

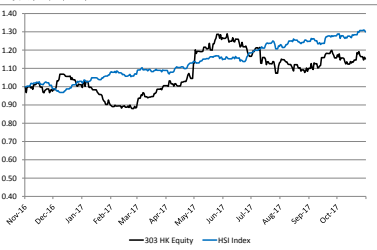
偉易達集團(0303.HK)

出口股

評級	買入
目標價	HK\$130.0 (12/18)
收市價	HK\$114.0
52 周高低	HK\$86.4-128.0
市值	HK\$287 億

資料來源: 港交所, 彭博, 時富

相對表現



資料來源: 彭博, 時富

CASH Research
research@cash.com.hk
15 November 2017
Gary Tsz Yeung KONG
Research Analyst
Tel: (+852) 2287-8487
gary.kong@cash.com.hk

投資亮點

偉易達是全球電子學習產品和無線電話的領導者，同時為客戶提供合同製造服務。集團剛剛公佈了 2018 財年上半年業績。銷售收入按年增長 5.8%，略低於市場預期。淨利潤按年增長 45.1%，勝市場預期。我們維持目標價 130 港元，重申“買入”評級。

Leapfrog 可能是偉易達北美電子學習產品增長放緩的原因：集團銷售收入按年增長 5.8%至 10.4 億美元，略低於我們的預期。銷售收入增長放緩主要是由於北美地區的電子學習產品銷售增長放緩所致。我們認為，正處於轉虧為盈階段的 Leapfrog 很可能是增長放慢的主因。

管理層認為玩具反斗城對集團的收入影響仍然充滿不確定性：由於信用保險只覆蓋偉易達對玩具反斗城於申請破產保護日之前的銷售，所以偉易達近月選擇暫停向玩具反斗城出貨，以等待新條款談判完成。因此，偉易達北美地區未來的銷售額及毛利率仍充滿不確定性。

毛利率和淨利潤有所改善：儘管材料價格上漲，集團的毛利率從 2017 財年上半年的 31.9%上升至 2018 財年上半年的 32.3%。增幅主要是由於人民幣對美元貶值以及產品結構改變所致。淨利潤按年上漲 45.1%至 1.04 億美元，淨利率為 10%，這是由於去年上半年集團整合新購公司 Leapfrog 和 Snom 所帶來的重組成本所導致的低基數效應所致。

估值：基於股利貼現模型分析，我們的目標價為 130 港元。2019 財年市盈率為 16.3 倍。

出口行業相關股份估值及財務比率（經彭博估算）

公司	股票代號	目標價 (\$HKD)	股價(港元)	每股盈利增長 (%)		股本回報率 (%)		派息比率 (%)		市帳率 (x)		市盈率 (x)	
				2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
創科實業	669 HK Equity	45	45.95	15.59	18.60	18.27	18.83	1.34	1.70	3.91	3.40	22.80	19.22
偉易達	303 HK Equity	130	113.40	24.82	7.42	36.47	38.06	5.86	6.28	5.91	5.80	16.33	15.20
維珍妮	2199 HK Equity	N/A	7.53	233.75	56.18	11.80	16.65	1.11	1.74	3.24	2.89	28.28	18.11
百富環球	327 HK Equity	N/A	4.11	N/A	10.94	N/A	13.30	N/A	1.75	N/A	1.06	N/A	8.11
申洲國際	2313 HK Equity	N/A	73.70	N/A	17.49	N/A	22.34	N/A	2.45	N/A	4.30	N/A	21.70
利豐	494 HK Equity	N/A	3.62	10.83	6.25	N/A	9.56	N/A	9.70	N/A	1.29	N/A	13.64
敏華實業	1999 HK Equity	N/A	7.30	13.50	18.15	35.29	35.74	4.18	5.31	4.77	3.96	14.03	11.88
	中位數			12.17	12.20	35.29	22.65	4.18	7.50	4.77	2.62	14.03	12.76
	平均			12.17	12.20	35.29	22.65	4.18	7.50	4.77	2.62	14.03	12.76

資料來源: 彭博, 時富

中期業績亮點

- 集團營業額按年增長 5.8%至 10.4 億美元。各地區包括北美、歐洲和亞太地區的銷售額均錄得正增長。
- 毛利按年增長 6.9%至 3.35 億美元，毛利率上升至 32.3%，主要是由於 Leapfrog 和 Snom 的貢獻、人民幣對美元的貶值以及產品結構的變化所致，但部份被材料價格上漲所抵消。
- 由於毛利率上升，以及去年整合 Leapfrog 和 Snom 的重組成本導致的低基數效應，淨利潤因而增長了 45.1%。
- 由於管理層預期 2018 財年下半年需求強勁，庫存周轉天數從 2016 年 9 月的 110 天大幅上漲至 2017 年 9 月的 128 天。

北美

- 電子學習產品收入按年上升 2.6%至 1.92 億美元。當中玩具反斗城破產保護備案對收入增長帶來負面影響。
- 由於專業音響設備，固態照明和工業產品等業務良好，合同製造服務收入按年增長 35%至 1.41 億。

歐洲

- 收入按年上升 0.3%至 4.14 億美元。電子學習產品和電子通訊產品銷售的增長，抵消了合同製造服務銷售的下跌。

亞太及其它地區

- 亞太地區所有三個分部均以兩位數（約 30-50%）的速度增長。

2018 財年上半年業績回顧

電子學習產品在北美地區的銷售增長放緩

集團 2018 財年上半年的銷售增長略低於我們的預期。增長的下滑主要是由於北美電子學習產品銷售增長放緩。

我們認為，該區增長放緩主要原因是由於去年被偉易達所收購、仍然處於轉盈階段的 Leapfrog 所致。展望未來，我們相信集團在 Leapfrog 獨立產品和平台產品方面的研發以及將生產線內包等因素將可使情況改善。

圖 1. 偉易達 – 業績回顧

Electronic Learning Products										
	FY3/16	%	FY3/17	%	YoY(%)	HY9/16	%	HY9/17	%	YoY(%)
North America	314	45.4%	455	51.8%	44.7%	188	51.3%	192	48.9%	2.6%
Europe	326	47.0%	357	40.7%	9.8%	145	39.5%	156	39.5%	7.8%
Asia Pacific	41	5.9%	53	6.0%	28.9%	24	6.7%	35	8.9%	43.4%
Other regions	12	1.7%	13	1.5%	15.7%	9	2.6%	11	2.7%	12.8%
Total	692	100.0%	878	100.0%	26.9%	366	100.0%	394	100%	7.6%
Telecommunication Products										
	FY3/16	%	FY3/17	%	YoY(%)	HY9/16	%	HY9/17	%	YoY(%)
North America	371	63.5%	366	64.7%	-1.5%	182	65.5%	167	61.2%	-8.5%
Europe	136	23.3%	129	22.8%	-5.5%	63	22.7%	70	25.5%	10.3%
Asia Pacific	36	6.2%	38	6.7%	5.8%	17	6.0%	22	8.0%	30.7%
Other regions	41	7.0%	33	5.8%	-20.9%	16	5.8%	15	5.3%	-10.5%
Total	585	100.0%	565	100.0%	-3.4%	278	100.0%	272	100%	-2.0%
Contracted Manufacturing Services										
	FY3/16	%	FY3/17	%	YoY(%)	HY9/16	%	HY9/17	%	YoY(%)
North America	193	33.2%	196	30.8%	1.6%	105	30.9%	141	37.7%	34.4%
Europe	334	57.7%	382	60.0%	14.2%	205	60.5%	189	50.4%	-8.1%
Asia Pacific	52	9.0%	58	9.1%	10.9%	29	8.5%	44	11.7%	51.9%
Other regions	1	0.1%	1	0.1%	33.3%	0	0.1%	1	0.2%	50.0%
Total	579	100.0%	636	100.0%	9.8%	339	100.0%	374	100%	10.2%
Total Revenue	1857		2079		12.0%	983		1040		5.8%

資料來源: 公司數據, 時富

管理層認為玩具反斗城對集團的收入影響仍然充滿不確定性

玩具反斗城是偉易達前 5 名客戶之一。它於 9 月 17 日在美國和加拿大申請破產保護。由於信用保險只覆蓋偉易達對玩具反斗城於申請破產保護日之前的銷售，所以偉易達近月選擇暫停向玩具反斗城出貨，以等待新條款談判完成。因此，管理層認為偉易達北美地區未來的銷售額及毛利率仍充滿不確定性。

據路透社商業新聞報導，多數供應商已經恢復對玩具反斗城出貨。所有前 20 名產品供應商、前 50 名供應商中的 49 家供應商及前 100 名中的 91 家供應商，均已經恢復出貨。我們認為，偉易達短期內將會與玩具反斗城完成新條款的談判。長遠而言，即使玩具反斗城真的進行清盤，其市場份額也將會被偉易達其他客戶搶佔，對偉易達造成的影響有限。

調整盈利預測

我們對盈利預測進行微調，以反映預期以外的北美電子學習產品銷售增長放緩。同時，向上修正 2019 財年的毛利率，以反映集團強勁的成本控制力度。

圖 2. 偉易達 – 盈利調整

	New		Old		Change	
	3/FY18E	3/FY19E	3/FY18E	3/FY19E	3/FY18E	3/FY19E
Year to March						
US\$ million						
Sales revenue	2,202	2,384	2287	2470	-3.7%	-3.5%
Gross profit	733	789	738	798	-0.6%	-1.1%
EBIT	267	285	259	286	3.1%	-0.3%
Net profit	239	255	232	256	2.9%	-0.2%
EPS	0.95	1.01	0.92	1.02	2.9%	-0.2%
Assumptions						
Gross margin	33.3%	33.1%	33.2%	32.3%	0.1%	0.8%

資料來源: 時富預測

估值和風險

估值

基於我們的股利貼現模型分析，我們維持偉易達 2018 年 12 月目標價 130 港元，2019 財年市盈率為 16.3 倍。

我們假設未來派息率不變，約為 98%，貝他值為 0.78，股本成本為 11.5%。同時，我們預測截至 2025 財年的未來股息，並假設最終增長率為 2.5%，計算出偉易達目標價 130 港元。

圖 3. 偉易達 – 股利貼現模型分析

	3/FY18E	3/FY19E	3/FY20E	3/FY21E	3/FY22E	3/FY23E	3/FY24E	Terminal
Cash flow estimate								
Net profits	239	255	297	312	343	375	411	450
Dividend	234	250	291	306	336	368	403	441
DDM parameters								
Cost of equity	11.5%	Assumptions				2.5%		
						1.8%		
						12.4%		
Equity value	4160					0.78		
/Number of shares	251							
=Equity value per share (US\$)(Dec 18)	16.5							
Equity value per share (HK\$)(Dec 18)	130					Implied exit P/E multiple (x)	17.4	

資料來源: 公司數據, 時富預測

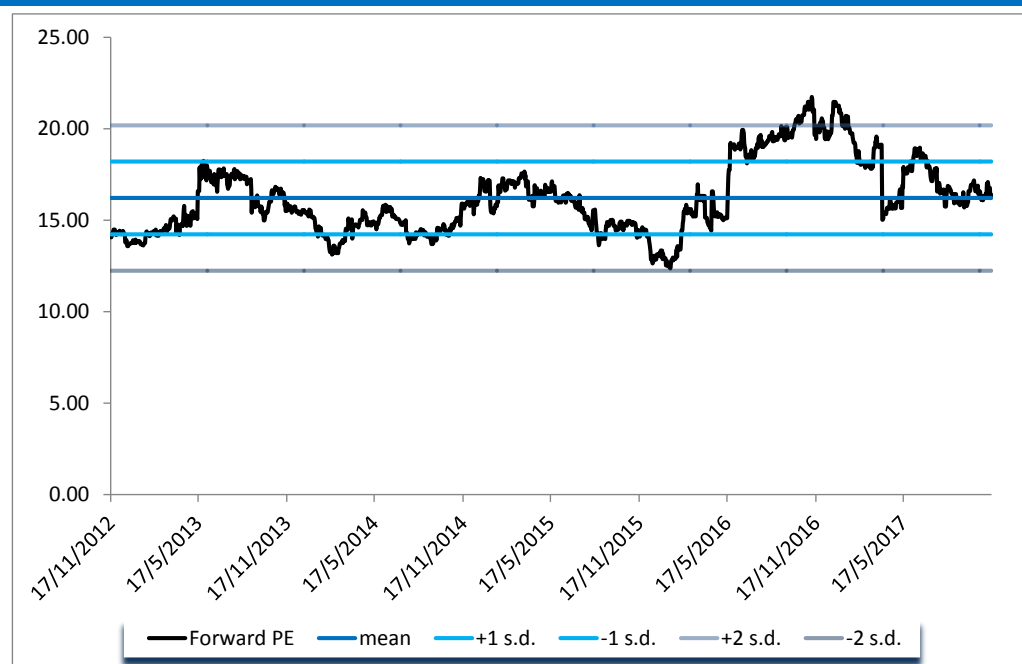
我們亦分析了股利貼現模型計算出來的價值對股權成本和最終成長率的敏感度。

圖 4. 偉易達 – 價值對股權成本和最終成長率的敏感度分析

	Cost of equity	Terminal growth						
		1.0%	1.5%	2.00%	2.5%	3.00%	3.5%	4.0%
	10.0%	139	143	149	155	163	171	181
	10.5%	131	136	140	146	152	159	167
	11.00%	125	129	133	137	143	149	156
	11.5%	119	122	126	130	135	140	146
	12.00%	114	117	120	123	127	132	137
	12.5%	109	112	114	118	121	125	129
	13.0%	105	107	109	112	115	119	122

資料來源: 公司數據, 時富預測

圖 5. 偉易達 - 過去預測市盈率



資料來源: 彭博, 時富

風險

風險包括：1) 中國與美國之間發生貿易戰; 2) 美元短期內大幅貶值; 3) 歐美地區出生率低; 4) 經濟狀況惡化。

