

東江集團 (2283.HK)

穩步擴張模式且客戶多元化具備發展前景

香港 | 工業製品 | 公司研報

我們與東江集團執行董事兼首席財務官張芳華先生進行了電話會議並對公司進行調研。

公司背景及財務概況

1983 年設立於香港，最初只有 70 平方米廠房及 7 名員工，發展至今逾 10 萬平方米之工業園(包括深圳光明、深圳布吉、蘇州及德國)及超過 3,000 名員工。於 2013 年 12 月 20 日在香港交易所主板上市。

董事會近期公佈根據 Ipsos 報告，2015 年集團共出口價值約人民幣 4.7 億注塑模具，占中國注塑模具的出口總值約 16.9 億美元之 4.5%，成為 2015 年中國最大 MT3 以上注塑模具製造商(按出口值計)。公司亦公佈榮獲香港青年工業家協會頒發“2016 香港工商業獎：升級轉型”。

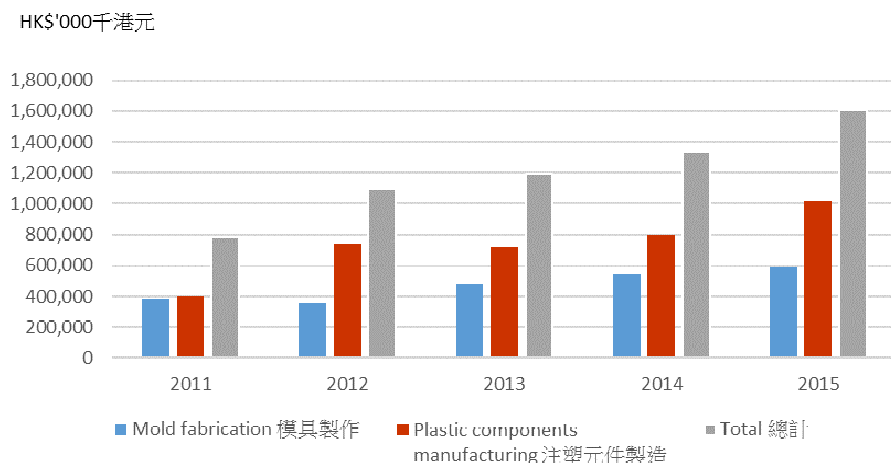
公司的發展受惠於國家政策支援，包括《中國製造 2025》及工業 4.0。公司 2015 年初引入工業 4.0 概念的智慧柔性生產線，在同一條生產線上實現不同產品的生產，實現自動化，使生產效率得到提升，從而有效控制人工成本。

公司經營兩項業務：模具製作業務和注塑組件製造業務。2016 年上半年，公司模具製作業務部收入 290.2 百萬港元，按年增長 18.8%，占集團總收入 40.2%（外界客戶收入），該分部的毛利率為 26.2%。而注塑組件製造業務收入 431.1 百萬港元，按年下跌 11.9%，占集團總收入的 59.8%；得益於公司自動化的投入及產品結構的調整，該分部的毛利率由 2015 年同期的 23.4%提高至 26.6%。

2011 年至 2015 年公司總收入呈穩步增長，年複合增長率約為 19.7%。

Five Year Revenue

Five Year Revenue—by business segments
按業務分部之五年收入



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

10 January 2017

買入

現價: HKD 2.18

(現價截至 1 月 6 日)

目標價: HKD 2.80 (+28.44%)

公司資料

普通股股數(百萬股):	826.6
市值 (港幣百萬元):	1,802
52 周 最高價/最低價 (港幣):	2.27/1.62

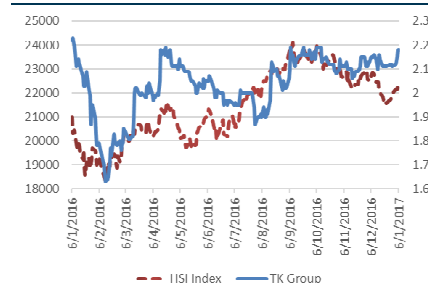
主要股東, %

Eastern Mix	50.99
-------------	-------

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
東江集團	+1.40	-0.46	-1.80
恒生指數	-0.76	-6.05	+7.26

股價 & 恒生指數



Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

HKD mn	FY14	FY15	FY16E	FY17E
Sales	1339	1606	1654	1853
Net Profit	154	187	205	238
EPS, HKD	0.186	0.226	0.248	0.286
PER, x	7.1	9.7	8.8	7.6
BVPS, HKD	0.733	0.837	0.877	1.06
P/BV, x	1.8	2.6	2.5	2.1
ROE, %	34.3	33.1	31.5	31.8

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

潘陳明

+852 2277 6515

oceanpan@phillip.com.hk

Segment Revenue

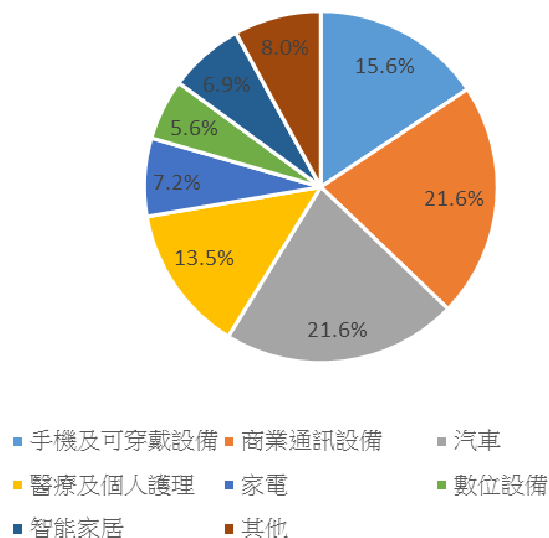
	2011	2012	2013	2014	2015
	HK\$'000	HK\$'000	HK\$'000	HK\$'000	HK\$'000
	千港元	千港元	千港元	千港元	千港元
	2011	2012	2013	2014	2015
Mold fabrication 模具製作	378,286	356,245	476,024	540,259	588,800
Plastic components manufacturing 注塑元件製造	403,464	739,740	721,828	798,661	1,017,405
Total 總計	781,750	1,095,985	1,197,852	1,338,920	1,606,205

Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

公司客戶網路多元化且行業跨度大，能有效分散某單一行業受宏觀經濟影響而造成的負面影響。2016 年上半年，環球和中國經濟增長放緩，高端電子消費產品需求減少，導致公司手機及可穿戴設備分部的收入較 2015 年同期下跌逾 30%。但是汽車模具市場和智慧家居市場的快速增長使得本期間公司整體收入只錄得輕微下跌。其中，汽車板塊按年增長 32.1%，主要由於德國的汽車模具新業務帶動；而智慧家居板塊按年大幅增長 220.6%，主要由於新增領先智慧家居品牌的訂單帶動，並受惠於該品牌業務正處於高速發展期。2016 年上半年營業額為 721.3 百萬港元，較 2015 年同期減少 1.7%。

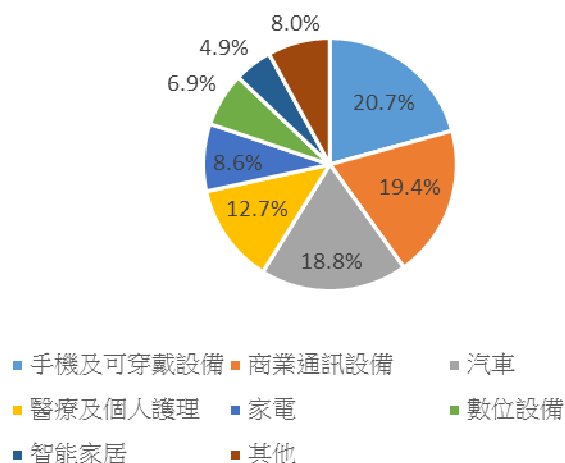
2016 年上半年集團錄得期間內公司擁有人應占溢利達 78.9 百萬港元（2015 年上半年：71.2 百萬港元），較 2015 年同期增長 10.8%。期間內純利率為 10.9%（2015 年上半年：9.7%）。

下圖顯示截至 2016 年上半年和 2015 年公司收益按下遊行業分類結構：

2016年上半年公司收益按下遊行業分類結構


Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

2015年公司收益按下游行業分類結構



Source: Company reports, Phillip Securities (HK) Research

集團在手訂單充足，於 2016 年 6 月 30 日，集團在手訂單達 7.127 億港元，按年增長 7.8%。各行業類別細分在手訂單如下圖所示。截至 2016 年 11 月底，集團在手訂單約 7.5 億港元。

在手訂單按各行業類別細分

行業類別	總計(千港元)	占比
手機及可穿戴設備	85,682	12.0%
商業通訊設備	82,692	11.6%
汽車	330,742	46.4%
醫療及個人護理	39,807	5.6%
家電	44,610	6.3%
數位設備	18,866	2.6%
智能家居	38,601	5.4%
其他	71,701	10.1%
總計	712,701	

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research

公司產品及客戶網路

以下為 1H2016 公司前六大客戶及其行業屬性。於 1H2016，公司前六大客戶的收入占比約為 51.7%。管理層表示公司與前六大客戶的合作均有較為長久的歷史。最大客戶為 Polycom，已經有 25 年的合作。公司的客戶關係較為鞏固。

公司前六大客戶及其行業屬性



	公司名稱	行業	產品類別
1	Polycom	商業通訊設備	模具及注塑產品
2	領先的個人護理品牌	醫療及個人護理	模具及注塑產品
3	國際汽車部件一級生產商	汽車	模具產品
4	領先的智能手機品牌	手機及可穿戴設備	模具及注塑產品
5	領先的快閃記憶體產品品牌	數位設備	模具及注塑產品
6	領先的智慧家居產品品牌	智能家居	模具及注塑產品

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research

生產基地與產能

公司在蘇州和深圳設有生產基地，以下為這兩個生產基地的產能及產能利用率資料。

生產基地的產能及產能利用率

地點	江蘇省蘇州市	建築面積	2016年上半年產能	產能利用率
廠房	東江塑膠產品	12,582 平方米	100,100 小時	68.4%
地點	廣東省深圳市	建築面積	2016年上半年產能	產能利用率
廠房	東江模具	33,112 平方米	523,120 小時	88.2%
	東江精創注塑	73,247 平方米	670,384 小時	63.7%

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research

未來分部增長預期

公司未來增長或受惠於手機及可穿戴設備、汽車模具、醫療及個人護理、智慧家居及虛擬實境(VR)等分部的發展。

手機及可穿戴設備：1H2016 該分部的收入較 2015 年同期下跌超過百分之三十，預期 2H2016 將恢復增長，該業務分部 2017 年預計表現較好。

汽車模具：集團通過新收購的德國分公司開發德國汽車模具業務。德國業務的發展階段為大規模生產階段，且公司較為注重德國客戶信心建設。未來汽車模具的增長或將受德國業務帶動。

醫療及個人護理：預計 2017 年收入增長加快。

智能家居：市場調研公司 Markets And Markets 發佈報告稱，全球智能家居市場規模將在 2022 年達到 1220 億美元，2016-2022 年年均增長率預測為 14%。公司未來智能家居分部增長亦有望加快。

虛擬實境(VR)：市場研究機構 SuperData 預期 VR 市場價值 2020 年可達 280 億美元。Facebook 旗下 Oculus 已與公司有所接觸，2017 年會有精密模具及注塑等方面的業務，而 2018 年公司 VR 業務的發展亦將伴隨 VR 行業的發展而加速。

前景展望

公司多年來秉承多元化理念和專注于高精密模具的發展策略。公司精密模具設計具備核心技術，優於競爭者，未來將帶動注塑元件製造業務增長。派息比率預計將上漲至近 50%，公司將自身定位為一家高派息的高科技企業。毛利率方面，模具製作週期較長，毛利率水準因滯後因素，未能全面反映生產線利用率提升後的營運效率。預計未來毛利率具有提升空間。2017 年 CAPEX 部分將用於自動化投資。自動化引起人工成本降低，因此員工數目呈下降趨勢。

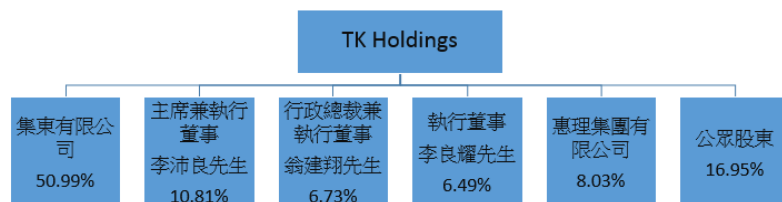
集團附屬公司東江模具（深圳）有限公司及東江精創注塑（深圳）有限公司被認定為“高新技術企業”，故分別自 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日期間及 2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日期間享有 15% 的企業所得稅優惠稅率。稅率每三年進行一次審核，公司管理層預計將繼續享有優惠稅率。

公司目前的財務狀況較為穩健，未來或將入股上下游公司以發揮協同效應。

人民幣貶值對於公司的影響

公司模具業務主力受惠，因原材料之一的鋼材為人民幣支付，而注塑業務則從外部採購原材料，因此受惠人民幣貶值程度不大。因為模具生產週期長，存在延遲銷售現象，公司受惠人民幣近期大幅貶值將逐步在 2017 年的財務表現中反映。公司成本中大部分都是以人民幣支付，而收入中美元與歐元占比較大，因此更將受惠於人民幣貶值。2016 年 6 月底手頭現金以港幣和美金為主，1H2015 主要為人民幣，2H2015 開始公司為規避人民幣貶值帶來的潛在風險，轉變成以外幣存款為主。

股權架構



Source: Company, Phillip Securities (HK) Research

同業比較

行業估值比較

Company	Ticker	Market Cap (HKD mn)	6/1/2017 Price (HKD)	P/E(x)		P/B(x)	
				FY16E	FY17E	FY16E	FY17E
TONGDA GROUP	698 HK Equity	12255	2.12	12.8	10.5	2.6	2.2
JU TENG INTERNATIONAL	3336 HK Equity	2791	2.46	5.3	4.4	0.4	0.4
BYD ELECTRONIC INTL	285 HK Equity	13767	6.11	10.2	8.9	1.2	1.1
EVA HOLDINGS	838 HK Equity	1601	0.86	39.1	11.9	0.6	0.6
HAITIAN INTERNATIONAL	1882 HK Equity	24642	15.44	14.8	13.6	2.7	2.4
TK GROUP HOLDINGS	2283 HK Equity	1802	2.18	8.8	7.6	2.5	2.1
Average				15.2	9.5	1.7	1.4

Source: Bloomberg, Phillip Securities Est.

其中億和控股(838.HK)為同業中業務最相近的一家公司。比較東江與億和這兩家公司 2015 年的銷售淨利率、總資產利潤率及資本收益率如下表所示：

銷售淨利率、總資產利潤率及資本收益率

	NPM	ROA	ROE
EVA Holdings 838	5.8%	4.0%	8.0%
TK Group 2283	11.6%	15.4%	33.1%

Source: Company Reports, Phillip Securities (HK) Research

可以看到東江集團具有較高的盈利能力。另外，於 1H2016，億和公佈期內純利為 22.998 百萬港元，同比下跌 80.5%；東江期內純利達 78.9 百萬港元，同比增長 10.8%。

估值

給予“買入”評級，目標價 2.80 港元。公司成為 2015 年中國最大 MT3 以上注塑模具製造商(按出口值計)。在與公司管理層進行電話會議後，我們預測 FY16/17 淨利潤增幅為 9.8/16.1%，基於 3.0/12.0%的收入增長。2.80 港元的目標價對應 9.8 倍 FY17 預測市盈率，高於行業平均水準 9.5 倍。按我們預期的 FY16-18 期間 EPS 年複合增長 17.8%計算，PEG 為 0.55 倍，低於行業平均。

我們認為東江集團理應獲得高於行業平均市盈率之估值，原因在於其歷史逐漸擴張及穩步增長發展模式具備一定的投資前景、多元化產品結構分散全球經濟下行引起的下行風險、派息率較高且具有稀缺性溢價。(現價截至 1 月 6 日)

風險

交易過程中的流動性風險；

公司未與客戶維持長期採購合同，若主要客戶減少訂單或終止合作或對公司業績帶來影響；

原材料價格變動。

財務報告

FYE	FY13	FY14	FY15	FY16E	FY17E
Valuation Ratios					
P/E	5.4	7.1	9.7	8.8	7.6
P/B	1.3	1.8	2.6	2.5	2.1
Per Share Data(HKD)					
EPS,basic	0.219	0.186	0.226	0.248	0.286
Book Value Per Share	0.949	0.733	0.837	0.877	1.060
Dividend Per Share	0.018	0.070	0.100	0.123	0.150
Growth & Margins(%)					
Growth Rates					
Revenue	9.3%	11.8%	20.0%	3.0%	12.0%
EBIT	-7.4%	7.8%	12.8%	10.7%	18.8%
Net Profit	-10.2%	26.8%	21.5%	9.8%	16.1%
Margins					
Gross profit margin	27.7%	27.3%	26.1%	27.0%	28.0%
Operating profit margin	14.5%	14.0%	13.2%	14.1%	15.0%
Net profit margin	10.1%	11.5%	11.6%	12.4%	12.9%
Key Ratios					
ROE(%)	37.5	34.3	33.1	31.5	31.8
ROA(%)	12.7	14.7	15.4	14.9	16.0
Income Statement(HK\$'000)					
Revenue	1,197,852	1,338,920	1,606,205	1,654,391	1,852,918
Gross profit	331,714	365,416	418,874	446,686	518,817
EBITDA	225,983	239,246	275,665	292,129	351,525
EBIT	173,761	187,307	211,305	233,906	277,785
EBT	169,233	190,452	214,613	241,049	280,410
Net Income	121,348	153,923	187,088	205,374	238,348

Source: Company, Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research Estimates

(財務資料截至 1 月 6 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2017 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website: www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005