

京信通信 (2342 HK, HK\$5.95, 未评级) -2011 上半年营收增长强劲, 毛利率令人失望

❖ **营收增长强劲, 毛利率下降。**2011 上半年京信营收报港币 25.45 亿, 同比增长 27.1%, 主要是由于中国移动 (941.HK) 拉动无线优化解决方案的需求。由于产品组合的改变, 加上原材料和劳动力成本上涨令毛利率同比下降 2.2 个百分点到 38.0%。净利达港币 3.17 亿, 同比增长 13.7%。上半年有两项非经常性项目: 港币 0.87 亿的股份奖励支出和港币 0.48 亿的负商誉收入。上半年净利率达 12.5%, 同比下降 1.4 百分点。如剔除两项特殊项目, 净利率将达 14.0%, 同比微升 0.1 百分点。

❖ **中国移动驱动增长。**中国移动仍然是京信最大的客户, 占上半年总营收的 57.0%, 对比去年同期的 52.0%。售往中国移动的营收对比去年同期上涨 39.4%, 归因于庞大的 2G GSM 网络优化需求, 更换基站天线的需求和 WLAN 扩网的需求。

❖ **运营商的资本支出将在下半年重新启动。**截至六月底, 中国移动, 联通 (762 HK) 和中国电信 (728 HK) 只分别完成了年初订立的资本支出计划的 46.7%, 34.7% 和 41.9%。在三大运营商的中期业绩发布会上, 三家运营商都承诺将按其原订计划规划资本支出, 以增强无线覆盖和网络质量。未来资本支出将被用于 WLAN, GSM, WCDMA 和 TD-LTE 网络建设上。我们相信今年的电信资本支出将向年底倾斜, 预计京信上下半年营收将达 38/62 之比。

❖ **产品更新换代。**下半年京信将加快产品推陈出新, 以舒缓产品售价下降压力。然而, 在中兴通讯 (763 HK) 和华为进入网络优化市场后, 市场竞争更形剧烈。我们预计京信毛利率上升空间不大, 也预测 2011 财年的毛利率达 36.5%, 同比下降 0.9 百分点。

❖ **在中期业绩公布后, 京信股价反弹 15.3%。**目前股价交易在我们 2011 财年盈利预测的 9.8 倍。京信过去十二个月交易在 10-21 倍市盈率之间, 现在估值并不昂贵。

京信通信 (2342 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$5.95
目标价	N.A.
市值 (港币百万)	9,013
过去 3 月平均交易 (港币百万)	41.6
52 周高/低 (港币)	9.2/4.86
发行股数 (百万)	1,455
主要股东	霍东龄 (35.7%)

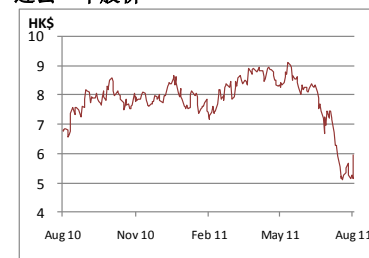
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-19.9%	-8.5%
3 月	-28.7%	-16.5%
6 月	-16.9%	-5.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (港币百万元)	4,440	5,191	6,765	8,030	9,110
净利润 (港币百万元)	565	724	896	1,158	1,338
每股收益 (港币)	0.45	0.50	0.61	0.79	0.91
每股收益变动 (%)	102.7	12.8	21.1	29.2	15.5
市盈率 (x)	13.4	11.8	9.8	7.6	6.5
市帐率 (x)	2.91	2.59	2.19	1.79	0.23
股息率 (%)	2.5	2.7	3.3	4.2	4.9
权益收益率 (%)	24.6	24.5	24.5	26.1	24.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

中国龙工 (3339 HK, HK\$2.83, 未评级) — 虽然上半年强劲, 但货币紧缩抑制下半年的增长

- ❖ **上半年有显著的增长。**上半年营业额同比增长了 27.9%，从 2010 上半年的 65.66 亿元(人民币•下同, 特别指明除外)上升至 83.98 亿元。毛利率方面, 从 2010 上半年的 25.2%，扩大 1 个百分点至今年上半年的 26.2%。而净利润也同比增长 24.6%，从 2010 上半年的 9.26 亿元上升至 11.54 亿元。公司在今年 6 月发行 3.5 亿美元(约人民币 23 亿元)的优先票据, 年率为 8.5%，并将于 2016 年 6 月到期。所得款项主要用于偿还现有贷款和扩张产能。
- ❖ **信贷紧缩令应收账款压力上升。**公司上半年的应收款天数大幅上升, 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。主要原因是因为内地的紧缩货币政策所致。在信贷紧缩的环境下, 客户的资金周转较难, 从而令公司分期付款销售的比例增加。我们认为, 应收账款的上升会令公司下半年度的拨备有所增加。
- ❖ **下半年增长可能放缓。**在紧缩的环境和经济不境的阴霾之下, 下半年建设项目的步伐在可能放缓。管理层表示, 今年挖掘机的销售目标已由原来的 7,200 台减至 5,600 台。此外, 由于工程机械行业的过度扩张, 造成了分销商和销售代理存货过量的问题。这阻碍了公司在下半年提升产品售价。不包括产品组合的改变, 上半年产品均价基本持平。
- ❖ **虽然增长下半年受着许多经济的不确定性, 但由于基础设施和固定资产投资**的长期趋势依然上涨, 我们对公司的前境还是持肯定的态度。此外, 公司通过强大的研发, 令其产品变得多元化, 以满足不同客户的需求。龙工目前的价格为 5.5 倍 2011 财年市盈率, 这是同行中最低的。我们认为, 公司再大幅下跌的风险有限。

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万元人民币)	69,001	12,020	14,171	16,507	18,953
净利润 (百万元人民币)	800	1,766	1,820	2,062	2,395
每股收益 (元人民币)	0.17	0.41	0.41	0.46	0.53
每股收益变动 (%)	21.4	141.2	0.7	11.6	14.5
市盈率(x)	14.1	5.8	5.5	5.2	4.5
市帐率(x)	2.7	2.0	1.6	1.3	1.1
股息率 (%)	2.5	5.0	5.0	5.5	6.3
权益收益率 (%)	23.0	39.1	30.5	27.5	25.5
净财务杠杆率 (%)	50.4	37.6	36.2	19.1	12.1

来源: 公司及彭博

中国龙工 (3339 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$2.83
目标价	不适用
市值 (港币百万)	12,113
过去 3 月平均交易 (港币百万)	148.1
52 周高低 (港币)	6.25/2.6
发行股数 (百万)	4,280
主要股东	李新炎 (55.1%)

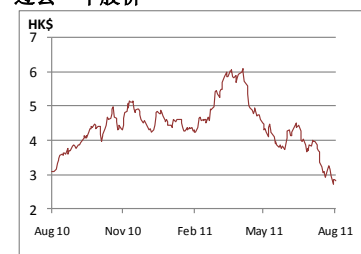
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-25.1%	-14.3%
3 月	-34.1%	-22.5%
6 月	-33.6%	-21.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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风险。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

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。