

中國龍工(3339 HK)

股價下跌已反映毛利率風險

- ❖ **股價下跌過度。**投資者對上半年龍工毛利率收縮感到失望，認為其反映公司定價能力減弱。然而從正面的角度來看，我們認為這有助於推動未來銷量增長。我們下調 2018-20 年的盈利 7-8%，基於銷量增加但毛利率下降的預期。我們的目標價由 4.25 港幣下調至 3.94 港幣，基於 11 倍市盈率不變(2018 年)。我們相信昨日 15% 的股價修正已反映風險，維持“買入”評級。
- ❖ **2018 年毛利率下降原因細分。**管理層表示，2018 上半年毛利率下降 4.05 個百分點，其中 (1) 7.49 個百分點的下降來自原材料價格上漲，(2) 0.27 個百分點的下降來自產品組合改變，這些超過了銷售單價上漲所帶來的 3.7 個百分點的毛利率上升。從產品分類來看，輪式裝載機的毛利率下降 6.06 個百分點至 27.19%，挖掘機的毛利率下降 2.54 個百分點到 27.94%。管理層表示未來在毛利率方面不會設定目標，但將通過提高部分產品銷售單價來緩解成本壓力。
- ❖ **銷量增長緩和未來毛利率風險。**2018 上半年，龍工輪式裝載機/挖掘機/叉車的銷售量分別錄得 31%/96%/36% 的增長。管理層表示強勁的銷售動力在七八月的傳統淡季仍得到延續，並預計銷售增長將持續至四季度（工程業務的旺季）。我們相信銷量將有進一步的上行空間。彭博市場共識預期今年銷售增長只有 30% 以下，而我們預期今年的銷售增長為 46%。
- ❖ **經營現金流下降原因剖析。**2018 上半年，龍工的經營現金流同比下降了 75% 至 2.3 億人民幣。管理層解釋為 (1) 零部件購買增加，以對沖原材料價格上漲的壓力；(2) 對供應商的付款增加，以獲得 7-8% 的折扣；(3) 將收益分配給離岸子公司，產生 1 億元人民幣的一次性稅收支出。我們認為這些降低原材料成本的方法是合理的。
- ❖ **主要風險因素：**(1) 工程業務量放緩；(2) 零部件成本增加；(3) 金融投資損失

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	5,146	8,994	13,122	14,984	16,206
淨利潤(百萬人民幣)	462	1,046	1,319	1,523	1,669
EPS(人民幣)	0.11	0.24	0.31	0.36	0.39
EPS 變動 (%)	296.2	126.4	26.2	15.4	9.6
EV/EBITDA (x)	10.2	5.3	4.9	4.1	3.8
市盈率(x)	22.9	10.0	8.2	7.1	6.5
市帳率(x)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	2.1	5.3	6.5	7.5	8.2
權益收益率 (%)	6.9	14.5	16.3	17.1	17.1
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$3.94
(前目標價)	HK\$4.25
潛在升幅	+35%
當前股價	HK\$2.92

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)	12,498
3 個月平均流通(百萬港元)	40
052 周內高/低(港元)	4.46/2.52
總股本(百萬)	4,280

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-18.9%	-18.0%
3 月	-25.7%	-20.3%
6 月	-10.7%	-3.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Ernst & Young

公司網站: 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	13,122	14,984	16,206
销售成本	(3,900)	(6,603)	(10,168)	(11,536)	(12,482)
毛利	1,246	2,392	2,953	3,448	3,724
其他收入	45	42	39	45	49
其他收益及亏损净额	36	38	0	0	0
分销与销售开支	(354)	(490)	(669)	(749)	(794)
行政开支	(233)	(227)	(249)	(282)	(308)
研发费用	(203)	(382)	(538)	(599)	(648)
其他费用	(18)	(11)	(13)	(15)	(16)
息税前收益	518	1,361	1,523	1,848	2,006
净财务收入/(费用)	42	63	88	57	82
利息收入	120	110	128	100	123
融资成本	(78)	(47)	(40)	(43)	(41)
联营及合资公司利润	(0)	0	0	0	0
除税前溢利	559	1,424	1,611	1,905	2,089
所得税开支	(97)	(378)	(290)	(381)	(418)
税后溢利	462	1,046	1,321	1,524	1,671
非控股权益	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
净利润	462	1,046	1,319	1,523	1,669
核心利润	253	907	1,355	1,523	1,669
折旧及摊销	386	359	363	371	378
EBITDA	903	1,720	1,886	2,219	2,385

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	3,238	3,399	3,782
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	2,488	2,849	2,923
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	1,840	1,898	3,392
	6,809	10,815	12,332	12,912	14,864
总资产	11,207	13,819	15,173	15,532	17,255
流动负债					
应付账款及应付票据	1,526	3,331	3,912	3,546	4,456
其他应付款项	519	826	826	826	826
借贷	0	1,503	203	103	53
税项负债	132	211	211	211	211
其他	63	116	116	116	116
	2,239	5,987	5,268	4,802	5,661
非流动负债					
借贷	2,150	0	1,300	1,300	1,300
递延税项负债	59	72	72	72	72
其他	38	30	30	30	30
	2,248	102	1,402	1,402	1,402
资本及储备					
股东权益	6,717	7,728	8,499	9,322	10,185
非控股权益	3	2	4	5	7
权益总额	6,720	7,730	8,503	9,328	10,192
权益及负债	11,207	13,819	15,173	15,532	17,255

来源:公司资料,招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	559	1,424	1,611	1,905	2,089
融资成本	78	47	40	43	41
利息收入	(120)	(110)	(128)	(100)	(123)
应收账款及其他应收款项减值确认减值亏损	170	98	0	0	0
撤销存货	13	5	0	0	0
折旧及摊销	386	359	363	371	378
已收利息	22	27	128	100	123
已付所得税	(94)	(280)	(290)	(381)	(418)
营运资金变动	1,105	207	(729)	(888)	452
其他	(160)	(187)	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,960	1,592	995	1,050	2,542
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)	0	(100)	(50)
已付股息	(61)	(235)	(548)	(699)	(807)
已付利息	(83)	(50)	(40)	(43)	(41)
其他	(48)	1,144	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	(2,625)	320	(589)	(842)	(898)
现金及等同现金(减少)增加净额	(18)	501	207	58	1,494
年初之现金及等同现金项目	1,146	1,131	1,634	1,840	1,898
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	1,840	1,898	3,392

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	51	49	48
挖掘机	11	15	20	20	21
压路机	1	1	1	1	1
叉车	24	20	19	21	23
其他	12	10	8	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	22.5	23.0	23.0
EBITDA 利润率	17.6	19.1	14.4	14.8	14.7
息税前利润率	10.1	15.1	11.6	12.3	12.4
净利润率	9.0	11.6	10.1	10.2	10.3
增长率(%)					
收入	7	75	46	14	8
毛利	13	92	23	17	8
EBITDA	54	90	10	18	7
息税前利润	174	163	12	21	9
净利润	296	126	26	15	10
资产负债比率					
流动比率(x)	5.0	2.3	2.9	3.2	3.0
平均应收账款周转天数	117	68	62	65	65
平均存货周转天数	130	109	102	105	105
平均应付账款周转天数	103	134	130	118	117
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	9.1	9.9	10.2
资本回报率	6.9	14.5	16.3	17.1	17.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.11	0.24	0.31	0.36	0.39
每股账面值(人民币)	1.57	1.81	1.99	2.18	2.38
每股股息(人民币)	0.05	0.13	0.16	0.19	0.21

来源:公司资料,招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。