

荣威国际(3358 HK)

成本压力正在上升，但估值仍然吸引

- ❖ 2018年夏天是近年全球最热的一年，将会拉动对水上休闲产品的需求，利好荣威的销售。2018年的夏天对全球大部份地区来说都十分酷热，根据欧洲中期天气预报中心(ECMWF)，2018年8月是全球有记录以来第4酷热的，比长期平均温度(1981-2010)高约0.35度，而过去12个月(2017年9月至2018年8月)的温度也是比长期平均值温度高0.45度。根据ECMWF的统计，2018年8月(4月和5月也是)对欧洲来说也是有记录以来最酷热。同时，根据Met office的统计，英国也是有记录以来最热，与1976年，2003年和2006年并列。而对法国和德国来说，今年夏天也是史上第二热。我们认为，随着天气变热，对水上休闲产品的需求将会增加，同时分销商的销售增加亦会带来更多的补货需求和对2019年季节产品订货有更大的意欲，这将利好荣威在18财年下半年和19财年的销售增长。
- ❖ 但另一方面，成本也在上升，包括原材料和劳动力成本。在成本方面，尽管PVC树脂和增塑剂等原材料的价格升幅较2018年的油价升幅低，但如果油价上涨趋势在19财年持续，我们认为未来原材料成本仍然有通胀的可能，我们相信荣威对供应商是有不俗的议价能力，但还是受到部分影响，特别是供应来源选择较小的原材料，如过滤泵，金属框架，包装材料，ABS，PP和LDPE树脂等。此外，考虑到未来社会保障基金征收力度或会加强，19财年的人工成本是有可能飙升。根据我们的估计，荣威为每名员工支付社保的当前付款水平为人民币3,250元(扣除社保)，但未来如果是按照实际工资人民币5,100(扣除社保)为付款水平，那这种情况下荣威将需要额外支付1,015万美元(6,970万人民币)，相对于19财年的净利润约14%。
- ❖ 18财年上半年欧洲销售增长强劲，集团的毛利率亦逐渐改善，这些趋势应可在下半年持续。18财年上半年集团销售增长强劲，同比增长24.5%，主要由于1)其他地区销售的拖累，同比下降12.7%，2)欧洲销售强于预期，同比增长28.7%，受惠于体育产品同比增长81%，远超过公司此前预期2016-19财年的复合增长率10%。而新产品(雪阀，充气城堡和游泳机器)的口碑也很出色，充气城堡的指示性订单已有1,500万美元，超出管理层的预期。另一方面，今年也进行了更多外汇对冲活动，所以毛利率已从2017年下半年的21.7%触底反弹至18年上半年的23.8%。展望未来，我们预计：1)因为大多数订单将在18财年下半年出货，其他地区的销售拖累应该是短暂，2)欧洲的销售保持强劲，因为2018夏天十分炎热，以及3)毛利率在18财年下半年可大幅恢复至28.4%，由于人民币对美元同比开始贬值。
- ❖ 我们维持买入但下调目标价至5.21港元。即使考虑到更好的欧洲销售增长，但原材料和劳动力成本上升速度更快，我们将18财年/19财年/20财年的每股盈利预测下调4.3%/9.9%/8.8%。尽管中线公司面临着成本压力，但长线我们仍然看好为充气产品的增长前景。目前估值仍然很吸引，19财年的预测市盈率6.6倍，所以我们维持买入评级，但下调目标价至5.21港元，基于10倍于19财年的预测市盈率(此前为12倍18财年的预测市盈率)，对应PEG为0.44倍，股价的上升空间为52.4%。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万美元)	584.5	722.5	870.2	997.2	1,119.9
净利润(百万美元)	43.3	47.5	58.1	71.6	89.6
每股收益(美元)	0.0546	0.0574	0.0549	0.0676	0.0847
每股收益变动(%)	-	5.1	(4.3)	23.2	25.2
市盈率(x)	8.1	7.7	8.1	6.6	5.2
市帐率(x)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.7
股息率(%)	1.2	5.6	3.7	4.6	5.7
权益收益率(%)	22.4	11.8	13.3	14.1	15.3
财务杠杆(x)	36.8	10.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$5.21
(前目标价)	HK\$5.31)
潜在升幅	+52.4%
当前股价	HK\$3.42

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)	3,620
3月平均流通量(百万港元)	3.67
52周内股价高/低(港元)	4.85/2.88
总股本(百万)	1,068.4

资料来源：彭博

股东结构

朱强家族	54.40%
Bogdan Nowak 先生	13.50%
摩根士丹利资本	6.72%
员工激励计划持股	6.07%
Patrizio 先生	1.13%
自由流通	18.18%

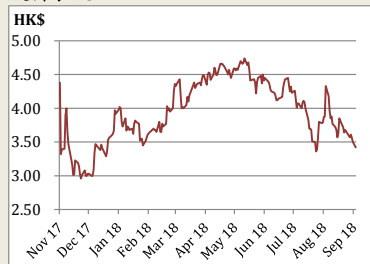
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-19.2%	-19.4%
3-月	-21.3%	-12.6%
6-月	-19.7%	-7.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

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	870.2	997.2	1,119.9
地上游泳池及便携移动式spa	274.3	327.5	379.9	436.8	493.6
娱乐产品	125.7	150.3	187.9	201.1	213.1
体育产品	76.0	96.3	121.4	149.3	182.2
野营产品	108.5	148.4	181.0	210.0	231.0
销售成本	(420.0)	(539.8)	(647.3)	(735.4)	(819.8)
毛利	164.5	182.8	222.9	261.9	300.2
其他收入	6.8	10.6	17.4	11.5	13.4
销售费用	(60.7)	(68.9)	(82.0)	(91.5)	(100.0)
一般及行政费用	(48.6)	(60.6)	(73.4)	(83.5)	(91.3)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	62.0	64.0	84.9	98.4	122.3
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	82.0	97.8	121.9
所得税	(14.0)	(12.7)	(17.6)	(21.0)	(26.2)
非控制股东权益	0.3	(0.1)	(1.7)	(2.0)	(2.2)
净利润	43.3	47.5	62.6	74.8	93.5
调整后净利润	44.0	52.5	62.6	74.8	93.5

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	282.8	294.1	306.0
物业、厂房及设备	139.4	223.8	238.3	249.4	261.2
无形资产和商誉	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
土地使用权	15.7	25.3	25.3	25.4	25.5
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	491.7	592.0	707.7
其他金融资产	14.2	35.3	42.5	48.7	54.7
存货	162.4	251.0	247.9	281.6	313.9
贸易及其他应收账款	94.6	139.6	141.0	161.6	181.5
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	53.7	93.5	153.9
流动负债	256.9	400.2	286.9	323.3	360.1
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	235.8	268.7	300.4
即期税项	7.7	10.4	17.6	21.0	26.2
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	476.4	551.6	642.4
非控股权益	(0.6)	(0.8)	0.9	2.9	5.2
权益股东应占权益	204.5	401.0	475.5	548.7	637.2

资料来源：公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结：12月31日 (百万元美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	62.0	64.0	84.9	98.4	122.3
折旧和摊销	11.3	13.3	17.4	19.9	21.3
营运资金变动	0.9	(53.5)	1.9	(27.5)	(26.5)
税务开支	(9.5)	(11.7)	(17.6)	(21.0)	(26.2)
其他	0.7	0.3	18.1	6.8	11.4
经营活动所得现金净额	65.4	12.3	104.6	76.6	102.2
购置固定资产	(34.3)	(81.9)	(34.8)	(34.9)	(39.2)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(2.1)	(17.5)	3.3	1.0	1.0
投资活动所得现金净额	(36.4)	(99.4)	(31.5)	(33.9)	(38.2)
股份发行	-	142.0	-	-	-
净银行借贷	(29.9)	52.1	(127.8)	-	-
股息	(3.2)	(11.6)	(2.4)	(2.9)	(3.6)
其他	2.8	(7.1)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(30.4)	175.4	(130.2)	(2.9)	(3.6)
现金增加净额	(1.4)	88.2	(57.1)	39.8	60.4
年初现金及现金等价物	23.5	23.0	110.7	53.7	93.5
汇兑	0.9	(0.5)	-	-	-
年末现金及现金等价物	23.0	110.7	53.7	93.5	153.9

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结：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	43.7	43.8	44.1
娱乐产品	21.5	20.8	21.6	20.2	19.0
体育产品	13.0	13.3	14.0	15.0	16.3
野营产品	18.6	20.6	20.7	21.0	20.6
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	25.6	26.3	26.8
息税前利润率	10.6	8.9	9.8	9.9	10.9
税前利润率	9.8	8.3	9.4	9.8	10.9
净利润率	7.4	6.6	7.2	7.5	8.3
调整后净利润率	7.5	7.3	7.2	7.5	8.3
有效税率	24.6	21.1	21.5	21.5	21.5
增长 (%)					
收入	13.8	23.6	20.4	14.6	12.3
毛利	46.8	11.1	21.9	17.5	14.6
息税前利润	116.8	3.2	32.7	15.9	24.3
净利润率	163.3	9.5	31.9	19.4	25.0
调整后净利润	167.4	19.3	19.2	19.4	25.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.4	1.7	1.8	2.0
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	13.2	13.6	14.7
资产回报率	9.2	5.8	8.1	8.4	9.2
每股数据					
每股盈利(美元)	0.055	0.057	0.059	0.070	0.087
调整后每股盈利(美元)	0.055	0.063	0.059	0.070	0.087
每股股息(美元)	0.005	0.024	0.018	0.021	0.026
每股账面值(美元)	0.343	0.379	0.449	0.518	0.605

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。