

中聯重科 (1157 HK)

出售環境產業有助於優化資產負債表

- ❖ **出售環境產業。**中聯重科宣佈將其環境產業公司的 80% 股權以人民幣 116 億轉讓給盈峰投資控股集團等 4 位投資者。這個出售價格對應的環境產業公司 19.2 倍 2016 年市盈率及 4.7 倍 2016 年市淨率。總收購價格所對應的環境產業公司整體估值水準為公司截至 2016 年 12 月 31 日淨資產（人民幣 30.9 億）的 4.7 倍，溢價 370%。公司估計在不考慮流動資金變動和其他公允價值變動的情況下，將在 2017 年將實現處置利得人民幣 91.31 億元。
- ❖ **資產剝離有助於優化資產負債表。**管理層評論說，轉讓資產得到的現金將使用在 3 個方面：1) 降低應收賬款和融資租賃應收賬款中的壞賬減值；2) 把資產負債率降低到 50%；3) 開發新產品和開拓新的業務領域。他們強調，轉讓所得到的現金將在很大程度上優化中聯重科的資產負債表，因為轉讓結束後中聯重科手頭現金將大幅增加至超過人民幣 200 億，而應收賬款和存貨則分別減少人民幣 45 億和人民幣 7-8 億。
- ❖ **主力發展兩項業務。**管理層表示，此次轉讓環境產業是由於公司資源和精力有限，難以同時很好的發展三項業務。不過公司仍然對環境產業的前景感到樂觀，儘管工程機械和農業機械的增長速度可能要更快一些。中聯重科希望通過提高市場份額和增加新的產品線（增加高空作業平臺）去發展工程機械板塊，同時培育農業機械的成長，開發新興的中高端產品，如 300 馬力拖拉機等等。
- ❖ **2017 年 1 季度業績回升。**受到工程機械板塊整體回暖的影響，中聯重科在 2017 年第一季度收入同比增長 74%，達到人民幣 52 億元，淨利潤由負轉正至人民幣 8,500 萬。公司在 2017 年初的時候曾經表示 2017 年的工程機械、農業機械、和整體銷售將會分別增長 50%、20%、和 30%。
- ❖ **估值。**根據彭博的統計，中聯重科目前的交易價格相當於 20.8 倍 2018 年市盈率和 0.6 倍 2018 年市淨率，而可比公司中國龍工則為 11.3 倍 2018 年市盈率和 1.1 倍 2018 年市淨率。我們預計股價表現的短期催化劑為高於預期的工程機械銷售和低於預期的壞賬減值。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬人民幣)	25,851	20,753	20,023
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	594	89	-929
調整後 EPS (人民幣分)	7.7	1.2	-12.1
EPS 變動 (%)	-84.5	-85.0	-1149.5
市盈率(x)	39.3	262.0	NA
市帳率(x)	0.6	0.6	0.6
股息率 (%)	1.5	4.4	4.4
權益收益率 (%)	1.4	0.2	-2.4
淨財務杠杆率 (%)	41.6	58.3	69.5

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價(H) HK\$3.40
 當前股價(A) Rmb4.23

梁甫茵

電話：(852) 3900 0826

郵件：fionaliang@cmbi.com.hk

工程機械

市值(百萬港元)	34,724
3 月平均流通量(百萬港元)	54.12
52 周內股價高/低(港元)	4.79/2.28
總股本(百萬)	7,664.1

資料來源：彭博

股東結構

自由流通	100.0%
------	--------

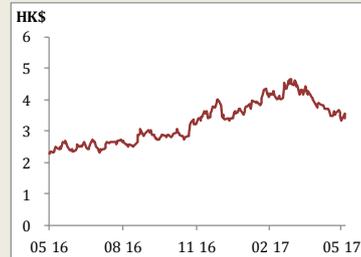
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-7.8%	-12.7%
3-月	-14.3%	-19.1%
6-月	3.8%	-8.6%

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

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并無直接或間接關係。

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，并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，并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责任。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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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。