

中国龙工 (3339 HK, 2.73 港元, 目标价: 3.01 港元, 持有) — 增长在 2011 年放缓, 2012 年将是一个更大的挑战

❖ **2011 年的收入微升。**公司营业额从 2010 年的 120.2 亿元(人民币·下同), 同比上升 5.8%至 2011 年的 127.21 亿元, 但比我们预计的 136.9 亿元少 7.1%。轮式装载机是公司的主要产品, 占总营业额约 70%, 而它的销量从 2010 年的 40,139 台升至 2011 年的 42,886 台, 同比上升只有 7%, 增幅低于行业的 13.9%。由于销售增长的大幅下滑及毛利率下降, 净利润从 2010 年的 17.66 亿元同比下降 2.1%至 2011 年的 17.3 亿元, 略高于我们预计的 17.8 亿元。

❖ **毛利率缩窄。**毛利率从 2010 年的 28.5%缩窄 3.2 个百分点至 2010 年的 25.3%。毛利率下降的最主要原因是原材料(例如钢铁、橡胶等)价格的上升及叉车对整体营业额的份额上升。另一方面, 在激烈的市场竞争之下, 挖掘机和轮式装载机的均价都有所下跌, 因此毛利率在 2011 年跟随下降。

❖ **毛利率进一步下降。**2012 年对机械行业将是一个充满挑战性的一年, 在挖掘机行业的激烈竞争下, 公司将专注于叉车行业和轮式装载机行业的增长, 由于叉车的毛利率比轮式装载机少 14-16 个百分点, 我们认为公司整体的毛利率将在 2012 年进一步小幅下降至 25.1%。

❖ **零部件制造能力提升。**为了加强售后服务以增加产品的附加值和完善垂直整合的生产链, 公司计划于 2012 年投资 6 亿元资本支出以扩大轮式装载机和叉车的生产能力, 以及零部件制造部分的生产线。轮式装载机和叉车的产量预计分别从 2011 年底的 48,000 台和 20,000 台提升到 2012 年底的 50,000 台和 28,000 台。

❖ **中国龙工的营业额在 2011 年同比上升了约 6%, 但纯利则在同期下降约 2%。**在激烈的市场竞争之下, 导致公司的盈利能力下降, 并增加了公司利润增长的难度。我们下调 2012 年的净利润预测从原来的 16.22 亿元至 15.16 亿元。我们的目标价从原来的 3.20 港元下降至 3.01 港元, 相当于 6.9 倍 2012 年的预测每股收益, 相等于行业平均值的 40%的折让。我们维持公司「持有」的评级。

中国龙工 (3339 HK)

评级	持有
收市价	HK\$2.73
目标价	HK\$3.01
市值(港币百万)	11,684
过去 3 月平均交易(港币百万)	67.4
52 周高/低(港币)	6.25/2.16
发行股数(百万股)	4,280
主要股东	李新炎 (55.7%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-8.1%	-6.4%
3 月	3.8%	-8.3%
6 月	1.5%	-12.3%

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	FY11A	FY12E	FY13E
营业额(人民币百万)	6,901	12,020	12,720	13,676	16,002
净利润(人民币百万)	800	1,766	1,730	1,516	2,036
每股收益(人民币)	0.19	0.41	0.40	0.35	0.48
每股收益变动 (%)	21.5	120.7	(2.0)	(12.4)	34.3
市盈率(x)	12.4	5.6	5.5	6.3	4.7
市帐率(x)	2.6	1.9	1.6	1.4	1.3
股息率 (%)	2.5	3.2	5.9	5.2	7.0
权益收益率 (%)	23.0	39.1	30.5	23.9	29.2
净财务杠杆率 (%)	37.5	57.1	56.6	50.1	45.2

来源: 公司及招銀国际预测

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，请与我们联系。

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。