

中联重科 (1157 HK, HK\$4.3, 未评级) — 关注未来收入增长

- ❖ **最黑暗的时期过去了。**中联重科是一家大型工业机械制造商，主要生产工程机械，环境卫生机械和农业机械。由于中国经济结构改革，它在2015年收入和净利润分别同比下降了19.7%和85%。而它估计2016年的净亏损约为7亿-8亿元人民币。尽管中联重科在2016年会实现亏损，我们认为它已经经历了最糟糕的时期，因为工业机械行业正在复苏。公司也一直积极采取措施提高利润，精简业务，推广创新的业务板块。因此我们预计公司可能在2017年实现扭亏为盈。受益于工程机械行业整体好转的趋势以及政府计划增加基础设施投资，其工程机械部门（混凝土机械和起重机）将在2017年实现温和增长，而环境卫生机械和农业机械将是收入增长的主要驱动力。
- ❖ **农业机械。**中联重科2014年以23.5亿元人民币的代价收购了奇瑞重工67.51%股权，为，成为继雷沃重工和第一拖拉机(0038 HK)之后第三大农业机械企业。目前来看尽管有诸如国家补贴减少和由国二转向国三标准等因素导致农机市场低迷，我们对前景仍然保持乐观，因为公司未来会针对中高端市场开发创新的高端产品，如230马力拖拉机，以适应中国农业的转型和升级。
- ❖ **资产负债表状况在控制之内。**由于2011年至2013年期间整个行业过度扩张，公司这几年来一直因高债务和应收账款管理不善受诟病。高杠杆也带来了高利息支出（2015年利息支出为人民币17.06亿元）。我们认为，目前来看高负债不会对现金流造成很大的困扰——2016上半年的经营性现金净流出为5.43亿人民币，而2015年上半年为45.27亿人民币。应收账款方面，根据我们的估计截止至2016上半年其应收账款的平均年龄1.23年，而超过2年的应收账款占其总额的21%。融资租赁应收账款的逾期金额则占总额的56%。应收账款的延期回收增加了坏账计提的风险，从而损害盈利能力。但我们认为解决这个问题需要时间，而收入的增长会给它带来很多缓冲的空间。
- ❖ **便宜的估值。**目前中联重科港股股价为0.74倍2017年动态市净率，过去5年这只股票的平均动态市净率为0.81倍，而行业平均水平为0.92倍。目前其A股股价为0.91倍2017年动态市净率。我们认为，目前便宜的估值是市场对其资产负债表健康状况和前景的不确定性有所担忧的结果。

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额(百万人民币)	38,542	25,851	20,753
净利润(百万元人民币)	3,844	594	89
每股收益(分人民币)	49.9	7.7	1.2
每股收益变动(%)	-47.6	-84.5	-85.0
市盈率(x)	7.7	49.6	331.4
市帐率(x)	0.7	0.7	0.7
股息率(%)	3.9	1.3	3.9
权益收益率(%)	9.3	1.4	0.2
净财务杠杆率(%)	10.7	41.6	58.3

来源: 公司及招银国际研究部

梁甫茵
(852) 3900 0826
fionaliang@cmbi.com.hk

中联重科(1157 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$4.3
市值(港币百万)	39,946
过去3个月平均交易(港币百万)	44.4
52周高/低(港币)	4.39/2.00
发行股数(百万)	7,664.1
主要股东(H股)	自由流通股(100%)

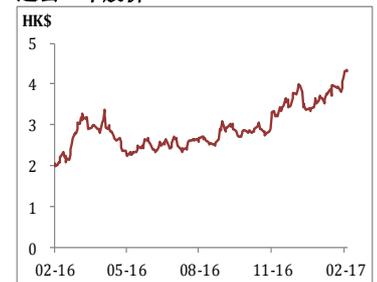
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	19.5%	15.6%
3月	35.5%	27.6%
6月	60.5%	55.2%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。