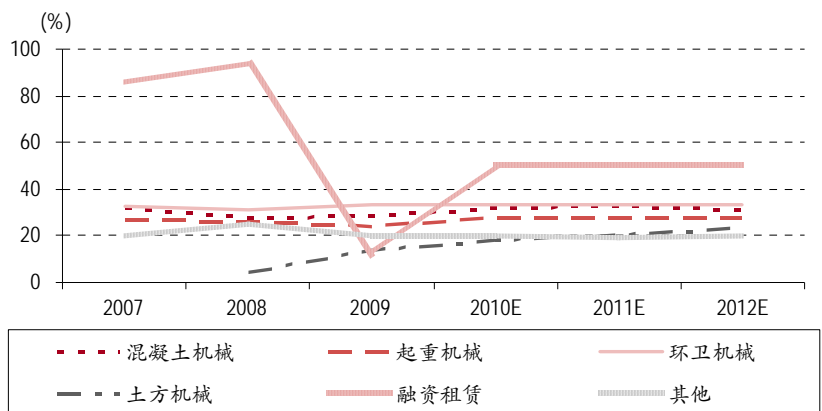
我们预测未来两年内公司毛利率将保持上升势头

利润率分析

与其他机械制造商相比, 中联重科的毛利率相对较高。这是因为, 公司在技术升级、产品创新和服务改善上投入了大量的资源。此外, 由于公司在起重机械和混凝土机械领域享有市场领导地位, 因此可受益于规模经济并拥有质量可靠、成本低廉的生产线和高质量的供应链。公司与各主要供应商签订了战略协议, 要求供应商将生产基地集中在中联重科的装配线附近, 从而使运输、库存和存储费用得到了有效控制。由于公司的技术水平相对较高且品牌溢价能力较强, 其毛利率受原材料价格波动的影响较小。

得益于更优的产品组合和规模经济效益, 我们预测公司 2011 年总体毛利率将由 2009 年的 25.7% 上升至 28.8%

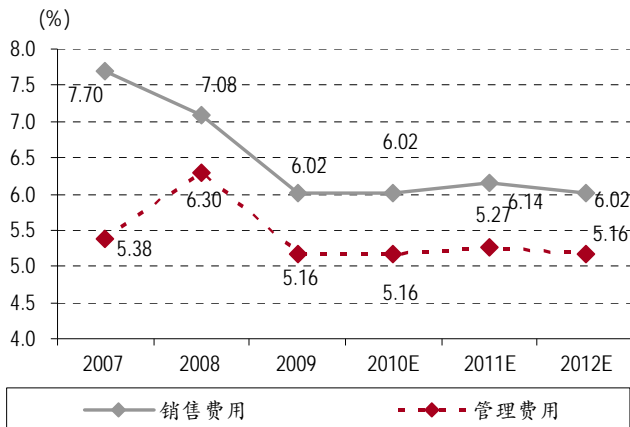
图表 25. 中联重科毛利率 (2007-12E)



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

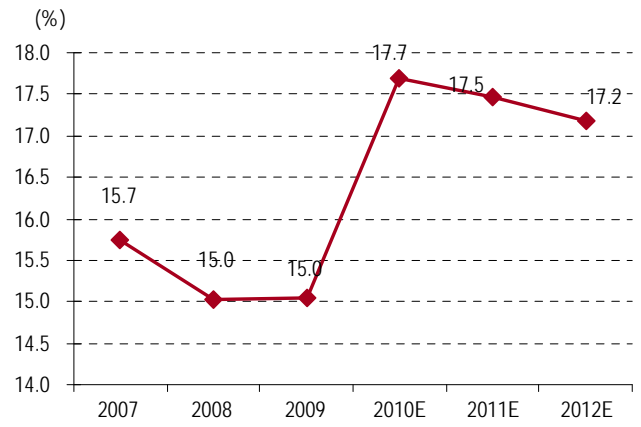
从长期来看，中联重科的大规模经营方式帮助公司取得了规模化经济效益。因此，公司 2011 年销售、管理及一般性费用从 2008 年的 13.4% 下降至 11.4%。同时，其 2011 年经营利润率由 2008 年的 15.0% 上升至 17.5%。

图表 26. 成本比率(2007-12E)



资料来源:公司数据,中银国际研究预测

图表 27. 经营利润率(2007-12E)



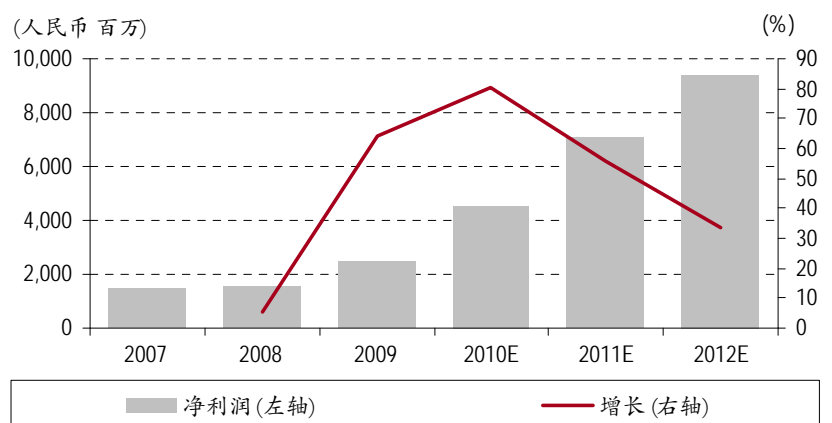
资料来源:公司数据,中银国际研究预测

我们预测中联重科 2009-2012 年净利润年均复合增长率为 56%

净利润增长

中联重科 2009 年实际税率为 14.5%，我们预测 2010-2012 年实际税率将维持在 15-16% 左右。随着 2010 及 2011 年毛利率的大幅提高，净利率将分别上升 2.1 及 0.2 个百分点。总体而言，我们预测 2010 及 2011 年净利润将分别同比增长 81% 和 56% 至 45 亿和 70 亿人民币。我们预测 2009-2012 年净利润的年均复合增长率为 56%。

图表 28. 净利润及增长



资料来源:公司数据,中银国际研究预测

工程机械行业概览

2002-2009 年间，中国在全球工程机械市场中的份额大幅上升

中国 — 全球工程机械市场的领导者

过去 10 年间，中国工程机械制造商从全球其他制造商手中取得了一定的市场份额，尤其是北美、欧洲和日本制造商的份额。根据英国工程机械咨询有限公司数据，就销量而言，中国在全球工程机械市场中的份额已由 2002 年的 18% 上升至 2009 年的 42.6%，而日本的份额下降幅度最高（同期由 10% 下降至 5%）。作为全球第二及第三大工程机械生产地，西欧及北美的市场份额亦大幅下降，由 2002 年的 28% 分别降至 15% 及 13%。

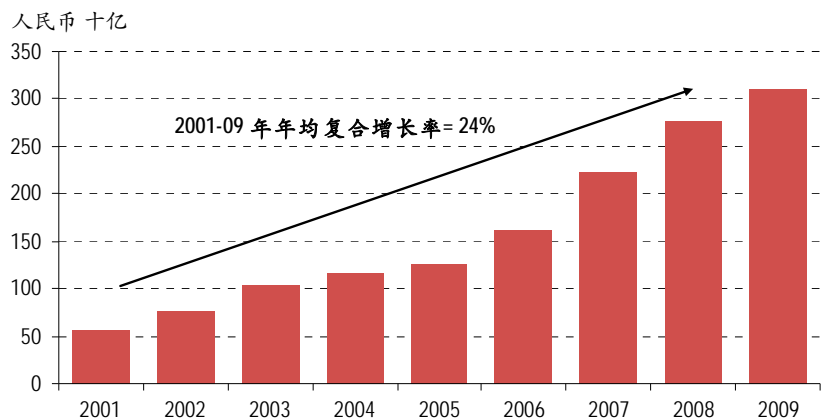
图表 29. 全球工程机械市场份额 (从销量角度) (2002 年 vs. 2009 年)

地点	2002	2009
中国	18.0%	42.6%
北美	28.0%	12.9%
欧洲	28.0%	14.5%
日本	10.0%	4.9%
其他	16.0%	25.1%
总计	100.0%	100.0%

资料来源：英国工程机械咨询有限公司

我们相信，得益于具有竞争力的价格、生产技术的提高、产品质量和品牌认知度的提升，中国将继续占据该行业的全球领先地位。此外，中国政府在基础设施上的大额投资及快速推进的城市化进程都将对国内工程机械市场产生巨大的利好效应。

图表 30. 中国工程机械销量增长 (2001-09)

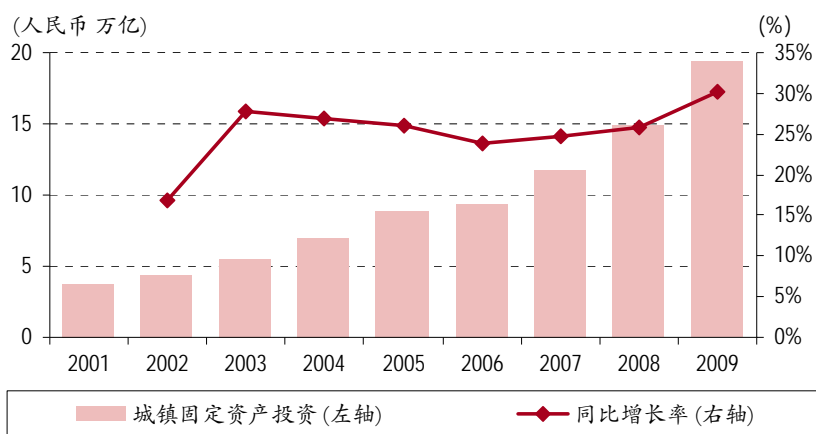


资料来源：中国工程机械工业协会，中银国际研究

2001-2009 年中国工程机械总销售额的年均复合增长率为 24%

过去几年中，中国工程机械行业实现了蓬勃发展。对工程机械的需求在一定程度上同固定资产投资、特别是基础设施投资紧密相关。根据中国工程机械工业协会数据，2001-2009 年中国工程机械总销售额的年均复合增长率为 24%，而同期城镇固定资产投资的年均复合增长率为 25%。得益于政府 4 万亿的投资计划，尽管 2008-2009 年经济出现下滑，但工程机械需求的上升趋势仍十分明显。

图表 31. 城镇固定投资增长(2001-09)



资料来源: 国家统计局, 中银国际研究

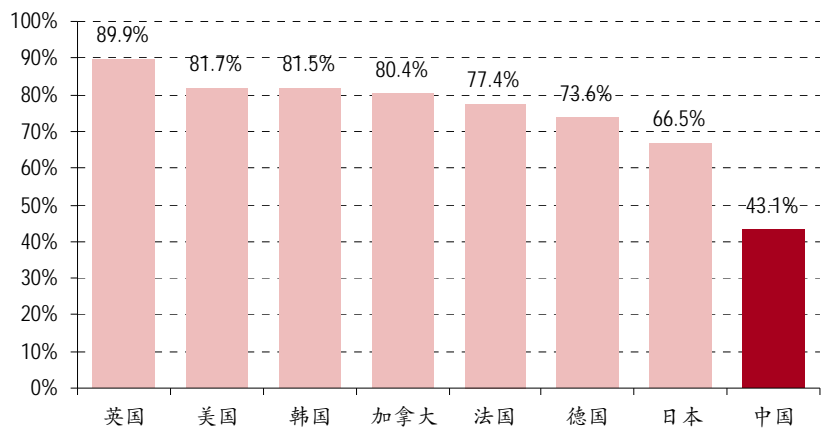
中国的固定资产投资将保持相对较快增长，并推动全国工程机械需求上升

需求增长潜力巨大

展望未来，我们对中国工程机械市场持乐观态度。考虑到城市化进程加快、“十二五”规划、西部发展战略及城市基础设施建设的加速，中国的固定资产投资将保持相对较快增长，并推动全国工程机械需求上升。此外，政府提倡建设一个更洁净的生存环境，这将对环卫机械需求构成利好。

根据世界银行及中国社科院数据，中国的城市化率由 2001 年的 37% 上升至 2009 年的 46.6%，仍远低于其他发达国家水平（2008 年为 70-90%），说明仍有较大上升空间，将为工程机械行业提供重要的发展机遇。

图表 32.城市化率对比 (2008)



资料来源: 世界银行, 中银国际研究

按照“十二五”规划, 中国工程机械行业未来5年的销售目标为9,000亿人民币

受益于“十二五”规划

按照“十二五”规划, 中国工程机械行业未来5年的销售目标为9000亿人民币, 年均复合增长率为17%。其中, 销售额的15% (或200亿美元) 将来自出口, 从而进一步稳固中国作为全球最大工程机械出口国的地位。实际上, 2002-2008 中国工程机械出口额猛增17.8倍至134亿美元, 占海运市场总额的18%。

此外, 作为提升行业总体水平和产品质量标准的一种手段, 行业整合已成为中央政府工作的一个重要主题。根据“十二五”规划要求, 到2015年前100家工程机械制造商的集中度应至少得到85%。

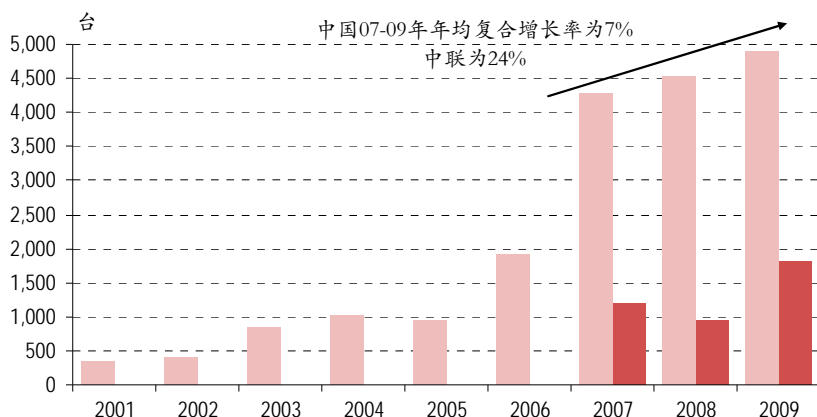
2009年, 中联及三一集团为该领域的两大主要运营商

混凝土机械市场

混凝土机械主要用于建筑地盘及基建项目的混凝土生产、运输及铺设。中国的混凝土机械市场增长潜力巨大 (特别是在欠发达地区)。政府已宣布对124个城市的施工现场建筑活动进行限制, 如混凝土搅拌, 这将对用于混凝土生产的混凝土机械需求产生推动效应。

中国混凝土泵车 (可用于铁路建设项目的混凝土机械产品) 市场高度集中。2009年, 中联及三一集团为该领域的两大主要运营商, 分别占有38%及50%的市场份额。

图表 33. 混凝土泵车销量—中联 vs. 中国 (2001-09)



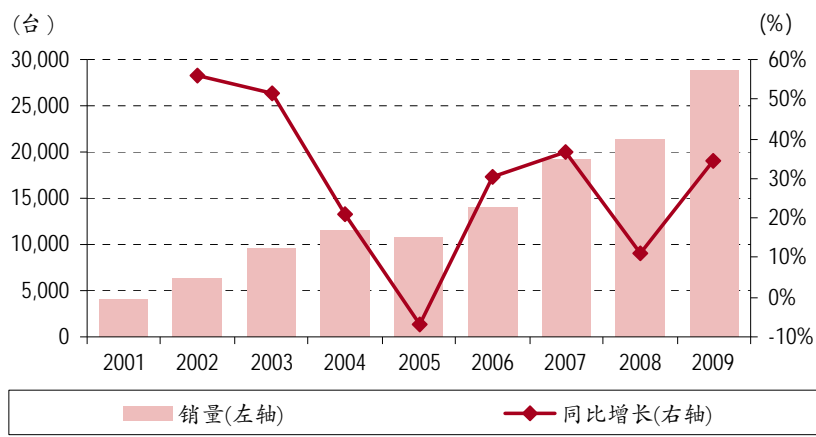
资料来源: 中国工程机械工业协会, 公司数据, 中银国际研究

起重机械市场

中联和徐工集团是国内起重机械市场的两大主要运营商

起重机械广泛运用于建筑和生产设施的建设、维修及保养, 主要作用是起吊及运输设备和材料。根据中国工程机械工业协会资料, 2009年中国汽车起重机的销售收益占起重机械行业整体销售收益的58%, 高于其他起重机械。中联和徐工集团是国内起重机械市场的两大主要运营商, 2009年分别占市场份额的23%及57%。中联是中国唯一生产大中型塔式起重机的主要工程机械商, 而其他生产商主要生产小型塔式起重机。

图表 34. 中国汽车起重机销量 (2001-09)



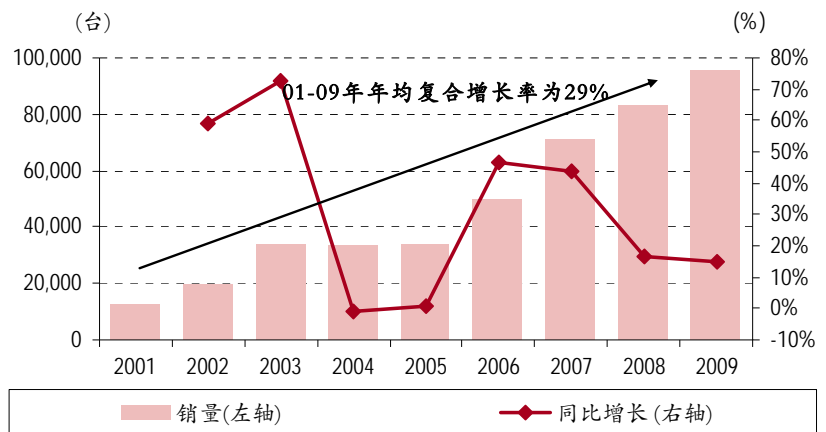
资料来源: 中国工程机械工业协会, 中银国际研究

随着技术水平的提高，未来中国挖掘机生产商的市场份额会有所上升

土方机械

土方机械广泛应用于道路建设、采矿及其他建筑活动，主要包括装载机、推土机及挖掘机。挖掘机在该产品领域中占比较大。根据中国工程机械工业协会资料，挖掘机的销量由2001年的12,397台上升至2009年的95,000台以上，年均复合增长率为29%。土方机械市场高度分散，国外品牌因其先进的技术占有较大的市场份额。但我们相信，随着技术水平的提高，未来中国挖掘机生产商的市场份额会有所上升。同时，我们注意到挖掘机已开始抢占装载机的市场份额，随着技术的进步，最终可能会完全取代装载机。

图表 35. 中国挖掘机销量 (2001-09)



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中银国际研究

中联为该领域的最大生产商，2009年占总市场份额的12.7%

环卫机械

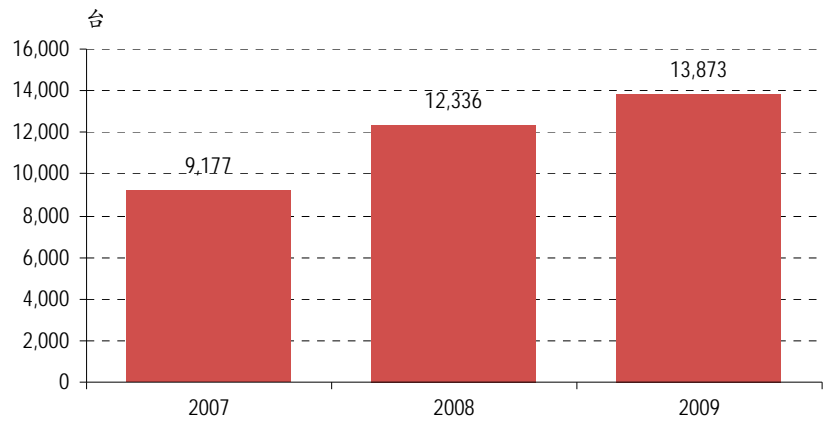
环卫机械市场高度分散，所含机械类型广泛。其中，垃圾收集车和洒水车为主要环卫机械产品，2009年合占环卫机械总市场份额的70%以上。中联为该领域的最大生产商，2009年占总市场份额的12.7%。与挖掘机市场不同，环卫机械市场的主导者为国内生产商。鉴于政府拟增加开支以改善城市居住环境，我们继续对该领域的未来发展持乐观态度。

图表 36. 要环卫机械销量 - 中联 vs. 中国

(台)	垃圾收集车	洒水车	扫路车	冲洗车	总计
中国	6,743	3,404	1,381	791	13,873
中联	405	0	816	523	1,762
中联市场份额	6%	0%	59%	66%	13%

资料来源: 辽宁益通, 公司数据, 中银国际研究

图表 37. 中国环卫机械销量 (2007-09)



资料来源: 辽宁益通, 公司数据, 中银国际研究

风险因素

汇兑风险

海外销售额占中联过去两年总收入的 10% 以上。我们认为，由于收购 CIFA 以及分销与服务网络的扩张，公司对于美元和欧元的汇兑风险加剧了。公司目前并未进行实质的对冲活动。

现金流风险

公司向客户提供各种付款选择，包括融资租赁、分期付款、信用销售及财务担保等，这使得公司面临巨大的现金流风险。考虑到通过融资租赁服务的销售额占比越来越高（截至 2010 年 6 月底达到 34%），公司在 08、09 及 10 年上半年均因融资租赁（通常为 2-4 年）项下应收账款增加而录得负经营现金流。

固定资产投资增长放缓

中联的大部分盈利与建筑活动息息相关，而建筑活动又与固定资产投资的增长以及政府的财政与货币政策紧密相连。我们认为公司的盈利对于政府支出非常敏感，因为中联众多客户高度依赖于政府对于基建项目与市政工程的投资。如果有重大紧缩政策出台，那么对于工程机械的需求就会受到重创，这将带来库存过剩以及产品降价。

未来的发展计划

我们认为中联长期的目标是巩固其在中国工程机械市场上的领先地位。中联重科在 2011 年初成功完成了 H 股的首次公开发行，总共募集了 144.48 亿港元。图标 38 讲述了公司募集资金的未来投资方向。在 H 股的首次公开发行之后，我们预计公司的净资产负债率将会从 2009 年的 142% 转变成 2011 年净现金的状态。总体来看，我们预计公司未来 2 年的资本开支将接近 50 亿元人民币。

产能扩张计划

中联目前在国内拥有 8 个工业园，并在意大利拥有一个工业园。另外，公司在陕西和湖南省拥有两个在建工业园。公司现有的工业园 280 万平方米，而陕西工业园建筑面积达 112 万平方米，用作生产和组装挖掘机，规划年产能为 20,000 台。湖南的工业园建筑面积达 260,960 平方米，规划年产能为 11,800 台专用车辆和 1,500 台混凝土搅拌站。陕西工业园一期已在 2010 年 10 月全面竣工投产，而二期将在 2011 年 3 月竣工投产。

另外，公司还在扩充位于泉塘工业园的生产设施，提高大中型起重机的年产能，并扩大湖南常德液压缸及液压阀产能。这些产能扩张计划应分别于 2011 与 12 年完成。

销售网络拓展

中联及 CIFA 的产品线都通过国内广泛的销售网络进行销售。截至 2010 年 9 月底，包括公司自有及自营的 548 家经销店、第三方经销商拥有及经营的 410 家经销店、公司自有及自营的 524 个服务中心及 309 间部件仓库以及第三方拥有及经营的 339 个服务中心及 223 间部件仓库，已覆盖全国所有省份及自治区逾 300 个城市。

公司向 70 多个不同国家销售产品并且已建立庞大的海外销售网络。截至 2010 年 9 月 30 日，该海外销售网络包括公司自有及自营的 31 家经销店、14 个服务中心及 15 间零部件仓库，以及 88 家第三方经销商拥有及经营的 190 家经销店、180 个服务中心及 139 间零部件仓库。

为了获得更大的海外市场,公司计划在世界各地至少 50 个城市建立当地销售网络,并针对亚洲、北美、中东、南美及非洲制订不同策略来扩大业务,特别是扩张在新加坡、印度、澳大利亚、阿联酋、南非、意大利、俄罗斯、巴西及美国的业务。

在新兴市场,中联计划收购或建设生产设备,并在这些市场进一步扩大销售网络。其中,我们认为印度、巴西及俄罗斯的新兴市场比发达市场的潜力更大。

在发达国家,中联计划利用 CIFA 的平台进一步发展并优化供应链及分销与服务网络。公司计划通过提供包括混凝土机械与起重机等现有产品线来重点发展部分市场。

在国内,中联的销售网络在未来几年中将延伸到中西部的二三线城市,这将有助其抓住中国城市化进程加快以及西部大开发策略带来的销售热潮。

研发实力增强

我们认为中联重科与其它重工机械公司的主要区别之一就在于公司的研发实力。中联在中国和意大利设立了全球研发平台。公司曾于 2005 年被评定为国家级企业技术中心,参与并协助制订超过 180 项现行的国家或行业标准,包括混凝土泵车首个行业标准。公司还拥有工程机械行业中唯一的建设机械关键技术国家重点实验室。公司的全球研发平台现时拥有超过 3,000 名工程及技术人员,其中 17 人获得“享受国务院特殊津贴的专家”荣誉称号。公司在中国持有 327 项专利,而且自 2002 年以来每年申请超过 20 项新的专利。

今后,中联计划扩大其全球研发平台,以增强创新能力并整合全球研发资源。我们赞同公司追求通过未来 3-5 年在欧美增加设施来持续升级研发平台的策略,这将使其获得世界一流的技术及人才。

美国的研发中心主要专注于研发混凝土机械及起重机,欧洲的研发中心主要专注于履带式起重机、全路面起重机、卡车起重机、随车起重运输车及高空作业平台。中联也将考虑与部分海外公司、名牌大学或独立的研究机构进行合作。中联将把海外研究机构研发的先进技术引入国内的生产基地。例如,公司已经向中国市场引进 CIFA 研究中心开发的用于混凝土泵车的碳纤维臂架技术。我们认为公司在近期将会开发出更多的新产品。

图表 38. 募集资金项目用途

占比(%)	项目用途
20	用于在世界各地至少 50 个城市建立当地销售网络, 并于亚洲、北美、中东、南美及非洲设立售后服务中心及部件仓库, 加强公司海外分销及服务网络
13	用于提升香港、澳洲、意大利及俄罗斯等地区或国家的海外融资租赁服务, 并发展在美国及巴西等若干新市场的融资租赁服务
14	用于在意大利塞纳哥设立欧洲研发及组装中心, 以开发和生产除 CIFA 目前生产的混凝土机械外的产品(包括全路面汽车起重机、履带式起重机、汽车起重机及高空作业平台)
24	用于在中国湖南省设立专用底盘及其它核心部件的生产基地
5	用于增强研发实力、开发新技术与产品以及提升信息管理系统的核心要素
14	用于偿还银行借贷
10	用于补充海外业务的营运资金

资料来源: 公司数据

损益表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	13,516	20,654	32,070	49,124	66,060
销售成本	(9,842)	(15,422)	(22,836)	(34,972)	(47,363)
经营费用(不含折旧及摊销)	(1,541)	(1,962)	(3,166)	(5,053)	(6,735)
息税折旧前利润	2,134	3,270	6,067	9,099	11,961
折旧及摊销	(146)	(201)	(420)	(551)	(650)
经营利润(息税前利润)	1,988	3,069	5,647	8,548	11,311
净利息收入(费用)	(325)	(352)	(402)	(290)	(161)
其他收益/(损失)	122	110	80	88	67
税前利润	1,785	2,827	5,325	8,346	11,217
所得税	(191)	(409)	(854)	(1,335)	(1,795)
少数股东权益	(24)	(46)	39	28	0
净利润	1,569	2,372	4,511	7,038	9,423

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3,367	4,428	7,712	12,022	7,615
应收帐款	3,998	5,565	16,176	24,778	32,958
库存	5,171	6,272	9,222	14,794	20,178
其他流动资产	1,474	4,213	0	0	0
流动资产总计	14,010	20,476	33,109	51,593	60,751
固定资产	3,007	3,684	7,063	8,750	10,180
无形资产	2,160	2,213	1,386	1,342	1,300
其他长期资产	3,945	7,633	8,461	12,593	16,697
长期资产总计	9,112	13,529	16,910	22,685	28,177
总资产	23,122	34,006	50,019	74,278	88,928
应付帐款	4,690	8,212	14,803	23,859	32,105
短期债务	6,246	8,565	7,153	5,953	5,453
其他流动负债	2,055	2,657	1,016	1,429	1,824
流动负债总计	12,991	19,434	22,972	31,242	39,382
长期借款	4,154	5,620	8,621	5,621	4,121
其他长期负债	634	1,268	1,600	1,600	1,600
股本	1,521	1,673	4,928	5,797	5,797
储备	3,561	5,717	11,813	29,962	37,971
股东权益	5,082	7,390	16,741	35,759	43,768
少数股东权益	261	293	85	57	57
总负债及权益	23,122	34,006	50,019	74,278	88,928

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,785	2,827	5,325	8,346	11,217
折旧与摊销	146	201	420	551	650
净利息费用	325	352	402	290	161
运营资本变动	(1,755)	(1,626)	(7,139)	(9,207)	(9,377)
税金	(191)	(409)	(854)	(1,335)	(1,795)
其他经营现金流	3	(13)	(8)	(8)	(8)
经营活动产生的现金流	312	1,333	(1,854)	(1,365)	848
购买固定资产净值	(1,028)	(1,019)	(1,015)	(2,285)	(2,125)
投资减少/增加	(4,068)	(38)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	250	92	87
投资活动产生的现金流	(5,096)	(1,057)	(765)	(2,193)	(2,038)
净增权益	0	0	5,479	13,035	0
净增债务	9,229	3,786	1,966	(4,200)	(2,000)
支付股息	(76)	(152)	(152)	(677)	(1,056)
其他融资现金流	(2,053)	(2,848)	(402)	(290)	(161)
融资活动产生的现金流	7,100	785	6,891	7,869	(3,217)
现金变动	2,316	1,061	4,273	4,310	(4,407)
期初现金	1,050	3,367	3,439	7,712	12,022
公司自由现金流	(4,755)	310	(2,507)	(3,361)	(993)
权益自由现金流	4,125	3,717	(1,054)	(8,048)	(3,351)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.8	15.8	18.9	18.5	18.1
息税前利润率(%)	14.7	14.9	17.6	17.4	17.1
税前利润率(%)	13.2	13.7	16.6	17.0	17.0
净利率(%)	11.6	11.5	14.1	14.3	14.3
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.4	1.7	1.5
利息覆盖率(倍)	5.6	7.9	11.0	17.5	31.6
净权益负债率(%)	131.6	127.0	47.9	净现金	4.5
速动比率(倍)	0.7	0.7	1.0	1.2	1.0
周转率					
存货周转天数	144.7	135.4	123.8	125.3	134.8
应收帐款周转天数	79.2	84.5	150.7	152.1	159.5
应付帐款周转天数	93.0	114.0	143.9	143.6	154.6
回报率					
股息支付率(%)	9.7	20.8	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	36.0	38.0	37.3	26.8	23.7
资产收益率(%)	11.2	9.2	11.3	11.6	11.6
已运用资本收益率(%)	19.5	16.5	21.2	21.9	22.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	13,548	20,762	32,070	49,124	66,060
销售成本	(9,842)	(15,422)	(22,836)	(34,972)	(47,363)
经营费用(不含折旧及摊销)	(1,597)	(2,013)	(3,166)	(5,053)	(6,735)
息税折旧前利润	2,109	3,327	6,067	9,099	11,961
折旧及摊销	(216)	(309)	(420)	(551)	(650)
经营利润(息税前利润)	1,893	3,018	5,647	8,548	11,311
净利息收入(费用)	(301)	(295)	(402)	(290)	(161)
其他收益/(损失)	112	152	80	88	67
税前利润	1,704	2,875	5,325	8,346	11,217
所得税	(191)	(409)	(854)	(1,335)	(1,795)
少数股东权益	5	31	39	28	0
净利润	1,518	2,497	4,511	7,038	9,423

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,913	3,439	7,712	12,022	7,615
应收帐款	5,953	10,303	16,176	24,778	32,958
库存	5,171	6,272	9,222	14,794	20,178
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	14,037	20,014	33,109	51,593	60,751
固定资产	5,949	6,672	7,063	8,750	10,180
无形资产	1,386	1,432	1,386	1,342	1,300
其他长期资产	1,850	5,757	8,461	12,593	16,697
长期资产总计	9,185	13,861	16,910	22,685	28,177
总资产	23,222	33,875	50,019	74,278	88,928
应付帐款	6,844	10,480	14,803	23,859	32,105
短期债务	6,234	8,553	7,153	5,953	5,453
其他流动负债	146	435	1,016	1,429	1,824
流动负债总计	13,224	19,468	22,972	31,242	39,382
长期借款	4,154	5,621	8,621	5,621	4,121
其他长期负债	633	1,234	1,600	1,600	1,600
股本	1,521	1,673	4,928	5,797	5,797
储备	3,550	5,755	11,813	29,962	37,971
股东权益	5,071	7,428	16,741	35,759	43,768
少数股东权益	140	124	85	57	57
总负债及权益	23,222	33,875	50,019	74,278	88,928

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,704	2,875	5,325	8,346	11,217
折旧与摊销	216	309	420	551	650
净利息费用	301	295	402	290	161
运营资本变动	(3,179)	(5,230)	(7,139)	(9,207)	(9,377)
税金	(191)	(409)	(854)	(1,335)	(1,795)
其他经营现金流	13	319	(8)	(8)	(8)
经营活动产生的现金流	(1,136)	(1,841)	(1,854)	(1,365)	848
购买固定资产净值	(720)	(1,084)	(1,015)	(2,285)	(2,125)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2,178)	(565)	250	92	87
投资活动产生的现金流	(2,898)	(1,649)	(765)	(2,193)	(2,038)
净增权益	0	0	5,479	13,035	0
净增债务	6,539	4,387	1,966	(4,200)	(2,000)
支付股息	(20)	(76)	(152)	(677)	(1,056)
其他融资现金流	(301)	(295)	(402)	(290)	(161)
融资活动产生的现金流	6,218	4,016	6,891	7,869	(3,217)
现金变动	2,184	526	4,273	4,310	(4,407)
期初现金	729	2,913	3,439	7,712	12,022
公司自由现金流	(3,961)	(3,426)	(2,507)	(3,361)	(993)
权益自由现金流	2,204	602	(1,054)	(8,048)	(3,351)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-H股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.6	16.0	18.9	18.5	18.1
息税前利润率(%)	14.0	14.5	17.6	17.4	17.1
税前利润率(%)	12.6	13.8	16.6	17.0	17.0
净利率(%)	11.2	12.0	14.1	14.3	14.3
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.4	1.7	1.5
利息覆盖率(倍)	5.1	8.4	11.0	17.5	31.6
净权益负债率(%)	143.4	142.1	47.9	净现金	4.5
速动比率(倍)	0.7	0.7	1.0	1.2	1.0
周转率					
存货周转天数	144.7	135.4	123.8	125.3	134.8
应收帐款周转天数	118.1	142.9	150.7	152.1	159.5
应付帐款周转天数	139.3	152.3	143.9	143.6	154.6
回报率					
股息支付率(%)	5.0	6.1	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	34.9	40.0	37.3	26.8	23.7
资产收益率(%)	10.6	9.1	11.3	11.6	11.6
已运用资本收益率(%)	19.2	16.5	21.2	21.9	22.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

三一重工 (600031.SS/人民币 22.34, 买入)
柳工 (000528.SZ/人民币 38.96, 持有)
山推股份 (000680.SZ/人民币 17.10, 买入)
安徽合力 (600761.SS/人民币 18.67, 持有)
山河智能 (002097.SZ/人民币 18.67, 持有)
徐工机械 (000425.SZ/人民币 51.13, 买入)
天地科技 (600582.SS/人民币 22.17, 买入)
天马股份 (002122.SZ/人民币 16.86, 持有)
太原重工 (600169.SS/人民币 26.10, 买入)
中国龙工 (3339.HK/港币 4.27, 买入)
郑煤机 (601717.SS/人民币 42.04, 买入)
众和机电 (000925.SZ/人民币 24.38, 买入)
盾安环境 (002011.SZ/人民币 23.86, 买入)
中国一重 (601106.SS/人民币 7.38, 买入)
阿特拉斯·科普柯(ATCOA.SS/瑞典克朗 155.10, 未有评级)
小松 (6301.JP/日元 2490.00, 未有评级)
特雷克斯(TEX.US/美元 36.10, 未有评级)
曼尼通(MTU.FP/欧元 23.99, 未有评级)
卡特彼勒 (CAT.US/美元 100.06, 未有评级)
迪尔公司(DE.US/美元 94.52, 未有评级)
日立建机(6305.JP/日元 2015.00, 未有评级)
英格索兰(IR.US/美元 46.62, 未有评级)
神户制钢(5405.JP/日元 224.00, 未有评级)
斗山工程机械(042670.KS/韩元 28600.00, 未有评级)
住友重工(6302.JP/日元 589.00, 未有评级)
现代重工 (009540.KS/韩元 437000, 未有评级)

以 2011 年 2 月 11 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与中国一重存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371