

興達國際 (1899 HK)

淨利潤下降令人失望；成本持續承壓

- ❖ 評級由“買入”下調至“賣出”。興達國際發布盈利預告，預計 2018 年上半年的淨利潤將同比下降 40%-50% 至 1.06-1.28 億元人民幣，令人失望，表明即便興達國際在今年年初已提高平均售價，但公司未能將成本壓力完全轉移。我們擔心公司定價權出現結構性的惡化趨勢，并看到一系列負面因素：(1) 第二季度迄今，鋼價相比二季度上升 5%；(2) 第二季度迄今，LNG 價格較二季度上漲 18%；(3) 七月下旬起，輪胎製造商產能利用率持續下降。我們認為這些因素將在 2018 年下半年持續給興達國際增壓。我們將 2018/19/20 年的預測下調 38%/47%/47%，主要基于較低的毛利率假設。我們將目標價從 3.37 港元下調至 1.95 港元，基于 2018 年 10.8 倍預測市盈率(估值倍數不變)。
- ❖ 2018 上半年盈利下跌 40-50%。公司表示利潤下降的原因如下：(1) 綫鋼價格上漲使毛利潤下降；(2) 行政費用支出增加；(3) 政府補貼降低(注：2017 上半年約為 2,640 萬人民幣)。儘管 2018 上半年淨利潤達到 1.06-1.28 億元人民幣，相比 2017 下半年 7,500 萬人民幣的淨利潤有所提升(2017 年下半年淨利潤包括匯兌損失約 2,200 萬人民幣)，這樣的表現在公司的銷量和平均售價均有所上升的背景下仍然令人失望。
- ❖ 2018 第三季度成本壓力增加。過去我們的關鍵假設為，興達國際能夠將原材料的成本逐步轉嫁給客戶，但現在我們認為公司的定價權正在減弱。綫鋼是主要成本組成部分，占生產成本的 60%。綫鋼均價在 2018 年 7 月到 8 月中旬，較二季和一季價格分別上升了 5% 和 7%。而綫鋼最新價格已達到今年以來的最高值，為 4,740 人民幣/噸。天然氣成本方面，上海 LNG 平均價格在 7 月到 8 月中旬為 4,595 人民幣/噸，較二季度價格上升 18%。我們認為上述因素將對興達國際的毛利率持續構成壓力。
- ❖ 輪胎製造商產能利用率下降。另一個不利因素是輪胎製造商(興達國際客戶)的產能利用率下降。整個行業的產能利用率由 6 月下旬 7 月上旬高峰的 78-79%，回落至 8 月 17 日當周的 67.4%。我們認為這將降低興達國際在短時間內提升銷售均價的可能。
- ❖ 上升風險因素：(1) 近期銷售均價提升；(2) 鋼價下降；(3) 人民幣貶值

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	5,469	6,887	8,108	8,881	9,381
淨利潤(百萬人民幣)	278	287	233	250	269
EPS(人民幣)	0.19	0.19	0.16	0.17	0.18
EPS 變動(%)	62.1	3.7	-19.6	6.2	7.6
EV/EBITDA(x)	4.2	4.1	4.3	4.0	3.9
市盈率(x)	10.8	10.3	13.2	12.5	11.6
市帳率(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	6.3	6.3	4.8	5.1	5.4
權益收益率(%)	5.4	5.4	4.3	4.6	4.8
淨財務槓桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

數據源：公司及招銀國際研究

賣出 (由買入下調)

目標價	HK\$1.95
(前目標價)	HK\$3.37
潛在升幅	-19%
當前股價	HK\$2.40

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)	3,611
3月平均流通量(百萬港元)	6.5
52周內股價高/低(港元)	3.38/2.16
總股本(百萬)	1,504

數據源：彭博

股東結構

劉錦蘭	41.05%
Great Trade Limited	16.04%
中樞集團	5.98%
自由流通	36.92%

Great Trade Limited 由劉錦蘭代表 98 名擁有人持有。

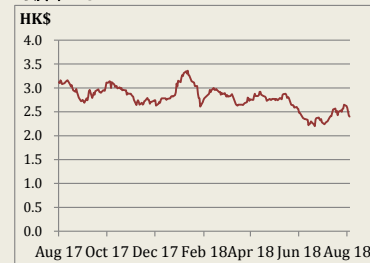
數據源：公司，港交所，招銀國際

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.8%	7.9%
3-月	-12.4%	-0.1%
6-月	-14.3%	-2.0%

數據源：彭博

股價表現



2018年6月4日每股除淨0.15港元。

數據源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.xingda.com.cn

利潤表

年結：12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收益					
子午輪胎鋼帶線	5,040	6,157	7,429	8,193	8,685
貨車用	3,204	3,999	4,953	5,295	5,542
客車用	1,836	2,158	2,476	2,898	3,143
胎圈鋼絲及其他鋼絲	429	730	678	687	696
總收益	5,469	6,887	8,108	8,881	9,381
銷售成本	(4,274)	(5,609)	(6,770)	(7,415)	(7,833)
毛利	1,195	1,278	1,338	1,465	1,548
其他收入	19	61	24	27	28
其他收益及虧損淨額	66	(2)	28	31	33
分銷與銷售開支	(444)	(476)	(535)	(604)	(638)
行政開支	(304)	(319)	(373)	(409)	(432)
研發費用	(61)	(58)	(81)	(89)	(94)
息稅前收益	472	483	401	422	446
淨財務收入/(費用)	(4)	(1)	(2)	(5)	(2)
利息收入	17	37	28	28	34
融資成本	(21)	(38)	(30)	(33)	(36)
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
除稅前溢利	468	481	399	417	443
所得稅開支	(73)	(103)	(80)	(75)	(75)
稅後溢利	395	378	320	342	368
非控股權益	(117)	(91)	(86)	(92)	(99)
淨利潤	278	287	233	250	269
核心利潤	278	287	233	250	269
折舊及攤銷	522	529	564	606	620
EBITDA	994	1,012	966	1,028	1,066

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流動資產					
物業、厂房及設備	3,804	3,817	3,853	3,847	3,427
預付租賃款項	275	343	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	160	182	182	182	182
遞延稅項資產	14	16	16	16	16
定期存款	900	1,000	1,000	1,000	1,000
	5,153	5,357	5,393	5,387	4,966
流動資產					
預付租賃款項	7	7	7	7	7
存貨	559	725	908	880	1,008
應收賬及其他應收款項	2,261	2,519	2,812	3,514	3,168
應收票據	2,343	2,929	2,935	2,904	3,265
已抵押銀行存款	70	68	68	68	68
銀行結餘及現金	480	757	722	757	1,421
	5,720	7,005	7,452	8,130	8,937
總資產	10,873	12,362	12,845	13,517	13,904
流動負債					
應付賬及其他應付款項	2,379	3,585	3,834	4,211	4,287
應付票據	260	340	340	340	340
借貸	923	953	1,053	1,153	1,253
稅項負債	43	28	28	28	28
其他	10	11	11	11	11
	3,615	4,918	5,266	5,744	5,920
非流動負債					
借貸	0	0	0	0	0
遞延稅項負債	9	11	11	11	11
	9	11	11	11	11
資本及儲備					
股東權益	5,228	5,367	5,415	5,518	5,629
非控股權益	2,020	2,066	2,152	2,244	2,343
權益總額	7,249	7,433	7,567	7,762	7,972
權益及負債	10,873	12,362	12,845	13,517	13,904

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	468	481	399	417	443
融资成本	21	38	30	33	36
利息收入	(17)	(37)	(28)	(28)	(34)
应收账款及其他应收款项减值确认减值	8	16	0	0	0
撤销应收账款	4	0	0	0	0
出售物业、厂房及设备亏损	13	3	0	0	0
折旧及摊销	522	522	564	606	620
已付所得税	(90)	(117)	(80)	(75)	(75)
营运资金变动	48	101	(233)	(266)	(67)
其他	(28)	5	0	0	0
经营活动所得现金净额	950	1,013	652	687	924
购买物业、厂房及设备净投资	(320)	(375)	(600)	(600)	(200)
已收利息	5	3	28	28	34
其他	(971)	(154)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(1,286)	(526)	(572)	(572)	(166)
股权融资	(44)	(12)	(6)	0	0
净银行贷款	404	32	100	100	100
已付股息	(125)	(143)	(180)	(147)	(157)
已付利息	(23)	(38)	(30)	(33)	(36)
其他	(130)	(47)	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	82	(209)	(116)	(80)	(93)
现金及等同现金(减少)增加净额	(253)	277	(35)	35	664
年初之现金及等同现金项目	733	480	757	722	757
汇兑及其他	0	0	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	480	757	722	757	1,421

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合 (%)					
子午轮胎钢帘线	92%	89%	92%	92%	93%
货车用	59%	58%	61%	60%	59%
客车用	34%	31%	31%	33%	34%
胎圈钢丝及其他钢丝	8%	11%	8%	8%	7%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	22%	19%	17%	17%	17%
EBITDA 利润率	18%	15%	12%	12%	11%
息税前利润率	9%	7%	5%	5%	5%
净利润率	7%	5%	4%	4%	4%
增长率 (%)					
收入	15%	26%	18%	10%	6%
毛利	41%	7%	5%	10%	6%
EBITDA	24%	2%	-5%	6%	4%
息税前利润	47%	2%	-17%	5%	6%
净利润	60%	3%	-19%	7%	8%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	140	127	120	130	130
平均存货周转天数	41	42	44	44	44
平均应付账款周转天数	175	194	200	198	198
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	3%	2%	2%	2%	2%
资本回报率	5%	5%	4%	5%	5%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.19	0.19	0.16	0.17	0.18
每股账面值(人民币)	3.56	3.61	3.60	3.67	3.74
每股股息(人民币)	0.13	0.12	0.10	0.10	0.11

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并無直接或間接關係。

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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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年證券交易法規則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。