

01899.HK 兴达国际

未评级

下半年提价弹性有望全面体现

2016年08月29日

市场数据

报告日期	2016.08.29
收盘价(元)	2.43
总股本(百万股)	1,485
总市值(百万元)	3,609
净资产(百万元)	5,124
总资产(百万元)	9,484
每股净资产(元)	3.450

数据来源: Wind

相关报告

兴达国际(1899.HK)-海外跟踪报告(未评级)-20160716

海外汽车研究

高级分析师: 姚炜
yaowei@xyzq.com.cn
SFC: AVW558
SAC: S0190516050001

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	5,247	5,585	5,595	4,737
同比增长(%)	(5.48)	6.45	0.17	(15.34)
净利润(百万元)	189	415	328	174
同比增长(%)	(54.85)	119.72	(20.98)	(46.99)
毛利率(%)	20.4	24.8	22.8	17.9
净利润率(%)	3.6	7.4	5.9	3.7
净资产收益率(%)	3.9	8.3	6.3	3.4
每股收益(元)	0.12	0.27	0.22	0.12
股息率(%)	6.8	7.1	5.7	4.7

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **调整后的净利润实现两位数增长。** 公司上半年实现营业收入 24.2 亿元, 同比下降 1.1%。毛利额 4.86 亿元, 同比增长 3.1%。归属于母公司净利润 7490.9 万元, 同比下降 48.9%, 利润出现大幅度下降, 主要是由于去年同期一次性收益的影响, 根据调整后的业绩, 公司上半年的 EBITDA 为 4.14 亿元, 同比增长 9.8%。净利润 8600 万元, 同比增长 18.4%。
- **提价弹性将从下半年开始全面体现。** 公司在今年 5、6 月份各提价一次, 原因可能来自于: 需求的边际改善、供给侧的收缩以及钢材价格的上涨。提价将带来吨净利的显著上升, 预计下半年才会全面反应提价影响, 上半年公司的吨利润 237 元, 据了解 6 月份公司的吨利润接近 600 元, 由于均价的逐步反应, 7 月份吨净利仍然在提升中, 同时由于电费的节约, 四季度吨净利有望进一步提升, 我们预计下半年乃至明年的利润弹性较大。
- **我们的看法:** 总体来看, 公司的中报业绩出现下跌, 主要是由于一次性投资收益的下降, 调整后的业绩仍然有两位数的增长。公司的未来看点包括提价带来的业绩弹性以及高分红特征。根据彭博一致预期, 公司的股价目前对应 16/17 年的市盈率分别为 15.0/9.5 倍, 股息率 5.3%/8.1%, 我们认为市场盈利预测对公司的提价弹性尚未充分体现, 建议积极关注。
- **风险提示:** 产品价格不能维持; 吨净利水平不如预期。

报告正文

- **调整后的净利润实现两位数增长。**公司上半年实现营业收入 24.2 亿元，同比下降 1.1%。毛利额 4.86 亿元，同比增长 3.1%。归属于母公司净利润 7490.9 万元，同比下降 48.9%，利润出现大幅度下降，主要是由于去年同期一次性收益的影响，根据调整后的业绩，公司上半年的 EBITDA 为 4.14 亿元，同比增长 9.8%。净利润 8600 万元，同比增长 18.4%。

表 1、公司半年报数据分析

百万美元	1H15	2H15	1H16	1H16 YOY	1H16 HOH
营业收入	2,447	2,290	2,420	-1.1%	5.7%
毛利	471	379	486	3.1%	28.2%
经营利润	139	57	147	5.7%	158.5%
净利润	147	27	75	-48.9%	177.0%
毛利率	19.3%	16.5%	20.1%	增加 0.8pcts	增加 3.5pcts
净利率	6.0%	1.2%	3.1%	减少 2.9pcts	增加 1.9pcts

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **收入主要来自销量的增长。**公司上半年销售收入 24.2 亿元，同比下降 1.1%，其中销量 31.6 万吨，同比增长 8.1%，均价 7652 元，同比下降 8.5%。分产品来看，钢帘线的销售收入 22.33 亿元，同比基本持平，其中钢帘线销量 28.1 万吨，同比增长 11.7%；均价 7961 元，同比下降 10.5%。胎圈钢丝及其他销售收入 1.87 亿元，同比下降 12.3%，其中销量 3.57 万吨，同比下降 14.0%，均价 5227 元，同比增长 2.0%。总体上来看，销量增长较为稳定，但均价出现较大幅度下滑。
- **盈利能力小幅提升。**公司上半年毛利率为 20.1%，较去年同期和下半年分别增长 0.8 个百分点和 3.5 个百分点。毛利率反弹，主要是可能主要来自于成本的下降。费用率方面，上半年的销售费用率 8.1%，较去年同期上升 0.8 个百分点，主要是由于出口增加及销售组合改变带来运费增加。管理费用率为 6.2%，较去年同期上升 0.3 个百分点，主要是办公物业及设施增加带来折旧的增加。公司的财务费用率 0.4%，较同期下降 0.5 个百分点，主要是贷款规模的下降及利率水平下降所致。综合来看，由于一次性收益的减少，利润率从同期的 6.0% 下降至 3.1%，利润调节过后的的利润率 3.6%，较同期上升 0.7 个百分点。
- **提价弹性将从下半年开始全面体现。**公司在今年 5 月份和 6 月份分别提价 500 元和 600 元，幅度分别约 6% 和 8%，由于是通知性提价，时间会有一定之后，基本上 5 月份的提价在 6 月份反应，6 月份的提价在 7 月份反应 80%。提价对业绩的全面反应可能在 8 月份。提价的原因可能来自于：需求的边际改善、

供给侧的收缩以及钢材价格的上涨。提价将带来吨毛利和吨净利的显著上升，上半年公司的吨毛利和吨净利为 1537 元和 237 元，据了解 6 月份公司的吨净利接近 600 元，由于均价的逐步反应，7 月份吨净利仍然在提升中，同时四季度由于电费的节约，吨净利有望进一步提升，我们预计下半年的利润弹性较大。

- **产能扩充幅度相对有限。**6 月底公司钢帘线产能增加 2 万吨至 63 万吨（月产 5.25 万吨），胎圈钢丝的产能维持不变，10 万吨（月产 8333 吨）。切割钢丝的产能从 7 千吨减至 5 千吨（月产 416.7 吨）。16 年上半年增加了 2 万吨产能，其中江苏和山东各 1 万吨，江苏的产能达到 57 万吨（月产 4.75 万吨），山东的产能达到 6 万吨（月产 5 千吨）。目前山东工厂的产能增加至 7.8 万吨，年底有望达到 10 万吨。此外，公司有望在泰国工厂建设工厂，预计最早 18 年投产，整体规划 10 万吨，初期 3 万吨。总体看公司产能扩充弹性相对有限，公司不是一味追求规模的扩张，而是更加注重产品的盈利性。
- **高分红提升公司吸引力。**高分红是公司的另一大特征，公司在 2013、14、15 年的派息比例分别为 46.2%、47.2%及 71.7%。公司目前的现金情况良好，上半年经营现金流入 8.4 亿元，中期在手现金 11.4 亿元，由于产能扩充有限，公司的资本支出下降，未来将有充足的资金保持高分红的比例。
- **我们的看法：**总体来看，公司的中报业绩出现下跌，主要是由于一次性投资收益的下降，调整后的业绩仍然有两位数的增长。公司的未来看点包括提价带来的业绩弹性以及高分红特征。根据彭博一致预期，公司的股价目前对应 16/17 年的市盈率分别为 15.0/9.5 倍，股息率 5.3%/8.1%，我们认为市场盈利预测对公司的提价弹性尚未充分体现，建议积极关注。
- **风险提示：**产品价格不能维持；吨毛利水平不如预期。

投资者问答 Q&A:

1、公司的产能利用率下半年看法？

下半年产能利用率都会提高。上半年有春节因素，按照惯例都会有 15 天的息产时间。上半年的产能利用率一般略低于下半年。下半年考虑到山东工厂会进一步增加产能，估计在 85 多一点。

2、市场的竞争对手情况，有什么动作？对公司有什么影响？

竞争角度来看，公司也在不断看资料，逐步分析，上半年中国子午胎的总产量增

加了不到 5%，实际看到公司的销量增长 10% 多，可以看到 103 这样的增加了 40% 几，到底谁减少了，很难具体落实到数字，总体感觉是二三线厂的复产率比较低的，从这几个月看也是如此，这几个月拿到的订单数比实际出货量要高很多，大体上是这样的判断，可能还需要更长一点时间来验证判断的结果是不是正确的。总体看，相对来说，历史比较长的，现金流比较充分的在今年上半年，特别是今年的二季度比较得益的。小的，现金流比较紧张的企业还没有恢复过来。

3、今年 5、6 月份有提价，按照这样子推算的话，下半年和明年的盈利走势？

今年从通知的角度，今年 5 月份和 6 月份各提了一次价格，实际落实分别在 6 月份和 7 月份分别落实。通知角度总共上调了 1 千多人民币，同时钢材的价格也是有涨幅。利润角度，上半年总体盈利的 42% 是 6 月份贡献的，6 月份差不多干了整整半年。今年 2 月份达到了有史以来的最低谷，从 4 月份开始逐步反弹的。2 月份有 900 多万的盈利，但是当期拿了 900 万的补贴，实际上是正常经营上首次出现亏损。如果以此类推的话，整体全年看的话还是有信心。2016 年的 EPS 是正面的，即便加上 15 年的销售股票的投资收益。

4、6 月单月的吨毛利和吨净利情况？

就毛利率，6 月份没有上升，不到 21%，但由于价格上去了，吨毛利上升状态。加上 6 月份的出货量也增加了，根据公司的经验，看到公司 7 月份的数据，价格还是持续在上涨。因为很难真正一次调整到位，包括出口的价格实际上是 7 月份才开始调整。大概 80% 的出口价格在 7 月份调整。

5、未来是否有调价计划，因为钢价又调上去了？

钢价最近局部有上涨，未来会有这样的可能。从订单来看，4、5、6、7 月每个月可以接到 6 万 5 千吨到 7 万吨的订单，由于产能限制，实际出货量大概在 5 万 5 千吨左右。

6、8 月、9 月份订单情况如何？

8 月也差不多，大概 6 万 8 千吨，9 月份数据还没有，从反应看跟 8 月是差不多的。

7、4 月份以来这么好，有一个说法是说 8 月份轮胎反倾销轮胎厂抢出货，是不是有这个因素？

一开始公司也这么认为，但如果是这样的话，7 月份应该就不生产了。所以应该不是这样的问题，应该还是供应出了问题。目前看产量没有多大的补充。

8、价格上涨幅度和成本变动的幅度的关系？

大体还是 match 的，当时计算的价格基本上是按照钢材上周幅度来计算的，并没有有意识的大幅提高销售价格，在市场上涨价算低的，主要是从战略角度考虑，不想把前期做的调整一下就毁掉。价格压制了两年多，价格突然一下起来，给所有人有复活的机会，不见得是什么好事。从拿到的订单来看，跟公司的想法还是比较一致的。

9、3 月份开始的复苏是终端需求的增加还是供给侧的收缩造成的？

可能主要还是来自供给侧的收缩，因为可以看到 4 月份的价格上涨，可能是因为很多厂确实都不产了。公司是看到需求的增加，加上钢材厂要求提价，才提出来的提价。公司涨价后，很多人跟着涨了，而且涨的价格比公司还要高。

10、钢材存货情况？

公司有很多的钢材存货，可能是钢材存货最大的，上半年的存货主要来自于钢材，产成品是下降的。钢材的存货上涨了 50% 几。4、5、6 月份的增产，造成原材料的大幅增加。

11、贝卡的提价时间？

跟公司提价是同一个月提价的。提价幅度比公司大。贝卡的价格还是比公司高，贝卡在去年四季度做了一次促销，把促销全部补回来了，跟公司一样，公司几乎一视同仁，不分规格，不分客户，不同规格的产品差价在 200 块钱左右。贝卡差了很多，有些规格涨了 2 千多块。有的提了 600，是按照自己的想法去提的价格。

12、按照目前进度，今年跟明年的出货量情况？

下半年初步是 30-32 万吨。明年还没有计划，明年的产能增加了，如山东厂下半年总体增加 5 万吨。后续可能加到 10 万吨，明年不会加其他产能，泰国工厂的产能可能要到后年，对外的产能是十万吨，可能初期做 3 万吨。

13、山东厂对折旧的影响？

对折旧的影响很小，大概就投了 1 个多亿。

14、后续如果要提价的话，时间点在什么时候？

注意钢材价格，估计在钢材价格上涨的一个多月内，如果钢材大幅度变动的话。一般是钢材提价 300 左右，就提个 3-400。比市场价格要低，公司规模比较大。

15、公司管理层是否有增持计划？

业绩前是不可以买的，之后是有可能。

16、钢价如果下跌的话，产品价格是否会下降？

如果大幅下降，那另外，但一般情况下是不会降价的，可能不会涨价，但肯定不会降价。目前还多了一万吨的产能缺口。

17、客户的价格上涨承受力如何？

上半年轮胎的产量是增加的，销售额是减少的，利润是增加的。

18、钢材库存比较大，是因为公司判断钢材价格上涨吗？

一个是因为 4 月、5 月的钢材价格是上涨的，把能够拿到的钢材都拿到手；二、未来钢材价格有往上调整的可能。

19、上半年钢材可以共生产使用多少个月？

现在的钢材储备大概是 45 到 60 天，正常 30-40 天。

20、未来的派息政策？

现金流充裕就多派，按照目前的情况，现金流比较好。现有现金去派息，然后再去回购。如果有足够的钱去回购，就一定会有足够的钱去派息。

21、现在有产能闲置在哪里，万一复产是不是有影响？复产的难度在哪里？

目前接近现金水平，平均价格 8500，钢材价格 4000 多，现在的价格小厂很多没复产，现金流差的都没复产，盛通复产还可以，累达，俊达靠政府在撑。如果一段时间不产，那就很难复产。或者很难达到设计产能。主要难点是电镀件的互换，里面装的东西是腐蚀性的，电镀生产线，如果长期不使用的話，没有办法把里面的强酸都排除。还有就是资金问题，目前资金也是复产的一大难点。如果要恢复到他的最大产能的话，还是要投钱，除了正常的资金需求外，里面有些东西还是要换。已经看到了有些厂，停产了，别人接手后的产能水平要低了很多。

22、6、7 月份的毛利率情况？

大概 21%，同行肯定是做不到 21%。其他的同行如 103 是做到 7 个点。毛利率的差别在首先是售价，103 的售价应该没公司高。其次是技术和管理水平，小厂不良率水平高。

23、下游乘用车和卡车需求及趋势？

轮胎需求刚性的，跟新车影响不大。需求量是刚性需求，未来趋势，轿车比例会进一步增大。轿车保有量大幅度换胎。目前车龄是4年，到了换胎的零界点。卡车基本很稳固。今年重卡的需求不下滑了，恢复正增长。卡车增长源于出口，很多工厂搬到泰国，越南，那些地方产能增加比较快。

24、泰国工厂处于什么阶段？

目前处于项目准备阶段，首先要环节评估，10-12个月，设计规模从3万吨到10万吨。

泰国的成本更贵，用电成本高。泰国的需求比较快，主要是工厂转移。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。