

中國龍工(3339 HK)

銷量增長以及毛利率擴張將可持續

- ❖ **投資要點：**我們認為龍工繼續是國內工程機械需求強勁增長的主要受益者。我們看到一系列正面因素：(1) 管理層有信心實現全年 20% 的收入增速目標，(2) 龍工今年初在福建重啟了一條挖掘機生產線，我們估計今年挖掘機產能將較去年增加 70%，(3) 又車新產能增加將提升分部毛利率水準，以及在長期而言優化公司的產品組合。目前公司股價相當於 2018 年預測市盈率 11 倍，估值不高。公司的淨現金和金融資產價值(截至去年底)共占現時公司市值的 25%，資產負債表非常穩健。
- ❖ **謹慎擴張挖掘機產能以支持增長。**今年初，龍工重啟了福建的一條挖掘機生產線，產能 3000 台，該生產線多年前在行業週期下行時暫停停產。我們預計今年挖掘機產能將增加 70% (注：挖掘機銷售占 2017 年總收入的 15%)。輪式裝載機方面，龍工在國內已經擁有超過 20% 的市場份額，公司沒有擴大產能的計畫，但我們預計龍工將有能力持續擴大市場份額 (輪式裝載機占 2017 年總收入的 54%)。
- ❖ **又車業務：銷量增加，利潤率擴張。**龍工在 2017 年又車銷售量為 4 萬台。2017 年末，公司完成了江西又車生產工廠的建設，第一階段產能為 1.5 萬台。公司將在有需要之時啟動第二階段產能擴張，可額外增加 2.5 萬台 (注：又車銷售占 2017 年總收入的 20%)。龍工 2017 年又車的毛利率僅為 14%，鑒於新產能逐漸釋放，我們預計毛利率尚有上行空間。我們注意到國內兩大龍頭公司 **杭叉集團 (601298 CH)** 和 **安徽合力 (600761 CH)** 在 2017 財年分別實現了 22.2% 和 19.7% 的分部毛利率。
- ❖ **良好開端有望實現收入增長目標。**龍工今年收入增長目標為 20%，我們認為這個目標並不難實現。我們瞭解到公司 2018 年一季度收入增長超過 20%，而 4 月和 5 月銷售量仍然強勁。我們相信今年下半年輪式裝載機和挖掘機的更新替換需求將依然強勁。
- ❖ **穩健的資產負債表和良好的現金管理能力。**在過去的幾年裡，即使在行業下行週期中，龍工一直保持每年產生 15 億至 25 億元人民幣的經營現金流入，這加上良好的資本開支控制，令公司過去一直保持強勁的自由現金流，淨財務杠杆率從 2012 年的 50% 改善至 2016 年的淨現金狀態。預計龍工短期內不會出現重大產能擴張和收購兼併活動，我們預期公司可以繼續維持較為強勁的現金流，並有機會進一步提高派息比率 (2017 財年約為 52%)。
- ❖ **主要風險因素：**(1) 工程業務量放緩；(2) 零部件成本增加。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬人民幣)	4,829	5,146	8,994
淨利潤 (百萬人民幣)	117	462	1,046
EPS (人民幣)	0.03	0.11	0.24
EPS 變動 (%)	-72.1	296.2	126.4
EV/EBITDA (x)	22.1	14.3	7.5
市盈率 (x)	130.1	32.8	14.3
市帳率 (x)	2.3	2.3	1.9
股息率 (%)	0.4	1.5	3.7
權益收益率 (%)	1.7	6.9	14.5
淨財務杠杆率 (%)	12	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

未評級

當前股價 HK\$4.18

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)	17,891
3 個月平均流通(百萬港元)	40
52 周內高/低(港元)	4.46/2.06
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%
流通股	37.28%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	10.5%	9.0%
3 月	23.8%	25.0%
6 月	33.2%	30.3%

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

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。