

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-3-25 星期三

敏实集团 (425. HK) 评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2015.03.25

目标价：HK\$ 17.55

现价：HK\$ 14.02

预计升幅：25.2%

股本数据

股本(亿股) 11.03

市值(亿港元) 154.6

52周高/低 (HK\$) 17.96/11.40

每股净值(元) 7.8

所属行业：汽车零部件

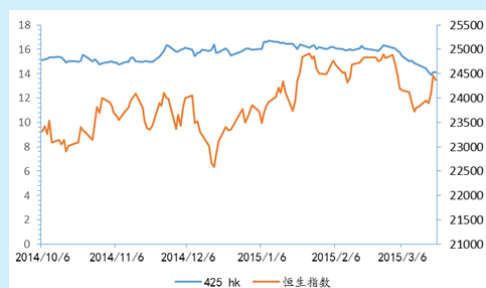
主要股东

秦荣华 (40.54%)

The Capital Group International, Inc.
(9.99%)

Commonwealth Bank of Australia
(8.01%)

52周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

敏实集团更新报告—20120322

敏实集团更新报告—20120822

敏实集团更新报告—20130328

敏实集团更新报告—20130625

敏实集团跟踪报告—20140321、

敏实集团跟踪报告—20140902

国元证券(香港)研究部

分析师：李明

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 6067

电邮：liming@gyzq.com.hk

全球供应体系渐成熟 积极开发新产品

投资要点：

全年利润增加 15%，基本符合预期：

2014年，公司录得营业收入 66.8 亿元人民币，同比增长 21.3%；毛利率为 31.2%，同比下降 1.8 个百分点，较上半年的 32.5% 也略有下降，主要原因是期内 PTI 并表所致，如果排除该因素影响，毛利率为 32.4%。期内公司录得纯利 11.2 亿元人民币，同比增加 15.1%；每股盈利 1.021 元，基本符合我们的预期（1.04 元），每股派息 0.516 港元。

15年毛利率有望持平，未来将继续改善内部控制：

由于 OEM 厂商对供应商的降价要求，零部件企业持续面临产品价格下降、劳动力成本增加的压力，毛利率承压。集团坚持全球化供应链的建设，随着海外市场的不断扩张和收入占比提升，新兴国家的毛利率将有所提升，预计明年毛利率水平将与今年持平。从费用率来看，14 年公司分销及研发费用率同比分别下降 0.1 和 0.2 个百分点；行政费用率同比增加 0.2 个百分点。公司表示 15 年将维持 3% 的销售费用率以及 4%-5% 研发费用率以保证公司在行业的竞争地位和产品开发能力。

全球布局持续优化，下一步注重新产品开发：

公司正在布局全球供应体系。分地区来看，14 年来自中国地区的收入同比增长 9.6%，占比下降 6.6 个百分点至 61.8%；来自北美地区的收入同比增长 65.3%，占比提升 6.0 个百分点至 22.5%；来自欧洲的收入同比增长 43.6%，占比提升 1.4 个百分点至 9.1%。预计未来北美、欧洲等地区的收入将继续提高，各地区占比将逐渐趋于均衡，全球布局将逐渐完善。接下来，公司将进行新产品的研发，着重于汽车智能化以及新能源汽车部件的开发。

给予强烈推荐评级，目标价 17.55 港元：

预计公司 2015-2017 年的 EPS 将分别为 1.17 元、1.36 元及 1.60 元，目前股价相当于 2015 年 9.6 倍 PE。我们看好公司在全球的布局，也认可公司在全球供应体系内取得的成绩。给予公司 2015 年 12 倍 PE，相当于目标价 17.55 港元，上升空间为 25.2%，给予强烈推荐评级。

百万人民币	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额	5510	6684	7613	8841	10278
同比增长 (%)	27.3%	21.3%	13.9%	16.1%	16.2%
毛利率	33.0%	31.2%	31.3%	31.3%	31.4%
净利润	971	1118	1282	1491	1752
同比增长 (%)	15.4%	15.1%	14.7%	16.3%	17.5%
每股盈利	0.90	1.02	1.17	1.36	1.60
PE	12.5	11.0	9.6	8.2	7.0
每股股息	0.31	0.36	0.37	0.39	0.41

估值及目标价

随着公司逐渐走向全球的供应体系，受单一客户销量的影响逐渐缩小。预计公司2015-2017年的EPS将分别为1.17元、1.36元及1.60元，目前股价相当于2015年9.6倍PE。我们看好公司在全球的布局，也认可公司在全球供应体系内取得的成绩。给予公司2015年12倍PE，相当于目标价17.55港元，上升空间为25.2%，给予强烈推荐评级。

表 1、行业相关公司估值及评级

	市值 (亿)	货币	股价	评级	PB	EPS			PE		
						2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
长城汽车	536	CNY	51.9	强烈推荐	3.77	2.70	2.64	3.88	15.4	15.7	10.7
浙江世宝	8	CNY	8.63	-	2.66	NA	NA	NA	NA	NA	NA
吉利汽车	345	CNY	3.92	强烈推荐	1.30	0.32	0.16	0.26	9.8	19.6	12.1
华晨中国	715	CNY	14.22	-	4.95	0.68	0.84	1.01	16.7	13.5	11.3
新晨动力	37	CNY	2.88	-	1.45	NA	NA	NA	NA	NA	NA
敏实集团	153	CNY	14.02	强烈推荐	1.58	0.90	1.02	1.17	12.5	11.0	9.6
耐世特	199	USD	7.95	强烈推荐	3.66	0.06	0.07	0.08	17.1	15.8	12.8
平均									14.3	15.1	11.3

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

损益表人民币 百万元, 财务年度截至 12 月						财务分析					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	5510	6684	7613	8841	10278	盈利能力					
毛利	1819	2085	2385	2769	3225	毛利率 (%)	33.0%	31.2%	31.3%	31.3%	31.4%
其他业务收入	328	357	388	441	478	EBITDA 利率	26.3%	24.4%	24.1%	23.8%	23.2%
销售及分销成本	(172)	(203)	(228)	(265)	(308)	净利率 (%)	17.6%	16.7%	16.8%	16.9%	17.0%
行政及研究费用	(720)	(866)	(1005)	(1141)	(1326)	营运表现					
经营利润	1255	1373	1540	1804	2069	SG&A/收入 (%)	11.5%	11.5%	11.5%	11.4%	11.3%
财务费用	(63)	(65)	(69)	(88)	(51)	实际税率 (%)	16.0%	15.0%	16.8%	17.0%	17.0%
联营公司	33	48	118	137	159	分红率 (%)	24.6%	35.3%	31.7%	28.6%	25.7%
税前盈利	1225	1356	1590	1853	2177	库存周转	91.8	89.6	85.3	85.3	85.4
所得税	(196)	(203)	(267)	(315)	(370)	应付账款天数	57.7	60.5	60.9	60.3	60.3
少数股东应占	58	35	41	47	55	应收账款天数	92.3	93.4	90.3	89.5	89.5
净利润	971	1118	1282	1491	1752	ROA	9.3%	9.2%	9.5%	10.0%	10.6%
折旧及摊销	192	256	293	300	314	ROE	13.2%	13.7%	14.2%	14.9%	15.7%
EBITDA	1447	1629	1833	2104	2383	财务状况					
总收入 (%)	NA	21.3%	13.9%	16.1%	16.2%	收入/总资产	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
每股收益 (%)	14.7%	14.0%	14.7%	16.3%	17.5%	总资产/股本	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
资产负债表						现金流量表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	4119	3594	3769	3981	4344	EBITDA	1447	1629	1833	2104	2383
应收账款	1939	2061	2348	2727	3170	营运资金变化	-567	-133	-189	-320	-377
存货	928	1129	1222	1419	1650	所得税	-196	-203	-267	-315	-370
总流动资产	7846	8223	8977	10029	11374	营运性现金流	540	1103	1155	1225	1367
固定资产	2546	3449	3974	4074	4258	资本开支	-817	-903	-525	-100	-184
长期投资	286	225	256	298	346	其他投资活动	-410	-493	-615	-1069	-1604
总资产	11493	12851	14281	15634	17398	投资性现金流	-1227	-1396	-1140	-1168	-1788
应付帐款	1201	1392	1582	1838	2135	负债变化	1114	323	216	133	139
短期银行贷款	2385	2708	2925	3058	3196	股本变化	1	0	0	0	0
总短期负债	3698	4190	4609	5014	5469	股息	-332	-394	-407	-426	-450
长期银行贷款	25	0	0	0	0	融资性现金流	688	-227	166	159	788
总负债	3774	4306	4714	5136	5610	现金变化	-11	-525	174	212	363
股东权益	7719	8545	9567	10498	11788	期初持有现金	4130	4119	3594	3769	3981
每股账面值	7.1	7.8	8.7	9.6	10.8	期末持有现金	4119	3594	3769	3981	4344

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任何責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>