

榮威國際(3358 HK)

成本壓力正在上升，但估值仍然吸引

- ❖ 2018年夏天是近年全球最熱的一年，將會拉動對水上休閒產品的需求，利好榮威的銷售。2018年的夏天對全球大部份地區來說都十分酷熱，根據歐洲中期天氣預報中心(ECMWF)，2018年8月是全球有記錄以來第4酷熱的，比長期平均溫度(1981-2010)高約0.35度，而過去12個月(2017年9月至2018年8月)的溫度也是比長期平均值溫度高0.45度。根據ECMWF的統計，2018年8月(4月和5月也是)對歐洲來說也是有記錄以來最酷熱。同時，根據Met office的統計，英國也是有記錄以來最熱，與1976年，2003年和2006年並列。而對法國和德國來說，今年夏天也是史上第二熱。我們認為，隨著天氣變熱，對水上休閒產品的需求將會增加，同時分銷商的銷售增加亦會帶來更多的補貨需求和對2019年季節產品訂貨有更大的意欲，這將利好榮威在18財年下半年和19財年的銷售增長。
- ❖ 但另一方面，成本也在上升，包括原材料和勞動力成本。在成本方面，儘管PVC樹脂和增塑劑等原材料的價格升幅較2018年的油價升幅低，但如果油價上漲趨勢在19財年持續，我們認為未來原材料成本仍然有通脹的可能，我們相信榮威對供應商是有不俗的議價能力，但還是受到部分影響，特別是供應來源選擇較小的原材料，如過濾泵，金屬框架，包裝材料，ABS，PP和LDPE樹脂等。此外，考慮到未來社會保障基金徵收力度或會加強，19財年的人工成本是有可能飆升。根據我們的估計，榮威為每名員工支付社保的當前付款水準為人民幣3,250元(扣除社保)，但未來如果是按照實際工資人民幣5,100(扣除社保)為付款水準，那這種情況下榮威將需要額外支付1,015萬美元(6,970萬人民幣)，相對於19財年的淨利潤約14%。
- ❖ 18財年上半年歐洲銷售增長強勁，集團的毛利率亦逐漸改善，這些趨勢應可在下半年持續。18財年上半年集團銷售增長強勁，同比增長24.5%，主要由於1)其他地區銷售的拖累，同比下降12.7%，2)歐洲銷售強於預期，同比增長28.7%，受惠於體育產品同比增長81%，遠超過公司此前預期2016-19財年的複合增長率10%。而新產品(雪閘，充氣城堡和游泳機器)的口碑也很出色，充氣城堡的指示性訂單已有1,500萬美元，超出管理層的預期。另一方面，今年也進行了更多外匯對沖活動，所以毛利率已從2017年下半年的21.7%觸底反彈至18年上半年的23.8%。展望未來，我們預計：1)因為大多數訂單將在18財年下半年出貨，其他地區的銷售拖累應該是短暫，2)歐洲的銷售保持強勁，因為2018夏天十分炎熱，以及3)毛利率在18財年下半年可大幅恢復至28.4%，由於人民幣對美元同比開始貶值。
- ❖ 我們維持買入但下調目標價至5.21港元。即使考慮到更好的歐洲銷售增長，但原材料和勞動力成本上升速度更快，我們將18財年/19財年/20財年的每股盈利預測下調4.3%/9.9%/8.8%。儘管中線公司面臨著成本壓力，但長線我們仍然看好為充氣產品的增長前景。目前估值仍然很吸引，19財年的預測市盈率為6.6倍，所以我們維持買入評級，但下調目標價至5.21港元，基於10倍於19財年的預測市盈率(此前為12倍18財年的預測市盈率)，對應PEG為0.44倍，股價的上升空間為52.4%。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬美元)	584.5	722.5	870.2	997.2	1,119.9
淨利潤(百萬美元)	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
每股收益變動(%)	-	5.1	(4.3)	23.2	25.2
市盈率(x)	8.1	7.7	8.1	6.6	5.2
市帳率(x)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.7
股息率(%)	1.2	5.6	3.7	4.6	5.7
權益收益率(%)	22.4	11.8	13.3	14.1	15.3
財務杠杆(x)	36.8	10.8	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$5.21
(前目標價)	HK\$5.31
潛在升幅	+52.4%
當前股價	HK\$3.42

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國出口行業

市值(百萬港元)	3,620
3月平均流通量(百萬港元)	3.67
52周內股價高/低(港元)	4.85/2.88
總股本(百萬)	1,068.4

資料來源：彭博

股東結構

朱強家族	54.40%
Bogdan Nowak 先生	13.50%
摩根士丹利資本	6.72%
員工激勵計畫持股	6.07%
Patrizio 先生	1.13%
自由流通	18.18%

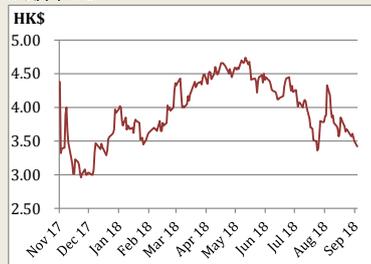
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-19.2%	-19.4%
3-月	-21.3%	-12.6%
6-月	-19.7%	-7.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：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
地上游泳池及便攜移動式spa	274.3	327.5	379.9	436.8	493.6
娛樂產品	125.7	150.3	187.9	201.1	213.1
體育產品	76.0	96.3	121.4	149.3	182.2
野營產品	108.5	148.4	181.0	210.0	231.0
銷售成本	(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	13.1	10.0	11.2
銷售費用	(60.7)	(68.9)	(82.0)	(91.5)	(100.0)
一般及行政費用	(48.6)	(60.6)	(73.4)	(83.5)	(91.3)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	62.0	64.0	80.5	96.9	120.0
淨融資成本	(4.9)	(3.7)	(4.3)	(3.2)	(3.0)
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	57.0	60.3	76.2	93.7	117.0
所得稅	(14.0)	(12.7)	(16.4)	(20.1)	(25.2)
非控制股東權益	0.3	(0.1)	(1.7)	(2.0)	(2.2)
淨利潤	43.3	47.5	58.1	71.6	89.6
調整後淨利潤	44.0	52.5	58.1	71.6	89.6

來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元美元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	160.9	268.3	282.8	294.1	306.0
物業、廠房及設備	139.4	223.8	238.3	249.4	261.2
無形資產和商譽	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7
土地使用權	15.7	25.3	25.3	25.4	25.5
投資型房地產	-	-	-	-	-
聯營公司的權益	-	-	-	-	-
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	1.0	13.5	13.5	13.5	13.5
遞延稅項資產	3.9	4.6	4.6	4.6	4.6
其他	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
流動資產	302.1	543.3	576.2	673.7	785.4
其他金融資產	14.2	35.3	42.5	48.7	54.7
存貨	162.4	251.0	247.9	281.6	313.9
貿易及其他應收賬款	94.6	139.6	141.0	161.6	181.5
受限制銀行結餘	8.1	6.7	6.7	6.7	3.7
現金及現金等價物	23.0	110.7	138.1	175.1	231.7
流動負債	256.9	400.2	375.7	412.4	449.1
銀行借款	94.6	157.8	120.0	120.0	120.0
預收款項	6.8	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	145.0	228.4	235.8	268.7	300.4
即期稅項	7.7	10.4	16.4	20.1	25.2
其他	2.8	3.5	3.5	3.5	3.5
非流動負債	2.1	11.2	11.2	11.2	11.2
帶息借款	0.1	-	-	-	-
離職後福利及其他長期福利	0.2	5.2	5.2	5.2	5.2
遞延稅項	1.8	0.8	0.8	0.8	0.8
撥備	-	-	-	-	-
其他	0.1	5.2	5.2	5.2	5.2
資產淨額	203.9	400.2	472.1	544.1	631.2
非控股權益	(0.6)	(0.8)	0.9	2.9	5.2
權益股東應占總權益	204.5	401.0	471.2	541.2	626.0

來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日 (百萬元美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	62.0	64.0	80.5	96.9	120.0
折舊和攤銷	11.3	13.3	17.4	19.9	21.3
營運資金變動	0.9	(53.5)	1.9	(27.5)	(26.5)
稅務開支	(9.5)	(11.7)	(16.4)	(20.1)	(25.2)
其他	0.7	0.3	13.9	1.6	5.5
經營活動所得現金淨額	65.4	12.3	97.3	70.7	95.1
購置固定資產	(34.3)	(81.9)	(34.8)	(34.9)	(39.2)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(2.1)	(17.5)	4.9	4.0	4.0
投資活動所得現金淨額	(36.4)	(99.4)	(29.9)	(30.9)	(35.2)
股份發行	-	142.0	-	-	-
淨銀行借貸	(29.9)	52.1	(37.8)	-	-
股息	(3.2)	(11.6)	(2.2)	(2.7)	(3.4)
其他	2.8	(7.1)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(30.4)	175.4	(40.1)	(2.7)	(3.4)
現金增加淨額	(1.4)	88.2	27.4	37.0	56.5
年初現金及現金等價物	23.5	23.0	110.7	138.1	175.1
匯兌	0.9	(0.5)	-	-	-
年末現金及現金等價物	23.0	110.7	138.1	175.1	231.7

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
地上游泳池及便攜移動式spa	46.9	45.3	43.7	43.8	44.1
娛樂產品	21.5	20.8	21.6	20.2	19.0
體育產品	13.0	13.3	14.0	15.0	16.3
野營產品	18.6	20.6	20.7	21.0	20.6
總額	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
息稅前利潤率	10.6	8.9	9.3	9.7	10.7
稅前利潤率	9.8	8.3	8.8	9.4	10.5
淨利潤率	7.4	6.6	6.7	7.2	8.0
調整後淨利潤率	7.5	7.3	6.7	7.2	8.0
有效稅率	24.6	21.1	21.5	21.5	21.5
增長 (%)					
收入	13.8	23.6	20.4	14.6	12.3
毛利	46.8	11.1	21.9	17.5	14.6
息稅前利潤	116.8	3.2	25.9	20.3	23.9
淨利潤率	163.3	9.5	22.4	23.2	25.2
調整後淨利潤	167.4	19.3	10.7	23.2	25.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.4	1.5	1.6	1.8
平均應收賬款周轉天數	51.6	59.2	59.2	59.2	59.2
平均應付帳款周轉天數	81.0	82.9	82.9	82.9	82.9
平均存貨周轉天數	152.8	139.7	139.7	139.7	139.7
淨負債 / 總權益比率 (%)	36.8	10.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	22.4	11.8	12.3	13.2	14.3
資產回報率	9.2	5.8	6.8	7.4	8.2
每股數據					
每股盈利(美元)	0.055	0.057	0.054	0.067	0.084
調整後每股盈利(美元)	0.055	0.063	0.054	0.067	0.084
每股股息(美元)	0.005	0.024	0.016	0.020	0.025
每股賬面值(美元)	0.343	0.379	0.445	0.511	0.594

來源：公司及招銀國際研究預測

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)發表于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并無直接或間接關係。

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)并没有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內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)并没有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載資料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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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，本公司及其雇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責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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并不時自行及/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資訊，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年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。