

## 持有

下调自「买入」

股价	目标价
(2009年10月16日)	
<b>0.82 港元</b>	⇒ <b>0.86 港元</b>

恒生指数  
**21,930 (2009年10月16日)**

### 股价相对指数表现



### 公司数据

已发行股份	35.42 亿
市值	29.04 亿
日均成交 (股)	590 万
52 周最高	0.91 港元
52 周最低	0.27 港元
自由流通量	26.1%

### 公司背景

中国海淀前称中国光大科技有限公司。2004年3月，中国光大科技有限公司的主要股东 China Everbright Holdings Co Ltd 出售 6.25 亿股 (占当时总股本 40.48%) 予现任主席韩国龙先生，作价 2.19 亿港元。中国海淀现时于中国集中从事钟表生产及零售业务。

## 中国海淀 256.HK

并非上策

2009年10月19日

- **以人民币 2.37 亿元认购冠城大通配股。**上星期五，中国海淀宣布接受冠城大通 (600067.CH, 人民币 14.09 元) 的配股。冠城大通为中国海淀的策略投资，中国海淀持有其 14.8% (9,060 万股)。本次配股为每 10 股配 3 股，配股价不超过人民币 8.70 元，即中国海淀须要付支现金人民币 2.37 亿元 (2.70 亿港元)。配股方案已于 2009 年 8 月 12 日获冠城大通股东通过，但仍然有待中国证监会批准。
- **核心业务被分散资源。**虽然公司于冠城大通的持股，在 07 财年及 08 财年分别带来 4,840 万港元及 7,306 万港元的股息收入，但始终是一项策略投资，并非核心业务。由于公司近年的目标是巩固核心业务，即在中国市场生产及分销钟表，故最佳策略是减少非核心业务 (包括于冠城大通的持股)，集中资源发展核心业务。
- **从「买入」下调到「持有」。**本次配股预期于 2010 年第 1 季完成。我们对公司截至 10 财年年底现金水平的预测，由 4.4 亿港元下调至 2.04 亿港元。我们担心其核心业务的发展将来会受到一定影响。我们保守地把其钟表业务的 10 财年目标市盈率由 15.9 倍下调至 10.9 倍，此市盈率为其 A 股上市同业飞亚达 (000026.CH) 估值的 40%。按分部综合估值法计算，目标价由 1 港元调低至 0.86 港元。评级从「买入」下调到「持有」。

### 估值表

年结: 12月31日	2007	2008	2009F	2010F
净利润 (百万港元)	427	290	369	148
变动百份比	+1,813	-32	+27	-60
每股盈利 (港元)	0.239	0.134	0.104	0.042
变动百份比	+1,553	-44	-22	-60
每股股息 (港元)	-	0.025	0.015	0.008
市盈率 (倍)	3.4	6.1	7.9	19.7
股息率 (%)	0.0	3.0	1.8	1.0
市账率 (倍)	2.39	1.75	1.46	1.37
净债务 / 权益比率 (%)	19.8	22.1	1.1	4.8
股东权益回报率 (%)	48.8	20.2	20.2	7.2

资料来源: 公司资料、光大研究部估计

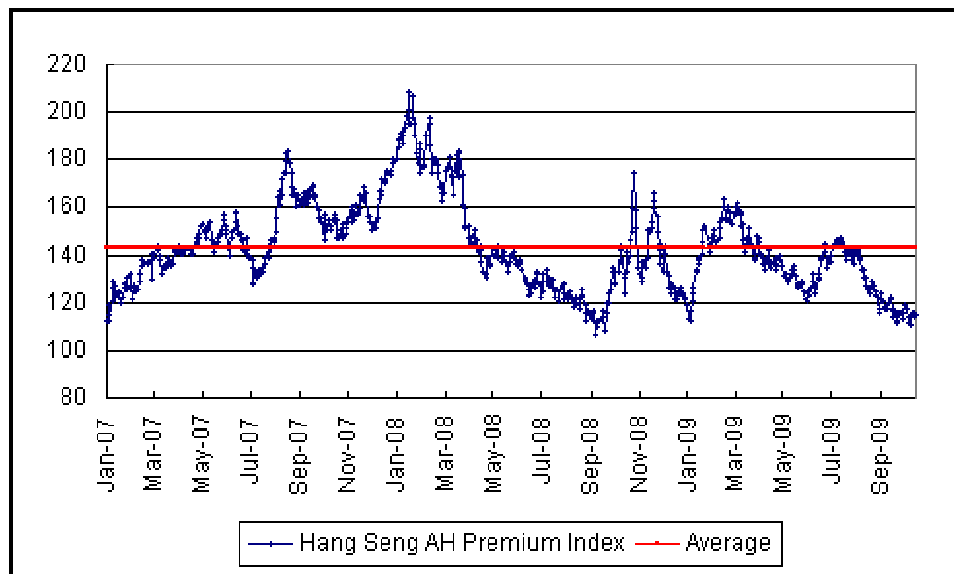
**周健锋**

CE No.: AKW790

电话: (852) 2530-8226

 电邮: [patrick.chow@everbright165.com](mailto:patrick.chow@everbright165.com)

恒生 AH 股溢价指数



注：2007年1月2日至2009年10月16日的平均值为143

资料来源：彭博

同业估值：钟表业

公司	代码	货币	股价	市值 (百万美元)	年结日	市盈率 (倍)		
						H	F1	F2
<b>零售及分销</b>								
宝光实业	84.HK	港元	0.56	69	03/2009	16.0	-	-
Asia Commercial Holdings	104.HK	港元	0.75	58	03/2009	11.4	-	-
东方表行集团	398.HK	港元	1.50	71	03/2009	5.3	6.5	-
英皇钟表珠宝	887.HK	港元	0.30	174	12/2008	-	-	-
新宇亨得利	3389.HK	港元	2.66	1,397	12/2008	20.0	17.9	15.8
平均						<b>13.2</b>	<b>12.2</b>	<b>15.8</b>
<b>生产、零售及分销</b>								
飞亚达 A	000026.CH	人民币	9.11	289	12/2008	43.1	32.5	27.2
時計宝	TWIN.SP	新加坡元	0.14	50	06/2009	3.3	-	-
平均						<b>23.2</b>	<b>32.5</b>	<b>27.2</b>
<b>中国海淀</b>	<b>256.HK</b>	<b>港元</b>	<b>0.82</b>	<b>375</b>	<b>12/2008</b>	<b>6.1</b>	<b>7.8</b>	<b>19.7</b>

资料来源：公司资料、光大研究部估计（仅包括中国海淀）

分部综合估值法

	百万港元	港元 / 每股	附注
钟表业务(包括漆包线及投资物业)	1,607	0.45	10.9 倍 10 财年市盈率
冠城大通(600067.CH) (配股后 1.178 亿股@人民币 12.85 元)	1,718	0.49	对上价格@人民币 14.09 元
冠城大通(600067.CH)配股	(270)	(0.08)	配股价@人民币 8.70 元
<b>总计(35.42 亿股已发行股份)</b>	<b>3,056</b>	<b>0.86</b>	

资料来源：公司资料、光大研究部估计

**损益表（百万港元）**

年结：12月31日	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>营业额</b>					
钟表	165	270	595	798	1,041
漆包线	406	590	411	439	470
物业投资	4	5	5	5	5
<b>总营业额</b>	<b>576</b>	<b>865</b>	<b>1,011</b>	<b>1,243</b>	<b>1,516</b>
分部业绩					
- 钟表	38	72	168	216	268
- 漆包线	4	0	4	4	5
- 物业投资	31	11	5	2	2
- 其中：重估收益	10	9	4	0	0
未分配收入及开支	41	(20)	8	(22)	(23)
<b>经营利润</b>	<b>114</b>	<b>64</b>	<b>185</b>	<b>200</b>	<b>252</b>
应占一家联营公司业绩	2	0	0	0	0
财务费用	(7)	(9)	(6)	(4)	(2)
<b>税前利润</b>	<b>109</b>	<b>56</b>	<b>179</b>	<b>196</b>	<b>250</b>
税项	(7)	(16)	(36)	(41)	(52)
<b>税后利润</b>	<b>102</b>	<b>40</b>	<b>143</b>	<b>155</b>	<b>198</b>
已终止经营业务	326	252	231	0	0
少数股东权益	0	(1)	(5)	(8)	(12)
<b>净利润</b>	<b>427</b>	<b>290</b>	<b>369</b>	<b>148</b>	<b>186</b>
<b>每股盈利(港元)</b>	<b>0.239</b>	<b>0.134</b>	<b>0.104</b>	<b>0.042</b>	<b>0.053</b>
<b>每股股息(港元)</b>	<b>0.000</b>	<b>0.025</b>	<b>0.015</b>	<b>0.008</b>	<b>0.010</b>

资料来源：公司资料、光大研究部估计

**资产负债表（百万港元）**

年结：12月31日	2007	2008	2009F	2010F	2011F
有形固定资产净额	186	229	257	281	330
无形固定资产净额	0	621	621	621	621
其他长期资产	899	554	989	1,176	1,176
存货	142	218	253	311	379
现金	82	62	302	204	366
应付账款 / 应收账款	44	104	152	186	227
其他流动资产	333	616	185	190	190
<b>总资产</b>	<b>1,685</b>	<b>2,404</b>	<b>2,759</b>	<b>2,969</b>	<b>3,289</b>
长期债务	0	26	23	5	5
其他长期负债	0	0	0	0	0
短期债务	322	404	300	300	300
其他流动负债	147	306	430	527	642
股东权益	1,213	1,660	1,994	2,117	2,310
少数股东权益	2	8	13	20	32
<b>总资本及负债</b>	<b>1,685</b>	<b>2,404</b>	<b>2,759</b>	<b>2,969</b>	<b>3,289</b>

资料来源：公司资料、光大研究部估计

### 现金流量表 (百万港元)

年结: 12月31日	2007	2008	2009F	2010F	2011F
税前利润	109	56	179	196	250
折旧及摊销	12	17	11	11	11
营运资金变动净额	81	(775)	257	(187)	(215)
其他	(144)	737	(71)	(34)	200
<b>经营现金流</b>	<b>58</b>	<b>35</b>	<b>376</b>	<b>(14)</b>	<b>246</b>
资本开支净额	(74)	(29)	(25)	(25)	(25)
其他	(177)	(68)	(61)	(59)	(59)
<b>投资现金流</b>	<b>(250)</b>	<b>(97)</b>	<b>(86)</b>	<b>(84)</b>	<b>(84)</b>
已付股息	-	-	-	-	-
总债务变动	49	45	(43)	0	0
发行股票所得收益	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>融资现金流</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>(43)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金流净额</b>	<b>(144)</b>	<b>(16)</b>	<b>247</b>	<b>(98)</b>	<b>162</b>

资料来源: 公司资料、光大研究部估计

### 比率及比例

年结: 12月31日	2007	2008	2009F	2010F	2011F
增长率 (%)					
- 销售	74	50	17	23	22
- EBITDA	157	(54)	268	8	28
- 经营利润	98	(44)	189	8	26
- 净利润	1,813	(32)	27	(60)	26
利润率 (%)					
- EBITDA 利润率	18.1	5.5	17.2	15.2	15.9
- 经营利润率	19.7	7.4	18.3	16.1	16.6
- 净利润率	74.2	33.5	36.5	11.9	12.3
覆盖比率 (x)					
- 利息覆盖比率	16.2	7.4	28.7	50.0	126.1
- 股息保障倍数	-	-	7.0	5.2	5.3
- 股息支付比率 (%)	-	-	14.4	19.2	19.0
- 净债务 / EBITDA	2.3	7.8	0.1	0.5	(0.3)
效益 (%)					
- 股东权益回报率	48.8	20.2	20.2	7.2	8.4
- 资产回报率	25.4	12.1	13.4	5.0	5.7
- 已动用资本回报率	32.3	2.1	21.1	2.1	10.4
- 资产周转率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
资本及流动性 (x)					
- 流动比率	1.3	1.4	1.2	1.1	1.2
- 速动比率	1.0	1.1	0.9	0.7	0.8
- 净债务权益比率	19.8	22.1	1.1	4.8	净现金
- 资本开支对债务比率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司资料、光大研究部估计

# 分析员分工

## 中国光大资料研究有限公司 – 香港

<b>唐焱</b> +852 2530-8310 Tony.Tong@everbright165.com ■ 银行 ■ 保险	<b>韩翠茵</b> +852 2860-1172 Barbara.Hon@everbright165.com ■ 工业 ■ 中、小市值股	<b>冯键嵘</b> +852 2823-2663 Wayne.Fung@everbright165.com ■ 金属及货品
<b>梁嘉诚</b> +852 2530-8390 Ric.Leung@everbright165.com ■ 交通 ■ 建筑及机械	<b>周健锋</b> +852 2530-8226 Patrick.Chow@everbright165.com ■ 房地产 ■ 综合企业	<b>张春美</b> +852 2530-8392 Nikita.Zhang@everbright165.com ■ 石油、天然气 ■ 煤、能源
<b>谭思晋</b> +852 2530-8394 Kevin.Tam@everbright165.com ■ 电讯业 ■ 媒体		

## 光大证券研究所 – 上海

<b>赵强</b> +8621 50816904 zhaoqiang@ebscn.com ■ 房地产	<b>华光磊</b> +8621 50818887-251 huagl@ebscn.com ■ 房地产	<b>翁非玉</b> +8621 50818887-266 wengfy@ebscn.com ■ 商业地产
<b>金麟</b> +8621 50818887-213 jinlin@ebscn.com ■ 银行	<b>蔡荣</b> +8621 50818887-232 cairong@ebscn.com ■ 银行	<b>肖超虎</b> +8621 50818887-257 xiaoch@ebscn.com ■ 保险
<b>沉维</b> +8621 50818887-216 shenwei@ebscn.com ■ 运输服务	<b>蒋小东</b> +8621 50818887-236 jiangxd@ebscn.com ■ 农林牧渔	<b>朱毅</b> +8621 50818887-218 zhuyi_yjs@ebscn.com ■ 电子和电气设备
<b>彭丹雪</b> +8621 50818887-221 pengdx@ebscn.com ■ 食品饮料	<b>黄志刚</b> +8621 50818887-239 huangzg@ebscn.com ■ 零售	<b>姚杰</b> +8621 50818887-274 yaoj@ebscn.com ■ 医药
<b>张美云</b> +8621 50818887-238 zhangmy@ebscn.com ■ 医药	<b>冯志刚</b> +8621 50818887-234 fengzg@ebscn.com ■ 港口水运	<b>李军</b> +8621 50818887-222 lijun1978@ebscn.com ■ 航空机场
<b>崔玉芹</b> +8621 50818887-231 cuiyq@ebscn.com ■ 公用事业	<b>开文明</b> +8621 50818887-255 kaiwm@ebscn.com ■ 环保水务	<b>邱世梁</b> +8621 50818887-256 qiushiliang@ebscn.com ■ 机械
<b>恽敏</b> +8621 50818887-263 yunmin@ebscn.com ■ 机械	<b>杨华超</b> +8621 50818887-279 yanghc@ebscn.com ■ 汽车	<b>王海生</b> +8621 50818887-253 haisheng.wang@ebscn.com ■ 电力设备
<b>范敏</b> +8621 50818887-219 fanmin@ebscn.com ■ 传媒	<b>郭国栋</b> +8621 50818887-229 guogd@ebscn.com ■ 煤炭 ■ 军工	<b>张力扬</b> +8621 50818887-227 zhangly@ebscn.com ■ 化工
<b>王峰</b> +8621 50818887-250 wangfeng@ebscn.com ■ 有色金属	<b>许雯</b> +8621 50818887-212 xuwen@ebscn.com ■ 建材	<b>程杲</b> +8621 50818887-228 chenggao@ebscn.com ■ 化工
<b>周励谦</b> +8621 50818887-225 zhoulqian@ebscn.com ■ 通讯	<b>谢锋</b> +8621 50818887-226 xiefeng@ebscn.com ■ 电子元器件	<b>陈勇</b> +8621 50818887-223 chen Yong_yjs@ebscn.com ■ 计算机

## 光大控股证券公司评级

买入	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 15%以上
增持	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 5%至 15%
持有	未来六个月的投资收益率与相关行业指数变动幅度相差-5%至 5%
减持	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 5%至 15%
沽出	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 15%以上

### **披露事项**

在评论中，本公司并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关上市公司并无投资银行关系，亦无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。除了 150,000 股新宇亨得利 (3389.HK) 股份外，上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### **免责声明**

本报告由中国光大资料研究有限公司所提供。本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告期内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等资料之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本报告期内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人。中国光大资料研究有限公司并不会对任何人士因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

中国光大资料研究有限公司不排除其员工及有关公司的员工对有关报告内容提及的投资工具及产品有其个人投资兴趣。

本报告乃属于中国光大资料研究有限公司之财产，未经本公司事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制、分发、传阅、广播或作任何商业用途。

本公司乃受香港证券及期货监察委员会所监管，并受香港证券及期货条例及有关附属条例约束。

地址：香港夏慤道 16 号远东金融中心 40 楼

联络电话：2528 9882