

中聯重科 (1157 HK)

谷底已過，但估值不吸引

- ❖ **靜候更佳時機。**我們相信中聯重科已進入復蘇週期，主要由於：(1) 受替換需求驅動，混凝土機械和起重機械強勁復蘇；(2) 庫存、應收賬款和表外負債風險降低；(3) 出售環境裝備後資產負債表持續改善。儘管未來盈利預期改善，我們預測中聯重科的 ROE 在 2018-20 年僅為 3-5%，我們認為並不吸引。我們首次覆蓋中聯重科，予以“持有”評級，目標價 HK\$3.47 基於 0.63x 2018 年 PB，相對歷史平均存有 30% 的折讓，主要由於 ROE 較低。在未來盈利預期上調或更好買入時機出現前，我們仍將靜候觀望。
- ❖ **風險降低因素：**由於出現較長的行業下行週期，2014-2017 年期間中聯重科的收入銳減，應收賬款攀升，同時二手設備劇增，負債比率增加。但經過多年努力，公司資產負債表逐漸修復，截至 2017 年底，銀行及協力廠商金融擔保（表外負債）相比 2013 年最高點降低了 86% 至 24.7 億元人民幣。此外，在收緊賒帳銷售和盤活二手設備後，應收賬款和庫存也相應改善。2017 年，中聯重科計提了公司歷史上最大的資產減值損失，高達 87 億元人民幣。於此同時，2017 年 6 月，中聯重科以 116 億元人民幣出售了長沙中聯重科環境產業 80% 的股權。所有上述因素都幫助中聯重科修復資產負債表，並將 2017 年的淨債務股權比率降低至 37%，在我們看來較為合理。
- ❖ **復蘇驅動因素：**一般而言，混凝土機械和起重機械的替換週期為 10 年，相比挖掘機、裝載機等路面機械 5-7 年的更新週期更長。由於 2011 年為設備銷售的歷史最高點，我們認為混凝土機械和起重機械已邁入更新替換週期，並有望維持數年。我們預計中聯重科的銷售額（除環境裝備外）在 2018-19 年將取得 39%/15% 的增長。此外，受惠於高經營杠杆和更高的銷售價格，我們預計中聯重科的利潤率在 2018-19 年也將增長。我們預測核心業務收入在 2018/19/20 年將取得 148%/22%/8% 的增長。
- ❖ **利好因素：**工程機械需求強於預期
- ❖ **主要風險因素：**(1) 工程相關固定資產投資疲軟；(2) 應收賬款和庫存的持續減值；(3) 盈利敏感度高

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	20,023	20,608	28,686	32,707	34,828
淨利潤 (百萬人民幣)	329	508	1,259	1,532	1,657
EPS (人民幣)	0.04	0.07	0.16	0.20	0.21
EPS 變動 (%)	-59.0	54.9	143.0	21.7	8.1
EV/EBITDA (x)	41.6	n/a	10.3	9.3	8.9
市盈率 (x)	61.8	39.2	16.7	13.7	12.7
市帳率 (x)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	5.7	7.8	4.8	5.1	5.5
權益收益率 (%)	0.9	1.4	3.4	4.1	4.4
淨財務杠杆率 (%)	65.2	36.8	39.1	39.7	40.4

資料來源：公司，招銀國際預測

持有 (首次覆蓋)

目標價	HK\$3.47
潛在升幅	+11%
當前股價	HK\$3.13

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)	23,988
3 個月平均流通(百萬港元)	35
52 周內高/低(港元)	4.16/2.84
總股本(百萬)	7,794

資料來源：彭博

股東結構

湖南省國資委	16.08%
管理層	4.96%
A 股流通股	61.15%
H 股流通股	17.81%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	4.3%	4.6%
3 月	-8.5%	-0.4%
6 月	-2.5%	3.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.zoomlion.com

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收入	20,023	20,608	28,686	32,707	34,828
销售成本	(15,245)	(16,303)	(21,361)	(24,427)	(26,033)
毛利	4,778	4,305	7,325	8,280	8,795
其他收入	764	259	373	425	453
分销与销售开支	(2,446)	(2,180)	(2,295)	(2,617)	(2,786)
行政开支	(2,949)	(10,487)	(2,582)	(2,846)	(3,030)
研发费用	(297)	(277)	(373)	(458)	(488)
息税前收益	(150)	(8,380)	2,449	2,785	2,943
净财务收入/(费用)	(871)	(1,443)	(1,113)	(1,133)	(1,152)
利息收入	540	366	327	258	221
融资成本	(1,411)	(1,809)	(1,440)	(1,391)	(1,373)
联营及合资公司利润	11	110	160	168	177
除税前溢利	(1,010)	(9,713)	1,496	1,820	1,969
所得税开支	110	1,425	(224)	(273)	(295)
税后溢利	(900)	(8,288)	1,272	1,547	1,673
非控股权益	(29)	9,630	(13)	(15)	(17)
净利润	(929)	1,342	1,259	1,532	1,657
核心利润	329	508	1,259	1,532	1,657
折旧及摊销	985	924	920	933	946
EBITDA	835	(7,456)	3,369	3,718	3,889

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年結：12月31日（百万人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	8,069	6,274	6,177	6,074	5,965
预付租赁款项	2,201	1,935	1,935	1,935	1,935
联营及合资公司	604	3,123	3,283	3,452	3,629
融资租赁应收款	1,895	1,870	2,531	2,128	2,452
商譽	2,076	2,088	2,088	2,088	2,088
应收账款及其他应收款	3,032	4,106	5,011	3,950	6,164
無形資產	2,682	2,250	2,127	1,997	1,860
可供出售投资	1,407	2,154	2,154	2,154	2,154
其他	64	0	0	0	0
递延税项资产	1,137	1,358	1,358	1,358	1,358
定期存款	72	60	60	60	60
	23,239	25,218	26,724	25,196	27,665
流动资产					
存货	12,770	8,886	11,012	11,073	11,751
应收账款及其他应收款项	32,074	22,661	21,351	24,350	22,979
应收票据	12,212	10,931	14,219	13,560	15,638
其他	684	7,220	7,220	7,220	7,220
已抵押银行存款	1,547	1,048	1,048	1,048	1,048
银行结余及现金	6,575	7,148	5,181	4,059	3,535
	65,862	57,894	60,031	61,309	62,171
总资产	89,101	83,112	86,755	86,505	89,836
流动负债					
应付账及其他应付款项	17,089	14,992	20,122	20,033	22,762
借贷	9,712	9,348	9,148	8,948	8,948
税项负债	75	148	148	148	148
其他	0	0	0	0	0
	26,876	24,488	29,418	29,129	31,858
非流动负债					
借贷	23,085	19,296	18,296	17,796	17,796
递延税项负债	537	485	485	485	485
	848	653	653	653	653
	24,470	20,434	19,434	18,934	18,934
资本及储备					
股东权益	36,773	37,540	37,240	37,765	38,349
非控股权益	982	650	663	678	695
权益总额	37,755	38,190	37,903	38,443	39,044
权益及负债	89,101	83,112	86,755	86,505	89,836

来源：公司资料，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	(1,010)	1,252	1,496	1,820	1,969
融资成本	1,619	1,488	1,440	1,391	1,373
利息收入	(419)	(398)	(327)	(258)	(221)
联营及合资公司溢利	(11)	(90)	(160)	(168)	(177)
出售物业、厂房及设备亏损	(612)	(10,763)	0	0	0
折旧及摊销	985	968	920	933	946
已付所得税	(202)	(227)	(224)	(273)	(295)
营运资金变动	485	10,037	(539)	(1,027)	(1,193)
其他	915	186	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,750	2,453	2,605	2,417	2,401
购买物业、厂房及设备净投资	96	(73)	(600)	(600)	(600)
投资/(出售)联营及合资公司	(29)	(8)	0	0	0
投资/(出售)控股公司	(191)	10,428	0	0	0
购入无形资产	(196)	(156)	(100)	(100)	(100)
联营及合资公司股息分派	0	0	0	0	0
已收利息	419	398	327	258	221
其他	(451)	(6,553)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(352)	4,036	(373)	(442)	(479)
股权融资	0	216	0	0	0
净银行贷款	(3,586)	(3,442)	(1,200)	(700)	0
已付股息	(1,158)	(1,141)	(1,559)	(1,007)	(1,072)
已付利息	(1,533)	(1,527)	(1,440)	(1,391)	(1,373)
其他	(103)	(12)	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	(6,380)	(5,906)	(4,199)	(3,098)	(2,445)
现金及等同现金(减少)增加净额	(4,982)	583	(1,967)	(1,123)	(523)
年初之现金及等同现金项目	11,487	6,575	7,148	5,181	4,059
汇兑及其他	70	(10)	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	6,575	7,148	5,181	4,059	3,535

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合(%)					
混凝土机械	24%	32%	36%	34%	34%
起重机械	18%	29%	38%	42%	42%
其他机械	11%	16%	16%	15%	15%
农业机械	17%	10%	9%	8%	8%
金融服务	2%	2%	1%	1%	1%
环境产业(终止经营业务)	28%	11%	0%	0%	0%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率(%)					
毛利率	23.9	20.9	25.5	25.3	25.3
EBITDA 利润率	4.2	(36.2)	11.7	11.4	11.2
息税前利润率	(0.7)	(40.7)	8.5	8.5	8.5
净利润率	(4.5)	(40.2)	4.4	4.7	4.8
增长率(%)					
收入	(3.5)	2.9	39.2	14.0	6.5
毛利	(14.8)	(9.9)	70.2	13.0	6.2
EBITDA	(58.6)	n/a	n/a	10.4	4.6
息税前利润	n/a	n/a	n/a	13.7	5.7
净利润	(59.2)	54.4	147.8	21.7	8.1
资产负债比率					
流动比率(x)	2.5	2.4	2.0	2.1	2.0
平均应收账款周转天数	630	548	338	305	301
	266	238	188	181	177
平均存货周转天数	321	242	170	165	160
平均应付账款周转天数	406	359	300	300	300
净负债/总权益比率(%)	65.2	36.8	39.1	39.7	40.4
回报率(%)					
资产回报率	(1.0)	1.6	1.5	1.8	1.9
资本回报率	0.9	1.4	3.4	4.1	4.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	(0.12)	0.18	0.16	0.20	0.21
核心每股盈利(人民币)	0.04	0.07	0.16	0.20	0.21
每股账面值(人民币)	4.80	4.82	4.78	4.85	4.92
每股股息(人民币)	0.15	0.20	0.13	0.14	0.15

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來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: 香港中環花園道三號冠君大廈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责任。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)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士。