

兴达国际 (1899 HK)

Bekaert 全年业绩要点对兴达影响正面

- ❖ **投资要点:** 兴达的主要竞争对手 Bekaert (BEKB BB; 未评级) 早前公布全年业绩, 我们从业绩后的发布会中看到行业中的一些正面因素: (1) Bekaert 在去年四季度成功在不影响销量的情况下上调产品价格转嫁成本; (2) 钢线材成本早前有所回落, Bekaert 预期有助利润率回升; (3) Bekaert 没计划在中国扩张产能, 我们认定对兴达有利。Bekaert 的论点增强我们对行业正在改善的判断。现时兴达 2017-19 年的预测股息率为 6-9%, 属吸引水平。公司现时市值接近 50 亿港元, 今年有机会加入深股通。我们重申买入评级, 目标价 HK\$4.10, 基于 12x 2018E PE。
- ❖ **成功转嫁原材料成本为子午轮胎钢丝帘线行业的正面讯号。** Bekaert 去年于亚太区的收入同比上升 9% 至 11.45 亿欧元, 但 EBIT 利润率下跌两个百分点至 9.3%, 去年下半年的 EBIT 利润率环比下跌 2.8 个百分点至 7.9%, 主要由于原材料价格上升。然而, Bekaert 表示去年第四季度无论在销量与转嫁成本方面均较第三季度好转 (兴达亦于今年一月份上调价格转嫁成本)。Bekaert 相信行业内的对手总体而言均属理性, 因此在竞争策略上会更注重产品质量素而不是单纯以低价竞争。Bekaert 预期早前的钢材成本下降有助利润率回升。
- ❖ **Bekaert 没计划在中国扩张产能, 将对兴达有利。** Bekaert 表示将会整合在中国的生产线并会选择在印度扩产。另一方面, Bekaert 留意到部份同业例如山东胜通正在扩充产能 (根据我们的数字为中国第三大生产商), 但规模不大, 这跟我们的观点基本一致: 除了兴达扩产以外, 市场上的新增产能非常有限 (详细分析可参阅我们于今年 1 月 17 日的首发报告《利润率回升触发估值重估+高息+回购》)。
- ❖ **兴达最近的股价兴 LNG 现货价呈相反走势。** 这现象反映市场对早前 LNG 价格大幅上涨的忧虑 (现时 LNG 占兴达生产成本的超过 5%)。然而, 与钢材价格一样, 我们相信除非 LNG 成本在短时间内大幅上涨, 否则兴达有能力把成本转嫁, 更重要的是, 我们已看到 LNG 价格从高位大幅回落, 有助降低市场忧虑。
- ❖ **风险因素:** (1) 原材料成本大幅上涨; (2) 海外产能扩张的不利因素; (3) 人民币升值。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	4,737	5,469	6,858	7,907	8,686
净利润 (百万人民币)	174	278	346	432	505
EPS (人民币)	0.12	0.19	0.23	0.29	0.34
EPS 变动 (%)	-46.2	62.1	23.8	25.3	16.8
EV/EBITDA (x)	6.4	5.2	4.6	4.0	3.5
市盈率 (x)	21.8	13.5	10.9	8.7	7.5
市帐率 (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
股息率 (%)	3.3	5.3	6.4	8.0	9.4
权益收益率 (%)	3.4	5.4	6.5	7.9	8.9
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\$4.10
(前目标价)	HK\$4.10
潜在升幅	+38%
当前股价	HK\$2.98

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值 (百万港元)	4,424
3 月平均流通量 (百万港元)	11
52 周内股价高/低 (港元)	3.72/2.49
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%

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	-5.7%	0.8%
3-月	8.8%	2.9%
6-月	-3.3%	-11.9%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: 德勤

公司网站: www.xingda.com.cn

利潤表

年結：12月31日 (百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收益					
子午輪胎鋼帶綫	4,334	5,040	6,392	7,429	8,193
貨車用	2,668	3,204	4,196	4,953	5,295
客車用	1,667	1,836	2,195	2,476	2,898
胎圈鋼絲及其他鋼絲	403	429	466	477	492
總收益	4,737	5,469	6,858	7,907	8,686
銷售成本	(3,887)	(4,274)	(5,418)	(6,167)	(6,731)
毛利	850	1,195	1,440	1,739	1,954
其他收入	17	19	55	24	26
其他收益及虧損淨額	157	66	27	32	35
分銷與銷售開支	(376)	(444)	(528)	(601)	(660)
行政開支	(281)	(304)	(343)	(387)	(417)
研發費用	(45)	(61)	(75)	(87)	(96)
息稅前收益	321	472	576	719	843
淨財務收入/(費用)	(28)	(4)	(5)	(7)	(10)
利息收入	6	17	25	27	27
融資成本	(34)	(21)	(30)	(34)	(37)
聯營及合資公司利潤	(0)	0	0	0	0
除稅前溢利	293	468	571	713	833
所得稅開支	(53)	(73)	(97)	(121)	(142)
稅後溢利	240	395	474	592	691
非控股權益	(66)	(117)	(128)	(160)	(187)
淨利潤	174	278	346	432	505
核心利潤	42	278	346	432	505
折舊及攤銷	483	522	541	583	625
EBITDA	804	994	1,118	1,303	1,468

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流動資產					
物業、厂房及設備	3,984	3,804	3,663	3,680	3,654
預付租賃款項	282	275	275	275	275
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	141	160	160	160	160
遞延稅項資產	17	14	14	14	14
定期存款	0	900	900	900	900
	4,424	5,153	5,012	5,028	5,003
流動資產					
預付租賃款項	7	7	7	7	7
存貨	396	559	688	731	818
應收賬及其他應收款項	1,933	2,261	2,625	3,008	3,275
應收票據	1,974	2,343	2,542	2,874	3,218
已抵押銀行存款	18	70	70	70	70
銀行結餘及現金	733	480	809	734	801
	5,060	5,720	6,739	7,423	8,188
總資產	9,484	10,873	11,751	12,451	13,191
流動負債					
應付賬及其他應付款項	1,719	2,379	2,845	3,102	3,353
應付票據	0	260	260	260	260
借貸	515	923	1,073	1,173	1,273
稅項負債	32	43	43	43	43
其他	16	10	10	10	10
	2,281	3,615	4,231	4,588	4,938
非流動負債					
借貸	0	0	0	0	0
遞延稅項負債	40	9	9	9	9
	40	9	9	9	9
資本及儲備					
股東權益	5,124	5,228	5,363	5,546	5,749
非控股權益	2,039	2,020	2,148	2,308	2,495
權益總額	7,163	7,249	7,511	7,854	8,243
權益及負債	9,484	10,873	11,751	12,451	13,191

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)	2,015	2,016	2017E	2018E	2019E
除税前溢利	293	468	571	713	833
融资成本	34	21	30	34	37
利息收入	(6)	(17)	(25)	(27)	(27)
应收账款及其他应收款项减值确认减值	71	8	0	0	0
撤销应收账款	3	4	0	0	0
出售物业、厂房及设备亏损	2	13	0	0	0
折旧及摊销	483	522	541	583	625
已付所得税	(81)	(90)	(97)	(121)	(142)
营运资金变动	277	48	(225)	(502)	(448)
其他	(166)	(28)	0	0	0
经营活动所得现金净额	909	950	795	680	879
购买物业、厂房及设备净投资	(416)	(320)	(400)	(600)	(600)
已收利息	6	5	25	27	27
其他	273	(971)	0	0	0
投资活动所用现金净额	(138)	(1,286)	(375)	(573)	(573)
股权融资	(42)	(44)	(15)	(6)	0
净银行贷款	(301)	404	150	100	100
已付股息	(155)	(125)	(197)	(242)	(302)
已付利息	(30)	(23)	(30)	(34)	(37)
其他	(41)	(130)	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净额	(569)	82	(92)	(182)	(239)
现金及等同现金(减少)增加净额	202	(253)	329	(75)	67
年初之现金及等同现金项目	531	733	480	809	734
汇兑及其他	0	0	0	0	0
年底之现金及等同现金项目	733	480	809	734	801

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售组合 (%)					
子午轮胎钢帘线	92%	92%	93%	94%	94%
货车用	56%	59%	61%	63%	61%
客车用	35%	34%	32%	31%	33%
胎圈钢丝及其他钢丝	8%	8%	7%	6%	6%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18%	22%	21%	22%	23%
EBITDA 利润率	17%	18%	16%	16%	17%
息税前利润率	7%	9%	8%	9%	10%
净利润率	5%	7%	7%	7%	8%
增长率 (%)					
收入	-15%	15%	25%	15%	10%
毛利	-33%	41%	20%	21%	12%
EBITDA	-24%	24%	12%	17%	13%
息税前利润	-48%	47%	22%	25%	17%
净利润	-47%	60%	25%	25%	17%
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.2	1.6	1.6	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	153	140	130	130	132
平均存货周转天数	44	41	42	42	42
平均应付帐款周转天数	186	175	176	176	175
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	2%	3%	3%	4%	4%
资本回报率	3%	5%	7%	8%	9%
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.12	0.19	0.23	0.29	0.34
每股账面值(人民币)	3.44	3.56	3.59	3.73	3.87
每股股息(人民币)	0.08	0.13	0.16	0.20	0.24

来源：公司资料，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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际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。招银证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。招银证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银证券编写，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上责任。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。招银证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)2000年英国不时修订之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，未经招银证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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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。