

中国龙工(3339 HK)

股价已反映盈利风险；风险回报吸引

- ❖ **买入机会。**经历疲惫的三季度后，龙工的轮式装载机总销量自10月以来已有所改善，2018年首10个月的销量同比增长24%。此外，中厚钢板的最新价格较三季度下跌约5%，相信可以让龙工的成本压力有所纾缓。我们将龙工2018-20年的盈利预测下调10%-14%以反映较低的销售额和利润率，但相信自9月以来的股价调整充分反映盈利下调的风险。我们把目标价由3.94港元下调至3.60港元，基于10倍2019年预测市盈率（较历史平均值折让35%，此前以2018年为基数）。现价相当于6倍2019年预测市盈率和>8%的股息率，我们认为现时股价吸引。此外，由于净现金（包括可供出售金融资产投资）占当前市值49%，扣除现金后市盈率仅为3倍左右。主要催化剂包括行业月度销售进一步改善以及中国基建投资增长转趋稳定。维持买入评级。
- ❖ **行业月度销量持续改善。**根据中国工程机械协会（CCMA）的数据，10月份轮式装载机销量（以25家主要公司计算）同比增长10%，相较8月的9.5%和9月的-6.3%为佳。从绝对数字来看，10月的销量为8,987辆，是自6月以来的最高水平，而且持续环比改善。2018年首10个月的销量达到99,722辆，同比增长22.5%。当中，额定载重量5吨的轮式装载机销量同比增长28%，高于所有轮式装载机的平均增速。我们认为这有利于龙工，因其ZL50（即5吨额定载重量）是公司的主要产品，占其轮式装载机收入80%以上。
- ❖ **挖掘机依旧为龙工快速增长的业务。**龙工目前专注于中小型挖掘机业务。管理层已大力拓展大型挖掘机市场，包括投入研发和扩张分销渠道。龙工将在市场上逐步推出新产品，以确保产品质量。根据我们较早前的估计，上半年龙工在挖掘机市场的份额仅为<4%。
- ❖ **三季度钢铁成本上升，但自11月初以来放缓。**国内中厚钢板价格在三季度同比增长14%，环比增长1%，但由于龙工大致维持平均销售价格不变，令毛利率受压。然而，中厚钢板价格自11月初以来开始下跌，最新价格比三季度平均值低约5%。我们推算，以平均1.5个月的零部件库存，较低的钢材成本将在2019年初逐步纾缓龙工的成本压力。
- ❖ **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	12,011	14,089	15,321
净利润(百万人民币)	462	1,046	1,138	1,362	1,503
EPS(人民币)	0.11	0.24	0.27	0.32	0.35
EPS变动(%)	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
市帐率(x)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	2.8	7.0	7.5	8.7	9.6
权益收益率(%)	6.9	14.5	14.2	15.7	15.9
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$3.60
（前目标价）	HK\$3.94
潜在升幅	+64%
当前股价	HK\$2.19

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)	9,373
3个月平均流通(百万港元)	41
052周内高/低(港元)	4.46/1.66
总股本(百万)	4,280

数据来源：彭博

股东结构

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

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	+6.3%	+7.1%
3月	-35.2%	-30.7%
6月	-45.4%	-35.5%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：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	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	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

币种: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于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，请与我们联系。

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。