

# 中国龙工(3339 HK)

## 2018 上半年核心净利润增长 46%，略高于预期

- ❖ **收入高于预期但毛利率下降。**龙工 2018 上半年的净利润为 7.04 亿元人民币，同比增长 41%。剔除投资公允价值的改变，投资收入和汇兑影响，核心净利润为 7.40 亿元人民币，同比增长 46%，占我们全年预计的 52%，略高于预期。利润增长强劲，主要源于以下因素：(1) 收入同比强劲增长 47%；(2) 销售管理费用率下降；(3) 所得税同比下降 8%。尽管如此，由于钢铁和零部件价格上涨，公司毛利率降至 23.2%，同比下降 4 个百分点，环比下降 2.7 个百分点，低于我们预期。但总体而言我们仍维持“买入”评级以及目标价 4.25 港元，我们认为业绩总体偏正面，并且随着基建固定投资的回稳和路面工程机械更新替换需求仍然强劲，公司仍是主要的受益者。現時估值为 8.9/7.7 倍 2018/2019 年市盈率。同时，公司 6 月底的在手现金和金融投资约为 40 亿元人民币，占目前市值的 32%。
- ❖ **正面因素：收入增长强劲。**龙工 2018 年上半年收入达到 66.5 亿元人民币，同比增长 47%。收入增长主要源于轮式装载机增长 40%，挖掘机增长 104%，叉车增长 35%。强劲的收入增长体现了公司销售战略较强的执行能力。
- ❖ **正面因素：销售管理费用控制较好。**销售和分销费用率为 5.1%，与 2017 下半年持平，但较 2017 上半年的 5.8% 有所下降。行政费用率受经营杠杆的驱动，从 2017 上半年/下半年的 2.6%/2.4% 进一步下降至 1.9%。
- ❖ **负面因素：生产成本攀升挤压毛利率。**毛利率下降 4 个百分点，低于我们的预期。龙工表示这是由于钢材和铸件成本的上升，以及产品升级带来的零部件成本上涨。我们将继续关注未来的成本趋势。
- ❖ **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)  | 12.3  | 6.5   | 5.2    | 4.7    | 4.4    |
| 市盈率(x)         | 27.1  | 11.8  | 8.9    | 7.7    | 7.0    |
| 市帐率(x)         | 1.9   | 1.6   | 1.5    | 1.3    | 1.2    |
| 股息率 (%)        | 1.8   | 4.5   | 6.0    | 6.9    | 7.6    |
| 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（维持）

|       |           |
|-------|-----------|
| 目标价   | HK\$4.25  |
| （前目标价 | HK\$4.25） |
| 潜在升幅  | +23%      |
| 当前股价  | HK\$3.45  |

### 冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: [waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

### 中国设备行业

|                |           |
|----------------|-----------|
| 市值(百万港元)       | 14,766    |
| 3 个月平均流通(百万港元) | 45        |
| 52 周内高/低(港元)   | 4.46/2.52 |
| 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% |

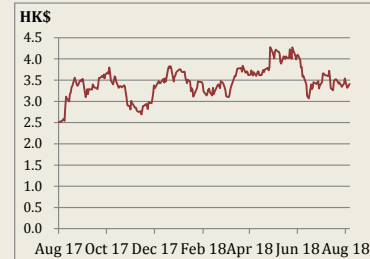
数据源：彭博

### 股价表现

|     | 绝对回报   | 相对回报   |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -5.8%  | -4.0%  |
| 3 月 | -18.2% | -11.8% |
| 6 月 | 8.6%   | 21.0%  |

数据源：彭博

### 股价表现



数据源：彭博

审计师: Ernst &amp; Young

公司网站: [www.lonking.cn](http://www.lonking.cn)

**利潤表**

年結: 12月31日 (百万人民币)

|               | 2016         | 2017         | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>总收益</b>    | <b>5,146</b> | <b>8,994</b> | <b>11,746</b> | <b>13,282</b> | <b>14,282</b> |
| 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)          |
| <b>息税前收益</b>  | <b>518</b>   | <b>1,361</b> | <b>1,771</b>  | <b>1,997</b>  | <b>2,150</b>  |
| 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             |
| <b>除税前溢利</b>  | <b>559</b>   | <b>1,424</b> | <b>1,834</b>  | <b>2,081</b>  | <b>2,269</b>  |
| 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)           |
| <b>净利润</b>    | <b>462</b>   | <b>1,046</b> | <b>1,429</b>  | <b>1,663</b>  | <b>1,814</b>  |
| <b>核心利润</b>   | <b>253</b>   | <b>907</b>   | <b>1,429</b>  | <b>1,663</b>  | <b>1,814</b>  |
| 折旧及摊销         | 386          | 359          | 363           | 371           | 378           |
| <b>EBITDA</b> | <b>903</b>   | <b>1,720</b> | <b>2,135</b>  | <b>2,368</b>  | <b>2,529</b>  |

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         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流动资产</b>   |               |               |               |               |               |
| 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         |
| <b>流动资产</b>    |               |               |               |               |               |
| 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        |
| <b>总资产</b>     | <b>11,207</b> | <b>13,819</b> | <b>13,699</b> | <b>15,226</b> | <b>16,100</b> |
| <b>流动负债</b>    |               |               |               |               |               |
| 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         |
| <b>非流动负债</b>   |               |               |               |               |               |
| 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           |
| <b>资本及储备</b>   |               |               |               |               |               |
| 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        |
| <b>权益及负债</b>   | <b>11,207</b> | <b>13,819</b> | <b>13,699</b> | <b>15,226</b> | <b>16,100</b> |

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              |
| <b>经营活动所得现金净额</b>     | <b>1,960</b>   | <b>1,592</b>   | <b>1,330</b>   | <b>1,930</b> | <b>2,442</b>   |
| 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              |
| <b>投资活动所用现金净额</b>     | <b>646</b>     | <b>(1,411)</b> | <b>(200)</b>   | <b>(150)</b> | <b>(150)</b>   |
| 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              |
| <b>融资活动所得(所用)现金净额</b> | <b>(2,625)</b> | <b>320</b>     | <b>(1,079)</b> | <b>(980)</b> | <b>(1,099)</b> |
| 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 |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>销售组合(%)</b>   |      |      |       |       |       |
| 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   |
| <b>盈利能力比率(%)</b> |      |      |       |       |       |
| 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  |
| <b>增长率(%)</b>    |      |      |       |       |       |
| 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     |
| <b>资产负债比率</b>    |      |      |       |       |       |
| 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   |
| <b>回报率(%)</b>    |      |      |       |       |       |
| 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  |
| <b>每股数据</b>      |      |      |       |       |       |
| 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。