

Company Report

China Merchants Securities (HK) Co. Ltd
Hong Kong Equity Research

CMEC(1829 HK)

A lot of negatives factored in. Share price recovery on new investment

■ Bad news regarding to Iraq war and Ebola epidemic are in the price, as stock is on 0.48xPEG, (below 0.6x industry average) and close to historical low P/E and P/B

■ Its core competitiveness has not been affected. The launch and development of new business will improve sentiment and earnings

■ Maintain BUY with target price of HKD6.13

Proposed establishment of new energy venture

CMEC proposed to establish a new energy joint venture with Wuxi Guolian (state-owned enterprise group found by Wuxi government). The size and contribution from this JV appears small, but we think this is a positive first move: 1) Wuxi Guolian's government background and China's positive new energy policy will help to bring in more projects and contribution, leading to stock re-rating; 2) CMEC's new investment help utilizing its cash more efficiently; 3) the new JV is only part of a series of potential new investment. We believe more are on the pipeline.

A lot of negatives have been priced in

We believe the negative effects of Iraq war and the Ebola epidemic have been priced in. As reflected in its interim results, business in Iran will not be contributing to CMEC's bottom-line in 2H14 anymore. In the meantime, infection in Nigeria appears to be under control recently. Thus, we think a lot of negatives have been priced in, but not the good news yet. Thus, stock could be re-rated if further progress is made.

Earnings forecasts and valuations

CMEC's core competitiveness remained, and with ample order backlog, we maintain our 2014/15/16E EPS of HKD0.51/0.63/0.67. CMEC's stock is trading at 5.73x2015E P/E or 0.48xPEG, lower than the industry median of 0.6xPEG, and its 2014E P/E (7.0x) and P/B (1.x.) are also close to their historical lows. Our target price of HKD6.13 is based on the industry P/E median and 30% premium for faster growth, implying 7.3/6.9x2015/16E EPS or 1.2/1.1x2015/16E BPS. Catalysts include new progress on "investment" business and positive updates on Iraq war and Ebola epidemic.

Financials

RMB mn	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	21,296	21,426	23,225	26,447	30,247
Growth (%)	0.04	0.01	0.08	0.14	0.14
Net profit	1,929	1,961	2,118	2,590	2,768
Growth (%)	0.31	0.03	0.07	0.22	0.07
EPS (RMB)	0.48	0.48	0.51	0.63	0.67
DPS (RMB)	0.09	0.16	0.15	0.19	0.20
P/E (x)	7.49	7.56	7.00	5.73	5.36
P/B (x)	1.46	1.26	1.12	0.99	0.87
ROE (%)	19.40	16.80	15.99	17.20	16.29

Source: Company data, CMS(HK) estimates

Yiding JIAO

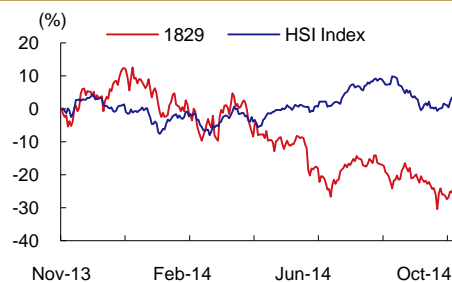
+86 755 82908475

jiaoyd@cmschina.com.cn

BUY

Previous	BUY
Price	HK\$4.55
12-month Target Price (Potential upside)	HK\$6.13 (+35%)
Previous	HK\$6.13

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
1829 HK	2.2	(6.2)	(10.5)
HSI	3.7	7.4	2.9

Industry Construction

Hang Seng Index	23916
HSCEI	10660

Key Data

52-week range (HK\$)	3.87-6.35
Market cap (HK\$ mn)	18,029
Avg. daily volume (mn)	3.5759
BVPS (HK\$)	4.00

Shareholdings Structure

SINOMACH	77.99%
No. of shares outstanding (mn)	412,544
Free float	22%

Related Research

1. CMEC (1829 HK) - Geopolitical risks to relieve gradually, diversified business to support re-rating 2014/09/10
2. CMEC (1829 HK) - Growth in the power section, ROE and PM higher than peers 2014/02/28

公司报告

招商证券(香港)有限公司

中国机械工程(1829 HK)

股价已反映多重坏消息, 投资板块将拉动股价提升

- 伊拉克战乱和Ebola疫情已于股价反映, 公司目前PEG为0.48x明显低于行业平均水平的0.60x, P/E和P/B也接近历史低位
- 公司的核心竞争力没有被削弱, “投资”业务的进展和不确定性的消除均会成为公司股价提升的催化剂
- 维持买入评级, 目标价HKD6.13

拟与无锡国联成立新能源合营公司, “投资”业务正式落地

中国机械工程宣布拟与无锡国联发展(集团)有限公司的全资子公司成立一家新能源合营公司, 主要业务为分布式光伏发电等新能源领域业务。合营公司的规模虽小, 对盈利贡献非常有限, 但合营公司的成立标志着中国机械工程“投资”业务的正式展开。我们认为1) 国联集团的地方政府背景和国家对新能源产业的扶持都可以帮助公司快速发展新能源业务, 提升公司整体估值水平; 2) “投资”业务有助于公司提升空闲资金的使用效率; 3) 合营公司的公布只是公司“投资”业务的第一部分, 尚有其他项目正在筹备之中, 后续利好值得期待。

股价已反映多重坏消息, 核心竞争力没有被削弱

伊拉克作为公司上半年重要的收入贡献地区, 受到ISIS(伊斯兰国)恐怖势力的影响, 下半年伊拉克地区的收入贡献基本归零, 但该预期已于中报时充分反应。2014年9月10日美国已经向ISIS宣战, 事态已经向正面发展。Ebola(埃博拉)病毒的爆发也增加了公司非洲业务的不确定性。但从地域来看, 公司在受影响较大的西非三国均没有业务, 而唯一的有业务的尼日利亚也于2014年10月20日被世界卫生组织宣布没有再传病例。虽然Ebola的关注度还在持续升温, 但随着尼日利亚成功控制疫情和人们对Ebola的了解, 疫情的进一步扩散的可能性大幅减小。否极泰来, 我们认为伊拉克战乱和非洲Ebola疫情的后续发展都偏向公司有利的方向。

盈利预测与估值

虽然公司下半年面对多重黑天鹅事件的影响, 但公司的核心竞争力没有被削弱, 同时公司目前项目储备充分, 我们维持之前对公司的判断, 预计公司2014/15/16年的EPS分别为HKD0.51/0.63/0.67。公司目前股价对应5.73x2015E P/E或0.48xPEG, 较同业PEG中值的0.6x有较大幅度的折价。2014E P/E(7.0x)和P/B(1.1x)也接近历史低位。我们的目标价港币6.13元(基于行业P/E中值加30%溢价), 相当于7.3/6.9x2015/16E EPS或1.2/1.1x2015/16E BPS。“投资”板块新业务的逐步落实, 伊拉克战乱和Ebola疫情的正面更新, 都会成为公司股价上升的催化剂。

盈利预测及估值

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	21,296	21,426	23,225	26,447	30,247
同比增长(%)	0.04	0.01	0.08	0.14	0.14
净利润	1,929	1,961	2,118	2,590	2,768
同比增长(%)	0.31	0.03	0.07	0.22	0.07
每股盈利(元)	0.48	0.48	0.51	0.63	0.67
每股股息(元)	0.09	0.16	0.15	0.19	0.20
市盈率(X)	7.49	7.56	7.00	5.73	5.36
市净率(X)	1.46	1.26	1.12	0.99	0.87
ROE(%)	19.40	16.80	15.99	17.20	16.29

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

焦一丁

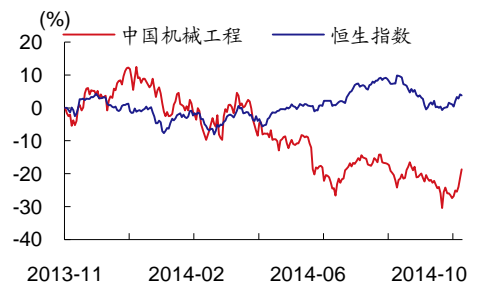
+86 755 82908475

jiaoyd@cmschina.com.cn

买入

前次评级	买入
股价	HK\$4.55
12个月目标价(上涨空间)	HK\$6.13 (+35%)
前次目标价:	HK\$6.13

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1829 HK	2.2	(6.2)	(10.5)
HSI	3.7	7.4	2.9

行业: 建筑业

恒生指数	23916
国企指数	10660

重要数据

52周股价区间(港元)	3.87-6.35
港股市值(百万港元)	18,029
日均成交量(百万股)	3.59
每股净资产(港元)	4.00

主要股东

中国机械工业集团有限公司	77.99%
总股数(百万股)	412,544
自由流通量	22%

相关报告

- 1、中国机械工程(1829.HK)- 地缘风险将逐步减小, 多元业务有助估值修复 2014/09/10
- 2、中国机械工程(1829.HK)-电力能源业务持续增长; 高ROE, 高毛利优势凸显 2014/02/28

拟与无锡国联成立新能源合营公司，“投资”业务正式落地

中国机械工程宣布拟与无锡国联发展(集团)有限公司(简称“国联集团”)的全资子公司成立一家新能源合营公司,主要业务为分布式光伏发电等新能源领域业务。合作双方首期各投资人民币5千万元,累计共出资注册本金达到人民币2亿元,双方各占50%的权益。我们认为合营公司的成立标志着中国机械工程“投资”业务的正式展开。

公司的合作方国联集团是无锡市人民政府出资设立并授予国有资产投资主体资格的国有独资企业集团,截止2013年末国联集团总资产近500亿元。主要业务集中在金融和实业两大板块。实业领域重点发展环保能源、纺织和物资流通等产业。国联集团的地方政府背景和国家对新能源产业的扶持都可以帮助公司快速发展新能源业务。公司和A股、H股上市的分布式光伏企业相比,后者明显具有更强的盈利能力和更高的P/E。发展新能源业务对公司收入的增长和估值的提升都有帮助。

表1: 中国机械工程与分布式光伏企业估值与盈利比较

公司名称	代码	2015E P/E	1H2014 Gross margin	1H2014 Profit margin	2015E ROA
中国机械工程	1829 HK	5.73	19.2%	9.8%	6.8%
兴业太阳能	750 HK	8.88	21.5%	9.0%	10.1%
林洋电子	601222 CH	15.08	36.6%	18.8%	12.3%

来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

从合营公司的体量上来看,目前的投资仅人民币5000万元,以行业合理的2015年10%的RoA计算,2015年收益仅相当于公司原预计盈利的0.2%,以绝对收益盈利贡献上看,此投资项目的贡献值甚微,可以暂时忽略不计。但根据和公司管理层的沟通,公司还有其他项目在洽谈之中,此次合营公司的成立是公司后续一连串“投资”项目的开始。公司的主营EPC业务现金流充沛,公司账面现金余额超过人民币120亿元,公司投资业务的开展可以有效的解决公司资金使用效率低的问题。后续利好值得期待。

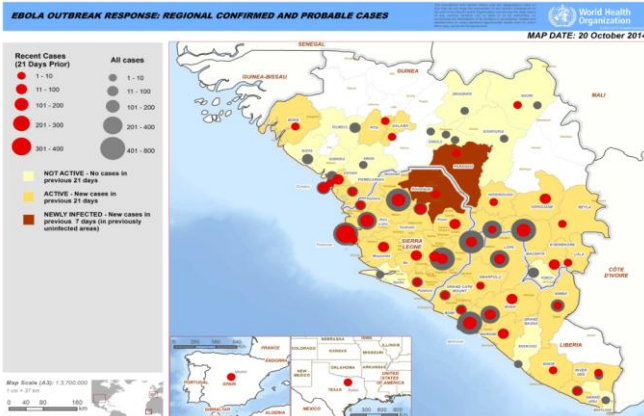
伊拉克战乱和Ebola疫情已计入股价,最坏的时候已经过去

伊拉克作为公司上半年重要的收入贡献地区,受到ISIS恐怖势力的影响,下半年伊拉克地区的收入贡献基本归零,但该预期已于中报时充分反应。2014年9月10日美国已经向ISIS宣战,事态已经向正面发展。我们多次向公司求证是否存在重大拨备的可能,公司都予以否认,同时维持全年EPC业务正增长的展望。由于公司在之前的突发事件中处理反应迅速得当,公司和伊拉克政府保持了良好的关系,一旦战事平息,公司可以继续完成中断的伊拉克项目,也有机会在伊拉克重建中获得更多的项目。

Ebola病毒的爆发也增加了公司非洲业务的不确定性。从地域来看,根据世界卫生组织最新的更新,非洲目前受灾最严重的包括几内亚、利比里亚、塞拉利昂。尼日利亚虽然也发现了Ebola的病患,但世界卫生组织在2014年10月20日宣布尼日利亚没有再传染的病例。公司目前只有在尼日利亚有项目正在进行,但几乎没有受到影响。虽然Ebola的受关注程度还在持续升温,但随着尼日利亚成功控制疫情和人们对Ebola的了解,疫情的进一步扩散的可能性大幅减小。未来疫情的发展情况。

否极泰来,公司2014年经历了两次黑天鹅事件,但公司的盈利能力没有受到影响,而我们认为事态正向有利于公司的方向发展,而压低的估值创造了难得的买入机会。

图1: Ebola疫情分布图(2014/10/20)



来源: 世界卫生组织

图2: 公司非洲项目规模汇总

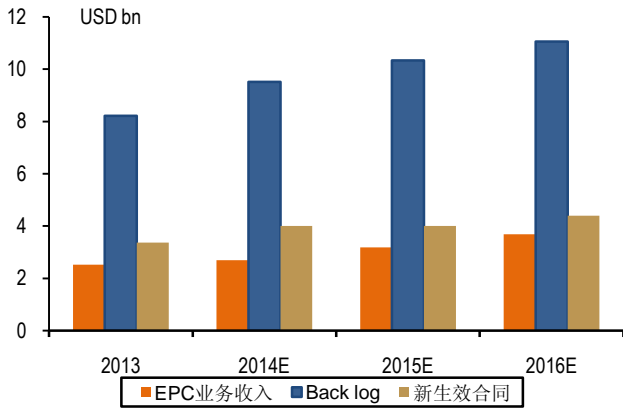
RMB mn	1H2014 收入	公告项目储备
赤道几内亚	656	3902
安哥拉	342	N.A.
刚果共和国	189	N.A.
肯尼亚	N.A.	1746
尼日利亚	N.A.	3726
南苏丹	N.A.	1290

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

盈利预测与估值

虽然公司下半年面对多重黑天鹅事件的影响，但公司的核心竞争力没有被削弱，同时公司目前项目储备充分，我们预计公司 2015 年末完成合同额相当于 3 倍我们预计的 2015 年 EPC 业务收入。公司 12 亿美元的阿根廷铁路合同已经进入最后阶段，很可能在 2014 年末生效。“投资”业务目前带来的收入甚微，而其展望则较不确定，我们维持之前的盈利预测，预计公司 2014/15/16 年的 EPS 分别为 HKD0.51/0.63/0.67。

图3: 收入、Backlog及新生效合同比较



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

公司目前股价对应 5.73x2015E P/E 或 0.48xPEG, 较同业 PEG 中值的 0.60 有较大幅度的折价。公司目前的 P/E 和 P/B 估值也处于历史平均的-1x 标准差附近。我们维持公司港币 6.13 元目标价(基于行业 P/E 中值加 30%溢价), 相当于 7.3/6.9x2015/16E EPS 或 1.2/1.1x2015/16E BPS。维持买入评级。

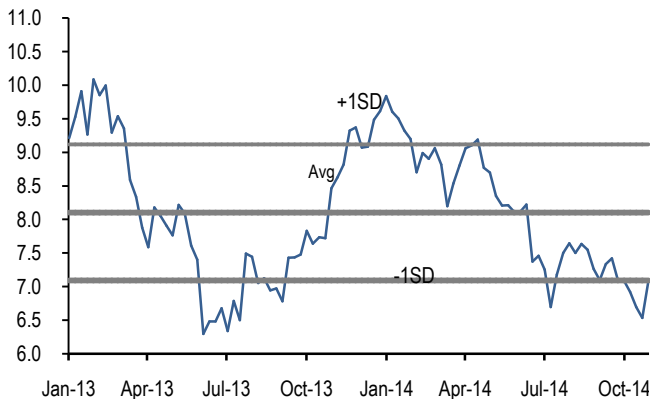
我们认为近期公司的低估值是最好的买入时机, “投资”板块新业务的逐步落实, 伊拉克战乱和Ebola疫情的正面更新, 都会成为公司股价上升的催化剂。

表2: 同业比较

名称	代码	1H2014 gross margin	1H2014 profit margin	2015E P/E	2015E P/B	2015E ROE	Revenue CAGR (2013-16)	PEG
中值		10.5%	3.8%	6.39	0.78	13.2%	9.8%	0.60
中国机械工程	1829	19.2%	9.8%	5.73	1.02	19.0%	12.0%	0.48
中国建筑国际	3311	14.0%	10.3%	10.43	2.09	21.6%	23.7%	0.44
中国交建	1800	10.5%	3.8%	5.32	0.66	13.2%	8.8%	0.60
中国铁建	1186	7.4%	2.0%	6.39	0.78	12.8%	9.0%	0.71
中国中铁	390	7.5%	1.5%	7.06	0.77	11.3%	9.8%	0.72

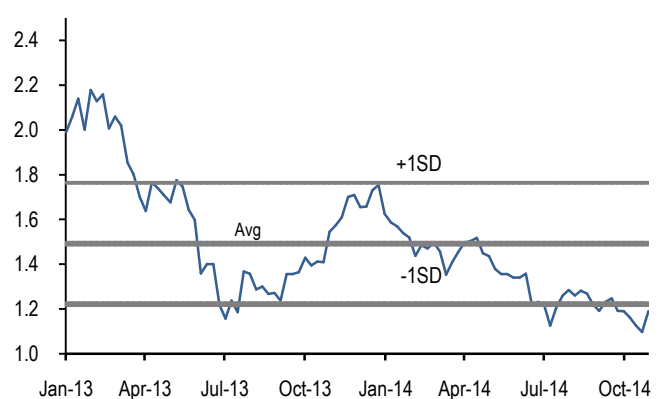
来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图4: 历史P/E



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图5: 历史P/B



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	27,936	25,904	28,591	31,059	33,810
现金	12,089	14,550	17,077	19,021	20,993
交易性投资	0	0	0	0	1
贸易应收	5,510	4,895	4,833	4,894	5,183
工程应收	3,191	2,373	2,587	3,048	3,535
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	226	213	220	221	226
其他	6,919	3,874	3,874	3,874	3,874
非流动资产	6,834	6,049	6,409	7,172	7,977
租赁预付款	1,827	1,788	1,842	1,897	1,954
固定资产	444	485	537	583	625
无形资产	8	8	6	4	4
其他	4,555	3,768	4,024	4,687	5,394
资产总计	34,770	31,953	35,000	38,231	41,787
流动负债	24,271	19,790	21,345	22,631	24,069
短期借款	134	234	234	234	234
应付账款	10,943	12,227	12,608	12,919	13,672
预收账款	12,710	7,022	9,000	10,605	12,298
其他	483	307	-497	-1,127	-2,136
长期负债	582	407	417	427	437
长期借款	155	80	80	80	80
其他	427	328	337	347	358
负债合计	24,852	20,197	21,762	23,058	24,506
股本	4,018	4,126	4,126	4,126	4,126
留存收益	5,902	7,614	9,096	10,908	12,845
少数股东权益	3	-16	-16	-16	-16
母公司所有者权益	9,923	11,723	13,205	15,018	16,954
负债及权益合计	34,770	31,953	35,000	38,231	41,787

现金流量表

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	6,977	-500	3,136	2,610	2,728
净利润	2,616	2,664	2,877	3,519	3,760
折旧摊销	99	81	90	96	101
财务费用	-296	-464	-522	-572	-622
投资收益	-8	-57	-10	-11	-10
营运资金变动	5,042	-1,763	1,539	541	567
其它	125	65	0	0	0
投资活动现金流	-2,597	3,229	40	125	87
资本支出	-309	-247	-193	-196	-198
其他投资	-2,906	2,982	-153	-71	-111
筹资活动现金流	2,549	-132	-649	-791	-844
借款变动	-98	31	0	0	0
首次公开发行	3,012	519	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	-354	-675	-635	-777	-830
其他	-11	-7	-14	-14	-14
现金净增加额	6,929	2,597	2,526	1,945	1,971

利润表

人民币百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	21,296	21,426	23,225	26,447	30,247
营业成本	17,565	17,684	19,226	21,793	25,234
营业税金及附加	-10	-353	0	0	0
营业费用	1,087	1,158	1,181	1,261	1,291
管理费用	478	557	604	688	786
财务费用	-553	-336	-724	-884	-907
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,616	2,664	2,877	3,519	3,760
利润总额	2,616	2,664	2,877	3,519	3,760
所得税	-688	-704	-760	-930	-993
净利润	1,928	1,960	2,117	2,589	2,767
少数股东损益	0	1	1	1	1
母公司所有者净利润	1,929	1,961	2,118	2,590	2,768
EPS (元)	0.48	0.48	0.51	0.63	0.67

主要财务比率

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
年成长率					
营业收入	4%	1%	8%	14%	14%
毛利润	2%	0%	7%	16%	8%
净利润	31%	3%	7%	22%	7%
获利能力					
毛利率	18%	17%	17%	18%	17%
净利率	9%	9%	9%	10%	9%
ROE	19%	17%	16%	17%	16%
ROIC	18%	16%	16%	17%	16%
偿债能力					
资产负债率	2%	1%	1%	1%	1%
净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.15	1.31	1.34	1.37	1.40
速动比率	1.14	1.30	1.33	1.36	1.40
营运能力					
资产周转率	0.61	0.67	0.66	0.69	0.72
存货周转率	94.34	100.72	105.38	119.51	133.92
应收帐款周转率	3.84	4.33	4.75	5.35	5.78
应付帐款周转率	1.94	1.75	1.84	2.05	2.21
每股资料(元)					
每股收益	0.48	0.48	0.51	0.63	0.67
每股经营现金	1.74	-0.12	0.76	0.63	0.66
每股净资产	2.47	2.85	3.21	3.65	4.12
每股股利	0.09	0.16	0.15	0.19	0.20
估值比率					
PE	7.49	7.56	7.00	5.73	5.36
PB	1.46	1.26	1.12	0.99	0.87
EV/EBITDA	8.26	5.53	5.96	5.26	5.33

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联系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责条款

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。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

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