

中國龍工(3339 HK)

股價已反映盈利風險；風險回報吸引

❖ **買入機會。**經歷疲憊的三季度後，龍工的輪式裝載機總銷量自10月以來已有所改善，2018年首10個月的銷量同比增長24%。此外，中厚鋼板的最新價格較三季度下跌約5%，相信可以讓龍工的成本壓力有所紓緩。我們將龍工2018-20年的盈利預測下調10%-14%以反映較低的銷售額和利潤率，但相信自9月以來的股價調整充份反映盈利下調的風險。我們把目標價由3.94港元下調至3.60港元，基於10倍2019年預測市盈率（較歷史平均值折讓35%，此前以2018年為基數）。現價相當於6倍2019年預測市盈率和>8%的股息率，我們認為現時股價吸引。此外，由於淨現金（包括可供出售金融資產投資）佔當前市值49%，扣除現金後市盈率僅為3倍左右。主要催化劑包括行業月度銷售進一步改善以及中國基建投資增長轉趨穩定。維持買入評級。

❖ **行業月度銷量持續改善。**根據中國工程機械協會（CCMA）的數據，10月份輪式裝載機銷量（以25家主要公司計算）同比增長10%，相較8月的9.5%和9月的-6.3%為佳。從絕對數字來看，10月的銷量為8,987輛，是自6月以來的最高水準，而且持續環比改善。2018年首10個月的銷量達到99,722輛，同比增長22.5%。當中，額定載重量5噸的輪式裝載機銷量同比增長28%，高於所有輪式裝載機的平均增速。我們認為這有利於龍工，因其ZL50（即5噸額定載重量）是公司的主要產品，佔其輪式裝載機收入80%以上。

❖ **挖掘機依舊為龍工快速增長的業務。**龍工目前專注於中小型挖掘機業務。管理層已大力拓展大型挖掘機市場，包括投入研發和擴張分銷渠道。龍工將在市場上逐步推出新產品，以確保產品質量。根據我們較早前的估計，上半年龍工在挖掘機市場的份額僅為<4%。

❖ **三季度鋼鐵成本上升，但自11月初以來放緩。**國內中厚鋼板價格在三季度同比增長14%，環比增長1%，但由於龍工大致維持平均銷售價格不變，令毛利率受壓。然而，中厚鋼板價格自11月初以來開始下跌，最新價格比三季度平均值低約5%。我們推算，以平均1.5個月的零部件庫存，較低的鋼材成本將在2019年初逐步紓緩龍工的成本壓力。

❖ **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	12,011	14,089	15,321
淨利潤(百萬人民幣)	462	1,046	1,138	1,362	1,503
EPS(人民幣)	0.11	0.24	0.27	0.32	0.35
EPS變動(%)	296.2	126.4	8.8	19.8	10.3
EV/EBITDA(x)	7.2	3.8	3.9	3.2	3.0
市盈率(x)	17.2	7.5	7.1	6.1	5.5
市帳率(x)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	2.8	7.0	7.5	8.7	9.6
權益收益率(%)	6.9	14.5	14.2	15.7	15.9
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\$3.60
（前目標價）	HK\$3.94
潛在升幅	+64%
當前股價	HK\$2.19

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)	9,373
3個月平均流通(百萬港元)	41
052周內高/低(港元)	4.46/1.66
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	+6.3%	+7.1%
3月	-35.2%	-30.7%
6月	-45.4%	-35.5%

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	12,011	14,089	15,321
销售成本	(3,900)	(6,603)	(9,389)	(10,921)	(11,876)
毛利	1,246	2,392	2,622	3,168	3,445
其他收入	45	42	36	42	46
其他收益及亏损净额	36	38	0	0	0
分销与销售开支	(354)	(490)	(613)	(704)	(751)
行政开支	(233)	(227)	(252)	(282)	(306)
研发费用	(203)	(382)	(480)	(564)	(613)
其他费用	(18)	(11)	(12)	(14)	(15)
息税前收益	518	1,361	1,301	1,646	1,805
净财务收入/(费用)	42	63	88	58	75
利息收入	120	110	130	104	119
融资成本	(78)	(47)	(42)	(46)	(44)
联营及合资公司利润	(0)	0	0	0	0
除税前溢利	559	1,424	1,389	1,705	1,881
所得税开支	(97)	(378)	(250)	(341)	(376)
税后溢利	462	1,046	1,139	1,364	1,504
非控股权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
净利润	462	1,046	1,138	1,362	1,503
核心利润	253	907	1,173	1,362	1,503
折旧及摊销	386	359	363	370	378
EBITDA	903	1,720	1,664	2,017	2,183

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	2,106	1,885	1,657
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	2,831	2,611	2,383
流动资产					
存货	1,508	2,446	2,802	3,302	3,531
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	2,111	2,676	2,781
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	1,926	2,090	2,920
	6,809	10,815	11,604	12,833	13,998
总资产	11,207	13,819	14,435	15,444	16,381
流动负债					
应付账款及应付票据	1,526	3,331	3,357	3,704	3,909
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	4,713	4,960	5,115
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	8,317	9,077	9,858
非控股权益	3	2	4	5	6
权益总额	6,720	7,730	8,321	9,082	9,864
权益及负债	11,207	13,819	14,435	15,444	16,381

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	1,389	1,705	1,881
融资成本	78	47	42	46	44
利息收入	(120)	(110)	(130)	(104)	(119)
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	370	378
已收利息	22	27	130	104	119
已付所得税	(94)	(280)	(250)	(341)	(376)
营运资金变动	1,105	207	(472)	(717)	(129)
其他	(160)	(187)	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,960	1,592	1,072	1,063	1,797
购买物业、厂房及设备净投资	(20)	(136)	(190)	(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)	(190)	(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)	(603)	(722)
已付利息	(83)	(50)	(42)	(46)	(44)
其他	(48)	1,144	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	(2,625)	320	(590)	(749)	(816)
现金及等同现金(减少)增加净额	(18)	501	292	164	831
年初之现金及等同现金项目	1,146	1,131	1,634	1,926	2,090
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	1,926	2,090	2,920

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	50	48	47
挖掘机	11	15	19	20	20
压路机	1	1	1	1	1
叉车	24	20	21	23	24
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	21.8	22.5	22.5
EBITDA 利润率	17.6	19.1	13.9	14.3	14.3
息税前利润率	10.1	15.1	10.8	11.7	11.8
净利润率	9.0	11.6	9.5	9.7	9.8
增长率 (%)					
收入	7	75	34	17	9
毛利	13	92	10	21	9
EBITDA	54	90	-3	21	8
息税前利润	174	163	-4	27	10
净利润	296	126	9	20	10
资产负债比率					
流动比率 (x)	5.0	2.3	3.1	3.1	3.2
平均应收账款周转天数	117	68	62	62	65
平均存货周转天数	130	109	102	102	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	8.1	9.1	9.4
资本回报率	6.9	14.5	14.2	15.7	15.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.11	0.24	0.27	0.32	0.35
每股账面值(人民币)	1.57	1.81	1.94	2.12	2.30
每股股息(人民币)	0.05	0.13	0.14	0.17	0.19

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責任。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。