

旭光高新材料 (67 HK, HK\$1.70, 买入, 目标价: HK\$2.86) - 高速成长的新材料制造商

- ❖ **药用芒硝业务有望快速发展。**旭光高新材料(旭光)是世界最大的天然芒硝生产商，也是国内唯一一家获得生产药用芒硝 GMP 认证并于 2011 年上半年成功推出临床用药的企业。从目前收到医院的回馈来看，效果较好。公司的芒硝成药相比目前的替代品来说具有无副作用、效果更好的特点，且相比进口药具有很大价格优势。我们预计药用芒硝的收入可由 2010 年的 7.9 亿元(人民币，下同)增至 2011 年的 8.2 亿元和 2013 年的 10.8 亿元。2011 和 2012 年公司芒硝业务总收入有望分别达到 20.9 亿元和 25.4 亿元。芒硝业务受经济波动的负面影响较小。
- ❖ **未来 PPS 业务的成长空间巨大。**PPS(聚苯硫醚)是一种新型高性能热塑性树脂，广泛用于电子、汽车、机械、环保和航天领域。目前公司的 PPS 年产能为 3 万吨 PPS 树脂及 5,000 吨 PPS 纤维，是世界产能最大的 PPS 制造商。根据国家近期出台的火电厂新排放标准，我们预计 PPS 尤其是纤维级 PPS 的未来需求将高速增长。PPS 相关技术壁垒较高。公司的 PPS 扩产将于 2012 年四季度完成，届时树脂产能将达到 5.5 万吨，纤维产能将达到 2 万吨。我们预计 2011 和 2012 年 PPS 业务收入将分别达到 24 亿元和 26.8 亿元。
- ❖ **稳健增长的 2012 年和硕果累累的 2013 年。**2011-2013 年，旭光的药用/特种芒硝业务有望经历快速发展。我们测算三年内公司的销售收入的年均增速有望达到 53.8%，毛利率维持稳定，净利率在 37% 左右。旭光有望在 2011-2013 年达到 54.5% 的年均利润增速，同时现金流和负债情况均有所改善。
- ❖ **主要风险包括：**1) 经济增速放缓；2) PPS 和芒硝需求下降；3) 现金流状况恶化；4) 市场新进入者的竞争；5) 较弱的现金周转率和营运资本管理。
- ❖ **展望未来，公司的芒硝业务防御性较强，而药用芒硝和 PPS 业务未来发展潜力巨大。**考虑到公司发展前景较正面且现金流和资产负债表有望继续改善，我们首次给予旭光买入评级，目标价 2.86 港元，对应 2012 年 6.9 倍市盈率(过去两年平均市盈率水平)，较现价有 67.1% 的上升空间。

旭光高新材料 (67 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.71
目标价	HK\$2.86
市值(港币百万)	9,658
过去 3 月平均交易(港币百万)	198
52 周高/低(港币)	4.52/1.06
发行股数(百万股)	5,648
主要股东	索朗多吉(33.2%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	20.4%	16.0%
3 月	-22.6%	-20.3%
6 月	-58.6%	-49.4%

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	FY11F	FY12F	FY13F
营业额(人民币百万元)	1,344	1,961	4,491	5,221	7,134
净利润(人民币百万元)	533	729	1,651	1,918	2,687
每股收益(人民币)	0.09	0.13	0.31	0.34	0.48
每股收益变动(%)	7.8	22.7	(18.3)	11.0	40.1
市盈率(x)	4.9	3.9	4.5	4.1	2.9
市帐率(x)	1.5	1.1	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	N/A	4.2	5.5	6.1	8.5
权益收益率(%)	41.4	33.7	20.3	13.2	16.4
净财务杠杆率(%)	58.4	38.8	10.0	5.7	净现金

来源: 公司及招銀国际

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。