

京信通信 (2342 HK, HK\$5.95, 未評級) - 2011 上半年營收增長強勁，毛利率令人失望

❖ **營收增長強勁，毛利率下降。**2011 上半年京信營收報港幣 25.45 億，同比增長 27.1%，主要是由於中國移動 (941.HK) 拉動無線優化解決方案的需求。由於產品組合的改變，加上原材料和勞動力成本上漲令毛利率同比下降 2.2 百分點到 38.0%。淨利達港幣 3.17 億，同比增長 13.7%。上半年有兩項非經常性項目：港幣 0.87 億的股份獎勵支出和港幣 0.48 億的負商譽收入。上半年淨利率達 12.5%，同比下降 1.4 百分點。如剔除兩項特殊項目，淨利率將達 14.0%，同比微升 0.1 百分點。

❖ **中國移動驅動增長。**中國移動仍然是京信最大的客戶，占上半年總營收的 57.0%，對比去年同期的 52.0%。售往中國移動的營收對比去年同期上漲 39.4%，歸因於龐大的 2G GSM 網絡優化需求，更換基站天線的需求和 WLAN 擴網的需求。

❖ **運營商的資本支出將在下半年重新啓動。**截至六月底，中國移動，聯通 (762 HK) 和中國電信 (728 HK) 只分別完成了年初訂立的資本支出計劃的 46.7%，34.7%和 41.9%。在三大運營商的中期業績發布會上，三家運營商都承諾將按其原訂計劃規劃資本支出，以增強無線覆蓋和網絡質量。未來資本支出將被用於 WLAN，GSM，WCDMA 和 TD-LTE 網絡建設上。我們相信今年的電信資本支出將向年底傾斜，預計京信上下半年營收將達 38/62 之比。

❖ **產品更新換代。**下半年京信將加快產品推陳出新，以舒緩產品售價下降壓力。然而，在中興通訊 (763 HK) 和華為進入網絡優化市場後，市場競爭更形劇烈。我們預計京信毛利率上升空間不大，也預測 2011 財年的毛利率達 36.5%，同比下降 0.9 百分點。

❖ **在中期業績公佈後，京信股價反彈 15.3%。目前股價交易在我們 2011 財年盈利預測的 9.8 倍。京信過去十二個月交易在 10-21 倍市盈率之間，現在估值並不昂貴。**

京信通信 (2342 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$5.95
目標價	N.A.
市值 (港幣百萬)	9,013
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	41.6
52 周高/低 (港幣)	9.2/4.86
發行股數 (百萬)	1,455
主要股東	霍東齡 (35.7%)

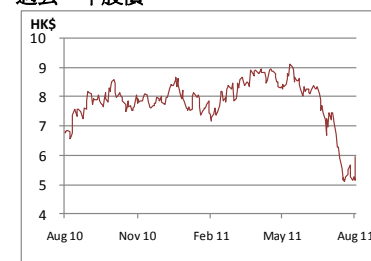
來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-19.9%	-8.5%
3 月	-28.7%	-16.5%
6 月	-16.9%	-5.0%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (港幣百萬元)	4,440	5,191	6,765	8,030	9,110
淨利潤 (港幣百萬元)	565	724	896	1,158	1,338
每股收益 (港幣)	0.45	0.50	0.61	0.79	0.91
每股收益變動 (%)	102.7	12.8	21.1	29.2	15.5
市盈率 (x)	13.4	11.8	9.8	7.6	6.5
市帳率 (x)	2.91	2.59	2.19	1.79	0.23
股息率 (%)	2.5	2.7	3.3	4.2	4.9
權益收益率 (%)	24.6	24.5	24.5	26.1	24.9
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司及招銀國際研究部

中國龍工 (3339 HK, HK\$2.83, 未評級) — 雖然上半年強勁，但貨幣緊縮抑制下半年的增長

- ❖ **上半年有顯著的增長。**上半年營業額同比增長了 27.9%，從 2010 上半年的 65.66 億元(人民幣•下同，特別指明除外)上升至 83.98 億元。毛利率方面，從 2010 上半年的 25.2%，擴大 1 個百分點至今年上半年的 26.2%。而淨利潤也同比增長 24.6%，從 2010 上半年的 9.26 億元上升至 11.54 億元。公司在今年 6 月發行 3.5 億美元(約人民幣 23 億元)的優先票據，年率為 8.5%，並將於 2016 年 6 月到期。所得款項主要用於償還現有貸款和擴張產能。
- ❖ **信貸緊縮令應收賬款壓力上升。**公司上半年的應收款天數大幅上升，由 2010 上半年的 32 天(2010 全年的 28 天)大幅增至今年上半年的 58 天。主要原因是因為內地的緊縮貨幣政策所致。在信貸緊縮的環境下，客戶的資金周轉較難，從而令公司分期付款銷售的比例增加。我們認為，應收賬款的上升會令公司下半年度的撥備有所增加。
- ❖ **下半年增長可能放緩。**在緊縮的環境和經濟不境的陰霾之下，下半年建設項目的步伐在可能放緩。管理層表示，今年挖掘機的銷售目標已由原來的 7,200 台減至 5,600 台。此外，由於工程機械行業的過度擴張，造成了分銷商和銷售代理存貨過量的問題。這阻礙了公司在下半年提升產品售價。不包括產品組合的改變，上半年產品均價基本持平。
- ❖ **雖然增長下半年受著許多經濟的不確定性，但由於基礎設施和固定資產投資的長期趨勢依然上漲，我們對公司的前景還是持肯定的態度。**此外，公司通過強大的研發，令其產品變得多元化，以滿足不同客戶的需求。龍工目前的價格為 5.5 倍 2011 財年市盈率，這是同行中最低的。我們認為，公司再大幅下跌的風險有限。

財務資料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬元人民幣)	69,001	12,020	14,171	16,507	18,953
淨利潤 (百萬元人民幣)	800	1,766	1,820	2,062	2,395
每股收益 (元人民幣)	0.17	0.41	0.41	0.46	0.53
每股收益變動 (%)	21.4	141.2	0.7	11.6	14.5
市盈率(x)	14.1	5.8	5.5	5.2	4.5
市帳率 (x)	2.7	2.0	1.6	1.3	1.1
股息率 (%)	2.5	5.0	5.0	5.5	6.3
權益收益率 (%)	23.0	39.1	30.5	27.5	25.5
淨財務杠杆率 (%)	50.4	37.6	36.2	19.1	12.1

來源: 公司及彭博

中國龍工 (3339 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$2.83
目標價	不適用
市值 (港幣百萬)	12,113
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	148.1
52 周高/低 (港幣)	6.25/2.6
發行股數 (百萬)	4,280
主要股東	李新炎 (55.1%)

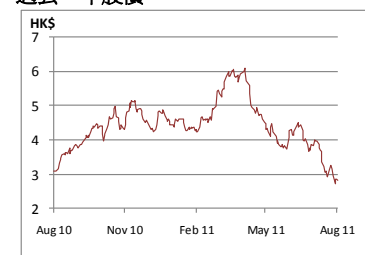
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-25.1%	-14.3%
3 月	-34.1%	-22.5%
6 月	-33.6%	-21.9%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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，並可能會受標的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責任。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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。