



榮威國際(3358 HK)

除了匯率因素，業績其實並不差

- ❖ 17 財年的淨利潤略低於預期，主要是由於人民幣匯率走強，拖累了毛利率。榮威 17 財年的銷售增長 23.6% 至 7.225 億美元，與我們和彭博的預測一致，而淨利潤則僅增長 9.5% 至 4,750 萬美元，略低於我們和彭博的預測分別 3.7% 和 7.4%，我們認為主要是受 17 財年 4 季度（剛好在產品交付旺季）人民幣大幅升值的影響，毛利率大幅下滑（下降 2.9 個百分點至 25.3%，我們預期 27.6%），但另一方面，部份也受到高於預期的其他收入和收益所抵消，這主要是政府補助（1,060 萬美元，佔銷售的 1.5%，我們預期 140 萬美元或 0.2% 的銷售）。
- ❖ 出色的銷售增長和成本控制。儘管淨利潤略低預期，我們亦非常認可公司的努力：1) 即使考慮到人民幣走強，17 財年下半年銷售增長仍然達到 30.2%（而上半年為 19.3%），說明需求十分強勁，2) 卓越的成本控制，銷售費用僅上漲了 13.4%，而管理費用，剔除上市費用後，也僅增長了 15.8%，這兩者的增長速度都遠低於銷售的增長，尤其是考慮到員工成本在期內亦上漲 46.8%（為了應付 17 至 19 財年的產能擴張）。其實如果沒有外匯的負面因素，這種不可抗力，公司的這個業績其實是十分優秀的。
- ❖ 18 財年訂單強勁，受更多創新產品的支持，平均售價可望有效調升。我們相信，18 財年的銷售增長仍可能保持快速，這要歸功於 1) 18 財年目前的訂單已超過 5 億美元，按年增長約 20%，2) 下半年計畫產品平均銷售價格上漲約 5 至 10%，3) 強勁的新產品推出計畫，如改良版本（例如帶 USB 插頭的 FORTECH 氣墊床，語音控制的可攜式 Spa，大型水上平台等）或全新系列（即充氣娛樂中心，雪筏和游泳機器人等），管理層亦提到很多分銷商對這些新設計感到興奮。我們上調 18 財年/19 財年銷售預測 2.6%/ 2.3%。
- ❖ 毛利率應該在已在 17 財年下半年觸底，並且在 18 財年應可看到更多的經營杠杆。我們預計毛利率在 18 財年可改善約 0.8%，因為公司開始鎖定外匯匯率，並進行動態成本調整，而且由於員工數量趨於穩定，和產能擴張速度已經趕上銷售訂單的增長，令外包費用減少，經營利潤率應可有約 0.5% 的擴張。我們將 18 財年/19 財年的毛利率預測下調 1.7 個百分點/ 1.4 個百分點，並將預測淨利潤下調 4.9%/ 4.0%。
- ❖ 維持買入評級但提升目標價至 5.31 港元。我們認為榮威的最差情況已經結束，受惠於 1) 鎖定外幣匯率，2) 新產品推出的利好，3) 更好的產品組合，區域組合以及 4) 經營杠杆，預計 18 財年業績將會回暖。我們維持買入評級，將目標價上調至 5.31 港元，是基於 12 倍的 18 財年預測市盈率（目前估值為 10 倍），這意味著 PEG 為 0.44 倍，上漲空間有 19.8%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬美元)	584.5	722.5	867.3	994.7	1,118.6
淨利潤 (百萬美元)	43.3	47.5	60.7	79.4	98.3
每股收益 (美元)	0.0546	0.0574	0.0568	0.0744	0.0920
每股收益變動 (%)	-	5.1	(1.0)	30.9	23.8
市盈率(x)	10.4	9.9	9.9	7.7	6.2
市帳率(x)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	0.1	1.0	4.3	3.0	3.9
權益收益率 (%)	22.4	11.8	12.9	14.8	15.9
財務杠杆(x)	36.8	10.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	HK\$5.31
(前目標價)	HK\$4.65)
潛在升幅	+19.8%
當前股價	HK\$4.43

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國出口行業

市值(百萬港元)	4,689
3 月平均流通量 (百萬港元)	9.76
52 周內股價高/低 (港元)	4.48/2.88
總股本 (百萬)	1,068.4

資料來源：彭博

股東結構

朱強家族	54.97%
Bogdan Nowak 先生	13.50%
員工激勵計劃持股	5.40%
Patrizio 先生	1.13%
自由流通	25.00%

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	22.0%	20.5%
3-月	47.7%	37.1%
6-月	-	-

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.bestwaycorp.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元美元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	584.5	722.5	867.3	994.7	1,117.6
地上游泳池及便攜移動式spa	274.3	327.5	386.4	444.4	502.2
娛樂產品	125.7	150.3	175.9	188.2	199.5
體育產品	76.0	96.3	119.5	146.9	179.3
野營產品	108.5	148.4	185.5	215.2	236.7
銷售成本	(420.0)	(539.8)	(641.2)	(729.5)	(813.7)
毛利	164.5	182.8	226.0	265.2	303.9
其他收入	6.8	10.6	6.1	3.5	3.4
銷售費用	(60.7)	(68.9)	(80.9)	(89.2)	(97.6)
一般及行政費用	(48.6)	(60.6)	(69.9)	(76.3)	(82.5)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	62.0	64.0	81.4	103.1	127.1
淨融資成本	(4.9)	(3.7)	(2.9)	(0.6)	(0.4)
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	57.0	60.3	78.4	102.5	126.7
所得稅	(14.0)	(12.7)	(16.9)	(22.0)	(27.2)
非控制股東權益	0.3	(0.1)	(0.9)	(1.0)	(1.1)
淨利潤	43.3	47.5	60.7	79.4	98.3
調整後淨利潤	44.0	52.5	60.7	79.4	98.3

來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元美元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	160.9	268.3	283.2	295.0	307.4
物業、廠房及設備	139.4	223.8	238.7	250.4	262.8
無形資產和商譽	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
土地使用權	15.7	25.3	25.3	25.3	25.4
投資型房地產	-	-	-	-	-
聯營公司的權益	-	-	-	-	-
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	1.0	13.5	13.5	13.5	13.5
遞延稅項資產	3.9	4.6	4.6	4.6	4.6
其他	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
流動資產	302.1	543.3	482.0	577.8	685.8
其他金融資產	14.2	35.3	42.3	48.6	54.6
存貨	162.4	251.0	245.5	279.3	311.5
貿易及其他應收賬款	94.6	139.6	140.6	161.2	181.1
受限制銀行結餘	8.1	6.7	6.7	6.7	3.7
現金及現金等價物	23.0	110.7	46.9	82.0	134.8
流動負債	256.9	400.2	284.5	322.7	359.5
銀行借款	94.6	157.8	30.0	30.0	30.0
預收款項	6.8	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	145.0	228.4	234.1	267.1	298.8
即期稅項	7.7	10.4	16.9	22.0	27.2
其他	2.8	3.5	3.5	3.5	3.5
非流動負債	2.1	11.2	11.2	11.2	11.2
帶息借款	0.1	-	-	-	-
離職後福利及其他長期福利	0.2	5.2	5.2	5.2	5.2
遞延稅項	1.8	0.8	0.8	0.8	0.8
撥備	-	-	-	-	-
其他	0.1	5.2	5.2	5.2	5.2
資產淨額	203.9	400.2	469.6	538.9	622.5
非控股權益	(0.6)	(0.8)	0.1	1.1	2.2
權益股東應占總權益	204.5	401.0	469.5	537.8	620.3

來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元美元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	62.0	64.0	81.4	103.1	127.1
折舊和攤銷	11.3	13.3	17.3	19.9	22.4
營運資金變動	0.9	(71.3)	3.1	(27.6)	(26.5)
稅務開支	(9.5)	(12.7)	(16.9)	(22.0)	(27.2)
其他	0.7	6.1	28.4	19.2	24.4
經營活動所得現金淨額	65.4	(0.7)	113.4	92.5	120.1
購置固定資產	(34.3)	(75.9)	(34.7)	(34.8)	(39.1)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(2.1)	1.0	3.3	1.0	1.0
投資活動所得現金淨額	(36.4)	(74.9)	(31.4)	(33.8)	(38.1)
股份發行	-	140.4	-	-	-
淨銀行借貸	(29.9)	56.4	(127.8)	-	-
股息	(3.2)	(37.5)	(18.0)	(23.6)	(29.2)
其他	2.8	4.0	0.0	-	-
融資活動所得現金淨額	(30.4)	163.3	(145.9)	(23.6)	(29.2)
現金增加淨額	(1.4)	87.8	(63.8)	35.1	52.8
年初現金及現金等價物	23.5	23.0	110.7	46.9	82.0
匯兌	0.9	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	23.0	110.7	46.9	82.0	134.8

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
地上游泳池及便攜移動式spa	46.9	45.3	44.6	44.7	44.9
娛樂產品	21.5	20.8	20.3	18.9	17.8
體育產品	13.0	13.3	13.8	14.8	16.0
野營產品	18.6	20.6	21.3	21.6	21.3
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.1	25.3	26.1	26.7	27.2
息稅前利潤率	10.6	8.9	9.4	10.4	11.4
稅前利潤率	9.8	8.3	9.0	10.3	11.3
淨利潤率	7.4	6.6	7.0	8.0	8.8
調整後淨利潤率	7.5	7.3	7.0	8.0	8.8
有效稅率	24.6	21.1	21.5	21.5	21.5
增長 (%)					
收入	13.8	23.6	20.0	14.7	12.4
毛利	46.8	11.1	23.7	17.3	14.6
息稅前利潤	116.8	3.2	27.2	26.7	23.3
淨利潤率	163.3	9.5	27.9	30.9	23.8
調整後淨利潤	167.4	19.3	15.6	30.9	23.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.4	1.7	1.8	1.9
平均應收賬款周轉天數	51.6	59.2	59.2	59.2	59.2
平均應付賬款周轉天數	81.0	82.9	82.9	82.9	82.9
平均存貨周轉天數	152.8	139.7	139.7	139.7	139.7
淨負債 / 總權益比率 (%)	36.8	10.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	22.4	11.8	12.9	14.8	15.9
資產回報率	9.2	5.8	7.9	9.1	9.9
每股數據					
每股盈利 (美元)	0.055	0.057	0.057	0.074	0.092
調整後每股盈利 (美元)	0.055	0.063	0.057	0.074	0.092
每股股息 (美元)	0.005	0.024	0.017	0.022	0.028
每股賬面值 (美元)	0.343	0.379	0.447	0.521	0.612

來源：公司及招銀國際研究預測

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內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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，本公司及其雇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責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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時自行及/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資訊，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。