

中国龙工(3339 HK)

股价下跌已反映毛利率风险

- ❖ **股价下跌过度。**投资者对上半年龙工毛利率收缩感到失望，认为其反映公司定价能力减弱。然而从正面的角度来看，我们认为这有助于推动未来销量增长。我们下调 2018-20 年的盈利 7-8%，基于销量增加但毛利率下降的预期。我们的目标价由 4.25 港币下调至 3.94 港币，基于 11 倍市盈率不变(2018 年)。我们相信昨日 15% 的股价修正已反映风险，维持“买入”评级。
- ❖ **2018 年毛利率下降原因细分。**管理层表示，2018 上半年毛利率下降 4.05 个百分点，其中 (1) 7.49 个百分点的下降来自原材料价格上涨，(2) 0.27 个百分点的下降来自产品组合改变，这些超过了销售单价上涨所带来的 3.7 个百分点的毛利率上升。从产品分类来看，轮式装载机的毛利率下降 6.06 个百分点至 27.19%，挖掘机的毛利率下降 2.54 个百分点到 27.94%。管理层表示未来在毛利率方面不会设定目标，但将通过提高部分产品销售单价来缓解成本压力。
- ❖ **销量增长缓和未来毛利率风险。**2018 上半年，龙工轮式装载机/挖掘机/叉车的销售量分别录得 31%/96%/36% 的增长。管理层表示强劲的销售动力在七八月的传统淡季仍得到延续，并预计销售增长将持续至四季度（工程业务的旺季）。我们相信销量将有进一步的上行空间。彭博市场共识预期今年销售增长只有 30% 以下，而我们预期今年的销售增长为 46%。
- ❖ **经营现金流下降原因剖析。**2018 上半年，龙工的经营现金流同比下降了 75% 至 2.3 亿人民币。管理层解释为 (1) 零部件购买增加，以对冲原材料价格上涨的压力；(2) 对供应商的付款增加，以获得 7-8% 的折扣；(3) 将收益分配给离岸子公司，产生 1 亿元人民币的一次性税收支出。我们认为这些降低原材料成本的方法是合理的。
- ❖ **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	13,122	14,984	16,206
净利润(百万人民币)	462	1,046	1,319	1,523	1,669
EPS(人民币)	0.11	0.24	0.31	0.36	0.39
EPS 变动 (%)	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
市帐率(x)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	2.1	5.3	6.5	7.5	8.2
权益收益率 (%)	6.9	14.5	16.3	17.1	17.1
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\$3.94
(前目标价)	HK\$4.25)
潜在升幅	+35%
当前股价	HK\$2.92

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)	12,498
3 个月平均流通(百万港元)	40
052 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	-18.9%	-18.0%
3 月	-25.7%	-20.3%
6 月	-10.7%	-3.1%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: Ernst & Young

公司网站: www.lonking.cn

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收入	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)
联管及合资公司利润	(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

年结: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。