

第一拖拉機 (38 HK, 8.99 港元, 目標價: 6.77 港元, 賣出) — 穩定增長但盈利能力下降

❖ **領先的農業機械。**在中國的第一個五年計劃之下，第一拖拉機於 1955 年成立。產品主要是以「東方紅」為名銷售，在中國是一個廣為人知的品牌。公司的主要產品是輪式拖拉機，功率從 12.5kW 到 280kW 不等。截至 2010 年末，公司共僱用了約 11,000 名員工。在強大的銷售網絡之下，產品不僅在中國銷售，而且還發展到海外的市場，產品銷售至超過 140 多個國家和地區。

❖ **公司的工程機械業務下滑。**公司的工程機械銷售業績，預計在 2011 財年有所下降。根據工程機械工業協會的銷售數據，公司在 2011 年的壓路機總銷量為 1,458 台，比 2010 年度的 2,247 台，同比大幅下降 35.1%。在壓路機市場的份額亦從 2010 年的 8.8% 下降到 2011 年的 6.7%。推土機業務方面，在 2011 年的總銷量為 445 台，比 2010 年度的 646 台，同比下降 31.1%。在推土機市場的份額亦從 2010 年的 4.6% 下降到 2011 年的 3.4%。

❖ **穩定增長但在盈利能力萎縮。**在中國政府的鼓勵之下，我們認為公司的農業機械業務在未來 2 年可以持續增長，不過與此同時，公司的工程機械業務則有所下降。我們估計公司在 2011 財年的總收入為 118.67 億元（人民幣·下同），而在 2012 財年的總收入為 136.01 億元。雖然收入有增長，但我們看到了公司的盈利能力有下降的趨勢。毛利率從 2010 上半年的 14.6%，下降 1.9 個百分點，至 2011 上半年的 12.7%。核心盈利亦從 2010 上半年的 2.7 億元，下降至 2011 上半年的 2.63 億元。

❖ **第一拖拉機可從中國政府的農業政策中獲益，我們認為，它的農業機械銷售可以保持穩定的增長。然而，成本控制是我們對公司的最大的關注。公司的淨利率在 2010 財年和 2011 上半年，分別為 5.4% 和 3.8%。公司的盈利能力遠遠低於其他領先的機械製造商。公司的現價為 13.6 倍 2012 年市盈率，比行業平均值的 11.4 倍，溢價 19.5%。我們給予第一拖拉機 6.77 港元的目標價是基於對公司的 2012 年預測每股收益的 10.1 倍，這是行業平均值作 10% 的折讓。我們給予第一拖拉機「賣出」的首次評級。**

第一拖拉機 (38 HK)

| | |
|-------------------|-------------------|
| 評級 | 賣出 |
| 收市價 | HK\$8.99 |
| 目標價 | HK\$6.77 |
| 市值 (港幣百萬) | 7,606 |
| 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) | 24.0 |
| 52 周高/低 (港幣) | 11.50/3.75 |
| 發行股數 (百萬股) | 846 |
| 主要股東 | YTO Group (52.5%) |

來源: 彭博

股價表現

| | 絕對 | 相對 |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | 17.6% | 10.1% |
| 3 月 | 31.0% | 9.0% |
| 6 月 | 37.7% | 27.4% |

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 (人民幣百萬) | 9,005 | 10,132 | 11,867 | 13,601 | 15,592 |
| 淨利潤 (人民幣百萬) | 249 | 542 | 410 | 456 | 515 |
| 每股收益 (人民幣) | 0.29 | 0.64 | 0.48 | 0.54 | 0.61 |
| 每股收益變動 (%) | 262.8 | 118.2 | (24.4) | 11.1 | 13.2 |
| 市盈率 (x) | 25.9 | 11.9 | 15.1 | 13.6 | 12.0 |
| 市帳率 (x) | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| 股息率 (%) | 1.6 | 2.6 | 2.0 | 2.2 | 2.5 |
| 權益收益率 (%) | 9.3 | 18.4 | 12.9 | 13.5 | 14.4 |
| 淨財務槓桿率 (%) | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 |

來源: 公司及招銀國際證券預測

神州數碼 (861 HK, HK\$15.88, 未評級) - 2012 財年三季度財報亮麗, IT 服務業務毛利喜人

- ❖ **2012 財年第三季度毛利率成長可喜。**神州數碼 2012 財年第三季度 (三月年結) 的營收為港幣 189.1 億元, 比去年同期成長 27.6%。毛利率同比維持 7.6% 水準, 主因是 IT 服務部門的毛利率顯著高於預期。純利達港幣 3.86 億元, 同比增長 31.9%。
- ❖ **IT 服務部門推升毛利率。**IT 服務部門錄得同比 335 點子的毛利率上升, 歸因於高毛利率的軟件系統業務貢獻擴大。神州數碼提升對金融機構的軟件系統服務, 將其核心銀行系統業務從地區性銀行拓展至區域性和全國性銀行。該公司還擴大了其政府稅務業務至安徽、山西、海南和山東省的稅務機關。
- ❖ **智慧城市項目已上軌道。**神州數碼於第三季度已經完成了其 12 財年的智慧城市簽約目標。公司已與 67 個城市形成戰略聯盟, 其中超過 40 個城市已經推出具體的智慧城市方案。此外, 智慧城市提供的 IT 解決方案已拓展至醫療資訊平臺、展覽中心和社保資訊平臺。
- ❖ **2012 財年三季度分銷部門增長強勁。**2012 財年第三季度分銷部門銷售錄得同比 41.0% 的強勁增長。臺式電腦/筆記本的銷售尤為強勁, 同比增長達 64.1%。訂單增長強勁是由季節性需求帶動, 因今年新曆新年和農曆新年都在一月份。另外, 泰國水災導致的硬盤短缺和電腦硬體售價上升進一步推動分銷部門的硬體銷售增長。我們的通路調查發現市場硬盤短缺的供求失衡問題預計將於 3 月恢復正常。因此, 我們預期硬盤價格於 2012 年首季將繼續維持高位, 神州數碼的分銷部門將得益。然而, 行業的激烈競爭令電腦硬體售價下滑的長期趨勢不變, 我們對分銷部門的長遠前景仍持謹慎態度。
- ❖ **我們預期神州數碼將繼續從中國日益增長的資訊化需求中獲益, 並預測其產品結構將不斷提升。**我們調高 2013 財年的營業收入和淨利潤預測分別達 2.0% 和 2.5% 至港幣 803.7 億及 15.7 億。現價交易在 2013 財年盈利預測的 11.1 倍, 估值並不高。

財務資料

| (截至 3 月 31 日) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業額 (港幣百萬元) | 50,178 | 56,804 | 71,314 | 80,371 | 89,935 |
| 淨利潤 (港幣百萬元) | 824 | 1,005 | 1,275 | 1,569 | 1,738 |
| 每股收益 (港幣) | 0.83 | 0.96 | 1.19 | 1.44 | 1.59 |
| 每股收益變動 (%) | 24.8 | 15.7 | 23.6 | 20.9 | 10.8 |
| 市盈率(x) | 19.1 | 16.5 | 13.4 | 11.1 | 10.0 |
| 市帳率(x) | 3.9 | 2.9 | 2.6 | 2.2 | 1.9 |
| 股息率 (%) | 1.8 | 2.0 | 3.3 | 3.5 | 3.7 |
| 權益收益率 (%) | 22.2 | 20.3 | 18.1 | 19.3 | 20.1 |
| 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

神州數碼 (861 HK)

| | |
|-------------------|------------------------------|
| 評級 | 未評級 |
| 收市價 | HK\$15.88 |
| 目標價 | N/A |
| 市值 (港幣百萬) | 17,346 |
| 過去 3 月平均交易 (港幣百萬) | 31.4 |
| 52 周高/低 (港幣) | 16.02/8.07 |
| 發行股數 (百萬股) | 1,091 |
| 主要股東 | Kosalaki Investments (13.7%) |

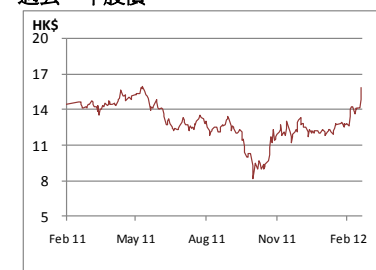
來源: HKEx, 彭博

股價表現

| | 絕對 | 相對 |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | 24.8% | 16.5% |
| 3 月 | 33.0% | 9.2% |
| 6 月 | 24.6% | 14.3% |

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。