

中国龙工 (3339 HK)

1月轮式装载机销量意外地疲弱

- ❖ **静待更佳时机。**根据中国工程机械工业协会 (CCMA) 的初步数据, 1月轮式装载机 (包括中国22家主要生产商) 的销量意外同比下降20%至7,240辆, 低于我们的预期。由于龙工是轮式装载机的主要生产商, 市场份额约24%, 加上轮式装载机占龙工总毛利60%以上, 因此我们相信龙工将受到1月份行业销售疲软所影响。同时, 由于市场预期中国基建投资回升, 龙工股价年初至今已上涨29%, 优于恒生指数10%的涨幅。我们下调龙工的销量假设, 并将2019-20E盈利预测下调8-10%, 并将目标价从3.60港元 (10倍2019年预测市盈率) 下调至2.75港元 (8.3倍2019年预测市盈率, 较历史平均折让45%)。我们把公司评级从买入下调至**持有**, 建议投资者等待更好的买入点。
- ❖ **最新的变化:**1月份轮式装载机行业销量下跌20%, 疲弱销售同时来自于中国 (-20.2%) 以及海外 (-18.8%) 的销量下滑。销售下降扭转了自10月以来的上升趋势 (同比增长11%, 而11月和12月的增长分别为+17%和+19%)。虽然我们认为高基数是销售表现疲软的原因之一, 但也关注到小型挖掘机 (特别是<6t) 的持续增长或将较预期更快地取代轮式装载机。我们把龙工2019E/20E轮式装载机销量增长预测从12%/6%下调至4%/2%。
- ❖ **仍看好工程机械行业, 但选择性投资。**(1) 我们预计在政府更愿意投资基建的假设下, 2019年工程机械需求仍然殷切; (2) “蓝天保卫战”将加快淘汰低排放标准的非路面机械, 拉动更新替代需求; (3) 钢材价格回落将有助纾缓工程机械制造商的成本压力。另外, 根据CCMA的数据, 1月份挖掘机销量同比温和增长10%至11,756辆, 大致符合我们预期。我们继续看好挖掘机, 相信三一重工 (600031 CH, 未评级) 仍然是主要受益者。
- ❖ **上行风险:**轮式装载机销售复苏较预期快。**下行风险:**(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	13,442	14,379
净利润 (百万人民币)	462	1,046	1,138	1,252	1,358
EPS (人民币)	0.11	0.24	0.27	0.29	0.32
EPS变动 (%)	296.2	126.4	8.8	10.1	8.4
EV/EBITDA (x)	8.9	4.7	4.8	4.3	4.0
市盈率 (x)	20.5	8.9	8.5	7.9	7.3
市帐率 (x)	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	2.4	5.9	6.3	6.7	7.3
权益收益率 (%)	6.9	14.5	14.2	14.5	14.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司及招银国际预测

持有 (下调)

目标价	HK\$2.75
(前目标价)	HK\$3.60
潜在升幅	+5%
当前股价	HK\$2.61

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)	11,171
3个月平均流通 (百万港元)	30
52周内高/低 (港元)	4.46/1.66
总股本 (百万)	4,280

资料来源: 彭博

股东结构

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

资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	+19%	+12%
3月	+20%	+11%
6月	-23%	-27%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 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	13,442	14,379
销售成本	(3,900)	(6,603)	(9,389)	(10,470)	(11,200)
毛利	1,246	2,392	2,622	2,972	3,179
其他收入	45	42	36	40	43
其他收益及亏损净额	36	38	0	0	0
分销与销售开支	(354)	(490)	(613)	(686)	(719)
行政开支	(233)	(227)	(252)	(269)	(288)
研发费用	(203)	(382)	(480)	(538)	(575)
其他费用	(18)	(11)	(12)	(13)	(14)
息税前收益	518	1,361	1,301	1,507	1,626
净财务收入/(费用)	42	63	88	60	73
利息收入	120	110	130	105	117
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	1,567	1,699
所得税开支	(97)	(378)	(250)	(313)	(340)
税后溢利	462	1,046	1,139	1,253	1,359
非控股权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	462	1,046	1,138	1,252	1,358
核心利润	253	907	1,173	1,252	1,358
折旧及摊销	386	359	363	370	378
EBITDA	903	1,720	1,664	1,878	2,004

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	3,050	3,394
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	2,456	2,665
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	2,159	2,711
	6,809	10,815	11,604	12,431	13,536
总资产	11,207	13,819	14,435	15,041	15,919
流动负债					
应付账款及应付票据	1,526	3,331	3,357	3,413	3,645
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	4,668	4,850
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	8,966	9,661
非控股权益	3	2	4	5	6
权益总额	6,720	7,730	8,321	8,971	9,667
权益及负债	11,207	13,819	14,435	15,041	15,919

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	1,567	1,699
融资成本	78	47	42	46	44
利息收入	(120)	(110)	(130)	(105)	(117)
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	105	117
已付所得税	(94)	(280)	(250)	(313)	(340)
营运资金变动	1,105	207	(472)	(537)	(321)
其他	(160)	(187)	0	0	0
经营活动所得现金净额	1,960	1,592	1,072	1,132	1,460
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)	(664)
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)	(757)
现金及等同现金(减少)增加净额	(18)	501	292	233	552
年初之现金及等同现金项目	1,146	1,131	1,634	1,926	2,159
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	2,159	2,711

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	47	44
挖掘机	11	15	19	20	20
压路机	1	1	1	1	1
叉车	24	20	21	24	25
其他	12	10	9	9	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	22.1	22.1
EBITDA 利润率	17.6	19.1	13.9	14.0	13.9
息税前利润率	10.1	15.1	10.8	11.2	11.3
净利润率	9.0	11.6	9.5	9.3	9.5
增长率 (%)					
收入	7	75	34	12	7
毛利	13	92	10	13	7
EBITDA	54	90	-3	13	7
息税前利润	174	163	-4	16	8
净利润	296	126	9	10	8
资产负债比率					
流动比率(x)	5.0	2.3	3.1	3.2	3.3
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
平均应付帐款周转天数	103	134	130	118	115
净负债/总权益比率 (%)	Net cash				
回报率 (%)					
资产回报率	3.9	8.4	8.1	8.5	8.8
资本回报率	6.9	14.5	14.2	14.5	14.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.11	0.24	0.27	0.29	0.32
每股账面值(人民币)	1.57	1.81	1.94	2.09	2.26
每股股息(人民币)	0.05	0.13	0.14	0.16	0.17

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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。