

睿智投資

中國龍工 (3339 HK, 2.73 港元, 目標價: 3.01 港元, 持有) — 增長在 2011 年放緩, 2012 年將是一個更大的挑戰

- ❖ **2011 年的收入微升。**公司營業額從 2010 年的 120.2 億元(人民幣・下同), 同比上升 5.8%至 2011 年的 127.21 億元, 但比我們預計的 136.9 億元少 7.1%。輪式裝載機是公司的主要產品, 佔總營業額約 70%, 而它的銷量從 2010 年的 40,139 台升至 2011 年的 42,886 台, 同比上升只有 7%, 增幅低於行業的 13.9%。由於銷售增長的大幅下滑及毛利率下降, 淨利潤從 2010 年的 17.66 億元同比下降 2.1%至 2011 年的 17.3 億元, 略高於我們預計的 17.8 億元。
- ❖ **毛利率縮窄。**毛利率從 2010 年的 28.5%縮窄 3.2 個百分點至 2010 年的 25.3%。毛利率下降的最主要原因是原材料(例如鋼鐵、橡膠等)價格的上升及叉車對整體營業額的份額上升。另一方面, 在激烈的市場競爭之下, 挖掘機和輪式裝載機的均價都有所下跌, 因此毛利率在 2011 年跟隨下降。
- ❖ **毛利率進一步下降。**2012 年對機械行業將是一個充滿挑戰性的一年, 在挖掘機行業的激烈競爭下, 公司將專注於叉車行業和輪式裝載機行業的增長, 由於叉車的毛利率比輪式裝載機少 14-16 個百分點, 我們認為公司整體的毛利率將在 2012 年進一步小幅下降至 25.1%。
- ❖ **零部件製造能力提升。**為了加強售後服務以增加產品的附加值和完善垂直整合的生產鏈, 公司計劃於 2012 年投資 6 億元資本支出以擴大輪式裝載機和叉車的生產能力, 以及零部件製造部分的生產線。輪式裝載機和叉車的產量預計分別從 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。
- ❖ **中國龍工的營業額在 2011 年同比上升了約 6%, 但純利則在同期下降約 2%。**在激烈的市場競爭之下, 導致公司的盈利能力下降, 並增加了公司利潤增長的難度。我們下調 2012 年的淨利潤預測從原來的 16.22 億元至 15.16 億元。我們的目標價從原來的 3.20 港元下降至 3.01 港元, 相當於 6.9 倍 2012 年的預測每股收益, 相等於行業平均值的 40%的折讓。我們維持公司「持有」的評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
營業額(人民幣百萬)	6,901	12,020	12,720	13,676	16,002
淨利潤(人民幣百萬)	800	1,766	1,730	1,516	2,036
每股收益(人民幣)	0.19	0.41	0.40	0.35	0.48
每股收益變動(%)	21.5	120.7	(2.0)	(12.4)	34.3
市盈率(x)	12.4	5.6	5.5	6.3	4.7
市帳率(x)	2.6	1.9	1.6	1.4	1.3
股息率(%)	2.5	3.2	5.9	5.2	7.0
權益收益率(%)	23.0	39.1	30.5	23.9	29.2
淨財務槓桿率(%)	37.5	57.1	56.6	50.1	45.2

來源: 公司及招銀國際預測

中國龍工 (3339 HK)

評級	持有
收市價	HK\$2.73
目標價	HK\$3.01
市值(港幣百萬)	11,684
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	67.4
52 周高/低(港幣)	6.25/2.16
發行股數(百萬股)	4,280
主要股東	李新炎 (55.7%)

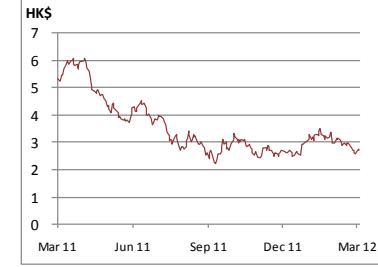
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-8.1%	-6.4%
3 月	3.8%	-8.3%
6 月	1.5%	-12.3%

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。接收本報告之行為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。