

中聯重科 - A (000157 CH)

更多驅動因素；更具持續性；更高盈利預測和目標

重申買入評級。我們對中聯重科看法更加正面：（1）2021年混凝土機械增長具有高度確定性；（2）公司挖掘機銷量爆炸式增長；（3）韌性利潤率前景。我們將2020-22年盈利預測提高6-7%，主要由於我們上調各業務線的銷量預測。我們認為目前市場共識仍然保守，我們的2021/22年淨利潤預測較市場高13%/15%。我們將目標價由9.56人民幣上調至17.8人民幣，基於16倍2021年預測市盈率（此前為10倍）。關鍵催化劑包括：（1）2021年第一季度機械銷售強勁；（2）2021年第一季度完成增發。

- **2020年業績預覽。**中聯重科上周發佈盈喜，預計2020年淨利潤將同比增長60-72%至70-75億元人民幣。這意味著2020年第四季度淨利潤為13-18億元，同比增長46%-102%。我們預計中聯重科2020年來自混凝土機械的收入為200億元（同比增長44%），來自起重機械的收入為350億元（同比增長58%）。此外，我們相信通過成本控制，2020年第四季度毛利率環比回升。
- **2021年混凝土機械增長具有高度確定性。**中聯重科預計在泵車增長10-20%和攪拌車增長20%帶動下，混凝土機械行業增速將達15%。今年混凝土機械需求確定性高，因為許多基礎設施項目將於2020年土方工程完工後將進入建設階段。此外，自2021年7月開始實施的國家排放標準VI仍將繼續推動替代需求。
- **挖掘機爆炸式增長將繼續。**我們預計中聯重科2020年交付7,000台挖掘機，收入25億元。中聯重科目標2021年銷售12,000-14,000台挖掘機，同比大幅增長。對於中型挖掘機，中聯重科能夠利用其現有混凝土機械銷售網路加快滲透速度。此外，中聯重科從今年開始首次交付大型挖掘機（45-48噸）。中聯重科維持其戰略目標，即在3年內成為中國前5名，在5年內成為中國前3名。
- **高空作業平台潛力巨大。**我們預計中聯重科2020年高空作業平台銷售同比增長100%。中聯重科相信其臂式高機具有競爭優勢，因此能夠實現高於競爭對手的平均售價。中聯重科預期高機行業具有強勁增長潛力，公司將繼續加強其產品開發和銷售策略。
- **韌性利潤率前景。**我們相信中聯重科毛利率在2020年第四季度已改善。展望未來，我們預計各業務部門毛利率將保持韌性。更重要的是，持續增長的銷量和數位化轉型將推動經營杠杆，從而帶來更高的經營利潤率。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入(百萬人民幣)	28,697	43,307	66,646	79,334	88,511
同比增長(%)	39.3	50.9	53.9	19.0	11.6
淨利潤(百萬人民幣)	2,031	4,381	7,297	9,303	10,631
每股盈利(人民幣)	0.27	0.58	0.93	1.11	1.25
同比增長(%)	51.5	119.2	58.9	20.2	12.1
市場共識(人民幣)	n/a	n/a	0.90	0.94	1.02
企業價值/EBIDTA(倍)	24.9	16.3	11.6	9.5	8.5
市盈率(倍)	45.5	21.3	13.8	10.5	9.4
市帳率(倍)	2.5	2.5	2.2	1.7	1.5
股息率(%)	2.1	0.0	3.1	3.7	4.3
權益收益率(%)	5.4	11.4	17.2	17.8	17.2
淨負債比率(%)	33.6	31.3	19.2	3.6	1.6

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	RMB17.80
(此前目標價)	RMB9.56)
潛在升幅	+52%
當前股價	RMB11.69

中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬人民幣)	89,168
3月平均流通(百萬人民幣)	1,320
52周內股價高/低(人民幣)	8.97/5.28
總股本(百萬)	1,388 (H)
	6,411 (A)

資料來源：彭博

股東結構

湖南省國資委	15.9%
管理層	4.9%
A股流通股	61.4%
H股流通股	17.7%

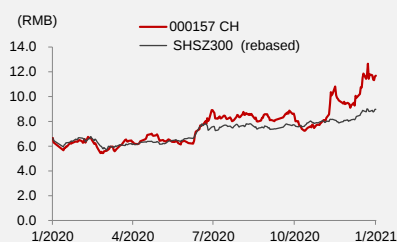
資料來源：港交所、上海證券交易所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	22.3%	10.9%
3-月	34.6%	16.0%
6-月	30.3%	9.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
總收益	28,697	43,307	66,646	79,334	88,511
銷售成本	(20,923)	(30,314)	(47,448)	(56,139)	(62,626)
毛利	7,774	12,993	19,198	23,195	25,885
其他收入	882	1,017	1,048	978	978
分銷與銷售開支	(2,379)	(3,780)	(4,799)	(5,553)	(6,107)
行政開支	(2,063)	(2,693)	(3,799)	(4,363)	(4,780)
研發費用	(581)	(1,516)	(2,999)	(3,570)	(3,983)
息稅前收益	3,633	6,021	8,649	10,686	11,993
淨財務收入/(費用)	(1,205)	(1,165)	(503)	(246)	(42)
利息收入	347	539	591	824	922
融資成本	(1,552)	(1,704)	(1,094)	(1,071)	(964)
其他收益/(損失)	0	0	0	0	0
聯營及合資公司利潤	222	188	254	271	288
除稅前溢利	2,650	5,044	8,401	10,711	12,239
所得稅開支	(82)	(759)	(1,176)	(1,499)	(1,714)
稅後溢利	1,968	4,285	7,224	9,211	10,526
非控股權益	63	96	72	92	105
淨利潤	2,031	4,381	7,297	9,303	10,631
折舊及攤銷	837	817	923	1,008	1,090
EBITDA	4,470	6,838	9,572	11,694	13,083

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	2,650	5,044	8,401	10,711	12,239
融資成本	1,451	1,704	1,094	1,071	964
利息收入	(347)	(539)	(591)	(824)	(922)
聯營及合資公司溢利	(222)	(188)	(254)	(271)	(288)
出售物業、廠房及設備虧損	(152)	0	0	0	0
折舊及攤銷	837	817	923	1,008	1,090
已付所得稅	(431)	(773)	(1,176)	(1,499)	(1,714)
營運資金變動	1,152	442	(2,159)	(3,391)	(3,944)
其他	(221)	(539)	0	0	0
經營活動所得現金淨額	4,717	5,968	6,237	6,804	7,425
購買物業、廠房及設備淨投資	(272)	(1,082)	(2,246)	(2,646)	(2,500)
投資/(出售)聯營及合資公司	(4)	(301)	0	0	0
投資/(出售)控股公司	0	(177)	0	0	0
購入無形資產	(103)	(128)	(100)	(100)	(100)
聯營及合資公司股息分派	4	45	0	0	0
已收利息	347	253	591	824	922
其他	(7,214)	11,374	0	0	0
投資活動所用現金淨額	(7,242)	9,984	(1,755)	(1,922)	(1,678)
股權融資	37	(2,145)	0	6,146	0
淨銀行貸款	6,817	(14,008)	(1,000)	100	(4,100)
已付股息	(1,308)	(1,801)	0	(3,116)	(3,721)
已付利息	(1,428)	(1,707)	(1,094)	(1,071)	(964)
其他	(16)	13	0	0	0
融資活動所得(所用)現金淨額	4,102	(19,648)	(2,094)	2,059	(8,785)
現金及等同現金(減少)增加淨額	1,577	(3,696)	2,388	6,942	(3,038)
年初之現金及等同現金項目	7,148	8,754	5,073	7,461	14,402
匯兌及其他	29	15	0	0	0
年底之現金及等同現金項目	8,754	5,073	7,461	14,402	11,364

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	28,657	37,979	44,680	47,296	52,646
物業、廠房及設備	6,077	6,735	8,324	10,234	11,922
預付租賃款項	1,943	2,433	2,383	2,333	2,283
聯營及合資公司	3,500	3,909	4,163	4,434	4,723
融資租賃應收款	3,656	7,771	9,758	10,239	11,101
商譽	2,046	2,017	2,017	2,017	2,017
應收賬款及其他應收款	5,498	9,072	12,109	12,235	14,924
無形資產	2,153	2,043	1,927	1,805	1,677
可供出售投資	2,379	2,644	2,644	2,644	2,644
其他	0	0	0	0	0
遞延稅項資產	1,276	1,271	1,271	1,271	1,271
定期存款	129	84	84	84	84
流動資產	64,762	54,052	72,835	75,304	89,689
存貨	9,551	11,772	15,267	14,572	18,714
應收賬款及其他應收款項	21,554	20,839	25,905	27,130	32,524
應收票據	8,835	9,229	17,064	12,061	19,948
金融資產	13,787	4,311	4,311	4,311	4,311
其他	1,097	1,413	1,413	1,413	1,413
已抵押銀行存款	1,184	1,415	1,415	1,415	1,415
銀行結餘及現金	8,754	5,073	7,461	14,402	11,364
流動負債	39,623	34,569	53,629	46,472	63,604
應付帳及其他應付款項	15,786	25,012	43,885	36,094	53,126
借貸	22,044	7,312	7,112	7,212	7,312
稅項負債	151	186	186	186	186
合同負債	1,602	1,934	2,321	2,855	2,855
其他	40	125	125	125	125
非流動負債	15,065	17,965	17,165	17,165	12,965
借貸	13,645	14,515	13,715	13,715	9,515
遞延稅項負債	429	455	455	455	455
其他	991	2,995	2,995	2,995	2,995
資本及儲備	38,731	39,497	46,721	58,962	65,767
股東權益	38,164	38,827	46,124	58,457	65,367
非控股權益	567	670	598	506	400

主要比率

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
混凝土機械	35%	32%	30%	29%	28%
起重機械	43%	51%	53%	51%	49%
其他機械	14%	11%	13%	15%	18%
農業機械	5%	4%	3%	3%	3%
金融服務	2%	2%	1%	1%	1%
環境產業(終止經營業務)	0%	0%	0%	0%	0%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.1	30.0	28.8	29.2	29.2
息稅前利潤率	12.7	13.9	13.0	13.5	13.5
淨利潤率	6.9	9.9	10.8	11.6	11.9
增長率 (%)					
收入	39.3	50.9	53.9	19.0	11.6
毛利	80.6	67.1	47.8	20.8	11.6
息稅前利潤	n/a	65.7	43.7	23.5	12.2
淨利潤	51.3	115.7	66.6	27.5	14.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.6	1.4	1.6	1.4
平均應收賬款周轉天數	342	240	186	178	179
融資租賃應收款周轉天數	161	124	120	113	110
平均存貨周轉天數	161	128	104	97	97
平均應付帳款周轉天數	268	246	265	260	260
淨負債/總權益比率 (%)	33.6	31.3	19.2	3.6	1.6
回報率 (%)					
資產回報率	2.3	4.7	7.0	7.7	8.0
資本回報率	5.4	11.4	17.2	17.8	17.2
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.27	0.58	0.93	1.11	1.25
每股帳面值(人民幣)	4.89	4.93	5.86	6.87	7.68
每股股息(人民幣)	0.25	0.00	0.40	0.44	0.50

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。