



2013年9月24日  
市场焦点  
评级: 买入  
目标价: 港币 2.01

H-股股价 (港币) 1.77  
预测股价上升空间 13.56%  
预测股息率 2.05%  
预测总投资回报 15.61%

上次评级及目标价 买入; 港币 2.01  
日期 2013年8月30日

分析员: 分析员  
电话: (852) 2147 8869  
电邮: stevecwong@abci.com.hk

主要数据

52周高/低价(港币)	2.48/ 1.23
发行股数(百万)	4,280
市值(百万港币)	7,576
3个月日均成交额(百万港币)	42.8
主要股东(%):	
李新炎夫妇	55.69

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013年上半年收入组成 (%)

轮式装载机	65.13
挖掘机	12.65
叉车	10.33
压路机	1.27
金融租赁利息收入	0.70
其它	9.92

来源: 公司, 农银国际证券

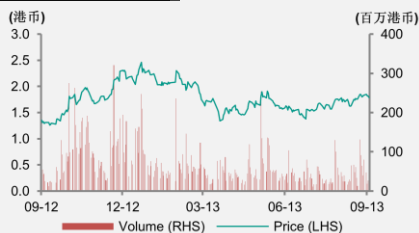
股价表现(%)

	绝对	相对*
1个月	2.87	(4.16)
3个月	10.49	(4.73)
6个月	4.07	(2.07)

\*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

1年股价表现(港币)



来源: 彭博

中国龙工 (3339 HK)

销售如期复苏; 维持“买入”评级

- 轮式装载机的销量下跌从首7个月的-10.49%收窄至首8个月的-10.23%。同时, 叉车销量的同比增长提速, 从首7个月的8.49%增加至首8个月的12.73%。尽管挖掘机销量增长转升为跌, 从首7个月的5.09%跌至首8个月的-8.14%, 但叉车销量的增长足以抵消挖掘机的下降。
- 固定资产投资数据显示下游建筑行业正逐步复苏, 利好机械租赁代理商和中国龙工。
- 对于信用销售的谨慎态度和严格的财务管理令龙工在同业中有优异的表现。鉴于行业氛围的改善, 我们对2014年龙工的业绩持乐观态度, 重申“买入”评级, 目标价2.01港元。

**8月份销售持续好转。**龙工整体销量的同比下跌幅度继续缩窄, 从首7个月的-3.59%提升至首8个月的-2.61%。当中, 龙工的主要产品, 轮式装载机的销量下跌从首7个月的-10.49%收窄至首8个月的-10.23%。同时, 叉车销量的同比增长提速, 从首7个月的8.49%增加至首8个月的12.73%。但是, 挖掘机销量增长转升为跌, 从首7个月的5.09%跌至首8个月的-8.14%。尽管如此, 整体销量上, 叉车销量的增长抵消了挖掘机的下降。

**下游建筑行业正逐步复苏。**交通业固定资产投资同比增速正在加快, 从首7个月的增长22.3%上升到首8个月的24.2%。同时, 建筑业固定资产投资的同比下跌幅度继续缩窄, 从首7个月的-3.8%收窄至首8个月的-2.8%。我们相信下游的建筑行业正在逐步复苏, 预计机械租赁的活动即将上升。中国龙工, 作为中国最大的土方机械制造商之一, 将受益于交通运输基础设施建设领域的持续复苏。

**鉴于稳健的财务管理和行业环境的改善, 重申“买入”。**受益于谨慎的信用销售态度和严格的财务管理, 集团的盈利质量和现金流保持健康, 在下降周期中表现优异于同业。2013年上半年, 中国龙工净利润同比出现正增长, 而大多数主要的设备商均出现利润倒退。尽管由于季节性因素, 我们预期下半年龙工的利润相比上半年有所减少, 但是我们相信中国龙工的业绩将依然稳健, 而且受益于建筑行业的持续复苏, 增长势头在2014年将上升。因此, 我们重申“买入”评级, 目标价2.01港元, 即1倍的2013年市账率。

**风险因素:** 1)来自国际同业的竞争; 2)市场份额流失; 3)建筑业复苏和机械采购之间存在时间的滞后性; 4)由于季节性因素, 下半年和上半年相比利润倒退。

业绩和估值

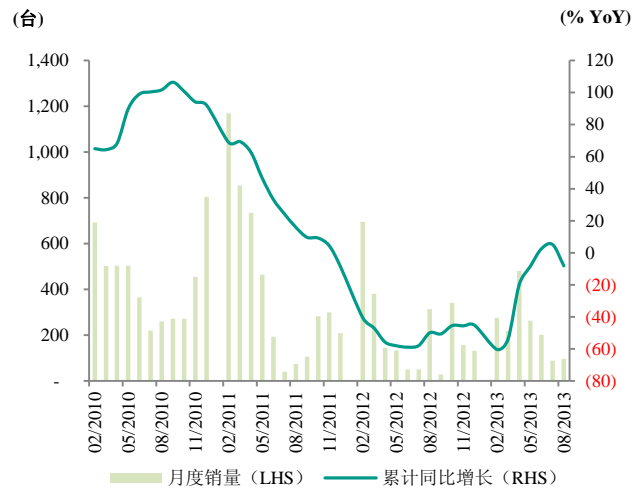
财年截至31/12	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入(人民币百万元)	12,721	7,896	7,772	8,786	9,785
同比变化(%)	5.83	(37.93)	(1.58)	13.05	11.37
净利润(人民币百万元)	1,730	151	499	632	694
每股盈利(人民币元)	0.404	0.035	0.117	0.148	0.162
同比变化(%)	(2.04)	(91.27)	230.78	26.58	9.77
每股净资产(人民币元)	1.496	1.459	1.618	1.784	1.961
同比变化(%)	22.21	(2.52)	10.95	10.25	9.94
市盈率(倍)	-	40.30	12.18	9.62	8.77
市账率(倍)	-	0.97	0.88	0.80	0.72
股本回报率(%)	29.71	2.39	7.59	8.68	8.66
资产回报率(%)	11.69	1.02	3.60	4.50	4.88
每股股息(人民币元)	0.122	-	0.029	0.037	0.041
股息收益率(%)	-	-	2.05	2.60	2.85
净负债率(%)	50.06	66.26	32.55	26.59	7.99

\*净负债率=净负债/股东权益总额

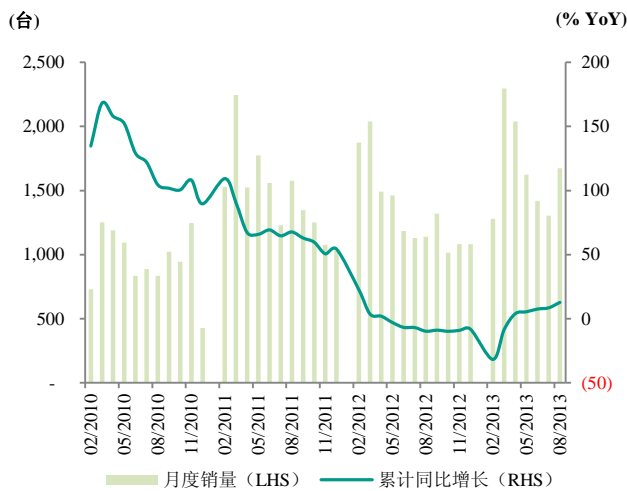
来源: 彭博, 农银国际证券预测

**图表 1: 中国龙工轮式装载机的月销量和累计销量的同比增长 (2/2010-8/2013)**

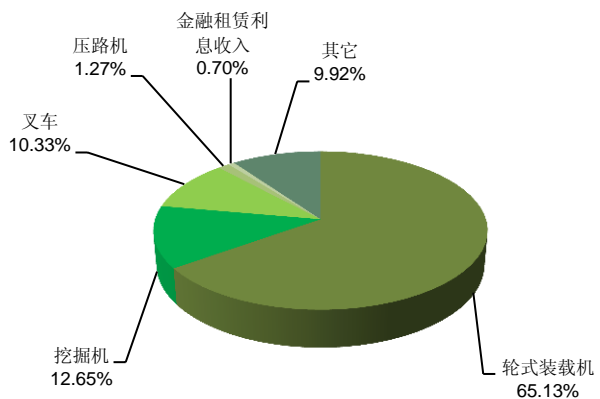

来源: 公司, 媒体

**图表 2: 中国龙工挖掘机的月销量和累计销量的同比增长 (2/2010-8/2013)**


来源: 公司, 媒体

**图表 3: 中国龙工叉车的月销量和累计销量的同比增长 (2/2010-8/2013)**


来源: 公司, 媒体

**图表 4: 中国龙工 2013 年上半年的销售组成**


来源: 公司, 媒体

**图表 5: 2013 年上半年主要机械制造商的业绩概要**

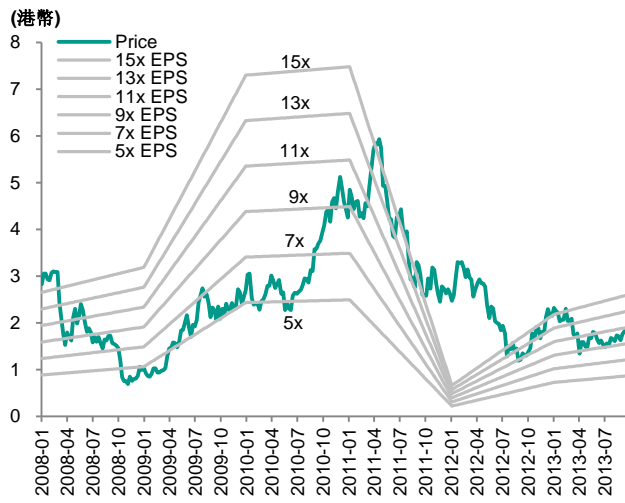
	收入 (人民币百万)	增长 (同比%)	毛利润 (人民币百万)	毛利率 (%)	变化 (同比 百分点)	净收入 (人民币百万)	增长 (同比%)
<b>建筑机械制造商</b>							
中联重科 (1157 HK)	20,044	(31.17)	6,321	31.54	(2.50)	2,906	(48.31)
三一重工 (600031 CH)	21,944	(30.70)	6,735	30.69	(4.57)	2,651	(48.63)
徐工机械 (000425 CH)	13,652	(23.59)	2,949	21.60	1.36	851	(46.49)
柳工 (000528 CH)	6,614	(10.21)	1,289	19.49	3.29	261	(15.77)
<b>中国龙工 (3339 HK)</b>	<b>4,474</b>	<b>(5.28)</b>	<b>998</b>	<b>22.30</b>	<b>1.59</b>	<b>343</b>	<b>24.22</b>
<b>农业机械制造商</b>							
第一拖拉机 (38 HK)	6,632	5.20	956	14.42	0.40	193	(32.66)
<b>采矿机械制造商</b>							
三一国际 (631 HK)	1,663	(29.08)	636	38.26	(2.33)	295	(39.05)
郑煤机 (564 HK)	3,778	(20.03)	954	25.25	(3.01)	536	(34.02)
天地科技 (600582 CH)	5,377	(15.54)	1,375	25.58	(3.30)	325	(32.16)

来源: 彭博, 农银国际证券

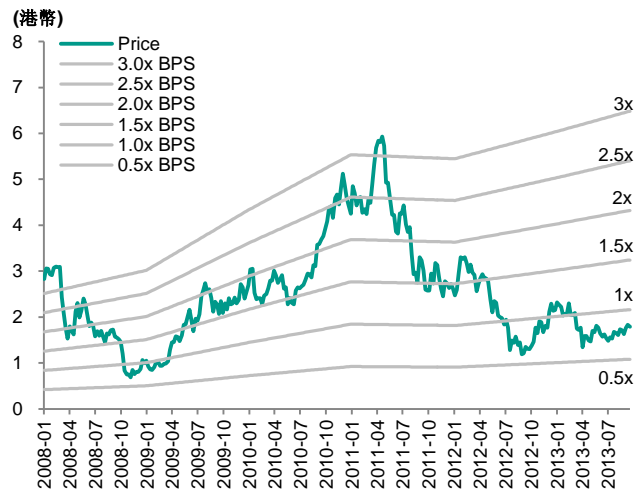
图表 6: 同业估值和盈利预测摘要 (股价更新于 2013 年 9 月 23 日)

公司名称	代码	市值		市盈率 (倍)		每股盈利 (同比变化)		市账率 (倍)		平均股本回报率 (%)		
		(港币百万)	单位	23/09/2013 股价	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E	FY13E	FY14E
<b>建筑机械制造商</b>												
卡特彼勒	CAT US	425,565	USD	84.75	13.48	11.75	(27.81)	14.68	2.92	2.48	27.99	36.82
小松制作所	6301 JP	198,098	JPY	2,572	13.66	12.65	42.11	7.95	1.87	1.71	13.28	15.00
三一重工	600031 CH	76,330	RMB	7.91	10.85	7.34	(2.80)	47.74	2.15	1.76	19.58	26.16
中联重科-H	1157 HK	9,781	HKD	6.84	7.81	7.02	(26.01)	11.14	0.91	0.80	12.45	12.18
中联重科-A	000157 CH	47,231	RMB	5.94	8.44	7.59	(26.01)	11.14	0.99	0.87	12.45	12.18
徐工机械	000425 CH	22,737	RMB	8.70	8.11	8.61	(10.58)	(5.87)	0.96	0.89	11.96	10.72
柳工	000528 CH	10,079	RMB	7.07	18.46	11.86	53.20	55.61	0.83	0.78	4.39	6.44
特雷克斯	TEX US	29,661	USD	34.37	17.24	11.82	107.71	45.84	1.66	1.43	10.15	12.37
北起多田野	6395 JP	14,812	JPY	1,460	17.54	15.60	43.92	12.45	1.93	1.72	7.95	11.64
山推股份	000680 CH	5,817	RMB	3.70	32.46	25.00	280.00	29.82	1.01	1.01	3.19	4.02
厦工股份	600815 CH	5,431	RMB	4.47	(34.38)	19.87	(181.25)	(273.08)	0.96	0.91	(2.70)	4.70
<b>中国龙工</b>	<b>3339 HK</b>	<b>7,576</b>	<b>HKD</b>	<b>1.77</b>	<b>12.18</b>	<b>9.62</b>	<b>230.78</b>	<b>26.58</b>	<b>0.88</b>	<b>0.80</b>	<b>7.59</b>	<b>8.68</b>
<b>行业加权平均</b>					<b>12.87</b>	<b>11.39</b>	<b>1.58</b>	<b>15.20</b>	<b>2.29</b>	<b>1.98</b>	<b>20.56</b>	<b>26.13</b>
<b>农业机械制造商</b>												
迪尔	DE US	248,817	USD	83.82	9.50	10.46	14.34	(9.23)	3.32	2.71	40.53	26.88
MAHINDRA & MAHIN	MM IN	66,188	INR	867.75	11.69	9.82	6.82	18.97	2.18	1.86	17.75	15.65
CNH GLOBAL	CNH US	91,019	USD	48.44	8.96	9.28	14.05	(3.46)	1.21	1.07	16.82	16.55
第一拖拉机-H	38 HK	1,978	HKD	4.92	12.02	7.45	(6.30)	61.35	0.87	0.77	7.38	10.96
第一拖拉机-A	601038 CH	6,020	RMB	8.00	24.34	15.09	(6.30)	61.35	1.77	1.55	7.38	10.96
ESCORTS LTD	ESC IN	1,275	INR	84.00	6.26	5.49	116.81	14.12	0.53	0.49	10.20	9.30
<b>行业加权平均</b>					<b>9.94</b>	<b>10.14</b>	<b>12.99</b>	<b>(2.04)</b>	<b>2.63</b>	<b>2.18</b>	<b>30.97</b>	<b>22.46</b>
<b>采矿机械制造商</b>												
久益环球	JOY US	43,600	USD	52.91	9.06	13.51	(18.89)	(32.96)	1.88	1.78	26.74	18.58
郑煤机-H	564 HK	1,193	HKD	4.91	6.52	5.52	(38.33)	18.22	0.66	0.61	10.41	11.47
郑煤机-A	601717 CH	12,396	RMB	7.10	11.74	9.93	(38.33)	18.22	1.19	1.09	10.41	11.47
天地科技	600582 CH	12,350	RMB	8.03	8.77	7.72	(2.03)	13.54	1.36	1.21	21.55	16.58
三一国际	631 HK	7,329	HKD	2.41	13.45	12.25	(10.34)	9.82	1.02	0.95	7.66	7.94
林州重机	002535 CH	3,963	RMB	5.83	8.55	6.24	58.60	37.10	1.29	1.08	17.19	18.90
山河智能	002097 CH	3,623	RMB	6.95	43.44	43.44	633.94	0.00	1.63	1.58	3.94	3.69
<b>行业加权平均</b>					<b>11.20</b>	<b>12.86</b>	<b>12.83</b>	<b>(9.51)</b>	<b>1.57</b>	<b>1.47</b>	<b>20.27</b>	<b>15.60</b>
<b>机械零部件制造商</b>												
康明斯	CMI US	195,358	USD	134.57	16.58	13.62	(6.62)	21.77	3.38	2.76	23.04	22.33
潍柴动力	2338 HK	53,799	HKD	31.05	13.64	11.74	21.87	16.19	1.72	1.52	13.75	14.08
太原重工	600169 CH	9,797	RMB	3.19	23.63	31.90	(198.47)	(25.93)	1.37	1.31	5.95	4.19
玉柴国际	CYD US	6,603	USD	22.85	8.05	6.88	16.87	16.90	0.85	0.78	10.86	11.82
<b>行业加权平均</b>					<b>16.04</b>	<b>13.74</b>	<b>(7.34)</b>	<b>18.76</b>	<b>2.90</b>	<b>2.41</b>	<b>20.23</b>	<b>19.73</b>
<b>工业机械制造商</b>												
沃尔沃	VOLVB SS	267,655	SEK	103.30	26.09	13.79	(27.21)	89.14	2.71	2.43	10.21	19.67
阿特拉斯·科普柯	ATCOA SS	277,121	SEK	190.80	18.14	16.93	(8.16)	7.20	5.71	4.99	33.11	30.25
韩国现代重工	009540 KS	145,738	KRW	266,000	10.15	8.44	45.28	20.38	1.06	1.00	10.48	12.17
山特维克	SAND SS	142,889	SEK	93.55	15.48	13.49	(7.19)	14.75	3.22	2.89	19.19	18.83
韩国斗山集团	034020 KS	35,625	KRW	46,550	5.79	5.27	(447.41)	10.00	1.09	1.03	20.14	20.07
MANITOWOC CO	MTW US	20,749	USD	20.04	16.53	12.32	57.40	34.16	3.64	2.99	24.37	28.06
安徽合力	600761 CH	5,952	RMB	9.14	10.58	9.21	27.06	14.81	1.39	1.24	13.94	14.36
<b>行业加权平均</b>					<b>18.21</b>	<b>13.44</b>	<b>(20.72)</b>	<b>35.82</b>	<b>3.40</b>	<b>3.01</b>	<b>19.52</b>	<b>21.76</b>
<b>整体加权平均</b>					<b>14.57</b>	<b>12.21</b>	<b>(5.04)</b>	<b>19.24</b>	<b>2.78</b>	<b>2.41</b>	<b>21.87</b>	<b>22.94</b>

来源: 彭博, 农银国际证券预测

**图表 7：中国龙工的市盈率波段**


来源：公司，彭博，农银国际证券预测

**图表 8：中国龙工的市账率波段**


来源：公司，彭博，农银国际证券预测

**综合利润表(2011A-2015E)**

财年截至31/12 (人民币百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入	12,721	7,896	7,772	8,786	9,785
轮式装载机	8,867	5,161	4,867	5,567	6,221
挖掘机	1,713	880	930	965	1,092
叉车	929	819	942	1,130	1,243
压路机	367	115	116	125	135
金融租赁收入	205	105	19	11	7
他人	640	816	898	987	1,086
销售成本	(9,507)	(6,367)	(6,151)	(6,920)	(7,708)
毛利	3,214	1,529	1,621	1,865	2,077
销售及营业费用	(1,230)	(907)	(871)	(997)	(1,167)
其他收入及收益	84	(346)	(147)	(106)	(74)
税前利润	2,068	276	602	762	836
所得税	(338)	(124)	(102)	(130)	(142)
纯利	1,730	152	500	632	694
应占溢利：					
少数股东权益	0.40	0.09	0.18	0.23	0.25
本公司股东权益	1,730	151	499	632	694
基本每股收益 (人民币元)	0.404	0.035	0.117	0.148	0.162
派息 (人民币元)	0.122	-	0.029	0.037	0.041

来源：公司，农银国际证券预测

**综合资产负债表(2011A-2015E)**

财年截至31/12 (人民币百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	11,347	7,960	8,239	8,049	8,379
现金及等价物	2,155	967	2,170	1,634	2,499
应收账款及票据	3,130	2,944	2,592	2,222	2,067
融资租赁应收款	852	216	109	85	52
存货	4,380	2,731	2,156	2,774	2,295
其他流动资产	830	1,102	1,212	1,333	1,467
非流动资产	4,793	5,714	5,845	5,950	6,055
物业、厂房及设备	3,638	3,822	3,875	3,924	3,971
无形资产	206	321	342	363	383
长期股权投资	59	66	73	80	88
长期应收款	446	66	27	15	6
其他非流动资产	444	1,439	1,528	1,568	1,608
总资产	16,140	13,674	14,084	13,999	14,435
流动负债	4,808	3,257	3,151	2,997	3,050
应付账款及票据	2,723	1,048	1,311	1,154	1,169
预收款项	170	67	89	87	109
短期借款	820	1,184	697	597	497
其他流动负债	1,095	958	1,054	1,159	1,275
非流动负债	4,926	4,172	4,005	3,363	2,987
长期应付款	-	-	-	-	-
长期借款	4,542	3,921	3,729	3,068	2,672
其他非流动负债	384	251	276	295	314
负债总额	9,734	7,429	7,156	6,360	6,037
少数股东权益	2	2	3	3	3
股东权益	6,404	6,243	6,926	7,636	8,395
每股净资产 (人民币元)	1.496	1.459	1.618	1.784	1.961

来源：公司，农银国际证券预测

**综合现金流量表(2011A-2015E)**

财年截至31/12 (人民币百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
除税前溢利	2,068	276	602	762	836
折旧及摊销的变化	293	249	256	260	263
营运资金变动	(718)	195	1,358	(371)	714
已付所得税	28	37	39	48	52
财务费用	395	341	241	219	204
其他	(767)	(19)	(154)	(191)	(209)
<b>经营现金流</b>	<b>1,299</b>	<b>1,079</b>	<b>2,341</b>	<b>726</b>	<b>1,860</b>
厂房, 设备等固定资产的增加	(887)	(425)	(300)	(300)	(300)
无形资产增加	(21)	(122)	(30)	(30)	(30)
其他	(338)	(582)	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>(1,246)</b>	<b>(1,129)</b>	<b>(330)</b>	<b>(330)</b>	<b>(330)</b>
注资	-	-	-	-	-
净债务融资	2,148	(257)	(679)	(760)	(496)
派息	(356)	(314)	-	(125)	(158)
支付利息	(395)	(341)	(241)	(219)	(204)
其他	(71)	161	112	171	193
<b>融资现金流</b>	<b>1,326</b>	<b>(751)</b>	<b>(808)</b>	<b>(932)</b>	<b>(665)</b>
<b>净现金变化</b>	<b>1,379</b>	<b>(801)</b>	<b>1,203</b>	<b>(536)</b>	<b>865</b>
期初现金	634	2,155	967	2,170	1,634
调整项 (定期存款及外汇影响)	142	(387)	-	-	-
<b>期末现金</b>	<b>2,155</b>	<b>967</b>	<b>2,170</b>	<b>1,634</b>	<b>2,499</b>

来源: 公司, 农银国际证券预测

## 权益披露

分析员，黄焯伟，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，曾在过去 12 个月内向本报告提及的某些公司提供投资银行服务。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.5$
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值，收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183