

兴达国际 (1899 HK)

2017 盈利低于预期但我们预期复苏持续

❖ **投资要点:** 兴达去年净利润仅同比增长 3.4% 至 2.87 亿元人民币。如果加回 2,300 万元的汇兑损失(主要由于人民币升值), 调整后的净利润为 3.1 亿元, 较我们预期低 10%。我们认为主要由于毛利率低于预期以及实际税率较高所致。然而, 我们看到一些正面的指标, 包括分销及管理费用率下降以及经营现金流上升(+7%至 10 亿元)。我们继续相信最坏情况已经过去, 并相信今年将迎来复苏, 主要由于产品均价上升、钢价回调以及 LNG 价格大幅下跌。我们下调 2018/19 年盈利预测 5%/3%, 目标价从 HK\$4.10 下调至 HK\$3.51, 基于 10.8x 2018E PE (较历史平均值折让 10%), 维持买入评级。

❖ **尽管原材料成本压力于 2H17 较预期为大...** 去年下半年净利润同比下跌 63% 至 7,500 万元, 尽管我们已预期去年特别是四季度的 LNG 价格及钢价压力较大, 但毛利率 15%(同比下跌 8 个百分点, 环比下跌 7.1 个百分点)仍低于我们预期。去年下半年的吨毛利为 1,433 元人民币, 低于去年上半年的 2,028 元以及 16 年下半年的 1,928 元。以上因素同时导致公司的主要附属公司江苏兴达(可享受 15% 优惠税率)的盈利贡献减少, 推高公司实际税率至 21.4%, 高于 2016 年的 15.6%。

❖ **高产能利用率以及产品均价; 分销及管理费用率下降。** 去年子午轮胎钢帘丝/胎圈钢丝的销售量分别增长 7.8%/54% 至 65.3 万/12 万, 使用率分别达 91%/85% (且下半年高于上半年)。高使用率及均价上升令分销费用率下降 1.2 个百分点至 6.9%, 以及令管理费用率下降 1 个百分点至 4.6%, 而且下半年低于上半年, 我们认为是理想的趋势。

❖ **成本压力退减带动 2018E 盈利复苏。** 最新的 LNG 价格已较去年大幅下跌 35%, 而钢价亦回调 10%, 我们相信可减轻兴达的成本压力。我们略为下调 2018E/19E 毛利率 1.5 个百分点以及上调实际税率假设, 因此下调盈利预测 5%/3%。

❖ **风险因素:** (1) 原材料成本大幅上涨; (2) 海外产能扩张的不利因素; (3) 人民币升值。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	4,737	5,469	6,887	8,108	8,881
净利润(百万人民币)	174	278	287	410	489
EPS(人民币)	0.12	0.19	0.19	0.28	0.33
EPS 变动 (%)	-46.2	62.1	3.7	42.1	19.2
EV/EBITDA (x)	5.8	4.7	4.6	3.7	3.3
市盈率(x)	20.4	12.6	12.3	8.6	7.2
市帐率(x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	3.5	5.4	5.4	7.3	8.7
权益收益率 (%)	3.4	5.4	5.4	7.5	8.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源: 公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$3.51
(前目标价)	HK\$4.10)
潜在升幅	+26%
当前股价	HK\$2.98

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)	4,142
3 月平均流通量(百万港元)	11.6
52 周内股价高/低(港元)	3.68/2.49
总股本(百万)	1,485

数据源: 彭博

股东结构

刘锦兰	41.05%
Great Trade Limited	16.04%
中粮集团	5.98%
自由流通	36.92%

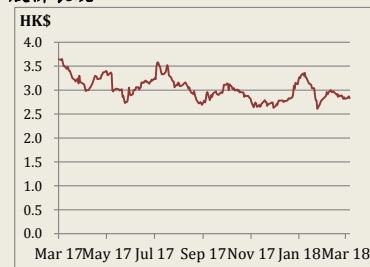
数据源: 公司, 港交所, 招银国际

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.7%	-2.4%
3-月	1.8%	-3.1%
6-月	-3.4%	-12.6%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: 德勤

公司网站: www.xingda.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
收益					
子午輪胎鋼帘線	4,334	5,040	6,157	7,429	8,193
貨車用	2,668	3,204	3,999	4,953	5,295
客車用	1,667	1,836	2,158	2,476	2,898
胎圈鋼絲及其他鋼絲	403	429	730	678	687
總收益	4,737	5,469	6,887	8,108	8,881
銷售成本	(3,887)	(4,274)	(5,609)	(6,446)	(7,016)
毛利	850	1,195	1,278	1,662	1,865
其他收入	17	19	61	24	27
其他收益及虧損淨額	157	66	(2)	28	31
分銷與銷售開支	(376)	(444)	(476)	(559)	(613)
行政開支	(281)	(304)	(319)	(373)	(409)
研發費用	(45)	(61)	(58)	(81)	(89)
息稅前收益	321	472	483	701	813
淨財務收入/(費用)	(28)	(4)	(1)	1	5
利息收入	6	17	37	31	38
融資成本	(34)	(21)	(38)	(30)	(33)
聯營及合資公司利潤	(0)	0	0	0	0
除稅前溢利	293	468	481	703	817
所得稅開支	(53)	(73)	(103)	(141)	(147)
稅後溢利	240	395	378	562	670
非控股權益	(66)	(117)	(91)	(152)	(181)
淨利潤	174	278	287	410	489
核心利潤	42	278	287	410	489
折舊及攤銷	483	522	529	564	606
EBITDA	804	994	1,012	1,266	1,419

來源：公司資料，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
非流動資產					
物業、厂房及設備	3,984	3,804	3,817	3,853	3,847
預付租賃款項	282	275	343	343	343
聯營及合資公司	0	0	0	0	0
可供出售投資	0	0	0	0	0
其他	141	160	182	182	182
遞延稅項資產	17	14	16	16	16
定期存款	0	900	1,000	1,000	1,000
	4,424	5,153	5,357	5,393	5,387
流動資產					
預付租賃款項	7	7	7	7	7
存貨	396	559	725	759	856
應收賬及其他應收款項	1,933	2,261	2,519	2,678	3,015
應收票據	1,974	2,343	2,929	2,935	2,904
已抵押銀行存款	18	70	68	68	68
銀行結餘及現金	733	480	757	1,138	1,568
	5,060	5,720	7,005	7,586	8,418
總資產	9,484	10,873	12,362	12,979	13,804
流動負債					
應付賬及其他應付款項	1,719	2,379	3,585	3,726	4,040
應付票據	0	260	340	340	340
借貸	515	923	953	1,053	1,153
稅項負債	32	43	28	28	28
其他	16	10	11	11	11
	2,281	3,615	4,918	5,158	5,572
非流動負債					
借貸	0	0	0	0	0
遞延稅項負債	40	9	11	11	11
	40	9	11	11	11
資本及儲備					
股東權益	5,124	5,228	5,367	5,592	5,823
非控股權益	2,039	2,020	2,066	2,217	2,398
權益總額	7,163	7,249	7,433	7,809	8,221
權益及負債	9,484	10,873	12,362	12,979	13,804

來源：公司資料，招銀國際預測

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2,015	2,016	2,017	2018E	2019E
除税前溢利	293	468	481	703	817
融资成本	34	21	38	30	33
利息收入	(6)	(17)	(37)	(31)	(38)
应收账款及其他应收款项减值确认减值	71	8	16	0	0
撤销应收账款	3	4	0	0	0
出售物业、厂房及设备亏损	2	13	3	0	0
折旧及摊销	483	522	522	564	606
已付所得税	(81)	(90)	(117)	(141)	(147)
营运资金变动	277	48	101	(59)	(88)
其他	(166)	(28)	5	0	0
经营活动所得现金净额	909	950	1,013	1,066	1,184
购买物业、厂房及设备净投资	(416)	(320)	(375)	(600)	(600)
已收利息	6	5	3	31	38
其他	273	(971)	(154)	0	0
投资活动所用现金净额	(138)	(1,286)	(526)	(569)	(562)
股权融资	(42)	(44)	(12)	(6)	0
净银行贷款	(301)	404	32	100	100
已付股息	(155)	(125)	(143)	(180)	(259)
已付利息	(30)	(23)	(38)	(30)	(33)
其他	(41)	(130)	(47)	0	0
融资活动所得（所用）现金净额	(569)	82	(209)	(116)	(192)
现金及等同现金（减少）增加净额	202	(253)	277	381	430
年初之现金及等同现金项目	531	733	480	757	1,138
汇兑及其他	0	0	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	733	480	757	1,138	1,568

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率	2015	2016	2017	2018E	2019E
销售组合 (%)					
子午轮胎钢帘线	92%	92%	89%	92%	92%
货车用	56%	59%	58%	61%	60%
客车用	35%	34%	31%	31%	33%
胎圈钢丝及其他钢丝	8%	8%	11%	8%	8%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18%	22%	19%	21%	21%
EBITDA 利润率	17%	18%	15%	16%	16%
息税前利润率	7%	9%	7%	9%	9%
净利润率	5%	7%	5%	7%	8%
增长率 (%)					
收入	-15%	15%	26%	18%	10%
毛利	-33%	41%	7%	30%	12%
EBITDA	-24%	24%	2%	25%	12%
息税前利润	-48%	47%	2%	45%	16%
净利润	-47%	60%	3%	43%	19%
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.2	1.6	1.4	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	153	140	127	117	117
平均存货周转天数	44	41	42	42	42
平均应付账款周转天数	186	175	194	207	202
净负债/总权益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回报率 (%)					
资产回报率	2%	3%	2%	3%	4%
资本回报率	3%	5%	5%	7%	9%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.12	0.19	0.19	0.28	0.33
每股账面值(人民币)	3.44	3.56	3.61	3.78	3.93
每股股息(人民币)	0.08	0.13	0.12	0.17	0.21

来源：公司资料，招银国际预测

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内容之分析員，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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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。報告所載數據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，並可能會受目標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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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，本公司及其僱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责任。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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时自行及/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，任何機構或個人于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信息，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(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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 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士。