

# 睿智投資

## 中國聯塑 (2128 HK, HK\$3.53, 未評級) — 在建項目放緩的巨大挑戰

- ❖ **2011 上半年財務簡報。**公司今年上半年收入為 45.65 億元(人民幣・下同)，同比增長 37.4%，比去年同期為 33.23 億元。在銷量和均價方面都錄得增長，今年上半年的銷量為 43.1 萬噸，同比增加 22.9%，去年上半年為 35.1 萬噸，而均價方面，從 2010 上半年的每噸 9,470 元，上升至今年上半年的每噸 10,587 元。然而毛利率卻有所下降，從 2010 上半年的 26.5%，同比下降 2.8 個百分點，至今年上半年的 23.7%，主要是由於公司策略性下調非 PVC 塑膠產品的價格以提高市場佔有率所致。
- ❖ **大力發展非 PVC 塑膠管材市場。**公司的非 PVC 塑膠製品的毛利率，在 2010 上半年約為 31.8%，與今年上半年的 23.3% 比較，下降了 8.5 個百分點。據管理層表示，毛利率下降的主要原因是公司在非 PVC 塑膠製品方面，在今年上半年作了一個策略性的價格下調，以擴大市場份額。對比 PVC，非 PVC 的效用比較廣泛，這由於它可以忍受惡劣的環境，如高溫差和地震等。市場預計，非 PVC 的增長在未來將超過行業的平均增長。公司目前在 PVC 和非 PVC 管導市場，均為最大生產商。在今年上半年，非 PVC 業務貢獻了約 32.9% 的收入。
- ❖ **住宅建築項目放緩。**公司現時最大的挑戰，是中國建設項目放緩。公司約 35% 的銷售來自地產發展商，如恆大 (3333 HK)，龍湖 (960 HK) 和保利香港 (119 HK)。在緊縮的貨幣政策之下，房地產開發商的流動資金減少，他們亦放慢了新項目的建設步伐。此外，中國保障性住房項目受地方債務的問題的影響，步伐也減慢了，因此塑膠管材的需求在今年下半年以至明年上半年都面臨巨大的挑戰。
- ❖ 在中國緊縮的貨幣政策和高通脹的環境下，一方面公司的銷量增長受到抑壓；而另一方面，由於生產成本的上漲，進一步削弱了盈利能力，淨收入增長預計因而放緩。根據彭博，估計 2011 財年的淨收入約為人民幣 12.43 億元，比去年同期增長 9.7%。現價為 6.9x 2011 財年市盈率，對比其最接近的競爭對手 — 偉星新材 (002372 CH) 的 2011 財年 20.5 市盈率，中國聯塑正處於一個比較合理的水準。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額(人民幣百萬元)	5,322	7,712	10,382	12,980	15,313
淨利潤(人民幣百萬元)	644	1,133	1,243	1,510	1,786
每股收益(人民幣)	0.29	0.42	0.41	0.50	0.59
每股收益變動(%)	N/A	47.9	(2.2)	21.5	17.3
市盈率(x)	10.0	6.8	6.9	5.7	4.8
市帳率(x)	N/A	2.2	1.8	1.5	1.2
股息率(%)	N/A	4.0	3.6	4.3	5.2
權益收益率(%)	87.9	44.9	27.5	26.6	25.5
淨財務槓桿率(%)	79.0	淨現金	5.3	10.2	3.7

來源: 公司及彭博

### 中國聯塑 (2128 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$3.53
目標價	N.A.
市值(港幣百萬)	10,490
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	51.0
52 周高/低(港幣)	8.04 / 2.52
發行股數(百萬股)	3,006
主要股東	黃聯禧 (70.0%)

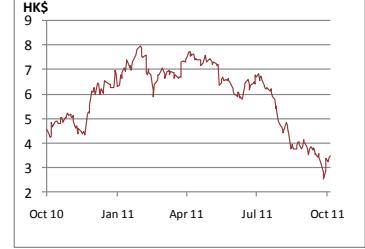
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-8.4%	-4.9%
3 月	-48.2%	-38.0%
6 月	-53.8%	-39.1%

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。