

中联重科 (1157 HK)

盈利强劲、现金流理想、派息慷慨；管理层指引乐观

- ❖ **重申买入。**中联重科2018年净利润同比增长51%至20.31亿元（人民币，下同），与我们预测的20.38亿元相若，但超出市场预期>10%。经营现金流同比增长92%至47.17亿元，高于我们预期。派息比率高达96%，根据最新股价计算股息率达7.5%，非常吸引。管理层在周末的分析师电话会议上给予乐观指引。我们将2019-20年盈利预测上调6.4-6.5%，并基于0.95倍2019年预测市帐率（自0.9倍市帐率上调，因权益收益率提升），将目标价上调至5.49港元。
- ❖ **2018年高质量盈利。**2018年持续经营收入同比增长39%至280亿元（较我们预测高2.5%），主要受到起重机械/混凝土机械收入同比增长83%/39%所带动，抵销农业机械疲弱的收入（同比-44%）。2018年毛利率同比大增6.2个百分点至27.1%。这表示2018年四季度毛利率达到29.2%，自同年一季度以来持续增长。其他收入同比增长2.4倍至8.82亿元，主要因金融资产投资同比增长118%至138亿元所拉动。期内分销费用比率同比改善2.3个百分点至8.3%。贸易应收账款和融资租赁应收账款持续减少，属于正面讯息。我们估计净负债权益比率（包括金融资产）从2017年底的40%改善至2018年底的34%。经营现金流47亿元，远高于20亿元盈利，显示现金流管理极佳。
- ❖ **2019年塔式起重机械料增长最快。**中联重科在2018年三度提高塔式起重机的平均售价，反映需求旺盛。展望未来，中联重科相信预制构件应用增加将推动高端塔式起重机的需求。此外，在行业整合下，中联重科有望实现高于行业平均水平的增长。中联重科的塔式起重机销售估计在2019年首两个月增长100%，管理层目标全年实现60%同比增长。
- ❖ **基建和国家升级排放标准推动汽车起重机增长。**中联重科的汽车起重机销售估计在2019年首两个月增长100%。管理层预计全年收入同比增长30%，主要受惠于铁路建设和风电吊装等大型基建需求。而大型汽车起重机料将实现高于平均水平的增长。此外，即将推出的国家排放标准升级将有助于推动进一步需求增长。
- ❖ **混凝土机械。**中联重科预计2019年收入增长20-30%，混凝土泵（+30%）和搅拌机（+30%至40%）的增长预计高于混凝土搅拌站（+15%至25%）。
- ❖ **2019年挖掘机将开始贡献。**中联重科的挖掘机产能目前为一万台，预计今年下半年将达到2万台。公司目前仍处于扩展阶段销售渠道的阶段，预料于2019年6月完成布局。中联重科目标是大中/小型挖掘机销售比重达致50%/50%。2017年销量仅为1,000辆，但公司目标在2019年将达到5,000-6,000辆。中联重科预计其平均销售价格与中国一线制造商相若或略高。但由于生产仍处于初步阶段，毛利率将略低于平均。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	20,608	28,697	37,295	41,089	44,507
净利润(百万人民币)	1,342	2,031	2,676	3,111	3,373
EPS(人民币)	0.18	0.27	0.34	0.40	0.43
EPS变动(%)	n/a	51.5	28.8	16.3	8.4
EV/EBITDA(x)	n/a	8.9	7.1	6.5	6.2
市盈率(x)	18.5	12.6	9.8	8.4	7.8
市帐率(x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
股息率(%)	6.2	7.5	9.2	10.7	11.6
权益收益率(%)	3.6	5.4	6.9	7.9	8.5
净财务杠杆率(%)	39.6	33.6	29.9	27.8	27.1

资料来源：公司，招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$5.49
(前目标价)	HK\$5.20)
潜在升幅	+41%
当前股价	HK\$3.89

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)	30,377
3个月平均流通(百万港元)	23
52周内高/低(港元)	3.95/2.48
总股本(百万)	7,808

资料来源：彭博

股东结构

湖南省国资委	16.08%
管理层	4.96%
A股流通股	61.15%
H股流通股	17.81%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	+9.3%	+8.2%
3月	+40.4%	+23.3%
6月	+28.4%	+22.8%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.zoomlion.com

- ❖ **高空作业平台是另一增长动力，但贡献仍然较少。**中联重科目前拥有 1.2 万台叉式高空作业平台的产能。我们估计全年收入为 5 亿元（占我们 2019 年预测总收入少于 2%）。毛利率预计在 15-20% 之间。
- ❖ **二手机械销售问题已解决。**拖累公司毛利率和资产负债表的二手机械已基本出清。中联重科在 2018 年的二手机械销售方面已实现了盈亏平衡。
- ❖ **风险：**（1）建筑相关固定资产投资疲软；（2）应收账款和存货进一步减值；（3）高盈利波动性。

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收益	20,608	28,697	37,295	41,089	44,507
销售成本	(16,303)	(20,923)	(26,854)	(29,565)	(32,123)
毛利	4,305	7,774	10,442	11,524	12,383
其他收入	259	882	682	732	772
分销与销售开支	(2,180)	(2,379)	(3,058)	(3,369)	(3,650)
行政开支	(10,487)	(2,063)	(2,648)	(2,876)	(3,115)
研发费用	(277)	(581)	(746)	(822)	(890)
息税前收益	(8,380)	3,633	4,672	5,189	5,500
净财务收入/(费用)	(1,443)	(1,205)	(1,341)	(1,286)	(1,264)
联营及合资公司利润	110	222	235	243	259
除税前溢利	(9,713)	2,650	3,566	4,145	4,495
所得税开支	1,425	(682)	(916)	(1,065)	(1,155)
税后溢利	(8,288)	1,968	2,649	3,080	3,340
非控股权益	9,630	63	26	31	33
净利润	1,342	2,031	2,676	3,111	3,373
核心利润	508	2,199	2,676	3,111	3,373
折旧及摊销	924	837	912	925	934
EBITDA	(7,456)	4,470	5,583	6,113	6,434

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）	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	1,453	3,500	1,621
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	5,742	6,641	6,772
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	26,821	29,886	28,062
流动资产					
存货	8,886	9,551	9,578	9,862	10,380
应收账款及其他应收款项	22,661	21,554	22,383	22,646	23,202
应收票据	10,931	8,835	10,579	8,558	9,976
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	8,567	8,237	8,471
	57,894	64,762	67,175	65,372	68,097
总资产	83,112	93,419	93,996	95,258	96,159
流动负债					
应付账及其他应付款项	14,992	15,786	16,585	17,759	17,445
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	40,703	42,093	42,454
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	38,888	39,590	40,164
非控股权益	650	567	541	510	476
权益总额	38,190	38,731	39,428	40,100	40,640
权益及负债	83,112	93,419	93,996	95,258	96,159

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	3,566	4,145	4,495
融资成本	1,488	1,552	1,745	1,682	1,658
利息收入	(398)	(347)	(403)	(396)	(394)
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)	(916)	(1,065)	(1,155)
营运资金变动	10,037	1,152	640	116	(481)
其他	186	(75)	0	0	0
经营活动所得现金净额	2,453	4,717	5,307	5,164	4,798
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	403	396	394
其他	(6,553)	(7,114)	0	0	0
投资活动所用现金净额	4,036	(7,242)	(397)	(404)	(206)
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)	(2,408)	(2,800)
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)	(5,090)	(4,358)
现金及等同现金（减少）增加净额	583	1,577	(187)	(331)	234
年初之现金及等同现金项目	6,575	7,148	8,754	8,567	8,237
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	8,567	8,237	8,471

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%	45%	45%	46%
其他机械	16%	14%	16%	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	28.0	28.0	27.8
EBITDA 利润率	(36.2)	15.6	15.0	14.9	14.5
息税前利润率	(40.7)	12.7	12.5	12.6	12.4
净利润率	(40.2)	6.9	7.1	7.5	7.5
增长率（%）					
收入	2.9	39.3	30.0	10.2	8.3
毛利	(9.9)	80.6	34.3	10.4	7.5
EBITDA	n/a	n/a	24.9	9.5	5.2
息税前利润	n/a	n/a	28.6	11.1	6.0
净利润	54.4	332.9	21.7	16.3	8.4
资产负债比率					
流动比率（x）	2.4	1.6	1.7	1.6	1.6
平均应收账款周转天数	548	342	270	255	243
	238	161	120	107	97
平均存货周转天数	242	161	130	120	115
平均应付账款周转天数	359	268	220	212	200
净负债/总权益比率（%）	39.6	33.6	29.9	27.8	27.1
回报率（%）					
资产回报率	1.6	2.3	2.9	3.3	3.5
资本回报率	1.4	5.8	6.9	7.9	8.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.18	0.27	0.34	0.40	0.43
核心每股盈利(人民币)	0.07	0.29	0.34	0.40	0.43
每股账面值(人民币)	4.82	4.89	4.98	5.07	5.14
每股股息(人民币)	0.20	0.25	0.31	0.36	0.39

来源：公司资料，招银国际预测

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: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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責任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。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资讯，请与我们联络。

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。