



## 個股研究

07/03/2017

### 信佳國際(912.HK)

#### 新廠房優勢漸現，價值尚待發掘；首予「增持」評級

**遷廠優勢**—集團於 2014 年將新廠房遷至中國電子業重鎮東莞。此舉令採購的運輸成本降低、強化供應鏈管理及有助減低勞工成本。此外新廠房本身的新添設施亦會提高集團的自動化程度及令整體產能提升。現在集團將過去分隔三地的生產設施集中於同一地點，亦進一步提升整體生產效率。預期集團毛利率將持續改善。

**隱藏資產價值**—集團早年以低價買入億京中心 B 座 22 樓作辦公用途，經初步點算已升值逾億元。加上遷廠後，集團惠州廠房地皮現時列作投資用途，管理層現正研究找人合作發展房地產，或將其出售，價值尚待發掘。

**經營有道**—集團多專注於利潤較高的專門電子產品，避免惡性競爭，使毛利率得以一直維持於不錯水平。加上集團的多元化策略，減低對個別行業的單一依賴，令集團收入相對穩定，無懼環球市場的高低起伏。

**估值**—我們給予信佳國際「增持」評級，目標價為\$3.23。此目標價是基於折現自由現金流估值模型(Discounted Free Cash Flow Valuation)所推算出來。以 3 月 6 日每股\$2.82 計算，潛在升幅為 14.54%。

**投資策略**—集團為一家老牌電子製造商，剛過其 25 週年慶祝酒會，但產品卻推陳出新，絕不落後。電子製造業一直為集團帶來穩定現金流，提供豐富股息，歷年所派每股股息已超過其招股價。近年集團開始涉足寵物零售市場，希望構造一個寵物生態系統，試圖於零售市場分一杯羹，增加集團收入動力，建議投資者於現價增持。

#### 主要財務指標

截至 3 月 31 日止年度	2018/19E	2017/18E	2016/17E	2015/16
收益(千港元)	1,568,663	1,493,965	1,422,824	1,368,100
經營溢利(千港元)	104,930	98,216	89,206	88,654
年內溢利(千港元)	88,882	82,890	74,691	79,311
每股盈利(港元)	0.32	0.30	0.27	0.29
每股股息(港元)	0.16	0.15	0.15	0.15
收益年增長率(%)	5.00%	5.00%	4.00%	1.95%
經營溢利率(%)	6.69%	6.57%	6.27%	6.48%
純利率(%)	5.67%	5.55%	5.25%	5.80%
市盈率(倍)	8.81	9.40	10.44	9.72
市賬率(倍)	1.01	1.07	1.13	1.17
股東權益回報率(%)	11.69%	11.56%	10.95%	12.09%
派息比率(%)	50.37%	50.63%	56.19%	52.92%

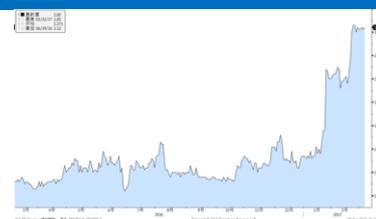
資料來源：彭博及致富集團研究部

**增持(首予評級)**
**目標價 3.23 元**
**上日收市價 2.82 元**

#### 公司簡介

集團研究及開發、製造及銷售電子產品、模具及塑膠產品。

#### 過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
912.HK	7.22	27.60	30.56
恒指	1.06	-0.81	16.95

資料來源：彭博

#### 主要公司數據

52 周股價範圍	2.07 元-2.89 元
市值	7.90 億
已發行股數	2.80 億
每股帳面淨值	2.43 元

資料來源：彭博

**Roy Lau CFA, FRM**  
 +852 2500 9673  
 roy\_lau@chiefgroup.com.hk



## 信佳國際簡介

信佳國際成立於 1991 年，總部設於香港，是一家以技術為本的垂直綜合全方位電子產品解決方案供應商。上市初期集團主要從事電子產品之製造及銷售，是一家電子製造服務(EMS)供應商。集團大部份產品乃根據客戶之規格製造，並以客戶指定之品牌出售。與此同時集團亦會為客戶提供一站式服務，涵蓋研發、電子機械產品及設計服務、生產工程、質量監控、物料供應鏈及物流服務。

惟近年集團開始涉足寵物零售市場，分別推出自家品牌的寵物電子產品、應用程式(Apps)、網購平台、甚至跨界推出自家寵物食品品牌。

## 電子製造服務供應商

憑藉先進的技術和生產設備以及高技能工作人員，信佳國際有能力生產各種電子產品，提供廣泛的生產服務。集團為客戶提供包括研發、技術支持、全球採購、生產、物流等在內的 ODM 及 OEM 一站式全面解決方案，是專業的電子製造服務(EMS)供應商。集團製造多種電子產品，多專注於利基市場，產品包括專業音響設備、電子影音產品、互動教學產品、智能卡和支援近場通訊等產品。

圖表 1：集團部分產品



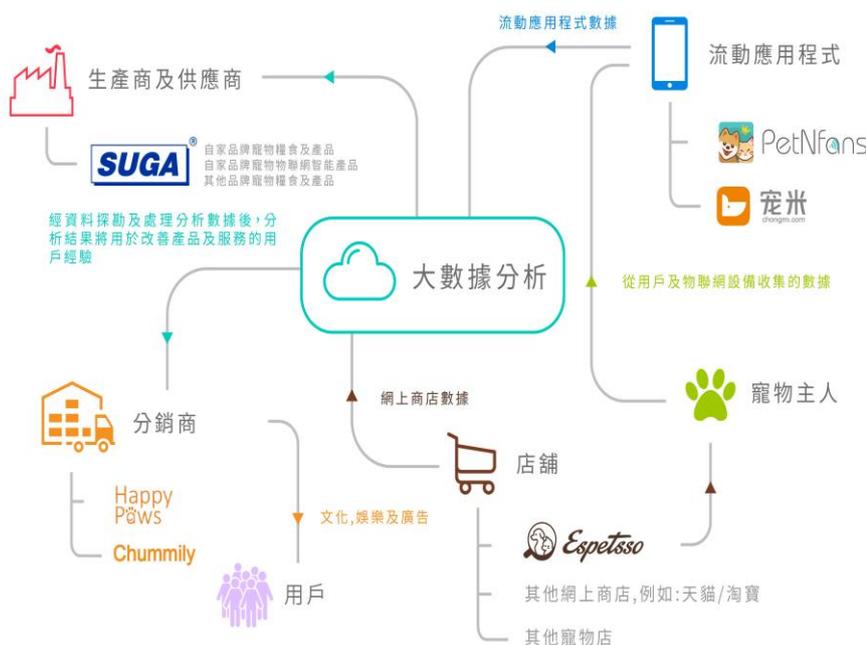
資料來源：東莞町強機電有限公司(集團全資子公司)網頁



## 寵物業務

信佳國際於寵物電子產品生產已有逾廿年經驗，過去主要以代工角色生產寵物訓練器等產品，出口海外。而數年前集團亦於香港涉足寵物用品的代理及分銷業務，產品主打海外品牌的寵物食品。惟集團有感目前中、港寵物市場需求龐大，故近年積極擴大其於此業務的產品及服務組合，大舉發展自有寵物用品及食品產品等全方位服務，並為集團業務新發展方向，嘗試於零售市場分一杯羹。集團下個財年的收入分類更將改為電子產品及寵物業務，以更好反映寵物業務的表現。

圖表 2：信佳寵物生態系統



資料來源：信佳集團網頁

### 寵物主人社交平台

集團於 2014 年底推出的「PetNfans」手機應用程式，旨在為寵物愛好者提供一個社交平台，讓他們互動及交流有用的照顧寵物資訊，如有關不同服務供應商的資訊及其他會員給予的評級。集團亦計畫在內地推出自家流動應用程式「寵米」，除了是寵物主人的分享平台，亦是自家狗糧銷售渠道之一，同時用作收集大數據。

### 寵物網購平台

集團於去年 2 月初涉網購業務，在港推出寵物用品網站「Espetso」，除銷售自家寵物食品品牌 Brabanconne 外，亦銷售其他代理品牌，同時用作收集大數據。集團未來亦計劃於內地發展跨境電商，屆時進口寵物產品會經過自貿區輻射整個內地。

### 自家寵物電子產品

集團自家電子產品品牌 PETBLE 是一個利用物聯網技術開發，並專為寵物提供多款智能裝置的解決方案，最終將發展成為寵物產業的大數據。第一期產品包括 PETBLE ® SmartTag 可以偵測寵物的一舉一動，PETBLE ® SmartBowl 則記錄寵物的膳食狀況，令主人可偵測寵物的一舉一動，兼全天候記錄寵物日常情況等，而 PETBLE ® App 則可連結以上產品，並收集數據為寵物訂製健康的配方和目標。



### 自家寵物食品

集團已有數年代理外國寵物食品經驗，集團主席吳自豪發現外國寵物食品配方並未有考慮到中、港寵物生活環境與外國大相逕庭，含有較高熱量，容易令亞洲寵物進食後出現癡肥情況。因此集團研發針對亞洲市場的寵物食品配方，並與一間比利時寵物食品公司訂立協議，代為生產集團自家品牌的寵物食品「Brabanconne」。新產品將主打 100% 進口貨，定位在中高端，並已獲內地農業部批文，現正量產。

### 生產廠房

集團的新廠房信佳高新科技產業園於 2014 年正式營運，新廠房遷至中國電子業重鎮東莞，整合了以往位於深圳及惠州的生產設施，有利減低物流成本及員工成本。新廠區第一期總面積約為 53,300 平方米，共設 2 座樓高 6 層的生產大樓，在規模上，新廠房總建築面積較在布吉和西鄉這兩間舊廠房面積總和大 30%，進一步提升集團的生產效率。新廠區第二期則剛於 2016 年落成，惠州廠房設施已於 2016 年 7 月遷入產業園，令集團所有的生產設施集中於同一地點。三棟生產大樓合共為集團提供約為 72,000 平方米的生產面積。

圖表 3：集團 SMT 生產線



資料來源：東莞町強機電有限公司(集團全資子公司)網頁

圖表 4：集團波峰焊生產線



資料來源：東莞町強機電有限公司(集團全資子公司)網頁

圖表 5：集團注塑機



資料來源：東莞町強機電有限公司(集團全資子公司)網頁

圖表 6：檢測及測試



資料來源：東莞町強機電有限公司(集團全資子公司)網頁



## 集團重要客戶

### Radio Systems Corporation



公司於 1991 年建立在美國田納西州的諾克斯維，在美國以 PetSafe 為商標，致力於設計和製作寵物訓練、抑制、安全、和生活方式的產品。信佳國際自 1994 年起成為 Radio Systems Corporation 的長期業務合作夥伴，一直以 ODM 形式為該公司開發寵物培訓產品。

### NEC Infrontia (H.K.) Company Limited



公司總部設於日本，主要生產智能通訊伺服器，網絡產品，商用電話，個人手持電話（PHS），電容器和安全系統設備等辦公通訊系統。信佳國際已與 NEC 合作逾 20 年。

### CaptionCall



公司致力於幫助聽障人士使用電話以保持與親人好友的社交聯繫。公司使用先進的技術，使得電話使用者的講話能迅速轉化成字幕並顯示於電話的屏幕上，協助聽障人士使用電話。

### Ableton



公司設於德國柏林，成立於 1999 年，推出音樂製作的硬件和軟件，創作和表演。公司的產品供給專業的音樂家，聲音設計師與藝術家使用。

### PreSonus



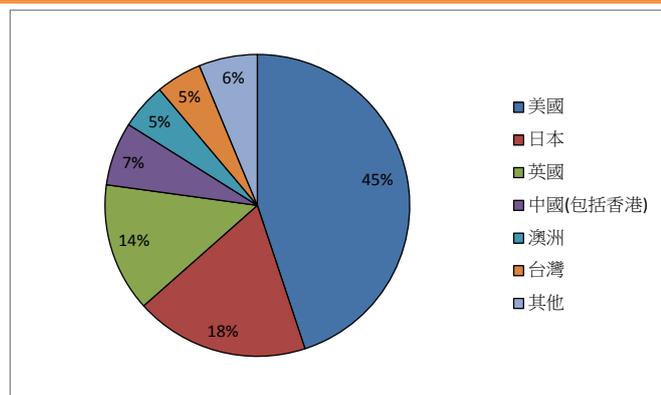
公司設於美國，團隊裏充滿音樂家。公司專注於製造音樂家與音響工程師真正需要的音響設備，包括混音器、揚聲器等產品。



## 營運及財務數據分析

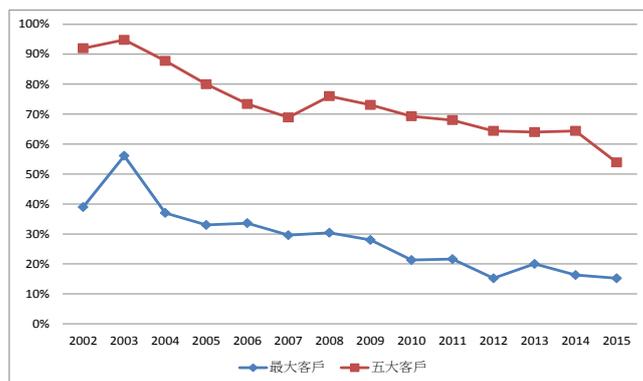
### 多元化發展

圖表 7：2016/17 年度中期集團各地區收入佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 8：2002/03-2015/16 年度集團最大及五大客戶收入佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

信佳國際成立於 1991 年。創業之初，集團主攻電訊產品，集團主席吳博士成功取得日本品牌 NEC 的信任，接到 NEC 許多電訊產品的訂單。集團其後業務不斷發展，先後於惠州市及深圳開設製造基地，更於近年整合所有生產設施至東莞信佳高新科技產業園。目前，集團業務範圍除電訊產品外，已擴至專業音響設備、無線網絡及射頻產品、寵物培訓器材及互動教育等產品之研發、製造及銷售。

從圖表 7 可見，集團客戶已由當初主要集中於日本地區擴展至美國、歐洲及亞洲等地，而美國已成為集團目前最大的銷售地區。有別於一般 OEM 及 ODM 供應商只專注於少數大客戶，集團多年來在維持現有客戶關係之同時，亦積極拓展不同市場，發展多元化產品，以減低倚重個別市場及客戶之風險。從圖表 8 可見，集團的最大及前五大客戶收入佔比一直下降。截至 2016 年 3 月底止，集團最大客戶之銷售額僅佔集團總收益約 15.2%。

集團的多元化策略曾於過去幫助集團化險為夷。於 2006/07 年度，集團電訊產品收入按年大跌 32.1%，主要由於其中一名國內主要網絡產品客戶出售大部分業務予中國內地另一大型網絡產品供應商，而該大型企業將原先交給信佳的工作轉而交由自己公司內部完成，因而大幅減少對信佳的訂單。幸而憑藉多元化策略，集團當年已贏得另一名新網絡產品客戶，並且持續開拓其他新業務，使得集團該年度收入只減少 9.8%。

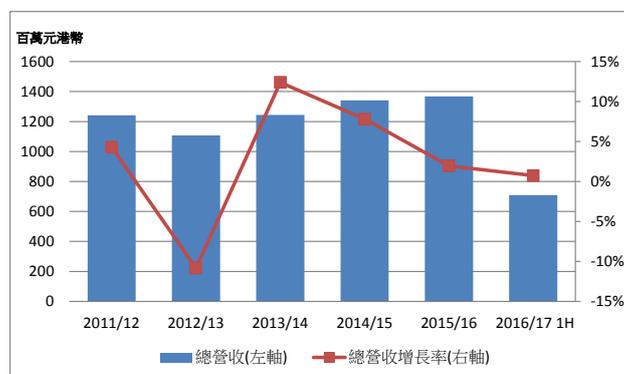
剛於 2015/16 年度，在互動教學產品方面，由於集團的客戶被一家大型香港上市公司收購後正重新修定發展方針，因而令有關產品的銷售額按年大幅下跌，惟該跌幅已被來自其他產品之銷售增長所抵銷，該年集團營業額按年仍增長約 2%。集團的多元化策略，令集團的營業額能於過去多年平穩增長，相信於未來仍能保持此一趨勢。

截至目前為止，電子產品仍是集團的核心業務，佔 2015/16 年度集團總銷售額 99.0%，為集團提供穩定收入來源。至於集團的寵物業務尚處於投入期，相信還未能產生重要收入。吳博士於去年曾表示若 2016/17 年度的寵物業務能達現有銷售額 10% 已非常理想，並表示集團 2017/18 年度的收入分類將改為電子產品及寵物業務。



## 收入平穩向上

圖表 9：2011/12 財年至 2016/17 中期集團益收及按年增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

信佳國際由上市至今營業額平穩向上，複合年增長率為 8.2%，14 年間只有 3 次錄得按年倒退，分別為 2004/05、2006/07 及 2012/13 年度。2004/05 年度的倒退是因為集團其中一個最大網絡客戶改變其產品分銷策略，令產量削減，而 2006/07 年度於上文已有所提及，總括兩次倒退都因客戶自身的業務策略改變所致。至於 2012/13 年度的一次倒退原因則為經濟不景令到一位日本客戶及歐洲客戶減少採購所致。

儘管集團的產品出口環球市場，受著全球經濟的起伏影響，但由於集團專注於利潤較高的細分市場，以及成功建立多元的客戶基礎，減低對個別行業的單一依賴，集團收入相對穩定。於 2008/09 年度，環球正值金融海嘯期間，全球各地經濟出現衰退，集團當年收入不單未有倒退，更能夠按年上升 14.7%，足證集團的策略奏效。

從圖表 9 可見，自 2012/13 年度因經濟不景而令營收倒退後，集團業務迅速反彈，營收重回倒退前的高位。隨後集團收入仍持續增長，惟增速放緩，主要由於先前提到的互動教學產品客戶被收購後，新買家將重心投入軟件市場。但根據過往經驗，相信集團有能力贏得其他新客戶訂單，且集團已表示正與其他潛在夥伴洽談，以將集團的生產經驗轉移至其他相關產品。

## 存貨對收入佔比持續下降

圖表 10：2011/12 財年至 2016/17 中期集團存貨成本及其對收入佔比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

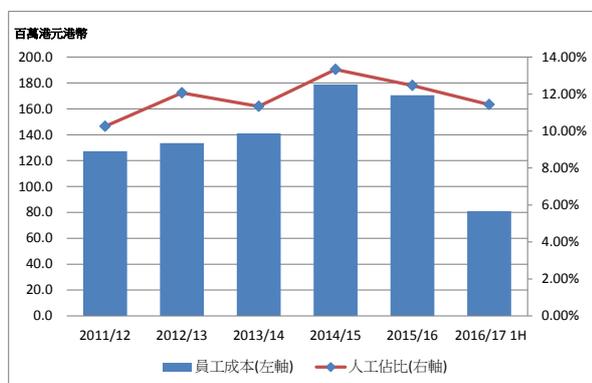


存貨成本為集團最大之經營成本，截至 2016/17 中期，佔收入 73.82%。圖表 10 顯示，集團存貨成本佔收入百分比有下降之趨勢，相信是因為集團不斷擴大生產利潤較高的專門電子產品所致。此外人民幣由 2014 年開始的貶值趨勢相信對減低存貨成本對收入佔比亦有幫助。

### 人工對收入佔比下降

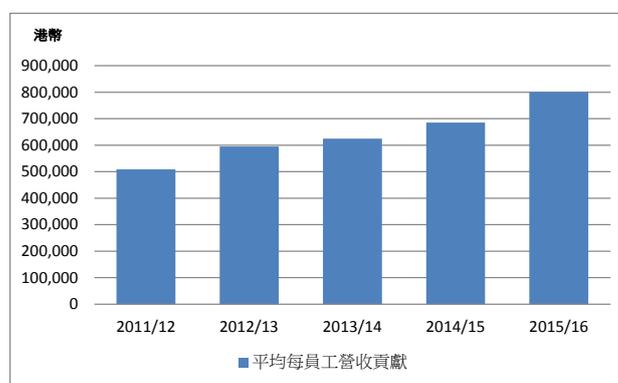
製造業屬勞工密集型行業，除存貨成本外，員工開支是集團的第二大成本。從圖表 11 可見，集團員工成本不但幾乎年年增加，其佔收入百分比亦逐年遞升，表示集團的收入增長未能追上員工的工資增長，壓縮着集團的利潤率。然而，從圖表 12 可以間接顯示，集團已經不斷精簡製造流程及提高自動化程度，致使每名員工的生產力上升，只是仍追不上人工的增幅。可以說，在營運上集團的任務就是要想方設法去消化工資成本的快速增長。

圖表 11：2011/12 財年至 2016/17 中期集團員工成本及其對收入佔比



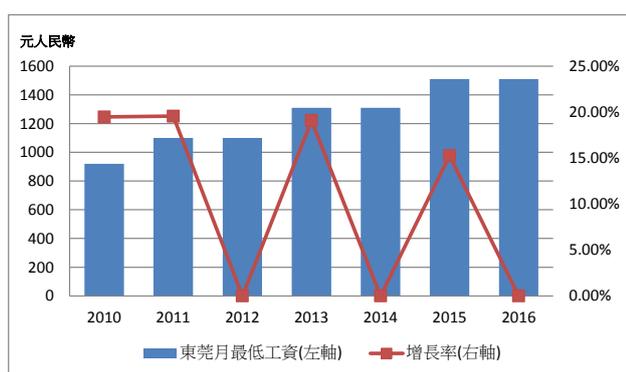
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 12：2011/12 財年至 2015/16 財年集團平均每員工營收貢獻



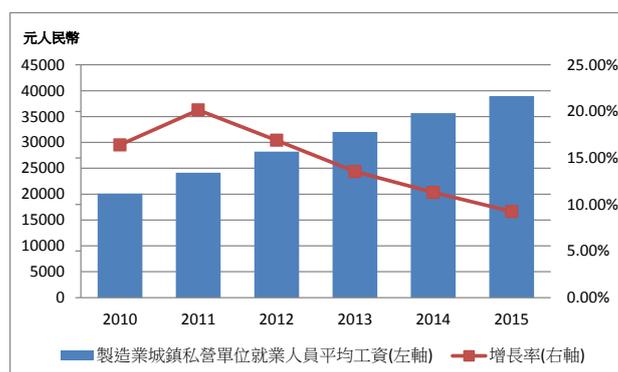
資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 13：2010 年至 2016 年東莞市月最低工資標準



資料來源：廣東省人力資源和社會保障廳、致富集團研究部

圖表 14：2010 年至 2015 年製造業城鎮私營單位就業人員年平均工資



資料來源：國家統計局、致富集團研究部

員工成本增長過快並不是信佳國際的獨有現象。中國近年勞工成本持續飆升，從圖表 14 可見，製造業城鎮私營單位就業人員年平均工資幾乎每年以逾一成增幅上升，然而圖表同樣顯示，平均工資的上升速度愈趨緩和。此外電子行業多採用「底薪+計件工資」的薪酬模式，最低工資對底薪影響甚大。從圖表 13 來看，東莞的最低工資整體向上，但由於當前經濟下行壓力較大，人社部決定在一段時間內將最低工資標準調整的時間，由每兩年至少調整一次，改為兩至三年至少調整一次，且調整幅度原則上不超過社會平均工資增長幅度，有助舒緩集團工資壓力。

集團的新廠房遷至中國電子業重鎮東莞，整合了以往位於深圳及惠州的生產設施，有利減低物流成本及員工成



本。新廠房於 2014 年 10 月全面投入運作，從圖表 11 可見，集團於 2015/16 年度，員工成本及其佔收入百分比已有所回落，反映集團開始受惠於東莞新廠房的整體營運效率上升所致。惠州廠房設施亦於 2016 年 7 月遷入新廠房，相信整體生產效率的提升將會反映於來年的營運數據。

## 毛利率重上高位

圖表 15：2011/12 財年至 2016/17 中期其他收入及其佔稅前溢利百分比



資料來源：公司年報、致富集團研究部

集團毛利率主要受著存貨成本及直接勞工成本所影響。儘管原材料價格及國內勞工成本持續上升，但從圖表 15 所見，集團毛利率平穩向上，尤其近這兩年更重上 15% 以上，對集團盈利有重大貢獻，主要乃集團引入較高利潤率之新產品及反映集團整合東莞高科技產業園生產設施以提升整體營運效率所致。

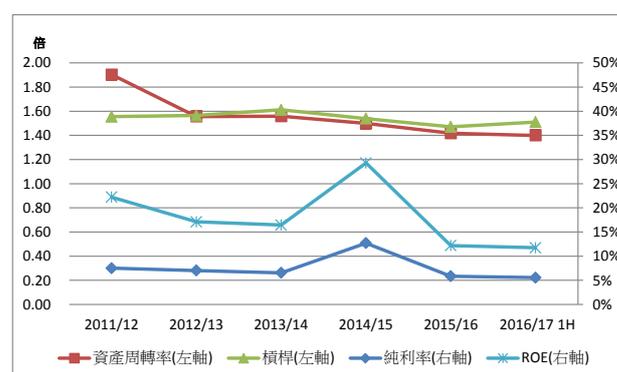
## 盈利短期陣痛

圖表 16：2011/12 年至 2016/17 中期集團純利及純利率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 17：2011/12 年至 2016/17 中期集團股東權益回報率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

自上市之初至目前為止，集團從未虧損。最危險一次是 2005/06 年度，當年集團自行開發自有品牌數碼影音產品，由於經驗不足，此項業務虧損達至 1,800 萬港元，令該財年集團股東應佔盈利驟減 93%，差點虧損。自此集團專注 EMS 業務，盈利回復上升，於 2011/12 年度達至高峰。

圖表 16 顯示，盈利於 2011/12 年度達至高峰之後，儘管集團營業額不斷創高，但盈利暫時仍未返回高位(2014/15 年度集團因出售布吉土地而獲得額外盈利)，主要因為集團在這段時間內遷廠及開始發展自家寵物業務。在遷廠



期間集團產生了一筆龐大的搬遷費用。遷廠後，集團的土地、物業裝修、機器及設備的折舊及土地使用權攤銷都有所增加，變相亦壓縮了集團的純利率，但是隨著新廠房的新增產能及營運效率的提高，此一負面影響將會慢慢消散。此外自 2011 年集團開始涉獵中國的寵物市場，開展一系列的經銷及零售業務，但由於業務尚在投入階段，估計目前收入貢獻不大，但研發、分銷及人工等成本則相應增加，令到純利率減低。

圖表 17 則利用杜邦分析法分析集團的股東權益回報率。從圖可見，集團的槓桿比率相對穩定，而股東權益回報率下跌主要因為資產周轉率及純利率的下跌所致。純利率的下跌已經在上文解釋過，而集團的資產周轉率下降亦主要因遷廠所致。單計東莞廠房第一期，包括買地、建廠及裝修就已投入接近 2 億港元，短期的大量資本開支令集團的資產周轉率下降，但新廠房的建立已全部完成，集團目前未有大规模資本開支需要，隨著新廠房的投入，相信資產周轉率會再度提升。



## 投資亮點

### 新廠房優勢

集團將新廠房遷至東莞有重大好處。東莞發展多年已成為具規模的國際性加工製造業基地，其中電子製造業是其五大支柱產業之一。在東莞範圍內，大部分的電子零部件可以配齊，在東莞設立生產基地可以實現就近採購原材料及零部件，節約採購運輸成本，亦可加強供應鏈管理。此外，東莞的勞工成本亦比過去廠房所在的布吉及西鄉的勞工成本低，新廠址有助集團減低勞工成本。

除了新廠房的位置能為集團帶來效益外，新廠房本身的新添設施亦會提高集團的自動化程度及令整體產能提升。現在集團將過去分隔三地的生產設施集中於同一地點，亦進一步提升整體生產效率。預期集團毛利率將持續改善。

### 隱藏資產價值

#### 億京中心

集團於 2009 年以約 4,963 萬港元購入九龍灣宏光道 1 號億京中心 B 座 22 樓，包括 2 樓停車位第 P48、P64、P65 及 P66 號。該物業之總面積為 12,895 平方呎，現作為集團之辦公室。在媒體的訪問中，集團主席吳博士透露該物業一直以成本入賬，現已升值逾億港元。根據中原(工商舖)網頁資料，於 2016 年 9 月 22 日，億京中心 B 座 23 樓 B 室，單位面積為 1,990 平方呎以約 1,648 萬港元出售，平均呎價為 8,280 港元。

#### 惠州廠房

集團於 2004 年以 850 萬港元購入惠州廠房，位於惠州市仲愷高新區，總建築面積為 110,000 平方呎，專門生產模具及塑膠組件。惠州廠房設施已於 2016 年 7 月遷入東莞新廠，惠州廠房地皮現時列作投資用途，吳博士表示現正研究找人合作發展房地產，或將其出售。根據房天下(Fang.com)網頁資料，惠州平均土地價格於 2017 年 1 月為 1,100 元人民幣/平方米。

## 下行風險

### 脫歐後果尚未浮現

英國一直以來是信佳國際的重要市場，截至 2016 年 9 月 30 日止財年，來自英國的收入佔集團總收入約 13.8%。英國於去年 6 月的公投中選擇了脫離歐盟。自脫歐白皮書被下議院通過後，英國脫歐的程序正要啟動，但各方還未就此展開談判，因此目前政策並未有重大改變，對集團的影響尚未完全浮現。然而自公投後，英鎊對港元已大幅下跌，對集團已有負面影響。

### 寵物業務仍為未知之數

寵物業務主要由吳博士兩位公子負責，實為考牌之作。內地的寵物市場雖然潛力無限，但競爭也異常激烈，想必集團需要投入大量資源。集團今次再度進軍自有品牌業務，希望構造一個寵物生態系統，此一美好願景若能成功是集團重要的轉型機會。

然而上文提過，於 2005/06 年度集團初嘗數碼影音 OBM 業務，但最後以失敗告終，可見轉型不易。吳博士曾總結失敗的部分原因是缺乏品牌管理及零售業務的經驗，部分原因是創建品牌所涉及的研發及推廣費用，還有部分原因是在行業層面進行品牌營銷的不同。期望今次轉型能吸取之前經驗，得出理想結果。



## 預測及估值

我們給予**信佳國際**「增持」評級，目標價為\$3.23。此目標價是基於折現自由現金流估值模型(Discounted Free Cash Flow Valuation)所推算出來，而我們假設 10.0%的股東要求回報率及 3%長期增長率。此目標價相當於 11.96 倍 2016/17 年度的預測市盈率(Forward P/E)。

圖表 13：信佳國際折現自由現金流估值模型

(千港元)	終端價值	2018/19E	2017/18E	2016/17E
年內溢利		88,882	82,890	74,691
經營活動之現金流		108,161	103,000	101,927
投資活動之現金流		<b>(40,996)</b>	<b>(39,066)</b>	<b>(38,226)</b>
自由現金流	988,285	67,165	63,934	63,702
自由現金流之折現值	742,513	50,462	52,838	57,911
股權合理價值	903,724			
<b>每股合理值(港元)</b>	<b>3.23</b>			
上日收市價(港元)	2.82			
潛在升幅(%)	14.54			

### 其他潛在增值因素

若然集團將億京中心及惠州廠房成功出售套現，估計能為集團帶來大約 1.2 億港元款項。然而由於億京中心為集團的辦公地點，將其出售後，集團必需租回或改租其他相若地方，其租金支出必然增加。此外出售純為猜測，保守計我們將此潛在價值減半，相當於每股約 0.21 港元。綜合上述的每股合理值 3.23 港元，即集團股價可達 3.44 港元，距離上日收市價有約 21.99%升幅。



## 財務數據

### 損益表

截至 3 月 31 日止年度	2018/19E	2017/18E	2016/17E	2015/16
千港元				
<b>收益</b>	<b>1,568,663</b>	<b>1,493,965</b>	<b>1,422,824</b>	<b>1,368,100</b>
銷售成本	(1,318,970)	(1,257,790)	(1,202,143)	(1,167,281)
<b>毛利</b>	<b>249,694</b>	<b>236,176</b>	<b>220,681</b>	<b>200,819</b>
其他收入及收益淨額	600	600	600	18,845
分銷及銷售費用	(31,373)	(29,879)	(28,456)	(28,367)
一般及行政管理費用	(113,991)	(108,680)	(103,618)	(102,643)
<b>經營溢利</b>	<b>104,930</b>	<b>98,216</b>	<b>89,206</b>	<b>88,654</b>
融資淨額	(2,351)	(2,485)	(2,845)	565
應佔聯營公司虧損	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,312)
除所得稅前溢利	101,579	94,731	85,361	87,907
所得稅開支	(12,697)	(11,841)	(10,670)	(8,596)
<b>年內溢利</b>	<b>88,882</b>	<b>82,890</b>	<b>74,691</b>	<b>79,311</b>
<b>每股盈利(港元)</b>	<b>0.32</b>	<b>0.30</b>	<b>0.27</b>	<b>0.29</b>
<b>每股股息(港元)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.15</b>	<b>0.15</b>	<b>0.15</b>

資料來源：公司年報、致富集團研究部

### 資產負債表

截至 3 月 31 日止年度	2018/19E	2017/18E	2016/17E	2015/16
千港元				
物業、廠房及設備	304,643	290,421	276,912	263,236
土地使用權	49,832	50,985	52,138	53,291
其他資產	47,219	48,219	50,760	53,906
<b>非流動資產</b>	<b>401,694</b>	<b>389,625</b>	<b>379,810</b>	<b>370,433</b>
存貨	192,998	183,808	175,055	167,361
其他流動資產	233,441	224,066	215,185	218,427
現金及現金等價物	330,121	307,397	285,024	225,027
<b>流動資產</b>	<b>756,560</b>	<b>715,271</b>	<b>675,264</b>	<b>610,815</b>
<b>總資產</b>	<b>1,158,254</b>	<b>1,104,896</b>	<b>1,055,074</b>	<b>981,248</b>
<b>非流動負債</b>	<b>9,108</b>	<b>9,108</b>	<b>9,108</b>	<b>12,375</b>
應付貿易賬及其他	210,266	201,348	192,855	185,468
其他負債	156,638	156,638	156,638	116,074
<b>流動負債</b>	<b>366,904</b>	<b>357,986</b>	<b>349,493</b>	<b>301,542</b>
<b>總負債</b>	<b>376,012</b>	<b>367,094</b>	<b>358,601</b>	<b>313,917</b>
<b>總權益</b>	<b>782,243</b>	<b>737,802</b>	<b>696,473</b>	<b>667,331</b>

資料來源：公司年報、致富集團研究部

### 現金流

截至 3 月 31 日止年度	2018/19E	2017/18E	2016/17E	2015/16
千港元				
<b>年內溢利</b>	<b>88,882</b>	<b>82,890</b>	<b>74,691</b>	<b>79,311</b>
折舊及攤銷	30,195	30,385	33,187	32,417
其他調整	16,048	15,326	13,056	(647)
營運資金變動	(9,648)	(9,141)	(1,590)	27,968
已付利息及所得稅	(17,317)	(16,461)	(17,416)	(8,017)
<b>經營活動產生的現金</b>	<b>108,161</b>	<b>103,000</b>	<b>101,927</b>	<b>131,032</b>
購置固定資產	(43,264)	(41,200)	(40,000)	(43,506)
其他	2,268	2,134	1,774	(6,498)
<b>投資活動所用的現金</b>	<b>(40,996)</b>	<b>(39,066)</b>	<b>(38,226)</b>	<b>(50,004)</b>
股息支出	(44,441)	(41,561)	(41,561)	(41,561)
其他	0	0	41,856	28,192
<b>融資活動所用的現金</b>	<b>(44,441)</b>	<b>(41,561)</b>	<b>295</b>	<b>(24,710)</b>
<b>現金(減少)/增加</b>	<b>22,724</b>	<b>22,373</b>	<b>63,997</b>	<b>56,318</b>
<b>於 3 月 31 日之現金</b>	<b>330,121</b>	<b>307,397</b>	<b>285,024</b>	<b>225,027</b>

資料來源：公司年報、致富集團研究部

### 財務比率

截至 3 月 31 日止年度	2018/19E	2017/18E	2016/17E	2015/16
%				
收益增長率	5.00%	5.00%	4.00%	1.95%
經營溢利增長率	6.84%	10.10%	0.62%	-50.23%
每股盈利增長率	7.23%	10.98%	-5.83%	-53.35%
經營溢利率	6.69%	6.57%	6.27%	6.48%
純利率	5.67%	5.55%	5.25%	5.80%
股東權益回報率	11.69%	11.56%	10.95%	12.09%
資產負債率	32.46%	33.22%	33.99%	31.99%
市盈率(倍)	8.81	9.40	10.44	9.72
市賬率(倍)	1.01	1.07	1.13	1.17
股息率	5.67%	5.32%	5.32%	5.32%

資料來源：公司年報、致富集團研究部



## 評級釋義

評級	說明
買入	目標價較現價有超過 30%的潛在升幅
增持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在升幅
中性	目標價正處於現價正負 10%變幅的區間之內
減持	目標價較現價有介乎 10.1%至 29.9%的潛在跌幅
沽出	目標價較現價有超過 30%的潛在跌幅



## 免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。