

TK Group (2283 HK)

High growth+ low valuation

TK Group (“TK” or “the Company”) is an integrated injection molding solution supplier which combines mold design and plastic injection components fabrication in China. The company’s core competitiveness lies in its excellent mold design ability. TK’s compound income growth rate has been 43% since 2010, by virtue of third-party sales representatives and production capacity expansion. We expect 2014-15 net income to be HK\$ 1.52 bn and 1.75 bn respectively, up 31% and 14%. Based on DCF and P/E methodologies, we set 1-yr target price at HK\$1.74, which equals to 12.4x 2013E P/E and 9.6x 2014E P/E, implying 34% upside potential.

High-quality customer base TK’s customers are mostly renowned enterprises. The fact that multinational companies and their suppliers do not change suppliers easily forms an entry barrier. TK’s long-standing relationships with its customers also help stabilize business volume.

One-stop platform to realize cross sales and service enhancement TK relies on its competitive mold fabrication capability to realize the vertical integration of design and manufacturing services of mold fabrication and plastic injection components. On one hand, there can be cross-sales between and among various businesses of mold fabrication and plastic injection. On the other hand, integration of technology and service can be realized in order to improve customer satisfaction.

Stable and experienced management team All of TK’s founders and CEO have at least 25 years of industry experience. As of June 30, 2013, 52 of the 98 middle and senior management staff have been in service for at least 5 years, forming a rather stable management team. In particular, the Chairman of the Board has attained achievements recognized by local governments and various organizations in the industry.

The industry is still in its growing stage An Ipsos report estimated that the gross output value of plastic injection molding with a precision grade of MT3 or above will be about RMB40.8 bn by 2017, implying 10.0% compound growth rate of 2013-17. The gross production of plastic injection components made by plastic injection molding will be around RMB1,043.8 bn, with a 15.0% annual compound growth rate of 2013-17.

Valuation We expect 2013-2015 EPS to be HK\$0.14, HK\$0.18 and HK\$0.21 respectively. We set 1-yr target price at HK\$1.74. We give BUY rating.

Financials

HK\$ mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	791	1120	1259	1442	1739
Growth(%)	46%	42%	12%	14%	21%
Net income	84	135	112	152	175
Growth(%)	103%	52%	-19%	32%	14%
EPS(RMB)			0.14	0.18	0.21
P/E(X)			9.0	6.8	6.0
P/B(X)			1.7	1.4	1.2
ROE(%)			19%	20%	20%

Source: Company data, CMS(HK) estimate

Buy

(Initiation)

Target Price: HK\$ 1.74

Current price: HK\$1.30

China Merchants Securities (HK)
Ling Hua
86-755-83277471
hualing@cmschina.com.cn

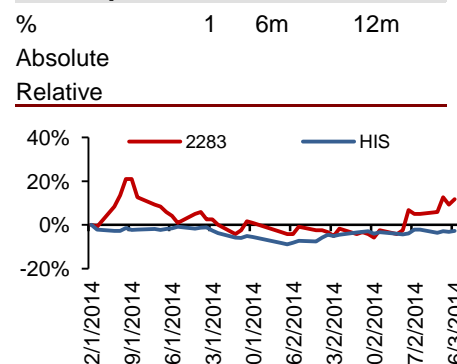
06 Mar 2014

Key data

HSI Index	22579.78
HSCEI Index	9661.99
S/O(mn)	827
S/O (HK)(mn)	827
Mkt cap (HK\$) (mn)	1075
BVPS(HKD)	1.7

Major shareholder	Holding (%)
Eastern Mix	49.36%
Free float	27.42%
Industry	Industrial Goods

Share performance



Source: Bloomberg

Related research

东江集团控股(2283.HK)

高成长+低估值=好股票

东江集团（“东江”或“公司”）是中国一家集模具设计和注塑组件制作于一体的综合注塑解决方案供货商。公司优秀的模具设计能力是核心竞争力所在。自2010年以来公司借助第三方销售代表和产能扩张，收入年复合增长率达43%。我们预计2014-2015年净利润为港币1.52亿和1.75亿，增长31%和14%。我们结合现金流折现法和市盈率估值法给予公司一年目标价1.74港元，相当于12.4 x 2013E P/E 以及9.6x 2014E P/E，与现价相比尚有34%的上涨空间。

优质的客户基础 公司的客户主要是来自众多行业的国际知名企业，而跨国公司及其供货商不会轻易变更供货商，因此对新加入者会形成进入壁垒。此外公司已与众多客户有多年业务关系，从而有利于稳定业务量。

一站式平台实现交叉销售和提升服务 公司依托具有竞争力的模具制作能力，实现了模具以及注塑组件设计及制造服务的垂直整合。一方面模具制作业务及注塑业务可以交叉销售，另一方面也利于实现技术与服务一体化，以提高客户满意度。

管理团队稳定并富于经验 公司创办人和行政总裁各自拥有25年或以上的行业经验，截至2013年6月30日，公司98位中高级管理人员中的52位已服务至少五年，管理团队较为稳定。特别是公司董事长作为灵魂人物，其成就已获得当地市政府及众多行业组织的认可。

行业仍处于增长阶段 根据Ipsos报告，预计2017年中国精密度为MT3或以上的注塑模具总产值约人民币408亿元，2013-2017年年复合增长率约为10.0%，而通过注塑制造的注塑组件总产能预计约人民币10,438亿元，2013-2017年年复合增长率约为15.0%。

估值 我们预期2013-2015年每股盈利为0.14港元、0.18港元和0.21港元。结合现金流折现法和市盈率估值法，给予公司一年目标价港币1.74，给予公司“买入”投资评级。

盈利预测及估值

港币 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	791	1120	1259	1442	1739
同比增长 (%)	46%	42%	12%	14%	21%
净利润	84	135	112	152	175
同比增长 (%)	103%	52%	-19%	32%	14%
每股盈利 (元)			0.14	0.18	0.21
市盈率 (X)			9.0	6.8	6.0
市净率 (X)			1.7	1.4	1.2
ROE (%)			19%	20%	20%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

买入

(首次覆盖)

目标价：HK\$ 1.74

现价：HK\$1.30

招商证券(香港)研究部
华玲

86-755-83277471

hualing@cmschina.com.cn

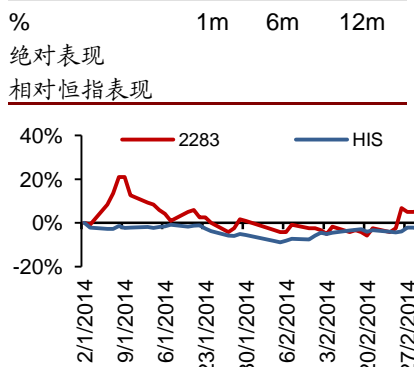
2014年3月6日

基础数据

恒生指数	22579.78
H股指数	9661.99
总股数(万股)	82660
港股股数(万股)	82660
港股市值(港元百万)	1075
每股净资产(港元)	1.7

主要股东	持股(%)
集东	49.36%
自由流通股	27.42%
行业	工业制品

股价表现



资料来源：彭博

相关报告

正文目錄

一、投資概要	4
二、企業競爭態勢分析(SWOT 分析)	6
(一)、競爭優勢	6
(二)、競爭劣勢	7
(三)、潛在機會	8
(四)、潛在威脅	10
三、公司经营情况分析	11
1、公司概况：三十而立	11
2、管理团队经验丰富	11
3、产品：注塑模具+注塑组件	12
4、公司技术领先	14
5、产能持续扩张	15
6、运营模式：直销大客户，积极开发第三方代理	16
四、未来发展策略以及资本开支计划	17
五、估值	18
六、风险因素	21
附录	22
财务预测表	23
免责条款	24

一、投资概要

来自众多行业的国际知名企业组成不断增长颇具规模的客户基础

公司已与众多具有国际知名度的企业建立了客户关系，如ABB、Electrolux、Whirlpool、Promens、Polycom及一家领先的闪存产品公司。而跨国公司及其供应商不会轻易变更供货商。因此，对新加入者会形成进入壁垒。此外公司已与众多客户的有多年业务关系，从而有利于稳定业务量。

模具设计和制作技术是公司核心竞争力的体现

模具是注塑工业之母，具有竞争力的模具制作能力不但是公司获得优质客户的核心，同时与注塑组件的销售相互促进。根据Ipsos的统计，2012年按制作注塑模具收入公司排名位列全国第二，同时公司于2010年获得香港工业总会香港模具协会颁发的「工具设计奖-金奖」。

一站式综合注塑解决方案平台有利于实现交叉销售和提升服务

公司依托具有竞争力的模具制作能力，实现了模具以及注塑组件设计及制造服务的垂直整合。一方面模具制作业务及注塑业务可以交叉销售，另一方面也利于实现技术与服务一体化，以提高客户满意度。例如公司在模具制作方面的声誉可吸引客户委聘制造注塑组件。在客户的产品设计过程中，公司还可提供有关模具及注塑组件的售前设计、可行性及优化建议，使公司在早期阶段就积极参与客户产品的设计及开发过程，从而在竞争中脱颖而出。

管理团队稳定并富于经验

公司创办人和行政总裁各自拥有25年或以上的行业经验。截至2013年6月30日，公司98位中高级管理人员中的52位已经服务至少五年，管理团队较为稳定。特别是公司董事长李沛良先生作为建立及宣扬企业文化的灵魂人物，其成就已获得当地市政府及众多行业组织的认可。

行业仍处于增长阶段

根据Ipsos报告，预计2017年中国精密度为MT3或以上的注塑模具总生产产值约人民币408亿元，2013-2017年复合年增长率约为10.0%，而通过注塑制造的注塑组件总产能预计约人民币10,438亿元，2013-2017年

复合年增长率约为15.0%。两个分部生产产值的增长主要由于(i)预期的全球经济复苏；及(ii)受中国政府政策旨在升级并改进注塑模具行业产品质量及生产技术水平（根据十二五计划）的驱动，国内需求的强劲增长所致。

盈利预测

我们预计2013年-2015年收入分别为港币12.6亿,14.4亿和17.4亿,增长12%,14%和21%。其增长动力主要来源于:1)产能继续扩张。2)销售网络拓展,包括第三方合约销售代表等策略。预计2013-2015年由于注塑组件增长快于模具增长,低毛利率注塑组件比重提升使毛利率下降至31%-32%。预计2013-2015年ROE分别为18%,21%和20%。

估值

我们预期2013-2015年每股盈利为0.14港元,0.18港元和0.21港元。结合现金流折现法和市盈率估值法得出东江的估值为1.74港元,我们给予买入评级。基于假设,我们通过DCF方法得出东江的估值为1.47港元,相当于10.5x 2013E P/E 以及8.0 x 2014E P/E。在P/E估值方面,我们选取了9家在全球上市同业公司进行对比,基于保守原则,选取11.2x作为东江的合理估值水平,得出2.02港元。这是基于2014年预期行业平均市盈率所得。我们认为东江在1)销售和利润增长率;2)利润率;3)资产收益率均高于我们选取的同业公司平均,因此行业平均市盈率作为估值中枢较为合理审慎。

二、企业竞争态势分析 (SWOT分析)

2010-2012年东江的销售收入录得高速增长，从2010年的5.4亿增长至2012年的11.0亿，年复合增长达43%。同期净利润从4,400万增长至1.4亿，年复合增长率高达73%。这主要得益于公司内在竞争优势，同时产能的扩张和第三方销售代表的引入成为外部催化剂。下文将详细分析公司竞争态势。

(一)、竞争优势

1、来自众多行业的国际知名企业组成不断增长颇具规模的客户基础

公司已与众多具有国际知名度的企业建立了客户关系，如ABB、Electrolux、Whirlpool、Promens、Polycom及一家领先的闪存产品公司。而跨国公司及其供货商的供货商通常有一套各自的供应商资格及质量控制标准。为保证产品质量，跨国公司不会轻易变更供货商。因此，对新加入者会形成进入壁垒。

公司发展目标客户的策略是不断识别、定位业内或公司预期快速发展的产业，从而争取与目标行业中的主要同业建立业务关系。在过去个案中，由于公司在目标产业及客户的早期发展阶段便进入市场，从而与该产业或主要同业一同成长。由于公司已与众多客户的有多年业务关系，从而有利于稳固业务量。

2、模具设计和制作技术是公司核心竞争力的体现

模具是注塑工业之母，具有竞争力的模具制作能力不但是公司获得优质客户的核心，同时与注塑组件的销售相互促进。根据Ipsos的统计，2012年按制作注塑模具收入公司排名位列全国第二，同时公司于2010年获得香港工业总会香港模具协会颁发的「工具设计奖-金奖」，而一家旧集团公司于2011年获中国政府认可为国家级别的「高新技术企业」。目前公司在中国拥有三项发明专利。于2013年6月30日，204名模具制作雇员拥有至少五年的行业经验，94名拥有学士学位或更高学历。

3、垂直整合的一站式综合注塑解决方案平台有利于实现交叉销售

公司致力于打造垂直整合的综合注塑解决方案平台，能提供从注塑组建的机械设计——模具设计——模具制作——注塑组件制造——二次加

工一站式服务。一方面模具制作业务及注塑业务具有很好的交叉销售作用，另一方面也利于实现技术与服务一体化，以提高客户满意度。例如公司在模具制作方面的声誉已吸引客户委聘制造注塑组件。在客户的产品设计过程中，公司还可提供有关模具及注塑组件的售前设计、可行性及优化建议。该服务为增值服务，不另行收取费用。使公司在早期阶段就积极参与客户产品的设计及开发过程（尤其是客户的新产品线），从而使自身脱颖而出。此外，两个业务部的事业单位亦共同致力于提供售前建议并解决注塑工序中出现的问题，进一步提高生产能力。

4、管理团队稳定并富于经验

公司创办人和行政总裁各自拥有25年或以上的行业经验。于2013年6月30日，公司485名雇员拥有至少五年行业经验，98位中高级管理人员中的52位已服务至少五年，管理团队较为稳定。特别是公司董事长李沛良先生作为建立及宣扬企业文化的灵魂人物，其成就已获得当地市政府及众多行业组织的认可。李先生曾于2003年及2004年获得「香港青年工业家奖」及「深圳机械行业杰出人物」称号，担任包括2010年中国人民政治协商会议深圳市委员会委员、深圳光明新区总商会（工商联）会长、香港青年工业家协会会长等多项社会公职。

（二）、竞争劣势

1、直接营销能力有待加强

公司的营销体系主要分直销和独立第三方销售，公司于2010年开始加强第三方合约销售代表，其引入的客户所带来收入占公司收入的比例逐步上升。以2012年为例，公司收入10.96亿港币，其中第三方销售代表带来的收入逾35.0%，如剔除此项收入则直销收入同比下降9%。我们认为公司的直接营销能力有待加强。

第三方合约销售方式虽然具有低成本高收益的特点，但合作关系具有不稳定性，如果合约关系终止，会面临有关客户可能流向竞争对手的风险。

2、大客户依赖

于2010年、2011年及2012年以及截至2013年6月30日，来自公司前五大客户的收入合共分别占总收入约30.7%、40.6%、39.2%及32.5%，而最大客户分别占总收入约11.3%、15.1%、14.0%及8.2%。特别近期收

益增长主要是由于尚未建立长久业务关系的新客户订单，其中任何一名客户的销售减少或终止或会对公司的经营业绩和财务状况产生重大不利影响。

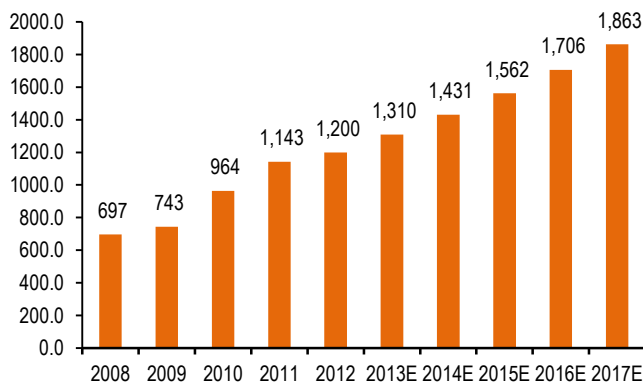
(三)、潜在机会

1. 下游产业需求增长和科技或新产品带动注塑组件和模具需求增长

根据Ipsos报告，注塑行业主要需求动力主要来源于若干下游产业的需求增长，如家电、汽车、移动设备、数码设备、医疗设备、商业通讯行业及弹珠机；以及该下游产业科技及/或新产品的变动带来的需求增长。根据Ipsos的判断注塑模具制作及注塑行业分部正处于增长阶段。

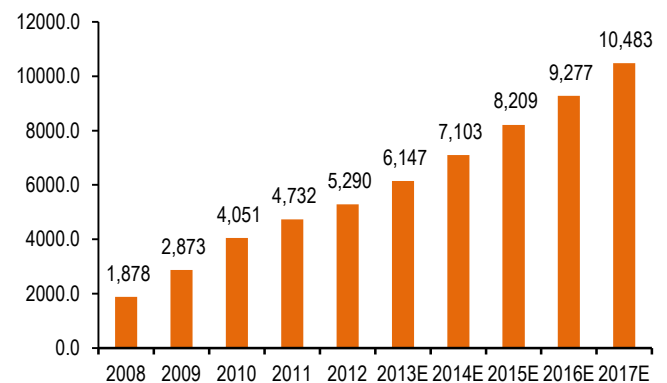
- a) **家电** 得益于材料及生产技术的提高，塑料组件在家用电器的生产中可替代金属组件，预期塑料在家用电器行业的使用将继续扩大。
- b) **汽车** 汽车塑料制品是中国塑料业增长潜力巨大的一个行业部门。随着汽车发展趋势朝着轻型、节能和环保车辆发展，鉴于全球燃油节约趋势，预期汽车行业对通过注塑制造的注塑模具及注塑组件的采用将有所增加。

图 1:家用电器市场规模预测(人民币 十亿)



来源: Ipsos, 招商证券(香港)

图 2:汽车市场规模预测(人民币 十亿)



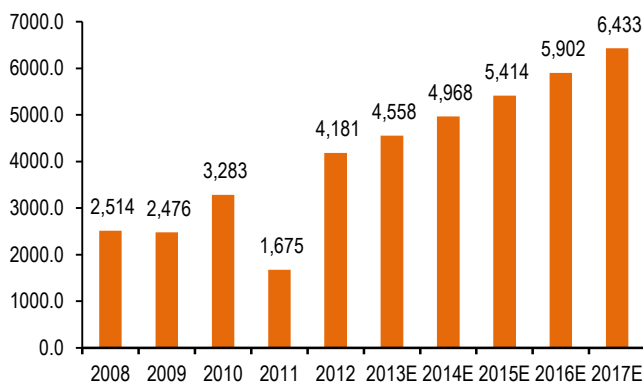
来源: Ipsos, 招商证券(香港)

- c) **数码设备** 近年来，中国消费者对高质量和先进手机的需求不断增长。因此，手机制造商热衷于改进手机的颜色、纹理和特征，从而增加了对通过注塑制造的注塑模具和注塑组件的需求。
- d) **商业通讯设备** 根据Ipsos报告，2012年中国商业通讯设备的产值估计达人民币7,561亿元，较2008年增加35.2%。随着国内商业通讯

设备的需求不断增加及中国持续的经济增长，中国商业设备通讯的产值有所增加，从而推动对国内对注塑模具及注塑的需求。

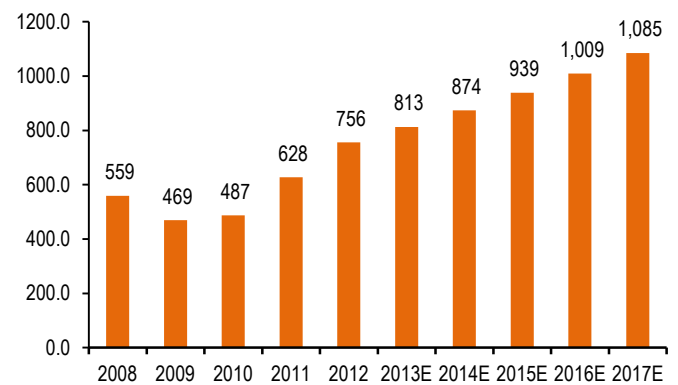
此外，十二五规划中宣布以通讯、网络化、电子政务等为重点。因此，预期中国政府将对商业通讯设备制造行业提供支持及投入，亦将拉动对中国注塑模具及注塑的需求。

图 3: 数码设备市场规模预测(人民币 十亿)



来源: Ipsos, 招商证券(香港)

图 4: 商业通信设备规模预测(人民币 十亿)



来源: Ipsos, 招商证券(香港)

e) **医疗设备行业** 根据Ipsos, 2012年上半年中国医疗设备行业总销售额约为6,870亿元, 2011年至2012年的增长率约为20.3%。由于人口老龄化导致医疗消费增长及中国居民收入水平提高, 预期未来五至十年医疗设备行业将以20%以上的复合年增长率增长。

根据Ipsos报告, 于2012年, 由于受设备及机械性能的限制, 中国模具制造无法满足国内对高效注塑模具的需求。于2012年, 40%的国内对高效注塑模具的需求乃通过进口满足, 金额接近130亿美元。

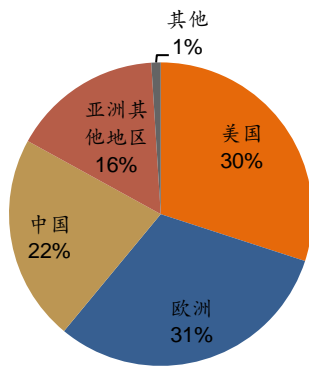
2、行业内供需结构不平衡, 总体过剩但对高效注塑模具供应不足

注塑行业整体来说供大于求或供需基本平衡, 但存在供需结构不平衡的状况, 对高效注塑模具存在供应不足。以医疗设备行业为例, 根据Ipsos报告2012年由于受设备及机械性能的限制, 中国模具制造无法满足国内对高效注塑模具的需求, 因此40%对高效注塑模具的需求不得通过进口满足, 金额接近130亿美元。

3、全球产业转移趋向中国

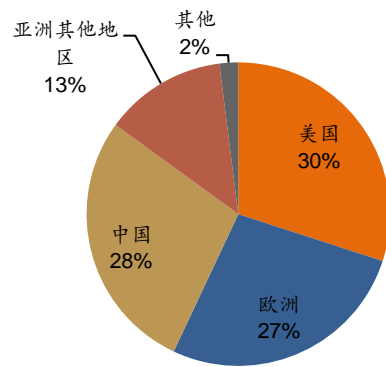
从历史上来看，美国及德国为使用注塑工序制造注塑模具及注塑组件全球产能最高的两个国家。然而近几年来，由于中国低廉的劳动力成本，外资企业兴起将制造基地搬迁至中国的趋势，并增加于中国注塑模具制作及注塑行业分部的投资。于2012年，全球注塑模具的生产产值为人民币1,150亿元，欧洲国家、美国及中国分别占全球总生产产值的31%、30%及22%。注塑组件的全球生产产值方面，美国、欧洲国家及中国分别占全球总生产产值的30%、27%及28%。自2008年至2012年，中国注塑模具的进出口额分别以约2.7%及18.2%的复合年增长率增长。

图 5:2012 年全球注塑模具产值分布



来源: Ipsos, 招商证券 (香港)

图 6: 2012 年全球注塑组件产值分布



来源: Ipsos, 招商证券 (香港)

(四)、潜在威胁

1、国外竞争者抢占中国市场 国际同行在进入中国后，并未大规模设厂，因此东江相对于国际同行更具有成本和价格优势。但一旦国际同行在中国设厂，其规模效应将降低成本，也将对公司产品造成威胁。

2、缺少有经验的员工 虽然精密注塑行业工人数量在增长，招聘有经验的专业工人仍然有一定难度。此外研发新产品和技术需要大量有研发经验的人才，由于目前行业主要参与者并不特别注重研发，因此市场上有研发经验的人才数量有限。

三、公司经营情况分析

1、 公司概况：三十而立

东江集团（“东江”或“公司”）的历史可追溯至1983年，李沛良先生与李良耀先生开始在香港从事模具制作业务。目前公司主要从事注塑模具的设计及制作和注塑组件的机械设计及制造注塑组件，是一家综合注塑解决方案供货商。根据Ipsos的资料，注塑模具行业集中度较低，以2012年制作注塑模具的收入计算，公司在中国排第二位。

根据 Ipsos 的资料，以 2012 年制作注塑模具的收入计算，公司在中国排第二位。

表1： 2012年中国注塑模具制造商模具制作所得收入排名

排名	公司名称	总部地址	2012 年收入 (人民币 百万)	市场占有率
1	公司 A	山东，青岛	349	1.4%
2	东江	广东，深圳	282	1.1%
3	公司 B	广东，深圳	267	1.1%
4	公司 C	江苏，常州	228	0.9%
5	公司 D	山东，青岛	160	0.6%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）

东江集团依托自身模具技术及制造工程力量，能为客户提供从产品设计、模具制造、注塑、二次加工到装配的全方位精密塑胶解决方案。服务的行业包括通讯、办公设备、数码产品、电子消费品、家电及汽车行业。业务范围已拓展至欧美及日本等国家和地区，拥有国际知名客户。

2、 管理团队经验丰富

公司主要管理层均在注塑模具制作及注塑行业拥有超过 25 年的经验。公司的创始人、董事长李沛良先生先后于 2003 年、2004 年分别被评为“香港青年工业家”及“深圳机械行业杰出人物”。公司中层管理人员有些曾就职于美国《FORTUNE》500 强企业有些加入公司超过十年。此外截至 2013 年 6 月 30 日，公司 98 位中高级管理人员中的 52 位已经服务至少五年，管理团队较为稳定。

表 2: 公司主要管理层及情况

管理层	职位	职能	经历
李沛良 (李良耀 先生胞 兄)	主席兼执 行董事	负责整体 管理及策 略规划	创办人之一。注塑模具制作及注塑行业 30 年经验。2003 年及 2004 年获得「香港青年工业家奖」及「深圳机械行业杰出人物」称号。担任包括 2010 年中国人民政治协商会议深圳市委 员会委员、深圳市光明新区总商会（工商联） 会长、香港青年工业家协会会长等多项社会公 职。
翁建翔	行政总裁 兼执行董 事	负责业务 计划的制 定及实施	注塑模具制作及注塑行业 25 年经验。1985 年 -1987 年任香港美国国家半导体有限公司的采 购员，组件工程师。1987 年-1989 年任虹志计 算机（远东）有限公司的采购工程师。1989 年 加入公司担任总经理，自 2000 年起任董事总经 理。
李良耀 (李沛良 先生胞 弟)	执行董事	负责采购	创办人之一。一直担任经理职位。注塑模具制 作及注塑行业 30 年经验。
张芳华	执行董事	负责财 政、税务、 审计及投 资及公司 秘书	于 2002 年 7 月加入公司出任财务总监。曾任职 于 Deloitte Ross Tohmatsu（现「德劝·关黄 陈方会计师行」），历任《FORTUNE》500 强制造公司及香港和美国的上市制造公司的财 务总监。已累积约 26 年的审计、会计及企业财 务经验。

公司的主要管理层均在注塑
模具制作及注塑行业拥有超
过 25 年的经验

来源：公司资料，招商证券（香港）

3、 产品：注塑模具+注塑组件

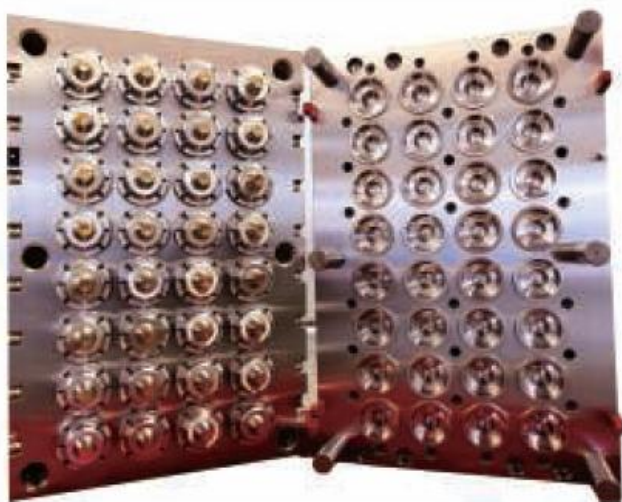
公司主要产品为注塑模具和注塑组件。2013年上半年注塑组件收入占比
达62.8%，注塑模具占比37.2%。注塑模具是注塑工序中必需的复合金
属结构，根据所需形状、特点及规格来设计及制作型腔以制造注塑组件。

表 3: 公司主要产品种类

产品	分类	特点	用途
注塑模具	高效模具	尺寸小，型腔多，结构简单，生产周期短	一般用于大量制造各类产品（包括 USB 闪存及智能手机配件等消费电子产品及一次性注射器等医疗产品）的互换性注塑组件
	标准模具	尺寸大，型腔少，结构复杂	用于制造各类产品（包括门板、手套箱及格栅等汽车部件、会议电话终端机等电讯设备以及洗衣机及冰箱等家用电器）的注塑组件
注塑组件	高效注塑组件	大量生产相同的注塑组件	例如 USB 闪存及智能手机
	标准注塑组件	复杂度较高，需要较多的二次加工程序	弹珠机等专业游戏机及会议电话终端机等通讯设备的注塑组件
	特种注塑组件	对标准注塑工序的多项修改，以达到预期的视觉及质量要求	视频游戏机等消费电子产品及智能手机等移动通讯设备外壳

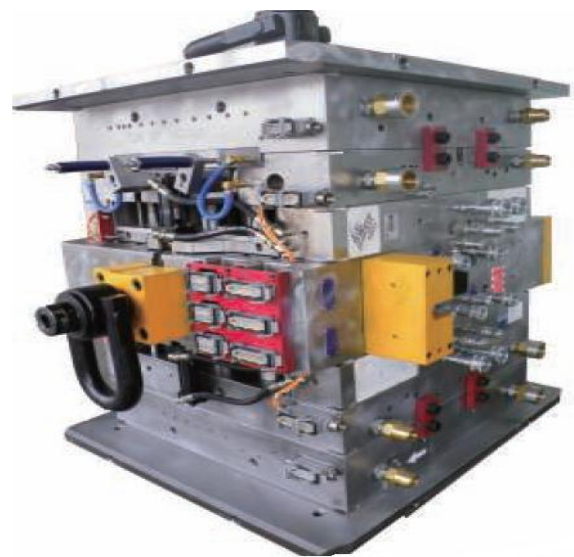
来源：公司资料，招商证券（香港）

图 7: 公司生产的高效模具



来源：公司资料，招商证券（香港）

图 8: 公司生产的标准模具



来源：公司资料，招商证券（香港）

图 9:公司生产的标准模具组件



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图 10: 公司生产的特种注塑组件



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

4、公司技术领先

模具设计制作是公司的核心竞争力。 模具是注塑工业之母，同时制作优质注塑模具的专业技能和专业知识也是行业的壁垒之一。鉴于国际客户对供应模具的精密度、可靠性、寿命及质量方面要求很严格，公司致力于提高模具设计及制作的技能、改进其工艺及生产流程，藉以达到客户的严格要求。东江于2010年获得香港工业总会香港模具协会颁发的「工具设计奖-金奖」，而公司的一家旧集团公司于2011年获中国政府认可为国家级别的「高新技术企业」（详见附录）。于最后实际可行日期，公司在中国拥有三项发明专利。于2013年6月30日，公司的204名模具制作雇员拥有至少五年的行业经验，94名拥有学士学位或更高学历。

东江于2010年获得香港工业总会香港模具协会颁发的「工具设计奖-金奖」

与国家重点实验室合作 公司已与华中科技大学深圳华中科技大学材料成型与模具国家重点实验室（「华中实验室」）订立两份研究合作协议，提供资金支持及若干技术数据，以对模具设计软件进行二次开发。两份协议公司或共同拥有知识产权或有权共同分享利益。目前，该等开发软件已用于公司的营运并计划持续与华中实验室的合作关系。合作的长期目标是通过开发更好的计算机软件程序提高效率及模具设计及模具制作过程中的自动化水平。

5、产能持续扩张

公司注塑模具和组件制作的产能从 2010 年至今年复合增长分别是 8% 和 23%，而同期收入和净利润分别保持 43%和 73%的年复合增长率。收入和利润增长一方面依赖于公司产能扩张，特别是组件产能的扩大；另一方面也依赖于产品结构升级带来毛利率的提升。公司计划在募资后继续扩大产能，预计至 2015 年注塑模具年度产能将增加约 67,000-70,000 个小时及组件制作增加 460,000-500,000 小时，我们预计至 2015 年注塑组建产能较 2012 年增长 53%，而模具产能增长 10%。

表 4:公司主要生产基地 (截至 2013 年 6 月)

地点主要功能	主要功能	总建筑面积 (平方米)
塘家村 - 深圳塘家厂房	制作模具; 模具检测; 质量保证检测; 高效注塑; 标准注塑;	35,824.3
玉律村 - 深圳玉律厂房 A	标准注塑; 特种注塑;	16,300.0
玉律村 - 深圳玉律厂房 B	标准注塑; 特种注塑;	4,424.0
苏州厂房	高效注塑及标准注塑	5,832.0

来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

表 5:公司模具制作年产能和利用率

产能	2010年	2011年	2012年	2013年	2013年7月-9月
				1H	
主要模具制作机器的数量	94	105	110	112	113
年产能 (时数)	631,680	705,600	739,200	376,320	189,840
实际年机器生产时间 (时数)	585,535	563,690	652,837	315,471	855
估计平均年使用率	92.7%	79.9%	88.3%	83.8%	83.8%

来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

表 6:公司注塑组件制作年产能和利用率

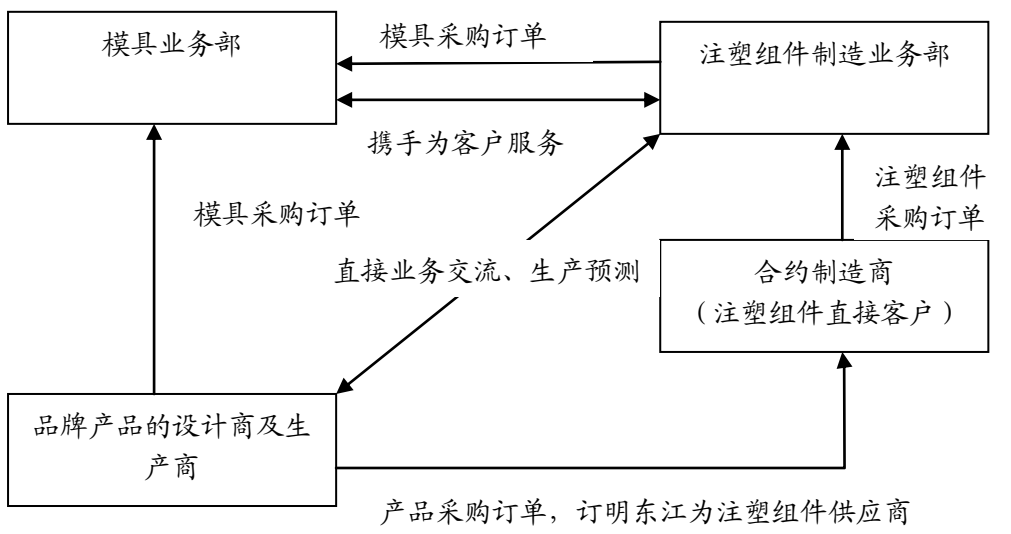
产能	2010年	2011年	2012年	2013年	2013年7月-9月
				1H	
注塑机器的数量	108	133	164	190	191
年产能 (时数)	741,312	912,912	1,125,696	652,080	327,756
实际年机器生产时间 (时数)	511,686	594,775	972,753	379,632	227,629
估计平均年使用率	69.0%	65.2%	86.4%	58.2%	69.5%

来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

6、运营模式：直销大客户，积极开发第三方代理

一站式综合注塑解决方案 公司是B2B模式,根据客户单个项目委托制作模具或制造注塑组件。公司具备提供一站式综合注塑解决方案的能力,包括注塑组件的机械设计、模具设计、模具制作、注塑组件制造及二次加工服务。

图11 :公司典型模具业务安排



来源：公司资料，招商证券（香港）

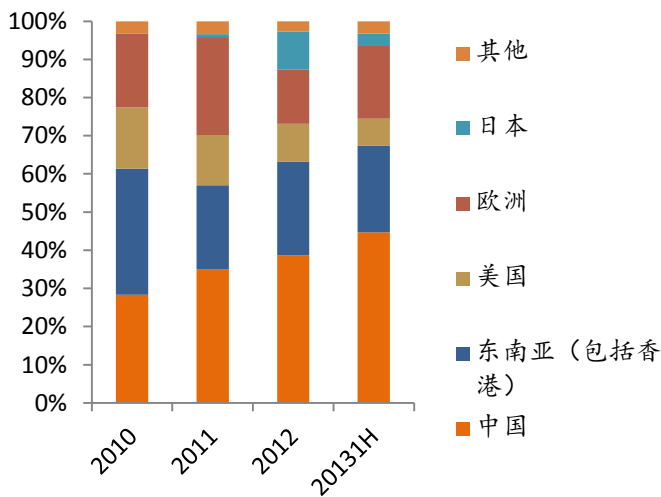
直销为主的销售团队 公司70%的销售收入依赖直销，于2013年6月30日，有89名雇员主要从事销售及市场推广活动。两个业务部内各市场推广部的项目经理及客户解决方案团队主导公司的销售及市场推广工作，而公司的第三方合约销售代表进行协助。该销售模式具备节约营销开支，提高运营效率的特点。

技术和服务一体化，提高公司竞争力 公司在客户的产品设计过程中，提供有关模具及注塑组件的售前设计、可行性及优化建议。该服务为增值服务，不另行收取费用。使公司在早期阶段就积极参与客户产品的设计及开发过程（尤其是客户的新产品线），从而使自身脱颖而出。

借力第三方代表进一步开拓海外市场 公司自2010年开始聘请第三方合

约销售代表负责美国、德国、英国和日本市场，借以发展新客户及促进与现有客户的实地沟通。第三方合约销售代表带来的收入占总收入的比例逐步上升，于2012年逾35%。加上2013年上半年新引入的4名第三方代表，目前共9名代表。未来公司还将选择性的增加第三方合约代表的数量，继续拓展全球销售网络。

图 12 :公司销售的地区分布



来源：公司资料，招商证券（香港）

四、未来发展策略以及资本开支计划

继续扩大客户基础为核心 公司的客户发展策略以行业为中心，即保持在现有目标行业的业务发展，同时进入有盈利前景新的细分市场。目前已经将医疗、汽车、电信和消费电子行业认定为发展中产业，并计划继续利用较早进入其下游行业的优势把握行业发展所带来的机遇。

拓展全球销售网络为助力 公司未来将继续拓展第三方合约销售代表模式，通过选择性地增加第三方合约销售代表的数目，扩大在美国、日本及欧洲的客户覆盖，从而拓宽接触潜在客户的渠道，并增强与现有客户的交流，从而增加全球业务量。

扩大产能为支柱 注塑行业属于资本密集型行业，需要较大的资本开支。资本投入一方面为满足客户需求增长，另一方面为保持设备更新，不断提升效率和自动化率，从而实现更高的利润率。公司 2010 年-2012 年

资本性开支为 8,400 万, 7,400 万和 1.48 亿。为支持收入增长, 我们预期未来三年公司还将进一步维持资本开支 3 亿左右的规模以继续扩大产能。

表 7: 未来扩大产能计划

计划内容
1 设立一个专门制造超大型标准模具的新事业单位, 主要服务汽车行业
2 添置先进模具制作设备
3 添置深圳注塑组件业务有关设备和资本投资
4 添置于扩充苏州业务有关设备和资本投资

来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

研发与收购并进 研发能力是公司内在竞争力, 公司将研发努力集中于开发工序相关的技术知识, 从而提升产品质量、生产效率及减省生产成本。计划投资 3,000 万左右用于研发投资。此外公司也不放弃收购其它模具制造商的机会, 预算 4000 万用于策略性收购以增强全球市场占有率和增强海外服务能力。

五、估值

我们预期 2013-2015 年每股盈利为 0.14 港元, 0.18 港元和 0.21 港元。

结合现金流折现法和市盈率估值法得出东江的估值为 1.74 港元, 我们给予买入评级。

表 8: 估值假设

估值方法	权重	目标价
DCF 估值法	50%	1.47
P/E 估值法	50%	2.02
一年目标价	100%	1.74
现价		1.30
上涨潜力		34%

资料来源: 招商证券(香港)预测

DCF 估值 基于我们的假设, 通过 DCF 方法得出东江的估值为 1.47 港元, 相当于 10.5 x 2013E P/E 以及 8.0 x 2014E P/E。主要假设如下:

表 9: DCF 主要假设

Beta	0.71
无风险利率	2.16% 香港无风险利率
风险溢价	11.86% 香港风险溢价
所得税率	25.00%
公司债务成本	4.80%

公司权益成本 (Ke)	10.52%
永续成长率	2.00%
WACC	9.81%

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

表 10: DCF 自由现金流预测

港币 百万	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
FCF	22	46	185	175	135	127	94	98	101	105
FCF 折现总计										
(2013E-2022E)	731									
终值价值	579									
企业价值	1310									
现金及其他非核心资本	119									
-净负债	214									
每股价值	1.47									
2013 年市盈率	10.46									
2014 年市盈率	7.99									

资料来源: 招商证券(香港)预测

表 11: DCF 敏感性分析

		WACC				
		8.8%	9.3%	9.81%	10.3%	10.8%
Growth	1.0%	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
	1.5%	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42
	2.0%	1.47	1.47	1.47	1.47	1.47
	2.5%	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52
	3.0%	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58

资料来源: 招商证券(香港)预测

P/E 估值

我们选取了 9 家在全球上市同业公司进行对比, 涵盖市场包括香港, 中国, 美国, 日本, 新家坡和瑞士。我们按公司的业务分为三组, 分别是 1) 业务同时包括模具制造和组件制作; 2) 仅制作模具; 或 3) 仅制作组件。我们基于保守原则, 选取 11.2x 作为东江的合理估值水平, 这是基于 2014 年预期行业平均市盈率所得。我们认为东江在 1) 销售和利润增长率; 2) 利润率; 3) 资产收益率均高于我们选取的同业公司平均, 因此行业平均市盈率作为估值中枢较为合理审慎。同时, 我们采用 2014 年平均市盈率, 主要是考虑 2013 年一次性支付的上市费用会扭曲公司的盈利性, 而 2014 年的每股收益更具有代表性。

表 12: 主要可比公司估值比较

名称	国家	市值	P/E			P/S		P/B
		(美元百万)	2012	2013E	2014E	2012	2012	
模具+组件								
Yusei Holding Ltd	香港	156.6	11.5	NA	NA	0.3	1.2	
Eva Precision Industrial	香港	1663.0	30.9	24.1	11.9	0.7	0.9	
Changhong Tech-A	中国	1870.3	28.3	NA	NA	1.7	1.3	
模具								
CW Group	香港	1214.3	14.3	9.9	10.4	1.0	1.5	
Chen Hsong Holdings	香港	1488.1	13.4	12.4	11.2	0.8	0.5	
HI-P International Ltd	新加坡	433.7	77.0	13.9	NA	0.4	0.8	
Fuji Seiki Co Ltd	日本	1294.7	17.5	NA	NA	0.2	0.6	
组件								
Federal Signal Corp	美国	113.6	9.7	23.4	NA	0.4	0.6	
Mikron Holding	瑞士	795.3	5.7	14.5	NA	0.9	2.8	
平均值		1003.3	23.1	16.4	11.2	0.7	1.1	

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

表 13: 2012 年主要可比公司财务指标比较(%)

名称	销售增长率	利润增长率	毛利率	净利率	ROA	ROE
Dongjiang Holding	41.6	60.0	33.2	12.1	14.2	48.9
模具+组件						
Yusei Holding Ltd	51.0	9.4	10.5	4.2	4.2	17.8
Eva Precision Industrial	19.7	-66.3	20.5	3.4	2.1	3.5
Changhong Tech-A	19.7	-9.7	17.2	6.9	4.2	4.8
模具						
CW Group	-2.3	-35.2	23.6	5.7	2.8	3.7
Chen Hsong Holdings	8.7	-19.0	27.3	6.7	5.5	14.0
HI-P International Ltd	-5.7	137.1	8.4	1.5	1.7	3.1
Fuji Seiki Co Ltd	-13.6	NA	18.7	5.1	4.0	38.4
组件						
Federal Signal Corp	8.1	NA	23.6	-3.4	-4.2	-17.1
Mikron Holding	15.2	85.9	60.6	3.6	3.8	5.6
平均值	11.2	14.6	23.4	3.8	2.6	8.2

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

八、风险因素

- 宏观风险：注塑行业与宏观经济息息相关，宏观经济疲弱将直接影响产品需求
- 行业风险：公司高度依赖下游产业的需求增长。而客户需求出现波动及任何下游产业的低迷，可能造成重大不利影响。
- 近年收益增长主要是由于新客户的订单，而向其中任何一名客户的销售减少或终止或会对经营业绩和财务状况产生重大不利影响。
- 公司大部分收益来自少数客户，向其中任何一名客户的销售减少或终止或会对经营业绩和财务状况产生重大不利影响。公司五大客户所占收益分别占公司于2010年、2011年及2012年及截至2013年6月30日止六个月的总收入的30.7%、40.6%、39.2%及32.5%。
- 来自第三方合约销售代销售收入占比过高。倘与任何第三方合约销售代表的关系终止，则客户关系甚至经营业绩和财务状况可能会受到重大不利影响。
- 公司部分生产设施若干租赁物业面临法律事项风险，或会被迫搬离。
 - 根据深圳的相关法律及法规，深圳塘家厂房租赁受到限制且必须经土地局批准并支付土地溢价，或会被迫搬离。估计搬迁成本约为人民币33.3百万元。倘被迫停止营运16周损失约160.0百万港元。公司亦会面临延迟及/或未能交付产品索偿。
 - 深圳玉律厂房A的业主尚未提供适当的产权文件证明。倘被迫搬离估计成本约为人民币12.5百万元。倘被迫停止16周的生产时间损失约117.0百万港元的收益亏损。公司亦或会面临延迟及/或未能交付产品的索偿。
- 原材料价格波动会对经营业绩及财务状况产生重大不利影响。于2010年、2011年及2012年以及截至2013年6月30日，公司使用的原材料和耗材的成本分别占销售成本的65.1%、50.9%、59.6%及65.0%。
- 历史不合规事宜，例如，未能遵守中国社会保险及住房公积金供款法规可能导致罚款或其他法律责任。
- 公司的稳定发展依赖于现有高级管理层及吸纳与挽留合格人员的能力。倘公司出现大规模人员流动，将对收入造成负面影响。
- 由于公司主要面向海外市场，须承担重大外汇风险。

附录:

表 :公司发展历史表

1983年	在香港从事模具制作业务
1983年	将业务拓展至注塑业务
1995年	在中国深圳开始模具制作 与Polycom开始业务往来
1999年	东江塑料(深圳)及东江科技(深圳) 获授 ISO9001:2000证书
2004年	开始建造东江科技工业园
2006年	开始在东江科技工业园营业 获香港工业总会香港模具协会颁授「卓越营运奖」 东江塑料(深圳)、东江科技(深圳)及佑东模具(深圳) 获授ISO14001:2004证书
2010年	建立东江塑料制品(苏州) 东江科技(深圳)获香港工业总会香港模具协会颁授 「工具设计奖-金奖」
2012年	TK International BVI获Whirlpool颁发「最佳质量奖」
2013年	东江集团成立30周年

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

表 :公司已获得的奖项

奖项/证书	授予年份	颁奖机构	获奖单位
优秀作业奖	2006年	香港工业总会香港模具协会	TK Mold Ltd.
优异证书	2010年	香港工业总会香港模具协会	TK Technology
慈善企业奖	2010年	深圳宝安区政府	东江集团
工具设计奖-金奖	2010年	香港工业总会香港模具协会	TK Technology

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

附：財務預測表

資產負債表

單位：百萬元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流動資產	560	655	1,065	1,161	1,430
現金及現金等价物	80	94	502	547	687
交易性金融資產	8	25	1	1	1
應收賬款及票據	158	201	229	261	315
其它應收款	143	137	156	150	181
存貨	94	150	177	202	245
其他流動資產	78	49	0	0	0
非流動資產	210	296	225	356	347
長期投資	0	1	1	1	1
固定資產	168	258	217	347	338
無形資產	31	29	3	3	3
其他	11	9	5	5	5
資產總計	770	951	1,290	1,516	1,777
流動負債	509	605	634	706	833
應付賬款	287	405	476	543	661
應交稅金	27	38	37	43	52
短期借款	196	162	120	120	120
長期負債	63	70	59	62	66
長期借款	50	52	40	40	40
其他	12	18	19	21	26
負債合計	572	675	693	767	899
股本	0	0	80	83	83
留存收益	119	200	218	336	466
其它儲備	78	77	300	330	330
少數股東權益	0	0	0	0	0
歸屬於母公司所有者權益	198	276	597	749	879
負債及權益合計	770	951	1,290	1,516	1,777

單位：百萬元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
經營活動現金流	196	222	217	238	250
淨利潤	84	135	112	152	175
折舊與攤銷	45	47	52	62	75
營運資本變動	31	5	46	21	(2)
其他非現金調整	35	35	8	4	2
投資活動現金流	(163)	(147)	(61)	(188)	(61)
資本性支出	(74)	(148)	(116)	(193)	(67)
出售固定資產收到的現金	1	12	1	1	1
投資增減	(8)	(17)	49	0	0
其它	(82)	5	6	4	5
籌資活動現金流	12	(60)	251	(5)	(48)
債務增減	39	(13)	(54)	0	0
股本增減	0	0	359	33	0
股利支付	(31)	(55)	12	(33)	(46)
其它籌資	(57)	(102)	(66)	(5)	(3)
其它調整	62	110	0	0	0
現金淨增加額	45	14	408	45	141

資料來源：公司報表、招商證券（香港）

利潤表

單位：百萬元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
總營業收入	791	1,120	1,259	1,442	1,739
主營業收入	782	1,096	1,248	1,427	1,722
營業成本	502	724	853	972	1,183
毛利	280	372	395	455	539
銷售、行政及	159	198	246	258	315
研發費用	0	0	0	0	0
其他營業費	0	0	0	0	0
營業利潤	130	197	161	211	241
利息支出	9	11	10	8	7
利息收入	0	0	2	4	5
權益性投資	0	0	0	0	0
其他非經營	0	0	0	0	0
非經常項目	0	0	1	1	1
除稅前利潤	120	186	154	209	240
所得稅	36	51	42	56	65
少數股東損	0	0	0	0	0
歸屬普通股股東	84	135	112	152	175
EPS (元)			0.14	0.18	0.21

主要財務比

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成長率					
營業收入	46%	42%	12%	14%	21%
營業利潤	103%	52%	-19%	32%	14%
淨利潤	88%	60%	-17%	36%	15%
獲利能力					
毛利率	35.4%	33.2%	31.4%	31.6%	31.0%
淨利率	10.7%	12.1%	8.9%	10.6%	10.1%
ROE	42.7%	48.9%	18.7%	20.3%	19.9%
ROIC	20.5%	29.2%	15.6%	17.3%	17.3%
償債能力					
資產負債率	74.3%	70.9%	53.7%	50.6%	50.6%
淨負債比率	32.0%	22.5%	12.4%	10.6%	9.0%
流動比率	1.1	1.1	1.7	1.6	1.7
速動比率	0.9	0.8	1.4	1.4	1.4
營運能力					
資產週轉率	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
存貨週轉率	4.7	5.9	5.2	5.1	5.3
應收帳款週轉	3.2	3.5	3.5	3.6	3.8
應付帳款週轉	1.8	2.1	1.9	1.9	2.0
每股資料 (元)					
每股收益			0.14	0.18	0.21
每股經營現金			0.27	0.29	0.30
每股淨資產			0.75	0.91	1.06
每股股利			0.04	0.06	0.06
估值比率					
PE	0.0	0.0	9.0	6.8	6.0
PB	0.0	0.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.5	6.1	6.9	5.4	4.6

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828