

买入

调高自「持有」

股价	目标价
(2010年1月5日)	
0.77 港元	⇒ 0.99 港元

恒生指数
22,280 (2010年1月5日)
股价相对指数表现


公司数据

已发行股份	35.43 亿
市值	27.28 亿港元
日均成交 (股)	740 万
52 周最高	0.91 港元
52 周最低	0.37 港元
自由流通量	26.0%

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光大集团出售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

估值吸引

2010年1月6日

- **受惠于中国零售市场兴起的领先国内钟表企业：**我们在上月到过厦门和成都，发现大小商场人潮涌，感受到中国零售市场的蓬勃。中国海淀作为中国领先的钟表企业，加上拥有四大国产钟表品牌之二，相信能够在兴起的零售市场中受惠。
- **有机会并购更多钟表品牌。**公司于2008年收购国产品牌罗西尼，并于2009年收购日本品牌「Citizen」在四川、福建、山西及重庆的分销权。因此我们认为公司将来如果进行更多并购，也并非意料之外。我们认为公司并不单纯着眼于内生性增长。
- **冠城大通股份禁售期将于2010年5月届满。**公司所持9,060万股冠城大通（600067.CH，人民币13.00元）股份的禁售期将于2010年5月届满。倘若这批股份全部沽出，则按照对上一个收市价计算，公司总共可以获得13.4亿港元，能够为其并购活动提供资金支持。
- **从持有调高至买入。**在进行重估后，我们根据分部综合估值法，对公司公平值的评估从0.86港元调高至0.99港元。因此，目标价同样由0.86港元调高至0.99港元，有29%的上升空间。经过最近调整后，公司已经变得低估。评级从持有调高至买入。

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)	3.2	5.7	7.4	18.5
股息率(%)	0.0	3.2	1.9	1.0
市帐率(倍)	2.25	1.64	1.37	1.29
净债务 / 权益比率(%)	19.8	22.1	1.0	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

中国零售市场兴旺的受惠者

领先的国内钟表企业

拥有两大国产钟表品牌

我们在 2009 年 12 月中及下旬到过厦门及成都，发现大小商场人潮汹涌，商户均延长营业时间，感受到中国零售市场的蓬勃。的确，全国零售销售在 09 年 1 季度急降后，已经逐步回升，同比增速从 2 月的 11.6% 提高到 10 月的 16.2% 和 11 月的 15.8%。

中国海淀是一家全国性钟表企业，拥有四大国产钟表品牌之二（罗西尼及依波）。两项品牌合共占 2009 年 10 月国产钟表市场超过 40% 份额。2009 年 7 月，公司亦透过收购深圳市恒誉嘉时贸易有限公司的 60% 股权，取得中端日本钟表品牌 Citizen 在四川省、福建省、山西省及重庆市的独家分销权。我们相信公司能够在兴旺的零售市场中受惠。

我们预测，当 2009 年罗西尼开始提供全年收入贡献后，公司钟表业务的收入可于 09 及 10 年分别同比增长 120% 和 34%。基于我们的渠道调查，我们对上述预测感到乐观。

2009 年 10 月中国钟表零售额

排名	品牌	来源地	市场份额(%)
1	Omega (欧米茄)	海外	15.78
2	Rolex (劳力士)	海外	12.39
3	Longines (浪琴)	海外	10.85
4	Tudor (帝舵)	海外	6.51
5	Tissot (天梭)	海外	5.86
6	Rado (雷达)	海外	5.39
7	Titoni (梅花)	海外	4.14
8	Tianwang (天王)	中国	2.88
9	Citizen (西铁城)	海外	2.81
10	Fiyta (飞亚达)	中国	2.71
11	Enicar (英纳格)	海外	2.64
12	Rossini (罗西尼)	中国	2.49
13	Ebohr (依波)	中国	2.37
14	Cartier (卡地亚)	海外	2.03
15	Casio (卡西欧)	海外	1.94
总计			80.79
- 海外			70.34
- 中国			10.45

注：以上数据乃根据于 100 大商场的销售额计算

资料来源：www.famouswatch.cn (中国市场名表)，光大研究部

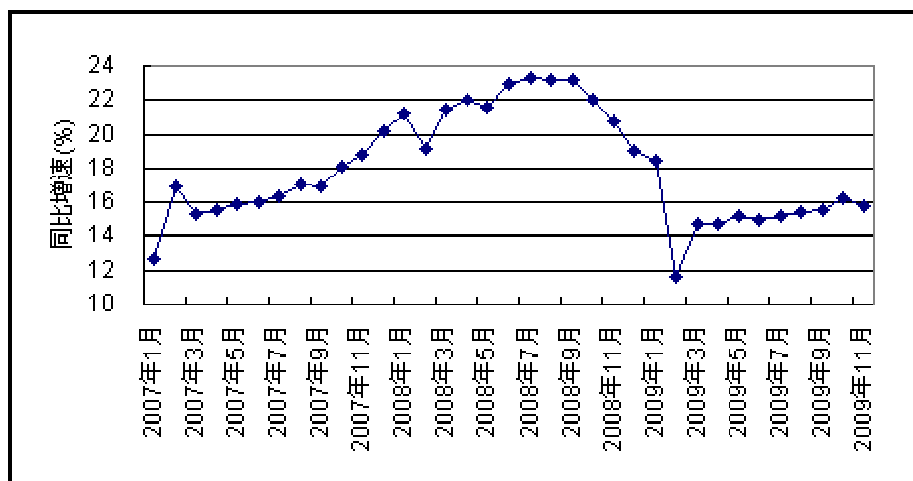
2009 年 10 月中国国产钟表市场

排名	品牌	来源地	占国产钟表市场总零售额的比例 (%)
1	Tianwang (天王)	深圳	24.56
2	Fiyta (飞亚达)	深圳	23.10
3	Rossini (罗西尼)	珠海	21.23
4	Ebohr (依波)	深圳	20.16
5	Sea-Gull (海鸥)	天津	2.31
总计			91.36

注：以上数据乃根据于 100 大商场的销售额计算

资料来源：www.famouswatch.cn (中国市场名表)，光大研究部

中国消费品零售销售同比增速



资料来源：中国国家统计局

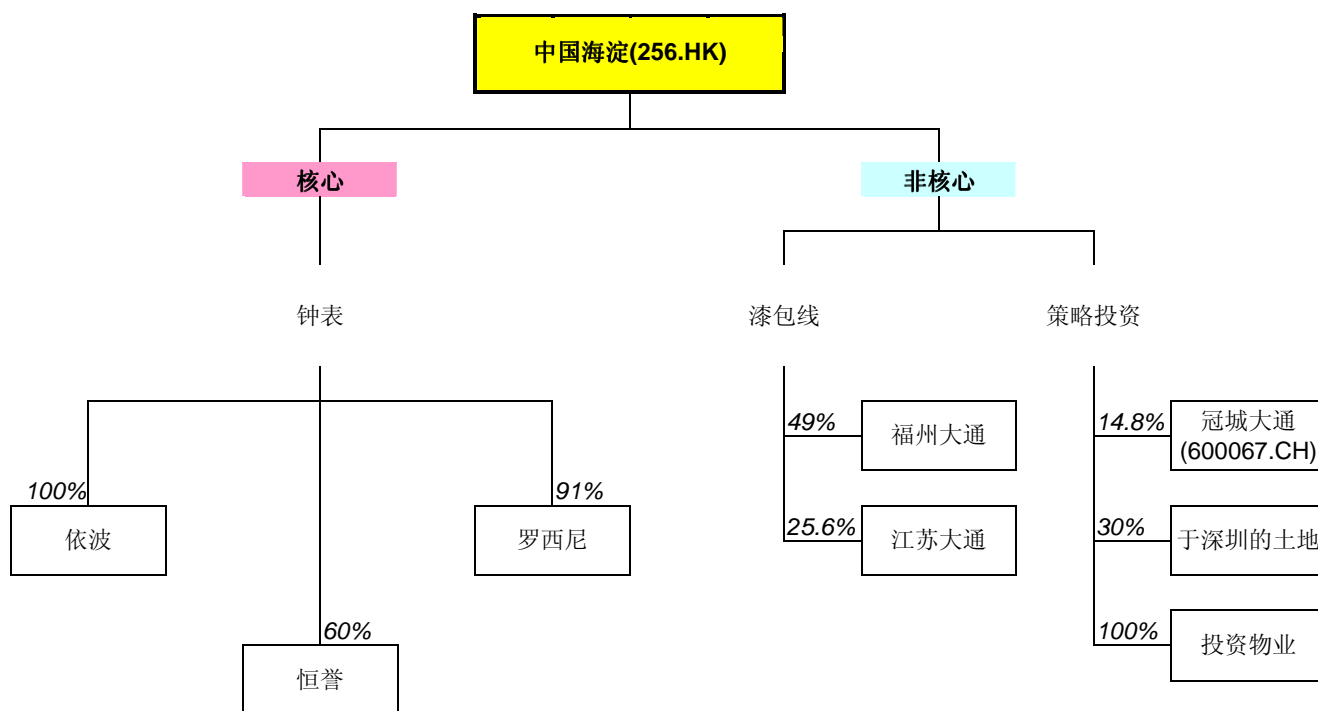
有机会并购更多钟表品牌

进一步扩展可期

公司于 2008 年收购罗西尼，接着又于 2009 年收购恒誉嘉时。由于钟表生产及零售已成为中国海淀的核心业务，故我们认为公司将来如果进行更多钟表业并购，也并非意料之外。我们认为公司并不单纯着眼于内生性增长。

由于公司已经拥有两个领先国产品牌，我们相信如果将来进行并购的话，会以外国品牌为重点，包括收购分销权及 / 或拥有权等。

业务概况



资料来源：公司资料，光大研究部

冠城大通股份禁售期

将于 2010 年 5 月届满

出售冠城大通股份以筹措核心
业务发展资金的可能性

我们在 2009 年 10 月 19 日发表的上一份报告中表示，公司有意接受冠城大通(600067.CH, 人民币 13.00 元)的配股，令人担心此举可能令其偏离核心业务。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。配股方案已获冠城大通股东通过，但仍然有待中国证监会批准。

不过，当这 9,060 万股冠城大通股份的禁售期届满后，将可于 2010 年 5 月 23 日起买卖。倘若公司在上述配股前出售所有股份，则以对上一个收市价人民币 13 元计算，公司总共可以获得人民币 11.8 亿元或 13.4 亿港元的收益，能为日后钟表业务的并购活动提供资金支持。

估值及建议

从持有调高至买入

目标价 0.99 港元

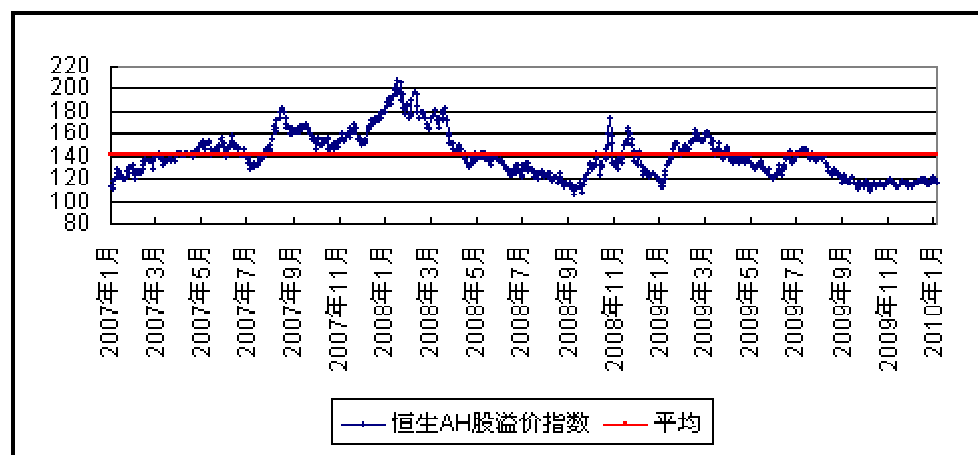
在根据分部综合估值法进行重估后，我们对公司公平值的评估从每股 0.86 港元调高至每股 0.99 港元，其中包括(1)钟表业务每股 0.56 港元（包括漆包线业务及投资物业），为 13.5 倍 10 财年市盈率(换言之，A 股上市同业飞亚达(000026.CH)的估值比中国海淀溢价 150%)及(2)1.178 亿股冠城大通(600067.CH)除权股份每股 0.51 港元，其中配股前的 9,060 万股乃基于 5.81 倍目标市帐率，减去(3)有关冠城大通潜在配股的每股 0.08 港元开支。

2007 年至最后交易日期，恒生 AH 股溢价指数平均为 141，因此与飞亚达的 33.6 倍 10 财年市盈率相比，我们对中国海淀钟表业务的估值非常低廉。

房地产业务方面，冠城大通目前市帐率为 5.08 倍，较 A 股同业平均 3.37 倍为高。然而，市场预期冠城大通的股东回报率亦较高。市场预测冠城大通 10 财年的股东回报率可达 27.2%，远高于同业平均 15.8%。因此，我们认为冠城大通的市帐率理应高于市场水平。我们将目标市帐率定为 5.81 倍，较同业平均 3.37 倍溢价 72%。

目标价由 0.86 港元调高至 0.99 港元，有 29%的上升空间。经过最近调整后，公司已经变得低估。评级从持有调高至买入。

恒生 AH 股溢价指数



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 (x)		
						H	F1	F2
零售及分销								
宝光实业	84.HK	港元	0.49	60	03/2009	326.7	-	-
Asia Commercial Holdings	104.HK	港元	0.60	46	03/2009	15.3	-	-
东方表行集团	398.HK	港元	1.72	83	03/2009	9.4	6.4	-
英皇钟表珠宝	887.HK	港元	0.51	296	12/2008	-	-	-
新宇亨得利	3389.HK	港元	2.95	1,548	12/2008	22.2	19.7	17.0
平均						93.4	13.0	17.0
生产、零售及分销								
飞亚达 A	000026.CH	人民币	12.68	404	12/2008	55.3	44.2	33.6
時計宝	TWIN.SP	新加坡元	0.145	54	06/2009	3.5	-	-
平均						29.4	44.2	33.6
中国海淀	256.HK	港元	0.77	352	12/2008	5.7	7.4	18.5

资料来源：彭博、公司资料、光大研究部估计

同业估值：A 股房地产公司

公司	代码	股价 (人民币)	市值 (百万人民币)	市帐率 (x)	股东回报率 (%)		
					H	F1	F2
万科 A	000002.CH	10.36	110.9	3.26	13.2	14.8	17.3
招商地产	000024.CH	24.59	39.0	2.70	10.8	10.9	13.3
亿城股份	000616.CH	6.63	6.0	2.29	11.4	12.0	13.0
保利地产	600048.CH	21.22	74.7	3.20	17.2	17.6	18.7
新湖中宝	600208.CH	9.34	31.6	5.32	20.6	17.5	18.7
金地集团	600383.CH	13.24	32.9	2.35	9.5	11.0	12.8
中华企业	600675.CH	13.98	15.2	4.47	15.1	16.1	16.7
平均				3.37	14.0	14.3	15.8
冠城大通	600067.CH	13.00	8.0	5.08	14.5	18.4	27.2

资料来源：彭博

分部综合估值法

	港元 / 每		附注
	百万港元	股	
钟表业务(包括漆包线及投资物业)	1,989	0.56	13.5 倍 10 财年市盈率
冠城大通(600067.CH) (1.178 亿股除权股份@人民币 13.43 元)	1,798	0.51	90.6m 股@目标市帐率 5.81 倍
冠城大通(600067.CH)配股	(270)	(0.08)	配股价@人民币 8.70 元
总计(35.43 亿股已发行股份)	3,517	0.99	

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
营业额					
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
总营业额	576	865	1,011	1,243	1,517
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)
经营利润	114	64	185	200	252
应占一家联营公司业绩	2	0	0	0	0
财务费用	(7)	(9)	(6)	(4)	(2)
税前利润	109	56	179	196	250
税项	(7)	(16)	(36)	(41)	(53)
税后利润	102	40	143	155	198
已终止经营业务	326	252	231	0	0
少数股东权益	0	(1)	(5)	(8)	(12)
净利润	427	290	369	148	186
每股盈利(港元)	0.239	0.134	0.104	0.042	0.053
每股股息(港元)	0.000	0.025	0.015	0.008	0.010

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
总资产	1,685	2,404	2,759	2,969	3,289
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
总资本及负债	1,685	2,404	2,759	2,969	3,289

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
经营现金流	58	35	376	(14)	246
资本开支净额	(74)	(29)	(25)	(25)	(25)
其他	(177)	(68)	(61)	(59)	(59)
投资现金流	(250)	(97)	(86)	(84)	(84)
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
融资现金流	49	45	(43)	0	0
现金流净额	(144)	(16)	247	(98)	162

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	126.2
- 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	1.0	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

谭思晋, CFA +852 2530-8394 Kevin.Tam@everbright165.com ■ 电讯业 ■ 媒体	韩翠茵 +852 2860-1172 Barbara.Hon@everbright165.com ■ 工业 ■ 中、小市值股	张春美 +852 2530-8392 Nikita.Zhang@everbright165.com ■ 石油、天然气 ■ 煤、能源
梁嘉诚 +852 2530-8390 Ric.Leung@everbright165.com ■ 交通 ■ 建筑及机械	周健锋 +852 2530-8226 Patrick.Chow@everbright165.com ■ 房地产 ■ 综合企业	

光大证券研究所 – 上海

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