

行業增長平穩，建議投機性認購

發行價	1.87-2.86 港元
每手股數	2000 股
每手金額	5777.66 港元
發行股數	1.25 億股
配售股數	1.125 億股
公開發售股數	0.125 億股
集資總額	2.34-3.58 億港元
保薦人	海通國際
公開招股日	6 月 30 日-7 月 13 日
定價日	7 月 14 日
上市日	7 月 20 日

上市資料

	發行價為 1.87 港元	發行價為 2.86 港元
市值	9.35 億港元	14.3 億港元
*預測 11 年市 盈率	8.5 倍	13.0 倍

*招股書數據

公司背景

盈利時是一家主要從事開發及生產精鋼錶帶、時尚飾物及配件的精鋼產品製造商。公司的客戶主要為國際知名品牌的仲介代理，以及若干總部主要位於歐洲（如瑞士及義大利）的品牌擁有人，其所生產的精鋼帶表占高檔精鋼帶表市場約一成份額。公司于近年不斷開發新的設計和產品，並於今年開始試驗生產手機外殼，去年錶帶、飾物及配飾的銷售額分別占公司總營業額的七成七、一成半及半成。

資金主要用途 (2.61 億港元)

(以 2.37 港元計算-從發行 1.25 億股所得)

25%	用於資助湖鎮廠房發展
65%	用於為東風村廠房及湖鎮廠房購買設備及機器及擴充現有設施產能
10%	用於公司一般營運資本及其它一般公司用途

盈利時 6838.HK

中國精鋼錶帶製造商

2011 年 7 月 4 日

- 行業增長平穩。**根據思緯報告，用於手錶、時尚飾物以及皮帶扣的精鋼元件的全球市場收益由 2006 年的約 89.5 億港元大幅增至 2009 年的約 107.5 億港元，複合年增長率約為 6.3%。此主要是由於精鋼的耐變色、低成本及抗過敏特性，使其取代銅和銀等其他金屬越來越多的應用於該等奢侈品。據估計，該等奢侈品使用的精鋼的全球產量收益將由 2010 年的約 108.8 億港元大幅增至 2013 年的約 126.1 億港元，複合年增長率約為 5.0%。
- 奢侈精鋼產品生產製造商。**公司主要從事開發及生產精鋼錶帶、時尚飾物及配件的精鋼產品製造商，主要以 OEM 形式為客戶提供服務。公司的客戶主要為國際知名品牌的仲介代理，以及若干總部主要位於歐洲（如瑞士及義大利）的品牌擁有人。據思緯報告提供的資料，於 2010 年，公司在平均零售價為 10,000 港元或以上的品牌手錶的全球精鋼錶帶市場中所占份額約為 9.6%，約為一成份額。
- 客戶長期業務關係穩定。**公司與仲介代理客戶及直接品牌擁有人客戶擁有長期的業務關係，部分已超過十年。公司于 2008 年至 2010 年間，向五大客戶作出的銷售分別占總營業額的 97.5%、91.7% 及 86.6%。其中 Winox S.A. 及 UVV Limited（均為獨立第三方）自公司 1999 年成立以來一直為本公司客戶。公司的主要供應商包括生產物料供應商及零部件供應商。
- 龐大的精鋼物料製造工廠。**公司于中國經營兩個生產設施，即東莞大朗廠房及惠州東風村廠房。大朗廠房主要負責開發及製造精鋼錶帶、時尚飾物及配件產品。公司自 2011 年 5 月起租用東風村廠房，作為暫時生產精鋼手機金屬外框之用，以待公司于中國廣東省惠州市湖鎮鎮規劃發展的自有生產設施完工。
- 積極擴大生產業務。**憑藉彪炳往績，公司相信進一步開發業務，繼續在業內設立市場據點，擴充產品種類以把握市場的發展機會。以作為按客戶的設計及要求為客戶專門製造精鋼產品的 OEM 製造商，公司將加強及拓展客戶基礎、擴大產品組合、擴大產能、以嚴謹的品質監控以保持產品品質和專注于員工福利及勞資關係。

行業平穩增長，建議投機性認購。根據思緯報告，預期全球對使用精鋼生產時尚飾物、配件及手機金屬外框的需求的增速將較用於錶帶的增速平穩。然而，市場競爭激烈，加上成本急劇上漲，導致從事工業的中小企經營環境困難。公司能否把握市場需求及業務增長、擴闊產品種類及令收入來源多樣化的機會，存在著很多不明朗因素。

估值方面，按招股書資料，預測今年市盈率介乎 8.5-13.0 倍，與大部份工業股估值相約。雖然估值並沒有顯著優勢，惟現時市場氣氛好轉，投資者風險胃納增加，公司集資規模較細，短期或出現貨源歸邊的情況，建議投機性認購。

公司綜合收益表

(港幣千元)	截止 12 月 31 日止年度		
	2008	2009	2010
收益	324,598	256,928	398,606
增長	不適用	-20.8%	55.1%
銷售成本	(202,692)	(157,356)	(227,936)
毛利	121,906	99,572	170,670
增長	不適用	-18.3%	71.4%
毛利率	37.6%	38.8%	42.8%
其他收入	1,118	1,275	4,055
其他虧損	(8,464)	(1,756)	(1,254)
銷售及分銷成本	(17,995)	(12,588)	(20,075)
行政開支	(23,346)	(25,058)	(35,010)
上市費用	-	-	(5,240)
融資成本	(551)	(2,981)	(4,900)
經營溢利/ (虧損)	72,668	58,464	108,246
增長	不適用	-19.5%	85.1%
經營溢利率	22.4%	22.8%	27.2%
除稅前溢利	72,668	58,464	108,246
所得稅	(11,169)	(6,296)	(17,267)
年度溢利	61,499	52,168	90,979
增長	不適用	-15.2%	74.4%
純利率	18.9%	20.3%	22.8%
以下人士應占年度溢利			
本公司擁有人	59,553	52,168	90,979
非控股權益	1,946	-	-

資料來源：公司招股文件

風險因素

- 業務主要集中於錶帶供應及取決於客戶銷售公司開發及製造的產品的能力
- 大部分銷售來自瑞士，及公司的經營業績受瑞士客戶對公司產品的需求以及全球對瑞士造奢侈品的需求的影響
- 往績紀錄期間的大部分銷售乃歸功於仲介代理，公司並無對仲介代理與品牌擁有人之間的關係進行控制
- 倘市場競爭加劇，公司或無法維持日後的利潤率
- 公司於 2008 年及 2009 年 12 月 31 日錄得流動負債淨額

估值比較

股票代號	公司	股價	市值 (億港元)	市盈率		純利率(%)
				2010	2011E	2010
6838	盈利時	1.87-2.86	9.35-14.3	未提供	*8.5-13.0	22.8
256	中國海澱	1.04	42.7	14.13	22.89	33.9

*招股書預測

按 2011 年 6 月 30 日的收市價

資料來源: 公司招股檔, 彭博, 光大市場策略

中國光大證券國際有限公司評級

買入	未來六個月的投資收益率領先相關行業指數 15%以上
增持	未來六個月的投資收益率領先相關行業指數 5%至 15%
持有	未來六個月的投資收益率與相關行業指數變動幅度相差-5%至 5%
減持	未來六個月的投資收益率落後相關行業指數 5%至 15%
沽出	未來六個月的投資收益率落後相關行業指數 15%以上

披露事項

在評論中，本公司並無擁有相當於所分析上市公司 1%或以上市值的財務權益(包括持股)，與有關上市公司並無投資銀行關係，亦無進行有關股份的莊家活動。本公司員工均非該上市公司的雇員。上述分析員並無於本報告所載的上市公司中擁有財務權益。

免責聲明

本報告由中國光大證券國際有限公司市場策略部所提供。本報告之內容不是為任何投資者的投資目標、需要及財政狀況而編寫。本報告內所載之資料乃得自可靠之來源，惟並不保證此等資料之完整及可靠性，亦不存有招攬任何人參與證券或期貨等衍生產品買賣的企圖。本報告內之意見可隨時更改而毋須事先通知任何人。中國光大證券國際有限公司並不會對任何人士因使用本報告而引起之直接或間接之損失負責。

中國光大證券國際有限公司不排除其員工及有關公司的員工對有關報告內容提及的投資工具及產品有其個人投資興趣。

本報告乃屬於中國中國光大證券國際有限公司之財產，未經本公司事前書面同意，任何人士或機構均不得複製、分發、傳閱、廣播或作任何商業用途。

本公司乃受香港證券及期貨監察委員會所監管，並受香港證券及期貨條例及有關附屬條例約束。

地址：香港夏慤道 16 號遠東金融中心 40 樓

聯絡電話：2537 6689