跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1159 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定中联重科股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14中联MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中联重科股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 中联 MTN001	90 亿元	2014/10/15~2019/10/15	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 3 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	249.28	209.32	187.11	183.94
资产总额(亿元)	889.74	895.37	937.58	992.63
所有者权益(亿元)	411.89	420.52	412.48	412.53
短期债务(亿元)	150.70	147.08	118.95	157.98
全部债务(亿元)	251.25	274.58	378.20	420.20
营业收入(亿元)	480.71	385.42	258.51	37.83
利润总额(亿元)	88.58	45.22	8.63	-3.84
EBITDA(亿元)	101.16	60.54	27.70	--
经营性净现金流(亿元)	29.60	7.37	-76.90	-37.25
营业利润率(%)	31.75	28.46	27.01	24.44
净资产收益率(%)	18.28	9.40	1.52	--
资产负债率(%)	53.71	53.03	56.01	58.44
全部债务资本化比率(%)	37.89	39.50	47.83	50.46
流动比率(%)	192.80	210.55	293.25	260.98
全部债务/EBITDA(倍)	2.48	4.54	13.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.38	6.24	2.20	--
经营现金流动负债比(%)	8.51	2.23	-30.44	--

注：1、2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

陈 波　盛东巍
lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，中联重科股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内大型工程机械制造商，在市场地位、生产规模、研发实力等方面保持了综合优势。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到固定资产投资尤其是房地产投资增速持续放缓，工程机械行业处于低景气度周期，公司工程机械产品销售收入和利润大幅下降，存货、应收款项、应收融资租赁款占比较大，盈利能力下滑，且债务规模大幅增长等因素对公司的经营及发展带来的不利影响。

面对不利的市场形势，公司全力推进战略转型，收购奇瑞重工、组建中联重机，逐步转型为集工程机械、环境产业、农业机械等多板块业务于一体的高端装备制造企业。“十二五”期间，中国城市化将继续推进，水利、轨道交通、保障房等基础设施建设支撑工程机械产品的需求，工程机械行业景气度有望触底回升。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 中联 MTN001”AAA 的信用等级。

优势

1. 公司主导产品具有很强的竞争实力，起重机、混凝土机市场份额多年持续保持国内行业领先地位，环卫机械国内市场占有率第一。
2. 公司规模优势明显，市场地位优势突出，营销网络较为完善。
3. 公司技术研发能力较强，在工程机械高精尖产品领域拥有较强的创新能力。
4. 公司经营活动现金流入量对“14 中联 MTN001”保障程度较高。

关注

1. 工程机械行业产能过剩，竞争加剧，行业处于低谷期，公司工程机械产品销售收入

和利润大幅下降，主营业务盈利能力下滑。

2. 公司经营性和投资活动净现金流为负，面临一定的筹资压力。
3. 公司存货、应收账款占比较高，在行业低景气度的背景下，对公司营运资金形成了一定压力。
4. 公司负有担保义务的按揭销售和融资租赁销售规模较大，当前工程机械下游客户资金普遍紧张，公司存在一定的或有负债风险。
5. 公司债务规模上升较快，债务负担加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中联重科股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中联重科股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中联重科股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中联重科股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中联重科股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中联重科股份有限公司成立于1992年（以下简称“公司”）前身为长沙中联重工科技发展股份有限公司，是经原国家经贸委批准（国经贸企改【1999】743号），由建设部长沙建设机械研究院、长沙高新技术产业开发区中标实业有限责任公司等6家企业发起设立，注册资本为10000万元。2000年10月，公司在深圳证券交易所挂牌上市交易，发行结束后股本变更为15000万元。经历年送配股、资本公积转增股本等，2009年末公司股本增至为167310万元，2010年1月28日公司通过向符合条件的特定投资者非公开发行人民币普通股29795.4705万股（面值1元），每股发行价18.70元，公司股本变更为197105.4705万元。2010年8月，公司按每10股送红股15股的比例，以未分配利润向全体股东派送股份295658.2057万股，转增后，公司总股本为492763.6762万股。2010年12月23日，公司在香港公开发行86958.28万股H股。2011年10月，经湖南省工商行政管理局核准，公司中文名称变更为现名称。截至2015年3月底，公司股本为770595.41万元，其中：湖南省国资委占总股本的16.26%；香港中央结算（代理人）有限公司（HKSCC NOMINEES LIMITED）[1]占总股本的18.53%；长沙合盛科技投资有限公司占总股本的5.02%；佳卓集团有限公司（GOOD EXCEL GROUP LIMITED）占总股本的2.19%；智真国际有限公司占总股本的2.19%。公司股权较分散，鉴于香港中央结算（代理人）有限公司仅为代理公司H股股东账户的股份，截至2015年3月末，湖南省人民政府国有资产监督管理委员会持股比例为16.26%，为公司具有独立表决权的第一大股东。

截至2015年3月底，公司设立干部管理、战略管理、投融资管理、经济责任管理、风险管理等5个委员会及财务管理部、审计部等24个职能部门，38个子公司。

公司业务范围包括：开发、生产、销售工程机械、环卫机械、汽车起重机及其专用底盘、消防车辆及其专用底盘、其它机械设备、金属与非金属材料、光机电一体化高新技术产品并提供租赁、售后技术服务；销售建筑装饰材料（不含硅酮胶）、工程专用车辆（不含乘用车）及政策允许的金属材料、化工原料、化工产品；经营商品和技术的进出口业务（不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理商品的按国家有关规定办理申请）；房地产业投资。

截至2014年底，公司合并资产总额为937.58亿元，所有者权益合计为412.48亿元（其中少数股东权益4.17亿元）。2014年，公司实现营业收入258.51亿元，利润总额8.63亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为992.63亿元，所有者权益合计为412.53亿元（其中少数股东权益8.89亿元）。2015年1～3月，公司实现营业收入37.83亿元，利润总额-3.84亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市岳麓区银盆南路361号；法定代表人：詹纯新。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在

注1： 香港中央结算有限公司是港交所全资附属公司。投资者股份集中存放在香港中央结算有限公司。实际上香港中央结算(代理人)有限公司其所持有的股份为其代理的在香港中央结算(代理人)有限公司交易平台上交易的H股股东账户的股份总和，这些股份的权益仍旧归属投资者本身所拥有。

实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 区域经济环境

公司地处湖南省长沙市，长沙市是南方地区重要的交通枢纽城市，水、陆、空交通便利，是湖南省“一点一线”建设的核心城市，长株潭经济一体化的核心城市，主城区与株洲、湘潭相距均不足 20 公里。目前，长沙正加速创建“一小时经济圈”，并与武汉合作建立经济协作区，与各个中部城市开展经济合作，同时，长沙还加入了华南地区的“泛珠三角”，接受粤、港、澳三地的经济辐射。

2014 年，长沙市实现生产总值（GDP）7824.81 亿元，同比增长 10.5%。分产业看，第一产业实现增加值 318.04 亿元，增长 4.5%；第二产业实现增加值 4245.68 亿元，增长 11.4%；第三产业实现增加值 3261.09 亿元，增长 9.7%。

2. 行业分析

行业概况

工程机械行业的生产特点是多品种、小批量，属于技术密集、劳动密集、资本密集型行业。经过 50 多年的发展，中国工程机械行业已基本形成了一个完整的体系，能生产 18 大类、4500 多种规格型号的产品，并已经具备自主创新、对产品进行升级换代的能力。目前，不仅全行业产销数额双双排名世界第一，而且满足了国内近 90%的市场需求。但由于国家产业政策调整和行业对外开放步伐的加快，工程机械行业已成为完全竞争性行业，民营企业和外资企业纷纷进入该领域，部分工程机械产品如装载机和叉车的市场竞争压力加大。

2014 年中国固定资产投资增速继续放缓，全年固定资产投资额为 512761 亿元，比上年增长 15.3%，增速比上年回落 4.3 个百分点。根据中国工程机械信息网的统计，2014 年全行业挖掘机销售 92583 台，同比下滑 19%；装载机销售 150614 台，同比下降 17%；推土机销售 7712 台，同比下滑 18.92%；压路机销售 14270 台，同比下降 9.26%；叉车销售 359622 台，同比增长 9.39%。

竞争格局

在《中国工程机械》的“2014 年度全球工程机械制造商 50 强”排行榜中，有徐工集团、中联重科、三一重工、柳工等 11 家中国企业上榜，其中有 3 家进入十强。

经过多年的发展，中国工程机械企业已经取得了显著的进步，工程机械产业形成了国有、外资、民企三足鼎立的格局。以厦工、徐工、柳工为代表的国有企业，拥有行业经验丰富、产品群多元化的优势；以美国卡特彼勒、日本小松、瑞典沃尔沃、韩国斗山、德国利勃海尔等为代表的外资企业凭借资金、技术、品牌等优势，在中国工程机械高端产品市场上占据主导地位；以中联重科为代表的整体上市的公众公司和以三一为代表的民营企业，依靠产权清晰、机制灵活和特有的管理模式成为了行业的新生力量，市场竞争力快速增强，主导产品市场占有率高。

由于工程机械行业的产品品种众多，核心技术壁垒较大，各公司产品分布均有所侧重，如混凝土机械的主导厂商为三一、中联重科；起重机主要厂商为中联重科、徐工、三一；路面机械的主导厂商有徐工、三一、常林集团；装载机和挖掘机的主导厂商有三一、日本小松、韩国斗山、柳工、厦工和临工；叉车的主导厂商为安徽合力和厦工股份；推土机的主导厂商有山推股份等。

由于中国工程机械行业产能过剩，市场竞争日趋激烈，未来单纯通过扩大产能实现规模增长无法维持公司以及整个行业的健康持续发展，一部分规模偏小、技术力量薄弱的公司将被淘汰，通过技术升级增加产品附加值将成为大势所趋。国家各类节能环保政策和对高新技术产业支持政策的贯彻落实也将加速企业产品线的调整。工程机械行业“十二五”规划明确提出鼓励工程机械行业进行兼并重组，有效整合资源，淘汰落后产能，扶持、培养具有成长潜力的国际化公司，带动整个工程机械行业的技术进步和规模扩张，实现工程机械行业的产业升级和健康发展。“十二五”时期，中国将重点打造 3～4 个销售额达到 1000 亿元级的企业集团和 5～6 个 500 亿元级的企业集团，预计未来几年工程机械企业大并购、大重组以及走出国门的并购案件将不断出现，同时各个产品的市场集中度将进一步提高。

此外，外资企业的加入，工程机械行业市场竞争的重点由价格竞争逐步向品牌、质量、服务等非价格因素转变。行业调整将进一步加速，提高优势企业的市场份额，使综合竞争能力弱的企业从行业中淘汰，由此带来的结构性增长将成为拉动工程机械行业发展的重要力量。

行业关注

关键零部件依赖进口

工程机械的核心配件主要包括：液压件、

传动系统、发动机、液压油缸等。其中液压件和发动机是工程机械成本构成中最大的两项，占成本比重以机种的不同一般为 30%-50%。

目前中国工程机械基础零部件生产企业以中小企业为主，研发力量薄弱，大部分产品技术含量低，精度不够，密封性能不足，铸造技术水平不够，部分特殊钢材产品尚无法生产，零部件配套生产难以满足整机制造的质量要求。中国的发动机功率等级大量集中于中小型，缺乏适合工程机械用的大功率发动机，对进口的依赖较为严重，大型设备配套的传动系统也需要通过进口填补。

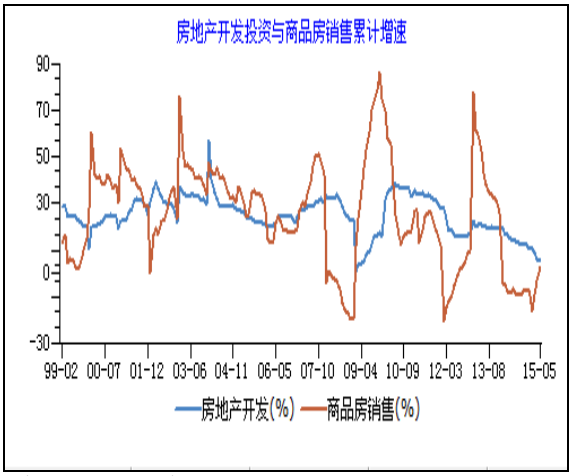
由于高端发动机、液压元件、电控系统等关键配套件目前主要依靠进口，在全球零部件供应紧张时，国内工程机械企业必须面对接受提价或增加存货等不利局面，加大了企业的库存压力和资金压力。

下游行业降幅减缓

2014 年中固定资产投资增速继续放缓，特别是房地产行业出现下滑，工程机械主要产品销售同比大幅下降，行业下行压力加大。为保障经济的平稳增长，2014 年 10 月，国家发改委密集批复了投资总额约 7600 亿元的基础设施建设项目。

2014 年 1-9 月，房地产行业融资环境趋紧，房地产销售及新开工面积增速分别为-8.60%和-9.30 亿元，前三季度房地产开发投资完成额增速下滑至 12.50%。2014 年 9 月，央行及银监会出台新规松绑个人住房贷款政策，2014 年 11 月，央行宣布下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。随着国家各项政策的出台，房地产行业降幅减缓。

图 1： 房地产开发投资于商品房销售累计增速



资料来源：wind 资讯

信用销售政策逐步收紧

销售模式方面，在中国经济高增长时期，工程机械行业在信用销售（主要包括分期付款、银行按揭、以租代售和融资租赁等）的强力推动下，工程机械企业在销售收入大幅增加的同时，应收账款增幅快速提高，经营活动现金流量净额持续为负。当经济进入下行周期，如果在之前按揭销售过程中有客户逾期不还款则企业面临向银行回购设备风险，而融资租赁的分期回款周期会挤占企业大量现金，再加上很多企业的信用风险意识不强，使行业潜在信用风险增加，工程机械企业因银行按揭及融资租赁方式销售机械设备而承担的回购风险也逐步增加。

行业政策

《中国工程机械行业“十二五”规划》提出工程机械行业将在 2015 年实现年营业收入突破 9000 亿元、出口实现 260 亿美元的目标，将在科技发展、质量与效益、节能降耗和减排等方面实现突破。并提出进一步优化产业结构、培育大型集团化企业、实现核心配套件的技术突破等发展重点和主要任务。整体看，上述政策的实施有利于整个行业的健康可持续发展，进一步促进工程机械行业内具有产品、技术优势和经营特色的企业发展壮大。

五、基础素质分析

1. 竞争优势

目前公司拥有混凝土机械、起重机械、土方机械和环卫机械四大产品板块、涉及 86 个系列具有完全自主知识产权的 700 多种主导产品。公司重点产品市场占有率国内领先：混凝土机械方面，2014 年公司混凝土泵车、车载泵、搅拌车、搅拌站等产品行业市场占有率领先；起重机械方面，公司塔式起重机、施工升降电梯国内市场占有率稳居行业榜首，汽车起重机国内市场占有率居行业第二；土方机械方面，公司推土机国内市场占有率保持行业第三；环卫机械方面，清洗车、扫路车、垃圾车等产品连续多年市场占有率居行业第一。

2014 年，在世界品牌实验室发布的《2014 年（第九届）亚洲品牌 500 强》排行榜中，中联重科排名第 128 名，成为中国工程机械行业唯一上榜企业。在世界品牌实验室发布 2014 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜中，中联重科以 265.72 亿元的品牌价值位列第 73 位，连续 11 年荣登榜单。

公司积累了丰富的收购整合经验，2001 年以来陆续收购英国保路捷、湖南机床厂、中标实业的环卫机械、浦沅集团的汽车起重机、陕西新黄工的土方机械、湖南车桥厂、华泰重工、奇瑞重工（包含农机、工业车辆）、意大利 CIFA、德国 M-TEC、荷兰 Raxtar、意大利 LADURNER（拟收购）等，有效提升了公司的竞争实力，为未来在农机、环境产业国内外两个市场的拓展奠定了良好的基础。公司旗下财务公司获批开业，可进一步提高集团资金使用效率和效益，降低集团运营风险，助推整体战略发展。

公司在国内外建立了较为完善的营销网络，国际化全球布局进一步完善。新增巴西、泰国当地银行融资平台，海外市场销售方式更为多样化；完成巴西、新加坡、迪拜当地物流供应商签约，全球物流网络已具雏形；完成香港、新加坡、迪拜、巴西备件中心库建设和升级改造，全球产品服务支撑体系构建成型。截至 2015 年 5 月底，公司在全球范围内有销售网点 2160 家，服务中心 1735 家，零件库 1362 家，其中国内销售网点 1950 家，服务中心 1508 家，零件库 1165 家。

2. 研发实力

公司研发团队拥有超过 4000 名工程技术人员，每年将销售收入的 4%-7%用于前瞻性技术、核心技术和共性技术的研究开发。2014 年，公司研发支出 12.04 亿元，占营业收入的比重为 4.66%。

2014年，公司全力推进战略转型，由工程机械企业转型为集工程机械、环境产业、农业机械、金融服务等多板块业务于一体的全球高端装备制造企业。公司组建中联重机，在农机板块的发展战略取得实质性突破。在已有建设机械关键技术国家重点实验室、国家认定企业技术中心、国家混凝土机械工程技术研究中心、流动式起重机技术国家地方联合工程研究中心、城市公共装备技术研究院和国家博士后科研工作站等创新平台的基础上，中联重科现代农业装备国家地方工程研究中心列入“2014年度国家地方工程研究中心”获得国家发改委批准成立，进一步完善和强化了公司在业内领先的技术创新平台，也将大大推进公司在农机产业的进军步伐。在环境产业方面，公司在餐厨垃圾处理、建筑垃圾处理、垃圾分选设备等技术领域的研究上取得大幅进步，并借着入驻新园区的契机解决了产能瓶颈，经营业绩实现较大幅度的增长。

在技术创新方面，2014年公司围绕“可靠、绿色、智能”三大行业技术发展趋势开展了50多项关键技术研究，取得了丰硕成果，如：首次实现了等离子-MIG复合焊接方法在工程机械关键结构件上的应用，实现了箱型结构角焊缝接头单面焊双面成型焊接，T型接头疲劳寿命大幅提高；工程机械关键部件无损检测及评估、损伤修复等再制造技术获得突破，为资源的循环利用提供了技术支撑；CAN总线抗辐射干扰

技术全面推广，有效提升了大吨位汽车起重机、塔式起重机等特种作业装备的电气可靠性；环卫机械产品高速清扫车气力系统优化设计技术实现作业速度显著提高、噪声降低；掌握了插电式串联混合动力清洗车整车控制技术，开发完成具备自主知识产权的混合动力清洗车，整机性能国内领先。

2014年，公司承担的国家科技支撑计划“百米级举高消防车关键技术研究与产业化开发”、973国家重点基础研究发展计划“起重机超高强钢臂架冷弯成形技术基础研究”圆满完成各项研究任务，顺利通过了国家科技部验收。公司牵头承担了湖南省战略性新兴产业重大科技成果转化项目“超大型塔式起重机产业化关键技术开发与应用”，获得省部级科技进步奖6项。

2014年，公司牵头承担的ISO/WD 19720-1《混凝土搅拌站及砂浆搅拌站的术语及商业规格》国际标准获批立项，实现行业国际标准立项零的突破；组织参与了两次国际标准化会议；完成10类产品的国际认证及6项国家标准、5项行业标准报批工作。

2014年，公司专利申请持续保持行业领先地位，全年共申请专利1200多件，包括国内发明专利483件。全年发明专利授权340件，排名行业第一。公司获得2014年国家知识产权局颁发的第十六届中国专利奖——中国专利优秀奖。同时注重国际专利布局，国外发明专利授权实现零的突破，共获授权国际专利4件。

在产品创新方面，2014 年公司紧扣行业发展形势，以用户、市场为导向，各大板块产品开发齐头并进，开发完成了环保型机制砂干混砂浆联合生产线、全球最大干法楼式机制砂生产线 ZSL250、ZCC1000H 履带起重机、SC200/200 第四代施工升降机、60 米云梯消防车、生活垃圾分选线，无泄漏压缩式垃圾车、水循环再生强力洁净洗扫车等产品，CIFA ENERGYA 系列混合动力绿色搅拌车获得世界工业设计领域“红点设计大奖”，5250TXS 洗扫车获中国机械工业科学技术二等奖。全球最强起重能力之一的 3200 吨履带式起重机，成功应用于中俄最大技术经济合作项目江苏田湾核电站，圆满完成了世界最重核电穹顶吊装，实现了国产 3000 吨级履带式起重机在核电领域的首次成功应用，标志着中联重科履带起重机技术水平迈向新的高度。公司全年增加近 200 项新产品，新产品对销售收入贡献达 60%以上。同时，2014 年公司探索和运用新的激励机制，加快机制砂、干混、垃圾分选、建筑垃圾等新领域与新产品的创新孵化与产业化，促进形成新的业绩增长点。

3. 国际化进程加速

2014 年 9 月 23 日，中联重科出资 100 万欧元收购 RAXTAR 公司 35%股份。这是中联重科首个海外升降机合作项目。Raxtar 公司是荷兰建筑升降机技术领先企业，它代表了升降机行业世界一流的技术水平，拥有丰富、完整的产品型谱、成熟的高端市场客户群体以及广泛的品牌美誉度。并购 Raxtar 之后，通过开发其技术和品牌优势，加之中联重科本身的制造和成本优势及其资本市场力量和全球网络资源，中联重科将进一步提升其升降机业务，持续领跑行业，并为公司业务的增长带来新的契机。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、重大事项

2014 年 8 月，公司按照挂牌价格 20.88 亿元竞购获得奇瑞重工股份有限公司（已更名为“中联重机股份有限公司”，以下简称“中联重机”）18 亿股股份，占中联重机总股本的 60%。2014 年 12 月，公司以 2.61 亿元的价格收购芜湖瑞通投资股份有限公司持有的中联重机 2.253 亿股股份，占中联重机总股本的 7.51%。

由于公司于2015年1月才完成上述股份转让的交割手续，因此中联重机未纳入2014年报表的合并范围。

奇瑞重工成立于2011年6月，是国内领先的农业生产机械化整体解决方案服务商，已成为国内跨度最大、产品品种齐全的农业装备企业。

截至2013年底，奇瑞重工总资产87.24亿元，负债51.24亿元。2013年营业收入38.62亿元，净利润0.91亿元，营业净利率2.35%。

公司通过收购奇瑞重工，实现结构转型和产业升级，使农业机械成为继工程机械、环境产业之后公司的利润增长点，有利于公司的可持续稳定发展。

八、经营分析

1. 经营概况

表1　2012年~2015年一季度公司主营业务收入分产品情况（单位：亿元、%）

业务分类	2012年			2013年			2014年			2015年1-3月		
	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率
混凝土机械	235.96	49.62	33.94	171.91	44.60	26.57	105.56	41.60	22.43	9.84	26.00	18.80
起重机械	141.32	29.72	26.90	124.79	32.38	26.93	74.23	29.25	27.79	8.91	23.54	28.62
环卫机械	30.34	6.38	28.35	32.82	8.52	28.84	40.24	15.86	29.84	5.92	15.65	33.34
路面及桩工机械	15.58	3.28	41.87	17.31	4.49	32.50	10.26	4.04	31.66	1.00	2.65	26.70
土方机械	22.69	4.77	22.14	7.72	2.00	1.80	6.98	2.75	6.18	0.33	0.89	17.75
农业机械	--	--	--	--	--	--	--	--	--	7.40	19.60	11.70
其他机械和产品	13.67	2.88	12.51	12.18	4.22	29.35	7.15	2.82	40.47	2.25	8.35	23.23
融资租赁	16.00	3.36	93.19	14.61	3.79	99.62	9.30	3.67	99.76	1.26	3.32	98.36
合计	**475.56**	**100.00**	**32.57**	**381.34**	**100.00**	**29.54**	**253.72**	**100.00**	**27.89**	**36.91**	**100.00**	**24.90**

资料来源：公司提供

公司主营业务包括混凝土机械、起重机械、环卫机械、路面及桩工机械、土方机械、农业机械、其他机械和产品和融资租赁八大业务板块。2014年，公司实现主营业务收入253.72亿元，同比下降33.47%，主要原因系国家固定资产投资尤其是房地产投资增速持续放缓，导致混凝土机械、起重机械两大主要产品市场需求进一步萎缩，其营业收入同比下降38.60%和40.52%；与此同时，为控制风险及实现有质量的经营，公司全年坚持从紧的销售政策，对公司收入也产生了一定的影响，公司环卫机械营业收入同比上涨22.62%，一定程度上抵消了工程机械板块收入下降的影响；从收入结构看，混凝土机械板块依旧是公司的第一大板块，收入占比达41.60%，2014年收入同比下降38.60%；起重机械收入规模紧随其后，占29.25%，2014年收入同比下降40.52%；2014年环卫机械板块（占15.86%）收入同比增长22.62%；路面及桩工机械（占4.04%）2014年收入同比下降40.74%；土方机械（占2.75%）收入规模有所下降；其他机械和产品（占2.82%）2014年收入同比下降41.26%；融资租赁（占3.67%）2014年收入同比下降36.31%。

2014年，公司综合毛利率为27.89%，同比小幅下降1.28个百分点，主要系受宏观经济影响，全国普遍出现基建开工率不足，市场需求

不旺影响。

2015年1~3月，公司实现主营业务收入36.91亿元，同比下降30.13%。收入构成方面，农业机械板块实现收入7.40亿元，收入占比为20.05%；同期的综合毛利率为24.90%，同比下降6.31%。

2．原材料采购

公司的主要原材料为汽车底盘、液压件、结构件、钢材、发动机等。公司建立了有效的采购质量管理和采购成本控制流程，其中，主要原材料的采购渠道主要是靠战略合作以及总部招标等。

工程机械产品的成本中，92%左右为原材料及部件成本，人工成本及其他成本占比不高（占比 8%左右），原材料的采购成本对公司盈利能力影响较大。

表 2 公司零部件采购情况表（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
钢材	34.98	23.64	17.28
电气	17.57	11.87	8.62
底盘	88.34	59.70	42.60
发动机	12.81	8.66	5.51
液压件	28.84	19.49	17.15
外协外包件	67.64	45.72	42.32
其他外购件	26.89	18.17	6.93
其他	54.31	36.71	23.38
合计	**331.38**	**223.96**	**163.78**

资料来源：公司提供
注：金额不含税额。

采购集中度方面，2014 年，公司前五大供应商采购金额占全年采购总金额的比重为18.37%，集中度较低，不存在对部分供应商严重依赖的情况。

跟踪期内，公司原材料供应商和采购结算方式无重大变化。

3．生产经营

中联重科拥有25个工业园区，全球40多个生产基地。公司生产系统按产品类别细分为各事业部生产部或制造公司，存在多种生产模式并存情况。

表 3 公司主要生产基地和产品情况

生产基地	主要产品
中联科技园	工程机械电气配套产品
中联麓谷第一工业园	混凝土机械、履带吊等产品
中联麓谷第二工业园	扫路车、洗扫车、清洗车、垃圾压缩车、建筑垃圾等各类型环卫机械装备
中联望城工业园	消防机械、路面机械、农业机械及内部配套易损件等产品
中联泉塘工业园	大吨位起重机系列产品
中联灌溪工业园	液压油缸，建筑起重机械等产品
中联汉寿工业园	中小吨位汽车起重机，混凝土搅拌站和混凝土系列产品
中联德山工业园	工程机械关键液压元件
中联津市工业园	工程机械专用车桥、商用车车桥
中联沅江工业园	混凝土搅拌运输车全系列产品
中联宁乡工业园	机制砂等产品
中联渭南工业园	挖掘机、推土机、建筑起重机等产品

中联华阴（华山）工业园	履带式装载机、土方军工系列产品
中联上海（松江）工业园	旋挖钻机、连续墙、液压抓斗等工程机械产品及民用电梯产品
中联工业车辆芜湖工业园	叉车、物流设备
中联重机芜湖工业园	玉米机、拖拉机、甘蔗机、烘干机及配套零部件
中联重机南陵工业园	水稻机、插秧机等产品
中联重机开封工业园	小麦机、玉米机、拖拉机及配套产品
中联重机亳州工业园	玉米机、青贮机及配套产品
中联重机临海工业园	水稻机等产品
中联重机四平工业园	水稻机、玉米机等产品
中联 CIFA 工业园	混凝土泵送机械产品
中联印度工业园	混凝土机械产品、建筑起重机械、备件中心
中联巴西工业园	混凝土机械产品、备件中心
中联德国 M-TEC 工业园	干混砂浆设备

资料来源：公司提供

公司大部分事业部生产模式采取多品种中小批量订单拉动式、库存补充式和预测排产模式组织生产，对于达到规模批量生产条件的整机或零部件产品，事业部采取流水线生产组织方式。对于大吨位或客户个性化订制的混凝土机械、汽车起重机械、履带式起重机械、建筑起重机械、基础施工机械等，完全根据客户订单确定产品和产量，组织生产；对于产销需求量较大且标准化配置高的产品，如混凝土机械、汽车起重机械、履带式起重机械、建筑起重机械的中小吨位产品，环卫机械产品、挖机推机等土方机械产品，采取适当建立库存，根据库存消化情况和市场预测情况组织生产；而对于大规模批量生产方式逐步改造成小批量流水线生产方式：标准零部件产品如建筑起重机标准节、泵车臂架、汽车起重机臂架等原多采用采用大规模生产方式，根据精益生产原则，逐步改造成小批量流水线生产方式，消除现场在制品多的浪费，可以到达提高生产速度和效率的目的。

由于多种生产模式并存，截至2014年底，公司存货原材料、产成品及在产品分别占比23.47%、65.69%和10.84%；长周期产品、进口件产品有保险储备，存货积压呆滞不良率相对较低。

混凝土机械

混凝土机械主要用于生产和输送商品混凝土，包括混凝土搅拌站、混凝土泵、混凝土泵车、混凝土搅拌运输车等4类产品。2014年公司混凝土机械实现销售收入105.56亿元，占公司主营业务收入的41.60%，2014年销售收入同比下降38.60%，主要系国家固定资产投资尤其是房地产投资增速持续放缓，导致市场需求进一步萎缩；与此同时，为控制风险及实现有质量的经营，公司全年坚持从紧的销售政策。2014年混凝土机械销量10580台，同比下降40.80%。占公司主营业务收入的41.60%。公司是混凝土机械领域的领军企业，国内市场占有率约为24%，其中长臂架泵车、搅拌站国内市占率均居行业第一。

起重机械

起重机主要用于石油与化工装备、冶金高炉、电站设备等的安装，建筑上的大型结构和材料的垂直运输和装卸等方面。起重机品种较多，包括：轮胎式起重机、履带式起重机、塔式起重机、缆索式起重机以及施工升降机等。其中，履带式起重机70%以上应用于大型冶金、石化、电力（火电、核电、水电、风电）工程

建设中吊装作业；而塔式起重机则多用于建筑工程。

起重机是公司重要的业务板块，2014年实现销售收入74.23亿元，占公司主营业务收入的29.25%。2014年销售收入同比下降40.52%，主要系国家固定资产投资尤其是房地产投资增速持续放缓，导致市场需求进一步萎缩；与此同时，为控制风险及实现有质量的经营，公司全年坚持从紧的销售政策。2014年起重机械销量12312台，同比下降44.07%。2014年，公司塔机、施工升降机销售额继续保持行业第一地位，起重机械国内市场占有率约为22%。

环卫机械

环卫机械多用于城市环境维护及生活垃圾处理，主要包括扫路车、清洗车、垃圾处理设备（包括垃圾压缩站成套设备、垃圾压缩及转运车、疏通吸污养护车）、除雪车等。环卫机械与工程机械相比，受宏观经济波动影响较小，随着国家在环境领域的大量投入及新型城镇化的不断推进，包括环卫机械在内的整个环境产业正处于快速成长期。

2014年，公司环卫机械实现销售收入40.24亿元，同比增长22.62%，占公司整体业务收入的15.86%。2014年环卫机械销量10632台，同比增长20.19%。公司是环卫机械领域的龙头企业，环卫机械国内市场占有率45%，车辆类环卫机械国内市占率稳居行业第一，洗扫设备市占率超60%；餐厨垃圾处理、建筑垃圾处理、垃圾分选设备产业化实现突破。通过发起对意大利纳都勒公司的收购，将助力公司由设备提供商向环境整体解决方案及投资运营商转型。

公司具有较强的产品开发、市场开拓及资本运作能力，长期而言，随着产品系列不断丰富，将带动环卫机械整体销量的增长。包括环卫机械在内的环境产业是公司未来的主营业务的重要组成部分，也是公司未来的重要发展的板块。

路面及桩工机械

路面及桩工机械包括全液压旋挖钻机、连续墙抓斗等，由中联上海（松江）工业园生产，代表产品有 ZR 系列旋挖钻机、ZDG 地下连续墙液压抓斗等产品。

2014 年，公司路面及桩工机械整体营业收入为 10.26 亿元，占总营业收入的 4.04%，毛利率为 31.66%。

农业机械

公司农机业务在收购奇瑞重工后快速发展，主要产品涵盖拖拉机、小麦机、水稻机、玉米机、烘干机等，业务已基本覆盖国内主要农作物（小麦、水稻、玉米、油菜等）的育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程。公司较强的研发、生产、售后服务、金融服务能力及品，牌优势将进一步保证农机板块做大做强。

4.产品销售

公司销售网络较完善，产品销售网点已覆盖全国 300 多个地级市，在全国主要省市建立了服务和配件中心和营销保障中心，并建立起全球呼叫中心。同时，公司还在全球 40 多个国家建有分子公司以及营销、科研机构，产品已销往全球 6 大洲 80 多个国家。在德国、意大利、印度、巴西等地均设有生产点，通过引入海外代理商后，销售网络基本覆盖全球，出口已实现产品的全系列覆盖。

公司根据不同的产品类型和地理区域结合利用直销和分销结合方式进行销售，以满足当地客户的需求和最大限度地提升市场渗透率。其中，混凝土机械、环卫机械、路面机械、基础施工机械、物料输送机械以直销为主，工程起重机械、建筑起重机械主要以分销与直销结合为主，土方机械、农业机械以经销商销售为主。

公司的产品销售和结算方式主要有四种：全款、银行按揭、融资租赁、分期付款。其中，混凝土机械、建筑起重机械、路面机械、基础施工机械、工程起重机械和土方机械的结算方式以融资租赁和银行按揭为主，环卫机械以全

款结算为主，农业机械以全款和分期结算为主。公司信用销售的主要操作方式是：

（1）按揭业务：公司部分客户通过银行按揭的方式来为其购买公司的机械产品进行融资。截至2014年12月31日，公司承担有担保责任的客户借款余额为145.25亿元，本期公司支付由于客户违约所造成的担保赔款为4.97亿元。

（2）分期付款：公司或经销商为客户提供短期分期付款。分期付款首付款比例一般为20-50%，期限一般为6-24个月。

（3）融资租赁：由公司的融资租赁子公司与经销商或客户签约合作，租赁子公司向公司或经销商购买设备租给客户，到期后所有权转移给客户。

自2010年10月起，公司与某些终端用户签订的融资租赁合同由融资租赁子公司与一家第三方租赁公司联合签订。根据联合租赁安排，公司为该第三方租赁公司提供担保，若客户违约，公司将被要求向该租赁公司赔付客户所欠租赁款中其所享有之份额。同时，公司有权收回并变卖作为出租标的物的机械设备，并保留任何变卖收入超过偿付该租赁公司担保款之余额。截至2014年底，公司对该等担保的最大敞口为人民币0.05亿元，较2013年底下降1.37亿元。担保期限和租赁合同的年限一致，通常为2至5年。

2013年1月起，公司某些终端用户通过第三方租赁公司提供的融资租赁购买产品。根据第三方租赁安排，公司为该第三方租赁公司提供担保，若客户违约，公司将被要求向该租赁公司赔付客户所欠的租赁款。同时，公司有权收回并变卖作为出租标的物的机械设备，并保留任何变卖收入超过偿付该租赁公司担保款之余额。截至2014年底公司对该等担保的最大敞口为人民币27.36亿元。担保期限和租赁合同的年限一致，通常为2至5年。截至2014年底因客户违约而公司支付担保款0.31亿元。

针对信用销售占比较高的局面，公司采取诸如加强经销商信用专职机构建设，加强实物控制与跟踪，通过GPS跟踪按揭机器，实时监控经销商银行账户资金动向等措施防范经销商按揭销售的收款风险。

2014 年，公司从严执行信用销售政策，通过提高首付比率、缩短账期等多种方式，提高合同质量，将增加回款作为考核营销人员的重要指标。

表 4 公司主营业务客户群以及主要销售区域

主营业务	客户群	销售区域
混凝土机械	商混生产企业、以租赁为用途的设备租赁企业和个体客户	覆盖全国
起重机械	以租赁为用途的设备租赁企业和个体客户、系统客户	覆盖全国
环卫机械	政府城管、环卫部门、清洁公司	覆盖全国
土方机械	个体、工程土方等系统客户、民建市政、租赁客户	陕西、云南、贵州、湖南等省份
路面机械	个体租赁客户、系统客户	山东、湖南、河南等省份；
桩工机械	个体经营者、基础施工公司、系统客户	覆盖全国，主要以广东、湖北、浙江、江西等省份为主
农业机械	个体户（农民）、合作社	覆盖全国

资料来源：公司提供

表 5 公司近年境外收入情况情况（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
境内收入	453.00	357.55	229.56	32.55
境外收入	27.70	27.87	28.95	5.28

资料来源：公司提供

公司下游客户群主要是建筑系统、铁路系统、水利水电系统和交通系统的建设施工单位和设备租赁商，散户占比低。

从销售区域看，公司产品销售以境内为主，国内销售区域分布广泛。公司境外销售收入占比较低，但由于出口部分的收入大部分以外币结算，此外公司还持有一定规模的外币，汇率波动对公司盈利能力存在一定影响，公司面临一定的汇率波动风险。

销售集中度方面，2014 年，公司向前五大客户销售金额占全年销售收入的比重为

3.24%，集中度低，不存在对客户严重依赖的情况。

5.未来发展

环境产业方面：公司充分利用设备制造的优势整合产业链。短期的重点是发展城市固废垃圾处理；在运营方面，与政府及相关企业合作，选择具体的合作项目；重点投资环卫机械项目。

农业机械方面：加强产业链整合和技术引进步伐，中国农业机械化水平相比发达国家较为落后，政策驱动下行业保持稳定增长，预计2015 年中国农机工业总产值达到 4000 亿元以上。

公司立足产品市场和资本市场，实现物联网与制造业的融合、智能产品与高端服务的融合、产业资本和金融资本的融合，做强工程机械、环境产业、农业机械、金融服务和新兴业务五大板块。

九、财务分析

公司2012~2014年度财务报告经天职国际会计师事务所湖南分所审计，并对2012~2014年财务数据均出具了标准无保留审计意见。公司2015年第一季度财务数据未经审计。

2014年底，公司纳入合并报表二级子公司38家，其中新增合并单位3家，分别为M-TEC MATHIS TECHNIK GMBH、内蒙古中联工程机械有限公司、宁夏致远中联工程机械有限公司。公司2014年的合并报表范围的变更未对公司资产及盈利产生重大影响，公司2012~2014年财务数据可比性良好。

截至2014年底，公司合并资产总额为937.58亿元，所有者权益合计为412.48亿元（其中少数股东权益4.17亿元）。2014年，公司实现营业收入258.51亿元，利润总额8.63亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为992.63亿元，所有者权益合计为412.53亿元（其中少数股东权益8.89亿元）。2015年1～3月，公司实现营业收入37.83亿元，利润总额-3.84亿元。

1．盈利能力

跟踪期内，公司收入主要由混凝土机械、起重机械和环卫机械构成。2014年，公司实现营业收入258.51亿元，较2013年下降32.93%；利润总额8.63亿元，较2013年下降80.91%。

从期间费用看，2014年公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比重为22.09%，较2013年增长7.95个百分点。其中财务费用与2013年相比大幅增加，主要系汇率变动导致公司汇兑净收益减少6.08亿元和利息支出增加2.90亿元。

跟踪期内，公司资产减值损失6.07亿元，较上年减少4.26亿元，主要为公司长期应收款减值损失（-0.63亿元）同比下降4.89亿元所致。公司资产减值损失主要为坏账损失4.98亿元和存货跌价损失1.71亿元。

2014年，公司营业外收入为4.14亿元，较上年同比增长68.63%，主要是公司获得政府补助收入增加1.96亿元所致。

从盈利指标来看，2014年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为27.01%、2.39%和1.52%，较2013年分别下降1.45个百分点、4.69个百分点和7.88个百分点，公司盈利能力有所下滑。

2015年1～3月，公司实现营业收入37.83亿元，同比下降6.31%；利润总额为-3.84亿元，较去年同期大幅下降，主要系受国家固定资产投资，尤其是房地产投资增速持续放缓的影响，工程机械产品市场需求持续不振，对公司整体营业收入及净利润的影响仍旧较大。同时，由于春节假期较晚，导致各类项目开工比往年推迟，公司相关产品市场需求也受到一定影响。此外，为控制风险及实现有质量的经营，公司继续实施从紧的销售政策，对于营业收入和净利润也产生一定影响；营业利润率为24.44%。

2015年1～3月，2015年公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比重为32.45%，较2014年增长10.36个百分点。资产减值损失1.61亿元，同比增长95.13%，主要系各项拨备增加的影响；营业外收入0.61亿元，同比下降36.40%，主要系补贴收入减少。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和利润均大幅下降，且期间费用上升，公司盈利能力减弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014年，受收入下降影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金244.79亿元，较2013年下降34.46%；经营活动现金流入量255.52亿元，同比下降33.90%；公司支付其他与经营活动有关的现金46.74亿元，为费用性支出27.14亿元和往来款项支出19.60亿元；2014年，公司经营活动现金流量净额-76.90亿元，主要系减少了无追索保理及应付款项减少。2014年，公司现金收入比为95.80%，现金收入实现质量一般。总体看，公司经营获现能力减弱。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金，投资活动现金支出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金及投资支付的现金。2014年，公司投资活动流入的现金为10.82亿元，其中收到的其他与投资活动有关的现金10.03亿元，主要系保理、按揭、票据等保证金减少；投资活动流出的现金为36.94亿元，同比大幅增长，主要系收购奇瑞重工股权和M-TEC。2014年，公司投资活动产生的现金流量净额为-26.11亿元，主要系收购奇瑞重工股权20.88亿元，M-TEC2.96亿元。

2014年，公司筹资活动现金流入量为232.89亿元；公司筹资活动现金流出为150.59亿元，主要为偿还银行借款支出和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，公司筹资活动现金流量净额82.30亿元。

2015年1～3月，公司经营性现金流入和净流量分别为49.77亿元和-37.25亿元，现金收入比有所上升，为125.32%。投资性现金净流入量分别为14.22亿元；筹资活动表现为净流入量24.00亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营获现能力一般； 经营性净现金流转负，且波动大；公司投资活动支付的现金大幅增长，面临一定的筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额为937.58亿元；其中流动资产占79.01%，非流动资产占20.99%。公司资产流动性较好。

截至2015年3月底，公司资产总额为992.63亿元，其中流动资产占79.87%，非流动资产占20.13%，基本上保持稳定。

截至2014年底，公司流动资产为740.82亿元，同比增长6.55%，主要由应收账款和一年内到期的非流动资产增加所致；流动资产主要以货币资金（占22.80%）、应收账款（占41.09%）、存货（占14.01%）和一年内到期的非流动资产（占16.47%）构成。

截至2014年底，公司货币资金168.94亿元，同比减少15.83%。 2014年底的货币资金中，银行存款占比85.72%，公司现金类资产较充裕；其他货币资金24.11亿元，主要为承兑及按揭保证金等，系使用受限资产。

截至2014年底，公司应收账款304.39亿元，同比增长9.47%。从账龄分布来看，账龄在1年以内的占74.85%，1~2年的占16.89%，2～3年的占5.99%，3年以上的占2.26%，账龄总体合理。公司应收账款坏账计提比例为3.70%。2014年底，应收款前5名合计7.95亿元，占比2.47%。截至2014年底，公司实际核销无法收回的应收账款1.36亿元。公司应收账款对象较为分散，不同客户的信用状况存在一定差异，可能影响未来款项的回收。联合资信将持续关注公司因

客户未来信用状况下降而产生的坏账风险。

截至2014年底，公司存货103.76亿元，同比增长18.62%。其中原材料、产成品及在产品分别占比23.47%、65.69%和10.84%。公司计提了2.71%的跌价准备。存货的增加主要为产成品大幅增加所致。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动资产主要为租赁子公司一年内到期的应收融资租赁业务款。截至2014年底，公司一年内到期的非流动资产为122.03亿元，同比增长19.30%，一年内到期的融资租赁款130.75亿元，扣减4.05亿元未实现融资收益、4.67亿元融资租赁款减值准备以及0.01亿元保证金后的余额。

截至2014年底，公司非流动资产为196.76亿元，主要由长期应收款（占22.76%）、固定资产（占30.83%）、无形资产（占16.81%）和其他非流动资产（占10.61%）构成。

公司长期应收款为应收的融资租赁租金。截至2014年底，公司长期应收款44.79亿元，同比下降39.54%,为融资租赁应收租金48.01亿元，扣减未实现融资收益1.39亿元、融资租赁应收款减值准备1.87亿元及其他0.03亿元。随着公司销售收入下滑，同时为降低客户信用风险，逐步减少了设备融资租赁销售的比例，长期应收款相对减少。

截至2014年底，公司固定资产原值为91.03亿元，其中房屋及建筑物占比52.49%，机器设备占比37.61%；累计折旧29.88亿元，固定资产成新率67.18%，固定资产减值准备计提比例为0.78%。

截至2014年底，公司无形资产33.07亿元，主要由土地使用权、非专利技术、CIFA、M-TEC专营权和商标构成，分别占比59.27%、5.90%、6.41%和21.92%。

截至2014年底，公司其他非流动资产20.88亿元，为预付奇瑞重工股权收购款。

截至2015年3月底，公司总资产为992.63亿元。主要是流动资产较2014年底增长7.02%，其中存货较上年末增长25.52%。

总体看，公司流动资产以货币资金和应收款项为主，流动性良好，货币资金充裕，但应收账款和存货的快速增长和融资租赁业务形成的一年内到期的非流动资产及长期应收款对公司的营运资金的占用逐步增加。整体资产质量较好。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益为412.48亿元，同比下降1.91%，系未分配利润的减少所致。截至2014年底，公司所有者权益中股本占18.87%、资本公积占32.21%、盈余公积占-0.78%、未分配利润占42.57%。截至2015年3月底，公司所有者权益为412.53亿元，较2014年底增长0.01%。总体看，公司未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

负债

截至2014年底，公司负债总额525.10亿元；其中流动负债占48.11%，非流动负债占51.89%。公司负债以非流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债252.62亿元，同比下降23.50%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款减少所致；主要由短期借款（占15.30%）、应付票据（占24.31%）、应付账款（占29.10%）、其他应付款（占16.71%）和一年内到期的非流动负债（占7.45%）构成。

截至2014年底，公司其他应付款42.22亿元，同比下降30.10%。从账龄分布来看，账龄在1年以内的占92.43%，1~2年的占3.99%，2～3年的占0.73%，3年以上的占2.85%，综合账龄短。公司其他应付款主要为代收代扣款项13.22亿元、按揭销售、融资租赁销售等保证金8.80亿元、往来款5.20亿元、应付物业、厂房及设备购置款5.40亿元、按揭费用3.63亿元及其他6.00亿元。

截至2014年底，公司非流动负债272.48亿元，同比增长88.40%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占35.92%），应付债券（占59.23%）和长期应付款（占2.18%）构成。截至2014年底，公司

应付债券为161.38亿元，同比增加90.29亿元，主要系2014年发行90亿元中期票据所致。截至2014年底，公司存续债券为：2008年4月发行的11亿元8年期公司债；2012年4月5日，公司通过境外子公司发行的5年期4亿美元债券；2012年12月20日，公司通过境外子公司发行的10年期6亿美元债券；2014年10月25日发行90亿元5年期中期票据。

截至2014年底，公司债务规模不断扩大，短期债务、长期债务和全部债务分别增长-19.13%、103.34%和37.34%至118.95亿元、259.25亿元和378.20亿元。截至2014年底，公司短期债务占31.45%，长期债务占68.55%。截至2014年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为56.01%、38.59%和47.83%。

截至2015年3月底，公司负债总额为580.11亿元，较2014年底增长10.48%，其中流动负债占52.37%，非流动负债占47.63%，流动负债占比有所上升。截至2015年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均保持稳定，分别为58.44%、38.86%和50.46%。

总体看，公司债务规模上升较快，债务负担加重。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2014年底，流动比率和速动比率分别为293.25%和252.18%；2014年公司经营性现金流动负债比为-30.44%。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率分别为260.98%和218.11%。结合公司较为充裕的货币资金，总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，截至2014年底，公司EBITDA为27.70亿元，同比下降54.24%。2014年，公司EBITDA利息倍数为2.20倍；全部债务/EBITDA为13.65倍。总体看，公司长期偿债指标呈弱化趋势。

截至2015年3月底，公司获得各商业银行综合授信额度1190.62亿元，尚未使用额度为709.39亿元，公司间接融资渠道畅通。

或有负债方面，截至2015年3月底，公司承担有担保责任的银行按揭客户借款余额为130.23亿元，2015年一季度支付的由于客户违约所造成的担保赔款人民币0.61亿元。截至2015年3月底，公司对第三方租赁公司提供的融资租赁担保的最大敞口合计为25.73亿元，担保期限通常为2至5年；截至2015年3月31日，尚未发生客户违约而令公司支付担保款的情况。总体看，公司负有担保义务的按揭销售和融资租赁销售规模较大，当前工程机械下游客户资金普遍紧张，公司存在一定的或有负债风险。

5．过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，过往债务履约情况良好。

6．抗风险能力

基于对工程机械行业运行状况、区域经济环境、公司基础素质、管理能力、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续期债券偿债能力

公司目前存续期内的中期票据为“14中联MTN001”，待偿还债券本金合计90亿元。

从EBITDA对存续期债券的保护程度来看，2014年公司EBITDA为27.70亿元，EBITDA/存续期债券倍数为0.31倍，EBITDA对“14中联MTN001”保障能力一般。2014年公司经营活动现金流入量和现金流量净额分别为255.52亿元和-76.90亿元，分别是“14中联MTN001”的2.84倍和-0.85倍，公司经营活动现金流入量对“14中联MTN001”的覆盖程度良好。

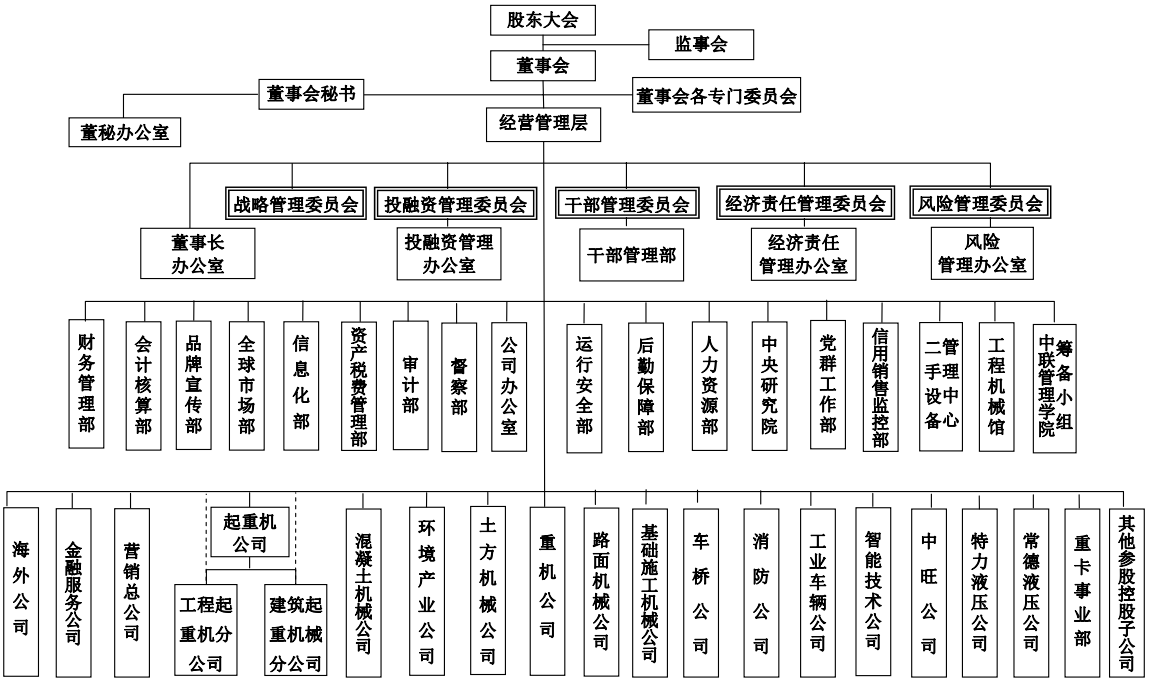
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14中联MTN001”AAA的信用等级。

附件 1-1　公司股东情况表

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
香港中央结算（代理人）有限公司（HKSCC NOMINEES LIMITED）	境外法人	18.53%	1427623323
湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	国有法人	16.26%	1253314876
长沙合盛科技投资有限公司	境内非国有法人	5.02%	386517443
佳卓集团有限公司（GOOD EXCEL GROUP LIMITED）	境外法人	2.19%	168635680
智真国际有限公司	境外法人	2.19%	168635602
长沙一方科技投资有限公司	境内非国有法人	2.12%	163364942
弘毅投资产业一期基金（天津）（有限合伙）	境内非国有法人	2.07%	159428548
广东恒健投资控股有限公司	国有法人	0.69%	51955855
中国建银投资有限责任公司	国有法人	0.32%	24340809
中国工商银行－融通深证 100 指数证券投资基金	其他	0.26%	20177660
其他	--	50.35%	3879947864
合计		**100%**	**7705954050**

附件 1-2　　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	249.28	209.32	187.11	183.94
资产总额(亿元)	889.74	895.37	937.58	992.63
所有者权益(亿元)	411.89	420.52	412.48	412.53
短期债务(亿元)	150.70	147.08	118.95	157.98
长期债务(亿元)	100.55	127.50	259.25	262.22
全部债务(亿元)	251.25	274.58	378.20	420.20
营业收入(亿元)	480.71	385.42	258.51	37.83
利润总额(亿元)	88.58	45.22	8.63	-3.84
EBITDA(亿元)	101.16	60.54	27.70	--
经营性净现金流(亿元)	29.60	7.37	-76.90	-37.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.88	1.56	0.85	--
存货周转次数(次)	3.04	2.67	1.95	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.43	0.28	--
现金收入比(%)	99.63	96.91	94.69	125.32
营业利润率(%)	31.75	28.46	27.01	24.44
总资本收益率(%)	12.49	7.08	2.39	--
净资产收益率(%)	18.28	9.40	1.52	--
长期债务资本化比率(%)	19.62	23.27	38.59	38.86
全部债务资本化比率(%)	37.89	39.50	47.83	50.46
资产负债率(%)	53.71	53.03	56.01	58.44
流动比率(%)	192.80	210.55	293.25	260.98
速动比率(%)	159.06	184.06	252.18	218.11
经营现金流动负债比(%)	8.51	2.23	-30.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.38	6.24	2.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.48	4.54	13.65	--

注：1、2015 年一季度财务数据未经审计；

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。