睿智投资

兴达国际 (1899 HK)

净利润下降令人失望；成本持续承压

- **评级由"买入"下调至"卖出"。**兴达国际发布盈利预告，预计 2018 年上半年的净利润将同比下降 40%-50%至 1.06-1.28 亿元人民币，令人失望，表明即便兴达国际在今年年初已提高平均售价，但公司未能将成本压力完全转移。我们担心公司定价权出现结构性的恶化趋势，并看到一系列负面因素：(1) 第二季度迄今，钢价相比二季度上升 5%；(2)第二季度迄今，LNG 价格较二季度上涨 18%；(3)七月下旬起，轮胎制造商产能利用率持续下降。我们认为这些因素将在 2018 下半年持续给兴达国际增压。我们将 2018/19/20 年的预测下调 38%/47%/47%，主要基于较低的毛利率假设。我们将目标价从 3.37 港元下调至 1.95 港元，基于 2018 年 10.8 倍预测市盈率(估值倍数不变)。
- **2018 上半年盈利下跌 40-50%。**公司表示利润下降的原因如下：(1)线钢价格上涨使毛利润下降；(2)行政费用支出增加；(3) 政府补贴降低 (注：2017 上半年约为 2,640 万人民币)。尽管 2018 上半年净利润达到 1.06-1.28 亿元人民币，相比 2017 下半年 7,500 万人民币的净利润有所提升 (2017 年下半年净利润包括汇兑损失约 2,200 万人民币)，这样的表现在公司的销量和平均售价均有所上升的背景下仍然令人失望，
- **2018 第三季度成本压力增加。**过去我们的关键假设为，兴达国际能够将原材料的成本逐步转嫁给客户，但现在我们认为公司的定价权正在减弱。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 7 月到 8 月中旬，较二季度和一季度价格分别上升了 5%和 7%。而线钢最新价格已达到今年以来的最高值，为 4,740 人民币/吨。天然气成本方面，上海 LNG 平均价格在 7 月到 8 月中旬为 4,595 人民币/吨，较二季度价格上升 18%。我们认为上述因素将对兴达国际的毛利率持续构成压力。
- **轮胎制造商产能利用率下降。**另一个不利因素是轮胎制造商(兴达国际客户)的产能利用率下降。整个行业的产能利用率由 6 月下旬 7 月上旬高峰的 78-79%，回落至 8 月 17 日当周的 67.4%。我们认为这将降低兴达国际在短时间内提升销售均价的可能。
- **上升风险因素：**(1) 近期销售均价提升；(2) 钢价下降；(3) 人民币贬值

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	233	250	269
EPS (人民币)	0.19	0.19	0.16	0.17	0.18
EPS 变动 (%)	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
市帐率 (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率 (%)	6.3	6.3	4.8	5.1	5.4
权益收益率（%）	5.4	5.4	4.3	4.6	4.8
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

卖出（由买入下调）

目标价	HK$1.95
(前目标价	HK$3.37)
潜在升幅	-19%
当前股价	HK$2.40

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)	3,611
3 月平均流通量 (百万港元)	6.5
52 周内股价高/低 (港元)	3.38/2.16
总股本 (百万)	1,504

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 名拥有人持有。
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	4.8%	7.9%
3-月	-12.4%	-0.1%
6-月	-14.3%	-2.0%

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

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收益					
子午轮胎钢帘线	5,040	6,157	7,429	8,193	8,685
货车用	3,204	3,999	4,953	5,295	5,542
客车用	1,836	2,158	2,476	2,898	3,143
胎圈钢丝及其他钢丝	429	730	678	687	696
总收益	**5,469**	**6,887**	**8,108**	**8,881**	**9,381**
销售成本	(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
其他收益及亏损净额	66	(2)	28	31	33
分销与销售开支	(444)	(476)	(535)	(604)	(638)
行政开支	(304)	(319)	(373)	(409)	(432)
研发费用	(61)	(58)	(81)	(89)	(94)
息税前收益	**472**	**483**	**401**	**422**	**446**
净财务收入/(费用)	(4)	(1)	(2)	(5)	(2)
利息收入	17	37	28	28	34
融资成本	(21)	(38)	(30)	(33)	(36)
联营及合资公司利润	0	0	0	0	0
除税前溢利	**468**	**481**	**399**	**417**	**443**
所得税开支	(73)	(103)	(80)	(75)	(75)
税后溢利	**395**	**378**	**320**	**342**	**368**
非控股权益	(117)	(91)	(86)	(92)	(99)
净利润	**278**	**287**	**233**	**250**	**269**
核心利润	**278**	**287**	**233**	**250**	**269**
折旧及摊销	522	529	564	606	620
EBITDA	**994**	**1,012**	**966**	**1,028**	**1,066**

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	3,804	3,817	3,853	3,847	3,427
预付租赁款项	275	343	343	343	343
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	160	182	182	182	182
递延税项资产	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
流动资产					
预付租赁款项	7	7	7	7	7
存货	559	725	908	880	1,008
应收账及其他应收款项	2,261	2,519	2,812	3,514	3,168
应收票据	2,343	2,929	2,935	2,904	3,265
已抵押银行存款	70	68	68	68	68
银行结余及现金	480	757	722	757	1,421
	5,720	7,005	7,452	8,130	8,937
总资产	**10,873**	**12,362**	**12,845**	**13,517**	**13,904**
流动负债					
应付账及其他应付款项	2,379	3,585	3,834	4,211	4,287
应付票据	260	340	340	340	340
借贷	923	953	1,053	1,153	1,253
税项负债	43	28	28	28	28
其他	10	11	11	11	11
	3,615	4,918	5,266	5,744	5,920
非流动负债					
借贷	0	0	0	0	0
递延税项负债	9	11	11	11	11
	9	11	11	11	11
资本及储备					
股东权益	5,228	5,367	5,415	5,518	5,629
非控股权益	2,020	2,066	2,152	2,244	2,343
权益总额	7,249	7,433	7,567	7,762	7,972
权益及负债	**10,873**	**12,362**	**12,845**	**13,517**	**13,904**

来源：公司资料，招银国际预测

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
平均应付帐款周转天数	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之分析员，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着区别，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，请与我们联络。

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。