

证券业务部每周证券评论

维达国际控股有限公司 (股份代号: 03331)

Vinda International Holdings Limited

24 MAR 2020

前日收市价 (23/03/2020)	\$16.70
目标价	\$18.30
股份资料 (截止 23/03/2020)	
52周高位:	HK\$21.90
52周低位:	HK\$12.64
市值:	HK\$19,988.6 (百万)
已发行股数:	1,196.9(百万)
买卖单位:	1000股

公司简介

维达国际控股有限公司(简称“维达国际”或“集团”),集团于1985年创立,并于2007年10月在香港成功上市,集团是一家集研究、开发、生产、销售的现代化生活用纸的大型企业,维达集团于全国建立十大先进生产基地,并以Vinda维达、Tempo得宝、TORK多康、Libero丽贝乐、Dryers、Drypers、Libresse薇尔、TENA添宁及Dr.P包大人品牌,发展家居护理、婴儿护理、女性护理及长者护理四大业务,产品的主要销售对象为中高档市场。产销网点已遍及全国各地。而于2013年9月,SCA Group(即生产Tempo纸巾的瑞典爱生雅集团)提出以每股现金11元收购维达的控股权,现时SCA Group Holdings持有集团51.94%股份,成为集团的最大股东。2014年1月,大股东SCA Group正式派员进驻维达董事局,整合SCA Group中国内地、香港及澳门之纸巾及个人护理业务。2016年4月1日,维达集团整合SCA Group马来西亚、台湾、南韩业务,进一步扩展业务至马来西亚、台湾、南韩、新加坡、泰国等亚洲地区。

业绩回顾 (截至31/12/2019止)

截至2019年12月31日止年度,集团的收益增长8%至160.74亿元(港元·下同);毛利增长19.1%至49.85亿元;毛利率为31.0%,较2018年同期的28.1%提升2.9个百分点;股东应占溢利同比增长75.3%至11.39亿元;每股基本盈利同比增长75.2%至0.953港元。

财务方面,截止2018年12月31日止,资产总值为192.81亿元,较2018年12月31日的190.68亿元,增长1.1%;负债总额为98.18亿元,较2018年12月31日的10.34亿元,减少5.0%;集团的流动比率为1.06x,较2018年12月31日1.02x提升0.03x;持有现金及现金等价物4.6亿元,较2018年12月31日的5.7亿元减少19.9%;集团的净负债比率(按借贷总额减去现金及现金等价物及限制性银行存款对比总股东权益的百分比作计算基准)为41%较2018年12月31日的54%下降了13个百分点。其他财务比率方面,于2019年12月31日,集团的产成品周转期为46天,较2018年12月31日的49天减少了3天;应收账款周转期为42天,较2018年同期的43天减少了1天;应付账款周转期为90天,较2018年同期的87天提升了3天。

重点财务数据

(截至31/12/2019止)

每股基本盈利	港币0.953元
全年每股股息	港币0.28元
市盈率(x)	14.88
市帐率(x)	1.79
派息比率	29.381%

数据来源:
彭博、维达国际控股有限公司、AA Stock

Kathy Wong(证券业务部分析员)

kathy.wong@icbcasia.com

图表一

业绩	截至12月31日止年度		
	2019	2018	变动%
港元			
收益	16,074,288,277	14,878,547,902	8.0%
毛利	4,985,251,824	4,186,594,470	19.1%
毛利率	31.0%	28.1%	2.9%
股东应占利润	1,138,524,633	649,304,689	75.3%
每股基本盈利(港元)	0.953	0.5440	75.2%
港元			
总资产	19,281,486,955	19,067,600,898	1.1%
总负债	9,818,275,653	10,337,684,487	-5.0%
产成品周转期(天)	46	49	(3.00)
应收账款周转期(天)	42	43	(1.00)
应付账款周转期(天)	90	87	3.00
流动比率(x)	1.06	1.02	0.03
现金及现金等价物	914,714,961	1,015,254,277	-9.9%
净负债比率(%)	41.0%	54%	-13.0%

数据来源: 维达国际控股有限公司

图表二

投资要点及利好因素

截至12月31日止年度					
2019		2018			
分部收入(港元)	占比%	金额	占比%	金额	变动%
生活用纸产品	82.5%	13,254,016,770	81.4%	12,111,465,853	9.4%
个人护理用品	17.5%	2,820,271,507	18.6%	2,767,082,049	1.9%
总计	100.0%	16,074,288,277	100.0%	14,878,547,902	8.0%

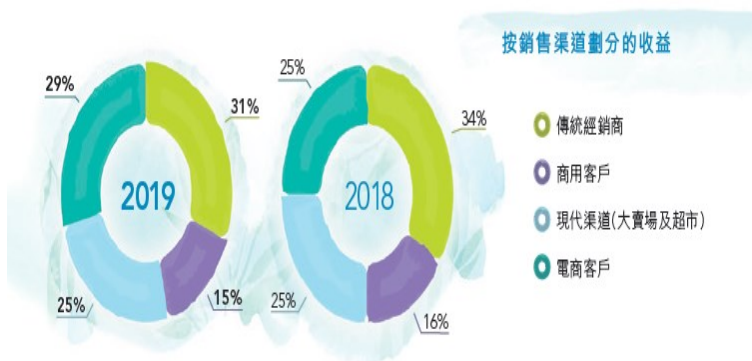
截至12月31日止年度					
2019		2018			
分部业绩(港元)	占比%	金额	占比%	金额	变动%
生活用纸产品	92.2%	1,525,910,360	85.5%	966,030,092	58.0%
个人护理用品	7.8%	128,544,513	14.5%	163,508,948	-21.4%
总计	100.0%	1,654,454,873	100.0%	1,129,539,040	46.47%

截至12月31日止年度			
2019		2018	
毛利率	%	%	变动%
生活用纸产品	31.4%	27.6%	3.8%
个人护理用品	29.1%	30.4%	-1.3%
总计	31.0%	28.1%	2.9%

截至12月31日止年度					
2019		2018			
分部收入(港元)	占比%	金额	占比%	金额	变动%
中国内地	74.9%	12,037,794,851	74.7%	11,110,206,971	8.3%
香港	7.5%	1,197,793,686	7.4%	1,100,949,517	8.8%
马来西亚	8.9%	1,426,006,347	9.2%	1,375,158,017	3.7%
日本	2.4%	378,891,263	1.7%	249,370,153	51.9%
台湾	1.9%	304,939,287	2.2%	324,613,387	-6.1%
其他	4.5%	728,862,843	4.8%	718,249,857	1.5%
总计	100.0%	16,074,288,277	100.0%	14,878,547,902	8.0%

数据源：维达国际控股有限公司

图表三



数据源：维达国际控股有限公司

1. 分部表现及营运情况。集团 2019 年度的收入同比增长 8.0%至 160.74 亿元；整体毛利同比增长 19.1%至 49.85 亿元，剔除汇率波动因素后同比增长 11.6%；而毛利率为 31.0%较去年同期的 28.1%提升了 1.9 个百分点。毛利提升主要由于有效的定价政策、木浆价格较低及专注于高端分部所致；股东应占溢利同比增长 75.3%至 11.39 亿元。集团 2019 年各分部收入的表现如下：

生活用纸产品：占集团整体收入 82.5%的生活用纸产品分部，其 2019 年的收益同比增长 9.4%至 132.54 亿元。经营溢利同比增长 58.0%至 15.26 亿元。纸巾分部的毛利率及分部业绩溢利率分别为 31.4%及 11.6%；

个人护理用品：占集团整体收益 17.5%的个人护理用品分部，其 2019 年的收益同比增长 1.9%至 28.2 亿元。分部的溢利同比减少 21.4%至 1.29 亿元。个人护理分部的毛利率及分部业绩溢利率分别为 29.1%及 6.6%。

按地区的收入：中国内地的收益同比增长 8.3%至 120.38 亿元，占收益 74.9%；香港的收益同比增长 8.8%至 11.98 亿元，占收益 7.5%；马来西亚的收益增长 3.7%至 14.26 亿元，占收益 8.9%；日本的收益增长 51.9%至 3.79 亿元，占收益 2.4%；台湾的收益减少 6.1%至 3.05 亿元，占收益 1.9%；其他市场的收益增长 1.5%至 7.29 亿元，占收益 4.5%。

销售渠道方面(图表三)，来自传统经销商、重点客户超市大卖场、商用客户及电商之收益分别占 31%、25%、15%及 29%。所有销售渠道均录得理想增长，其中，电商的收益录得超过 30%之自然增长。

产能方面，截至 2019 年 12 月 31 日，集团的造纸设计产能为 125 万吨。2019 年集团已于中国湖北增加 60,000 吨产能，并按计划已将广东工厂其中一台最旧兼高耗能的造纸机(相当于 30,000 吨设计产能)淘汰。

股价走势 (图表四)



数据源: AAStock

集团于3月20日的收市价为\$16.70，股价按年升13.45%。集团的股价由去年12月14元以下的低位开始已一路反复向上，并于今年3月6日时创出52周新高21.90元的位置，股价反弹幅度达60%。现时9天相对强弱指数亦已由甚高的水平回落至29.201，股价升至10天、20天及250天移动平均线以下，而MACD线及讯号线虽然在利淡的区间内，相信短期集团的股价在大市波动的情况下仍有整固的压力。投资可考虑于16.5元附近水平增持或吸纳，以憧憬集团未来收入及盈利能在积极推动中国纸巾业务发展、扩大中国个人护理业务版图，以及大力推动亚洲区内多个市场的个人护理业务增长，以及电务业务下而稳步提升。

估值预测

以3月20日的收市价\$16.70计算，其市盈率及市帐率分别为17.53及2.11倍的位置，集团的市盈率及市帐率处于同行及行业中合理的水平。维达的产品全部均为消耗的卫生日常用品。国内市场为集团的主力市场，在生活用纸，以总消费量计算，中国内地已成为全球最大的生活用纸消费国，内地人口庞大，但人均生活用纸消费量仍远低过其他西方发达国家，存在数倍的增长空间。

而近月在新冠肺炎疫情的爆发下，生活用纸成为各国市民抢购的目标之一，集团行政总裁袁焯已表示，不会将这次疫情视为商业机会，并会致力确保产品供应及库存，亦不会随意调整产品价格，除非生产成本大幅上升而被迫加价。但在疫情下，市民的个人卫生及防护意识普遍增强，会增加对生活用纸的需求，相信在厕纸供应暂时短缺的情况下，会带动集团生活用纸的收入。

估值预测

在产品组合上，去年高端产品销售迅速增长，带动集团纸巾业务表现强劲。现时高端产品组合占集团纸巾销售额的百分比已由两年前的 13.1% 上升至 24.5%。而 2019 年于中国内地得宝录得超过 40% 增长，而维达立体美占维达纸巾产品组合超过 10%。因消费者对于高端品牌的价格敏感度相对较低，相信集团能在高端产品上未有太多的竞争情况下，会有较高的定价能力，所以高端产品仍然会是集团的主要增长引擎。

在产能扩展上，除中国内地之外，东南亚地是集团另一个重要的市场，2016 年 4 月维达以代价 25.6 亿元收购爱生雅马来西亚、爱生雅韩国及爱生雅台湾之业务，锐意将集团业务范围拓展至亚洲区。于 2019 年下半年，集团于东南亚地区总部基地建设的正式启动。设施将包括一栋设有原料仓库的两层楼制造工厂、一间制成品仓库及维达创新中心。此设施将主要为东南亚市场提供服务，以及支持超过 25 个市场的销售。此投资将增加集团的地区产能，支持集团于新兴市场的长期发展。

现时仅占集团收益 17.5% 的个人护理用品会是未来业务发展的另一重点。中国的个人护理市场需求庞大，特别是中国人口老龄化为优质失禁护理产品市场带来商机，而维达个人护理业务于东南亚地区的表现一向出色，集团有信心把过往个人护理业务的成功经营模式再一次复制至中国内地。而为满足中国消费者对女性及失禁护理产品的消费喜好和加快了解及响应市场要求，集团已于去年成功增加女性及失禁护理产品的本地产能，相信有助降低生产成本，并为集团在中国市场进一步发展个人护理业务作好充分准备。

长远而言，在中国内地及东南亚地区市民的卫生意识普遍上升、家庭可支配收入增长、人口老化加剧，以及生活用纸人均年消费量仍较低等因素下，集团业务有望进一步扩张。此外，维达国际拥有完善的分销渠道及电商布局优势，有助集团把握在线线下融合的零售模式所带来的潜在市场机遇。所以会将维达国际的目标价定在 \$18.30 即相当于 15.777 市盈率的位置，目标价与现价相比预计会有 9.59% 的潜在升幅。

风险因素

- 原材料的价格会因应供求而浮动的，如未能好好的控制及管理，而又未能将之转嫁消费者，集团的盈利及毛利率会受到影响而下降
- 行业的准入门坎低，而中国市场潜力庞大，预计将有更多的竞争者加入市场，令市场的竞争进一步加剧
- 生活用纸产能过剩问题未能解决，会影响集团的收入
- 汇率波动对集团的利润构成影响

利益披露及免责声明

利益披露：

本文的作者为香港证监会持牌人，分析员本人或其联系人并未涉及任何与该报告中所评论的上市公司的金钱利益或担任该上市公司的任何职务，而在编制的过程中分析员会根据预先订立的程序及政策，去避免因研究工作可能会引起利益冲突情况。

免责声明：

本文的预测及意见只作为一般的市场或个别股份的评论，仅供参考之用，在未经中国工商银行(亚洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式复制、分发或本文的全部或部分的内容，本行不会对利用本文内的数据而构成直接或间接的任何损失负责。

文中所刊载的资料是根据本行认为可靠的数据源编制而成，惟该等资料的来源未有经独立核证，本行并无就文中所载的任何资料、预测及/或意见的公平性、准确性、完整性、时限性或正确性，以及文中该等预测及/或意见所采用的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺，本行亦不会就使用及/或依赖文中所载任何该等资料、预测及/或意见所引致之损失负上或承担任何责任。而文中的预测及意见乃本行分析员于本文刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。若派发或使用本文所刊载的数据违反任何司法管辖区或国家的法律或规例，则本文所刊载的资料不得为任何人或实体在该司法管辖区或国家派发或使用。

投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往的表現不一定可以預示日後的表現。投資者應細閱及了解有關證券或投資的所有發售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

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。

本文件由中國工商銀行（亞洲）有限公司刊發，內容未經證券及期貨事務監察委員會審閱。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。