

## 债券市场点评报告

### 中联重科海外并购点评：熨平收入，关注整合

#### 事件：

◇ 2月18日，中联重科股份有限公司（以下简称“中联重科”或“公司”）发布公告称，公司于2015年12月4日向特雷克斯公司提出以每股30美元现金方式收购该公司的非约束性报价，该报价较前一日特雷克斯收盘价21.22美元溢价41%。中联重科此次并购系其2008年并购意大利CIFA之后的又一大型海外并购。

#### 点评：

◇ **行业需求不佳，经营压力提升，公司调整产品及市场结构的诉求促使此次并购。**公司为国内工程机械行业重要的龙头企业，主导产品为混凝土机械、起重机械，近年逐步向环境产业、农业机械等细分领域拓展。2014年公司实现营业收入258.5亿元，实现毛利润72.1亿元，其中，混凝土机械、起重机械、环卫机械、融资租赁贡献的收入占比分别为40.8%、28.7%、15.6%、3.6%，贡献的毛利润占比分别为32.8%、28.6%、16.6%、12.9%；显然，**公司经营业绩对混凝土机械、起重机械两类核心产品的依赖性较强。**2014年度公司海外市场收入及毛利润贡献分别为11.2%、7.9%，占比相对较低；**尽管公司早已尝试“走出去”战略，但海外市场开拓效果不甚理想。**另外，基建、地产投资放缓导致行业需求不足，**公司核心产品产能利用率持续低下，产能亟待释放。**

2012-2014年公司收入及净利润复合增长率分别为-26.7%、-71.1%；2015年公司业绩预告显示其归母净利润将进一步下滑80-90%。经营压力持续提升、产品及市场集中度风险日益凸显的背景下，公司改善产品结构、提升海外知名度、拓展海外市场的诉求越加强烈，促使公司谋求海外并购之路。

◇ **此次并购标的整体质量尚可。**特雷克斯系美国第二大机械设备制造商，核心产品包括高空作业平台、建筑机械、起重机械、物料搬运机械等，其高空作业机械位居全球第一。特雷克斯业务区域主要为北美（约40%）和欧洲（约30%），技术水平良好，全球知名度较高。截至2015年末，特雷克斯资产总额为56.4亿美元，负债总额为37.3亿美元，资产负债率为66.1%；2015年度实现营业收入65.4亿美元，实现净利润1.5亿美元。特雷克斯总资产规模约为中联重科的37%，净资产规模约为中联重科的30%，但收入规模约为中联重科的210%，经营效率明显优于中联重科。整体而言，并购标的行业地位、经营绩效、财务表现均相对良好，综合实力尚可。

◇ **海外并购对平抑收入波动有一定效果，从公司并购CIFA案例可见一斑。**2008年公司开展了对意大利混凝土机械厂商CIFA的并购。根据并购交易报告书，截至2007年末，CIFA资产总额为3.04亿欧元，净资产为0.52亿欧元；2007年度实现营业收入3.04亿欧元，实现净利润0.09亿欧元。并购前，CIFA在意大利的混凝土搅拌车和混凝土泵送机械分别拥有80%和70%的市场份额，在西欧有23%和20%的市场份额，在东西欧有15%和20%的市场份额，中东市场有10%和8%的市场份额，CIFA在欧洲地区具备较好的市场地位。如图1所示，公司并购CIFA之后，受欧债危机和内部整合的影响，2008-2010年公司海外业务收入有所下滑，但2011年以来收入规模基本保持稳定，而

#### 作者

署名人：田元强

S0960515090001

0755-82026662

tianyuanqiang@china-invs.cn

署名人：何欣，CFA

S0960511020003

0755-82026833

hexin@china-invs.cn

#### 相关报告

债券市场点评报告(20160215) ——15亚邦CP001未按期足额兑付点评：千里之堤溃于蚁穴？

债券市场点评报告(20160127) ——中建材、中材集团重组点评：关注经营效率是否改善

债券市场点评报告(20151230) ——中国一重调级点评：伪高评级个券调级风险拉开帷幕

债券市场点评报告(20151207) ——第一只违约的企业债：12圣达债未按期兑付回售公告点评

债券市场点评报告(20151202) ——山水事件续二：山水水泥董事会改选点评

债券市场点评报告(20151126) ——关于“ST湘鄂债”《债务和解协议》点评

债券市场点评报告(20151112) ——11万方债重大诉讼事项公告点评

债券市场点评报告(20151112) ——云煤化工债务逾期公告点评

债券市场点评报告(20151106) ——山东山水超短融兑付危机点评：关注公司治理风险

债券市场点评报告(20151013) ——屋漏偏逢连夜雨：南京雨润中票兑付不确定性公告点评

受宏观经济增速放缓的影响，公司在国内销售额自 2011 年以来持续下滑，趋稳的海外销售一定程度上对冲了其国内销售快速下滑的不利情形。此次并购标的特雷克斯的业务区域主要在北美及欧洲，目前收入规模明显大于公司，在国内市场需求持续弱势，而美国经济逐步向好的大背景下，此次并购平抑收入波动的效果可能更佳。

◇ **但是，并购将减少公司账面资金，对有息债务的保障程度可能下滑。**从公告来看，公司拟以现金方式收购特雷克斯股权，以 30 美元/股计算，全面要约收购对价将达到 32.7 亿美元，约合 212.6 亿元人民币。根据公告，公司拟以自有资金 40% 和银行融资 60% 参与股权收购，也即其自有资金需求和融资需求分别约为 85.0 亿元、127.6 亿元。截至 2015 年三季度末，公司账面货币资金为 155.5 亿元，尚可覆盖并购资金需求，但倘若最终收购成功，公司账面现金将快速消耗，可支配现金将明显减少，现金对短期有息债务的保障程度将明显下滑。另外，大幅融资将提升公司负债率，且特雷克斯负债率高于公司，这将使得并表后公司负债率提升，权益资本对整体债务的保障程度下滑。

◇ **另外，公司运营及投资资金需求已经较大，此次并购公司流动性、融资能力均将受到挑战。**需求不佳的情况下，工程机械类企业普遍通过赊销、融资租赁等形式刺激销售，但该类销售模式不利于现金回款。近年公司在收入持续下滑的情况下，应收账款和存货规模持续增长，截至 2015Q3 末公司应收账款和存货余额合计为 453.3 亿元，占总资产的比例为 46.2%；此外，以应收融资租赁款为主的长期应收款、一年内到期的非流动资产合计为 159.9 亿元，占总资产的比例为 16.3%。赊销、融资租赁占用了公司大量的运营资金，导致 2014 年以来公司经营净现金流合计大幅流出 107.9 亿元。另外，持续的外延式扩张导致近年公司投资性净现金流亦大幅流出，2012 至今公司投资性净现金流合计流出 56 亿元。整体而言，公司运营资金需求和投资性资金需求均较大。而此次并购特雷克斯标的金额大，仅自有资金支出就达 85 亿元，将大幅增加公司的资金压力，公司流动性、融资能力均将受到一次挑战。

◇ **并购之后，企业间的经营整合效果亦需持续跟踪。**公司并购 CIFA 之后，CIFA 的经营决策层经历了两轮动荡，一直到 2011 年才基本稳定。内部整合叠加欧债危机，CIFA 经历了连续两年的调整。由此可见，并购之后的内部整合并不容易。此次公司并购特雷克斯，两国文化、制度、人员、团队，以及政治、法律等外部环境的差异较大，因此，后期的整合仍难一帆风顺。另外，公司期望通过此次并购提升欧美品牌知名度，并将国内产品销售至欧美，消化国内产能；但是，未来渠道整合效果、欧美市场对国内产品的认可程度、品牌形象建设情况仍需持续跟踪。

◇ **本土企业海外并购步伐加快，但并购能否提升企业信用资质，投资者需综合衡量。**近期中化集团拟 430 亿美元收购瑞士农化和种子先正达，海航集团拟 60 亿美元收购美国 Ingram Micro，海尔集团拟 54 亿美元并购美国通用电气的家电业务，万达集团拟 35 亿美元收购美国传奇影业，北京控股拟 14.4 亿欧元收购德国欧洲领先废物能源利用公司，中资企业掀起了一轮海外并购潮。我们认为，一方面，海外并购确实可以丰富业务区域，平抑企业收入波动；但另一方面，并购往往会加剧企业短期流动性压力，提升企业负债水平，且后期的经营整合存在较大的不确定性。因此，投资者需综合衡量并购对企业信用资质的影响。我们建议投资者重点关注并购过程中企业债务保障程度、融资能力及流动性的变化。我们在前期报告《信用市场 2015 年 7 月投资展望——兼并重组，福兮？祸兮？》曾针对并购对企业信用资质的影响构建了一个定性和定量相结合的指标体系，投资者可加以参考。

**表 1：近三年又一期中联重科财务状况（单位：亿元，%）**

	2012 年	2013 年	2014 年	2015.9
资产总额	889.7	895.4	937.6	981.3
货币资金	232.1	200.7	168.9	155.5
负债总额	477.9	474.9	525.1	578.1
流动负债	347.7	330.2	252.6	335.7
营业收入	480.7	385.4	258.5	149.5
营业利润	89.1	45.3	6.6	-8.8
净利润	75.3	39.5	6.3	-5.4
经营活动产生现金流	29.6	7.4	-76.9	-31.0
投资活动产生现金流	-34.0	-13.9	-26.1	18.5
筹资活动产生现金流	45.1	-27.5	82.3	5.2
本年到期债务/总债务	31.5%	31.0%	22.7%	33.4%
资产负债率	53.7%	53.0%	56.0%	58.9%
流动比率	1.93	2.11	2.93	2.35
速动比率	1.59	1.84	2.52	1.93
应收账款周转率	2.9	1.6	0.9	0.6
存货周转率	3.0	2.7	2.0	1.2
FFO/总债务	1.5%	-2.3%	-19.7%	-
FOCF/总债务	-5.8%	-5.3%	-26.8%	-
净利润率	15.7%	10.3%	2.4%	-
总资产收益率（ROA）	20.2%	9.4%	1.6%	-
EBITDA 利息保障倍数	7.6	11.1	44.9	-

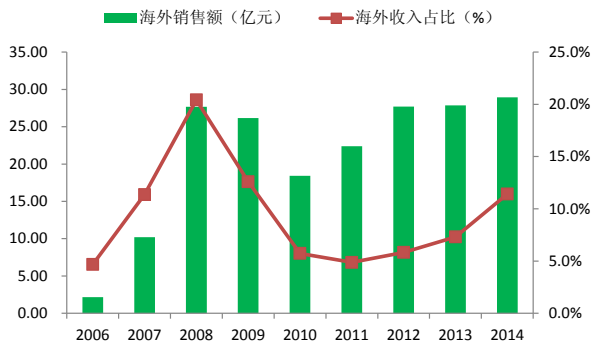
◇

**表 2：中联重科存续债券情况一（单位：，%）**

债券简称	债券类型	到期日	当前余额	票面利率(当期)
14 中联 MTN001	中期票据	2019-10-15	人民币 90 亿元	5.80
16 中联重科 SCP001	短期融资券	2016-10-09	人民币 25 亿元	3.00
16 中联重科 SCP002	短期融资券	2016-07-12	人民币 25 亿元	2.95
08 中联债	公司债	2016-04-21	人民币 11 亿元	6.50
一期美债	-	2016-04-05	4 亿美元	-
二期美债	-	2022-12-20	6 亿美元	-

数据来源：WIND，中国中投证券研究总部

图 1：公司并购 CIFA 之后海外收入占比呈现波折



数据来源：WIND，中国中投证券研究总部

## 信用评级原则

以债券投资人的立场，本着客观、公正和审慎原则，基于公司全部可得公开信息，对市场公开发行的信用产品进行信用分析。

## 信用评级说明

评分以主体评分为主，债券条款为补充，通过公司行业现状、公司治理、财务状况以确定主体信用状况，综合还款顺序与担保情况确定债券信用评级结果。

## 信用评级结果

评分范围为 0-5 分，0.25 分为基本划分区间，随着公司信用的增加分数依次递增，最高为 5 分。  
(目前评分不涵盖 B 以下级别债券，未来如出现 B 以下债券将再做跟踪调整)

## 研究团队简介

何欣，中投证券研究总部债券首席分析师，拥有证券从业资格，特许金融分析师 (CFA)。

田元强，中国中投证券研究总部债券分析师，西安交通大学管理学硕士，主要研究信用债。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中国中投证券”) 提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部** 公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434