

中聯重科 - A (000157 CH)

持股計劃為管理層帶來更大推動力

公司上週五公佈員工持股計劃細則，我們相信計劃有助激發員工能效，為在未來三年為公司實現可持續的盈利增長提供誘因，足以抵消持股計劃所衍生的費用。我們維持買入評級，目標價 7.28 元人民幣（基於 1.4 倍 2019 年預期市淨率，對應 2019-21 年的預測股本回報率為 12%-13%）。

- **持股計劃詳情。**是次持股計劃覆蓋公司核心管理層和主要員工，最高 1,200 人，認購價定於每股 2.75 元人民幣。員工持股鎖定期分為三階段，按照 40%、30% 和 30% 的比例，分別在 2020、2021 和 2022 年解鎖，期間將受限於中聯重科的淨利潤目標。公司每年必須達到以下兩項條件的其中一項：（1）與基準（2017-19 年間的平均淨利潤）相比，2020/21/22 年的淨利潤增長率不低於 80%/ 90%/ 100%；（2）2020-21 年的淨利潤總額較基準增長 170%，而 2020-22 年的淨利潤總額則較基準增長 270%。持股計劃仍需等待股東批准。
- **費用增加，但進一步激發員工能效。**持股計劃的股票來源為公司在 2019 年二季度回購的 3.9 億股 A 股（占總股份的 4.96%；均價 5.49 元人民幣），我們估算中聯重科推出持股計劃所衍生費用在 2020-22 年約 10 億元人民幣。不過，我們認為認購價的折扣（2.75 元人民幣）對參與者具有吸引力，從而帶來員工強大誘因。
- **農業機械領域的投資。**中聯重科計劃在 2020-25 年度投資 20.5 億元人民幣（年度資本支出：3.42 億元人民幣）於蕪湖的智能農業機械業務。儘管農機行業一直處於下行週期，但中聯重科認為政府政策扶持農業機械升級對行業有利，將打開新發展空間。在 2018 年/2019 上半年，來自農業機械的收入僅占公司總收入 5%/ 4%。該業務 2018 年出現虧損，中聯重科目標是在今年達到收支平衡。我們將 2020-21 的盈利預測輕微調整 -0.5%/ -0.5%，主要由於資本支出增加，但我們現時並未把潛在增長計算在內，因此任何業務改善將提供盈利上調的空間。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入 (百萬人民幣)	20,608	28,697	44,342	50,749	54,824
同比增長 (%)	2.9	39.3	54.5	14.4	8.0
淨利潤 (百萬人民幣)	1,342	2,031	4,551	5,321	5,719
每股盈利 (人民幣)	0.18	0.27	0.58	0.68	0.73
同比增長 (%)	n/a	51.5	118.6	16.6	7.5
企業價值倍數	n/a	13.5	7.5	6.7	6.4
市盈率 (倍)	31.8	21.7	10.2	8.8	8.1
市帳率 (倍)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	3.6	4.3	5.9	6.9	7.4
權益收益率 (%)	3.6	5.4	11.9	13.2	13.1
淨負債比率 (%)	39.6	33.6	33.2	23.0	15.0

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	RMB7.28
(此前目標價)	RMB7.28)
潛在升幅	+22%
當前股價	RMB5.99

中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬人民幣)	46,573
3 月平均流通量 (百萬人民幣)	221
52 周內股價高/低 (人民幣)	6.47/3.45
總股本 (百萬)	6,456 (A)
	1,388 (H)

資料來源：彭博

股東結構

湖南省國資委	16.0%
管理層	4.9%
A 股流通股	61.4%
H 股流通股	17.7%

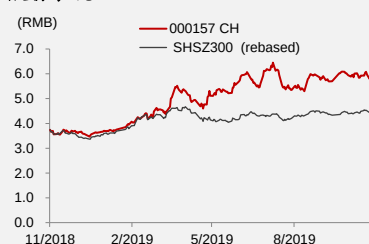
資料來源：港交所、上海證券交易所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	+0.2%	+1.4%
3-月	+12.0%	+7.2%
6-月	+17.0%	+10.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

近期報告

1. “中聯重科 (1157 HK, 買入) - 三季度淨利潤同比上升 106% 符合預期；預期更多股價驅動因素出現 - 2019 年 10 月 31 日
2. “中聯重科 (1157 HK, 買入) - 三季度盈利超預期；上調盈利預測 - 2019 年 10 月 15 日

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。