

# 兴达国际 (1899 HK)

## 成本压力减；产量有序增长

- ❖ **投资要点:** 我们认为兴达国际正处于良好的盈利复苏阶段，主要受益于 1) 钢价和 LNG 价格在今年二季度稳定下来，令毛利率得以改善，2) 自 5 月中旬以来中国轮胎的产能利用率达到 78%，创五年新高，预示着下游需求强劲，3) 年初至今兴达国际的子午轮胎帘丝月产量维持在每月 6 万吨，全年产量有望达预期。尽管我们因下调了毛利率的预测而分别下调了 2018/19 年盈利预测 8%/4%，但我们仍维持买入评级，主要由于目前估值吸引，相当于 9 倍 2018 年预测市盈率以及高达 7% 的股息率，我们的把目标价从 3.51 港元下调至 3.37 港元，基于 2018 年 10.8 倍预测市盈率（估值倍数不变）。
- ❖ **轮胎制造商产能利用率创新高。** 整个行业年初至今的产能利用率已经高于 2017 年，尤其在 5 月 18 日及 24 日，产能利用率分别达到 78.5% 和 78.9%，创下五年新高。我们相信这显示终端需求十分强劲，预期将带动子午轮胎钢帘丝的需求，对兴达国际有利。
- ❖ **产量符合预期。** 年初至今，兴达国际子午轮胎钢帘丝月产量维持在每月 6 万吨。基于这个增速，我们预计全年产量可以达到 71.3 万吨。另一方面，公司泰国的新工厂（一期产能 5 万吨）目前的建设进度良好，公司预计 2019 年新工厂可以投产。
- ❖ **钢价和 LNG 成本稳定。** 线钢是主要成本组成部分，占生产成本的 60%。线钢均价在 2018 年前 5 个月保持稳定，较 2017 年四季度价格下跌 8%。天然气成本方面，上海 LNG 价格于四月及五月份下跌至平均 3800 人民币/吨，较 2017 年四季度和 2018 年一季度价格下跌 30%。我们认为钢价和 LNG 价格稳定可以缓解公司成本压力。鉴于公司 2018 年二季度产品平均售价并未调整，相信毛利率会有改善。我们认为兴达未来仅会将部分节省的成本转移至下游，以提升毛利率。
- ❖ **较保守的毛利率假设，但投资观点不变。** 我们将 2018/19 年盈利预期分别下调 8%/4%，主要由于我们把毛利率分别下调 1.0/0.5 百分点。同时引入了 2020 年盈利预测。我们认为 2020 年公司增速将来自于泰国新工厂投产，预计新增产能达到 10 万吨。
- ❖ **风险因素：** (1) 原材料成本大幅上涨；(2) 海外产能扩张风险；(3) 人民币升值。

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额(百万人民币)     | 5,469 | 6,887 | 8,108 | 8,881 | 9,381 |
| 净利润(百万人民币)     | 278   | 287   | 377   | 468   | 504   |
| EPS (人民币)      | 0.19  | 0.19  | 0.25  | 0.31  | 0.34  |
| EPS 变动 (%)     | 62.1  | 3.7   | 30.6  | 23.9  | 7.8   |
| EV/EBITDA (x)  | 4.5   | 4.4   | 3.7   | 3.2   | 3.1   |
| 市盈率(x)         | 12.0  | 11.4  | 8.5   | 6.8   | 6.4   |
| 市帐率(x)         | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| 股息率 (%)        | 5.7   | 5.7   | 7.4   | 9.2   | 9.9   |
| 权益收益率 (%)      | 5.4   | 5.4   | 6.9   | 8.2   | 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\$3.37 |
| (前目标价) | HK\$3.51 |
| 潜在升幅   | +27%     |
| 当前股价   | HK\$2.65 |

### 冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: [waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

### 中国设备行业

|                |           |
|----------------|-----------|
| 市值(百万港元)       | 3,934     |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 7.7       |
| 52 周内股价高/低(港元) | 3.62/2.49 |
| 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% |

Great Trade Limited 由刘锦兰代表 98 名持有人持有。

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 | -2.9% | -6.3%  |
| 3-月 | -9.2% | -10.7% |
| 6-月 | -5.0% | -10.7% |

数据源：彭博

### 股价表现



2018 年 6 月 4 日每股除净 0.15 港元。

数据源：彭博

### 审计师：德勤

公司网站: [www.xingda.com.cn](http://www.xingda.com.cn)

## 利潤表

| 年結：12月31日（百万人民币） | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收益</b>        |              |              |              |              |              |
| 子午輪胎鋼帶綫          | 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          |
| <b>總收益</b>       | <b>5,469</b> | <b>6,887</b> | <b>8,108</b> | <b>8,881</b> | <b>9,381</b> |
| 銷售成本             | (4,274)      | (5,609)      | (6,527)      | (7,060)      | (7,458)      |
| <b>毛利</b>        | <b>1,195</b> | <b>1,278</b> | <b>1,581</b> | <b>1,821</b> | <b>1,923</b> |
| 其他收入             | 19           | 61           | 24           | 27           | 28           |
| 其他收益及損淨額         | 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)         |
| <b>息稅前收益</b>     | <b>472</b>   | <b>483</b>   | <b>645</b>   | <b>777</b>   | <b>821</b>   |
| 淨財務收入/(費用)       | (4)          | (1)          | 2            | 4            | 10           |
| 利息收入             | 17           | 37           | 32           | 37           | 46           |
| 融資成本             | (21)         | (38)         | (30)         | (33)         | (36)         |
| 聯營及合資公司利潤        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>除稅前溢利</b>     | <b>468</b>   | <b>481</b>   | <b>646</b>   | <b>781</b>   | <b>831</b>   |
| 所得稅開支            | (73)         | (103)        | (129)        | (141)        | (141)        |
| <b>稅後溢利</b>      | <b>395</b>   | <b>378</b>   | <b>517</b>   | <b>641</b>   | <b>689</b>   |
| 非控股權益            | (117)        | (91)         | (140)        | (173)        | (186)        |
| <b>淨利潤</b>       | <b>278</b>   | <b>287</b>   | <b>377</b>   | <b>468</b>   | <b>503</b>   |
| <b>核心利潤</b>      | <b>278</b>   | <b>287</b>   | <b>377</b>   | <b>468</b>   | <b>503</b>   |
| 折舊及攤銷            | 522          | 529          | 564          | 606          | 620          |
| <b>EBITDA</b>    | <b>994</b>   | <b>1,012</b> | <b>1,209</b> | <b>1,383</b> | <b>1,441</b> |

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         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流動資產</b>     |               |               |               |               |               |
| 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         |
| <b>流動資產</b>      |               |               |               |               |               |
| 預付租賃款項           | 7             | 7             | 7             | 7             | 7             |
| 存貨               | 559           | 725           | 777           | 847           | 869           |
| 應收賬及其他應收款項       | 2,261         | 2,519         | 2,678         | 3,015         | 3,154         |
| 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           | 1,166         | 1,480         | 2,258         |
|                  | 5,720         | 7,005         | 7,633         | 8,321         | 9,620         |
| <b>總資產</b>       | <b>10,873</b> | <b>12,362</b> | <b>13,026</b> | <b>13,708</b> | <b>14,586</b> |
| <b>流動負債</b>      |               |               |               |               |               |
| 應付賬及其他應付款項       | 2,379         | 3,585         | 3,818         | 3,997         | 4,381         |
| 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         | 5,250         | 5,529         | 6,013         |
| <b>非流動負債</b>     |               |               |               |               |               |
| 借貸               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 遞延稅項負債           | 9             | 11            | 11            | 11            | 11            |
|                  | 9             | 11            | 11            | 11            | 11            |
| <b>資本及儲備</b>     |               |               |               |               |               |
| 股東權益             | 5,228         | 5,367         | 5,559         | 5,789         | 5,998         |
| 非控股權益            | 2,020         | 2,066         | 2,205         | 2,378         | 2,564         |
| 權益總額             | 7,249         | 7,433         | 7,764         | 8,167         | 8,562         |
| <b>權益及負債</b>     | <b>10,873</b> | <b>12,362</b> | <b>13,026</b> | <b>13,708</b> | <b>14,586</b> |

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）      | 2,016          | 2,017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-----------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 除税前溢利                 | 468            | 481          | 646          | 781          | 831          |
| 融资成本                  | 21             | 38           | 30           | 33           | 36           |
| 利息收入                  | (17)           | (37)         | (32)         | (37)         | (46)         |
| 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)        | (129)        | (141)        | (141)        |
| 营运资金变动                | 48             | 101          | 14           | (196)        | (137)        |
| 其他                    | (28)           | 5            | 0            | 0            | 0            |
| <b>经营活动所得现金净额</b>     | <b>950</b>     | <b>1,013</b> | <b>1,093</b> | <b>1,047</b> | <b>1,163</b> |
| 购买物业、厂房及设备净投资         | (320)          | (375)        | (600)        | (600)        | (200)        |
| 已收利息                  | 5              | 3            | 32           | 37           | 46           |
| 其他                    | (971)          | (154)        | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动所用现金净额</b>     | <b>(1,286)</b> | <b>(526)</b> | <b>(568)</b> | <b>(563)</b> | <b>(154)</b> |
| 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)        | (238)        | (295)        |
| 已付利息                  | (23)           | (38)         | (30)         | (33)         | (36)         |
| 其他                    | (130)          | (47)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>融资活动所得（所用）现金净额</b> | <b>82</b>      | <b>(209)</b> | <b>(116)</b> | <b>(171)</b> | <b>(231)</b> |
| 现金及等同现金（减少）增加净额       | (253)          | 277          | 409          | 313          | 778          |
| 年初之现金及等同现金项目          | 733            | 480          | 757          | 1,166        | 1,480        |
| 汇兑及其他                 | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 年底之现金及等同现金项目          | 480            | 757          | 1,166        | 1,480        | 2,258        |

来源：公司资料，招银国际预测

| 主要比率             | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>销售组合（%）</b>   |      |      |       |       |       |
| 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%  |
| <b>盈利能力比率（%）</b> |      |      |       |       |       |
| 毛利率              | 22%  | 19%  | 20%   | 21%   | 21%   |
| EBITDA 利润率       | 18%  | 15%  | 15%   | 16%   | 15%   |
| 息税前利润率           | 9%   | 7%   | 8%    | 9%    | 9%    |
| 净利润率             | 7%   | 5%   | 6%    | 7%    | 7%    |
| <b>增长率（%）</b>    |      |      |       |       |       |
| 收入               | 15%  | 26%  | 18%   | 10%   | 6%    |
| 毛利               | 41%  | 7%   | 24%   | 15%   | 6%    |
| EBITDA           | 24%  | 2%   | 19%   | 14%   | 4%    |
| 息税前利润            | 47%  | 2%   | 33%   | 21%   | 6%    |
| 净利润              | 60%  | 3%   | 31%   | 24%   | 8%    |
| <b>资产负债比率</b>    |      |      |       |       |       |
| 流动比率（x）          | 1.6  | 1.4  | 1.5   | 1.5   | 1.6   |
| 平均应收账款周转天数       | 140  | 127  | 117   | 117   | 120   |
| 平均存货周转天数         | 41   | 42   | 42    | 42    | 42    |
| 平均应付账款周转天数       | 175  | 194  | 207   | 202   | 205   |
| 净负债/总权益比率（%）     | 净现金  | 净现金  | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| <b>回报率（%）</b>    |      |      |       |       |       |
| 资产回报率            | 3%   | 2%   | 3%    | 3%    | 4%    |
| 资本回报率            | 5%   | 5%   | 7%    | 8%    | 9%    |
| <b>每股数据</b>      |      |      |       |       |       |
| 每股盈利（人民币）        | 0.19 | 0.19 | 0.25  | 0.31  | 0.34  |
| 每股账面值（人民币）       | 3.56 | 3.61 | 3.75  | 3.91  | 4.05  |
| 每股股息（人民币）        | 0.13 | 0.12 | 0.16  | 0.20  | 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 个工作日内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。