

Company Report

China Merchants Securities (HK)
Hong Kong Equity Research

Zoomlion Heavy(1157 HK)

Demand bleak; farm machinery M&A may be the turning point

■ **New housing construction area decreases, shrinking demand of concrete machineries and cranes**

■ **GM reduced due to both long and short term factors, NP may be halved in 2014**

■ **P/B below -1xSD, ample cash, and ongoing farm machinery M&A, downside risk of stock price limited**

Both GM and NP are under pressure

The company announced unaudited NP to be RMB0.87-1.16bn for 1H2014, implying a 60-70% drop YoY. The main reasons are a) new housing construction area decreases, causing the demand of concrete machineries and cranes to drop; b) keep complying with tightened credit sales policy, which improved the contract quality but decreased total revenue; c) GP drop due to long and short term factors; d) RMB100mn FX loss.

Our views

We believe that new housing construction area's YoY decline in 2H2014 will be gradually narrowed, but could hardly turn positive. The demand for construction machineries would not recover fully until the next real estate resurgence. Lower pump truck sales, limiting financial leasing business, misjudging on sales permission on 3rd emission level chassis, all causing GM to decline. We believe it is difficult for the company to reverse the declining trend in GP, but the company's market share is not reduced. We are not optimistic about the company's profitability in 2H, we estimate NP to drop by 50% due to lower 2H base.

We believe the company's ideal target of farm machinery M&A is a company with sales between RMB 5 to 10 billion. Based on different income, NP and valuation assumptions, we estimate the contribution of the M&A to be HK\$0.19 to 1.22 per share

Valuation

Based on the unfavourable market environment, we have significantly reduced the company's 2014 revenue and NP by 15.65% and 45.29% respectively, but we think the company's current 2014E P/B value is 0.66, below the historical average and median industry. Downside risk is limited. We cut our target price to HK\$ 4.2, equivalent to 0.6x2014E P/B. Maintain our Neutral rating.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	48,071	38,542	32,085	31,774	32,839
Growth (%)	4	-20	-17	-1	3
Net profit	7,550	3,905	2,001	2,216	2,345
Growth (%)	-8	-48	-49	11	6
EPS (RMB)	0.95	0.51	0.26	0.29	0.30
DPS (RMB)	0.25	0.21	0.13	0.07	0.07
P/E (x)	3.89	7.29	14.23	12.85	12.15
P/B (x)	0.69	0.68	0.66	0.64	0.61
ROE (%)	18.04	9.12	4.58	4.88	4.97

Source: Company data, CMS(HK) estimates

Yiding JIAO

+86 755 82908475

jiaoyd@cmschina.com.cn

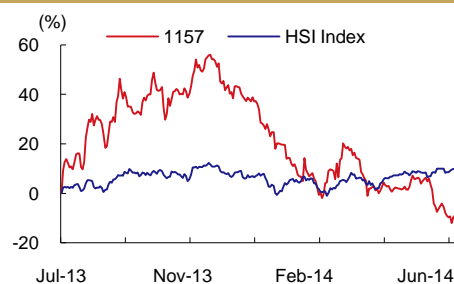
WHAT'S NEW

Lower TP / lower estimate

NEUTRAL

Previous	Neutral
Price	HK\$4.62
12-month Target Price (Potential downside)	HK\$4.2 (-9%)
Previous	HK\$4.66

Price Performance



Source: bigdata

%	1m	6m	12m
1157 HK	(8.7)	(30.3)	(6.2)
HSI	1.2	1.4	9.9

Industry Machinery &

Hang Seng Index	23455
HSCEI	10441

Key Data

52-week range (HK\$)	4.4-7.97
Market cap (HK\$ mn)	39450
Avg. daily volume	951.73
BVPS (HK\$)	6.81

Shareholdings Structure

HUNAN SASAC	16.26%
Changsha Shenghe	5.02%
No. of shares outstanding (mn)	1430.03
Free float	88%

Related Research

1. Zoomlion(1157.HK) - Sluggish main business and premature new business, maintain "Neutral" rating 2014/5/13
2. Zoomlion(1157.HK) - The outlook is mixed, downgrade to "Neutral" 2013/10/31
3. Zoomlion(1157.HK) - Light at the end of the tunnel 2013/08/13

公司报告

招商证券(香港)有限公司

中联重科(1157 HK)

需求端惨淡; 转机在农机并购

- 房屋新开工面积下降, 泵车保有量过高, 混凝土及起重机械需求不振
- 受短期因素共同影响, 毛利下降, 2014年净利润或环比减半
- P/B值接近历史低点, 现金充足, 农机并购在即, 股价下行空间有限
公司收入和毛利双双受压

公司预计2014年上半年的净利润为人民币8.7-11.6亿元, 同比下滑幅度为60%-70%。公司上半年业绩下滑的主要原因有: 1) 混凝土机械和塔式起重机受到房屋新开工面积的影响而销售情况惨淡; 2) 公司持续收紧信用销售政策, 收入质量有所提高, 但导致销售收入受到一定影响; 3) 毛利率受到长期和短期多重因素的影响, 有较明显下滑; 4) 一次性汇兑损益为人民币1亿元。

需求端或持续低迷; 农机并购存希望

我们认为房屋新开工面积同比降幅在2014年下半年会逐步收窄, 但全年并不能转正, 对于需求端难言改善。国家在铁路及棚户区改造方面的刺激力度不足以弥补房地产板块的下滑, 需求端出现实质复苏需要等待房地产周期再起。我们同时对泵车保有量和需求进行了分析, 我们认为泵车的保有量历史增速过快, 导致目前销售出现下滑, 销售将长期处于调整阶段。高毛利的泵车和55吨以上的起重机销售下滑, 融资租赁业务占比缩小, 对国三底盘的销售许可延期的误判等原因, 预计使2014年毛利率下滑3个百分点。我们认为公司毛利下降很难逆转, 但公司的产品竞争力在同业中并未下降。公司2014年75%的净利润是在上半年确认的, 我们对公司下半年的盈利并不乐观, 但由于下半年基数较小, 全年利润或同比下降50%。

我们对公司在农机并购可能标的进行了筛选, 基于目前的农机市场格局, 我们认为公司理想的标的是销售额为人民币50-100亿元的公司。根据不同收入如何, 净利率和估值的假设, 我们估算收购对公司每股的贡献在港币0.19元至1.22元之间。

接近0.6倍P/B, 股下行空间有限

基于公司面对的不利市场环境, 我们分别大幅下调了公司2014年的收入和净利润15.65%和45.29%, 但我们认为目前公司的2014EP/B值为0.66, 低于历史均值和行业市值, 下行空间有限, 我们下调目标价至港币4.2元, 相当于0.6倍2014年P/B。维持公司中性的评级。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	48,071	38,542	32,085	31,774	32,839
同比增长(%)	4	-20	-17	-1	3
净利润	7,550	3,905	2,001	2,216	2,345
同比增长(%)	-8	-48	-49	11	6
每股盈利(元)	0.95	0.51	0.26	0.29	0.30
每股股息(元)	0.25	0.21	0.13	0.07	0.07
市盈率(X)	3.89	7.29	14.23	12.85	12.15
市净率(X)	0.69	0.68	0.66	0.64	0.61
ROE(%)	18.04	9.12	4.58	4.88	4.97

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

焦一丁

+86 755 82908475

jiacyd@cmschina.com.cn

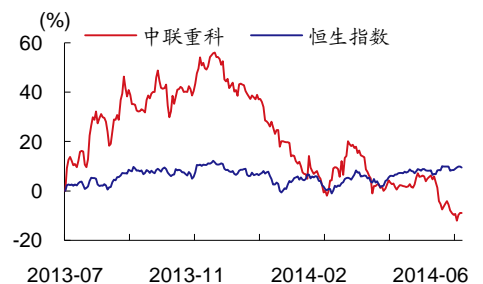
最新变动

目标价下调/盈利预测下调

中性

前次评级	中性
股价	HK\$4.62
12个月目标价 (下跌空间)	HK\$4.2 (-9%)
前次目标价:	HK\$4.66

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1157 HK	(8.7)	(30.3)	(6.2)
HSI	1.2	1.4	9.9

行业: 机械设备

恒生指数	23455
国企指数	10441

重要数据

52周股价区间(港元)	4.4-7.97
港股市值(百万港元)	39450
日均成交量	951.73
每股净资产(港元)	6.81

主要股东

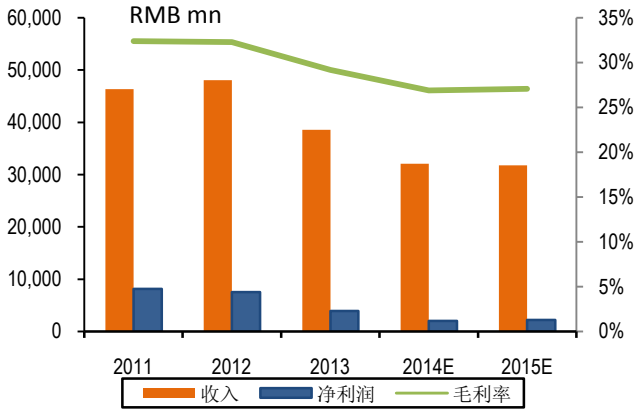
湖南省国有资产监督管理委员会	16.26%
长沙合盛科技投资有限公司	5.02%
总股数(百万股)	1430.03
自由流通量	88%

相关报告

- 1、中联重科(1157.HK) - 主营业务不振, 新业务不确定性大, 维持中性评级 2014/5/13
- 2、中联重科(1157.HK) - 展望喜忧参半, 下调评级至“中性” 2013/10/31
- 3、中联重科(1157.HK) - 山穷水尽疑无路, 柳暗花明又一村 2013/8/12

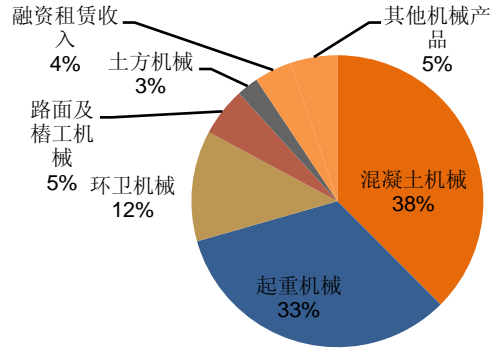
重点图表

图1: 收入、净利润和毛利率情况及预测



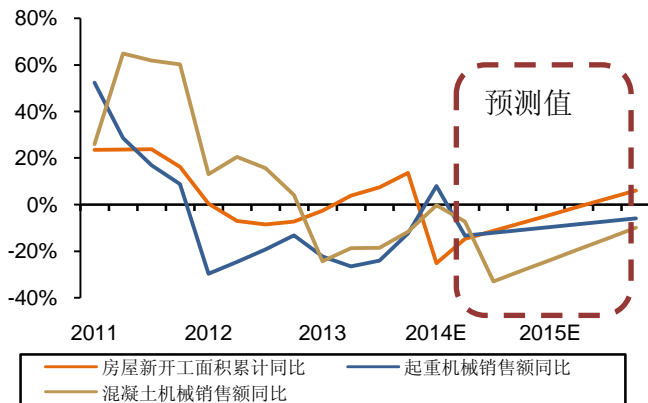
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 2014年公司各项业务占比预测



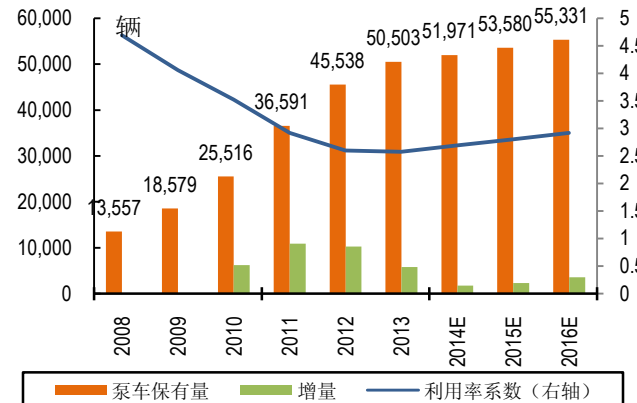
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 房屋新开工面积和混凝土及起重机械关系及预测



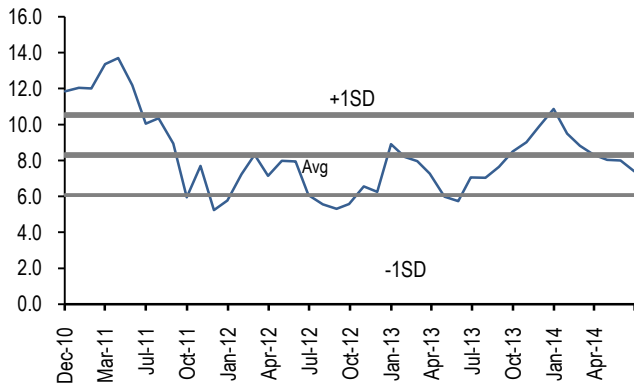
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 泵车总量和利用率预测



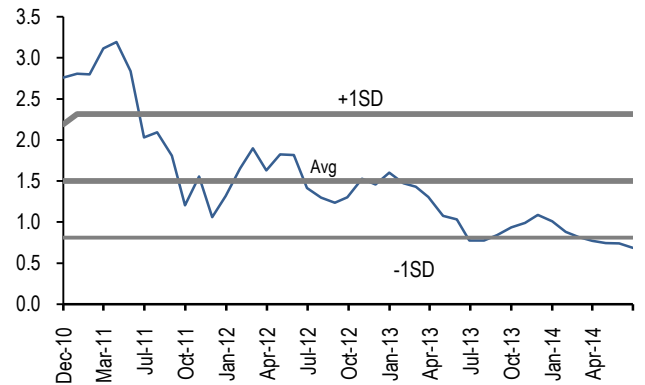
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 历史P/E



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 历史P/B



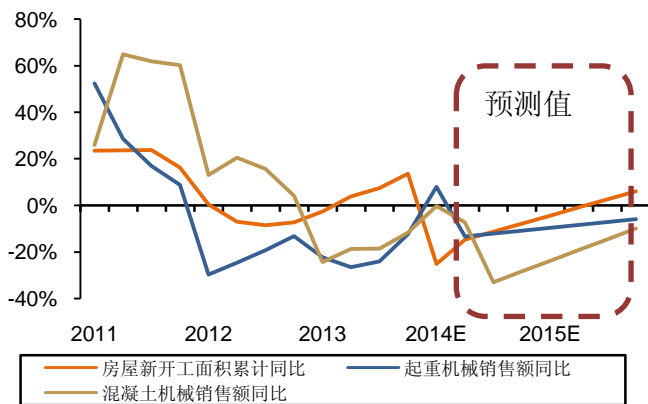
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

房屋新开工面积下滑严重影响工程机械需求

2014年初以来，房屋新开工面积出现了较为明显的下滑，根据我们地产团队的预测，房屋新开工会逐步回升，预计2015年底达到同比6%的增长。

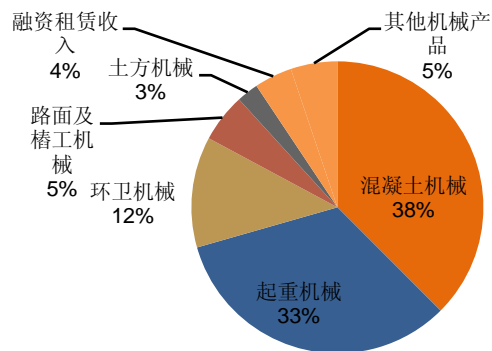
由于工程机械的使用年份为6-10年，当需求端停止增长，销售情况就会出现一个较大幅度的下滑。从左下图中我们也可以看到，在房屋新开工面积增速小于20%的情况下，混凝土机械和起重机械的销售情况一直难有起色。同时我们也注意到，混凝土机械参与房屋建设的时间点较晚，所以其表现明显的滞后于房屋新开工面积约半年的时间。由此，我们根据回归分析，混凝土机械截止2014年5月9.59%的环比销售额下降可能只是一个较大幅度下滑的开端，全年的降幅或在30%左右。而起重机械板块则由于较混凝土机械更早的进入下行周期而且行业整体向高价高毛利的产品转移，我们认为其整体的下滑幅度会好于混凝土板块，全年预计录得10%的降幅。

图7：房屋新开工面积和混凝土及起重机械关系及预测



来源：国家统计局，中国工程机械协会，招商证券(香港)

图8：2014年公司各项业务占比预测



来源：公司资料，招商证券(香港)

泵车销售进入调整期

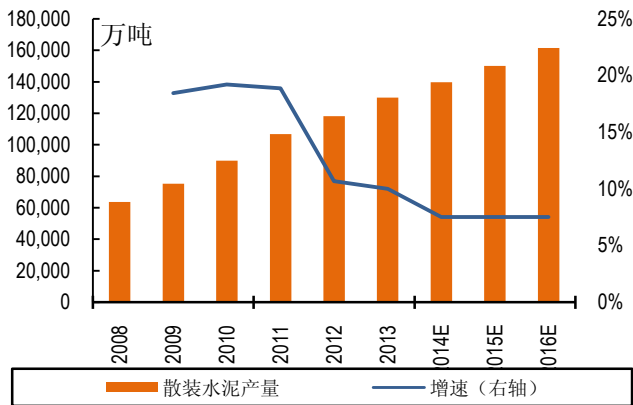
相比起重机械，我们更担心中联重科混凝土机械的销售情况。由于公司约一半的混凝土机械销售收入来自泵车，我们对泵车的需求也进行了估算。我们的逻辑是：由于泵车主要是用于泵送散装水泥，而单位泵车对应的散装水泥量需要达到一定水平，即利用系数，才能使泵车车主盈亏平衡，这个系数过低则证明有过多的机器处于闲置状态，从而影响新机的销售。我们认为比较合理的使用系数是2011年工程机械尚未爆发保有量过高时的水平。所以根据上述逻辑，我们估算2014年泵车的销售依然会出现下滑，在2015年出现回升，但总量上很难和2011及2012年的高峰期相比。

表1：2014-2016年泵车增量估算

	泵车保有量 (辆)	散装水泥产量 (万吨)	利用率系数	年度增量
2008	13,557	63,610	4.69	
2009	18,579	75,341	4.06	
2010	25,516	89,806	3.52	6,239
2011	36,591	106,754	2.92	10,897
2012	45,538	118,130	2.59	10,266
2013	50,503	129,943	2.57	5,794
2014E	47,880	139,689	2.69	1,722
2015E	51,471	150,165	2.80	2,303
2016E	55,331	161,428	2.92	3,524
2008-2013 符合增速	30.09%	15.36%		

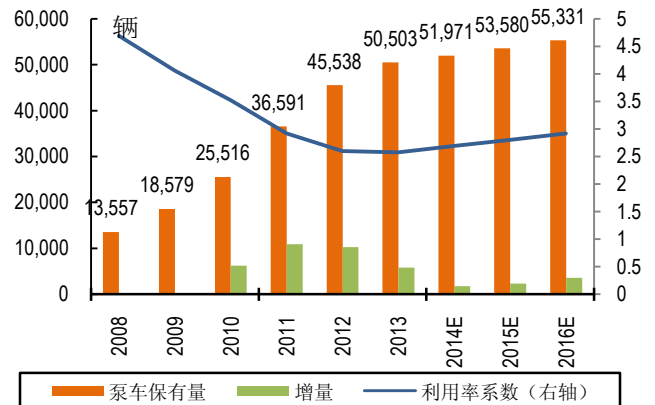
来源：中国建材信息网，中国工程机械协会，招商证券(香港)

图9: 散装水泥产量



来源: 中国建材信息网, 招商证券(香港)

图10: 泵车总量和利用系数预测



来源: 中国工程机械协会, 招商证券(香港)

从上表中我们可以看到, 2008-2013年泵车的增速明显快于散装混凝土的增速, 泵车的销售在经历了高速发展的阶段后, 将步入一个调整期。

在中联重科的混凝土板块中, 泵车之外, 预计其他混凝土机械会有一些的提升, 公司在2014年收购了德国M-TEC公司, 为公司在干混砂浆设备上发力提供了支撑。但由于泵车的毛利高于其他混凝土设备, 整体混凝土板块的毛利下降在所难免。

对于中联重科整体来说, 预计2014年混凝土机械和起重机械在其收入中的占比合计为71%, 公司2014年收入将下降17%, 而2015年房屋新开工面积增速需要达到20%才能使混凝土和其中机械销售转正。

长期短期因素共同影响, 毛利受多方压制

中联重科除了销售端并不理想以外, 毛利率也在2014年上半年受到多方面的压制。

从长期的因素来看, 除了我们上述提到由于泵车的销量减小而带来混凝土板块的毛利整体下降, 融资租赁板块的收入下降也是一个重要的不利因素。由于公司对收入质量的严格要求, 融资租赁部分的收入下降在所难免, 该板块收入约占公司总收入的4%, 但毛利率超过90%, 预计2014年融资租赁收入将下降8%, 导致公司毛利率下降0.3个百分点。

除了结构性因素, 公司毛利亦受到短期因素的影响。首先, 由于中联重科对国三底盘销售许可延长到2014年底的预期不足, 过早的清空了国三底盘的库存, 由于国四的底盘从单价上来超过国三底盘人民币5万元, 公司不得不面临被动降价以和其他国三底盘的设备竞争, 受影响的主要包括泵车, 搅拌车和汽车吊。虽然误判对公司造成了一定的损失, 但下半年公司会重新生产一部分国三底盘的产品, 而2015年开始国三底盘设备禁售后, 将不会对公司继续产生不利影响。其次, 2014年国家对超限车辆的上牌审批更为严格, 导致55吨以上的设备销售停滞, 主要受影响的是55吨以上的汽车吊。目前汽车吊占公司总收入的15%, 虽然20-50吨的设备为主流, 但大吨位设备往往毛利率较高, 所以起重设备板块的毛利也会受到一定影响。但我们认为由于大规格设备的需求是存在的, 政策必然会有所调整, 由此带来的不利影响会逐步消除。

综合上所述, 我们认为公司全年的毛利下降将接近3%, 而毛利下降的趋势将很难逆转。

农机并购目标尚未揭晓，但50-100亿收入规模可能性较大

工程机械板块出现下滑后，并购农机是中联重科最有效的对冲方式，公司目前现金超过150亿，拥有成功并购大型企业CIFA的经验。我们更关心的是，什么才是公司的理想的标的。

目前中国的农机市场的总市值约为人民币2880亿元，前五位的收入区间为236亿元-102亿元。前五名的市场份额约为25%。我们认为相对于中联的300亿的销售额，农机作为其与混凝土机械、起重机械和环卫机械同等重要的板块，低于五十亿销售额的企业并不能满足快速带来成长的需要。所以基于目前中国农机企业的格局，目前50亿到100亿收入的企业最可能成为公司并购的目标。

表2: 国内农机企业收入情况

企业名称	收入(亿元)
山东石峰(集团)有限公司	236
中国一拖集团有限公司	148
福田雷沃国际重工有限公司	128
江苏常发实业集团有限公司	106
山东五征集团有限公司	102
总计	720

来源: 农机协会, 招商证券(香港)

表3: 国内农机上市企业比较

代码	名称	2013年收入 (RMB mn)	2013年净利润 (RMB mn)	2014E P/E	2013年企业价值 (RMB mn)
300159	新研股份	570	100	19	2,500
300022	吉峰农机	5,900	(100)	N.A.	3,600
38 HK	第一拖拉机	11,000	220	12	8,900

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

以第一拖拉为例，目前的企业价值在人民币89亿，如果公司的目标是年收入100-50亿之间的公司，公司目前的净现金在150亿元左右，收购活动并不会对公司造成重大的资金压力。农机业务为公司提供了对抗工程机械需求下滑的有效方法，给公司带来了急需的业务成长。但并购最终的成效，要看公司能否发现估值合理的标的，并在并购后发挥中联的技术和资金优势，使公司的农机业务加速发展。我们也根据2015的收入，净利率和2015年的预测P/E乘数的不同假设，估算了收购活动对公司每股的贡献，结果在港币0.19元至1.22元之间。

表4: 预测收购带来的每股贡献

	2015E P/E	12x		15x	
	净利率	2%	5%	2%	5%
2015年收入	5.0	0.19	0.49	0.24	0.61
	6.5	0.25	0.63	0.32	0.79
	8.3	0.32	0.81	0.40	1.01
	10.0	0.39	0.97	0.49	1.22

来源: 招商证券(香港)

盈利预测及估值:

相较于之前的预测,我们分别大幅下调了公司2014年的收入和净利润15.65%和45.29%。在我们2015年的预测中,基于保守性的原则,我们并未计入公司可能的农机并购的收入。

而应收账款方面,由于公司2014年持续收紧信用销售的政策,首付比率也提升到20%。我们预计2014年全年的应收账款数量有小幅减少,而逾期的比率将有实质性的改善。这和我们之前的预期是一致的。

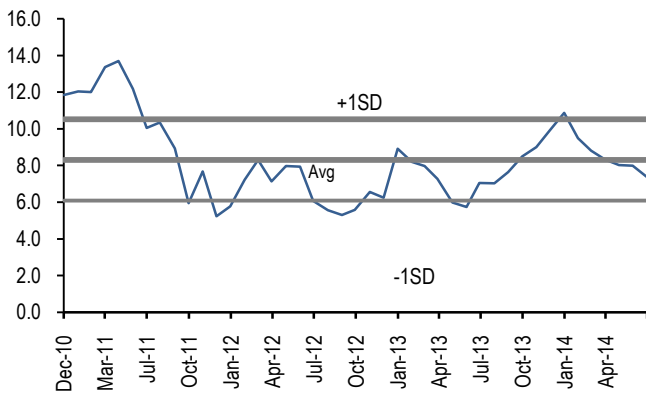
表5: 收入预测和调整

	原始假设			更新的数据和假设			变化 (%)		
	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
收入	38,542	38,037	40,841	38,542	32,085	31,774	0.00%	-15.65%	-22.20%
增速	-19.82%	-1.31%	7.37%	-19.82%	-16.7%	-0.97%			
毛利	11,242	11,140	11,969	11,242	8,622	8,590	0.00%	-22.60%	-28.23%
净利润	3,792	3,658	3,918	3,905	2,001	2,216	2.98%	-45.29%	-43.43%
增速	-48.28%	-3.80%	7.10%	-48.28%	-48.7%	10.75%			
混凝土机械	17,191	16,331	17,148	17,191	12,034	11,432	0.00%	-26.31%	-33.33%
起重机械	12,479	11,855	12,448	12,479	10,607	10,077	0.00%	-10.53%	-19.05%
环卫机械	3,282	4,103	5,333	3,282	3,938	4,726	0.00%	-4.01%	-11.38%
融资租赁收入	1,461	1,461	1,461	1,461	1,344	1,344	0.00%	-8.00%	-8.00%

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

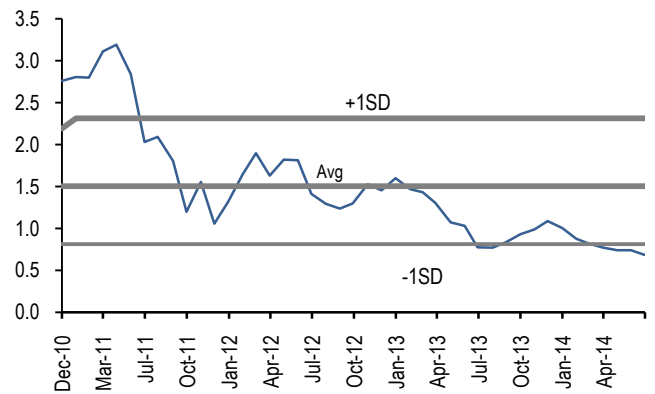
公司的销售还处在行业周期的底部,预计在2014年并不会出现起色,此时公司虽然P/E值由于EPS的下降会出现攀升,但公司的P/B值由于公司股价的一路下跌,已低于历史-1倍标准差以下,我们认为在这种情况下,公司的P/B值会为股价产生一定的支撑力量。我们采用行业平均P/B倍数,并给与20%的折让,即0.6倍P/B作为标准,得出公司目标价为港币4.2元,维持中性评级。我们认为公司的农机并购有望成为公司未来股价提升的一个催化剂,如果公司公布收购的具体内容,我们会根据并购成本,相应调整公司的目标价。

图11: 历史P/E



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图12: 历史P/B



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

表6: 同业比较

名称	代码	Mkt Cap (USD bn)	2014E ROA (%)	2014E ROE (%)	2013 GM (%)	2013 PM (%)	2014E P/E (x)	2014E P/B (x)
中联重科	1157 HK	5,358	5.48	8.92	25.95	5.01	14.23	0.66
中国龙工	3339 HK	745	4.31	8.37	25.14	3.72	8.19	0.66
三一重工	600031 CH	6,392	5.35	15.78	28.72	8.22	9.59	1.42
徐工机械	000425 CH	2,532	N.A.	7.79	20.72	6.01	9.81	0.75
安徽合力	600761 CH	1,095	11.65	15.77	20.19	13.00	10.08	1.64
广西柳工	000528 CH	1,089	1.80	4.93	22.86	4.34	13.66	0.69
厦门厦工	600815 CH	626	N.A.	N.A.	9.55	2.12	N.A.	N.A.
山推	000680 CH	604	N.A.	N.A.	12.86	1.49	N.A.	N.A.
中值			5.35	8.64	21.79	4.68	9.70	0.72

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	63,243	64,948	61,389	61,013	62,479
现金	20,084	16,657	15,561	15,564	17,464
交易性投资	231	306	312	318	325
应收票据	1,721	848	706	699	723
应收款项	18,218	25,721	24,825	24,233	23,500
其它应收款	9,194	10,228	10,414	10,625	10,837
存货	11,733	8,747	6,993	6,640	6,568
其他	2,062	2,441	2,576	2,934	3,063
非流动资产	25,691	24,549	23,544	23,826	24,032
长期股权投资	188	195	234	269	304
固定资产	6,112	6,847	7,035	7,209	7,371
无形资产	3,091	3,116	3,099	3,135	3,142
其他	16,300	14,391	13,176	13,214	13,215
资产总计	88,934	89,497	84,932	84,839	86,511
流动负债	34,109	32,725	27,716	27,428	26,808
短期借款	9,639	8,397	8,696	9,747	9,729
应付账款	23,387	23,891	18,713	17,368	16,748
预收账款	0	0	0	0	1
其他	1,083	437	306	313	331
长期负债	13,676	14,760	14,429	13,040	13,657
长期借款	10,674	12,750	12,696	11,325	11,893
其他	3,002	2,010	1,733	1,715	1,764
负债合计	47,785	47,485	42,144	40,468	40,465
股本	8,093	8,139	8,064	8,078	8,093
留存收益	33,056	33,873	34,861	36,532	38,276
少数股东权益	387	433	358	372	387
归属于母公司所有者权益	40,762	41,579	42,567	44,238	45,982
负债及权益合计	88,934	89,497	85,069	85,078	86,834

现金流量表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	2,611	43	1,772	2,823	3,562
净利润	7,201	3,148	1,870	2,223	2,363
折旧摊销	502	562	615	634	652
财务费用	430	276	208	178	137
投资收益	(36)	(41)	(42)	(43)	(44)
营运资金变动	(5,559)	(3,222)	(914)	(201)	419
其它	(73)	680	(35)	(31)	(34)
投资活动现金流	(3,050)	(692)	(615)	(782)	(494)
资本支出	(1,715)	(1,049)	(1,083)	(1,090)	(1,075)
其他投资	(1,335)	357	468	309	581
筹资活动现金流	4,512	(2,754)	(2,253)	(2,039)	(1,169)
借款变动	7,169	1,251	(423)	(711)	251
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	3	4	5	6
股利分配	(1,946)	(1,582)	(974)	(502)	(555)
其他	(713)	(2,426)	(860)	(831)	(871)
现金净增加额	4,073	(3,403)	(1,096)	2	1,900

利润表

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	48,071	38,542	32,085	31,774	32,839
营业成本	32,546	27,300	23,462	23,184	23,942
销售费用	3,376	3,631	3,208	3,177	3,284
一般及管理费用	2,368	2,701	2,248	2,227	2,301
研发费用	584	570	475	470	486
营业利润	9,096	4,291	2,717	2,743	2,853
出售联营公司亏损	0	0	0	0	0
财务费用净额	(274)	195	(208)	(178)	(137)
应占联营给公司的损益	36	41	42	43	44
本年度其他综合收益	21	(52)	0	0	0
利润总额	8,879	4,475	2,551	2,608	2,759
所得税	(1,329)	(570)	(550)	(391)	(414)
净利润	7,550	3,905	2,001	2,216	2,345
少数股东损益	198	113	52	58	61
归属于母公司净利润	7,352	3,792	1,949	2,158	2,284
EPS (元)	0.95	0.51	0.26	0.29	0.30

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	4%	-20%	-17%	-1%	3%
营业利润	-5%	-53%	-37%	1%	4%
净利润	-8%	-48%	-49%	11%	6%
获利能力					
毛利率	32%	29%	27%	27%	27%
净利率	16%	10%	6%	7%	7%
ROE	18%	9%	5%	5%	5%
ROIC	15%	7%	4%	4%	4%
偿债能力					
资产负债率	54%	53%	50%	48%	47%
净负债比率	1%	11%	14%	12%	9%
流动比率	1.9	2.0	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.8	1.9	2.1	2.1	2.2
营运能力					
资产周转率	0.54	0.43	0.38	0.37	0.38
存货周转率	4.10	4.41	4.59	4.79	5.00
应收帐款周转率	1.65	1.05	0.89	0.89	0.94
应付帐款周转率	2.06	1.61	1.71	1.83	1.96
每股资料 (元)					
每股收益	0.95	0.51	0.26	0.29	0.30
每股经营现金	0.34	0.01	0.23	0.37	0.46
每股净资产	5.34	5.45	5.57	5.79	6.02
每股股利	0.25	0.21	0.13	0.07	0.07
估值比率					
PE	3.89	7.29	14.23	12.85	12.15
PB	0.69	0.68	0.66	0.64	0.61
EV/EBITDA	5.30	12.24	16.32	15.61	14.51

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明: (i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828

韩国

招商证券国际首尔办事处
One IFC #2810, 23 Yeouido-dong, Yeongdeungpo-gu,
Seoul 150-876, Korea
电话: +82 2 6137 9935
传真: +82 2 6137 9930