招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

中国龙工(3339 HK)

销量增长以及毛利率扩张将可持续

- **投资要点：**我们认为龙工继续是国内工程机械需求强劲增长的主要受益者。我们看到一系列正面因素：(1) 管理层有信心实现全年 20%的收入增速目标，(2) 龙工今年初在福建重启了一条挖掘机生产线，我们估计今年挖掘机产能将较去年增加 70%，(3) 叉车新产能增加将提升分部毛利率水平，以及在长期而言优化公司的产品组合。目前公司股价相当于 2018 年预测市盈率 11 倍，估值不高。公司的净现金和金融资产价值(截至去年底)共占现时公司市值的 25%，资产负债表非常稳健。
- **谨慎扩张挖掘机产能以支持增长。**今年初，龙工重启了福建的一条挖掘机生产线，产能 3000 台，该生产线多年前在行业周期下行时暂停停产。我们预计今年挖掘机产能将增加 70%（注：挖掘机销售占 2017 年总收入的 15%）。轮式装载机方面，龙工在国内已经拥有超过 20%的市场份额，公司没有扩大产能的计划，但我们预计龙工将有能力持续扩大市场份额（轮式装载机占 2017 年总收入的 54%）。
- **叉车业务：销量增加，利润率扩张。**龙工在 2017 年叉车销售量为 4 万台。2017 年末，公司完成了江西叉车生产工厂的建设，第一阶段产能为 1.5 万台。公司将在有需要之时启动第二阶段产能扩张，可额外增加 2.5 万台（注：叉车销售占 2017 年总收入的 20%）。龙工 2017 年叉车的毛利率仅为 14%，鉴于新产能逐渐释放，我们预计毛利率尚有上行空间。我们注意到国内两大龙头公司**杭叉集团（601298 CH）**和**安徽合力（600761 CH）**在 2017 财年分别实现了 22.2%和 19.7%的分部毛利率。
- **良好开端有望实现收入增长目标。**龙工今年收入增长目标为 20%，我们认为这个目标并不难实现。我们了解到公司 2018 年一季度收入增长超过 20%，而 4 月和 5 月销售量仍然强劲。我们相信今年下半年轮式装载机和挖掘机的更新替换需求将依然强劲。
- **稳健的资产负债表和良好的现金管理能力。**在过去的几年里，即使在行业下行周期中，龙工一直保持每年产生 15 亿至 25 亿元人民币的经营现金流入，这加上良好的资本开支控制，令公司过去一直保持强劲的自由现金流，净财务杠杆率从 2012 年的 50%改善至 2016 年的净现金状态。预计龙工短期内不会出现重大产能扩张和收购兼并活动，我们预期公司可以继续维持较为强劲的现金流，并有机会进一步提高派息比率（2017 财年约为 52%）。
- **主要风险因素：**(1) 工程业务量放缓；(2) 零部件成本增加。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额 (百万人民币)	4,829	5,146	8,994
净利润 (百万人民币)	117	462	1,046
EPS (人民币)	0.03	0.11	0.24
EPS 变动 (%)	-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
市帐率 (x)	2.3	2.3	1.9
股息率 (%)	0.4	1.5	3.7
权益收益率（%）	1.7	6.9	14.5
净财务杠杆率(%)	12	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

未评级

当前股价 HK$4.18

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)	17,891
3 个月平均流通(百万港元)	40
52 周内高/低 (港元)	4.46/2.06
总股本 (百万)	4,280

数据源：彭博

股东结构

李新炎	55.73%
GIC	6.99%
流通股	37.28%

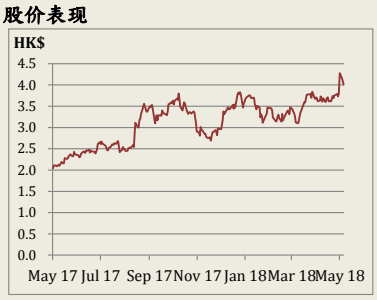
数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	10.5%	9.0%
3 月	23.8%	25.0%
6 月	33.2%	30.3%

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

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之分析员，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 年证券交易法规则 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。