



BEA securities
東亞證券

East Asia Securities Company Limited

東亞證券有限公司

香港德輔道中10號東亞銀行大廈9樓

證券買賣: 2308 8200 研究部: 3608 8098 傳真: 3608 6113

分析員: Kelvin Li

2011年6月8日

【新股研究】

翔宇疏浚控股有限公司 (00871)

獨家全球協調人、牽頭賬簿管理人及聯席牽頭經辦人 : 建銀國際
 獨家保薦人 : 摩根士丹利
 副賬簿管理人及聯席牽頭經辦人 : 國泰君安國際

<p>全球發售股份數目: 200,000,000 股 (佔擴大後股本 25%)</p> <p>香港發售股數: 20,000,000 股 (10%) 國際發售股數: 180,000,000 股 (90%)</p> <p>超額配股權: 最多 30,000,000 股</p>	<p>業務概覽:</p> <p>翔宇疏浚(‘集團’), 以 2010 年的疏浚量計算, 為中國最大私營疏浚公司。集團於 2010 年在私營疏浚公司中及中國所有疏浚公司間的市場佔有率分別為 15.5%及 2.4%。集團主要從事提供基建疏浚、填海疏浚、維護疏浚及環保疏浚業務。此外, 集團亦提供疏浚相關工程服務, 包括小面積土地吹填工程、短期造路工程及土壤壓實。</p> <p>集團自 2007 年 7 月開始於中國提供疏浚服務。於往績記錄期間, 按收益計算, 集團的兩大客戶為中交天航和長江武漢航道。中交天航和長江武漢航道分別為中國交通建設(01800)及中國交通運輸部長江航務管理局的附屬公司。</p> <p>截至 2010 年末, 集團營運 9 艘挖泥船, 當中包括 3 艘自有挖泥船及 6 艘包租挖泥船。除了自有及包租挖泥船外, 集團亦委聘其分包商以完成其疏浚工程合約。</p>
<p>發售價: 每股 3.19 港元 - 4.07 港元 市值: 25.52 億港元 - 32.56 億港元 備考 2010 年市盈率(以全面攤薄基準計算): 22.4 倍 - 28.6 倍 公司 2011 年上半年股東應佔溢利預測: 不少於 9,400 萬元人民幣 備考經調整有形資產淨值: 每股 1.36 港元 - 1.57 港元 僱員數目: 184 (於 2010 年 12 月 31 日)</p>	
<p>香港公開發售日期: 2011 年 6 月 8 日 - 2011 年 6 月 13 日 中午</p> <p>收款銀行: 中國建設銀行(亞洲) 渣打銀行(香港)</p> <p>香港證券登記處: 卓佳證券登記有限公司</p> <p>上市日期: 2011 年 6 月 20 日</p>	

本報告僅作參考資料之用, 本公司(東亞證券有限公司)並不會就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容, 均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據本公司認為可靠的資料而編製, 惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。於本報告編製之時, 本公司並未持有本報告內提及公司之任何權益, 惟東亞銀行集團之其他成員則可能不時持有本報告內提及公司之權益。

□ 是次全球發售完成後股東架構 (假設未行使超額配股權)：

旺基有限公司 - 由集團創辦人兼行政總裁劉開進先生(‘劉先生’)全資擁有	40.64%
深旺有限公司 - 由非執行主席董立勇全資擁有	20.00%
鴻竣投資有限公司(首次公開發售前投資者) - 為建銀國際資產管理有限公司全資附屬公司	8.63%
高統投資有限公司(首次公開發售前投資者) - 為工銀國際投資管理有限公司全資附屬公司	5.74%
公眾股東	25.00%
	<u>100.00%</u>

□ 所得款項用途：

是次全球發售所得淨額估計為 6.45 億港元 (假設發售價為每股 3.63 港元及未行使超額配股權)

	(百萬港元)
用作購置挖泥船及疏浚設備	516.0
用作改善挖泥船的現有設備及機器	45.1
用作支持業務擴充，包括設立新項目辦公室及管理資訊系統電腦化	19.4
用於營運資金	64.5

□ 財務資產概覽：

	截至 12 月 31 日止年度		
	2008	2009	2010
	人民幣百萬元	人民幣百萬元	人民幣百萬元
收入	133.3	346.5	374.9
毛利	61.4	123.6	170.1
經營溢利	62.7	123.3	160.8
淨利潤	45.7	88.8	95.0
毛利率	46.0%	35.7%	45.4%
經營溢利率	47.1%	35.6%	42.9%
淨利潤率	34.2%	25.6%	25.3%
	2008 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日
淨負債比率	8.3%	15.4%	6.3%

□ 集團工程合同資料節錄：

(人民幣 百萬元)	2008 年	2009 年	2010 年
新簽合同	222.9	269.9	1,409.5
已完成訂單	101.1	297.7	375.4
(人民幣 百萬元)	2008 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日
年末訂單餘額	138.0	110.2	1,144.3

□ 同業比較：

	翔宇疏浚 (00871)		中國交通建設 (01800)		中國中鐵 (00390)	
	2010 年	2011 年預計	2010 年	2011 年預計	2010 年	2011 年預計
市盈率	22.4x - 28.6x	7x-9x*	8.9x	8.2x	9.1x	7.3x
市值 (億港元)	25.5-32.6		317.5		161.1 (H 股)	

資源來源：路透；備註：(*) 根據首次公開發售前投資協議中的盈利保證推算。

□ **優勢與發展機遇：**

- ✓ 受內地沿岸工業區發展所帶動，中國的總疏浚量由 2006 年的 4.38 億立方米上升至 2010 年的 13.11 億立方米，於「第十一個五年計劃」(2006 年 - 2010 年)期間年複合增長率達 31.5%。內地對於疏浚服務的需求於「第十二個五年計劃」(2011 年 - 2015 年)預期將保持殷切，而總疏浚量的年複合增長率預計可達 27.1%。
- ✓ 集團於 2010 年錄得強勁的合同增長。去年，集團新簽訂合同達 14.1 億元人民幣，較 2009 年的 2.70 億元人民幣增長超過 4 倍。集團於年末的未完成合同總額，亦相應由 2009 年的 1.1 億元人民幣，大幅上升至 2010 年末的 11.4 億元人民幣，按年升幅超過 9 倍。
- ✓ 集團現時手頭上持有多項疏浚項目合同，包括曹妃甸工業區項目、大連長興島港項目、營口港項目、天津港項目、鹽都市河流項目等，相關個別項目合同總額達 1.4 億元人民幣至 18 億元人民幣。與此同時，集團亦就另外三個新疏浚項目簽訂框架協議或意向書，所涉及項目合同總額達 12 億元人民幣至‘數十億’元人民幣。
- ✓ 集團於往績期間錄得 36%-46%的可觀毛利率，高於行業龍頭企業如中交建(01800)，後者因原材料成本及分包成本上升而令毛利受壓。
- ✓ 受惠於內地對疏浚服務的殷切需求，集團預期於 2011 年將錄得可觀盈利增長。集團預期 2011 年上半年將錄得不少於 9,400 萬元人民幣淨利，接近 2010 年全年的 9,500 萬元人民幣淨利。根據控股股東劉先生與首次公開發售前投資者所訂立的盈利保證(集團 2011 年淨利不少於 3 億元人民幣)推算，翔宇疏浚是次首次公開發售的訂價將介乎於 7 倍至 9 倍 2011 年預測市盈率。

□ **劣勢與風險：**

- × 於往績期內，首 5 大客戶佔集團總收入達 97%-99%，而最大客戶則佔 50%-54%，令集團的業務高度集中。
- × 於 2010 年末，集團的挖泥船隊數目達 9 艘，當中 6 艘為包租(非自有)，而包租的年期通常為 1 至 2 年。正因內地對挖泥船的需求殷切，集團重訂包租合約時或未能取得有利條件(如合約訂價)。
- × 根據首次公開發售前投資協議，倘集團未能達到若干淨利及市值水平，劉先生及旺基有限公司(劉先生全資擁有)必須向首次公開發售前投資者作若干現金補償。劉先生及旺基有限公司於該等協議下的潛在負債為 7.66 億港元。倘若劉先生需要履行其補償責任，劉先生及旺基有限公司或需要於市場拋售其持股以取得足夠資金。

投資建議：認購

重要披露 / 分析員聲明 / 免責聲明

本報告為東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）之全資附屬機構 – 東亞證券有限公司（「東亞證券」）所編製。

主要負責本報告內容（不論全部或部分）之每一位分析員申明 (i) 本報告內容準確反映其對本報告所提及的公司或證券所持的個人觀點；及 (ii) 其所得報酬與本報告所提及的意見或觀點並不構成任何直接或間接之關係。

本報告僅作參考資料之用，本公司無意就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容，均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據東亞證券認為可靠的資料而編製，惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。而本報告所載之資料及意見，乃反映本報告在發表之日有關分析員的見解，本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。本報告所提及的意見，並未考慮讀者之任何特定投資目標、財務狀況及任何特定需要，投資者須獨立思考，不應依賴本報告而作出其投資決定。投資涉及風險，投資者應小心作出投資決定。如有需要，並應向其他專業顧問尋求獨立的法律或財務意見。東亞證券有限公司及/或東亞銀行集團不會就任何人士因使用本報告或其內容而招致的任何直接或間接損失而負上任何責任。

於本報告編製之時，東亞證券並未持有本報告所提及的公司之任何權益，而東亞銀行與集團內之其他聯屬/聯營公司及/或有聯繫人士，則可能不時持有本報告提及的公司權益。東亞銀行及其聯屬/聯營公司、有關的董事及/或員工均可能就本報告所提及的股份持倉、及/或就該等股份作出交易，及/或為該等公司提供/尋求提供經紀、投資銀行及其他銀行服務。

東亞銀行及/或其聯屬/聯營公司可能就本報告所提及之股份實益持有 1%或以上之任何普通股權益；並可能於過去 12 個月及/或未來 3 個月內，因向本報告所提及的公司提供投資銀行服務而向該公司 / 該等公司收取相關的報酬。

本報告並不擬向屬於任何司法管轄區的市民或居民，或其所在的任何人士或機構派發或供其使用，以致該等派發、刊載、提供或使用違反當地適用之法律或規例。