



# 公司最新消息

## 中联重科(A) (000157.SZ)

中性

证券研究报告

### 缓慢复苏；信用风险已被计入；恢复评级并评为中性

#### 最新事件

我们恢复对中联重科评级，我们对其 A/H 股评级为中性，12 个月目标价格为人民币 4.8 元/3.0 港元，对应 4%/5% 的上行空间。我们预计，由于公司混凝土/起重机械销售受晚周期属性及其在房地产建筑领域（我们预计该行业将在 2016 年底逐渐放缓）业务敞口较高的不利影响，2016 年销售预计同比下降 21%/26%，到 2017 年时销售增速回升至 2%/8%。我们仍对中联重科环境业务增速持积极看法（得益于资产负债表推动的投资业务），而且我们预计随着公司向高端农机市场渗透，相关毛利率将有所扩张。

虽然盈利回升，但中联重科 A/H 股对应 0.9/0.5 倍的 12 个月预期市净率比 1.6/1.2 倍的历史均值低一个标准差，我们认为市场对中联重科最大的担忧仍是人民币 580 亿元的表内外应收账款风险（相比之下公司权益为 380 亿元）。但是，如果我们假设市场对计入核销后的中联重科基于周期中期市净率进行估值，则当前 A/H 股估值意味着公司须对工程机械应收账款/库存拨备增提 31%/42%，在假设违约机械的残余价值为 40% 的情况下，隐含违约率为 52%/69%。由于在中联重科的工程机械应收账款中超过两年未回收、逾期一年以上以及表外部分合计占比为 46%，我们认为这一信用风险已在股价中基本得到了体现，我们在恢复评级后对中联重科 A/H 股的评级为中性。

#### 潜在影响

我们将我们的 2016/17/18 年每股盈利预测从人民币 0.01/0.03/0.05 元调整至 -0.05/+0.01/+0.08 元，以计入最新的收入假设、持续削减产能造成的 2016/17 年遣散费支出以及最新的汇率预测。

#### 估值

我们基于 0.9/0.6 倍周期谷底 EV/GCI 计算的中联重科 A/H 股 12 个月目标价格为人民币 4.8 元/3.0 港元，对应 4%/5% 的上行空间。

#### 主要风险

混凝土/起重机械销售增速快于/慢于预期，应收账款资产减值高于/低于预期。

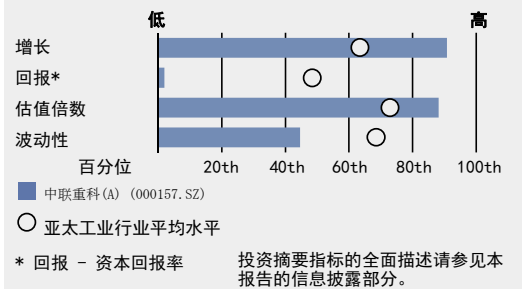
#### 所属投资名单

中性

#### 行业评级：中性

杜茜 执业证书编号: S1420511100001  
+86(10)6627-3147 jacqueline.du@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

#### 投资摘要



主要数据	当前			
股价 (Rmb)	4.52			
12个月目标价格 (Rmb)	4.80			
1157.HK 股价 (HK\$)	2.81			
1157.HK 12个月目标价格 (HK\$)	3.00			
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	34,641.9 / 5,159.9			
外资持股比例 (%)	25.6			
	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb) 新	0.01	(0.05)	0.01	0.08
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	NM	(53.4)	39.1
每股盈利增长 (%)	(85.9)	(554.3)	129.7	419.6
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.01	(0.05)	0.01	0.08
市盈率 (X)	NM	NM	NM	59.2
市净率 (X)	1.3	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (X)	52.3	37.4	29.5	23.9
股息收益率 (%)	2.3	0.0	0.7	1.7
净资产回报率 (%)	0.2	(1.0)	0.3	1.5
ROIC (%)	4.2	2.7	3.4	4.0

#### 股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	6.1	(2.8)	(16.6)
相对于沪深300指数	5.2	(5.2)	(12.9)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为10/12/2016收盘价）

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

# 中联重科(A): 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	20,753.3	18,989.4	20,539.0	22,705.1	现金及等价物	11,486.8	11,313.3	10,875.3	10,431.0
主营业务成本	(15,146.0)	(13,601.8)	(14,813.2)	(16,407.9)	应收账款	32,701.1	31,222.3	32,926.0	35,465.4
销售、一般及管理费用	(4,202.4)	(4,082.7)	(4,107.8)	(4,314.0)	存货	14,082.9	12,088.2	12,758.9	13,683.0
研发费用	0.0	0.0	0.0	0.0	其它流动资产	16,314.1	14,682.7	13,214.4	11,893.0
其它营业收入/(支出)	(813.6)	(740.4)	(680.3)	(640.5)	<b>流动资产</b>	<b>74,584.9</b>	<b>69,306.4</b>	<b>69,774.7</b>	<b>71,472.3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,425.7</b>	<b>1,515.2</b>	<b>1,915.6</b>	<b>2,345.0</b>	固定资产净额	8,520.2	8,367.6	8,087.7	7,783.4
折旧及摊销	(834.4)	(950.7)	(977.9)	(1,002.4)	无形资产净额	6,765.7	6,507.7	6,249.6	5,991.6
<b>EBIT</b>	<b>591.3</b>	<b>564.5</b>	<b>937.7</b>	<b>1,342.7</b>	长期投资	389.5	449.5	459.5	469.5
利息收入	444.5	373.3	367.7	326.3	其它长期资产	3,462.7	3,116.5	2,804.8	2,524.3
财务费用	(1,766.3)	(1,780.4)	(1,701.7)	(1,583.1)	<b>资产合计</b>	<b>93,723.0</b>	<b>87,747.6</b>	<b>87,376.3</b>	<b>88,241.1</b>
联营公司	30.4	10.0	10.0	10.0	应付账款	16,081.6	14,160.8	14,204.4	15,733.6
其它	733.4	401.4	526.7	600.0	短期贷款	13,281.7	12,031.7	11,781.7	11,281.7
<b>税前利润</b>	<b>33.3</b>	<b>(431.2)</b>	<b>140.4</b>	<b>695.8</b>	其它流动负债	819.4	819.4	819.4	819.4
所得税	57.9	58.2	(21.1)	(104.4)	<b>流动负债</b>	<b>30,182.7</b>	<b>27,011.9</b>	<b>26,805.5</b>	<b>27,834.7</b>
少数股东损益	(7.7)	(6.2)	(6.6)	(5.9)	长期贷款	21,881.3	20,631.3	20,381.3	19,881.3
<b>优先股股息前净利润</b>	<b>83.5</b>	<b>(379.2)</b>	<b>112.7</b>	<b>585.5</b>	其它长期负债	1,049.9	1,049.9	1,049.9	1,049.9
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	22,931.3	21,681.3	21,431.3	20,931.3
<b>非经常性项目前净利润</b>	<b>83.5</b>	<b>(379.2)</b>	<b>112.7</b>	<b>585.5</b>	<b>负债合计</b>	<b>53,113.9</b>	<b>48,693.1</b>	<b>48,236.8</b>	<b>48,766.0</b>
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>优先股</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>净利润</b>	<b>83.5</b>	<b>(379.2)</b>	<b>112.7</b>	<b>585.5</b>	<b>普通股权益</b>	<b>39,936.6</b>	<b>38,407.8</b>	<b>38,520.5</b>	<b>38,880.6</b>
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.01	(0.05)	0.01	0.08	少数股东权益	672.5	646.7	619.0	594.5
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.01	(0.05)	0.01	0.08	<b>负债及股东权益合计</b>	<b>93,723.0</b>	<b>87,747.6</b>	<b>87,376.3</b>	<b>88,241.1</b>
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.01	(0.05)	0.01	0.08	<b>每股净资产(Rmb)</b>	<b>5.21</b>	<b>5.01</b>	<b>5.03</b>	<b>5.07</b>
每股股息(Rmb)	0.15	0.00	0.03	0.08					
股息支付率(%)	1,377.3	0.0	200.0	100.0					
自由现金流收益率(%)	(7.9)	13.9	4.1	5.9					
<b>增长率和利润率(%)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>比率</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
主营业务收入增长率	(19.7)	(8.5)	8.2	10.5	CROCI (%)	4.2	2.7	3.4	4.0
EBITDA增长率	(30.7)	6.3	26.4	22.4	净资产回报率(%)	0.2	(1.0)	0.3	1.5
EBIT增长率	(58.0)	(4.5)	66.1	43.2	总资产回报率(%)	0.1	(0.4)	0.1	0.7
净利润增长率	(85.9)	(554.3)	129.7	419.6	平均运用资本回报率(%)	2.0	1.4	2.1	2.8
每股盈利增长	(85.9)	(554.3)	129.7	419.6	存货周转天数	294.7	351.1	306.1	294.1
毛利率	27.0	28.4	27.9	27.7	应收账款周转天数	582.8	614.3	570.0	549.7
EBITDA利润率	6.9	8.0	9.3	10.3	应付账款周转天数	416.0	405.8	349.5	333.0
EBIT利润率	2.8	3.0	4.6	5.9	净负债/股东权益(%)	58.3	54.7	54.4	52.5
					EBIT利息保障倍数(X)	0.4	0.4	0.7	1.1
<b>现金流量表(Rmb mn)</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>估值</b>	<b>12/15</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
优先股股息前净利润	83.5	(379.2)	112.7	585.5	基本市盈率(X)	NM	NM	NM	59.2
折旧及摊销	834.4	950.7	977.9	1,002.4	市净率(X)	1.3	0.9	0.9	0.9
少数股东权益	7.7	6.2	6.6	5.9	EV/EBITDA(X)	52.3	37.4	29.5	23.9
运营资本增减	(6,711.6)	3,530.5	(550.9)	(332.3)	企业价值/总投资现金(X)	1.1	0.9	0.9	0.8
其它	2,451.5	1,347.1	1,324.0	1,246.9	股息收益率(%)	2.3	0.0	0.7	1.7
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>(3,334.5)</b>	<b>5,455.3</b>	<b>1,870.3</b>	<b>2,508.4</b>					
资本开支	(681.9)	(540.0)	(440.0)	(440.0)					
收购	(1,000.0)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	4,074.5	0.0	0.0	0.0					
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>2,392.6</b>	<b>(540.0)</b>	<b>(440.0)</b>	<b>(440.0)</b>					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(2,052.4)	(1,149.6)	0.0	(225.4)					
借款增减	838.9	(2,500.0)	(500.0)	(1,000.0)					
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(841.2)	(1,439.1)	(1,368.3)	(1,287.3)					
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>(2,054.8)</b>	<b>(5,088.8)</b>	<b>(1,868.3)</b>	<b>(2,512.7)</b>					
<b>总现金流</b>	<b>(2,996.7)</b>	<b>(173.5)</b>	<b>(438.0)</b>	<b>(444.3)</b>					

注: 最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源: 公司数据、高盛研究预测

## 对此报告有贡献的人员

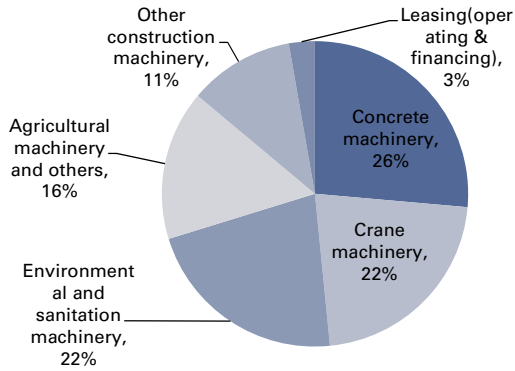
杜茜

jacqueline.du@ghsl.cn

# 复苏之路漫长曲折；信用风险似乎已被计入

**图表1: 主要用于房地产领域的混凝土/起重机械仍占公司收入近一半...**

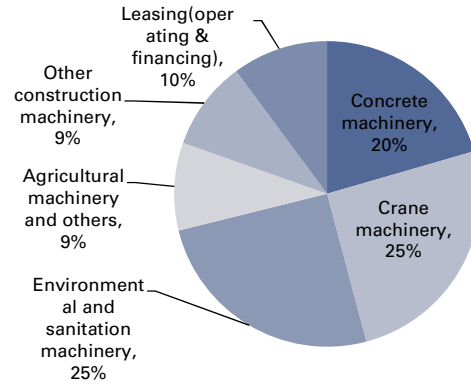
中联重科收入细分, 2015年



资料来源: 公司数据

**图表2: ...在毛利润中的占比亦是如此**

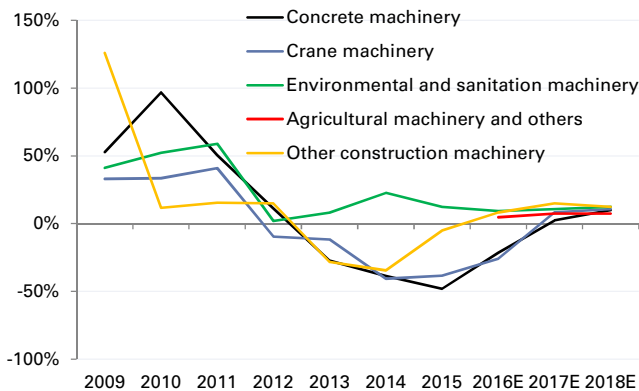
中联重科毛利润细分, 2015年



资料来源: 公司数据

**图表3: 我们预计 2016 年混凝土/起重机械收入依然不振、到 2017 年才有望恢复正增长, 因为这一领域具备晚周期属性, 而且在房地产行业业务敞口较高; 而自 2016 年之后公司的环境/农机业务保持稳健...**

中联重科各业务板块收入同比增速, 2009-18E

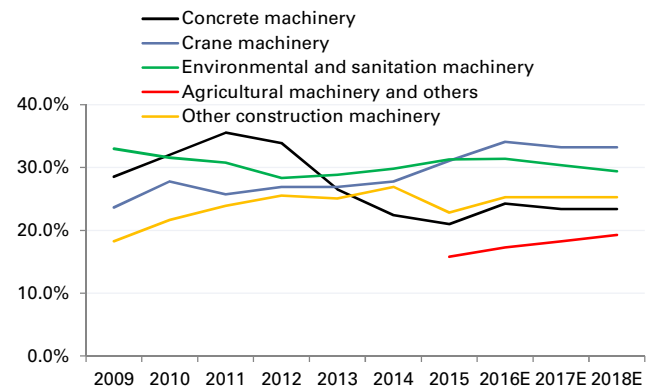


Note 1: Omitting leasing as its share of total revenue is minimal. Note 2: Agricultural machinery business was acquired in 2014.

资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究

**图表4: ...我们预计农机毛利率将呈上行趋势, 因为中联重科在拖拉机/收割机产品领域向高端挺进, 同时其它业务板块毛利率持稳**

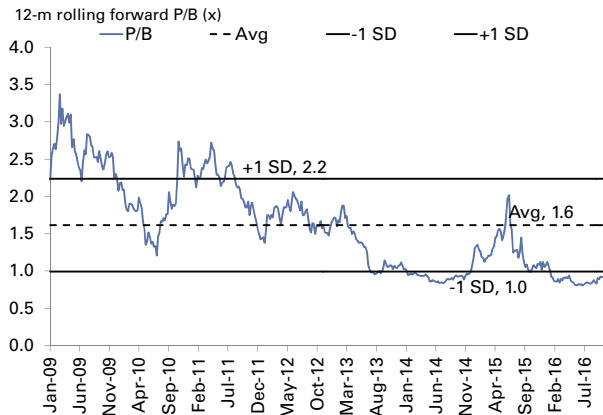
中联重科各业务板块毛利润率, 2009-18E



Note 1: Omitting leasing as it has 100% gross margin. Note 2: Agricultural machinery business was acquired in 2014.

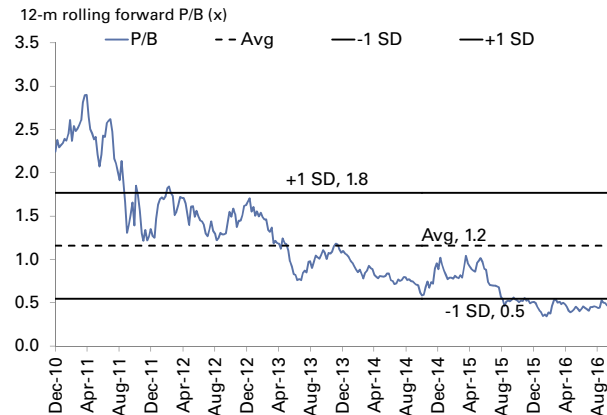
资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究

**图表5: 中联重科 A 当前股价对应 0.9 倍的 12 个月预期市净率, 比 1.6 倍的历史均值低一个标准差...**  
12 个月滚动预期市净率, 中联重科 A



资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

**图表6: ...中联重科 H 股亦是如此, 当前股价对应 0.5 倍的 12 个月预期市净率...**  
12 个月滚动预期市净率, 中联重科 H



资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

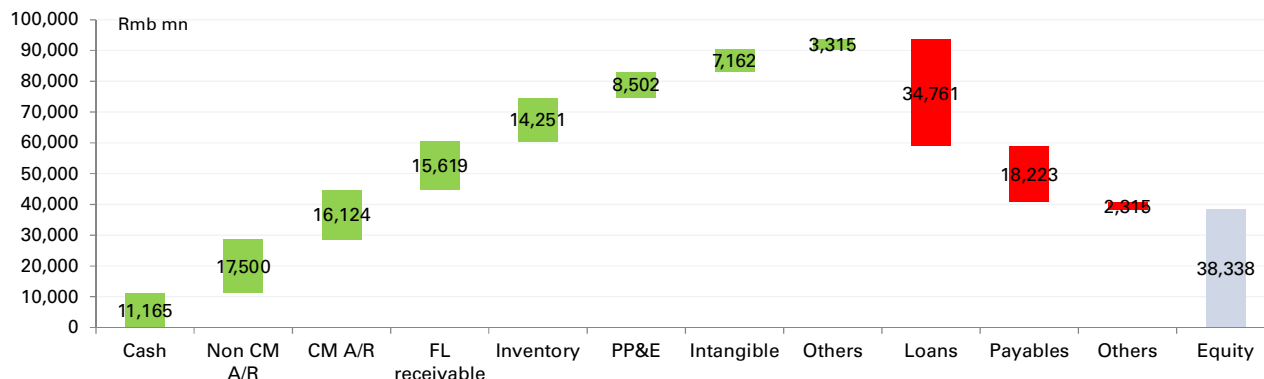
**图表7: ...我们认为投资者对中联重科的担忧在于人民币 580 亿元的表内外应收账款风险, 尽管公司的拨备率与其它重要竞争对手相似...**

三一/中联重科/柳工的信用风险分析

Rmb mn	2012	2013	Sany 2014	2015	1H16	2012	2013	Zoomlion 2014	2015	1H16	2012	2013	Liugong 2014	2015
<b>On-balance sheet financing</b>														
Total Accounts Receivables before provision	15,575	19,658	21,249	22,887	23,888	19,772	29,257	32,219	32,124	33,343	2,343	3,079	3,830	3,550
Total allowances	600	930	1,398	1,843	2,050	871	1,451	1,780	2,380	2,762	183	293	361	399
Effective allowance rate	3.9%	4.7%	6.6%	8.1%	8.6%	4.4%	5.0%	5.5%	7.4%	8.3%	7.8%	9.5%	9.4%	11.2%
Total Other Receivables before provision	1,384	1,802	2,563	2,460	2,444	1,183	640	1,022	1,526	1,356	184	244	290	333
Total allowances	44	69	157	191	222	58	66	95	116	128	10	18	21	13
Effective allowance rate	3.2%	3.8%	6.1%	7.8%	9.1%	4.9%	10.4%	9.3%	7.6%	9.4%	5.2%	7.3%	7.2%	3.9%
Finance lease receivables - short-term	0	0	0	0	0	10,218	11,394	13,075	13,429	14,115	3,493	2,669	2,043	2,199
Finance lease receivables - long-term	0	150	379	264	268	11,281	8,121	4,663	2,650	2,204	3,119	2,675	2,055	2,479
Total allowances	0	0	4	2	3	300	731	654	645	700	101	198	174	186
Effective allowance rate	-	-	1.0%	0.9%	1.3%	1.4%	3.7%	3.7%	4.0%	4.3%	1.5%	3.7%	4.2%	4.0%
<b>Total on-balance sheet financing</b>	<b>16,958</b>	<b>21,610</b>	<b>24,190</b>	<b>25,612</b>	<b>26,600</b>	<b>42,453</b>	<b>49,412</b>	<b>50,978</b>	<b>49,730</b>	<b>51,017</b>	<b>9,139</b>	<b>8,667</b>	<b>8,219</b>	<b>8,561</b>
Total allowances	644	998	1,559	2,037	2,275	1,229	2,249	2,529	3,141	3,590	293	508	555	599
<b>Off-balance sheet financing</b>														
Outstanding Mortgage guarantees	24,486	18,971	12,839	7,622	1,386	12,385	15,044	14,525	8,186	5,714	448	423	254	103
Total allowances	122	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Effective allowance rate	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Guarantee exposure to third-party leasing	12,230	9,266	11,955	8,842	3,010	892	2,669	2,741	2,089	1,460	0	0	0	0
<b>Total off-balance sheet financing</b>	<b>36,716</b>	<b>28,237</b>	<b>24,794</b>	<b>16,464</b>	<b>4,396</b>	<b>13,278</b>	<b>17,712</b>	<b>17,266</b>	<b>10,275</b>	<b>7,174</b>	<b>448</b>	<b>423</b>	<b>254</b>	<b>103</b>
Total allowances	122	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total on &amp; off balance sheet items</b>														
<b>Total on &amp; off-balance sheet financing balance</b>	<b>53,674</b>	<b>49,847</b>	<b>48,984</b>	<b>42,076</b>	<b>30,996</b>	<b>55,731</b>	<b>67,124</b>	<b>68,245</b>	<b>60,005</b>	<b>58,191</b>	<b>9,587</b>	<b>9,089</b>	<b>8,473</b>	<b>8,664</b>
Effective allowance rate	1.4%	2.0%	3.2%	4.8%	7.3%	2.2%	3.4%	3.7%	5.2%	6.2%	3.1%	5.6%	6.6%	6.9%

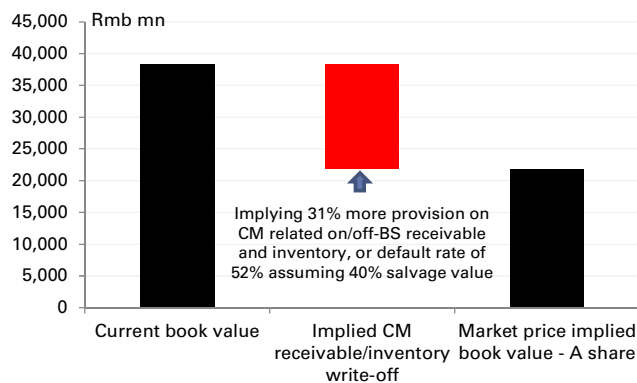
资料来源: 公司数据

**图表8: ...潜在的减值风险将令净资产价值仅为380亿元的中联重科承压**  
中联重科资产负债表细分, 2016年上半年



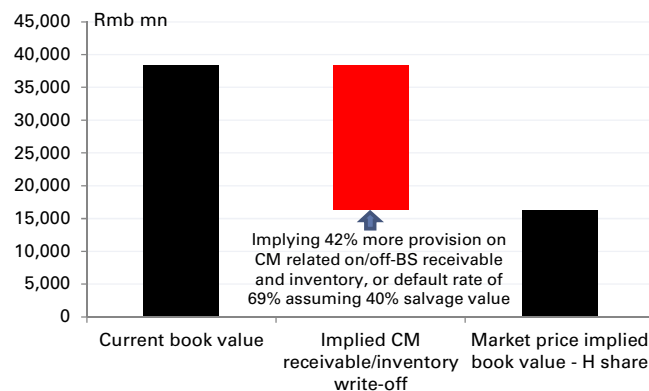
资料来源: 公司数据

**图表9: 如果我们假设市场对计入核销后的中联重科基于周期中期市净率进行估值, 则当前 A 股估值意味着中联重科需要对建筑机械相关应收账款/库存拨备增提 31%, 或在假设违约机械的残余价值为 40%的情况下, 违约率为 52% ...**



资料来源: Datastream、公司数据、高盛全球投资研究

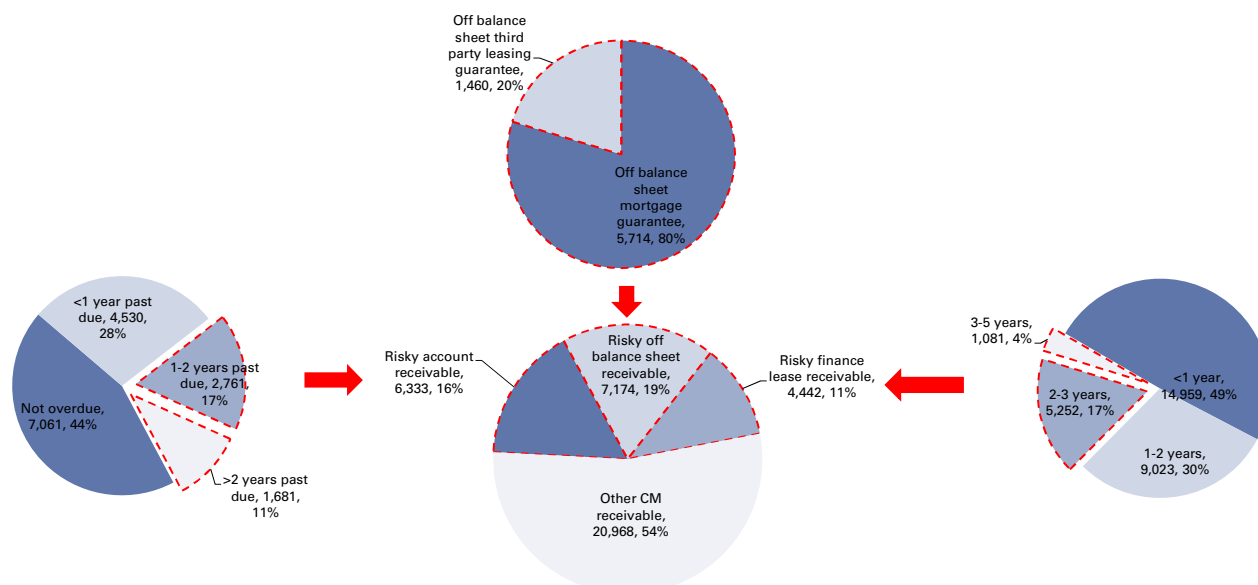
**图表10: ...H 股亦是如此, H 股估值意味着中联重科需要对建筑机械相关应收账款/库存拨备增提 42%, 或在假设违约机械的残余价值为 40%的情况下, 违约率为 69% ...**



资料来源: Datastream、公司数据、高盛全球投资研究

**图表11: 由于在中联重科的工程机械应收账款中超过两年未回收、逾期一年以上以及表外部分合计占比 46%，我们认为这一信用风险已在股价中基本得到了体现**

工程机械领域应收账款细分，2016 上半年



资料来源：公司数据

## 估值

我们对中联重科 A/H 股应用 0.9/0.6 倍的周期谷底 EV/GCI 估值，得出 12 个月目标价格人民币 4.8 元/3.0 港元，对应 4%/5% 的潜在上行空间。我们在对中联重科 A/H 恢复评级后将其评为中性。我们之所以对中联重科采用周期谷底 EV/GCI，而非像研究范围内其它个股那样采用 EV/GCI vs. CROCI/WACC 估值法，是因为中联重科的 CROCI/WACC 在当前盈利触底的情况下处于低位。

我们对我们的研究范围引入了并购估值框架，综合考虑了定性因素和量化因素以反映部分企业或被溢价收购的可能性。

我们按照 1 至 4 对研究范围内企业进行并购评分，1 代表并购概率较高(30%-50%)，2 代表并购概率为中等(15%-30%)，3 代表并购概率较低(10%-15%)，4 代表并购概率非常低或为零(0%-10%)。对于评分为 1 或 2 的公司，与我们的研究部统一标准相一致，我们在目标价格中计入了并购成分。具体请参见 2016 年 7 月 4 日发表的研究报告“*亚太：资本品：推出并购估值框架；上调亚德客和中恒电气的目标价格*”。

在这一框架下，我们对中联重科 A/H 的并购概览评分均为 3，因其回报较低而且管理层基本无意将公司出售，因此我们在计算目标价格时并未计入并购权重。

图表12: 中联重科 A 股 12 个月目标价格计算

Zoomlion (A)	
2017E	000157.SZ
Trough EV/GCI applied	0.9x
Gross capital invested (RMB mn)	65,254
Implied EV (RMB mn)	58,348
Net debt and minority interest (RMB mn)	21,907
Implied market cap (RMB mn)	36,442
Number of shares (mn)	7,664
Pricing currency	Rmb
<b>Target price</b>	<b>4.8</b>
Current price	4.59
Upside/downside to target price	4%
<b>Rating</b>	<b>Neutral</b>

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

图表13: 中联重科 H 股 12 个月目标价格计算

Zoomlion (H)	
2017E	1157.HK
Trough EV/GCI applied	0.6x
Gross capital invested (RMB mn)	65,254
Implied EV (RMB mn)	41,601
Net debt and minority interest (RMB mn)	21,907
Implied market cap (RMB mn)	19,694
Number of shares (mn)	7,664
Pricing currency	HK\$
<b>Target price</b>	<b>3.0</b>
Current price	2.83
Upside/downside to target price	5%
<b>Rating</b>	<b>Neutral</b>

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

图表14: 全球建筑机械企业估值比较表

China Construction Machinery Comps																	
Company	Ticker	Price	Rating	Market cap (US\$ mn)	P/E		P/B		EV/EBITDA		EPS Growth		ROE		CROCI		Net debt/equity 2016E
					2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	
Sany Heavy	600031.SS	Rmb5.6	Buy	6,341	115.5X	42.7X	1.9X	1.8X	20.9X	15.0X	166%	170%	2%	4%	7%	9%	67%
Shantui	000680.SZ	Rmb5.8	Neutral	1,074			2.8X	3.4X			34%	21%	-20%	-19%	-3%	0%	91%
Heli	600761.SS	Rmb11.2	Neutral	1,032	18.0X	16.0X	1.6X	1.5X	10.2X	8.9X	-3%	12%	9%	10%	11%	11%	-18%
Guangxi Liugong	000528.SZ	Rmb7.4	Neutral	1,238	85.8X	65.7X	1.0X	1.0X	24.3X	20.9X	355%	31%	1%	2%	10%	10%	24%
Zoomlion (A)	000157.SZ	Rmb4.6	Neutral	5,239		312.2X	0.9X	0.9X	37.7X	29.8X	-554%	130%	-1%	0%	3%	3%	55%
Zoomlion (H)	1157.HK	HK\$2.8	Neutral	2,795		166.5X	0.5X	0.5X	26.9X	21.2X	-554%	130%	-1%	0%	3%	3%	55%
Lonking Holdings	3339.HK	HK\$1.1	Buy	623	20.8X	14.9X	0.6X	0.6X	12.1X	8.6X	72%	40%	3%	4%	7%	8%	35%
<b>Median</b>					<b>53.3X</b>	<b>54.2X</b>	<b>1.0X</b>	<b>1.0X</b>	<b>22.6X</b>	<b>17.9X</b>	<b>34%</b>	<b>40%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>55%</b>
Global Machinery Comps																	
Company	Ticker	Price	Rating	Market cap (US\$ mn)	P/E		P/B		EV/EBITDA		EPS Growth		ROE		CROCI		Net debt/equity 2016E
					2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	
Komatsu	6301.T	¥2376	Not Rated	21,607	22.0X	25.6X	1.5X	1.5X	9.0X	9.8X	-28%	-14%	7%	6%	10%	9%	6%
Hitachi Construction Machinery	6305.T	¥2070	Neutral	4,246	86.2X	24.9X	1.1X	1.1X	9.3X	8.3X	-58%	246%	1%	4%	4%	7%	12%
Manitowoc Co.	MTW	\$4.5	Neutral	623			0.9X	0.9X	13.6X	9.7X	-127%	80%	-4%	-1%	-7%	3%	31%
Terex Corp.	TEX	\$24.4	Buy	2,676	27.7X	19.9X	1.4X	1.3X	10.0X	8.9X	-53%	39%	5%	7%	4%	8%	49%
Caterpillar Inc.	CAT	\$87.5	Buy	50,978	24.0X	20.5X	3.3X	3.2X	9.7X	8.9X	-18%	17%	14%	16%	10%	10%	28%
Volvo	VOLVb.ST	Skr99.3	Neutral	24,657	17.1X	15.0X	2.3X	2.1X	6.1X	5.5X	-22%	14%	14%	14%	11%	11%	-3%
Joy Global Inc.	JOY	\$27.8	Not Rated	2,706	119.4X	70.0X	1.9X	1.9X	14.2X	12.7X	-85%	71%	2%	3%	6%	7%	46%
<b>Median</b>					<b>25.9X</b>	<b>22.7X</b>	<b>1.5X</b>	<b>1.5X</b>	<b>9.7X</b>	<b>8.9X</b>	<b>-53%</b>	<b>39%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>28%</b>

Price as of 11-Oct-2016 close

All financials are calendar-year based.

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

图表15: 中联重科 A/H 股并购评分表

Company	Ticker	Rating	Attractiveness/ Industry growth					Valuation			M&A executable?					Overall M&A score	M&A weight in target price
			EBIT margin (16E-18E)	EPS CAGR (16E-18E)	ROIC (16E-18E)	Tech leadership	Score	2016E P/E	2016E P/B	Score	Mkt cap (\$bn)	Largest shareholder ownership%	SOE?	Mgmt stated willingness	Score		
<b>Construction/mining machinery</b>																	
Zoomlion (A)	000157.SZ	Neutral	4%	n.m.	2%	Medium	4	n.a.	0.9x	3	5.2	16%		Low	3	3	0%
Zoomlion (H)	1157.HK	Neutral	4%	n.m.	2%	Medium	4	n.a.	0.5x	3	2.8	16%		Low	3	3	0%

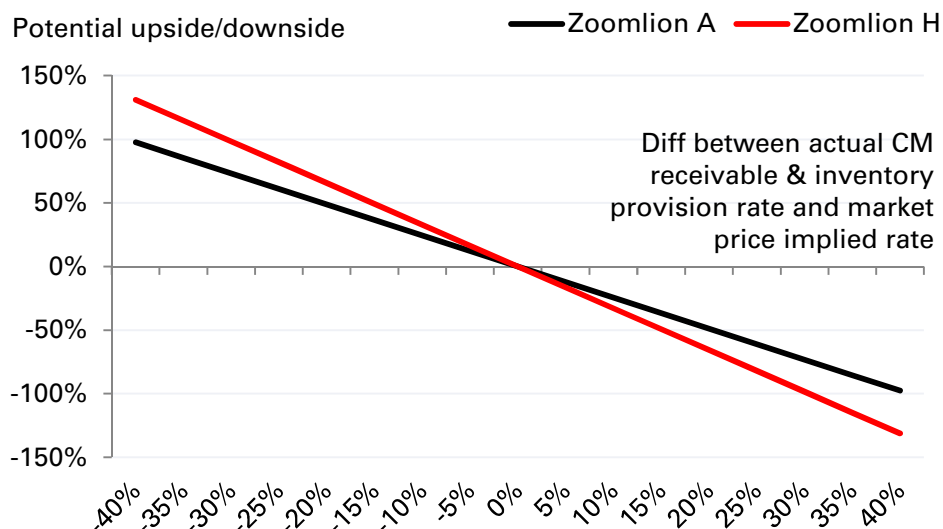
资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究

## 主要风险

虽然我们认为中联重科开始缓慢复苏而且信用风险已经合理地体现在股价中，但我们的观点面临两方面主要的上行/下行风险，具体是：

- 混凝土/起重机械的销售增速快于/慢于预期影响着盈利复苏速度。虽然我们承认盈利的绝对水平太低因此无法改变我们基于资产的估值，但我们预计盈利复苏的加快/放慢会增强/减弱市场对该股的信心，进而影响其股价表现。我们估测 2017 年混凝土/起重机械的预期销售增速提高 10 个百分点将令 2017 年预期净利润上升 24%。
- 现有应收账款质量好于/差于预期令应收账款的资产减值高于/低于预期。我们估测，如果工程机械相关应收账款/库存的实际增加拨备率比市场价格隐含的拨备率（图表 9 和 10）高/低 5 个百分点，那么中联重科 A 股/H 股的上行/下行空间将扩大 12%/16%（图表 16）。

图表16: 们估测，工程机械实际应收账款和库存的拨备率与市场价格隐含的拨备率之间每出现 5 个百分点的差异，将令中联重科 A 股/H 股的上行/下行空间扩大 12%/16%



资料来源：高盛全球投资研究

高华证券感谢高盛分析师陆天，CFA、石天逸和赵丹琪在本报告中的贡献。

# 信息披露附录

## 申明

本人，杜茜，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

**增长**是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

## Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

## GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

## 信息披露

### 相关的股票研究范围

杜茜：中国资本品、亚太基础设施行业。

亚太基础设施行业：中交建(A)、中交建(H)、中国机械工程、中国铁建(A)、中国铁建(H)、中国中铁(A)、中国中铁(H)、中国建筑国际、中石化炼化工程。

中国资本品：中国通号、中国中车(A)、中国中车(H)、东方电气(A)、东方电气(H)、埃斯顿、柳工、海天国际、大族激光、中恒电气、合力、平高电气、和利时、华工科技、龙工、三一重工、三一国际、上海电气(A)、上海电气(H)、新时达、山推、汇川技术、机器人、天地科技、长飞光纤、郑煤机、株洲中车时代电气、中联重科(A)、中联重科(H)。

### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：中联重科(A) (Rmb4.52)、中联重科(H) (HK\$2.88)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

**买入、中性、卖出**：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

**潜在回报**：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

**研究行业及评级**：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

**暂无评级(NR)**：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

### 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

**北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年**

**未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。**