

中国龙工 (3339 HK)

2017 年上半年销量仍保持高速增长

❖ **2016 下半年业绩强劲反弹。**中国龙工是一家专业生产和销售装载机、叉车、压路机和挖掘机的工程机械公司。在 2016 年其营业收入和净利润分别为人民币 51.46 亿和 4.62 亿，超过市场预期 4.6% 和 46%。中国龙工是中国最大的装载机制造商之一，在 2016 年占据 20% 以上的市场份额。由于下半年工程机械行业迅速回暖，龙工的装载机和挖掘机的销售额分别同比增长了 36.8% 和 49.4%。管理层表示，工程机械产品的销售可能在 2017 年上半年仍然保持高速增长的势头，在 2017 年第 1 季度龙工的装载机销量就同比增长了 50%。

❖ **挖掘机部门自 2010 年以来首次出现增长。**中国龙工的挖掘机部门自 2010 年以来一直处于低迷状态，而 2016 年由于基础设施投资和 PPP 项目的增长，挖掘机销量出现显著回升。我们从公司了解到，2017 年第 1 季度龙工挖掘机的需求依然旺盛，产能利用率保持在较高水平。鉴于中国挖掘机的销量在 2017 年前四个月增长了 100%，我们可以预见 2017 年龙工的挖掘机销售仍会非常好。

❖ **叉车销售受益于快速发展的物流业。**由于快速增长的物流业，我们预计叉车部门将成为公司的新增长点。龙工叉车产品的销售份额从 2012 年的 10.5% 上升到 2016 年的 23.7%。公司预计 2017 年叉车销量将会同比增长约 15%，达到 30 万台。由于龙工不断努力推出新产品，提高运营效率，我们的估计龙工将不断获得竞争对手的市场份额——其叉车的市场份额由 2012 年的 3.3% 上升至 2016 年的 7.0%。

❖ **谨慎的扩张策略。**截至 2016 年 12 月，中国龙工维持着良好的现金流状况和较低的杠杆率——11.3 亿人民币现金和净杠杆率为 15.2%。2016 年库存和应收账款周转率分别为 2.6 倍和 4.1 倍，对比中联重科 (1157 HK) 的 1.2 倍和 0.6 倍高了不少。2016 年营业现金流为人民币 17.5 亿元。我们认为这源自龙工较为保守的扩张战略，现金销售比例较高而融资租赁比率较低。

❖ **估值。**根据彭博的统计，中国龙工目前的交易价格相当于 11.5 倍 2018 年市盈率和 1.1 倍 2018 年市净率，而可比公司中联重科则为 21.0 倍 2018 年市盈率和 0.6 倍 2018 年市净率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万人民币)	7,427	4,829	5,146
调整后净利润 (百万人民币)	417	117	462
调整后 EPS (人民币分)	65.4	97.6	138.3
EPS 变动 (%)	31.9	49.2	41.6
市盈率 (x)	19.5	69.6	17.6
市帐率 (x)	1.2	1.2	1.2
股息率 (%)	2.7	0.8	2.9
权益收益率 (%)	5.9	1.8	6.9
净财务杠杆率 (%)	45.4	48.6	15.2

资料来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$2.13

梁甫茵

电话：(852) 3900 0826

邮件：fionaliang@cmbi.com.hk

汽车及零部件工程机械

市值(百万港元)	9,117
3 月平均流通量(百万港元)	41.00
52 周内股价高/低(港元)	2.58/1.09
总股本(百万)	4,280.1

资料来源：彭博

股东结构

China Longgong Group	30.65%
李新炎先生	25.08%
GIC Private	6.99%

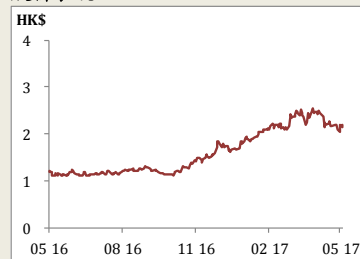
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.9%	-13.6%
3-月	1.4%	-4.9%
6-月	46.0%	32.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.lonking.cn

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。