

兴达国际 (1899 HK)

销量和毛利共同推动盈利复苏

我们预计在销量回升和毛利率提高的推动下，兴达 2020 下半年至 2021 年盈利将恢复。此外，兴达成功以溢价估值为主要子公司引入上市前投资者。我们认为其 A 股市场的潜在在分拆将提升兴达估值。我们重新设定了 2020-21 年盈利预测，并将目标价调整至 3.19 港币（基于 20 倍 2021 年预测市盈率）。2020-21 年 7-9% 的股息收益率将提供一定的下行保护。维持买入评级。

- **2020 下半年以来销量恢复。**2020 下半年，兴达每月钢帘丝产量超过 7 万吨。我们预计这意味着 2020 下半年销量将环比增长 45%、同比增长 26%。此外我们了解到公司目前的在手订单量高于去年同期，公司预期 2021 上半年需求强劲。增长动力同时来自中国和海外需求。
- **销售均价上涨以传递成本压力。**2020 上半年，兴达单位毛利率为人民币 1,619 元/吨。我们预计在经过平均售价上调后，兴达 2020 下半年单位毛利将提高至人民币超过 1,800 元/吨。本月，兴达再次将平均售价提高了 5%，以抵消不断上涨的钢丝成本（注：钢丝占兴达总生产成本的 60% 以上）。我们预计兴达今后将能够保持稳定的单位毛利率。
- **为 A 股上市引入上市前投资者。**2020 年 12 月中旬，江苏兴达（兴达的主要运营子公司，计划于 A 股市场分拆）与成山集团、玲珑轮胎（601966 CH）、赛伦集团（601058 CH）、三角轮胎（601163 CH）和嘉兴建信宸玥（投资公司）签订增资协议。各方将共同出资 2.3 亿元人民币，以换取江苏兴达 3.35% 的权益，相当于估值 68.7 亿元人民币（0.95 倍江苏兴达市净率）。鉴于增资协议后兴达拥有江苏兴达 70.3% 的股权，该估值意味着兴达应占价值 48.3 亿元人民币（相当于当前市值的 1.5 倍）。我们认为，成功分拆将提升兴达估值。兴达预计分拆将在年底或 2022 年初完成。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	7,558	7,583	7,823	8,542	8,774
同比增长 (%)	10	0	3	9	3
净收入 (百万元人民币)	264	288	318	364	384
每股盈利 (元人民币)	0.18	0.19	0.20	0.23	0.24
每股盈利变动 (%)	-8.4	7.1	6.5	11.6	5.4
市场预测每股盈利 (元人民币)	-	-	-	-	-
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
市帐率 (倍)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
股息率 (%)	6.5	6.6	7.4	8.7	9.2
权益收益率 (%)	4.9	5.2	5.5	6.0	6.2
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$3.19
(此前目标价)	HK\$3.44)
潜在升幅	+38%
当前股价	HK\$2.31

中国工业行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	3,712
3 月平均流通量 (百万港元)	4.2
52 周内股价高/低 (港元)	2.40/1.49
总股本 (百万)	1,607

资料来源：彭博

股东结构

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

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	28.8%	25.8%
3-月	24.1%	6.0%
6-月	53.9%	42.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收益					
子午轮胎钢帘线	6,670	6,681	6,848	7,496	7,705
货车用	4,488	4,287	4,371	4,778	4,896
客车用	2,182	2,394	2,477	2,718	2,809
胎圈钢丝及其他钢丝	888	902	975	1,047	1,069
总收益	7,558	7,583	7,823	8,542	8,774
销售成本	-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
其他收益及亏损净额	18	20	27	30	31
分销与销售开支	-513	-547	-548	-589	-597
行政开支	-362	-382	-391	-401	-404
研发费用	-75	-108	-133	-145	-149
息税前收益	486	514	552	679	715
净财务收入/(费用)	-4	26	39	11	19
利息收入	41	66	79	53	62
融资成本	-45	-41	-40	-42	-44
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	483	540	591	691	734
所得税开支	-111	-130	-142	-166	-176
税后溢利	372	410	449	525	558
非控股权益	-108	-122	-135	-163	-173
净利润	264	288	314	362	385
折旧及摊销	530	526	539	560	567
EBITDA	1,016	1,040	1,090	1,239	1,282

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
除税前溢利	483	540	591	691	734
融资成本	45	41	40	42	44
利息收入	-41	-66	-79	-53	-62
应收账款及其他应收款项减值确	19	26	0	0	0
出售物业、厂房及设备亏损	10	23	0	0	0
折旧及摊销	522	518	539	560	567
已付所得税	-96	-137	-142	-166	-176
营运资金变动	-95	-162	-209	-202	-179
其他	9	-274	0	0	0
经营活动所得现金净额	855	508	739	872	926
购买物业、厂房及设备净投资	-602	-995	-300	-300	-100
已收利息	5	103	79	53	62
其他	6	-844	0	0	0
投资活动所用现金净额	-590	-1,736	-221	-247	-38
股权融资	-29	-28	230	0	0
净银行贷款	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
融资活动所得(所用)现金净	68	581	58	-205	-244
现金及等同现金(减少)增加	333	-647	577	419	645
年初之现金及等同现金项目	757	1,104	498	1,075	1,494
汇兑及其他	15	40	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	1,104	498	1,075	1,494	2,139

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	5,290	6,939	6,727	6,495	6,057
物业、厂房及设备	3,844	4,527	4,315	4,083	3,645
预付租赁款项	345	357	357	357	357
联营及合资公司	0	0	0	0	0
可供出售投资	0	0	0	0	0
其他	184	184	184	184	184
递延税项资产	17	21	21	21	21
定期存款	900	1,850	1,850	1,850	1,850
流动资产	7,499	6,868	7,732	8,961	9,366
预付租赁款项	7	0	0	0	0
存货	680	671	847	726	890
应收账款及其他应收款项	2,867	2,628	2,944	3,141	3,109
应收票据	2,628	2,975	2,769	3,503	3,131
已抵押银行存款	52	0	0	0	0
银行结余及现金	1,104	498	1,075	1,494	2,139
流动负债	5,078	5,686	5,864	6,571	6,252
应付账款及其他应付款项	3,139	3,101	3,179	3,786	3,367
应付票据	690	662	662	662	662
借贷	1,144	1,873	1,973	2,073	2,173
税项负债	44	40	40	40	40
其他	61	10	10	10	10
非流动负债	162	314	314	314	314
借贷	150	300	300	300	300
递延税项负债	12	13	13	13	13
资本及储备	7,548	7,807	8,281	8,571	8,857
股东权益	5,451	5,661	6,001	6,127	6,240
非控股权益	2,097	2,146	2,281	2,443	2,616

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
子午轮胎钢帘线	88%	88%	88%	88%	88%
货车用	59%	57%	56%	56%	56%
客车用	29%	32%	32%	32%	32%
胎圈钢丝及其他钢丝	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 利润率	13%	14%	14%	15%	15%
息税前利润率	6%	7%	7%	8%	8%
净利润率	5%	5%	6%	6%	6%
增长率 (%)					
收入	10%	0%	3%	9%	3%
毛利	4%	11%	4%	12%	3%
息税前利润	1%	6%	7%	23%	5%
净利润	-8%	9%	9%	15%	6%
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.2	1.3	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	130	132	130	130	130
平均存货周转天数	41	40	44	42	42
平均应付帐款周转天数	197	186	182	186	186
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%	2%	2%	2%	2%
资本回报率	5%	5%	5%	6%	6%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.18	0.19	0.20	0.23	0.24
每股账面值(人民币)	3.65	3.70	3.73	3.81	3.88
每股股息(人民币)	0.13	0.14	0.15	0.17	0.18

资料来源: 公司, 招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。