

# 證券業務部每周證券評論

維達國際控股有限公司 (股份代號:03331)

Vinda International Holdings Limited

11 DEC 2017

目標價 \$17.08

## 公司簡介

### 重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利	港幣0.598元
全年每股股息	港幣0.17元
市盈率 (x)	24.25
市帳率 (x)	2.43
派息比率	28.428%

資料來源: 彭博、  
維達國際控股有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

維達國際控股有限公司(簡稱“維達國際”或“集團”),集團於1985年創立,並於2007年10月在香港成功上市,集團是一家集研究、開發、生產、銷售的現代化生活用紙的大型企業,維達集團於全國建立十大先進生產基地,並以Vinda維達、Tempo得寶、TORK多康、Libero麗貝樂、Sealer 嘯嘯樂、Babyfit愛貝多、Drypers、Libresse 輕曲線、VIA薇爾、TENA添寧及Dr. P 包大人品牌發展家居護理、嬰兒護理、女性護理及長者護理四大業務,產品的主要銷售對象為中高檔市場。產銷網點已遍及全國各地,並出口到澳洲、新西蘭、越南、柬埔寨、菲律賓、英國、德國、加拿大、南非、香港、澳門等多個國家和地區。而於2013年9月,SCAGroup(即生產Tempo紙巾的瑞典愛生雅集團)提出以每股現金11元收購維達的控股權,現時SCAGroupHoldings持有集團51.4%股份(現時持有集團54.61%的股份),成為集團的最大股東。2014年1月,大股東SCAGroup正式派員進駐維達董事局,整合SCAGroup中國內地、香港及澳門之紙巾及個人護理業務。2016年4月1日,維達集團整合SCAGroup馬來西亞、臺灣、南韓業務,進一步擴展業務至馬來西亞、臺灣、南韓、新加坡、泰國等亞洲地區。

## 業績回顧 (截至30/06/2017止)

未經審核的財務資料,截至2017年9月30日止的九個月,集團的收益增長11.3%至96.74億元(港元·下同)。自然增長為8.2%。其中77.82億元來自紙巾分部及18.92億元來自個人護理分部;毛利增長7.7%至29.35億元;毛利率為30.3%,下跌1.1個百分點;經營溢利上升1.8%至7.59億元;經營溢利率為7.8%,下跌0.8個百分點。

財務方面,截止2017年6月30日止,集團持有現金及現金等價物9.15億元,較去年同期減少9.9%;資產總值為175.25億元,較2016年底的156.29億元,增長12.1%;負債總額為94.18億元,較2016年底的88.49億元,增長6.4%;集團的流動比率為1.07x,較2016年底1.14x的流動比率減少0.07x;集團的淨負債比率(按借貸總額減去現金及現金等價物及限制性銀行存款對比總股東權益的百分比作計算基準)為50.0%較去年底的73.7%下降了23.7個百分點。其他財務比率方面,於2017年6月30日,集團的存貨周轉期為86天,較2016年同期的103天下降了17天;應收賬款周轉期為48天,較2016年同期的44天增多了4天;應付賬款周轉期為85天,較2016年同期的66天提升了19天。

圖表一

財務摘要		
截至二零一七年六月三十日止六個月之中期業績		
	二零一七年	二零一六年
自然收益增長率(%) <sup>1</sup>	6.8%	14.5%
毛利率(%)	30.5%	31.3%
息稅折舊前溢利率(%)	14.2%	14.7%
淨利潤率(%)	5.1%	5.7%
每股盈利(港元) - 基本	27.5仙	30.6仙
中期宣派股息(港元)	5.0仙	5.0仙
存貨周轉期	86天	103天
應收賬款周轉期	48天	44天
應付賬款周轉期	85天	66天
流動比率(倍)	1.07	1.14
負債比率(%) <sup>2</sup>	61.3%	82.9%
淨負債比率(%) <sup>3</sup>	50.0%	73.7%

資料來源:

圖表二

## 投資要點及利好因素

分部收入(港元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
生活用紙產品	80.4%	5,072,589,596	86.9%	4,922,671,291	3.0%
個人護理用品	19.6%	1,234,930,424	13.1%	743,657,131	66.1%
總計	100.0%	6,307,520,020	100.0%	5,666,328,422	11.32%

  

分部業績(港元)	截至6月30日止6個月				
	2017		2016		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
生活用紙產品	89.3%	478,161,273	95.6%	536,759,615	-10.9%
個人護理用品	10.7%	57,014,812	4.4%	24,606,840	131.7%
總計	100.0%	535,176,085	100.0%	561,366,455	4.67%

資料來源：  
維達國際控股有限公司

1. **分部表現及營運情況**。集團今年上半年的收入同比增長 11.3% 至 63.08 億元。在撇除收購愛生雅業務的因素後，集團的自然收益增長 6.8%；整體毛利同比增長 8.7% 至 19.26 億元；而毛利率為 30.5% 較去年同期的 31.3% 下跌了 0.8 個百分點。毛利率下跌主要由於木漿價格上升所致；股東應佔溢利同比下跌 0.2% 至 3.21 億元。集團今年上半年各分部收入的表現如下：

**生活用紙產品**：佔集團整體收入 80.4% 的生活用紙產品分部，其今年上半年的收益同比增長 3.0% 至 50.73 億元。在撇除收購愛生雅業務的因素後，集團的自然收益增長 7.2%。上半年的經營溢利同比下跌 10.9% 至 4.78 億元。紙巾分部的毛利率及分部業績溢利率分別為 30.5% 及 9.6%；

**個人護理用品**：佔集團整體收益 19.6% 的個人護理用品分部，其今年上半年的收益同比增長 66.1% 至 12.35 億元。分部收益增加，主要是集團自 2016 年 4 月 1 日起合併了來自收購愛生雅亞洲業務的之個人護理收入，及中國個人護理收益增加所致。而集團上半年的個人護理用品分部的溢利同比大幅增長 1.32 倍至 5.7 億元。個人護理分部的毛利率及分部業績溢利分別為 30.6% 及 6.9%。

來自傳統經銷商、重點客戶超市大賣場、商務客戶及電商之收益分別佔李總收益 40%、26%、14% 及 20%。電商及商務客戶收益增長最突出。

至於產能方面，截至 2017 年 6 月 30 日，集團的造紙設計產能為 104 萬噸。新增 6 萬噸產能的浙江廠房已在今年 7 月投入營運，至年底集團的造紙設計產能將會達到 110 萬噸。而集團於廣東省陽江市正在興建於國內的第 10 個廠房，該廠房預計於 2018 年落成。該廠房於營運首年的初步設計年產能為 6 萬噸，而其產能將於未來有機會進一步擴充，以滿足華南市場的需求。另外，集團亦會於中國內地備有完善的失禁護理產品生產設備，並於馬來西亞及台灣擁有共三間廠房。

2. **有能力加價，毛利可回升**。現時佔集團整體收入 80% 的紙巾業務，因主要原料木漿價格自去年第四季度起大幅上升，雖然升幅到今年已開始平穩，但仍拖累集團整體的毛利率受壓。集團已採取了多種措施應對木漿價格上漲，當中包括優化產品結構，並同時採取成本管控措施以應對木漿成本的大幅上升。現時內地生活用紙市場的競爭激烈，但集團已表明不會打減價戰。而在木漿價格上漲下有利行業進行自然的汰弱留強行動。今年 10 月集團上調了紙巾產品的平均售價，在兩大知名及質優的紙巾品牌，維達 Vinda 和 Tempo 的支持下集團有能力將成本上漲轉移給消費者，相信若木漿價格繼續上漲的話，集團會再調整售價以減輕毛利率下行的壓力。今年第三季度集團生活用紙產品的收入同比增長 13.9% 至 27.1 億元，增長較上半年加快，而踏入第四季為銷售旺季，在多個銷售活動的推動下，相信集團下半年及全年的收入會有較好的表現。

3. **個人護理產品業務**。去年 4 月維達以代價 25.6 億元收購愛生雅馬來西亞、愛生雅韓國及愛生雅台灣之業務，銳意將集團業務範圍拓展至亞洲區。去年集團已完成在中國失禁護理產品新生產線的安裝，並已投入運作。透過收購愛生雅亞洲業務，在馬來西亞配備兩家及台灣一家生產基地。以上三家廠房可助繼續推動個人護理衛生業務發展。

現時集團旗下的個人護理產品有三大系列，一是失禁護理；二是女性護理；三是嬰兒護理。在失禁護理方面，今年上半年集團拓展中國線下零售市場，積極與政府及養老院合作以推動專銷渠道。繼續於網上平台加強品牌宣傳，提升社會對優質失禁護理之認知。包大人 Dr. P 及添

## 投資要點及利好因素

寧 TENA 兩大品牌於北上廣三大城市之知名度均領先同行，為長遠發展打下強心針。添寧 TENA 更與「HarleyDavidson」舉辦電單車巡迴活動，進一步提升馬來西亞市場對失禁護理褲的認知。在女性護理方面，今年上半年此系列的收益增長非常理想。薇爾 VIA 提升產品功能，開發線下重點客戶。6 月，定位歐洲進口之輕曲線 Libresse 透過跨境電商平台及精品護理店，重新打入中國市場。於馬來西亞，輕曲線 Libresse 以「Let's Get Real」營銷活動進一步推廣 Confidence On-The-Go 系列產品，有效鞏固其領先地位。

在嬰兒護理方面，東南亞是集團嬰兒護理用品業務的主要市場。Drypers 在馬來西亞及新加坡之市場份額分別名列第一及第三位。Drypers Wee Wee Dry 推出「Robocar Poli」特別版，深受市場歡迎。於中國內地及台灣，集團的北歐進口品牌產品麗貝樂 Libero 繼續走高端差異化路線，提升知名度。

集團戰略之一是擴大中國個人護理業務的版圖。至去年底止，中國的人口約有 13.83 億人，較 2015 年增加 809 萬人，2016 年全年出生人口 1786 萬人。

從年齡構成看，16 歲以下人口 2.9464 億，佔總人口的比重為 6.84%；16 歲以上至 60 歲以下（不含 60 歲）的勞動年齡人口 9.0747 億人，佔總人口的比重為 65.62%，60 周歲及以上人口 2.3086 億人，佔總人口的 16.69%；65 周歲及以上人口 1.5003 億人，佔總人口的 10.85%。

從城鄉結構看，城鎮常住人口 8.2345 億人，較 2015 年底增加 2182 萬人，鄉村常住人口 5.8973 億人，減少 1373 萬人，城鎮人口佔總人口比重（城鎮化率）為 57.35%。

從上述數據看，國內正面臨人口老化、城鎮化發展、人口結構優化等問題。中國的人口正在變化，人口紅利正在減弱，人口老化正在加快，而中國政府正式全面開放二孩政策，正是想減輕政府的負擔。而城鎮化發展方面，根據國務院發佈的《國家新型城鎮化規劃（2014—2020 年）》中提出，到 2020 年，城鎮化水準和品質穩步提升。城鎮化健康有序發展，常住人口城鎮化率達到 60% 左右。而截至去年底城鎮化率為 57.35%，仍有 2.65% 的空間上升。老年人及嬰兒出生率增加，城鎮化的加快，均有利提升對日常必須品的需求，增加集團的收入。

## 股價走勢

集團於 12 月 8 日的收市價為 \$15.5，股價按年升 3.06%。集團的股價由今年 9 月初時 14 元以下的位置開始已一路反覆向上，並於 11 月 2 日時創出 52 周新高 16.32 元的位置，股價反彈幅度達到 17.9%。現時 14 天相對強弱指數已由高位回落至 49.59265 的水平，股價回落至 10 天及 20 天移動平均線以下，雖然 MACD 線及訊號線雖然在利好的區間內，但相信短期集團的股價或於此水平仍有整固的壓力。投資可考慮於 15.3 元以下的水平增持或吸納，以憧憬集團未來收入及盈利在積極推動中國紙巾業務發展、擴大中國個人護理業務版圖、推動亞洲個人護理業務增長並開長紙巾業務，以及發展高商務業務下而進一步提升。

資料來源：彭博

## 估值預測

以 12 月 8 日的收市價\$15.5 計算，其市盈率及市帳率分別為 27.35 及 2.28 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高的水平。維達的產品全部均為消耗性的衛生日常用品。國內市場為集團的主要市場，在生活用紙上，以總消費量計算國內已成為全球最大的消費國，人口龐大，但人均生活用紙消費量為 4.7 公斤，仍遠低過已發展國家，雖然國內的生活用紙行業的競爭激烈，但除著紙巾主要材料木漿價格及生產環保的要求上升，已淘汰了部份的中小、型紙巾企業，行業集中度有所提高，集團亦於 10 月時上調了紙巾產品的售價，證明集團有能力將成本轉嫁，毛利率有望回復擴張。除中國市場外，集團亦藉著收購愛生雅將業務擴展至香港、澳門，甚至於東南亞地區、台灣及韓國，將集團的版圖由中國擴展至亞洲的地區，覆蓋了 20 億人口的市場，相信隨著國內及東南亞地區的人均收入的增加，生活水平的提高，對生活用紙的需求亦會持續提升。在個人護理用品業務上，集團會擴大中國個人護理業務的版圖，及推動亞洲個人護理業務的增長。現時國內人口老化問題增加了對老人護理的需求，這為集團失禁護理產品帶來發展的機遇。而生育二孩政策的全面開放，生育率的上升，亦會對集團嬰兒護理業務的需求增加。現時國內的人均及可支配收入增加，教育水平上升，城鎮化進程繼續，消費者自然會對高品質的個人護理用品需求增加，而由收購愛生雅所注入的多個國際知名品牌，正好迎合市場的需求。集團今年第三季度的業務較上半年加快，相信隨著集團與愛生雅業務的整合度提高，彼此間的協合效應增加，加上第四季為銷售旺季，下半年集團的業績值得憧憬。所以會將維達國際的目標價定在\$17.08 即相當於 23.25 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 10.19%的潛在升幅。

## 風險因素

- 原材料的價格會因應供求而浮動的，如未能好好的控制及管理，而又未能將之轉嫁消費者，集團的盈利及毛利率會受到影響而下降
- 行業的准入門檻低，而中國市場潛力龐大，預計將有更多的競爭者加入市場，令市場的競爭進一步加劇
- 生活用紙產能過剩問題未能解決，會影響集團的收入
- 匯率波動對集團的利潤構成影響

## 利益披露及免責聲明

### 利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人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，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程式及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

### 免責聲明：

投資涉及風險，證券價格有時會大幅波動，價格可升亦可跌，更可變得毫無價值。投資未必一定能多賺取利潤，反而可能會招致損失。

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負責或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。