

**中聯重科(1157 HK, HK\$4.30, 未評級) — 關注未來收入增長**

- ❖ **最黑暗的時期過去了。**中聯重科是一家大型工業機械製造商，主要生產工程機械，環境衛生機械和農業機械。由於中國經濟結構改革，它在 2015 年收入和淨利潤分別同比下降了 19.7% 和 85%。而它估計 2016 年的淨虧損約為 7 億-8 億元人民幣。儘管中聯重科在 2016 年會實現虧損，我們認為它已經經歷了最糟糕的時期，因為工業機械行業正在復蘇。公司也一直積極採取措施提高利潤，精簡業務，推廣創新的業務板塊。因此我們預計公司可能在 2017 年實現扭虧為盈。受益於工程機械行業整體好轉的趨勢以及政府計畫增加基礎設施投資，其工程機械部門（混凝土機械和起重機）將在 2017 年實現溫和增長，而環境衛生機械和農業機械將是收入增長的主要驅動力。
- ❖ **農業機械。**中聯重科 2014 年以 23.5 億元人民幣的代價收購了奇瑞重工 67.51 % 股權，為，成為繼雷沃重工和第一拖拉機（0038 HK）之後第三大農業機械企業。目前來看儘管有諸如國家補貼減少和由國二轉向國三標準等因素導致農機市場低迷，我們對前景仍然保持樂觀，因為公司未來會針對中高端市場開發創新的高端產品，如 230 馬力拖拉機，以適應中國農業的轉型和升級。
- ❖ **資產負債表狀況在控制之內。**由於 2011 年至 2013 年期間整個行業過度擴張，公司這幾年來一直因高債務和應收賬款管理不善受詬病。高杠杆也帶來了高利息支出（2015 年利息支出為人民幣 17.06 億元）。我們認為，目前來看高負債應該不會對現金流造成很大的困擾——2016 上半年的經營性現金淨流出為 5.43 億人民幣，而 2015 年上半年為 45.27 億人民幣。應收賬款方面，根據我們的估計截止至 2016 上半年其應收賬款的平均年齡 1.23 年，而超過 2 年的應收賬款佔其總額的 21%。融資租賃應收賬款的逾期金額則佔總額的 56%。應收賬款的延期回收增加了壞賬記提的風險，從而損害盈利能力。但我們認為解決這個問題需要時間，而收入的增長會給它帶來很多緩衝的空間。
- ❖ **便宜的估值。**目前中聯重科港股股價為 0.74 倍 2017 年動態市淨率，過去 5 年這檔股票的平均動態市淨率為 0.81 倍，而行業平均水準為 0.92 倍。目前其 A 股股價為 0.91 倍 2017 年動態市淨率。我們認為，目前便宜的估值是市場對其資產負債表健康狀況和前景的不確定性有所擔憂的結果。

**財務資料**

| (截至 12 月 31 日) | FY13A  | FY14A  | FY15A  |
|----------------|--------|--------|--------|
| 營業額 (百萬元人民幣)   | 38,542 | 25,851 | 20,753 |
| 淨利潤 (百萬元人民幣)   | 3,844  | 594    | 89     |
| 每股收益 (分人民幣)    | 49.9   | 7.7    | 1.2    |
| 每股收益變動 (%)     | -47.6  | -84.5  | -85.0  |
| 市盈率(x)         | 7.7    | 49.6   | 331.4  |
| 市帳率(x)         | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| 股息率 (%)        | 3.9    | 1.3    | 3.9    |
| 權益收益率 (%)      | 9.3    | 1.4    | 0.2    |
| 淨財務槓杆率 (%)     | 10.7   | 41.6   | 58.3   |

來源: 公司、彭博

梁甫茵

(852) 3900 0826

fionaliang@cmbi.com.hk

**中聯重科(1157 HK)**

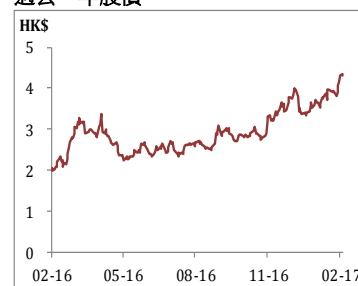
|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 評級                | 未評級         |
| 收市價               | HK\$4.30    |
| 市值 (港幣百萬)         | 39,946      |
| 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) | 44.4        |
| 52 周高/低 (港幣)      | 4.39/2.00   |
| 發行股數 (百萬)         | 7,664.1     |
| 主要股東 (H 股)        | 自由流通股(100%) |

來源: 彭博

**股價表現**

|     | 絕對    | 相對    |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | 19.5% | 15.6% |
| 3 月 | 35.5% | 27.6% |
| 6 月 | 60.5% | 55.2% |

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

## 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 | : 招銀國際並未給予投資評級                 |

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀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。而過去的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，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀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資料。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。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。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)2000 年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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。