

维达国际控股

2008年9月16日

Denise Chai, 注册金融分析师 >> +65 6330 7197

研究分析师

美林 (新加坡)

denise_chai@ml.com

Raymond Ching >> +8 52 2161 7992

研究分析师

美林 (香港)

raymond_ching@ml.com

盈利上升潜力增加，目标价上调至 3.56 港元

正在好转，预测上调 6-9%

我们重申买入评级并将我们对维达目标价的预测调高 5.3% 至 3.56 港元 (从 3.38 港元)。由于收入增长较预期高出很多 (增长 40%，而美林预测增长 30%)，公司的中期业绩比华尔街的最高预测更高。经营利润率与预期相符，但较低的财务成本远远抵消了税率增长。更重要的是，业绩显示了增长率和盈利性的半年同比增长非常可观。收入半年同比增长 27%，在经营利润率提高 240 个基点的推动下，经营利润的增幅超过 80%。

稳健的经营表现

通过强劲定价和销售量增长，收入增长率重新加速至 40%。从销售支出把分销商回扣转移到销货成本使毛利润率发生变化，拖累毛利润率下滑 320 个基点，而销售支出中以销售额的百分比来说下滑 350 个基点。在经营利润线下，我们怀疑公司的外汇收入增加了约 1,500-1,600 万港元，因此可能有助于抵消利息支出。财务成本同比下降 61%，但有效税率增加了 11.7%，达 26.3%。

健康的现金流

有所变化的是，由于经营现金流增长两倍以上至 1.45 亿港元 (比照 08 年上半年的净利润 6,200 万港元和 07 财年经营现金流的 1,000 万港元)，且资本支出将大部分于 08 年下半年发生，维达的自由现金流为正。营运资本极大改善，存货比 07 年底下降 8%，应收账款仅增加 8%，而收入上涨 40%。净负债/股权由 07 年底的 27% 降为 24%。

纸浆价格回软和强劲定价：提高下半年前景展望

我们预期市场份额、纸浆价格的下降和定价力在 08 年下半年都将得到加强。纸浆 (占销货成本的 63%) 的人民币价格现在同比下降。我们预测若纸浆价格变化 5%，盈利将变化 35%。

价格还未体现好转

我们重申对维达的买入评级，并将我们的预测调高 6-9%以及对目标价的预测调高 5.3%至 3.56 港元（从 3.38 港元）。由于收入增长较预期高出很多（增长 40%，而美林预测增长 30%），公司的中期业绩比我们在整个华尔街的最高预测还高。经营利润率与预期相符，但财务成本低于预期，原因可能是外汇收入增加。更为重要的是，业绩显示了增长率和盈利性的重大半年同比增长。收入半年同比增长 27%，在利润率提高 240 个基点的推动下，经营利润的增幅超过 80%。我们预期市场份额、纸浆价格的下降和定价力的执行在 08 年下半年都将得到加强。纸浆（占销货成本的 63%）的人民币价格现在同比下降。我们预测若纸浆价格变化 5%，盈利将变化 35%。

通过强劲定价和销售量增长，收入增长率重新加速至 40%。从销售支出把分销商回扣转移到销货成本使毛利润率发生变化，拖累毛利润率下滑 320 个基点，而销售支出中以销售额的百分比来说下滑 350 个基点。在经营利润线下，我们怀疑公司的外汇收入增加了约 1,500-1,600 万港元，可能有助于抵消利息支出，鉴于总财务成本为 2,800 万港元。净财务成本同比下降 61%，但有效税率增加了 11.7%达 26.3%，原因是减税到期以及可能的在母公司层面被消除的中国外汇增加纳税。

有所变化的是，由于经营现金流增长两倍以上至 1.45 亿港元（比照 08 年上半年的净利润 6,200 万港元和 07 财年经营现金流的 1,000 万港元），且资本支出将大部分于 08 年下半年发生，维达的自由现金流为正。营运资本极大改善，存货比 07 年底下降 8%，应收账款仅增加 8%，而收入上涨 40%。净负债/股权由 07 年底的 27%降为 24%。

业绩回顾

盈利修订

在好于预期的中期业绩被披露之后，出于对较强定价和销售量增长的预期，我们将 08 财年、09 财年和 10 财年的盈利分别上调 9%、6%和 7%。从销售支出中把分销商回扣转移到销货成本的重新分类并未改变我们对经营盈利性的看法。我们维持 09 财年和 10 财年的经营利润率不变，但通过计入更为保守的其它收入预测将 08 财年的经营利润率调低了 40 个基点。由于利息成本低于预期（因被怀疑的外汇收入增加而抵消），我们将 08 财年的财务支出削减了 1,600 万港元，并在假设资金成本略低的情况下，将 09 财年和 10 财年的利息成本分别降低了 900 万港元和 600 万港元。

目标价格的基础和风险

维达国际控股 (XVIHF)

我们 3.56 港元的目标价源于市盈率（基于 19.9 倍的 2008/09 年预测每股收益的 3.65 港元、基于 08-10 年预测每股收益的年复合增长率的隐含的 0.6 倍的市盈增长率）和现金流贴现分析（3.48 港元，基于贴现率为 8.6%、0.66 beta 和 3%的最终增长率）。根据我们的目标价，维达将以 17 倍的 2009 年预测市盈率交易，隐含的市盈增长率为 0.5 倍。尽管其原材料成本风险高，我们目前认为维达在行使定价权。针对我们的目标价的风险是纸浆价格的涨幅超出我们的预期、价格增长未固定或影响销售量增长或销售构成的改善慢于我们的预期，导致利润率和盈利相对预期较弱。