中聯重科 (1157 HK)

一季度盈利遠超預期; 盈利預測上調

- **輕易超出預期。**在公佈強勁 2018 年業績後僅一星期, 中聯重科上週四發盈喜指今年首季淨利潤同比增長 126%-179%至 8.5-10.5 億元（人民幣，下同），相當於我們原本的全年預測 32%-39%(而 2018 年首季淨利潤僅相當於去年全年的 19%)。基於強勁的盈利增長趨勢, 我們把 2019E/20E/21E 的盈利預測分上調 14%/9%/3%, 並把目標價上調至 5.83 港元, 目標估值 1x 2019E 年市淨率(上調自 0.95x), 基於 7.9%-8.7% 2019E-20E 年預測 ROE。我們相信持續強勁的行業銷售數據將成為股價催化劑。現時股價相當於 6.6%/9.3% 2018/19E 年股息率, 重申買入評級。

- **強勁盈利增長的原因。**根據公司公告, 中聯重科受益於工程機械行業持續回暖、主導產品市場份額提升以及產品結構改革，工程機械收入同比大幅增長。而根據中國工程機械協會以及行業數據, 中國主要生產商的汽車起重機銷售於今年首兩個月同比增長 59%, 而中聯重科則錄得約 110%的同比增長。我們推算中聯重科汽車起重機銷售的市場份額從 2018 年全年的約 23%上升至今年首兩個月的 26%。此外, 我們了解到中聯重科的塔式起重機於首兩個月銷售同比增長達 100%。我們相信以上因素加上理想的混凝土機械增長以及營運槓桿帶動強勁的一季度盈利增長。此外, 我們推算一季度並沒有一次性的收益。

- **上調 2019E/20E/21E 盈利預測 14%/9%/3%。**我們把 2019E-21E 年起重機和混凝土機械收入預測上調一共 3-4%。此外, 我們把 2019E/20E 年毛利率預測分別上調 0.83/0.45 個百份點至 28.8%/28.5%。

- **投資要點:** (1) 我們預期起重機銷售在基建需求旺盛下將持續強勁; (2) 房地產施工加速預期可拉動塔機和混凝土機械的需求; (3) 加快淘汰國三工程車政策將加快更新換代週期。

- **風險：**（1）建築相關固定資產投資轉弱；（2）應收賬款和存貨進一步減值；（3）高盈利波動性。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	20,608	28,697	38,926	42,704	45,866
淨利潤 (百萬人民幣)	1,342	2,031	3,052	3,396	3,487
EPS (人民幣)	0.18	0.27	0.39	0.43	0.45
EPS 變動 (%)	n/a	51.5	46.9	11.3	2.7
EV/EBITDA (x)	n/a	9.7	7.1	6.7	6.6
市盈率(x)	20.9	14.3	9.7	8.7	8.5
市帳率 (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
股息率 (%)	5.5	6.6	9.3	10.3	10.6
權益收益率（%）	3.6	5.4	7.9	8.6	8.7
淨財務杠杆率(%)	39.6	33.6	28.7	26.2	26.8

資料來源：公司, 招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK$5.83
(前目標價	HK$5.49)
潛在升幅	+33%
當前股價	HK$4.40

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)	34,360
3 個月平均流通(百萬港元)	30
52 周內高/低 (港元)	4.44/2.48
總股本 (百萬)	7,808

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	+12.2%	+8.9%
3 月	+57.1%	+34.5%
6 月	+44.7%	+28.5%

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

公司研究

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收益	**20,608**	**28,697**	**38,926**	**42,704**	**45,866**
销售成本	(16,303)	(20,923)	(27,706)	(30,537)	(33,106)
毛利	**4,305**	**7,774**	**11,220**	**12,168**	**12,760**
其他收入	259	882	682	732	772
分销与销售开支	(2,180)	(2,379)	(3,192)	(3,502)	(3,761)
行政开支	(10,487)	(2,063)	(2,764)	(2,989)	(3,211)
研发费用	(277)	(581)	(779)	(854)	(917)
息税前收益	**(8,380)**	**3,633**	**5,168**	**5,555**	**5,643**
净财务收入/(费用)	(1,443)	(1,205)	(1,335)	(1,272)	(1,255)
联营及合资公司利润	110	222	235	243	259
除税前溢利	**(9,713)**	**2,650**	**4,068**	**4,525**	**4,647**
所得税开支	1,425	(682)	(1,045)	(1,163)	(1,194)
税后溢利	**(8,288)**	**1,968**	**3,022**	**3,362**	**3,453**
非控股权益	9,630	63	30	34	35
净利润	**1,342**	**2,031**	**3,052**	**3,396**	**3,487**
核心利润	**508**	**2,199**	**3,052**	**3,396**	**3,487**
折旧及摊销	924	837	912	925	934
EBITDA	**(7,456)**	**4,470**	**6,079**	**6,479**	**6,577**

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流动资产					
物业、厂房及设备	6,274	6,077	6,075	6,067	5,952
预付租赁款项	1,935	1,943	1,943	1,943	1,943
联营及合资公司	3,123	3,500	3,735	3,978	4,237
融资租赁应收款	1,870	3,656	1,463	3,451	1,827
商誉	2,088	2,046	2,046	2,046	2,046
应收账款及其他应收款	4,106	5,498	6,233	5,935	7,134
无形资产	2,250	2,153	2,043	1,927	1,708
可供出售投资	2,154	2,379	2,379	2,379	2,379
其他	0	0	0	0	0
递延税项资产	1,358	1,276	1,276	1,276	1,276
定期存款	60	129	129	129	129
	25,218	28,657	27,323	29,130	28,631
流动资产					
存货	8,886	9,551	10,185	9,894	10,061
应收账及其他应收款项	22,661	21,554	21,105	24,056	24,449
应收票据	10,931	8,835	11,001	8,654	10,446
金融资产	6,323	13,787	13,787	13,787	13,787
其他	897	1,097	1,097	1,097	1,097
已抵押银行存款	1,048	1,184	1,184	1,184	1,184
银行结余及现金	7,148	8,754	8,956	8,799	8,542
	57,894	64,762	67,315	67,471	69,565
总资产	**83,112**	**93,419**	**94,638**	**96,601**	**98,196**
流动负债					
应付账及其他应付款项	14,992	15,786	16,854	18,786	19,309
借贷	9,348	22,044	21,844	21,644	21,744
税项负债	148	151	151	151	151
合同负债	0	1,602	2,083	2,499	3,074
其他	0	40	40	40	40
	24,488	39,623	40,972	43,120	44,318
非流动负债					
借贷	19,296	13,645	12,445	11,645	11,645
递延税项负债	485	429	429	429	429
	653	991	991	991	991
	20,434	15,065	13,865	13,065	13,065
资本及储备					
股东权益	37,540	38,164	39,264	39,913	40,344
非控股权益	650	567	537	503	469
权益总额	38,190	38,731	39,801	40,416	40,813
权益及负债	**83,112**	**93,419**	**94,638**	**96,601**	**98,196**

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）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	1,252	2,650	4,068	4,525	4,647
融资成本	1,488	1,552	1,745	1,682	1,658
利息收入	(398)	(347)	(409)	(410)	(404)
联营及合资公司溢利	(90)	(222)	(235)	(243)	(259)
出售物业、厂房及设备亏损	(10,763)	(148)	0	0	0
折旧及摊销	968	837	912	925	934
已付所得税	(227)	(682)	(1,045)	(1,163)	(1,194)
营运资金变动	10,037	1,152	655	345	(828)
其他	186	(75)	0	0	0
经营活动所得现金净额	**2,453**	**4,717**	**5,690**	**5,662**	**4,554**
购买物业、厂房及设备净投资	(73)	(370)	(700)	(700)	(600)
投资/(出售)联营及合资公司	(8)	0	0	0	0
投资/(出售)控股公司	10,428	0	0	0	0
购入无形资产	(156)	(105)	(100)	(100)	0
联营及合资公司股息分派	0	0	0	0	0
已收利息	398	347	409	410	404
其他	(6,553)	(7,114)	0	0	0
投资活动所用现金净额	**4,036**	**(7,242)**	**(391)**	**(390)**	**(196)**
股权融资	216	37	0	0	0
净银行贷款	(3,442)	7,142	(1,400)	(1,000)	100
已付股息	(1,141)	(1,559)	(1,952)	(2,747)	(3,056)
已付利息	(1,527)	(1,428)	(1,745)	(1,682)	(1,658)
其他	(12)	(90)	0	0	0
融资活动所得（所用）现金净额	**(5,906)**	**4,102**	**(5,097)**	**(5,429)**	**(4,615)**
现金及等同现金（减少）增加净额	583	1,577	202	(158)	(257)
年初之现金及等同现金项目	6,575	7,148	8,754	8,956	8,799
汇兑及其他	(10)	29	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	7,148	8,754	8,956	8,799	8,542

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售组合（%）					
混凝土机械	32%	35%	34%	33%	33%
起重机械	29%	43%	46%	46%	47%
其他机械	16%	14%	15%	16%	16%
农业机械	10%	5%	4%	3%	3%
金融服务	2%	2%	1%	1%	1%
环境产业（终止经营业务）	11%	0%	0%	0%	0%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率（%）					
毛利率	20.9	27.1	28.8	28.5	27.8
EBITDA 利润率	(36.2)	15.6	15.6	15.2	14.3
息税前利润率	(40.7)	12.7	13.3	13.0	12.3
净利润率	(40.2)	6.9	7.8	7.9	7.5
增长率(%)					
收入	2.9	39.3	35.6	9.7	7.4
毛利	(9.9)	80.6	44.3	8.4	4.9
EBITDA	n/a	n/a	36.0	6.6	1.5
息税前利润	n/a	n/a	42.2	7.5	1.6
净利润	54.4	332.9	38.8	11.3	2.7
资产负债比率					
流动比率（x）	2.4	1.6	1.6	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	548	342	255	245	245
	238	161	117	105	97
平均存货周转天数	242	161	130	120	110
平均应付帐款周转天数	359	268	215	213	210
净负债/ 总权益比率（%）	39.6	33.6	28.7	26.2	26.8
回报率（%）					
资产回报率	1.6	2.3	3.2	3.6	3.6
资本回报率	1.4	5.8	7.9	8.6	8.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.18	0.27	0.39	0.43	0.45
核心每股盈利(人民币)	0.07	0.29	0.39	0.43	0.45
每股账面值(人民币)	4.82	4.89	5.03	5.11	5.17
每股股息(人民币)	0.20	0.25	0.35	0.39	0.40

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。