

興達國際 (1899 HK)

銷量和毛利共同推動盈利復蘇

我們預計在銷量回升和毛利率提高的推動下，興達 2020 下半年至 2021 年盈利將恢復。此外，興達成功以溢價估值為主要子公司引入上市前投資者。我們認為其 A 股市場的潛在分拆將提升興達估值。我們重新設定了 2020-21 年盈利預測，並將目標價調整至 3.19 港幣（基於 20 倍 2021 年預測市盈率）。2020-21 年 7-9% 的股息收益率將提供一定的下行保護。維持買入評級。

- **2020 下半年以來銷量恢復。**2020 下半年，興達每月鋼簾絲產量超過 7 萬噸。我們預計這意味著 2020 下半年銷量將環比增長 45%、同比增長 26%。此外我們瞭解到公司目前的在手訂單量高於去年同期，公司預期 2021 上半年需求強勁。增長動力同時來自中國和海外需求。
- **銷售均價上漲以傳遞成本壓力。**2020 上半年，興達單位毛利率為人民幣 1,619 元/噸。我們預計在經過平均售價上調後，興達 2020 下半年單位毛利將提高至人民幣超過 1,800 元/噸。本月，興達再次將平均售價提高了 5%，以抵消不斷上漲的鋼絲成本（注：鋼絲佔興達總生產成本的 60% 以上）。我們預計興達今後將能夠保持穩定的單位毛利率。
- **為 A 股上市引入上市前投資者。**2020 年 12 月中旬，江蘇興達（興達的主要運營子公司，計畫於 A 股市場分拆）與成山集團、玲瓏輪胎（601966 CH）、賽倫集團（601058 CH）、三角輪胎（601163 CH）和嘉興建信宸玥（投資公司）簽訂增資協議。各方將共同出資 2.3 億元人民幣，以換取江蘇興達 3.35% 的權益，相當於估值 68.7 億元人民幣（0.95 倍江蘇興達市淨率）。鑒於增資協議後興達擁有江蘇興達 70.3% 的股權，該估值意味著興達應佔價值 48.3 億元人民幣（相當於當前市值的 1.5 倍）。我們認為，成功分拆將提升興達估值。興達預計分拆將在年底或 2022 年初完成。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	7,558	7,583	7,823	8,542	8,774
同比增長 (%)	10	0	3	9	3
淨收入 (百萬元人民幣)	264	288	318	364	384
每股盈利 (元人民幣)	0.18	0.19	0.20	0.23	0.24
每股盈利變動 (%)	-8.4	7.1	6.5	11.6	5.4
市場預測每股盈利 (元人民幣)	-	-	-	-	-
EV/ EBITDA (倍)	4.3	4.2	4.0	3.5	3.4
市盈率 (倍)	11.2	10.7	10.1	8.6	8.2
市帳率 (倍)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	6.5	6.6	7.4	8.7	9.2
權益收益率 (%)	4.9	5.2	5.5	6.0	6.2
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$3.19
(此前目標價)	HK\$3.44)
潛在升幅	+38%
當前股價	HK\$2.31

中國工業行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元港幣)	3,712
3 月平均流通量 (百萬元港幣)	4.2
52 周內股價高/低 (港幣)	2.40/1.49
總股本 (百萬元)	1,607

資料來源：彭博

股東結構

劉錦蘭	44.4%
Great Trade Limited	16.7%
FIL Limited	9.0%
Brown Brothers Harriman & Co	5.0%
其他	24.8%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	28.8%	25.8%
3-月	24.1%	6.0%
6-月	53.9%	42.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收益					
子午輪胎鋼簾線	6,670	6,681	6,848	7,496	7,705
貨車用	4,488	4,287	4,371	4,778	4,896
客車用	2,182	2,394	2,477	2,718	2,809
胎圈鋼絲及其他鋼絲	888	902	975	1,047	1,069
總收益	7,558	7,583	7,823	8,542	8,774
銷售成本	-6,236	-6,111	-6,297	-6,834	-7,019
毛利	1,323	1,471	1,525	1,708	1,755
其他收入	95	60	70	77	79
其他收益及虧損淨額	18	20	27	30	31
分銷與銷售開支	-513	-547	-548	-589	-597
行政開支	-362	-382	-391	-401	-404
研發費用	-75	-108	-133	-145	-149
息稅前收益	486	514	552	679	715
淨財務收入/(費用)	-4	26	39	11	19
利息收入	41	66	79	53	62
融資成本	-45	-41	-40	-42	-44
聯營及合資公司利潤	0	0	0	0	0
除稅前溢利	483	540	591	691	734
所得稅開支	-111	-130	-142	-166	-176
稅後溢利	372	410	449	525	558
非控股權益	-108	-122	-135	-163	-173
淨利潤	264	288	314	362	385
折舊及攤銷	530	526	539	560	567
EBITDA	1,016	1,040	1,090	1,239	1,282

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除稅前溢利	483	540	591	691	734
融資成本	45	41	40	42	44
利息收入	-41	-66	-79	-53	-62
應收賬及其他應收款項減值確	19	26	0	0	0
出售物業、廠房及設備虧損	10	23	0	0	0
折舊及攤銷	522	518	539	560	567
已付所得稅	-96	-137	-142	-166	-176
營運資金變動	-95	-162	-209	-202	-179
其他	9	-274	0	0	0
經營活動所得現金淨額	855	508	739	872	926
購買物業、廠房及設備淨投資	-602	-995	-300	-300	-100
已收利息	5	103	79	53	62
其他	6	-844	0	0	0
投資活動所用現金淨額	-590	-1,736	-221	-247	-38
股權融資	-29	-28	230	0	0
淨銀行貸款	291	804	100	100	100
已付股息	-147	109	-205	-236	-272
已付利息	-52	-73	-67	-70	-73
其他	4	-231	0	0	0
融資活動所得(所用)現金淨	68	581	58	-205	-244
現金及等同現金(減少)增加	333	-647	577	419	645
年初之現金及等同現金項目	757	1,104	498	1,075	1,494
匯兌及其他	15	40	0	0	0
年底之現金及等同現金項目	1,104	498	1,075	1,494	2,139

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	5,290	6,939	6,727	6,495	6,057
物業、廠房及設備	3,844	4,527	4,315	4,083	3,645
預付租賃款項	345	357	357	357	357
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	184	184	184	184	184
遞延稅項資產	17	21	21	21	21
定期存款	900	1,850	1,850	1,850	1,850
流動資產	7,499	6,868	7,732	8,961	9,366
預付租賃款項	7	0	0	0	0
存貨	680	671	847	726	890
應收賬及其他應收款項	2,867	2,628	2,944	3,141	3,109
應收票據	2,628	2,975	2,769	3,503	3,131
已抵押銀行存款	52	0	0	0	0
銀行結餘及現金	1,104	498	1,075	1,494	2,139
流動負債	5,078	5,686	5,864	6,571	6,252
應付帳及其他應付款項	3,139	3,101	3,179	3,786	3,367
應付票據	690	662	662	662	662
借貸	1,144	1,873	1,973	2,073	2,173
稅項負債	44	40	40	40	40
其他	61	10	10	10	10
非流動負債	162	314	314	314	314
借貸	150	300	300	300	300
遞延稅項負債	12	13	13	13	13
資本及儲備	7,548	7,807	8,281	8,571	8,857
股東權益	5,451	5,661	6,001	6,127	6,240
非控股權益	2,097	2,146	2,281	2,443	2,616

主要比率

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
子午輪胎鋼簾線	88%	88%	88%	88%	88%
貨車用	59%	57%	56%	56%	56%
客車用	29%	32%	32%	32%	32%
胎圈鋼絲及其他鋼絲	12%	12%	12%	12%	12%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17%	19%	20%	20%	20%
EBITDA 利潤率	13%	14%	14%	15%	15%
息稅前利潤率	6%	7%	7%	8%	8%
淨利潤率	5%	5%	6%	6%	6%
增長率 (%)					
收入	10%	0%	3%	9%	3%
毛利	4%	11%	4%	12%	3%
息稅前利潤	1%	6%	7%	23%	5%
淨利潤	-8%	9%	9%	15%	6%
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.2	1.3	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	130	132	130	130	130
平均存貨周轉天數	41	40	44	42	42
平均應付帳款周轉天數	197	186	182	186	186
淨負債/總權益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回報率 (%)					
資產回報率	2%	2%	2%	2%	2%
資本回報率	5%	5%	5%	6%	6%
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.18	0.19	0.20	0.23	0.24
每股帳面值(人民幣)	3.65	3.70	3.73	3.81	3.88
每股股息(人民幣)	0.13	0.14	0.15	0.17	0.18

資料來源: 公司, 招銀國際預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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（“招銀國際證券”）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。招銀國際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。招銀國際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國際證券編寫，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。

本報告基於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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非“證券與期貨法案”(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。