



耐世特 (1316)

评级：买入 / 目标价：20.5

受惠客户新品周期，收入增长可期

公司前身为通用汽车转向部，于 07 年分拆独立，后于 13 年上市。主要业务为向整车制造商提供转向及传动系统，产品包括电动助力转向系统、转向管柱及中间轴、动力传动系统等，亦积极研发驾驶辅助系统及自动驾驶技术。目前公司新签订单稳健，第四季度增长或将加快，支持下半年已签约未交付订单总值环比增长；往绩新签未投产项目将陆续投产，利好未来中长期收入；另外公司正加快新品研发以配合通用汽车的电动车产品计划，未来增长可期。

利好因素

受惠主要客户新品推出，加快新产品研发。美国通用汽车是公司一直以来的主要客户之一，收入占比超过 40%，前者在上月重申未来 18 个月将推出两款电动车，2023 年前将推出 20 款电动车。就公司自身产品而言，电动助力转向系统 (EPS) 是驾驶辅助系统 (ADAS) 的重要组成部分，是通往部分乃至完全自动驾驶的重要通道。今年上半年电动助力转向系统(EPS)产品占公司已签约业务比例超过 70%，贡献逾 60%的收入，公司亦正加快驾驶辅助系统 (ADAS) 的研发，产品或将用于通用汽车于后年推出的自动驾驶电动汽车。

新签订单保持稳定，支持下半年已签约业务环比增长。截至今年上半年，公司已签约业务环比减少 6.3%至 240 亿美元。相关订单减少乃由于通用汽车拟出售附属公司而导致部分项目取消，我们认为该变动属一次性损失且并不影响新订单情况，或对今年盈利增长产生一定限制，但对未来业绩表现影响不大。我们预计公司第四季度新签订单增长或环比加快，今年全年新签订单将与去年持平或更高，支持下半年整体已签约业务环比上升。我们预计今年公司销售收入将录得 5%左右增长至约 40 亿美元。

往绩新签未投产项目将陆续确认收入，毛利率有望继续扩张。截至 16 年底公司获授合约项下已签约但未投产业务总值达 137 亿美元。这些项目或将于今年中下旬开始陆续投产并确认销售收入，有助于公司锁定未来几年的营收。我们预计公司明后年营收增长将较今年明显加快，18 及 19 年将分别录得约 48.5 亿/54.2 亿销售收入。另外，得益于原材料的成本效益，公司毛利率在今年上半年延续扩张趋势，环比同比分别扩阔 1.6 及 1.4 个百分点，随新产品项目规模经济进一步提升，毛利率增长或将继续。

估值目标价 20.5 港元，给予“买入”评级。我们采取相对估值法，对应公司所在美国、亚太及欧洲市场汽车零部件上市公司平均市盈率，给予公司 18 年市盈率 15.3 倍。公司 18 年预测收入为 48.5 亿美元，调整后净利润约 4.29 亿美元，对应市值约 512.1 亿港元，预测在手净现金约 2.06 亿美元，对应目标价 20.5 港元，较现价 17.6 港元有 16.19%的上升空间，给予“买入”评级。

下行风险：新产品研发、新项目订单情况不及预期，已签约订单取消
受联储加息及美国税改等因素影响的汇率浮动

分析师

何瑞颖

(852) 3983 0872

ingridhe@china-invs.hk

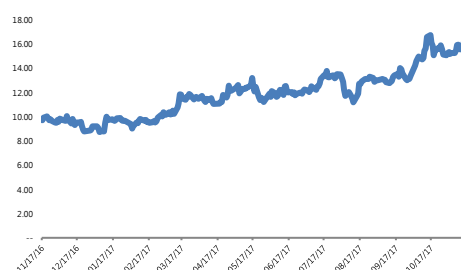
主要数据

评级	买入(维持)
目标价	\$20.5(+16.19%)
当前股价	\$17.6
总股本 (百万股)	2,506
总市值 (百万港元)	51306
3 个月平均成交 (百万港元)	91.78
52 周股价波幅	8.42 – 18.08
主要股东	中航工业(67.08%)
公司业务	设计、生产和分销汽车转向及传动系统

财务数据 (百万美元)

	2016	2017	2018	2019
		预测	预测	预测
收入	3842	4010	4850	5423
毛利	662	746	922	1030
经营利润	415	480	597	668
报告利润	295	339	429	488
每股利润 (分)	0.12	0.14	0.17	0.19
市盈率 (倍)	10.0	19.3	15.3	13.5
市帐率 (倍)	3.3	4.1	5.8	6.8
股息率 (%)	2.0	1.0	1.3	1.5
股本回报率 (%)	27	25	27	27
净债务比率 (%)	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.2)

股价表现



EPS 产品配合 ADAS 系统，顺应电动车发展趋势。简而言之，EPS 系统接受车辆中央控制器和传感器的指令，传输数据并将其转化为机械的转向动作，先进的 EPS 系统是 ADAS 功能的必要构件，而 ADAS 系统则是实现部分乃至全面自动驾驶的必经之路。目前公司许多适用于 ADAS 的 EPS 系统功能已经投入使用，帮助实现泊车辅助、车道保持、车道偏离警告、车轮不平衡补偿、拖车辅助及交通拥堵辅助的等多项 ADAS 功能。

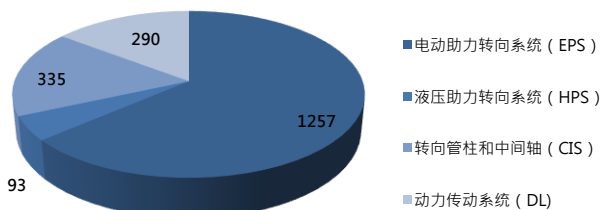
往绩新项目订单增长并陆续结束研发周期投入生产。公司的已签约业务包括已投产项目及未投产项目，其中未投产项目的平均研发周期为 2~2.5 年，所有已签约项目平均流水贡献周期约 6 年。按照从订单到投产的估值模式，公司在 15 年上下半年及 16 年上半年分别录得约 115 亿/110 亿/108 亿美元已签约业务，截至 16 年底公司获授合约项下已签约但未投产业务总值达 137 亿美元，较 14 年底之 90 亿美元增长 52%。上述项目或陆续于今年中下旬陆续投产，为公司锁定司锁定未来几年的流水收入，利好中长期营收表现。

同业比较

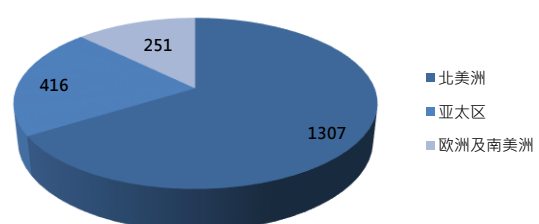
代码	证券	公司名称	收市价 (当地货币)	市值 (当地货币)	2015	2016	市盈率 2017预测	2018预测	2019预测	2015	2016	市账率 2017预测	2018预测	2019预测
ALV US	ALV US EQUITY	奥托立夫股份有限公司	123.05	10700	18.53	15.30	19.65	17.28	14.60	3.06	2.61	2.74	2.51	2.28
BWA US	BWA US EQUITY	博格华纳股份有限公司	52.35	11037	13.86	12.43	14.01	12.67	11.72	2.60	2.24	2.82	2.42	2.10
DAN US	DAN US EQUITY	德纳公司	31.69	4591	7.97	14.63	13.56	11.31	10.37	2.77	3.49	3.51	2.94	2.39
DLP US	DLP US EQUITY	德尔福汽车公司	102.14	27153	16.11	11.46	15.28	14.21	13.03	10.27	7.06	7.31	5.67	5.09
GNTX US	GNTX US EQUITY	锦泰公司	19.26	5468	14.17	16.11	15.59	14.01	12.75	2.60	2.98	2.71	2.45	2.17
LEA US	LEA US EQUITY	Lear 公司	176.84	11947	11.68	9.74	11.00	9.82	9.39	3.06	2.99	2.91	2.43	2.15
MTOR US	MTOR US EQUITY	美驰公司	24.70	2188	5.50	8.30	13.26	9.35	8.10	-	-	5.20	3.20	-
VC US	VC US EQUITY	伟世通公司 (新)	131.25	4082	46.35	23.48	20.29	18.72	16.66	4.33	4.22	7.47	6.13	5.34
THRM US	THRM US EQUITY	Gentherm 股份有限公司	35.10	1287	19.20	14.50	18.61	13.64	12.69	4.48	2.78	2.27	1.95	-
平均值					17.04	13.99	15.69	13.45	12.15	4.15	3.55	4.10	3.30	3.07
2338	2338 HK EQUITY	潍柴动力	8.70	78032	18.97	27.59	8.87	10.47	10.23	0.84	1.28	1.66	1.52	1.40
425	425 HK EQUITY	敏实集团	44.55	50794	10.69	16.07	21.84	16.32	13.53	1.48	2.47	3.55	3.09	2.72
3606	3606 HK EQUITY	福耀玻璃	31.85	84012	13.22	18.42	22.14	17.43	16.09	2.21	3.26	3.45	3.16	2.91
600699 CH	600699 CH EQUITY	均胜电子	39.19	37203	-	42.24	33.72	27.70	22.36	-	5.44	2.55	2.38	2.18
600741 CH	600741 CH EQUITY	华域汽车	29.41	92722	7.56	8.05	14.42	12.93	11.63	1.29	1.33	2.19	1.99	1.79
1536 TT	1536 TT EQUITY	和大工业	131.50	33527	24.64	26.09	25.95	19.76	16.51	7.02	7.32	5.53	4.76	4.31
3552 TT	3552 TT EQUITY	同致电子	147.00	12402	32.28	19.38	17.53	14.74	13.15	6.87	5.87	3.14	2.84	2.54
2231 TT	2231 TT EQUITY	为升	304.50	30811	27.90	20.80	31.64	19.16	15.04	12.49	8.79	8.71	7.01	5.65
018880 KS	018880 KS EQUITY	Hanon 系统公司	12750.00	6805950	-	-	22.21	18.75	16.95	-	-	3.43	3.14	2.91
204320 KS	204320 KS EQUITY	万都公司	317500.00	2981777	-	-	65.38	13.07	11.55	-	-	2.01	1.79	1.61
086280 KS	086280 KS EQUITY	现代 Glovis 有限公司	143000.00	5362500	-	-	11.38	8.80	8.29	-	-	1.37	1.22	1.11
011210 KS	011210 KS EQUITY	现代威亚公司	64700.00	1762241	-	-	21.92	8.72	7.35	-	-	0.53	0.50	0.47
012330 KS	012330 KS EQUITY	现代摩比斯株式会社	255000.00	24871357	-	-	9.98	8.05	7.43	-	-	0.81	0.74	0.69
6201 JT	6201 JT EQUITY	丰田工业公司	6850.00	2232008	-	9.52	14.63	15.04	14.20	-	0.87	0.87	0.84	0.81
7276 JT	7276 JT EQUITY	小糸制作所	7970.00	1281492	-	17.88	20.37	18.01	16.46	-	3.37	3.27	2.84	2.49
6902 JT	6902 JT EQUITY	日本电装	6477.00	5143183	-	17.14	16.17	15.96	14.39	-	1.29	1.43	1.36	1.28
平均值					19.32	20.29	22.39	15.31	13.45	4.60	3.75	2.78	2.45	2.18
EO FP	EO FP EQUITY	佛吉亚公司	62.56	8636	14.36	12.53	15.09	12.57	11.62	-	2.00	2.53	2.18	1.88
FR FP	FR FP EQUITY	法雷奥集团	58.34	13981	14.65	15.61	13.72	11.96	10.65	3.09	3.57	2.96	2.51	2.15
LEO GY	LEO GY EQUITY	莱尼股份有限公司	60.93	1991	-	51.24	16.64	13.32	11.64	-	1.22	1.95	1.77	1.60
CON GY	CON GY EQUITY	德国大陆集团股份公司	216.90	43381	-	13.52	14.42	12.32	11.40	-	2.74	2.63	2.30	2.02
平均值					14.50	23.23	14.97	12.54	11.33	3.09	2.38	2.52	2.19	1.91
总平均值					17.0	19.2	17.7	13.8	12.3	3.9	3.2	3.1	2.6	2.4

资料来源：彭博、中投证券（香港）

分产品收入（百万 / 美元）



分地区收入（百万 / 美元）



资料来源：耐世特、中投证券（香港）

资料来源：耐世特、中投证券（香港）

财务数据

综合收益表 (百万/美元)	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
收益	2978	3361	3842	4010	4850	5423
销售成本	(2558)	(2816)	(3181)	(3264)	(3929)	(4393)
毛利	420	545	662	746	922	1030
工程及产品研发成本	(80)	(97)	(123)	(128)	(155)	(174)
销售及分销开支	(8)	(12)	(15)	(16)	(19)	(22)
行政开支	(89)	(105)	(114)	(120)	(146)	(163)
其他收益 (亏损) · 净额	(5.6)	(17.4)	7.0	(1.0)	(4.8)	(4.8)
经营利润	237	313	415	480	597	668
融资净额	(22)	(31)	1	(27)	(27)	(27)
分占合营企业收益	(0.7)	1.2	0.7	(1.0)	0.0	0.0
除所得税前利润	215	283	418	452	570	641
所得税开支	(51)	(73)	(84)	(105)	(132)	(142)
非控股权益	1.9	4.7	7.1	7.4	9.4	10.7
股东应占溢利	161	205	326	339	429	488

资产负债表 (百万/美元)	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
不动产、工厂及设备	626	685	779	851	1030	1122
无形资产	344	408	450	481	582	650
递延所得税资产	10	11	10	10	11	11
其他应收款项及预付款项	10	6	16	19	21	23
投资—同合营企业	5.6	9.9	10.6	10.5	10.5	10.4
非流动资产总值	996	1120	1265	1372	1653	1817
库存	226	254	262	263	318	355
应收账款	525	570	590	652	789	882
其他应收款项及预付款项	93	95	91	87	81	84
现金及现金等价物	380	417	484	528	639	715
流动资产总值	1225	1335	1427	1531	1827	2036
借款	634	561	489	427	372	325
退休福利及补偿	30	18	18	22	19	20
拨备	54	66	76	91	108	129
递延收入	82	92	93	89	92	91
其他应付款项及应计款项	7.9	7.2	9.2	8.1	8.1	8.5
非流动负债总额	809	744	685	637	599	573
应付账款	439	559	604	647	692	741
其他应付款项及应计款项	77	98	107	123	141	162
即期所得税负债	14	13	15	16	16	17
退休福利及补偿	2.8	2.9	3.4	3.0	3.1	3.2
拨备	26	24	29	31	37	41
递延收入	22	25	25	28	34	38
借款	97	81	75	68	61	55
流动负债总额	678	801	860	916	985	1057
总资产	2221	2455	2692	2903	3481	3853
总负债	1487	1545	1546	1552	1585	1630
股本	32	32	32	32	32	32
其他储备	318	256	192	234	334	491
留存收益	333	540	834	1046	1150	1266
本公司权益持有人应占资本及储备	684	827	1059	1312	1517	1788
非控制性权益	24	27	32	39	43	48
总权益	708	854	1091	1351	1560	1836

现金流量表 (百万/美元)	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
调整后除所得税前利润	350	448	590	633	789	878
应收款项 (增加) 减少	(197)	(61)	(43)	(63)	(157)	(113)
库存 (增加) 减少	(49)	(41)	(13)	(1.0)	(55)	(38)
应付及应计款项增加 (减少)	134	138	34	57	64	70
拨备增加 (减少)	20	8.0	17	16	24	25
退休福利及补偿增加 (减少)	3.7	(11)	1.0	3.3	(2.6)	0.6
递延收入增加 (减少)	43	36	23	(0.4)	8.2	3.7
经营所产生的现金	305	517	609	646	670	827
已付所得税	(51)	(49)	(68)	(105)	(132)	(142)
经营活动所产生的现金净额	254	468	541	540	538	684
购置不动产、工厂及设备	(172)	(166)	(167)	(174)	(210)	(235)
新增无形资产	(107)	(112)	(118)	(123)	(155)	(176)
出售不动产、工厂及设备所得款	6.8	3.5	2.0	4.1	4.1	4.1
受限银行存款变动	3.0	0.6	(0.6)	1.0	1.0	1.0
投资—同合营企业	(6.4)	(3.1)	0.0	(3.1)	(3.1)	(3.1)
投资活动所用的现金净额	(276)	(276)	(283)	(295)	(364)	(410)
借款所得款	91	56	3.9	2.6	14	12
偿还借款	(198)	(148)	(84)	(79)	(103)	(91)
已付融资成本	(26)	(37)	(38)	(29)	(31)	(31)
支付予非控股权益的股息	-	(1.0)	-	0.0	0.0	0.0
支付予本公司权益持有人的股息	(22)	(32)	(40)	(42)	(50)	(56)
行使股票期权所得款	-	0.3	2.7	1.5	1.5	1.9
融资活动所用的现金净额	91	(162)	(155)	(146)	(169)	(164)
现金及现金等价物增加净额	69	30	102	100	6	110
期初现金及现金等价物	314	380	417	516	612	614
现金及现金等价物汇率变动影响	(2.82)	6.36	(3.15)	(3.46)	(3.81)	(4.19)
期末现金及现金等价物	380	417	516	612	614	720

比率分析	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
同比增长						
收入		13%	14%	4.4%	21.0%	12%
毛利		30%	21%	13%	24%	12%
净利		27%	59%	4%	26%	14%
盈利能力						
毛利率	14%	16%	17%	19%	19%	19%
净利率	5.5%	6.3%	8.7%	8.7%	9.0%	9.2%
资本回报率	7.3%	8.4%	12%	12%	12%	13%
净资产收益率	23%	24%	30%	25%	27%	27%
流动性和偿付能力						
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.9	1.9
速冻比率	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6
现金比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
总债务与权益	2.1	1.8	1.4	1.1	1.0	0.9
应收账款天数		59.5	55.1	56.5	54.2	56.2
应付账款天数		64.7	66.7	70.0	62.2	59.6
杜邦分析						
净利率	5.5%	6.3%	8.7%	8.7%	9.0%	9.2%
资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
杠杆比率	3.1	2.9	2.5	2.1	2.2	2.1

来源: 耐世特·中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：

强烈买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上

买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间

持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间

沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财务状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。