跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1242 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，评级展望由稳定调整为负面，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

二零一六年六月二十九日

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中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：负面
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：2016 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	175.17	163.00	125.93	113.19
资产总额(亿元)	895.37	937.58	937.23	929.28
所有者权益(亿元)	420.52	412.48	406.09	399.87
短期债务(亿元)	155.40	118.95	190.02	207.73
全部债务(亿元)	282.90	378.20	408.83	413.92
营业收入(亿元)	385.42	258.51	207.53	30.24
利润总额(亿元)	45.22	8.63	0.33	-7.78
EBITDA(亿元)	63.44	27.70	25.74	--
经营性净现金流(亿元)	7.37	-76.90	-33.34	-12.30
营业利润率(%)	28.46	27.01	26.52	25.30
净资产收益率(%)	9.40	1.52	0.22	--
资产负债率(%)	53.03	56.01	56.67	56.97
全部债务资本化比率(%)	40.22	47.83	50.17	50.86
流动比率(%)	210.55	293.25	247.11	235.27
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	13.65	15.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.03	2.20	1.51	--
经营现金流动负债比(%)	2.23	-30.44	-11.05	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 现金类资产已扣除使用受限制的货币资金、应收票据；
3. 短期债务计算已计入短期保理借款。

分析师

马 栋　方 晓
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

中联重科股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内大型装备制造企业，在市场地位、研发实力等方面保持了综合优势。跟踪期内，公司继续保持在工程机械行业的龙头地位，并全力推进战略转型，积极拓展环境产业和农业机械领域。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到中国国内固定资产投资尤其是房地产投资增速持续放缓，工程机械行业仍处于低景气度周期，公司工程机械板块收入大幅下降，盈利能力弱化，债务规模持续增长且存在或有负债等因素对公司经营发展带来不利影响。

目前，公司收入仍主要来自于工程机械板块，工程机械行业持续低迷，对公司经营发展带来不利影响。未来，工程机械行业仍面临较大的盈利和库存去化压力，公司将全力推进战略转型，已经初步形成工程机械、环境产业、农业机械、金融服务四大板块，环境产业和农业机械有望成为公司新的业务增长点。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级 AAA，评级展望由稳定调整为负面，并维持“14 中联 MTN001” AAA 的信用等级。

优势

1. 公司行业地位突出，主导产品市场占有率高。
2. 跟踪期内，公司大力推进战略转型，环境产业、农业机械新领域的拓展有助于分散经营风险。
3. 公司技术研发能力强，具备创新能力。
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. 跟踪期内，工程机械行业持续低迷，公司收入下滑快，盈利能力弱化。
2. 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。

3. 跟踪期内，公司债务负担有所加重，经营活动净现金流呈净流出。
4. 跟踪期内，公司利润对营业外收入依赖高。
5. 跟踪期内，汇兑损益对公司利润侵蚀大。
6. 公司存在一定的或有负债风险。

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“14 中联 MTN001”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。2015年，公司进行了H股回购，从2015年7月10日（首次实施）起，公司合计回购H股股份数量为41821800股，占公司H股股份总数的2.92%，占公司股份总数(A+H)的0.54%，支付总金额为159712316港元。

根据公司2016年6月14日发布的《中联重科股份有限公司关于回购部分A股社会公众股份的预案》，公司拟以自有资金回购部分A股社会公众股股份并相应减少公司普通股股本，本次回购A股的价格不超过公司截至2015年年末每股净资产，即人民币5.21 元/股。若公司在回购期内发生资本公积转增股本、派发股票或现金红利、股票拆细、缩股、配股或发行股本权证等除权除息事宜，则自股价除权除息之日起，公司将相应调整回购价格上限。本次回购的股份种类为 A股社会公众股，回购总金额不超过人民币10亿元。在回购价格不超过5.21元/股的情况下，以此计算至少可回购A股1.92亿股，占公司发行在外A 数量的3.06%，占公司总股本的 2.50%。

截至2016年3月底，公司股本为76.64亿元，其中：湖南省国资委占总股本的16.35%；香港中央结算（代理人）有限公司（HKSCC NOMINEES LIMITED）[1]占18.08%；长沙合盛科技投资有限公司占5.04%；中国证券金融股份有限公司占3.01%；佳卓集团有限公司（GOOD EXCEL GROUP LIMITED）占2.20%；智真国际有限公司占2.20%（公司前十大股东详见附表1-1）。截至2016年3月末，公司无控股股东或实际控制人。

截至 2016 年 3 月底，公司设立了 5 个委员会及 24 个职能部门。

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2015年底，公司合并资产总额为937.23亿元，所有者权益合计为406.09亿元（其中少数股东权益6.73亿元）。2015年，公司实现营业收入207.53亿元，利润总额0.33亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为

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。

929.28亿元，所有者权益合计399.87亿元（其中少数股东权益6.89亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入30.24亿元，利润总额-7.78亿元。

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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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，长沙市是湖南省省会，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。

根据 2015 年长沙市国民经济和社会发展统计公报，2015 年长沙市实现生产总值（GDP）8510.13 亿元，同比增长 9.9%，增速较上年回落 0.6 个百分点。分产业看，第一产业实现增加值 341.78 亿元，增长 3.6%；第二产业实现增加值 4478.20 亿元，增长 8.8%，其中工业实现增加值 3745.03 亿元，增长 8.8%;第三产业实现增加值 3690.15 亿元，增长 12.1%。第一、二、三次产业分别拉动 GDP 增长 0.1、5.0、4.8 个百分点，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 1.1%、50.3%、48.6%。三次产业结构调整为 4.0:52.6:43.4。工业增加值占 GDP 的比重达 44.0%。

总体看，跟踪期内，长沙市经济增速有所回落，但整体仍保持较快增长，经济结构上工业增加值占比高，工业仍是长沙市重要支柱产业。长沙市经济快速增长以及工业在经济中的重要地位为公司提供了良好外部环境。

2. 行业分析

工程机械

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。

据国家统计局发布数据，2015 年，全国固定资产投资(不含农户)551590 亿元，比上年名义增长 10%(扣除价格因素，实际增长 12%)，增速比 1~11 月份回落 0.2 个百分点。从环比速度看，12 月份固定资产投资(不含农户)增长 0.68%。分产业看，第一产业投资 15561 亿元，比上年增长 31.8%，增速比 1-11 月份提高 3.1 个百分点；第二产业投资 224090 亿元，增长 8%，增速回落 0.1 个百分点；第三产业投资 311939 亿元，增长 10.6%，增速回落 0.4 个百分点。

近年来，随着下游行业设备需求下降，工程机械行业持续低迷。2015 年上半年 18 家工程机械及重点零部件工程机械上市公司完成营业收入 500.09 亿元，同比下降 29.31%;18 家上市公司上半年净利润整体亏损 5.9 亿元，较 2014 年上半年盈利 39.6 亿元同比下降 114.89%。

从短期来看，工程机械市场受房地产、基础设施固定资产投资影响较大。由于下游固定资产投资低迷，加之工程机械行业前期杠杆销售对市场的透支行为，行业目前仍处于去杠杆、去库存、去产能阶段，行业景气度难以短期内恢复。工程机械行业主要企业于 2013 年开始，陆续着手去杠杆行动，一方面体现在企业产成品、在制品消化，另一方面终端市场上过剩保有设备消化。

总体看，跟踪期内，工程机械行业持续地位运行，行业仍处于去产能阶段，行业景气度短期内难以恢复。

农用机械

中国农机市场当前阶段主要受政策性驱动，财政对农机补贴水平影响着客户购机意愿，农机市场亦受农作物价格影响。国际、国内农作物价格倒挂，农作物价格偏低造成近两年国内农机市场增长趋缓。

从长期来看，中国农机市场正处于大机遇期。新疆、东北在建设兵团、农垦局体制下，农机化率较高，且大农场作业模式下，客户购机意愿高，是中国农机市场旗帜。北方地形平坦，主要粮食作物多用机种、机收、机运，机

械化率较高。但对于经济作物，及储备、加工环节，仍有较大提升空间。南方受制地形，农村土地碎片化，大规模农机作业发展较慢。从微观看，南方亦已逐渐形成专业分工的农机租赁市场。随着土地流转政策加速落地，针对山地、丘陵、滩头等复杂地形的设备逐步成熟，南方农机市场预计未来将进一步发展。

市场容量方面。农业机械化程度逐渐提升，随着人力成本不断升高，农村青壮年劳动力不断外流，农业机械市场容量将不断扩大。统计数据显示，2005~2014 年中国农业机械总动力由 68397.85 万千瓦上升到 107600 万千瓦，10 年复合增长率为 5.16%；而农机械行业市场规模从 2003 年的 700 亿元，到 2013 年达到 3800 亿元，年复合增长率 20.7%。未来，农业机械市场容量有望继续扩大。

近年来，全球农机产值持续下滑，中国成为少数能保持增长且趋势向好的国家。2015 年，农机工业 12 个子行业中的 10 个子行业主营业务收入保持了适度和稳步的增长，只有 2 个子行业增幅下降。但行业增速呈现下滑趋势，2015 年中国 2319 家农机规模以上企业主营业务收入 4283.68 亿元，比上一年增长了 7.39%。2012 年、2013 年及 2014 年行业主营业务收入增长率分别为 17.84%、16.31%和 8.55%。

总体看，农业机械市场发展空间大，跟踪期内保持增长趋势，但行业增速呈现下滑趋势。

环境产业

环境产业主要受经济水平及环境意识提高驱动，同时受政策影响较大。从指标来看，GDP 增速，城镇化水平是对影响环境产业长期发展关键指标。未来，环保行业将迎来重要发展期，环境全面治理引发净化设备需求大增；城镇化率不断提高，环卫机械需求增长。环保产业包括除尘脱销、生活垃圾处理、污水处理、重金属治理等多个方面，按内容分为设备技术和服务两类。近年来，环保政策密集出台，包括能源行业大气防治、锅炉大气污染排放标准、水污染防治计划、土壤污染防治行动计划等多个方面，行业发展面临机遇。

目前，中国环境产业仍处于培育阶段，环境机械产品、环境治理工艺、环境业务商业模式均处于摸索状态。西欧等发达国家在环境治理上有一整套体系，从社会制度、税收补贴政策到人文习惯，均与其环境治理模式密布可分，在学习和引入其先进经验时容易产生水土不服。对中国环境产业而言，从培育到发展在到真正成熟，预期尚有 20-30 年时间。

因环境产业细分板块众多，且多处于培育阶段，关于环境产业市场规模缺乏令人信服数据，以下主要从中联重科已介入领域进行分析。

生活垃圾收、转、运、处领域。目前中国垃圾处理以卫生填埋和焚烧为主，其中焚烧占比约 25%，主要为政府购买服务，预计到 2020 年焚烧约占将提升至 50%，总计年运营规模约 300 亿。近年来，焚烧项目大量进入签约后的待建期或者建设期，十三五期间垃圾焚烧将快速发展，其中湖南十三五规划新建和扩建 25 座焚烧场，处理能力由现在的 2300 吨/天提升至 23000 吨/天。

厨餐垃圾处理领域。十二五规划建设 242 座处理设施，达到 3 万吨/日的处理能力，但受政策、技术、资金等问题影响，建成并运行项目较少，在建、筹建项目较多，项目总和近 70 个，总处理能力 1.2 万吨/日，与规划目标差距较大；2015 年国家提出了严厉要求，地方环境恶化，领导终身追责，环境服务第三方负连带责任。江苏、山东等部分省市已将餐厨垃圾处理工作作为政府领导考核的内容，北京、上海、广州等几十个大城均颁布了餐厨垃圾管理条例或办法，规范餐厨垃圾处理处置工作，预计十三五期间将有 300 个项目落地，平均每年固定资产投资约 48 亿元，设备占比近 60%。

污水及生物质处理领域。2013 年全国污水排放统计数据显示，农业源排放占总量的 47.85%，其中畜禽养殖业排放占农业源排放的 95%。当前中国城市污水处理率达到 86%，县

城污水处理率接近 80%，但乡镇污水处理率不到 30%，农村污水处理率更是不到 10%。随着“水十条”的出台，到 2020 年，要求县城、城市污水处理率分别达到 85%、95%左右，并新增完成环境综合治理的建制村 13 万个，并对污泥、畜禽粪便等污染源提出了明确的治理要求，十三五期前农村、乡镇污水与生物质环境治理市场空间广阔，但商业和盈利模式还需进一步摸索和实践。

土壤修复领域。多年粗放式发展使得中国土壤污染极其严重，统计数据显示，全国土壤污染超标率达 16.1% ，近年来土壤污染的危害逐渐显性化，高层开始重视，治理规划、试点项目陆续出台，预计“土十条”出台后，土壤修复市场将加速启动，与大气、水污染治理相比，中国土壤污染治理刚刚起步，总体差距较大，规模尚不及环保产业总产值的 1%，而在发达国家，这一比重达 30%以上，行业发展空间巨大。

建筑垃圾处理领域。近年来，随着中国城市化进程的快速推进，建筑垃圾年产生量快速上升，2015 年达 24 亿吨，而建筑垃圾资源化利用尚处于初级阶段，利用率不足 5%，与发达国家平均 80%的利用率有巨大差距；存量与产生量巨大的建筑垃圾，已成为国家高度重视的环境问题。大产业、高回报的行业特征已逐步显现，建筑垃圾资源化项目发展前景巨大。

环卫机械领域。市场需求进入中低速发展阶段，预计 2016 年全行业需求 201 亿，同比 2015 年增长 8%。2015-2020 年间，环卫机械逐步进入成熟阶段，预计年复合增速在 8%左右。

总体看，随着中国国内环保意识增强，环境产业未来发展空间大，但目前仍处于培育阶段。

五、基础素质分析

1. 竞争优势

在工程机械行业持续低迷的背景下，公司积极推进战略转型，进行多领域布局。目前，公司拥有工程机械、环境产业、农业机械和金融服务四大板块、涉及 86 个系列具有完全自主知识产权的 700 多种主导产品。

跟踪期内，公司重点产品市场占有率国内领先：混凝土机械方面，2015 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。

据中国企业联合会编制的 “2015 年中国企业 500 强”榜单，2015 年中联重科位居中国 500 强企业第 204 位。

2. 研发实力

公司研发团队拥有超过 4100 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。公司拥有国家级技术研发中心、国内唯一的建设机械关键技术国家重点实验室、国内唯一的混凝土机械国家工程技术研究中心，获得多项国家级科技进步奖。2015 年，公司研发支出 10.52 亿元，占营业收入的比重为 5.07%。

2015 年，公司发明专利授权量 758 件，居行业第一，进入全国八强；获中国专利优秀奖 3 项，被授予 “国家知识产权示范企业”称号；牵头起草《建筑施工机械与设备 混凝土及灰浆预制机械 第 1 部分 术语和商业规格》国际标准 1 项，参与国际标准制修订 4 项，完成国际标准投票 17 项。

总体看，公司行业地位突出，技术实力雄厚，行业内具备较强竞争优势。

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

2015 年 12 月 22 日，公司联合 Mandarin Capital Partners II（“曼达林基金”）共同投资 6620 万欧元（折合人民币约 4.7 亿元），通过收购老股和增资扩股两种方式获得意大利 Ladurner Ambiente S.p.a（“纳都勒公司”）75%的股权，其中，公司投资 5031 万欧元（折合人民币约 3.56 亿元），获取意大利纳都勒公司 57%的股权。

2016 年 4 月 29 日，纳都勒公司上述股份转让的交割手续已全部完成。至此，公司持有纳都勒公司 57%的股权，该公司正式成为公司的控股子公司。

纳都勒公司成立于 1990 年，是欧洲环境和可再生能源全方位解决方案提供商及投资运营商，在意大利及全球其他国家投资、运营的环境项目超过 30 个，业务领域涉及城市固废处理、污水污泥处理、可再生能源、土壤复垦、环境咨询服务等。经过二十多年实践，纳都勒公司在环境产业工艺、工程总包、运营、管理及创新等方面已经积累了丰富的经验，具备 EPC（工程总承包模式）、O&M（运营与维护模式）、PPP（公私合作模式）、BT（建设-移交模式）、BOT（建设-经营-移交模式）、 BOO（建设-拥有-经营模式）等多种类型项目的运营经验和良好的工程业绩。

截至 2014 年底，纳都勒公司资产总额 1.39 亿欧元，负债 1.15 亿欧元。2014 年营业收入 0.62 亿欧元，净利润 179.40 万欧元。

截至 2015 年 9 月底，纳都勒公司资产总额 1.46 亿欧元，负债 1.20 亿欧元。2015 年 1~9 月营业收入 0.47 亿欧元，净利润 170.37 万欧元。

总体看，通过收购纳都勒公司，有助于公司吸收污水处理、土壤修复、厌氧发酵等领域具备国际领先的技术实力，加快公司向环境产业的转型，有利于公司在国际和国内两个市场拓展环境产业市场，但跨国收购也使公司面临进一步的整合风险。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括工程机械、环境产业、农业机械和金融服务四大板块。

2015年，公司实现营业收入207.53亿元，较上年下降19.72%，主要由于工程机械板块中的混凝土机械、起重机械两大主导产品市场需求持续不振及公司继续实施从紧的销售政策。分板块看，工程机械板块收入大幅下降40.83%，其中工程机械主导产品混凝土机械和起重机械分别下降48.12%和38.38%，其他机械和产品20.71%，均较上年大幅下滑，主要由于工程机械行业景气度下降，公司产品需求弱化所致；环境产业增长12.43%，其中环卫机械销售稳定，跟踪期内，公司与37个县签订了全县域环境治理项目，其中宁乡、石门项目已开始投资。

2014年8月，公司竞购奇瑞重工股份有限公司60%股权，后更名为中联重机股份有限公司（以下简称“中联重机”），2014年12月公司进一步收购中联重机7.51%股权，2015年1月4日完成股份转让交割手续，中联重机成为公司控股子公司（占67.51%），导致2015年新增农业机械板块，该板块2015年实现收入32.95亿元，毛利率15.79%。

金融服务板块收入下滑38.82%，主要由于：（1）金融服务板块经营业绩与中联重科设备销售高度相关；（2）财税〔2013〕106号文件《关于将铁路运输和邮政业纳入营业税改征增值税试点的通知》（以下简称“106号文”）下发后，融资租赁行业受到极大影响，公司金融服务板块停止了机动车售后回租业务，而机动车直租又因上牌等问题难以满足客户经营需要，这些都直接导致金融服务版块主营的融资租赁业务

收入下降。

2015年，公司综合毛利率27.02%，较上年下降0.87个百分点，主要由于新增农业机械板块毛利率较低。分板块看，工程机械毛利率提高0.77个百分点，其中混凝土机械下降1.44个百分点，主要由于毛利率高的泵车销售占混凝土机械收入比重下降所致；起重机械毛利率提高3.31个百分点，主要由于平均售价上升、制造成本下降以及销售结构变化所致；环境产业毛利率提高1.47个百分点，金融服务毛利率下降0.87个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入30.24亿元，同比下降20.06%，主要由于公司1~2月进行机构调整，影响了当期的销售收入。分板块看，工程机械收入14.59亿元，为上年全年的11.80%；环境产业收入6.53亿元，同比增长10%；农业机械收入7.94亿元，同比增长7%。2016年1~3月，公司综合毛利率为26.43%，较上年下降0.59个百分点。

总体看，跟踪期内公司各板块发展分化，工程机械板块收入下滑，战略转型取得进展，环境产业和农业机械板块收入实现持续增长。

表1 近年来公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务分类	2014年			2015年			2016年1-3月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
工程机械	**208.96**	**80.83**	**24.31**	**123.64**	**59.58**	**25.08**	**14.59**	**48.26**	**26.18**
其中：混凝土机械	105.55	40.83	22.43	54.77	26.39	20.99	6.80	22.47	27.48
起重机械	74.23	28.71	27.79	45.74	22.04	31.1	4.18	13.83	36.22
其他	29.19	11.29	22.29	23.14	11.15	22.87	3.61	11.95	12.11
环境产业	**40.24**	**15.57**	**29.84**	**45.25**	**21.8**	**31.31**	**6.53**	**21.58**	**29.22**
农业机械	--	--	--	**32.95**	**15.88**	**15.79**	**7.94**	**26.26**	**15.13**
金融服务	**9.30**	**3.6**	**99.76**	**5.69**	**2.74**	**99.96**	**1.18**	**3.91**	**89.99**
合计	**258.51**	**100.00**	**27.89**	**207.53**	**100.00**	**27.02**	**30.24**	**100.00**	**26.43**

资料来源：公司2015年审计报告。

注：2015年审计报告对业务板块进行了重新分类，为保证数据的可比性2014年数据根据2015年年报可比数据整理得出。

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，原材料及部件成本占比89.97%，人工成本及其他成本占比10.03%左右，原材料的采购成本对公司盈利能力影响较大。

采购集中度方面，2015年，公司前五名供应商采购金额占全年采购总金额的比重为9.84%，较2014年下降8.53个百分点，采购集中度进一步下降，对主要供应商依赖度不高。

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

截至2016年3月底，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2 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	中小吨位汽车起重机，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	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2015年底，公司存货原材料、在产品及库存商品分别占比17.60%、7.54%和74.86%；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。

工程机械板块

混凝土机械方面。2015年，公司混凝土机械实现销售收入54.77亿元，占公司营业收入的

26.39%，较上年同期下降48.11%，主要受国内固定资产与房地产投资低迷、终端设备保有量高的影响，行业状况短期内难以改善。2015年，公司加强了风险控制，集中精力提升应收账款质量，主动舍弃了部分风险客户。根据统计，公司新签合同首付款平均保持在25%以上，且大部分销售订单来自于持续经营的老客户。目前，公司仍占有国内三成左右的泵车（26.3%）和车载泵（34.5%）市场。

起重机械方面。2015 年，公司起重机械实现销售收入 45.74 亿元，占公司营业收入的22.04%，较上年同期下滑 38.38%，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。目前，公司工程起重机市场占有率（20%）仍稳居行业第二，履带吊产品市场占有率（15.8%）甚至在去年出现一定幅度的提升，塔机产品（22.8%）仍旧稳居市场第一位。

环境产业

2015年，公司环境产业实现收入45.25亿元，占到营业收入的21.80%，较上年同期增长12.45%。跟踪期内，公司着重推进产品技术创新，在干扫车、洗扫车等产品实现了核心技术突破并获得市场认可；在传统优势产品（路面三车、压缩车）加大技术升级，稳固行业领先地位；在弱势产品（垃圾车、市政、除冰雪设备）突破技术瓶颈，补足优势产品不齐的劣势。同时，公司深入开展生产和供应链变革，生产效率和产品质量明显提升，持续推进降本增效专项工作，以提高盈利能力。

环卫机械是中联重科传统优势板块，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。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%。

跟踪期内，公司积极推进环境运营业务。中联重科与国家重点生态功能区县签订县域全环境治理战略框架协议，提供垃圾收转运、污水处理、土壤修复等全环境综合治理服务；同时，分别与深圳能源环保有限公司、北京元泰达环保科技有限公司签署战略合作协议，在垃圾终端处理和建筑垃圾资源化领域展开深度合作。

农业机械板块

农业机械是公司战略转型的重要业务板块，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。

2015 年，公司农业机械实现销售收入 32.95 亿元，占公司营业收入的 15.88%。跟踪期内，公司对农业机械产品型谱进行了完善，增加了技术含量较高、毛利率较高的产品投放，取得明显成效，毛利率由不足 10%上升到超过 15%。

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。2015 年，公司装备制造产品生产量、销售量和库存量均较上年大幅增长，主要由于公司合并企业增多所致。

表 3　公司装备制造产品产销情况（台）

	2014 年	2015 年	同比增减
生产量	35838	85929	139.77%
销售量	35607	83976	135.84%
库存量	7893	21467	171.98%

资料来源：公司2015年年度报告

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。

表 4　公司各类销售结算方式销售额（亿元）

销售方式	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
全款销售	115.40	104.32	124.39	21.35
银行按揭	96.33	65.21	15.47	1.65
融资租赁	93.77	27.65	18.07	2.21
分期付款	79.91	61.33	49.60	5.03

资料来源：公司提供

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购买产品。按揭贷款合同规定客户支付首付款后，将所购设备抵押给银行作为按揭担保，公司为这些客户向银行的借款提供担保，担保期限和客户向银行借款的年限一致，通常为1至5年。若客户违约，公司将代客户偿付剩余的本金和拖欠的银行利息。根据担保合同约定，若客户违约，公司将被要求收回作为按揭标的物的设备，并完全享有变卖抵债设备的权利；另外，公司要求客户提供反担保等措施，如：客户未偿还银行借款，客户同意承担未偿还本金、利息、罚金及法律费用等；客户逾期未向银行偿还按揭款项，公司可从按揭销售保证金中代客户向银行支付。若被要求代偿借款，依过往历史，公司能以代偿借款无重大差异之价格变卖抵债设备。公司对代垫客户逾期按揭款列在应收账款，并按公司坏账政策计提坏账准备。截至2015年12月31日，公司承担有担保责任的客户借款余额为人民币81.86亿元，较2014年底大幅下降43.64%（2014年底为145.25亿元），2015年公司支付由于客户违约所造成的担保赔款9.47亿元，较2014年增长90.54%（2014年为4.97亿元）。截至2016年3月底，公司承担有担保责任的客户借款余额为人民币68.06亿元，较2015年3月底下降47.8%，2016年1~3月公司支付由于客户违约所造成的担保赔款6.62亿元。

（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：公司的某些客户通过第三方融资租赁公司提供的融资租赁服务来为其购买产品进行融资。根据第三方融资租赁安排，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2015年12月31日，公司对该等担保的最大敞口为20.89亿元,较2014年底下降23.65%（2014年底为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2015年12月31日，未发生因客户违约而令公司支付担保款的事项。截至2016年3月底，公司对该等担保的最大敞口为17.78亿元,较2015年3月底下降30.9%。2016年1~3月，因客户违约而令公司支付担保款1.73亿元。

公司对信用销售采取多种措施，从售前、售中、售后全过程加强风险控制：（1）完善信用销售制度体系建设，规范业务流程，严控底线，合规操作；（2）加强客户资信调查与评审，实行客户分类分级管理，遴选优质客户，主动放弃低质订单；（3）收紧信用销售政策，提高首付比例，降低还款账期；（4）通过GPS等物联网技术，对设备进行实时跟踪、监测、预警，

降低设备失控风险；（5）通过CSS系统（信用销售管理系统）全程监测销售、回款情况，若出现逾期，由业务员或清欠人员跟进催收，催促客户还款；逾期严重、情节恶劣的，通过法律途径解决。

表 5 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 6 公司近年境内外收入情况（单位：亿元）

	2013 年	2014 年	2015 年
境内收入	357.55	229.56	181.99
境外收入	27.87	28.95	25.54

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，2015 年，公司向前五大客户销售金额占全年销售收入的比重为 3.95%，较上年小幅提高 0.71 个百分点，集中度仍然较低，公司对主要客户依赖度不高。

5.未来发展

中联重科制定和执行“2+2+4”战略，立足产品和资本两个市场，推进制造业与互联网、产业和金融的两个融合，做强工程机械、环境产业、农业机械、金融服务四个板块。打造一个全球化的高端装备制造企业。

中联重科目前的生产能力和配套设施已较为完备，未来，中联重科将主要围绕主机装配提质增效、核心零部件升级及互联网+来投资、改造，进一步提升企业资源与战略的匹配性。

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建和拟建项目计划投资 26.19 亿元，未来两年投资支出压力大。

表7 2016年3月底公司主要在建及拟建项目投资计划（单位：万元）

项目名称	规划总投资	资金来源		截至 2016 年 3 月底已投资	投资计划			预计竣工时间
		自有资金	外部融资		16 年 4~12 月	2017 年	2018 年	
中联重科起重机械建设项目	24889.73	24889.73	0	1720.00	10510.00	9000.00	3660.00	2017 年 12 月
中联重科重庆西部基地一期工程	15000.00	15000.00	0	30.00	7970.00	7000.00	0.00	2017 年 4 月
常德关键液压元器件产业升级项目	22000.00	22000.00	0	9176.00	5824.00	5000.00	2000.00	2018 年 8 月
高新区总部（云谷）项目	200000.00	200000.00	0	0.00	15000.00	60000.00	20000.00	2020 年 1 月
合计	**261889.73**	**261889.73**	**0**	**10926.00**	**39304.00**	**81000.00**	**25660.00**	--

资料来源：公司提供

九、募集资金使用情况

“14中联MTN001”募集资金90亿元，其中20亿元用于补充流动资金，65.5亿元用于偿还银行贷款，4.5亿元用于公司本部麓谷第二工业园环卫机械生产基地建设项目。截至2015年底，募集资金已经使用完毕。

十、财务分析

公司2014年及2015年度财务报告经天职国际会计师事务（特殊普通合伙）审计，并对2014年和2015年财务数据均出具了标准无保留审计意见。公司2016年第一季度财务数据未经审计。

2015年底，公司合并范围新增5家子公司，其中非同一控制下企业合并取得1家子公司：中联重机；分步实现的非同一控制下企业合并取得4家子公司：山东益方中联工程机械有限公司、湖南中联工程机械有限责任公司、甘肃中联东盛工程机械有限公司、陕西雄图中联工程机械有限责任公司。2015年1月4日，中联重机股权交割完毕，2015年1月4日至2015年底，中联重机实现收入36.39亿元，实现净利润-0.11亿元，对公司收入有较大影响，其他四家新增子公司对公司收入和利润影响较小。总体看，新增子公司中联重机收入规模大，对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2015年底，公司合并资产总额为937.23亿元，所有者权益合计为406.09亿元（其中少数股东权益6.73亿元）。2015年，公司实现营业收入207.53亿元，利润总额0.33亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为929.28亿元，所有者权益合计为399.87亿元（其中少数股东权益6.89亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入30.24亿元，利润总额-7.78亿元。

1．盈利能力

跟踪期内，公司逐步形成工程机械、环境产业、农业机械和金融服务四大板块。2015年公司实现收入207.53亿元，较上年下降19.72%，实现利润总额0.33亿元，较上年同期下降96.14%。

期间费用方面，2015年公司期间费用54.66亿元，较上年同期下降4.29%，期间费用占营业收入比重为26.34%，较上年上升4.25个百分点。2015年，销售费用、管理费用分别同比下降17.59%和11.86%，财务费用增长69.47%，主要由于汇率变动以及有息负债增加所致，2015年公司财务费用12.63亿元，其中利息支出17.06亿元，汇兑损失4.52亿元。

2015年，公司资产减值损失7.11亿元，其中坏账损失5.84亿元，存货跌价损失1.45亿元。2015年，公司资产减值损失同比增长17.15%，主要由于坏账损失增加0.86亿元、商誉减值损失新增0.20亿元所致。

2015年，公司投资收益0.83亿元，其中以权益法核算的长期股权投资收益0.30亿元，处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益0.32亿元。2015年，公司投资收益同比增长669.14%，主要由于以权益法核算的长期股权投资收益增长0.23亿元，处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益增长0.32亿元。

随着公司收入规模下滑以及财务费用快速增长，2015年公司营业利润较上年大幅下降，为-6.05亿元，表明公司主营业务处于亏损状态。

2015年，公司实现营业外收入7.21亿元，同比增长74.13%，其中政府补助5.25亿元（重点项目专项补助2.63亿元，其他补充2.62亿元），非流动资产处置利得1.22亿元。

从盈利指标来看，2015年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为26.52%、2.21%和0.22%，较2014年分别下降0.48个百分点、0.18个百分点和1.30个百分点，公司盈利能力呈现弱化趋势。

2016年1～3月，公司实现营业收入30.24亿元，同比下降20.07%；实现营业利润-8.54亿元，

利润总额-7.78亿元，均较去年同期大幅下降，主要由于：（1）工程机械板块区域营销变革影响了1~2月业务收入；（2）汇率变动导致当期汇兑损失2.36亿元。

总体看，跟踪期内，公司收入和利润规模均大幅下降，财务费用上升较快，主营业务处于亏损状态，营业外收入对利润总额的贡献较大，公司盈利能力弱化明显。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，受收入下降影响，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金218.82亿元，较2014年下降10.61%；经营活动现金流入量236.99亿元，同比下降7.25%；随着公司业务规模下降，2015年公司购买商品、接受劳务支付的现金187.25亿元，同比下降18.27%，支付其他与经营活动有关的现金43.08亿元，为费用性支出24.10亿元和往来款项支出18.98亿元；2015年，公司经营活动现金流量净额-33.34亿元，经营活动现金净流出规模较上年有所下降；2015年，公司现金收入比105.44%，较上年提高10.74个百分点。总体看，公司经营现金流入持续下降，净流出规模有所收窄。

投资活动方面，2015年公司投资活动流入的现金为40.75亿元，其中收到的其他与投资活动有关的现金26.70亿元，包括取得子公司收到的现金10.45亿元、委托贷款9.00亿元，保证金7.25亿元，同比大幅增长166.02%，主要由于委托贷款、取得子公司收到的现金均为2015年新增现金流入项目；收回投资收到的现金13.48亿元，主要为收回10亿基金、3.5亿理财产品，2015年同比大幅增长，主要由于取得中联重机等子公司收到的现金净额增加及收回其他投资。2015年，公司投资活动现金流出16.82亿元，同比下降54.46%，其中投资支付的现金10亿元，构建固定资产无形资产等支付的现金6.82亿元，同比均大幅下降。2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为23.93亿元，同比大幅增长。总体看，公司在行业不景气的背景下减少了投资规模，投资活动净现金流明显改善。

2015年，公司筹资活动现金流入量199.24亿元，全部为取得借款收到的现金，同比下降14.45%；公司筹资活动现金流出219.66亿元，主要为偿还债务支付的现金190.85亿元、分配股利、利润或偿付利息支付的现金20.92亿元，支付其他与筹资活动有关的现金7.89亿元（购买少数股东权益支付的款项6.61亿元，回购H股支付的现金1.28亿元）；公司筹资活动现金流量净额-20.42亿元，较上年同期大幅下降。

2016年1～3月，公司经营活动现金流量净额-12.30亿元，同比增长66.98%，主要由于经营性付款减少，投资活动现金流量净额3.39亿元，同比下降76.18%，主要由于2015年取得子公司收到的现金净额较大所致；筹资活动现金流量净额-1.04亿元，同比大幅下降，主要由于偿还债务增加所致；现金收入比进一步上升至114.07%。

总体看，公司经营活动现金流入规模持续下降，经营性净现金流持续为负，但净流出规模有所收窄；投资活动现金流出规模下降较快，但考虑到2016年收购纳都勒公司以及其他正在筹划的收购事项，公司仍面临一定的筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额为937.23亿元；其中流动资产占79.58%，非流动资产占20.42%。公司资产以流动资产为主。

截至2016年3月底，公司资产总额为929.28亿元，其中流动资产占79.42%，非流动资产占20.58%，资产结构保持稳定。

截至2015年底，公司流动资产为745.85亿元，同比增长0.68%，主要由存货增长所致；流动资产主要以货币资金（占18.15%）、应收账款（占39.88%）、存货（占18.88%）和一年内到期的非流动资产（占16.95%）构成。

截至2015年底，公司货币资金135.35亿元，其中银行存款114.86亿元，其他货币资金20.49

亿元，其他货币资金为承兑及按揭保证金等，系使用受限的款项，除此之外无因抵押、质押或冻结等对使用有限制的款项。2015年，公司货币资金同比下降19.88%，主要由于：（1）为缓解供应商压力支付应付账款14.25亿元；（2）利息支出同比增长5.6亿元；（3）偿还负债8.4亿元。

截至2015年底，公司应收账款账面价值297.45亿元，同比下降34.71%。截至2015年底，公司应收账款账面余额321.24亿元，其中53.43亿元因单项金额重大单独计提坏账准备，计提比例为6.14%，主要为业务、往来形成的应收账款；43.29亿元单项金额不重大但单独计提坏账准备，计提比例为18.41%；224.53亿元按账龄分析法计提坏账准备，计提比例为5.59%，其中1年以内占55.26%，1~2年占32.20%，2~3年占8.99%，3~4年占2.78%，4~5年占0.41%,5年以上占0.36%。公司应收账款坏账计提比例为3.70%。2015年底，应收款前5名合计7.16亿元，占应收账款余额的2.23%，集中度不高。公司应收账款规模大、欠款客户较为分散，不同客户信用状况存在差异，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2015年底，公司存货账面价值140.83亿元，同比增长35.72%，增长主要由于合并企业增多以及为控制风险收回设备抵偿债务。其中原材料、在产品及库存商品分别占比17.60%、7.54%和74.86%。截至2015年底，公司计提跌价准备5.40亿元，计提比例为3.69%。公司存货以库存商品为主，在行业景气度下行的背景下，存在跌价风险。

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2015年底，公司一年内到期的非流动资产为126.45亿元，同比增长3.62%。一年内到期的非流动资产为应收融资租赁款134.29亿元，扣减3.06亿元未实现融资收益、4.79亿元融资租赁款减值准备以及0.08亿元保证金后的余额。

截至2015年底，公司其他流动资产16.05亿元，其中待抵扣税金等9.45亿元，近期拟转让资产等其他流动资产4.50亿元，其他2.10亿元；截至2015年底，公司其他流动资产同比增长55.76%，主要由于合并企业增多所致。

截至2015年底，公司非流动资产为191.38亿元，主要由长期应收款（占13.55%）、固定资产（占40.76%）、无形资产（占24.24%）和商誉（占10.62%）构成。

公司可供出售金融资产全部为可供出售权益工具，截至2015年为1.81亿元，同比下降61.53%，其中0.19亿元按公允价值计量，1.62亿元按成本计量。

公司长期应收款主要为应收的融资租赁款。截至2015年底，公司长期应收款25.94亿元，其中融资租赁款26.50亿元，计提坏账准备1.66亿元，其他1.10亿元，未计提坏账准备。截至2015年底，公司长期应收款同比下降42.10%，主要由于融资租赁销售减少所致。

截至2015年底，公司固定资产原值为114.77亿元，其中房屋及建筑物占48.91%，机器设备占41.34%，运输设备占3.66%，电子设备占6.09%；累计折旧36.33亿元，固定资产成新率67.96%，计提减值准备0.44亿元，固定资产减值准备计提比例为0.56%。

截至2015年底，公司无形资产46.40亿元，主要由土地使用权、非专利技术、专营权、商标等构成，分别占比51.19%、4.22%、7.22%和24.85%。

截至2015年底，公司商誉账面价值20.33亿元，同比增长19.48%，主要为收购Compagnia Italiana Forme Acciaio S.p.A形成14.23亿元商誉，收购中联重机形成4.13亿元商誉。截至2015年底，公司共计提商誉减值准备0.63亿元，其中中联重科物料输送设备有限公司计提0.43亿元，陕西中联重科土方机械有限公司2015年计提0.20亿元。

截至2015年底，公司无其他非流动资产，较上年底大幅下降，主要由于2014年该科目为

预付奇瑞重工股权收购款，2015年已经转入长期股权投资。

截至2016年3月底，公司总资产为929.28亿元，较2015年底下降0.85%，其中货币资金下降10.17%，存货增长6.97%。

总体看，公司流动资产中应收账款、存货、融资租赁业务形成的一年内到期的非流动资产占比较大，对公司营运资金占用较多，且存货以库存商品为主，存在一定跌价风险，应收账款和一年内到期的非流动资产存在回收风险；公司非流动资产中长期应付款和商誉占比较高，存在回收风险和商誉减值风险。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为406.09亿元，同比下降1.55%，系其他综合收益及未分配利润的下降所致。截至2015年底，公司所有者权益中股本占19.19%、资本公积占32.72%、盈余公积占7.30%、未分配利润占42.74%。截至2015年底，公司股本较上年下降0.42亿元，主要由于公司回购H股股票所致；公司其他综合收益下降主要由于汇率变动所致；公司少数股东权益增长61.23%，主要由于新增非全资子公司所致。

截至2016年3月底，公司所有者权益为399.87亿元，较2015年底下降1.53%。总体看，公司未分配利润占比高，所有者权益结构稳定性弱。

负债

截至2015年底，公司负债总额531.14亿元；其中流动负债占56.83%，非流动负债占43.17%。公司负债以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债301.83亿元，同比增长19.48%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致；主要由短期借款（占25.90%）、应付票据（占18.80%）、应付账款（占21.18%）、其他应付款（占10.70%）和一年内到期的非流动负债（占18.10%）构成。

截至2015年底，公司短期借款78.19亿元，较上年增长102.32%，其中信用借款占95.65%、担保借款和质押借款分别占2.56%和1.23%。

截至2015年底，公司交易性金融负债0.41亿元，较上年大幅增长465.82%，主要由于远期外汇公允价值变动所致。

截至2015年底，公司其他应付款32.31亿元，同比下降23.47%。从性质看，按揭费用4.42亿元，按揭销售、融资租赁销售等保证金5.25亿元，往来款11.11亿元，应付物业、厂房及设备购置款6.08亿元，代收代扣款项2.11亿元。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债54.63亿元，同比增长190.42%，主要由于公司债以及部分长期借款于一年内到期所致。

截至2015年底，公司非流动负债229.31亿元，同比下降15.84%，主要系长期借款和应付债券下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占28.14%）和应付债券（占67.28%）构成。

截至2015年底，公司长期借款64.53亿元，同比下降34.07%，主要由于一年内到期的长期借款增加所致。

截至2015年底，公司应付债券为154.28亿元，同比下降4.40%。截至2015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，已于2016年4月正常兑付；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2015年底，公司全部债务408.83亿元，较上年底增长8.10%。截至2015年底，公司短期债务190.02亿元，同比大幅增长59.75%；长期债务218.81亿元，下降15.60%，短期债务比重由2014年的31.45%上升至46.48%。截至2015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56.67%、35.02%和50.17%。

截至2015年底，公司长期应付款3.55亿元，同比下降40.06%，主要为客户融资租赁保证金，大幅下降主要由于融资租赁销售减少所致。

截至2016年3月底，公司负债总额为529.40

亿元，较2015年底下降0.33%，其中流动负债占59.26%，非流动负债占40.74%，流动负债占比上升2.43个百分点。截至2016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变动较小，分别为56.97%、34.02%和50.86%。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模上升较快，短期债务占比明显提高，债务负担加重。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，流动比率和速动比率分别为247.11%和200.45%，较上年分别下降46.14和51.72个百分点；2015年公司经营性现金流动负债比为-11.05%。截至2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别为235.27%和187.25%，进一步有所下滑。总体看，公司短期偿债能力明显下降，但考虑到公司货币资金较为充裕，整体短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看， 2015年，公司EBITDA为25.74亿元，同比下降7.08%。2015年，公司EBITDA利息倍数为1.51倍，较上年下降0.69个百分点；全部债务/EBITDA为15.88倍，较上年上升2.23个百分点。总体看，公司长期偿债指标呈弱化趋势。

截至2016年3月底，公司合并口径获得各商业银行综合授信额度1049亿元，尚未使用额度为741亿元，公司间接融资渠道畅通，且具有直接融资渠道。

或有负债方面，截至2015年底，公司除因按揭销售和为第三方融资租赁公司提供担保，分别承担有担保责任的客户借款81.86亿元以及 20.89亿元担保敞口外，公司子公司中联重机与客户、承兑银行三方签订三方合作协议，客户向银行存入保证金，根据银行给予的一定信用额度，申请开立银行承兑汇票。中联重机为客户提供票据金额与保证金之间的差额承担连带担保责任，即客户存入银行的保证金余额低于承兑汇票金额，则由中联重机补足承兑汇票与保证金的差额部分给银行。截至2015年12月31日，尚未到期的承兑汇票敞口为1.17亿元；

截至2015年12月31日，尚未到期的承兑汇票敞口为1.17亿元，2015年中联重机因客户存入银行的保证金余额低于承兑汇票金额而补足差额2601万元。截至2016年3月底，尚未到期的承兑汇票敞口为1.30亿元，2016年1~3月补足差额130万元。

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强。

十一、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，2015年公司EBITDA为25.74亿元，EBITDA/存续期债券倍数为0.29倍，EBITDA对“14中联MTN001”保障能力弱。2015年公司经营活动现金流入量为236.99亿元，是“14中联MTN001”的2.63倍，公司经营活动现金流入量对“14中联MTN001”的覆盖程度良好。

十二、结论

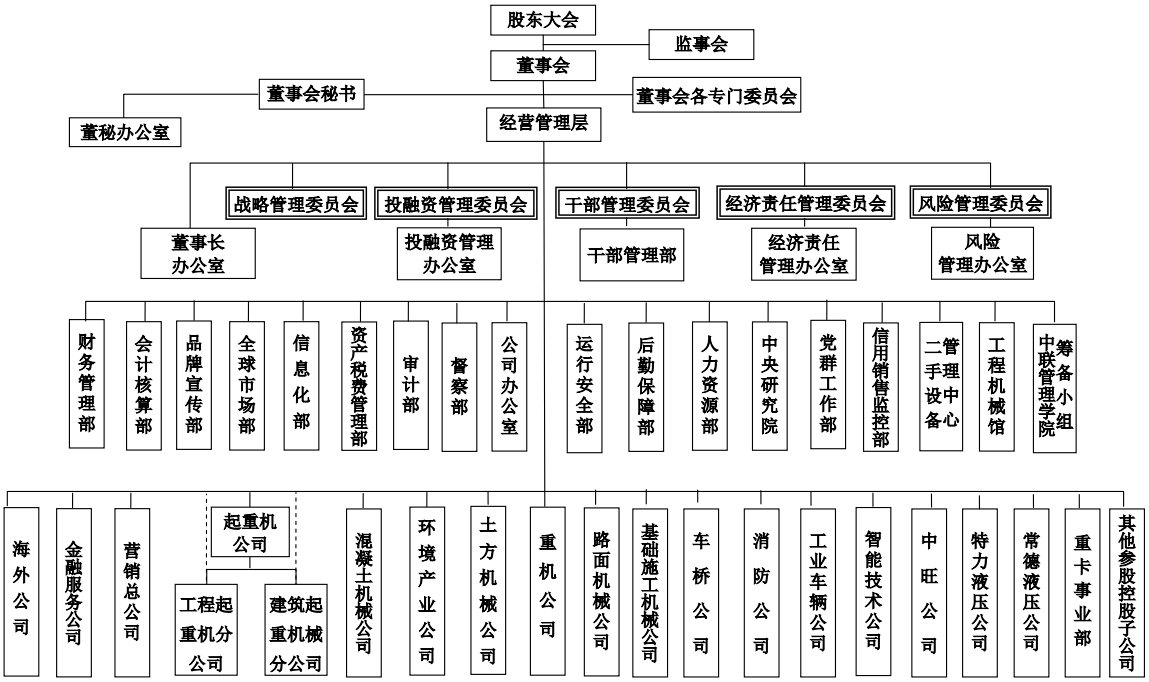
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级 AAA，评级展望由稳定调整为负面，并维持“14 中联 MTN001” AAA 的信用等级。

附件 1-1　　截至 2016 年 3 月底公司前十大股东情况

股东名称	股本性质	持股比例（%）	持股数量（股）
香港中央结算(代理人)有限公司	H 股流通股	18.08	1385632703
湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	A 股流通股	16.35	1253314876
长沙合盛科技投资有限公司	A 股流通股	5.04	386517443
中国证券金融股份有限公司	A 股流通股	3.01	230408951
佳卓集团有限公司(GOOD EXCEL GROUP LIMITED)	A 股流通股	2.20	168635680
智真国际有限公司	A 股流通股	2.20	168635602
长沙一方科技投资有限公司	A 股流通股	2.05	156864942
中央汇金资产管理有限责任公司	A 股流通股	1.51	115849400
弘毅投资产业一期基金(天津)(有限合伙)	A 股流通股	0.84	64600000
全国社保基金一零八组合	A 股流通股	0.33	24999969
合　计	--	**51.61**	**3955459566**

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；2. 截至 2016 年 3 月底，长沙合盛科技投资有限公司、长沙一方科技投资有限公司、佳卓集团有限公司为一致行动人。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	175.17	163.00	125.93	113.19
资产总额(亿元)	895.37	937.58	937.23	929.28
所有者权益(亿元)	420.52	412.48	406.09	399.87
短期债务(亿元)	155.40	118.95	190.02	207.73
长期债务(亿元)	127.50	259.25	218.81	206.20
全部债务(亿元)	282.90	378.20	408.83	413.92
营业收入(亿元)	385.42	258.51	207.53	30.24
利润总额(亿元)	45.22	8.63	0.33	-7.78
EBITDA(亿元)	63.44	27.70	25.74	--
经营性净现金流(亿元)	7.37	-76.90	-33.34	-12.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.56	0.85	0.66	--
存货周转次数(次)	2.67	1.95	1.24	--
总资产周转次数(次)	0.62	0.28	0.22	--
现金收入比(%)	96.91	94.69	105.44	114.07
营业利润率(%)	28.46	27.01	26.52	25.30
总资本收益率(%)	7.41	2.39	2.21	--
净资产收益率(%)	9.40	1.52	0.22	--
长期债务资本化比率(%)	23.27	38.59	35.02	34.02
全部债务资本化比率(%)	40.22	47.83	50.17	50.86
资产负债率(%)	53.03	56.01	56.67	56.97
流动比率(%)	210.55	293.25	247.11	235.27
速动比率(%)	184.06	252.18	200.45	187.25
经营现金流动负债比(%)	2.23	-30.44	-11.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.03	2.20	1.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	13.65	15.88	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；

2. 现金类资产已扣除使用受限制的货币资金、应收票据；

3. 短期债务计算已计入短期保理借款。

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。