

# 华宝国际 (00336)

证券研究报告

2018年10月11日

## 甩掉负债包袱，盈利能力再提升！

**事件：**2018年10月3日，公司发布《有关出售 VMR PRODUCTS LLC 之须予披露交易》，提及公司与 JUUL、合并附属公司及代理人已订立出售协议，将向 JUUL 出售通过子公司间接持有的 VMR 控股权益，约为 62.7%，初步作价 7.5 千万美元。后于 10 月 10 日发布《有关出售 VMR PRODUCTS LLC 之进一步公告》，公布完成财务调整后的最终代价为 5 千万美元。

### 出售负债资产，资金回笼优化盈利能力

根据公司公告，2015 年 2 月，公司以港币 1.78 亿元（约 2295 万美元）的总代价认购了美国电子烟企业 VMR51% 的股权，随后陆续增至 62.7%。VMR 是一家独立从事电子烟研发、生产和销售的公司，也是美国领先的电子烟网络零售商之一。该部分业务于 2016 财年首次为公司新型烟草业务贡献收入，然而截至目前公司发布出售公告，VMR 营业额为 2630 万美元，亏损净额 646.64 万美元，VMR 尚未为公司带来利润。

截至 2018 年 9 月 30 日，VMR 总资产为 1329 万美元，净负债为 1815.6 万美元。且自收购以来，公司承担的累计亏损及过往财年确认的商誉减值已达 2528 万美元。根据《有关出售 VMR PRODUCTS LLC 之进一步公告》，公司计约 167 万美元为对最终代价的调整，因此在最终代价为 5 千万美元的基础上，公司将从对手方 Juul 处收取的最终代价部分将不大可能低于 3135 万美元。该回收价格可弥补公司相关损失，负债资产的去除将有利于公司盈利能力的优化。

### 国际电子烟市场整合趋势已显，与对手方 JUUL 交易各取所需

根据公司公告及出售标的公司 VMR 官网，标的公司原有资源优质，其产品在线下超 30 个国家销售，线上覆盖全球 100 多万客户。公司当初收购 VMR 的意愿之一也在于获取其广泛的销售渠道布局海外。对手方 JUUL 为全美电子烟市占率第一的电子烟公司，根据尼尔森数据，截止 2018 年 6 月，JUUL 在美市占率达 68%。我们认为 JUUL 通过收购 VMR 并与自身资源整合，有望稳固其在美市场龙头地位的同时，也奠定其向别国市场扩张的基础。

### 规避市场风险，为优势业务集中资源

根据公司公告，公司出售该标的除了减轻负债外，还出于对未来监管的不确定性以及新型烟草制品的快速变化两方面考虑。我们认为，1) 从当前国际对新型烟草的监管态度尚处变化中、以及国内关于新型烟草的监管仍在加速推出两大趋势来看，再结合公司此部分与电子烟相关的新型烟草业务已经连续两年亏损，**公司出售标的的确可规避相关政策风险**；2) 新型烟草市场近年快速发展，产品形态同样处于快速变化中。公司优势业务为烟用原料业务，其主要产品再造烟草薄片的适用方向为新型烟草制品中的加热不燃烧烟草烟弹。**与尚未贡献业绩的电子烟业务相比，集中资源在已有优势的业务上或将更有力于公司整体的发展。**

**盈利预测与投资建议**（单位：人民币）：我们预计公司 2018-2020 年的营收分别为 44.18、52.05、61.04 亿元，净利润为 18.63、24.25、30.94 亿元，EPS 为 0.55、0.71、0.91 元，当前市值对应的 PE 为 7、6、4 倍。基于公司在我国香精香料的龙头优势与研发实力、在烟用原料领域的规模优势与先发地位，以及自身技术和渠道优势与新型烟草业务的协同效应，对比同行业可比公司的市盈率分布，我们给予公司 18 年 12 倍的估值，目标价格 6.6 元（按 2018 年 8 月 25 日汇率合港币 7.62 元），维持“买入”评级。

**风险提示：**出售进程不及预期，政策风险，汇率风险

### 投资评级

行业	消费品制造业/食物饮品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.89 港元
目标价格	7.62 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	3,107.96
港股总市值(百万港元)	12,089.98
每股净资产(港元)	3.62
资产负债率(%)	8.27
一年内最高/最低(港元)	6.44/3.78

### 作者

<b>吴立</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002 wuli1@tfzq.com	
<b>刘鹏</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001 liupeng1@tfzq.com	
<b>蒋梦晗</b>	联系人
jiangmenghan@tfzq.com	
<b>戴飞</b>	联系人
daifei@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《华宝国际-公司深度研究:借力爆珠与烟草薄片，烟用香精香料龙头再起飞!》 2018-08-30

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com