

第一拖拉机 (38 HK, 8.99 港元, 目标价: 6.77 港元, 卖出) — 稳定增长但盈利能力下降

❖ **领先的农业机械。**在中国的第一个五年计划之下，第一拖拉机于 1955 年成立。产品主要是以「东方红」为名销售，在中国是一个广为人知的品牌。公司的主要产品是轮式拖拉机，功率从 12.5kW 到 280kW 不等。截至 2010 年末，公司共雇用了约 11,000 名员工。在强大的销售网络之下，产品不仅在中国销售，而且还发展到海外的市场，产品销售至超过 140 多个国家和地区。

❖ **公司的工程机械业务下滑。**公司的工程机械销售业绩，预计在 2011 财年有所下降。根据工程机械工业协会的销售数据，公司在 2011 年的压路机总销量为 1,458 台，比 2010 年度的 2,247 台，同比大幅下降 35.1%。在压路机市场的份额亦从 2010 年的 8.8% 下降到 2011 年的 6.7%。推土机业务方面，在 2011 年的总销量为 445 台，比 2010 年度的 646 台，同比下降 31.1%。在推土机市场的份额亦从 2010 年的 4.6% 下降到 2011 年的 3.4%。

❖ **稳定增长但在盈利能力萎缩。**在中国政府的鼓励之下，我们认为公司的农业机械业务在未来 2 年可以持续增长，不过与此同时，公司的工程机械业务则有所下降。我们估计公司在 2011 财年的总收入为 118.67 亿元（人民币·下同），而在 2012 财年的总收入为 136.01 亿元。虽然收入有增长，但我们看到了公司的盈利能力有下降的趋势。毛利率从 2010 上半年的 14.6%，下降 1.9 个百分点，至 2011 上半年的 12.7%。核心盈利亦从 2010 上半年的 2.7 亿元，下降至 2011 上半年的 2.63 亿元。

❖ **第一拖拉机可从中国政府的农业政策中获益，我们认为，它的农业机械销售可以保持稳定的增长。然而，成本控制是我们对公司的最大的关注。公司的净利率在 2010 财年和 2011 上半年，分别为 5.4% 和 3.8%。公司的盈利能力远远低于其他领先的机械制造商。公司的现价为 13.6 倍 2012 年市盈率，比行业平均值的 11.4 倍，溢价 19.5%。我们给予第一拖拉机 6.77 港元的目标价是基于对公司的 2012 年预测每股收益的 10.1 倍，这是行业平均值作 10% 的折让。我们给予第一拖拉机「卖出」的首次评级。**

第一拖拉机 (38 HK)

评级	卖出
收市价	HK\$8.99
目标价	HK\$6.77
市值 (港币百万)	7,606
过去 3 月平均交易 (港币百万)	24.0
52 周高/低 (港币)	11.50/3.75
发行股数 (百万股)	846
主要股东	YTO Group (52.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	17.6%	10.1%
3 月	31.0%	9.0%
6 月	37.7%	27.4%

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 (人民币百万)	9,005	10,132	11,867	13,601	15,592
净利润 (人民币百万)	249	542	410	456	515
每股收益 (人民币)	0.29	0.64	0.48	0.54	0.61
每股收益变动 (%)	262.8	118.2	(24.4)	11.1	13.2
市盈率 (x)	25.9	11.9	15.1	13.6	12.0
市帐率 (x)	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7
股息率 (%)	1.6	2.6	2.0	2.2	2.5
权益收益率 (%)	9.3	18.4	12.9	13.5	14.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际证券预测

神州数码 (861 HK, HK\$15.88, 未评级) - 2012 财年三季度财报亮丽, IT 服务业务毛利喜人

- ❖ **2012 财年第三季度毛利率成长可喜。**神州数码 2012 财年第三季度 (三月年结) 的营收为港币 189.1 亿元, 比去年同期成长 27.6%。毛利率同比维持 7.6% 水平, 主因是 IT 服务部门的毛利率显著高于预期。纯利达港币 3.86 亿元, 同比增长 31.9%。
- ❖ **IT 服务部门推升毛利率。**IT 服务部门录得同比 335 点子的毛利率上升, 归因于高毛利率的软件系统业务贡献扩大。神州数码提升对金融机构的软件系统服务, 将其核心银行系统业务从地区性银行拓展至区域性和全国性银行。该公司还扩大了其政府税务业务至安徽、山西、海南和山东省的税务机关。
- ❖ **智能城市项目已上轨道。**神州数码于第三季度已经完成了其 12 财年的智能城市签约目标。公司已与 67 个城市形成战略联盟, 其中超过 40 个城市已经推出具体的智慧城市方案。此外, 智能城市提供的 IT 解决方案已拓展至医疗信息平台、展览中心和社保信息平台。
- ❖ **2012 财年三季度分销部门增长强劲。**2012 财年第三季度分销部门销售录得同比 41.0% 的强劲增长。台式计算机/笔记本的销售尤为强劲, 同比增长达 64.1%。订单增长强劲是由季节性需求带动, 因今年新历新年和农历新年都在一月份。另外, 泰国水灾导致的硬盘短缺和计算机硬件售价上升进一步推动分销部门的硬件销售增长。我们的通路调查发现市场硬盘短缺的供求失衡问题预计将于 3 月恢复正常。因此, 我们预期硬盘价格于 2012 年首季将继续维持高位, 神州数码的分销部门将得益。然而, 行业的激烈竞争令计算机硬件售价下滑的长期趋势不变, 我们对分销部门的长远前景仍持谨慎态度。
- ❖ **我们预期神州数码将继续从中国日益增长的信息化需求中获益, 并预测其产品结构将不断提升。**我们调高 2013 财年的营业收入和净利润预测分别达 2.0% 和 2.5% 至港币 803.7 亿及 15.7 亿。现价交易在 2013 财年盈利预测的 11.1 倍, 估值并不高。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (港币百万元)	50,178	56,804	71,314	80,371	89,935
净利润 (港币百万元)	824	1,005	1,275	1,569	1,738
每股收益 (港币)	0.83	0.96	1.19	1.44	1.59
每股收益变动 (%)	24.8	15.7	23.6	20.9	10.8
市盈率 (x)	19.1	16.5	13.4	11.1	10.0
市帐率 (x)	3.9	2.9	2.6	2.2	1.9
股息率 (%)	1.8	2.0	3.3	3.5	3.7
权益收益率 (%)	22.2	20.3	18.1	19.3	20.1
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

神州数码 (861 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$15.88
目标价	N/A
市值 (港币百万)	17,346
过去 3 月平均交易 (港币百万)	31.4
52 周高/低 (港币)	16.02/8.07
发行股数 (百万股)	1,091
主要股东	Kosalaki Investments (13.7%)

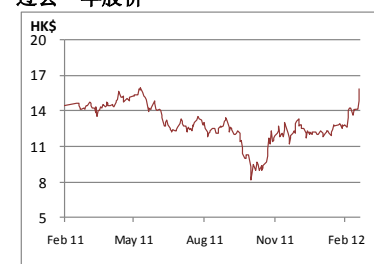
来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	24.8%	16.5%
3 月	33.0%	9.2%
6 月	24.6%	14.3%

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。