



# 新焦點汽車技術控股有限公司

2009年7月17日

價格: HK\$1.10

股票代碼: 360.HK / 360 HK

公司訪談

香港

恆生指數 (17/07/09): 18805

## 整裝待發

- 中國汽車後零部件市場 (AM) 2008-11 年複合增長率將達到 14%。中國汽車零部件的品質正在不斷提升, 且價格優勢明顯, 受益於全球汽車零部件品牌的外包生產趨勢, 預計中國汽車後零部件市場銷售額在 2011 年將會達到 422 億美元, 2008-2011 年的複合增長率將達到 14%。
- 大中華市場獲利能力快速提升。新焦點技術汽車控股有限公司 (新焦點) 正在將其製造業務的戰略重心轉向大中華地區, 並且其汽車美容快修服務業務將以大型直營連鎖門店為拓展方向。我們預計公司大中華地區的銷售額佔營收總額的比重, 將由 2008 年的 40% 快速提升至 2009 年的 51%。我們預計 2009 年新焦點的經營利潤將達 2,000 萬人民幣, 並且此後公司淨利潤仍將繼續大幅增長。
- 公司 2009 年合理股價淨值比為 2 倍, 目標價格港幣 1.46。以新焦點 2009 年業績預期計算, 公司當前本益比為 39.6 倍 (扣除非經常損益 21.6 倍), 當前股價淨值比為 1.5 倍, 處於歷史底部區間。預期隨著公司業績基本面的提升, 以公司歷史平均來看, 公司合理股價淨值比將回升至 2 倍。以此計算, 新焦點目標價格港幣 1.46, 上漲空間 33%。

### 損益重點

至 12 月 31 日	2006*	2007	2008	2009F	2010F	2011F
營收 (人民幣 百萬)	533.3	763.5	707.4	679.5	834.6	991.5
成長率 (%)	5.1	43.2	(7.3)	(3.9)	22.8	18.8
淨利潤 (人民幣 百萬)	(3.1)	17.8	10.9	11.5	30.1	40.9
成長率 (%)	n.a.	n.a.	(38.8)	5.2	162.1	35.7
每股收益 (港幣 元)	(0.009)	0.046	0.027	0.028	0.073	0.099
成長率 (%)	n.a.	n.a.	(40.3)	1.3	162.1	35.7

注\*: 公司 2006 年進行過重報  
資料來源: 公司, 寶來資本

### 評價

至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
本益比 (x)	n.a.	23.9	40.1	39.6	15.1	11.1
EV/EBITDA (x)	27.0	8.6	8.1	8.4	5.3	4.1
股價淨值比 (x)	1.9	1.5	1.5	1.5	1.4	1.2
營業利潤率 (%)	(1.1)	1.0	2.8	5.6	6.6	7.4
股東權益報酬率 (%)	(1.4)	7.3	3.9	3.9	9.5	11.3
資產負債率 (%)	26.9	64.6	62.6	29.9	26.8	23.4
現金分紅收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

資料來源: 公司, 寶來資本

## 跑贏大市

股價 (17/07/09):	HK\$1.10
合理估值:	HK\$1.46
上漲空間:	32.7%

### 股票資訊

52 周最高/最低價:	HK\$1.51/HK\$0.70
總股本:	450m
目前市值:	HK\$494m (US\$64m)
52 周平均日交易量:	HK\$55k (US\$7k)

### 主要股東 (%)

管理層	56.8%
機構投資者	1.7%
公共持股	41.5%

### 營收明細 (%)

至 12 月 31 日	2008	2009F
製造業務	69%	61%
連鎖服務	31%	39%
總計 (人民幣 百萬)	707.4	679.5

### 股價走勢圖



資料來源: Bloomberg

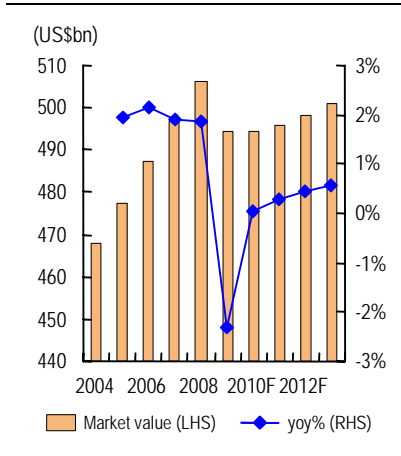
## 目錄

---

全球汽車后市場將萎縮 2%.....	3
美國汽車后市場抗跌能力較佳 .....	3
中國汽車後市場成長依然強勁 .....	3
中國汽車零部件產業繼續成長 .....	3
臺灣廠商走出谷底 .....	3
<b>公司營運及財務分析.....</b>	<b>4</b>
汽車後市場零部件供應商 .....	4
製造業-海外銷售下滑 .....	4
連鎖服務-正在逐漸成型 .....	4
大中華市場和海外直銷是未來驅動力.....	5
利潤率持續提升 .....	5
預期 2009 年核心業務淨利潤 2000 萬元.....	5
贖回可轉換債券對公司有利.....	6
負債率處於合理水準.....	6
2008 年公司經營現金流轉為淨流入 .....	6
<b>估值與定價 .....</b>	<b>7</b>
新焦點 – 在汽車零件產業中一枝獨秀 .....	7
目標價 HK\$1.46, 基於 2x 股價淨值比.....	7

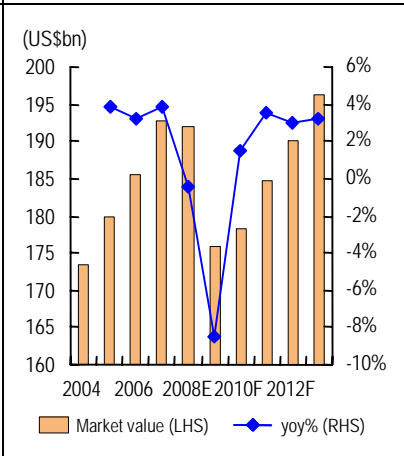
## 產業分析

Figure 1: 全球汽車后零部件市場規模 (2004-2013F)



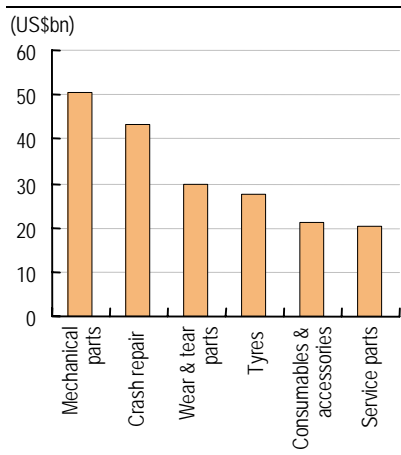
資料來源: Datamonitor

Figure 2: 美國汽車后零部件市場規模 (2004-2013F)



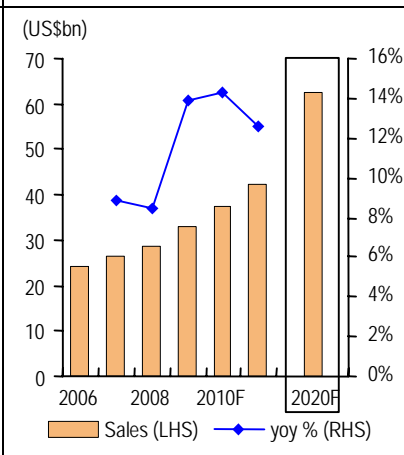
資料來源: Datamonitor, 寶來資本預測

Figure 3: 美國汽車后零部件市場結構 (2008)



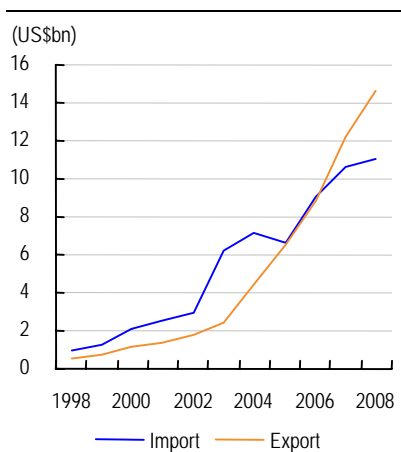
資料來源: Datamonitor

Figure 4: 中國汽車后零部件市場規模 (06-11F, 20F)



資料來源: 中國統計局, 波士頓諮詢公司

Figure 5: 中國汽車零部件進出口 (1998-2008)



資料來源: World Trade Atlas

Figure 6: 臺灣汽車零部件廠商銷售額<sup>(i)</sup>

Year	NT\$m	yoy (%)	qoq (%)
2006	54,281	2.5%	
2007	59,916	10.4%	
2008	56,987	-4.9%	
4Q08	11,996	-23.5%	-15.4%
1Q09	11,955	-21.3%	-0.3%
2Q09	12,815	-18.0%	7.2%

注 (i): 包含 21 家廠商  
資料來源: TEJ

### 全球汽車后市場將萎縮 2%

據 Datamonitor 統計, 全球汽車零件市場過去五年以 2% 的速率穩定增長。2008 年全球汽車后零部件市場銷售額為 5,060 億美元(同比增長 2%)。由於全球經濟額衰退, 2009 年全球汽車後市場銷售額預計同比下跌 2% 至 4,940 億美元。(圖 1)

### 美國汽車后市場抗跌能力較佳

2009 年上半年, 美國汽車整車銷售量萎縮 36%, 預期 2009 年全年只會達到 1,000 萬部, 萎縮 38%。由於汽車修理和零部件磨損調換更具需求剛性, 因此雖然整體經濟處於蕭條期, 但美國汽車后市場 2009 年銷售額仍將達到 1,760 億美元, 同比下滑幅度為 8.5%, 我們預期美國汽車後市場在 2010 年將復蘇, 增長率將回升至 1.5%。(圖 2)

### 中國汽車後市場成長依然強勁

全球經濟蕭條對中國汽車行業的影響有限。資料顯示, 2009 年上半年中國汽車銷售量為 610 萬部, 同比增長 18%, 我們預計 2009 年中國汽車銷售量將能達到 1,100 萬部, 增長 17%。中國汽車后零部件市場同樣也表現優異。依據波士頓諮詢公司預測, 2009 年中國汽車後零部件零售額將較去年同期增長 14% 達到 328 億美元, 2011 年達到 422 億美元, 2008-2011 年復合增長率 14%。(圖 4)

### 中國汽車零部件產業繼續成長

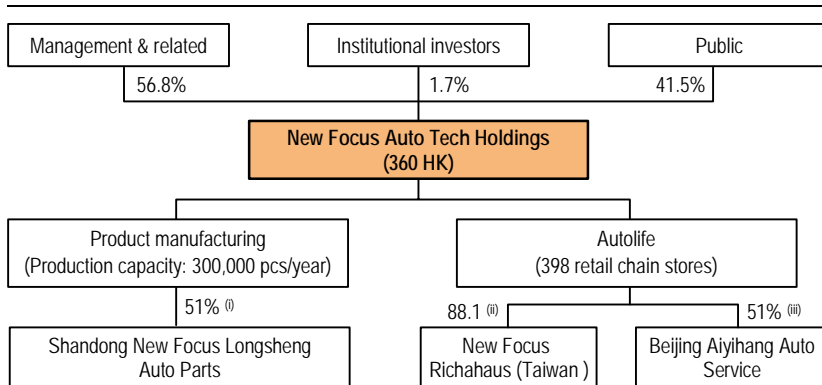
2008 年, 中國汽車零部件出口額 146 億美元同比增長 20%。貿易順差擴大至美元 35 億美元(圖 5)。中國汽車零部件生產商正在受益於全球汽車零部件品牌的外包趨勢。鑒於中國汽車零部件產品的品質在不斷提高, 且擁有價格優勢, 我們預計貿易順差將繼續擴大。

### 臺灣廠商走出谷底

臺灣汽車零部件製造商大部分在中國設有工廠, 主要客戶是來自中國和美國。臺灣廠商的月度銷售額數據顯示汽車零部件產業已出現復蘇跡象。臺灣上市的汽車零部件製造商月銷售額統計顯示, 2008 年第 4 季, 銷售額同比大幅下滑 24%, 季環比下降 15%。然而, 2009 年 1 季, 銷售額同比下降的幅度已經放慢到 21%, 2 季放慢到 18%。就季環比較, 2009 年 2 季已經出現 7% 的銷售額回升(圖 6)。這可能意味著, 汽車零部件製造商最壞的時期已經過去。

## 公司營運及財務分析

Figure 7: 新焦點公司結構簡略圖



注: (i) The other 49% of Shandong New Focus Longsheng Auto Parts is indirectly held by third party Mr. Liu Yuan Qiang; (ii) The other 11.9% was held by third party Tsai Ming Hui; (iii) The other 49% of Beijing Aiyihang Auto Service is indirectly held by third-party Mr. Xing Ai Yi  
資料來源: 公司

Figure 8: 新焦點合併利潤表(人民幣 百萬)

至 12 月 31 日	2006*	2007	2008	2009F	2010F	2011F
<b>營收結構 (%)</b>						
製造業	89%	76%	69%	61%	56%	52%
連鎖服務	11%	24%	31%	39%	44%	48%
<b>合計營收</b>	<b>533.3</b>	<b>763.5</b>	<b>707.4</b>	<b>679.5</b>	<b>834.6</b>	<b>991.5</b>
<b>生產成本:</b>						
折舊	(12.8)	(23.8)	(20.2)	(22.3)	(27.0)	(33.2)
其它銷售成本	(446.1)	(599.2)	(521.6)	(479.0)	(577.7)	(675.5)
總銷售成本	(458.9)	(623.1)	(541.8)	(501.3)	(604.7)	(708.7)
<b>毛利</b>	<b>74.4</b>	<b>140.4</b>	<b>165.6</b>	<b>178.3</b>	<b>229.9</b>	<b>282.8</b>
製造業毛利		82.5	79.3	75.1	85.0	94.0
連鎖服務毛利		57.9	86.3	103.2	144.8	188.8
營業費用	(80.2)	(132.8)	(145.8)	(140.1)	(174.7)	(209.0)
<b>營業利潤</b>	<b>(5.8)</b>	<b>7.6</b>	<b>19.8</b>	<b>38.2</b>	<b>55.2</b>	<b>73.8</b>
利息收入	1.0	3.7	1.2	0.7	0.6	0.6
利息支出	(2.2)	(8.7)	(15.6)	(10.0)	(6.7)	(6.7)
<b>稅前利潤</b>	<b>(7.1)</b>	<b>2.5</b>	<b>5.4</b>	<b>28.9</b>	<b>49.1</b>	<b>67.7</b>
所得稅	(4.2)	(1.1)	(5.0)	(5.7)	(13.8)	(19.7)
少數股東權益	(1.3)	(3.5)	(1.9)	(3.0)	(5.2)	(7.1)
<b>經常性淨利</b>	<b>(12.7)</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>20.2</b>	<b>30.1</b>	<b>40.9</b>
非經常性損益	9.6	19.9	12.4	(8.7)	0.0	0.0
<b>淨利潤</b>	<b>(3.1)</b>	<b>17.8</b>	<b>10.9</b>	<b>11.5</b>	<b>30.1</b>	<b>40.9</b>

### 主要比率:

營收成長率 (%)	5.1	43.2	(7.3)	(3.9)	22.8	18.8
經常性淨利潤率 (%)	n.a.	(83.8)	(28.8)	n.a.	49.2	35.7
淨利潤成長率 (%)	n.a.	n.a.	(38.8)	5.2	162.1	35.7
毛利 (%)	13.9	18.4	23.4	26.2	27.5	28.5
營業利益率 (%)	(1.1)	1.0	2.8	5.6	6.6	7.4
淨利潤率 (%)	(2.4)	(0.3)	(0.2)	3.0	3.6	4.1
所得稅率 (%)	--	4.8	28.1	28.1	28.1	29.1

### 主要預估:

自營大型門店數	10	23	33	45	65	100
服務連鎖業營收成長率	121.6%	222.9%	19.5%	18.0%	40.0%	30.0%
大中華地區營收成長率	43.0%	287.9%	(17.0%)	21.9%	37.3%	28.8%
海外營收成長率	(0.2%)	(5.3%)	0.5%	(21.3%)	7.8%	5.6%

注\*: 公司 2006 年進行過重報  
資料來源: 公司, 寶來資本預測

## 汽車後市場零部件供應商

新焦點汽車技術控股有限公司(新焦點, 360.HK)是一家領先的電子零部件及配件製造商, 同時公司還擁有汽車快修與美容服務連鎖店。新焦點產品主要供應汽車後市場, 主要生產汽車電子零部件, 如轉換器(inverters), 多功能電源(power-packs), 充電器(chargers), 啟動器(jumpstarters), 綫束(cables), 冷暖箱(coolers/warmers), 和高強度車頭燈(HID)等。於 2005 年 2 月香港聯交所上市, 新焦點業務主要分為兩個部分: 一、汽車電子零部件產品的製造; 二、汽車快修與美容連鎖服務。公司製造業務, 產品主要以“新焦點”在國內銷售, “VOT”品牌則銷往海外市場。其產品銷往海外的連鎖店, 如 Walmart (沃爾瑪)、Autozone, Canadian Tire, Carrefour (家樂福) 和 Costco 等。同時公司也為中國及海外的汽車廠商提供 OEM。公司汽車快修與美容服務業務採用 Autolife 品牌。截至 2009 年 6 月, 新焦點已擁有 398 傢連鎖門店(含自營和加盟), 並覆蓋北京、上海、成都、天津、浙江、江蘇、廣東以至臺灣。

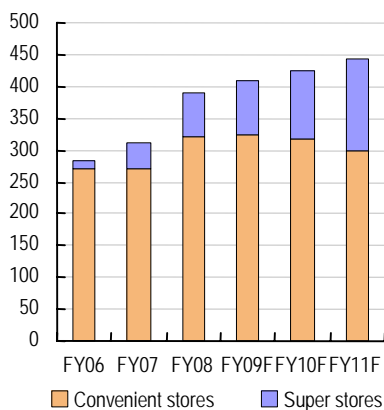
## 製造業-海外銷售下滑

受全球金融危機的影響, 公司製造業銷售額在 2008 年同期下降 16%, 為 4.85 億元人民幣。為應對銷售額下降, 新焦點調整了產品策略: 1) 調整產品結構, 增加銷售毛利率較高的產品; 2) 加強成本控制, 將低利潤率的产品由上海廠轉移至山東廠生產, 以降低成本; 3) 建立管道, 增加對最終消費者的直接銷售。但是新的營運策略並不能在短期內全面抵消海外銷售下滑的影響, 我們預計 2009 年新焦點製造業銷售額將同比下降 14% 至 4.17 億元人民幣, 但會在 2010 年恢復增長。

## 連鎖服務-正在逐漸成型

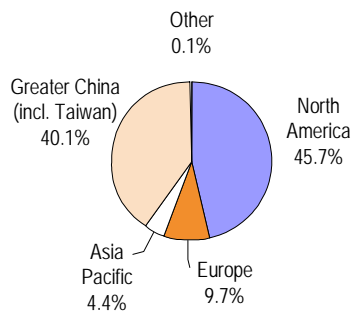
新焦點的汽車美容、保養、快速連鎖服務業務在中國採用 Autolife 品牌, 在臺灣則採用 Richahaus Autolife 品牌。中國汽車服務連鎖產業具有明顯的特殊性, 無法直接複製國外的成功經驗, 公司進入該產業初期主要以小型門店和加盟方式進行拓展, 但未能獲得期望的效益, 在總結過去多年營運經驗的基礎上, 公司從 2008 年開始採用一個新的五年發展計劃, 轉向拓展自營大型連鎖門店(即 super stores) 並整頓關閉效益不佳的小型門店(即 convenient stores)。新的營運策略已開始顯現其積極作用, 2008 年公司連鎖服務營收成長 20% 達到 2.2 億人民幣, 同時公司連鎖業務也實現了 190 萬人民幣的盈利, 公司有效的連鎖服務盈利模式正在逐步成型。

Figure 9: Autolife 門店數量 (06 - 11F)



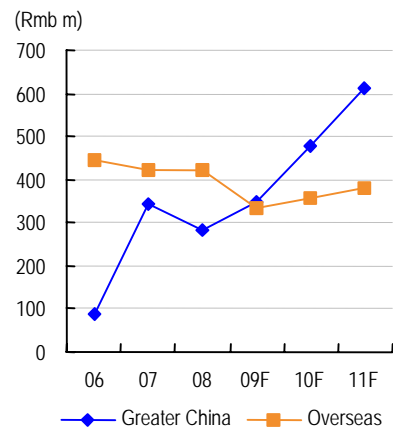
資料來源: 公司, 寶來資本預測

Figure 10: 公司營收區域結構 (2008)



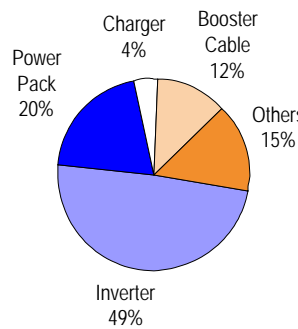
資料來源: 公司, 寶來資本

Figure 11: 新焦點大中華地區和海外營收 (06-11F)



資料來源: 公司, 寶來資本預測

Figure 12: 公司製造業務營收結構 (2008)



資料來源: 公司, 寶來資本

Figure 13: 新焦點營收、毛利、分部利潤細分

	FY06	FY07	FY08	FY09F	FY10F	FY11F
<b>製造業</b>						
營收	475.7	577.4	485.1	417.2	467.2	513.9
毛利	n.a.	82.5	79.3	75.1	85.0	94.0
分部利潤	20.4	33.9	30.6	33.4	38.3	43.7
<b>連鎖服務</b>						
營收	57.6	186.0	222.4	262.4	367.3	477.5
毛利	n.a.	57.9	86.3	103.2	144.8	188.8
分部利潤	(14.6)	(4.8)	1.9	3.7	12.4	23.4
<b>合計</b>						
營收	533.3	763.5	707.4	679.5	834.6	991.5
毛利	n.a.	140.4	165.6	178.3	229.9	282.8
分部利潤	5.8	29.1	32.5	37.0	50.7	67.1
<b>毛利率:</b>						
製造業		14.3%	16.3%	18.0%	18.2%	18.3%
連鎖服務		31.1%	38.8%	39.3%	39.4%	39.5%
合計		18.4%	23.4%	26.2%	27.5%	28.5%
<b>分部利潤率:</b>						
製造業	4.3%	5.9%	6.3%	8.0%	8.2%	8.5%
服務連鎖	(25.3%)	(2.6%)	0.9%	1.4%	3.4%	4.9%
合計	1.1%	3.8%	4.6%	5.5%	6.1%	6.8%

注: 分部利潤 = 營業利潤 - SG&A (銷售及管理費用) - 財務費用

資料來源: 公司, 寶來資本預測

## 大中華市場和海外直銷是未來驅動力

2008年, 新焦點受到海外產品銷售的疲軟以及國內產品結構的調整的雙重壓力, 公司2008年總營收總額為人民幣7.07億元, 同比下降7%。2009年, 公司將加大其大中華銷售力度, 並確立自營大型門店為良好的營運模式, 並準備再新開12家自有大型門店。我們預測2009年大中華地區銷售額將增長22%, 占總營收的比重將提升至51% (2008年為40%); 同時公司將增加對最終消費者的直銷業務。直銷業務在2008年雖然僅貢獻了1%的銷售額。但是, 隨著新焦點在直銷方面的投入增加, 預期該比率在2009年將會上升至5%, 在2010年上升至20%以上。雖然公司的連鎖服務和產品直銷都會有明顯的增長, 但這也不能完全抵消2009年海外市場銷售疲軟的影響。我們認為2009年公司總營收將會縮減4%至6.8億元人民幣, 但2010年將有23%的增長率。

## 利潤率持續提升

新焦點用了衍生工具來對沖貨幣風險。從公司歷史業績, 我們觀察到公司毛利率呈現上升趨勢。2008年公司製造業毛利率16.3%, 服務業的毛利率高達38.8%, 令公司總體毛利率達到23.4%, 較2007年上升5個百分點。2009年預期公司製造業毛利率將提升至18%, 連鎖服務的毛利率將繼續提升至39.3%, 公司總體毛利率將上升至26.2% (圖13)。

## 預期2009年核心業務淨利潤2000萬元

2008年, 新焦點財務報告列示淨利潤1,090萬元, 如剔除可轉換債券的影響, 公司2008年核心業務的淨利潤為780萬人民幣, 2009年, 我們預期公司的總體淨利潤為1,150萬元人民幣, 雖然直接看起來, 利潤並未出現大幅增長, 但值得注意的是, 如剔除公司提前贖回可轉換債券引起的870萬人民幣財務費用, 公司核心業務的淨利潤為2,020萬元人民幣, 顯示公司的核心業務績效有巨大的提升。公司2006年和2007年有分派股利, 但2008年未進行股利分配, 保守預測, 2009-2011年公司仍可能繼續不分配股利。

Figure 14: 新焦點合併現金流量表(人民幣 百萬)

至 12 月 31 日	2006*	2007	2008	2009F	2010F	2011F
淨利潤	(3.1)	17.8	10.9	11.5	30.1	40.9
折舊及攤銷	12.8	23.8	20.2	22.3	27.0	33.2
其他	0.0	1.0	2.0	0.0	0.0	0.0
小計(折價及攤銷加其他)	12.8	24.8	22.2	22.3	27.0	33.2
<b>經營性活動現金流入</b>	<b>9.7</b>	<b>42.7</b>	<b>33.2</b>	<b>33.8</b>	<b>57.1</b>	<b>74.1</b>
購買商品, 勞務支付的現金	(11.9)	(55.0)	(14.7)	13.8	(14.9)	(40.6)
<b>經營性活動現金淨額</b>	<b>(2.2)</b>	<b>(12.3)</b>	<b>18.4</b>	<b>47.5</b>	<b>42.2</b>	<b>33.5</b>
<b>投資活動產生的現金流量</b>						
處置固定資產取得的現金淨額	(17.4)	(29.8)	(64.6)	(30.0)	(40.0)	(52.5)
投資支付的現金	(4.6)	(12.3)	0.9	(0.1)	0.3	0.3
<b>籌資活動產生的現金流量</b>						
吸收投資收到的現金	5.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
借款產生的現金流量	20.4	123.6	30.5	(89.3)	0.0	0.0
分配股利, 利息支付的現金	(10.5)	(21.7)	(1.7)	3.0	5.2	7.1
<b>現金及現金等价物淨增加額</b>	<b>(8.7)</b>	<b>47.5</b>	<b>(16.5)</b>	<b>(68.9)</b>	<b>7.6</b>	<b>(11.6)</b>
匯率變動對現金及現金等价物的影響	0.0	22.1	(0.9)	0.0	0.0	0.0
期初現金及現金等价物餘額	74.6	65.9	113.1	95.7	26.9	34.4
<b>期末現金及現金等价物餘額</b>	<b>65.9</b>	<b>135.5</b>	<b>95.7</b>	<b>26.9</b>	<b>34.4</b>	<b>22.8</b>

注\*: 公司 2006 年進行過重報  
資料來源: 公司, 寶來資本預測

Figure 15: 新焦點合併資產負債表(人民幣 百萬)

至 12 月 31 日	2006*	2007	2008	2009F	2010F	2011F
應收賬款及其他應收款	89.4	120.0	78.5	101.9	125.2	148.7
存貨	85.1	126.8	125.7	108.7	125.2	148.7
現金及現金等价物	65.9	135.5	95.7	26.9	34.4	22.8
已抵押定期存款	1.1	3.3	1.9	1.9	1.9	1.9
其他流資產	47.6	60.0	61.5	61.5	61.5	61.5
流動資產	289.2	445.8	363.3	300.9	348.2	383.6
應付賬款及其他應付	138.6	150.7	110.7	134.1	150.2	148.6
借款	38.4	87.3	96.4	20.0	20.0	20.0
其他流動負債	37.0	43.9	40.0	36.9	45.5	53.6
流動負債	214.0	281.9	247.1	191.0	215.7	222.2
<b>流動資產淨值(負債)</b>	<b>75.2</b>	<b>163.8</b>	<b>116.2</b>	<b>109.9</b>	<b>132.5</b>	<b>161.4</b>
固定資產, 淨值	96.7	106.5	150.4	158.1	171.2	190.5
其他長期資產	56.3	101.6	104.1	104.1	104.1	104.1
長期借款	18.0	16.5	14.3	70.0	70.0	70.0
可轉換債券	0.0	76.0	68.6	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	10.1	32.7	34.9	37.9	43.3	50.7
<b>總資產淨值</b>	<b>200.2</b>	<b>246.7</b>	<b>252.8</b>	<b>264.3</b>	<b>294.4</b>	<b>335.3</b>
股本	43.0	46.4	47.4	47.4	47.4	47.4
未分配利潤	157.2	200.3	205.5	217.0	247.1	288.0
<b>權益總額</b>	<b>200.2</b>	<b>246.7</b>	<b>252.8</b>	<b>264.3</b>	<b>294.4</b>	<b>335.3</b>
<b>主要比率:</b>						
應收賬款周轉率(天數)	52	50	51	48	50	50
存貨周轉率(天數)	59	65	88	89	74	74
應付賬款周轉率(天數)	77	82	92	97	87	78
淨現金/(負債)(人民幣 百萬)	10	(44)	(84)	(63)	(56)	(67)
淨負債率(%)	Net cash	15.9	29.2	21.0	16.5	17.5
資產比率(%)	26.9	64.6	62.6	29.9	26.8	23.4
每股資產淨值(人民幣 元)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8

注\*: 公司 2006 年進行過重報  
資料來源: 公司, 寶來資本預測

Figure 16: 新焦點淨資產收益率評估

至 12 月 31 日	2006*	2007	2008	2009F	2010F	2011F	备注
稅前利息前盈餘比率(%)	0.4	3.1	4.3	3.9	6.0	6.7	通過改變產品組合及控制成本, 2009 年 EBIT 利潤率得到改善
資本周轉率(x)	2.1	2.0	1.4	1.5	1.9	2.0	繼續擴大國內市場以及改進銷售服務質量
財務費用率(x)	0.5	0.8	0.5	0.6	0.9	0.9	2009 年提前贖回可轉債導致現金減少但未來利息負擔降低
財務槓桿率(x)	1.2	1.6	1.8	1.6	1.4	1.4	謹慎的控制費用支出降低了淨資產負債率
有效所得稅率(x)	(2.8)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	預期實際稅率將在 2009 年以及 2010 趨於穩定
股東權益報酬率(%)	(1.4)	7.3	3.9	3.9	9.5	11.3	ROE 將會在 2010 得到改善
投資報酬率(%)	(2.6)	5.9	4.2	3.8	7.7	9.1	投資報酬率較加權平均資本成本(WACC, 9.8%)低

注\*: 公司 2006 年進行過重報  
資料來源: 公司, 寶來資本預測

## 贖回可轉換債券對公司有利

2007 年 4 月, 新焦點向投資機構 ARCH 發行了面值總額 1,200 萬美元 3 年期, 票面利率 5.2% 可轉換債券。由於新焦點的每股價格處於下跌趨勢, 公司在 2007 年和 2008 年每年計錄了人民幣 1,000 - 1,500 萬元的賬面淨收益。2009 年 4 月, ARCH 請求新焦點提前贖回可轉換債券。新焦點以 1,130 萬美元的價格回購了該可轉換債(折扣為面值的 6%)。由於公允價值和 2008 財年末帳面價值的差異, 可轉換債券的提前贖回導致賬面淨損失 800 萬元人民幣。我們認為這是一次性影響, 該贖回行為不僅消除了潛在的股份稀釋的風險而且緩解了公司未來利息的負擔, 所以從長期看來該行為是積極有益發展的。

## 負債率處於合理水準

2008 年底, 新焦點擁有存款 9,600 萬人民幣, 負債 17,900 萬人民幣(包括 9,600 萬短期借款, 1,400 萬長期貸款以及 6,900 萬可轉換債券), 淨負債率為 29%。雖然可轉股債券的提前贖回導致公司的存款下降。但是新焦點的現金流量表為正流入, 我們估計 2009 年底新焦點將會有現金 2,700 萬元人民幣以及總負債 9,000 萬元人民幣。新焦點仍然有 2 億元人民幣未用信用。

## 2008 年公司經營現金流轉為淨流入

2008 年, 新焦點經營活動產生了現金流入 1,800 萬元人民幣, 這是公司第一次經營活動產生現金流入。由於良好的未來成長前景, 我們預測未來的經營活動的現金流入將會增長至每年 3,000 萬元人民幣以上。新焦點在 2008 年資本支出為 6,800 萬元人民幣。資本支出主要用於擴張零售連鎖。假設一家大型自營門店需要投入 150 萬元人民幣的成本, 我們得出新焦點 2009 年的資本支出約為 3,000 萬元人民幣。資本支出將會隨著新焦點加快零售連鎖的擴張速度而逐漸增加。

## 估值與定價

Figure 17: 新焦點股價淨值比走勢圖



資料來源: Bloomberg, Consensus estimate, 寶來資本預測

Figure 18: 新焦點同業介紹

公司	代碼	主營業務
帝寶	6605 TT	生產汽車燈具和其他零部件，主要供給汽車后市場
元征科技	8196 HK	汽車診斷設備製造商並在中國經營汽車銷售店
敏實集團	425 HK	生產汽車裝飾件、汽車裝飾條及車身結構件
東陽	1319 TT	生產汽車零部件，如保險杠，擋風玻璃，和擋泥板
堤維西	1522 TT	生產汽車燈，同時供應車廠 (OEM) 和汽車后市場
濰柴動力	2338 HK	製造高速重型柴油發動機
信義玻璃	868 HK	生產加工玻璃製品，用於汽車和家庭
Autobacs Seven	9832 JP	日本汽車后相關產品及服務連鎖
Autozone	AZO US	汽車零配件通路
Denso	6902 JP	生產汽車電子部件
G-7 Holdings	7508 JP	零售汽車零配件

資料來源: Bloomberg, 公司, 寶來資本

Figure 19: 新焦點全球同業比較

公司 <sup>(i)</sup>	市值 (百萬美元)	2008 營業利益率 (%)	2009 營業利益率 (%)	2008 淨利成長 (%)	FY09F 淨利成長 (%)	2008 PER <sup>(ii)</sup> (x)	2009 PER <sup>(ii)</sup> (x)	2009 yield (%)	2008 股價淨值 比(x)	2009 股價淨值 比(x)	2009 淨資產收 益率(%)
<b>大中華地區同業</b>											
帝寶	318	13.1	18.5	(39.7)	4.2	10.5	10.5	5.8	1.4	-	-
元征科技	49	23.7	-	49.2	-	4.5	-	-	0.6	-	-
敏實集團	911	24.0	21.8	17.9	14.9	14.7	12.7	2.2	1.9	1.7	13.7
<b>新焦點</b>	<b>64</b>	<b>2.8</b>	<b>5.6</b>	<b>(38.8)</b>	<b>5.2</b>	<b>40.1</b>	<b>39.6</b>	<b>0.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>3.9</b>
東陽	495	5.1	11.6	(46.0)	75.5	29.3	15.3	1.7	1.8	1.6	11.0
堤維西	173	6.0	7.7	(57.1)	154.4	29.0	11.1	3.3	1.2	1.1	-
濰柴動力	3,354	9.5	9.6	(4.3)	(7.6)	11.9	12.8	0.7	2.9	2.4	19.6
信義玻璃	1,423	18.4	19.7	5.7	37.2	14.8	10.8	4.3	2.4	2.2	21.0
<b>大中華地區平均</b>	<b>848</b>	<b>12.8</b>	<b>13.5</b>	<b>(14.1)</b>	<b>40.6</b>	<b>19.4</b>	<b>16.1</b>	<b>2.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>13.9</b>
<b>海外同業</b>											
Autobacs Seven	1,348	2.1	3.4	-	-	na	7.5	-	0.8	-	2.1
AutoZone	8,482	17.3	17.4	6.2	3.4	14.9	12.9	0.0	-	10.0	-
Denso	23,369	1.3	(1.5)	-	-	na	na	1.0	1.1	1.1	(2.0)
G-7 Holdings	56	2.1	-	(37.8)	-	18.3	-	-	0.6	-	-
<b>海外同業平均</b>	<b>8,314</b>	<b>5.7</b>	<b>6.4</b>	<b>(15.8)</b>	<b>3.4</b>	<b>16.6</b>	<b>10.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>5.6</b>	<b>0.0</b>
<b>全體平均</b>	<b>3,337</b>	<b>10.4</b>	<b>11.4</b>	<b>(14.5)</b>	<b>35.9</b>	<b>18.8</b>	<b>14.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>	<b>9.9</b>

資料來源: Bloomberg, 公司, Consensus estimates, 公司, 寶來資本預測

注: (i) 所有數據已調整成 12 月 31 日止年度, (ii) PER 列中 na 代表公司利潤為負數

### 新焦點 – 在汽車零件產業中一枝獨秀

多數香港上市的汽車備件生產商為 OEM 生產商且沒有零售連鎖體系。我們認為元征科技為新焦點最具可比性的參考。元征科技 (8196 HK) 為中國汽車診斷設備生產零售商。但是這家公司規模過小，無法引起投資人的關注。我們也參考了臺灣上市企業中的汽車零部件公司，例如帝寶，緹維西和東陽。與新焦點相似，這些臺灣公司在大陸都有生產廠，且它們的產品主要供應海外市場。但我們認為新焦點的零售連鎖經營模式在該行業內是獨特的，並已建立了具有知名度的零售消費品牌，是該公司重要價值所在。儘管“Autolife”目前對公司僅貢獻少量的利潤，但是未來預期將會有令人矚目的成就。我們相信新焦點與臺灣和香港交易的其他同業相比，應該存在溢價。

### 目標價 HK\$1.46, 基於 2x 股價淨值比

以當前股價計算，公司 2009 本益比 39.6 倍（扣除非經常損益 21.6 倍），雖然本益比看起來已經較高，但公司當前股價淨值比 1.5 倍，處於歷史底部區間。預期隨著公司業績基本面的提升，以公司歷史平均來看，公司合理股價淨值比將回升至 2 倍。以此計算，新焦點目標價格港幣 1.46，上漲空間 33%。

Polaris Capital (Asia) Ltd

Hong Kong  
Units 6503-06, The Center,  
99 Queen's Road, Central,  
Hong Kong.  
Tel: (852) 2156-8222  
Fax: (852) 2869-5572

Taiwan  
2/F, No. 420,  
Fusing N. Road, Taipei,  
Taiwan.  
Tel: (8862) 2515-8200  
Fax: (8862) 2515-9179

Shanghai  
12H Majesty Building,  
138 Pudong Avenue, Shanghai,  
China.  
Tel: (8621) 5887-1122  
Fax: (8621) 5882-9778

Research contacts

**Adrian Fung**  
Senior Analyst  
Tel: (852) 2156-8205  
adrianfung@polariscapital.net

**Jeffrey Lau**  
Analyst  
Tel: (852) 2156-8335  
jeffreylau@polariscapital.net

**Michael Lee**  
SH Research Supervisor  
Tel: (8621)58875599-131  
hljlg@polaris.net.cn

Sales contacts

**Mego Cheng**  
Executive Director  
Tel: (852) 2156-8333  
megocheng@polariscapital.net

**Michael Liu**  
Managing Director  
Tel: (852) 2156-8200  
michaelliu@polariscapital.net

**Fu Hung Man**  
Director  
Tel: (852) 2156-8319  
manfu@polariscapital.net

IMPORTANT LEGAL INFORMATION

This report is produced by Polaris Capital (Asia) Limited ("Polaris Capital"), an affiliate of Polaris Securities Group. Polaris Capital is licensed by the Securities and Futures Commission for types 1 and 6 regulated activities pursuant to the Securities and Futures Ordinance.

In relation to recipients of this report in the United Kingdom, this report is directed only at persons having professional experience in matters relating to investments or are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies etc") of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This report must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this report may relate is available only to relevant persons.

INFORMATION PURPOSES ONLY

This report is for information purposes only. This report is not intended as advice or a recommendation to conclude any transaction and should not be treated as such. It should not be construed as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security or financial instrument in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. This report is not intended to be published or made available to any person in any jurisdiction where doing so would result in violation of any applicable laws or regulations.

The information contained in this report is not intended to provide professional, investment or any advice or recommendation and should not be relied upon in that regard. This report does not take into account the investment objectives, financial position or needs of any particular person. Before acting on any information in this report you should consider whether it is suitable for your particular circumstances and you should consult your own legal, financial, tax, accounting or other professional advisors to ensure that any decision made is suitable to your investment objectives, financial position and any other relevant circumstances.

The price and value of the securities and financial instruments referred to in this report and the income derived from them may go down as well as up, and under certain circumstances an investor may sustain a total loss of investment or be exposed to liabilities greater than your original investment. The securities and financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors. In particular, options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur.

LIMITATION OF LIABILITY

This report is based on information (including, in certain circumstances, information obtained from relevant issuers) we consider to be reliable and accurate as at the date indicated. It is not intended to be a complete statement or summary of the securities, financial instruments, markets or developments referred to in this report and it should not be treated as such. Polaris Capital may not update this report or correct any inaccuracy, which subsequently becomes apparent and is under no obligation to do so. Opinions, estimates and other information in this report may be changed or withdrawn without notice to you.

Indicative price quotations, disclosure materials or analyses in this report may have been prepared based on assumptions and/or parameters made/selected by us in good faith and do not constitute forecasts by us. The assumptions and parameters used are not the only ones that might reasonably have been selected and therefore no guarantee is given as to the accuracy, completeness, or reasonableness of any such quotations, disclosure or analyses. No representation or warranty is made that any indicative performance or return indicated will be achieved in the future.

This report is derived from information, which includes information prepared by Polaris Capital or its/their related bodies corporate. None of Polaris Capital, its/their related bodies corporate or the directors, officers, employees or agents, of those entities gives any representation or warranty as to the reliability, completeness, timeliness, accuracy or fitness for any purpose of this report, nor does any of them accept any responsibility or liability for any loss or damage arising in any way (including by reason of negligence) out of errors or misstatements in, omissions from, or the reliance of any person on, this report.

DISCLOSURE OF INTERESTS

Polaris Capital, its/their related bodies corporate or persons associated with those entities (including but not limited to directors, officers, employees and clients) may maintain long or short positions in all securities or financial instruments referred to in this report, or in other securities or financial instruments of the issuers named in this report, or in related derivatives. Polaris Capital may act or have acted as market-maker in the securities or other financial instruments discussed in this report. Furthermore, Polaris Capital may have or have had a relationship with or may provide or has provided investment banking, capital markets and/or other financial services to the relevant issuers. Employees of Polaris Capital may serve or have served as officers or directors of the relevant issuers.

COPYRIGHT

Copyright of this report is owned by Polaris Capital. This report may not be reproduced, published, distributed or transmitted (in whole or in part) to any other person or incorporated in any way into another document or other material without the written consent of Polaris Capital and Polaris Capital accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.