

荣威国际(3358 HK)

除了汇率因素，业绩其实并不差

- ❖ 17 财年的净利润略低于预期，主要是由于人民币汇率走强，拖累了毛利率。荣威 17 财年的销售增长 23.6% 至 7.225 亿美元，与我和彭博的预测一致，而净利润则仅增长 9.5% 至 4,750 万美元，略低于我和彭博的预测分别 3.7% 和 7.4%，我们认为主要是受 17 财年 4 季度（刚好在产品交付旺季）人民币大幅升值的影响，毛利率大幅下滑（下降 2.9 个百分点至 25.3%，我们预期 27.6%），但另一方面，部份也受到高于预期的其他收入和收益所抵消，这主要是政府补助（1,060 万美元，占销售的 1.5%，我们预期 140 万美元或 0.2% 的销售）。
- ❖ 出色的销售增长和成本控制。尽管净利润略低预期，我们亦非常认可公司的努力：1）即使考虑到人民币走强，17 财年下半年销售增长仍然达到 30.2%（而上半年为 19.3%），说明需求十分强劲，2）卓越的成本控制，销售费用仅上涨了 13.4%，而管理费用，剔除上市费用后，也仅增长了 15.8%，这两者的增长速度都远低于销售的增长，尤其是考虑到员工成本在期内亦上涨 46.8%（为了应付 17 至 19 财年的产能扩张）。其实如果没有外汇的负面因素，这种不可抗力，公司的这个业绩其实是十分优秀的。
- ❖ 18 财年订单强劲，受更多创新产品的支持，平均售价可望有效调升。我们相信，18 财年的销售增长仍可能保持快速，这要归功于 1）18 财年目前的订单已超过 5 亿美元，按年增长约 20%，2）下半年计划产品平均销售价格上涨约 5 至 10%，3）强劲的新产品推出计划，如改良版本（例如带 USB 插头的 FORTECH 气垫床，语音控制的便携式 Spa，大型水上平台等）或全新系列（即充气娱乐中心，雪筏和游泳机器人等），管理层亦提到很多分销商对这些新设计感到兴奋。我们上调 18 财年/19 财年销售预测 2.6%/ 2.3%。
- ❖ 毛利率应该在已在 17 财年下半年触底，并且在 18 财年应可看到更多的经营杠杆。我们预计毛利率在 18 财年可改善约 0.8%，因为公司开始锁定外汇汇率，并进行动态成本调整，而且由于员工数量趋于稳定，和产能扩张速度已经赶上销售订单的增长，令外包费用减少，经营利润率应可有约 0.5% 的扩张。我们将 18 财年/19 财年的毛利率预测下调 1.7 个百分点/ 1.4 个百分点，并将预测净利润下调 4.9%/ 4.0%。
- ❖ 维持买入评级但提升目标价至 5.31 港元。我们认为荣威的最差情况已经结束，受惠于 1）锁定外币汇率，2）新产品推出的利好，3）更好的产品组合，区域组合以及 4）经营杠杆，预计 18 财年业绩将会回暖。我们维持买入评级，将目标价上调至 5.31 港元，是基于 12 倍的 18 财年预测市盈率（目前估值为 10 倍），这意味着 PEG 为 0.44 倍，上涨空间有 19.8%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万美元)	584.5	722.5	867.3	994.7	1,118.6
净利润 (百万美元)	43.3	47.5	60.7	79.4	98.3
每股收益 (美元)	0.0546	0.0574	0.0568	0.0744	0.0920
每股收益变动 (%)	-	5.1	(1.0)	30.9	23.8
市盈率 (x)	10.4	9.9	9.9	7.7	6.2
市帐率 (x)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	0.1	1.0	4.3	3.0	3.9
权益收益率 (%)	22.4	11.8	12.9	14.8	15.9
财务杠杆 (x)	36.8	10.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招銀国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$5.31
(前目标价)	HK\$4.65)
潜在升幅	+19.8%
当前股价	HK\$4.43

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国出口行业

市值(百万港元)	4,689
3 月平均流通量 (百万港元)	9.76
52 周内股价高/低 (港元)	4.48/2.88
总股本 (百万)	1,068.4

资料来源：彭博

股东结构

朱强家族	54.97%
Bogdan Nowak 先生	13.50%
员工激励计划持股	5.40%
Patrizio 先生	1.13%
自由流通	25.00%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	22.0%	20.5%
3-月	47.7%	37.1%
6-月	-	-

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普華永道

公司网站：www.bestwaycorp.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元美元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	584.5	722.5	867.3	994.7	1,117.6
地上游泳池及便携移动式spa	274.3	327.5	386.4	444.4	502.2
娱乐产品	125.7	150.3	175.9	188.2	199.5
体育产品	76.0	96.3	119.5	146.9	179.3
野营产品	108.5	148.4	185.5	215.2	236.7
销售成本	(420.0)	(539.8)	(641.2)	(729.5)	(813.7)
毛利	164.5	182.8	226.0	265.2	303.9
其他收入	6.8	10.6	6.1	3.5	3.4
销售费用	(60.7)	(68.9)	(80.9)	(89.2)	(97.6)
一般及行政费用	(48.6)	(60.6)	(69.9)	(76.3)	(82.5)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	62.0	64.0	81.4	103.1	127.1
净融资成本	(4.9)	(3.7)	(2.9)	(0.6)	(0.4)
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	57.0	60.3	78.4	102.5	126.7
所得税	(14.0)	(12.7)	(16.9)	(22.0)	(27.2)
非控制股东权益	0.3	(0.1)	(0.9)	(1.0)	(1.1)
净利润	43.3	47.5	60.7	79.4	98.3
调整后净利润	44.0	52.5	60.7	79.4	98.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

资产负债表

年結：12月31日（百萬元美元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	160.9	268.3	283.2	295.0	307.4
物业、厂房及设备	139.4	223.8	238.7	250.4	262.8
无形资产和商誉	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
土地使用权	15.7	25.3	25.3	25.3	25.4
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	-	-	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	1.0	13.5	13.5	13.5	13.5
递延税项资产	3.9	4.6	4.6	4.6	4.6
其他	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
流动资产	302.1	543.3	482.0	577.8	685.8
其他金融资产	14.2	35.3	42.3	48.6	54.6
存货	162.4	251.0	245.5	279.3	311.5
贸易及其他应收账款	94.6	139.6	140.6	161.2	181.1
受限制银行结余	8.1	6.7	6.7	6.7	3.7
现金及现金等价物	23.0	110.7	46.9	82.0	134.8
流动负债	256.9	400.2	284.5	322.7	359.5
银行借款	94.6	157.8	30.0	30.0	30.0
预收款项	6.8	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	145.0	228.4	234.1	267.1	298.8
即期税项	7.7	10.4	16.9	22.0	27.2
其他	2.8	3.5	3.5	3.5	3.5
非流动负债	2.1	11.2	11.2	11.2	11.2
带息借款	0.1	-	-	-	-
离职后福利及其他长期福利	0.2	5.2	5.2	5.2	5.2
递延税项	1.8	0.8	0.8	0.8	0.8
拨备	-	-	-	-	-
其他	0.1	5.2	5.2	5.2	5.2
资产净额	203.9	400.2	469.6	538.9	622.5
非控股权益	(0.6)	(0.8)	0.1	1.1	2.2
权益股东应占权益	204.5	401.0	469.5	537.8	620.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

现金流量表

年結：12月31日 (百万元美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	62.0	64.0	81.4	103.1	127.1
折旧和摊销	11.3	13.3	17.3	19.9	22.4
营运资金变动	0.9	(71.3)	3.1	(27.6)	(26.5)
税务开支	(9.5)	(12.7)	(16.9)	(22.0)	(27.2)
其他	0.7	6.1	28.4	19.2	24.4
经营活动所得现金净额	65.4	(0.7)	113.4	92.5	120.1
购置固定资产	(34.3)	(75.9)	(34.7)	(34.8)	(39.1)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(2.1)	1.0	3.3	1.0	1.0
投资活动所得现金净额	(36.4)	(74.9)	(31.4)	(33.8)	(38.1)
股份发行	-	140.4	-	-	-
净银行借贷	(29.9)	56.4	(127.8)	-	-
股息	(3.2)	(37.5)	(18.0)	(23.6)	(29.2)
其他	2.8	4.0	0.0	-	-
融资活动所得现金净额	(30.4)	163.3	(145.9)	(23.6)	(29.2)
现金增加净额	(1.4)	87.8	(63.8)	35.1	52.8
年初现金及现金等价物	23.5	23.0	110.7	46.9	82.0
汇兑	0.9	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	23.0	110.7	46.9	82.0	134.8

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
地上游泳池及便携移动式spa	46.9	45.3	44.6	44.7	44.9
娱乐产品	21.5	20.8	20.3	18.9	17.8
体育产品	13.0	13.3	13.8	14.8	16.0
野营产品	18.6	20.6	21.3	21.6	21.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.1	25.3	26.1	26.7	27.2
息税前利润率	10.6	8.9	9.4	10.4	11.4
税前利润率	9.8	8.3	9.0	10.3	11.3
净利润率	7.4	6.6	7.0	8.0	8.8
调整后净利润率	7.5	7.3	7.0	8.0	8.8
有效税率	24.6	21.1	21.5	21.5	21.5
增长 (%)					
收入	13.8	23.6	20.0	14.7	12.4
毛利	46.8	11.1	23.7	17.3	14.6
息税前利润	116.8	3.2	27.2	26.7	23.3
净利润率	163.3	9.5	27.9	30.9	23.8
调整后净利润	167.4	19.3	15.6	30.9	23.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.4	1.7	1.8	1.9
平均应收账款周转天数	51.6	59.2	59.2	59.2	59.2
平均应付账款周转天数	81.0	82.9	82.9	82.9	82.9
平均存货周转天数	152.8	139.7	139.7	139.7	139.7
净负债 / 总权益比率 (%)	36.8	10.8	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	22.4	11.8	12.9	14.8	15.9
资产回报率	9.2	5.8	7.9	9.1	9.9
每股数据					
每股盈利(美元)	0.055	0.057	0.057	0.074	0.092
调整后每股盈利(美元)	0.055	0.063	0.057	0.074	0.092
每股股息(美元)	0.005	0.024	0.017	0.022	0.028
每股账面值(美元)	0.343	0.379	0.447	0.521	0.612

资料来源：公司及招银国际研究预测

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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。