

證券業務部每周證券評論

建滔化工集團有限公司 (股份代號:03633)

Kingboard Chemical Holdings Limited

26 FEB 2018

目標價 \$51.85

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利	港幣4.889元
全年每股股息	港幣1.3元
市盈率(x)	4.81
市帳率(x)	0.65
派息比率	26.59%

資料來源:
彭博、建滔化工集團有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

建滔化工集團有限公司(簡稱“建滔化工”或“集團”)，在1993年於香港聯合交易所主板掛牌上市，並於1999年12月成功分拆其子公司建滔銅箔集團有限公司在新加坡證券交易所上市。集團更於2004年11月成功收購依利安達國際集團有限公司。業務範圍已由覆銅面板發展至印刷線路板、化工產品及國內房地產多個領域。集團於1988年成立第一間覆銅面板工廠後，一直進行垂直和橫向雙線擴展，現為全球最大覆銅面板生產商之一。2006年12月，集團成功分拆其覆銅面板業務，建滔積層板(01888.HK)於香港聯合交易所主機板上市。橫向方面，建滔積層板集團擴展生產新的覆銅面板產品，包括環氧玻璃纖維覆銅面板及防火紙覆銅面板。縱向方面，建滔積層板集團發展主要上游原料之生產，包括銅箔、玻璃紗、玻璃纖維布、漂白木漿紙及環氧樹脂。印刷線路板方面，集團透過依利安達國際有限公司營運印刷線路板業務。依利安達與母公司旗下印刷電路板生產廠是現時中國最大的印刷電路板供應商之一，集團通過其客戶網路，擴充市場佔有率，旗下多間印刷線路板分公司策略性地分佈國內重要城市、香港及泰國，生產單層、雙層、多層及高密度互連印刷線路板，奠定集團在中國印刷線路板市場的領導地位。化工產品方面，建滔化工是中國化工產品龍頭供應商之一，主要業務包括煤化工業務、煉化業務、苯酚及丙酮業務、鹽鹵化工業務及生產其他產品如甲醛、雙氧水、PVC等。

業績回顧 (截至30/06/2017止)

截至2017年6月30日止的六個月，集團的營業額同比增長1.9%至186.66億元(港幣•下同)；整體毛利同比增長24.6%至44.78億元；毛利率較去年同期的19.6%上升了4.4個百分點至24%；股東應佔溢利較去年同期增長44.8%至21.8億元。期內每股基本盈利為港幣2.1元，較去年同期增長43.1%。

財務方面，截至2016年6月30日止，集團的總資產較2016年12月31日的764.2億元增長4.1%至795.69億元；而總負債則較2016年12月31日的324.68億元減少2.9%至315.12億元；集團持有現金及現金等價物為65.34億元，較2016年12月31日的64.73億元增長1.0%；存貨週轉期較2016年12月31日的23日增加了4日至27日；貿易應收款項週轉期較2016年12月31日的53日增加2日至55日；貿易及票據應付賬款週轉期較2016年12月31日的35日減少了3日至32日；流動比率為1.92x，較2016年12月31日的1.54提升了0.39x；集團的淨負債比率(即扣除現金及現金等值項目後之付息供貸與資本總額比率)為20%，較2016年12月31日的32%減少了12個百分點。

圖表一

業績	截至06月30日止6個月		
	2017	2016	變動%
港幣千元			
營業額	18,665,562	18,320,841	1.9%
毛利	4,477,849	3,594,598	24.6%
毛利率	24.0%	19.6%	4.4%
股東應佔利潤	2,180,202	1,505,974	44.8%
港幣千元			
總資產	79,568,645	76,420,553	4.1%
總負債	31,511,681	32,467,881	-2.9%
存貨週轉期(日)	27	23	4.0
貿易應收款項週轉期(日)	55	53	2.0
貿易及票據應付賬款週轉期(日)	32	35	(3.0)
流動比率(x)	1.92	1.54	0.39
現金及現金等價物	6,534,187	6,472,614	1.0%
淨負債比率(%)	20%	32%	-12%

資料來源: 建滔化工集團有限公司

ICBC 工銀亞洲

圖表二

投資要點及利好因素

分部收入及業績	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		
分部收入(港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
覆銅面板	34.2%	6,381,047	29.0%	5,316,154	20.0%
印刷線路板	20.6%	3,844,857	20.0%	3,659,096	5.1%
化工產品	33.5%	6,252,840	24.1%	4,411,165	41.8%
物業	10.7%	1,995,133	25.9%	4,738,694	-57.9%
其他	1.0%	191,685	1.1%	195,732	-2.1%
總計	100.0%	18,665,562	100.0%	18,320,841	1.9%

分部溢利(港幣千元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		
佔比%	金額	佔比%	金額	變動%	
覆銅面板	62.4%	2,104,522	35.8%	899,731	133.9%
印刷線路板	8.2%	277,345	5.7%	143,024	93.9%
化工產品	9.0%	304,334	3.8%	94,425	222.3%
物業	19.9%	672,251	54.7%	1,376,050	-51.1%
其他	0.4%	12,583	0.0%	983	1180.1%
總計	100.0%	3,371,035	100.0%	2,514,213	34.1%

資料來源: 建滔化工集團有限公司

1. **分部表現及營運數據**。2017年上半年,集團的營業額同比增長1.9%至186.66億元(港幣,下同);毛利同比增長24.6%至44.78億元;毛利率較2016年同期的19.6%上升了4.4個百分點至24.0%;股東應佔溢利同增長44.8%至21.8億元。而建滔化工旗下的四大業務分別為覆銅面板、印刷線路板、化工產品及物業。2017年上半年集團的四大分部的業績表現如下:

覆銅面板:佔集團整體收入34.2%的覆銅面板分部,其2017年上半年的營業額同比增長20.0%至63.81億元。收入增長主要由於去年上半年的銅箔、玻璃絲及玻璃皮等產品供應緊張,推動覆銅面板價格上升。分部溢利同比大幅增長1.34倍至21.05億元,利潤增長主要因為集團的垂直整合生產模式,

部分嚴控成本,有效地將價格升幅轉成利潤增幅;

印刷線路板:佔集團整體收入20.6%的印刷線路板分部,其2017年上半年的營業額同比增長5.1%至38.45億元。收入增長主要由於來自汽車、高端通訊及智能電子消費品等的訂單明顯增加,而產品平均價格得到提升。分部溢利同比增長93.9%至2.77億元,增長主要由於產品附加值顯著提升帶動生產效益增長迅速,抵銷了原材料成本上升所帶來的負面影響;

化工產品:佔集團整體收入33.5%的化工產品分部,其2017年上半年的營業額同比增長41.8%至62.53億元。分部溢利同比大幅增長2.22倍至3.04億元。增長主要由於去年上半年鋼鐵、房地產及汽車的銷售增長加快,帶動焦炭、甲醇及燒鹼等化工部分主要產品之價格升幅凌厲;

物業:佔集團整體收入10.7%的物業分部,其2017年上半年的營業額同比下跌57.9%至19.95億元。分部溢利同比下跌51.1%至6.72億元。期內,房地產部門錄得昆山開發區建滔裕花園二期及三期、江陰建滔裕花園一期及花橋建滔裕花園四期之部分銷售入賬,共15.95億元。租金收入增加28%,至3.99億元,增幅主要來自去年底集團購入位於英國倫敦的商用物業MoorPlace及新落成的上海建滔廣場一期之租金收入。

2. **具優勢的垂直整合生產模式**。覆銅面板為印刷線路板的主要材料,集團現為全球最大的覆銅面板的生產商,並擁生產覆銅面板上游的銅箔、玻璃絲及玻璃布等的產能。現時上游產品供應短缺,令產品價格上升,同時推升了覆銅面板的價格。而覆銅面板價格的上升同推動印刷線路板的價格,其垂直的業務鏈令集團可保持產品的供應及市場佔有率,以及提高毛利率及收入。踏入下半年的銷售旺季集團的覆銅面板的需求將會顯著增加,在供應短缺下集團有能力進一步加價。而集團亦正在加大薄板、無鹵素覆銅面板及LED相關覆銅面板等高附加值覆銅面板之銷售,新增產能亦將逐步釋放,運營效益可望持續提升。

在印刷線路板方面,受惠於汽車、手機及家電等行業進入旺季,印刷線路板部門訂單數目有可觀增幅,高階線路板產能呈現供不應求。而部門下游業務分佈多元化,增長動力持續強勁。憑藉集團在汽車線路板及通訊設備線路板的深厚經驗,部門將有針對性地提升研發能力,增添高精密度、自動化設備以優化現有生產線,提高部門核心競爭力。

預期在通訊網絡設備升級、家電智能化及汽車電子普及,加上5G及電動車的升級換代潮的來臨,將會為集團的覆銅面板及印刷線路板產品帶來大量的需求。而集團的印刷線路板部門不斷增加高附加值產品的生產,加大在汽車電子、高端通訊設備及智慧家電等領域的銷售,在智慧、智能及電子化的潮流下集團的訂單明顯增加。

投資要點及利好因素

3. **石墨烯智能地板**。集團在去年 6 月隆重推出具有革命性發熱技術的石墨烯地暖產品，產品深受市場歡迎。建滔地暖是建滔集團的第六大產業，擁有世界領先的“石墨烯+碳纖維”發熱專利技術，工廠具備生產“發熱晶片”的全套玻璃布板生產線以及地暖“發熱晶片”所需要的原材料。在銷售上，集團第一家體驗銷售中心已在上海開幕，在 2017 年下半年全國主要城市將另有 11 家體驗銷售中心陸續開幕。集團計畫投資興建兩間工廠，以增加石墨烯發熱晶片及地暖地板的產能，並將在產品的供應鏈上下游中和企業現有業務進行無縫對接，目標到 2019 年達到 20 億元銷售額，成為集團另一重要貢獻收入的產業。

股價走勢

集團於 2 月 23 日的收市價為 \$40.40，股價按年升 44.13%。集團的股價於去年 11 月 6 日創出 52 周 49.2 元的新高後，於高位受阻回落至 40 元以下的位置，隨後因集團於今年 1 月中發盈喜，料 2017 年全年度純利同比增長超過 60%，股價因此而回升至 45 元以上的水平，但 2 月份時因市況波動而再度回落至 35.5 元。現時 14 天相對強弱指數已由低位回升至 46.8732 的水平，股價已回升至 10 天移動平均線以上，MACD 線及訊號線於利淡的區間內，短期集團的股價在大市氣氛向好下而繼續回升。相信隨著全國經濟回暖，市場對覆銅面板、印刷線路板及化工產品的需求回升，導致供應有短缺的情況出現，加上原材料供應緊絀，令集團有能產將產品價值數度向上調整。投資者可考慮於 40 元的水平增持或吸納，以憧憬集團未來收入、毛利及利潤增長會加快。資料來源: 彭博

估值預測

以 2 月 23 日的收市價 \$40.4 計算，其市盈率及市帳率分別為 7.32 及 1.03 倍的位置，其市盈率及市帳率維持在同行及行業中偏低的水平。建滔化工主要從事製造及銷售覆銅面板、印刷線路板、化工產品、磁石產品以及房地產發展及投資之業務。集團的業務已由經濟復甦及去產能中重拾增長。加上集團擁完善的垂直整合經營模式，在銅箔、玻璃絲及玻璃布等產品供應緊張下，部門能嚴格控制成本，能將材料價格的升幅轉為利潤的升幅，提升集團的利潤。再者集團的印刷線路板在通訊網絡設備升級、家電智能化及汽車電子化的普及下，其訂單顯著增加，而印刷線路板部門不斷增加高附加值產品的生產，加大在汽車電子、高端通訊設備及智慧家電等領域的銷售，其盈利貢獻有望繼續上升。化工產品方面，環球石油價格觸底反彈，帶動化工部門各產品價格上漲。加上中國國內「去產能」政策進一步落實，供過於求的市場狀況明顯改善，化工產品價格普遍上升。當中，受惠於鋼鐵、房地產及汽車的熾熱銷情，焦炭、甲醇及燒鹼等化工部門主要產品之價格升幅凌厲。集團於今年 1 月中發盈喜，截至 2017 年 12 月 31 日止年度未經審核管理賬目之初步評估，建滔化工集團預計截至 2017 年 12 月 31 日止年度的基本純利將較 2016 年同期增長超過 60%。預計基本純利的增長主要由於多個部門的產品銷售單價增長，即覆銅面板部門、印刷線路板部門及化工產品部門；以及出售國泰航空有限公司(00293.HK)的股份的預期收益約 8 億港元；集團去年底 12 月亦向世茂房地產(00813.HK)出售深圳項目權益，兩項交易或共錄近 30 億元收益。集團未來會繼續物色優質物業進行收購，以擴大其物業投資組合，同時提升本集團收取租金收入的能力。相信隨著去產能的力度加大，經濟回暖及電子產品市場步入傳統銷售旺季，覆銅面板需求顯著增加，供應短缺的狀況更趨明顯，集團因而已再次可上調產品售價。集團正加大高附加值覆銅面板的銷售，新增產能亦將逐步釋放，運營效益可望持續提升，帶動集團的收入及利潤增長加快。所以會將建滔化工的目標價定在 \$51.85 即相當於 7.539 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 28.34% 的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 產品缺憾風險：集團產品中可能帶有缺憾，要待產品被裝設到電子系統裡投用時方能被發現。倘若本集團產品被發現有缺憾時，集團可能會受到重大的責任索償。
- 行業競爭激烈風險：集團營運的業務分部競爭非常激烈。不保證將來集團能夠與目前的競爭對手或新晉的公司成功競爭。若集團無力有效地競爭，則本集團的營運業績、財務狀況及業務前景或會受重大不利影響。
- 環球市場波動及經濟狀況：若全球經濟轉弱，特別是中國的經濟若放緩，會導致集團產品需求下降，影響集團的收入。

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或及其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告內所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究報告所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。