

中聯重科 - H (1157 HK)

2020年二季度利潤超預期；上調盈利預測及目標價

中聯重科發佈盈喜，2020年上半年錄得淨利潤38-42億元人民幣，同比增長47-63%。盈喜意味二季度盈利同比大增75-100%，遠超預期。我們上調2020-22年盈利預測24-42%（高於市場預測的14-27%），並上調目標價至10.5港元。混凝土機械和塔式起重機處於上升周期，加上公司積極拓展挖掘機、高空作業平台及液壓元器等業務，我們相信中聯重科已進入增長新通道。短期催化劑包括市場盈利預測上調，以及第三季度強勁的機械需求。重申買入評級。

- **最新假設。**2020年上半年盈利增長強勁，主要是混凝土泵車、塔式起重機和工程起重機需求強勁，以及在營運槓桿和成本控制下，開支比率下降所致。我們上調2020-22年收入和利潤率預測，當中已考慮配股後的攤薄效應，以及最新的產能擴張計劃。
- **估值吸引（2020年預測市盈率9.3倍）顯示上行空間巨大。**我們由資產估值改為盈利估值，以更好反映盈利增長前景。我們最新目標價為10.5港元，基於2020年預測市盈率12倍（此前以2020年預測市帳率1.1倍計算）。在2011年，中聯重科盈利達到83億港元，在高盈利基數下公司估值處於10-13倍。我們以此作為基準，得出目標倍數（12倍）。我們預測2020/21年每股盈利預測增長37%/18%，因此相信目標估值不算進取。
- **風險因素：**（1）基建投資差於預期；（2）房地產建設工程復蘇緩慢；（3）新業務拓展風險。

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	59,158	70,670	80,062
同比增長(%)	39.3	50.9	36.6	19.5	13.3
淨利潤(百萬人民幣)	2,031	4,381	6,777	8,566	9,848
每股盈利(人民幣)	0.27	0.58	0.80	0.94	1.08
同比增長(%)	51.5	119.2	36.7	17.7	15.0
市場每股盈利預測(人民幣)	n/a	n/a	0.70	0.79	0.85
企業價值/EBIDTA(倍)	15.7	10.3	7.7	6.3	5.6
市盈率(倍)	26.4	12.4	9.3	7.9	6.7
市帳率(倍)	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0
股息率(%)	3.6	0.0	4.3	5.1	6.0
權益收益率(%)	5.4	11.4	14.7	15.3	15.8
淨負債比率(%)	33.6	31.3	2.5	1.0	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$10.50
(此前目標價)	HK\$6.90
潛在升幅	+29%
當前股價	HK\$8.15

中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	70,663
3月平均流通量(百萬港元)	82
52周內股價高/低(港元)	8.48/4.55
總股本(百萬)	1,388 (H)
	6,456 (A)

資料來源：彭博

股東結構

湖南省國資委	16.0%
管理層	4.9%
A股流通股	61.4%
H股流通股	17.7%

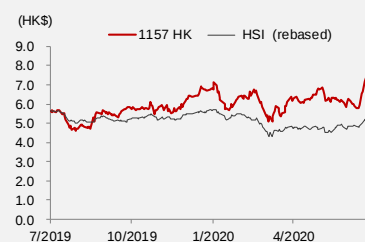
資料來源：港交所、上海證券交易所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	39.6%	30.2%
3-月	31.9%	25.0%
6-月	20.0%	35.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
总收益	28,697	43,307	59,158	70,670	80,062
销售成本	-20,923	-30,314	-41,082	-49,137	-55,657
毛利	7,774	12,993	18,075	21,533	24,405
其他收入	882	1,017	400	430	440
分销与销售开支	-2,379	-3,780	-4,733	-5,442	-6,165
行政开支	-2,063	-2,693	-3,609	-4,099	-4,483
研发费用	-581	-1,516	-1,893	-2,332	-2,642
息税前收益	3,633	6,021	8,241	10,090	11,555
净财务收入/(费用)	-1,205	-1,165	-313	-18	47
利息收入	347	539	782	1,053	1,012
融资成本	-1,552	-1,704	-1,094	-1,071	-964
联营及合资公司利润	222	188	254	271	288
除税前溢利	2,650	5,044	8,183	10,343	11,891
所得税开支	-682	-759	-1,473	-1,862	-2,140
税后溢利	1,968	4,285	6,710	8,481	9,751
非控股权益	63	96	67	85	98
净利润	2,031	4,381	6,777	8,566	9,848
折旧及摊销	837	817	923	1,005	1,080
EBITDA	4,470	6,838	9,164	11,096	12,635

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	2,650	5,044	8,183	10,343	11,891
融资成本	1,451	1,704	1,094	1,071	964
利息收入	-347	-539	-782	-1,053	-1,012
联营及合资公司溢利	-222	-188	-254	-271	-288
出售物业、厂房及设备亏损	-152	0	0	0	0
折旧及摊销	837	817	923	1,005	1,080
已付所得税	-431	-773	-1,473	-1,862	-2,140
营运资金变动	1,152	442	-1,702	-2,940	-2,994
其他	-221	-539	0	0	0
经营活动所得现金净额	4,717	5,968	5,989	6,294	7,501
购买物业、厂房及设备净投资	-272	-1,082	-2,246	-2,646	-2,500
投资/(出售)联营及合资公司	-4	-301	0	0	0
投资/(出售)控股公司	0	-177	0	0	0
购入无形资产	-103	-128	-100	0	0
联营及合资公司股息分派	4	45	0	0	0
已收利息	347	253	782	1,053	1,012
其他	-7,214	11,374	0	0	0
投资活动所用现金净额	-7,242	9,984	-1,564	-1,593	-1,488
股权融资	37	-2,145	7,674	0	0
净银行贷款	6,817	-14,008	-1,000	100	-4,100
已付股息	-1,308	-1,801	0	-2,894	-3,426
已付利息	-1,428	-1,707	-1,094	-1,071	-964
其他	-16	13	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	4,102	-19,648	5,579	-3,864	-8,491
现金及等同现金(减少)增加净额	1,577	-3,696	10,004	836	-2,478
年初之现金及等同现金项目	7,148	8,754	5,073	15,077	15,913
汇兑及其他	29	15	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	8,754	5,073	15,077	15,913	13,436

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	28,657	37,979	41,303	46,120	49,785
物业、厂房及设备	6,077	6,735	8,324	10,234	11,922
预付租赁款项	1,943	2,433	2,383	2,333	2,283
联营及合资公司	3,500	3,909	4,163	4,434	4,723
融资租赁应收款	3,656	7,771	7,788	10,024	9,717
商誉	2,046	2,017	2,017	2,017	2,017
应收账款及其他应收款	5,498	9,072	10,701	11,371	13,635
无形资产	2,153	2,043	1,927	1,708	1,489
可供出售投资	2,379	2,644	2,644	2,644	2,644
其他	0	0	0	0	0
递延税项资产	1,276	1,271	1,271	1,271	1,271
定期存款	129	84	84	84	84
流动资产	64,762	54,052	74,128	76,252	83,381
存货	9,551	11,772	11,639	14,477	15,105
应收账款及其他应收款项	21,554	20,839	25,515	26,374	30,656
应收票据	8,835	9,229	14,758	12,348	17,045
金融资产	13,787	4,311	4,311	4,311	4,311
其他	1,097	1,413	1,413	1,413	1,413
已抵押银行存款	1,184	1,415	1,415	1,415	1,415
银行结余及现金	8,754	5,073	15,077	15,913	13,436
流动负债	39,623	34,569	44,386	45,739	54,409
应付账款及其他应付款项	15,786	25,012	34,642	35,361	43,931
借债	22,044	7,312	7,112	7,212	7,312
税项负债	151	186	186	186	186
合同负债	1,602	1,934	2,321	2,855	2,855
其他	40	125	125	125	125
非流动负债	15,065	17,965	17,165	17,165	12,965
借债	13,645	14,515	13,715	13,715	9,515
递延税项负债	429	455	455	455	455
其他	991	2,995	2,995	2,995	2,995
资本及储备	38,731	39,497	53,881	59,468	65,792
股东权益	38,164	38,827	53,278	58,950	65,372
非控股权益	567	670	603	518	421

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
混凝土机械	35%	32%	32%	31%	30%
起重机械	43%	51%	51%	49%	47%
其他机械	14%	11%	13%	17%	19%
农业机械	5%	4%	3%	3%	3%
金融服务	2%	2%	1%	1%	1%
环境产业(终止经营业务)	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	30.6	30.5	30.5
息税前利润率	12.7	13.9	13.9	14.3	14.4
净利率	6.9	9.9	11.3	12.0	12.2
增长率 (%)					
收入	39.3	50.9	36.6	19.5	13.3
毛利	80.6	67.1	39.1	19.1	13.3
息税前利润	n/a	65.7	36.9	22.4	14.5
净利润	51.3	115.7	54.7	26.4	15.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.5
平均应收账款周转天数	342	240	204	191	187
平均存货周转天数	161	124	122	116	112
平均应付账款周转天数	161	128	104	97	97
净负债/总权益比率 (%)	268	246	265	260	260
回报率 (%)	33.6	31.3	2.5	1.0	淨現金
资产回报率	2.3	4.7	6.5	7.2	7.7
资本回报率	5.4	11.4	14.7	15.3	15.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.27	0.58	0.80	0.94	1.08
每股账面值(人民币)	4.89	4.93	5.84	6.46	7.16
每股股息(人民币)	0.25	0.00	0.32	0.38	0.43

来源: 公司资料, 招银国际预测

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。

本報告包含的任何信息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。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規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士。

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。