

中国龙工(3339 HK)

市场份额增长动力持续

- ❖ **估值吸引：**我们首次覆盖龙工，给予“买入”评级，我们认为龙工是国内工程机械需求强劲增长的主要受益者。我们看到三个正面因素：（1）更新替换需求将支持轮式装载机和挖掘机的销售；（2）我们预期龙工所有产品线的增长率均高于行业平均，尤其是挖掘机和叉车分部将通过市场份额的提升而强劲增长；（3）叉车新产能增加将提升分部毛利率水平，优化公司的产品组合，因叉车相比其他工程机械周期性更弱。我们预计 2018/19 年盈利增长预测为 37%/16%，基于 31%/13% 收入增长。我们的目标价为 HK\$4.25，基于 11 倍 PE，较过去 10 年历史平均水平存在 25% 的折让。龙工拥有稳健的资产负债表，净现金和金融资产总共占目前市值的 30%。目前股价相当于 6% 的股息率，有助降低下行风险。
- ❖ **市场份额增长业绩理想。**龙工在轮式装载机市场保持稳固地位（中国市场份额从 2015 年的 18% 上升至 2017 年的 23%），让公司有望继续保持一定的议价能力，我们预期公司未来可以维持 32-33% 的分部毛利率。龙工的挖掘机和叉车的市场份额在 2017 年分别为 <3% 和 8%，我们预计在产能增长下将会有进一步的提升空间。
- ❖ **我们预计基建固定资产投资增速将在今年下半年保持强劲增长。**基于更加积极的政府财政政策，我们预计地方政府的融资压力将减轻，基建固定资产投资（除电力）在今年上半年仅增加 7.3%，我们预期下半年增速有望趋稳。详情请见我们今日的行业报告《中国工程机械行业-五大利好因素驱动，2018-2020 年上升周期将延续》。
- ❖ **稳健的资产负债表和良好的现金管理能力支持派息。**在过去的几年里，即使在行业下行周期中，龙工一直保持每年产生 15 亿至 20 亿元人民币的经营现金流入。我们预计龙工将在 2018-20 年维持较强劲的现金流。预计龙工短期内不会出现重大产能扩张和收购兼并活动，我们预期公司有机会进一步提高派息比率（2017 年约为 52%）。
- ❖ **主要风险因素：**（1）工程业务量放缓；（2）零部件成本增加；（3）金融投资损失

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	5,146	8,994	11,746	13,282	14,282
净利润(百万人民币)	462	1,046	1,429	1,663	1,814
EPS(人民币)	0.11	0.24	0.33	0.39	0.42
EPS 变动 (%)	296.2	126.4	36.7	16.4	9.0
EV/EBITDA (x)	12.6	6.6	5.3	4.8	4.5
市盈率(x)	27.6	12.0	9.1	7.8	7.2
市帐率(x)	1.9	1.6	1.5	1.4	1.2
股息率 (%)	1.8	4.4	5.8	6.8	7.4
权益收益率 (%)	6.9	14.5	17.5	18.4	18.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$4.25
潜在升幅	+21%
当前股价	HK\$3.52

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)	15,066
3 个月平均流通(百万港元)	45
52 周内高/低(港元)	4.46/2.39
总股本(百万)	4,280

数据源：彭博

股东结构

李新炎	55.73%
GIC	6.99%
BlackRock	5.17%
流通股	32.11%

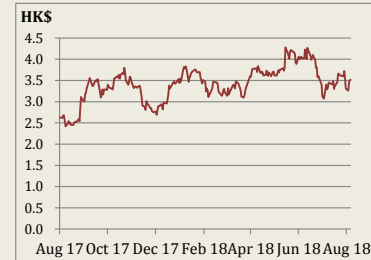
数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	7.0%	7.3%
3 月	-6.1%	2.1%
6 月	7.6%	14.6%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: Ernst & Young

公司网站: www.lonking.cn

利潤表

年結: 12月31日 (百万人民币)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收益	5,146	8,994	11,746	13,282	14,282
销售成本	(3,900)	(6,603)	(8,647)	(9,850)	(10,603)
毛利	1,246	2,392	3,099	3,431	3,678
其他收入	45	42	47	53	57
其他收益及亏损净额	36	38	0	0	0
分销与销售开支	(354)	(490)	(611)	(664)	(700)
行政开支	(233)	(227)	(270)	(279)	(300)
研发费用	(203)	(382)	(482)	(531)	(571)
其他费用	(18)	(11)	(12)	(13)	(14)
息税前收益	518	1,361	1,771	1,997	2,150
净财务收入/(费用)	42	63	63	84	119
利息收入	120	110	94	107	136
融资成本	(78)	(47)	(31)	(22)	(17)
联营及合资公司利润	(0)	0	0	0	0
除税前溢利	559	1,424	1,834	2,081	2,269
所得税开支	(97)	(378)	(404)	(416)	(454)
税后溢利	462	1,046	1,431	1,665	1,816
非控股权益	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
净利润	462	1,046	1,429	1,663	1,814
核心利润	253	907	1,429	1,663	1,814
折旧及摊销	386	359	363	371	378
EBITDA	903	1,720	2,135	2,368	2,529

来源: 公司资料, 招银国际预测

资产负债表

年結: 12月31日 (百万人民币)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	2,465	2,279	2,115	1,894	1,666
预付土地租赁款项	185	180	180	180	180
物业、厂房及设备预付款项	32	33	33	33	33
应收账款	101	158	158	158	158
其他	96	3	3	3	3
递延税项资产	256	352	352	352	352
已抵押银行存款	1,262	0	0	0	0
	4,398	3,004	2,841	2,620	2,391
流动资产					
存货	1,508	2,446	2,387	3,010	2,916
融资租赁应收款项	52	37	37	37	37
应收账款及应收票据	1,365	1,970	2,021	2,346	2,350
预付款项、按金及其他应收款项	693	749	749	749	749
其他贷款及应收款项	211	212	212	212	212
可供出售投资	526	2,078	2,078	2,078	2,078
其他	119	225	225	225	225
已抵押银行存款	1,205	1,465	1,465	1,465	1,465
银行结余及现金	1,131	1,634	1,684	2,485	3,678
	6,809	10,815	10,859	12,606	13,709
总资产	11,207	13,819	13,699	15,226	16,100
流动负债					
应付账款及应付票据	1,526	3,331	2,829	3,648	3,789
其他应付款项	519	826	826	826	826
借贷	0	1,503	1,003	803	603
税项负债	132	211	211	211	211
其他	63	116	116	116	116
	2,239	5,987	4,984	5,604	5,544
非流动负债					
借贷	2,150	0	0	0	0
递延税项负债	59	72	72	72	72
其他	38	30	30	30	30
	2,248	102	102	102	102
资本及储备					
股东权益	6,717	7,728	8,609	9,515	10,447
非控股权益	3	2	4	6	7
权益总额	6,720	7,730	8,613	9,520	10,454
权益及负债	11,207	13,819	13,699	15,226	16,100

来源: 公司资料, 招银国际预测

现金流量表

年初:12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	559	1,424	1,834	2,081	2,269
融资成本	78	47	31	22	17
利息收入	(120)	(110)	(94)	(107)	(136)
应收账款及其他应收款项减值确认减值亏损	170	98	0	0	0
撇销存货	13	5	0	0	0
折旧及摊销	386	359	363	371	378
已收利息	22	27	94	107	136
已付所得税	(94)	(280)	(404)	(416)	(454)
营运资金变动	1,105	207	(495)	(128)	230
其他	(160)	(187)	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,960	1,592	1,330	1,930	2,442
购买物业、厂房及设备净投资	(20)	(136)	(200)	(150)	(150)
联营公司投资	8	0	0	0	0
已收利息	61	217	0	0	0
其他	596	(1,492)	0	0	0
投资活动所用现金净额	646	(1,411)	(200)	(150)	(150)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行贷款	(2,433)	(539)	(500)	(200)	(200)
已付股息	(61)	(235)	(548)	(758)	(882)
已付利息	(83)	(50)	(31)	(22)	(17)
其他	(48)	1,144	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	(2,625)	320	(1,079)	(980)	(1,099)
现金及等同现金(减少)增加净额	(18)	501	51	800	1,193
年初之现金及等同现金项目	1,146	1,131	1,634	1,684	2,485
汇兑及其他	2	2	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	1,131	1,634	1,684	2,485	3,678

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合 (%)					
轮式装载机	51	54	54	53	52
挖掘机	11	15	17	18	18
压路机	1	1	1	1	1
叉车	24	20	19	20	21
其他	12	10	9	8	8
融资租赁利息	0	0	0	0	0
合共	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	24.2	26.6	26.4	25.8	25.8
EBITDA 利润率	17.6	19.1	18.2	17.8	17.7
息税前利润率	10.1	15.1	15.1	15.0	15.1
净利润率	9.0	11.6	12.2	12.5	12.7
增长率 (%)					
收入	7	75	31	13	8
毛利	13	92	30	11	7
EBITDA	54	90	24	11	7
息税前利润	174	163	30	13	8
净利润	296	126	37	16	9
资产负债比率					
流动比率 (x)	5.0	2.3	2.7	2.7	2.9
平均应收账款周转天数	117	68	62	60	60
平均存货周转天数	130	109	102	100	102
平均应付账款周转天数	103	134	130	120	128
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	3.9	8.4	10.4	11.5	11.6
资本回报率	6.9	14.5	17.5	18.4	18.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.11	0.24	0.33	0.39	0.42
每股账面值(人民币)	1.57	1.81	2.01	2.22	2.44
每股股息(人民币)	0.05	0.13	0.18	0.21	0.22

来源: 公司资料, 招银国际预测

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之分析员，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: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

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上责任。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。