

中聯重科 (1157 HK)

盈利強勁、現金流理想、派息慷慨；管理層指引樂觀

- ❖ **重申買入。**中聯重科 2018 年淨利潤同比增長 51% 至 20.31 億元（人民幣，下同），與我們預測的 20.38 億元相若，但超出市場預期 >10%。經營現金流同比增長 92% 至 47.17 億元，高於我們預期。派息比率高達 96%，根據最新股價計算股息率達 7.5%，非常吸引。管理層在周末的分析師電話會議上給予樂觀指引。我們將 2019-20 年盈利預測上調 6.4-6.5%，並基於 0.95 倍 2019 年預測市帳率（自 0.9 倍市帳率上調，因權益收益率提升），將目標價上調至 5.49 港元。
- ❖ **2018 年高質量盈利。**2018 年持續經營收入同比增長 39% 至 280 億元（較我們預測高 2.5%），主要受到起重機械/混凝土機械收入同比增長 83%/39% 所帶動，抵銷農業機械疲弱的收入（同比-44%）。2018 年毛利率同比大增 6.2 個百分點至 27.1%。這表示 2018 年四季度毛利率達到 29.2%，自同年一季度以來持續增長。其他收入同比增長 2.4 倍至 8.82 億元，主要因金融資產投資同比增長 118% 至 138 億元所拉動。期內分銷費用比率同比改善 2.3 個百分點至 8.3%。貿易應收賬款和融資租賃應收賬款持續減少，屬於正面訊息。我們估計淨負債權益比率（包括金融資產）從 2017 年底的 40% 改善至 2018 年底的 34%。經營現金流 47 億元，遠高於 20 億元盈利，顯示現金流管理極佳。
- ❖ **2019 年塔式起重機料增長最快。**中聯重科在 2018 年三度提高塔式起重機的平均售價，反映需求旺盛。展望未來，中聯重科相信預製構件應用增加將推動高端塔式起重機的需求。此外，在行業整合下，中聯重科有望實現高於行業平均水平的增長。中聯重科的塔式起重機銷售估計在 2019 年首兩個月增長 100%，管理層目標全年實現 60% 同比增長。
- ❖ **基建和國家升級排放標準推動汽車起重機增長。**中聯重科的汽車起重機銷售估計在 2019 年首兩個月增長 100%。管理層預計全年收入同比增長 30%，主要受惠於鐵路建設和風電吊裝等大型基建需求。而大型汽車起重機料將實現高於平均水平的增長。此外，即將推出的國家排放標準升級將有助於推動進一步需求增長。
- ❖ **混凝土機械。**中聯重科預計 2019 年收入增長 20-30%，混凝土泵（+30%）和攪拌車（+30% 至 40%）的增長預計高於混凝土攪拌站（+15% 至 25%）。
- ❖ **2019 年挖掘機將開始貢獻。**中聯重科的挖掘機產能目前為一萬台，預計今年下半年將達到 2 萬台。公司目前仍處於擴展階段銷售渠道的階段，預計於 2019 年 6 月完成佈局。中聯重科目標是大中/小型挖掘機銷售比重達致 50%/50%。2017 年銷量僅為 1,000 輛，但公司目標在 2019 年將達到 5,000-6,000 輛。中聯重科預計其平均銷售價格與中國一線製造商相若或略高。但由於生產仍處於初步階段，毛利率將略低於平均。

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	37,295	41,089	44,507
淨利潤 (百萬人民幣)	1,342	2,031	2,676	3,111	3,373
EPS (人民幣)	0.18	0.27	0.34	0.40	0.43
EPS 變動 (%)	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
市帳率 (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
股息率 (%)	6.2	7.5	9.2	10.7	11.6
權益收益率 (%)	3.6	5.4	6.9	7.9	8.5
淨財務杠杆率 (%)	39.6	33.6	29.9	27.8	27.1

資料來源：公司，招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$5.49
(前目標價)	HK\$5.20)
潛在升幅	+41%
當前股價	HK\$3.89

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)	30,377
3 個月平均流通(百萬港元)	23
52 周內高/低(港元)	3.95/2.48
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	+9.3%	+8.2%
3 月	+40.4%	+23.3%
6 月	+28.4%	+22.8%

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

- ❖ **高空作業平台是另一增長動力，但貢獻仍然較少。**中聯重科目前擁有 1.2 萬台叉式高空作業平台的產能。我們估計全年收入為 5 億元（佔我們 2019 年預測總收入少於 2%）。毛利率預計在 15-20% 之間。
- ❖ **二手機械銷售問題已解決。**拖累公司毛利率和資產負債表的二手機械已基本出清。中聯重科在 2018 年的二手機械銷售方面已實現了盈虧平衡。
- ❖ **風險：**（1）建築相關固定資產投資疲軟；（2）應收賬款和存貨進一步減值；（3）高盈利波動性。

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	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	1,453	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士。