



個股研究

12/3/2018

耐世特(1316.HK)

業務前景惹憧憬；首予「增持」評級

產品結構改善增強盈利能力—集團的已簽約業務訂單量顯示，未來入賬的 EPS 產品收入佔比可望進一步提高。由於 EPS 產品毛利率相對較高，有望帶動集團整體毛利率進一步擴闊。

現金流強勁—集團的自由現金流(FCFF)快速增長，我們預期集團未來有能力維持過去三年約兩成的派息比率，甚至將派息比率提高。

滲透中國市場—去年集團與東風汽車零部件成立合營企業，用作為東風集團(489.HK)設計及生產 EPS 等汽車零部件，藉此進一步擴大中國業務的版圖。我們相信集團未來可獲得更多來自東風風行及東風日產的訂單。中長期而言，我們預期中國分部業務的重要性將愈來愈高，並帶動集團的收入持續增長。

建立自動駕駛技術—集團自家研發出隨需轉向™系統及靜默方向盤™系統兩項與自動駕駛有關的轉向技術。此外，集團亦與 Google 及 Continental 等自動駕駛技術的先驅合作，提升自身技術。隨著自動駕駛技術日漸成熟，配置自動駕駛甚至無人駕駛功能的汽車愈來愈多，ADAS 業務可望成為集團未來的增長引擎。

估值—我們首次給予耐世特「增持」評級，目標價為 18.56 元。此目標價是以貼現現金流模型所得出。以 2018 年 3 月 9 日收市價每股 15.90 元計算，潛在升幅為 16.7%。

投資策略—受到美國向進口鋼鋁徵收關稅的消息拖累，耐世特的股價近日回落至 15 元，惟最終落實的關稅措施較預期寬鬆，耐世特股價稍為反彈。基於我們長遠看好集團於內地以及在 ADAS 範疇上的發展，該等業務有望成為集團未來的增長引擎，加上集團或會增加派息，我們建議投資者可於現水平吸納集團股份。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
收入(千美元)	3,842,244	3,957,511	4,076,237	4,280,048
毛利(千美元)	661,665	732,140	754,104	791,809
股東應佔溢利(百萬元人民幣)	294,723	335,295	381,680	405,552
每股盈利(美元)	0.12	0.13	0.15	0.16
每股股息(美元)	0.02	0.03	0.04	0.04
營業額年增長率	14.3%	3.0%	3.0%	5.0%
毛利率	17.2%	18.5%	18.5%	18.5%
市盈率(倍)	17.20	15.12	13.28	12.50
市賬率(倍)	4.65	3.69	2.98	2.51
派息比率	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%

資料來源：彭博及致富資料研究組

增持(首予評級)

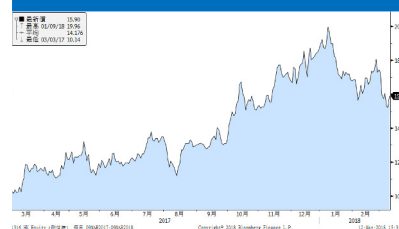
目標價 18.56 元

上日收市價 15.90 元

公司簡介

耐世特為一家轉向系統、動力傳動系統及先進駕駛員輔助系統(ADAS)供應商。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
1316.HK	-2.6	23.4	57.8
恆指	-14.0	-9.4	7.5

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	10.0 元 – 20.4 元
市值	411.35 億元
已發行股數	25.05 億
自由流通股數佔比	32.68%
每股帳面淨值(按 1 美元兌 7.84 港元的匯率兌換)	3.42 元

資料來源：彭博

廖湛賢(Isaac), CFA

高級分析員

+852 2500 9248

isaac_liu@chiefgroup.com.hk



公司背景及業務簡介

耐世特為一家轉向系統、動力傳動系統及先進駕駛員輔助系統(ADAS)供應商，其歷史可追溯至一百多年前。集團的前身為一家於 1906 年在美国創立的公司，名為 Jackson, Church & Wilcox Co.。該公司於 1909 年被通用汽車擁有的別克收購，其後輾轉成為通用汽車旗下的一個業務部門，主力研發及製造轉向系統。直至 1998 年，通用汽車創立了德爾福公司，並將轉向業務重組至德爾福旗下。其後，德爾福從通用汽車剝離成為獨立的上市公司。通用汽車於 2009 年向德爾福收購其轉向業務，並易名為耐世特汽車系統公司。翌年，耐世特股權由通用汽車易手至太平洋世紀汽車公司，後者現時為中國國有企業中航工業的子公司。

業務上，耐世特主要為汽車製造商設計、開發及製造轉向及動力傳動系統及零部件。當中，轉向系統及零部件包括電動助力轉向(EPS)、液壓助力轉向(HPS)及轉向管柱和中間軸(CIS)；動力傳動系統及零部件涵蓋半軸及中間傳動軸等零部件(見圖表 1)。集團的客戶包括通用汽車、福特、快意、寶馬、東風汽車及五菱等五十多間汽車製造商。截至 2017 年 6 月底止，集團共有 24 間工廠、3 間技術中心及 12 個客戶服務中心，遍佈於美國、中國及波蘭等多個鄰近汽車製造商客戶的國家。

圖表 1：集團產品概覽



資料來源：集團招股書



去年，我們親身到訪過集團位於中國蘇州的廠房(見圖表 2)，並與該廠其中一名 EPS 產品線經理會面。到訪期間該經理向我們展示廠房內的生產線，以及向我們講解生產流程。廠房內的生產線是以汽車製造商劃分，每一家汽車製造商有多少條生產線則視乎該製造商的訂單數量，以及其訂購的產品種類多少而定。製造流程主要包括零部件切割和鑽孔等加工程序，以及零部件組裝等。生產過程中使用最多的原材料是鋼和鋁，一般而言，原材料成本佔轉向及動力傳動產品的總生產成本約七成至八成。

集團眾多產品中，EPS 是最主要的產品，其收入佔 2017 年上半年總收入逾六成，加上 HPS 及 CIS，整個轉向系統產品線的收入佔總收入約 85%，餘下的則是動力傳動產品(見圖表 3)。助力轉向系統(EPS 及 HPS)是控制車輛行駛方向，以及為車輛轉向提供助力的零部件。由於若只靠駕駛者的力量透過方向盤轉動車輪相當費力，助力轉向系統可以說是任何車輛必備的零部件。現時市面上的汽車配置的轉向系統主要可分為兩大類：EPS 及 HPS。簡單而言，EPS 是使用電機輔助駕駛者的轉向系統，而 HPS 則使用高壓液作輔助。基於 EPS 耗油量較 HPS 低，符合近年消費者要求汽車省油及環保的大趨勢，再加上裝配上佔用空間較少及較方便等優勢，近年大部分汽車製造商已逐漸以 EPS 取代 HPS。

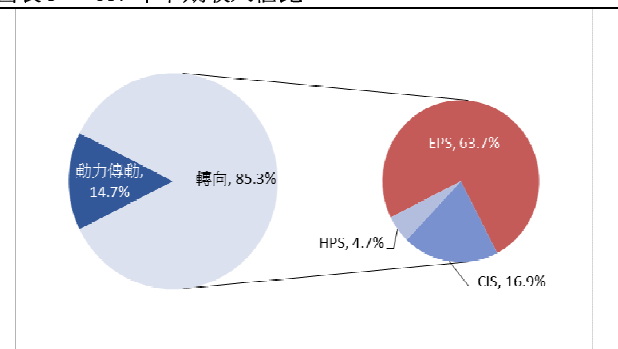
集團生產的 EPS 可分為管柱式電動助力轉向(CEPS)、小齒輪式電動助力轉向(PEPS)及齒條式電動助力轉向(REPS)。設計上，三者的分別主要在於為轉向提供助力的助力電機安裝的位置不同(見圖表 4)。使用上，一般而言 REPS 可提供的助力較 PEPS 大，而 CEPS 則最小。因此，REPS 較多用於重型汽車，而 CEPS 則主要用於小型汽車。不過，上文提及的產品線經理向我們透露，隨著技術提升，現時三種 EPS 輸出的助力差距已收窄，CEPS 亦可以用於皮卡車等較重型車輛。HPS 使用高壓液輔助駕駛者轉向，其主要組成部分包括液壓泵、儲油罐及油管等部件(見圖表 4)。這種助力方式是借用引擎的動力驅動液壓泵，對轉向施加助力。動力傳動系統是指將動力由變速器傳遞至車輪的系統，集團動力傳動系統的產品包括前輪驅動半軸、中間傳動軸、後輪驅動半軸以及傳動軸萬向節。

圖表 2：耐世特蘇州廠房



資料來源：致富集團研究部

圖表 3：2017 年中期收入佔比



資料來源：集團業績及致富集團研究部



圖表 4：集團主要助力轉向產品

產品	示意圖
管柱式電動助力轉向(CEPS)	
小齒輪式電動助力轉向(PEPS)	
齒條式電動助力轉向(REPS)	
液壓助力轉向(HPS)的轉向泵	

資料來源：集團招股書

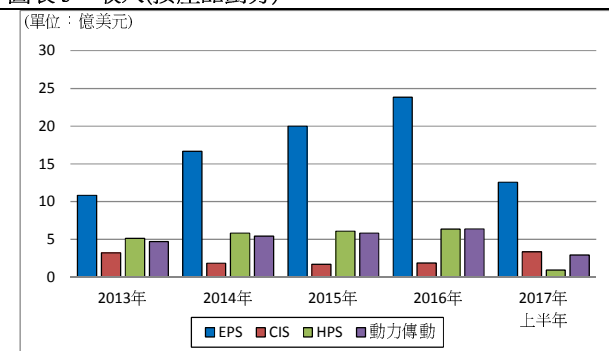


營運及財務數據分析

產品結構改善增強盈利能力

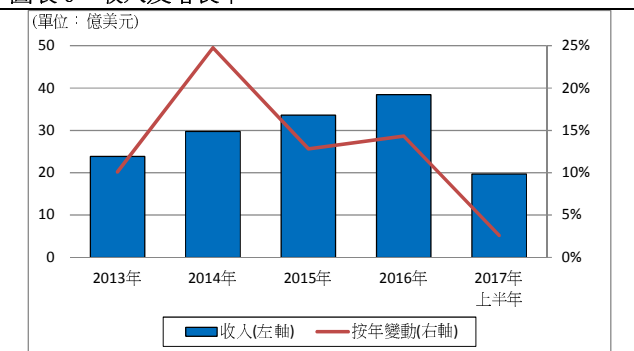
受惠汽車製造商以 EPS 取代 HPS 的行業趨勢，近年集團來自 EPS 產品的收入不斷增加(見圖表 5)，更成為了集團收入的增長引擎。從圖表 6 所見，於 2013 年至 2016 年間，集團收入的複合年增長率為 17.2%。去年上半年，集團收入按年上升 2.6%至 19.74 億美元，增速有所減慢主要是受到動力傳動產品收入減少所影響。儘管去年上半年收入僅溫和增長，但集團的盈利能力則有明顯改善。由於集團產品組合有所優化(毛利率較高的 EPS 產品佔比上升)，加上成本控制措施奏效，帶動集團的毛利率由 2016 年底的 17.2%擴闊至去年上半年的 18.8%(見圖表 7)。集團的 2017 年中期報告顯示，截至 2017 年 6 月 30 日，其已簽約業務訂單量¹為 240 億美元，當中約有七成為 EPS 產品，較期內 EPS 產品的收入佔比 64%為高(見圖表 8)。因此，我們預期未來陸續入賬的 EPS 產品收入佔比將進一步提高，集團毛利率仍有上升空間。

圖表 5：收入(按產品劃分)



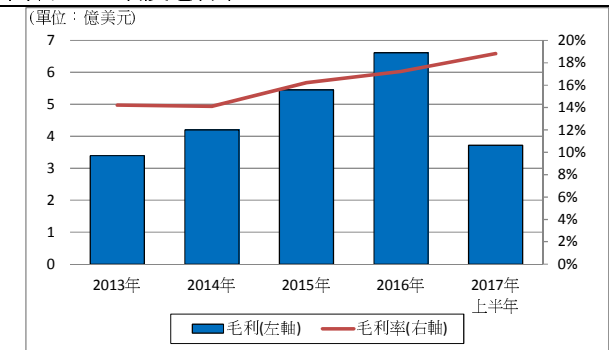
資料來源：集團業績及致富集團研究部

圖表 6：收入及增長率



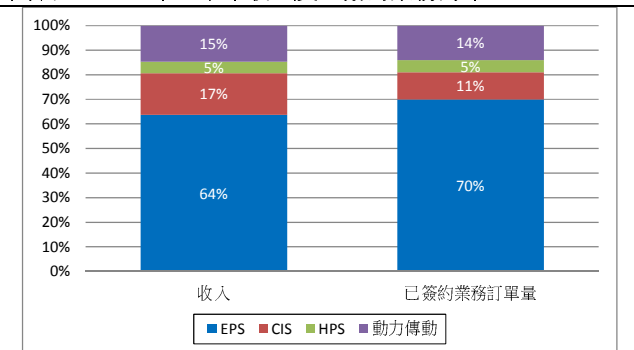
資料來源：集團業績及致富集團研究部

圖表 7：毛利及毛利率



資料來源：集團業績及致富集團研究部

圖表 8：2017 年上半年收入及已簽約業務訂單量



資料來源：集團業績及致富集團研究部

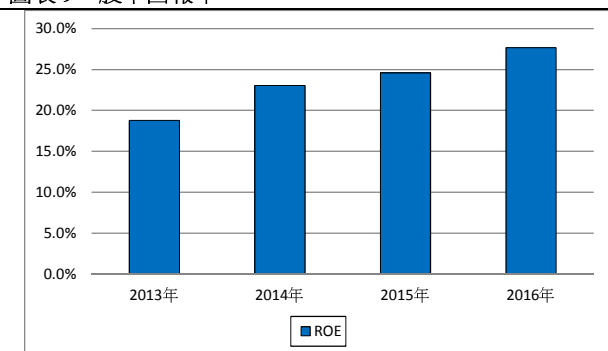
¹已簽約訂單價值包括已簽約但尚未交付產品的業務價值



股本回報率穩步上揚

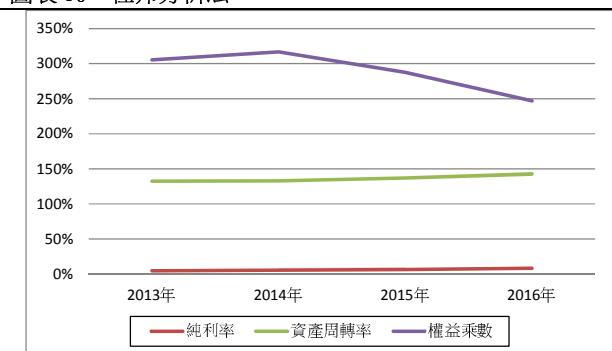
除了毛利率，我們亦可從股本回報率(ROE)的角度分析集團的盈利能力。從圖表 9 所見，集團自 2013 年上市起至 2016 年這四年間，ROE 約由 19% 上升近十個百分點至 28%。杜邦分析法(見圖表 10)顯示，集團的 ROE 不斷改善是由於純利率以及資產周轉率提高，抵銷了槓桿比率下降(權益乘數)所帶來的影響。最近兩年集團持續向銀行償還借貸以降低負債水平，槓桿比率由 2013 年的約 3.1 倍回落至 2016 年的 2.5 倍。槓桿減少本應令 ROE 受壓，惟期內集團的經營效率由 1.32 倍升至 1.43 倍，相信這跟集團在生產工序上加入自動化應用以提高產能利用率有關，期內每員工收入由 26.5 萬美元上升至 28.0 萬美元。我們去年到集團在蘇州的廠房實地考察時，該廠的產品線經理亦有向我們展示不同生產線中的自動化設備。再者，自動化除了提高產能利用率，同時亦降低了營運成本，加上上文所提及的產品結構改善，令集團的純利率由 2013 年的 4.6% 上揚至去年的 7.9%，從而令 ROE 期內不斷向上推升，換言之，集團為股東帶來了更多的回報。

圖表 9：股本回報率



資料來源：集團業績及致富集團研究部

圖表 10：杜邦分析法

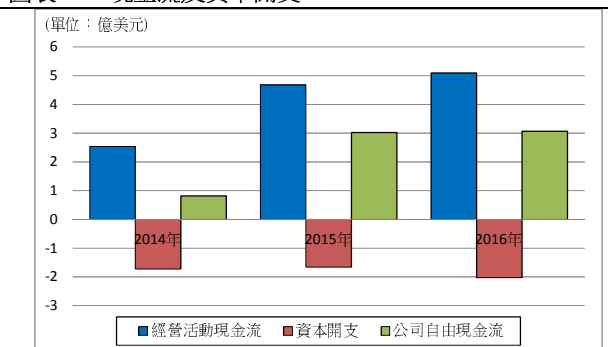


資料來源：集團業績及致富集團研究部

現金流強勁

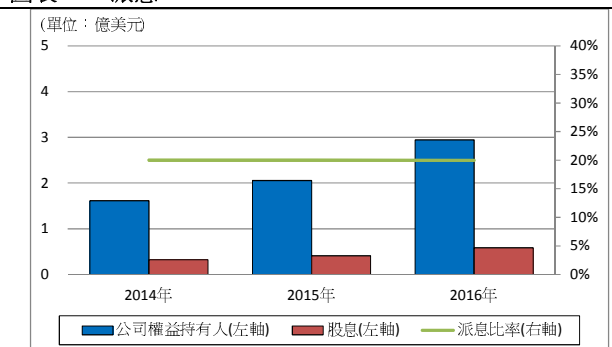
隨著盈利增長，近年集團的經營活動現金流(CFO)亦節節上升。圖表 11 顯示，集團的 CFO 由 2014 年的 2.5 億美元大幅增加至 2016 年的 5.1 億美元。另一邊廂，期內集團的資本開支由 1.7 億美元上升至 2.0 億元，增長速度相對較慢，反映集團有效地控制購置機器、設備及工具以至產品開發投資等所產生的開支。因此，集團的公司自由現金流(FCFF)期內錄得快速增長，約由 8,100 萬美元上升近三倍至 3.1 億美元。由於集團的已簽約業務訂單量充裕，加上盈利能力持續改善，我們預期集團未來有能力維持過去三年約兩成的派息比率(見圖表 12)，甚至將派息比率提高。集團管理層亦於 2017 年第二季的分析員電話會議上表示，他們會考慮提高派息比率，但仍需視乎是否需要預留資金作併購等用途。

圖表 11：現金流及資本開支



資料來源：集團業績及致富集團研究部

圖表 12：派息



資料來源：集團業績及致富集團研究部



股價催化劑

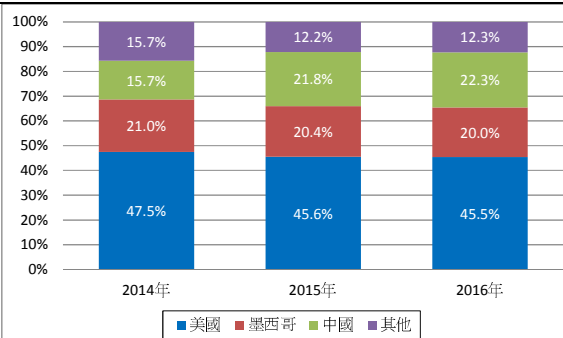
滲透中國市場

集團的業務遍布於北美洲、中國、歐洲、印度及巴西等地，其業務的收入與當地汽車市場，以至其客戶(汽車製造商)的產銷量有直接關係。基於上文所提及集團與通用汽車的歷史背景，一直以來集團有不少的收入是來自通用汽車，同時，若按地區分部劃分，美國分部亦是集團的主要收入來源(包括通用汽車、福特及快意佳士拿汽車集團等汽車製造商)。於 2014 年至 2016 年期間，美國分部收入佔總收入一直高達四成半以上，惟佔比有輕微下降趨勢(見圖表 13)。相反，中國分部收入佔比則不斷增加，由 2014 年的 15.7% 上升至 2016 年的 22.3%；期內，中國分部的收入由 4.68 億美元增加至 8.55 億美元，增幅高達 82.7%(見圖表 14)。

集團管理層於 2013 年招股時已表明有意擴展中國市場，上市集資所得的資金其中一個主要用途便是透過建設新廠房和擴充當時已有的廠房設備以提升國內的產能。發展策略上，集團過去幾年一方面直接從國內的汽車製造商中爭取訂單，這一點可從集團每年在年報中所公布的新項目投產列表中找到端倪。以 2016 年為例，集團一共有 33 項主要客戶項目的投產，當中有不少是來自國內的汽車製造商(見圖表 15)，包括東風、五菱及奇瑞等。另一邊廂，集團亦透過與一些規模大的汽車製造商或相關公司成立合營企業，為他們生產定制化的轉向產品，從而持續獲得該汽車製造商的訂單。於 2014 年，集團與重慶長風(中國南方工業集團公司的附屬公司)成立了一家合營企業(重慶耐世特轉向系統有限公司)，而中國南方工業集團公司為長安汽車(000625.SZ)的母公司。自 2015 年起，集團每年的新項目投產均有來自長安汽車的訂單，主要為一些 EPS 產品。

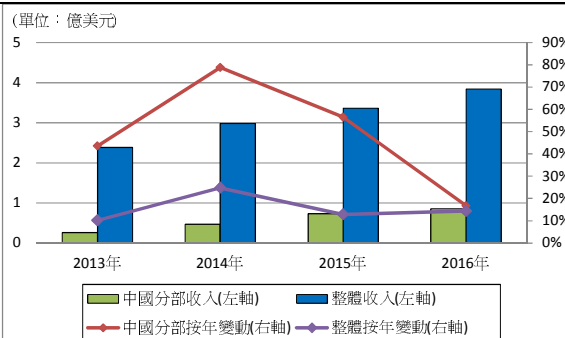
去年 4 月，集團宣布與東風汽車零部件²成立合營企業，主要用作為東風集團(489.HK)及其附屬公司設計及生產 EPS 及相關汽車零部件，藉此進一步擴大中國業務的版圖。由於東風汽車零部件屬東風集團(489.HK)及日產自動車株式會社旗下的公司，加上據耐世特管理層透露，東風汽車現時沒有自行生產轉向系統(長安汽車則有自行生產)，我們相信耐世特未來可望獲得更多來自東風風行及東風日產的訂單。中長期而言，我們預期中國分部業務的重要性將愈來愈高，並帶動集團的收入持續增長。

圖表 13：按地區分部劃分收入佔比³



資料來源：集團業績及致富集團研究部

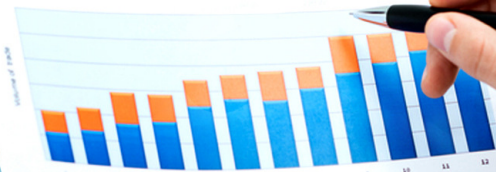
圖表 14：中國分部及整體收入



資料來源：集團業績及致富集團研究部

² 東風零部件為東風汽車有限公司的直接全資附屬公司，而東風汽車有限公司則是東風集團(489.HK)及日產自動車株式會社各自持有 50% 權益的合資公司

³ 個別佔比數值四捨五入後或導致佔比數值總和不等於 100%



圖表 15：2016 年新投產項目

汽車製造商	汽車品牌	產品
中國		
長安	CS15、CX70、長安歐尚	BEPS
北汽	幻速 H3	BEPS
奇瑞	艾瑞澤 7	CEPS
東風柳州	風行 SX6、S500、F600	CEPS
上汽通用	凱迪拉克 XT5	REPPS、動力傳動
上汽通用五菱	寶駿 510 (SUV)	BEPS
一汽大眾	Cross Golf	動力傳動
北美洲		
福特	F250/F350 重型汽車	管柱
	F150 猛禽	REPS
通用汽車	凱迪拉克 XT5、GMC Acadia	REPS、動力傳動
	雪佛蘭科魯茲	動力傳動
	雪佛蘭 Express, GMC Savana	液壓轉向泵
FCA	佳士拿 Pacifica	REPS、管柱
歐洲及南美洲		
FCA	快意 Uno、快意 Mobi	CEPS
PSA	雪鐵龍 C3(歐洲)	SPEPS
其他地區		
通用汽車	歐寶 Mokka、雪佛蘭創酷	CEPS
	別克昂科拉、雪佛蘭 Bolt	CEPS
華創電車	納智捷 S3	CEPS
馬恆達	XUV500	動力傳動
雷諾日產	日產 March	動力傳動

資料來源：集團業績及致富集團研究部



ADAS

自動輔助駕駛，甚至無人駕駛無疑是汽車行業未來發展的大方向，近年世界各地不少汽車製造商旗下的車型已設有不同程度的自動輔助駕駛功能，以美國電動車廠 **Tesla(TSLA)** 旗下的 **Model S** 為例，其配備的 **Autopilot** 自動輔助駕駛功能可令汽車在無人操控軚盤下在高速公路上行駛。

跟據美國汽車工程師協會對自動駕駛所制定的分級標準，自動駕駛可分為五個發展階段(見圖表 16)。簡單而言，由等級 1 的輔助駕駛到最高等級的全自動駕駛，系統將會由只能提供自動緊急制動或車道保持等輔助功能，到在特定環境(如高速公路)及在駕駛者監察下系統可自動控制轉向及加減速，到在大部情況系統可自行操控汽車，駕駛者只需在特殊情況下(如惡劣天氣)介入，直到在任何環境下系統也可自行駕駛，亦即是無人駕駛。由此可見，無論在輔助階段抑或全自動的階段，自動化的轉向系統是自動駕駛不可或缺的部分。

圖表 16：自動駕駛分級

分級	分級名稱	轉向及加減速度控制	路況監控	特殊情況支援	系統支援情況
0	全手動駕駛	駕駛者	駕駛者	駕駛者	---
1	輔助駕駛	駕駛者和系統	駕駛者	駕駛者	部份情況
2	部分自動駕駛	系統	駕駛者	駕駛者	部份情況
3	有條件自動駕駛	系統	系統	駕駛者	部份情況
4	高度自動駕駛	系統	系統	系統	部份情況
5	全自動駕駛	系統	系統	系統	所有情況

資料來源：美國汽車工程師協會及致富集團研究部

作為多家國際車廠的轉向系統供應商，**耐世特**在自動駕駛的發展上當然沒有怠慢。目前，集團已研發出兩項技術以支援 ADAS，分別為**隨需轉向™系統(Demand™ System)**及**靜默方向盤™系統(Quiet Wheel™ System)**(見圖表 17)。隨需轉向™能實現駕駛者人手控制及自動化駕駛控制之間的切換；靜默方向盤™轉向能消除車輛進行自動轉向時的方向盤轉動，亦即是車輪轉向時，方向盤可維持靜止狀態，並可如圖表 17 般暫時收起，為駕駛者騰出更多空間作其他用途。上述兩系統均採用了比 EPS 更新的線控轉向(steer-by-wire)技術(見圖表 18)。該技術將車輪和方向盤之間的機械連接移除，取而代之透過電子控制單元(Electronic Control Unit)將方向盤和車輪無線聯繫起來。



圖表 17：靜默方向盤™系統



資料來源：集團網站

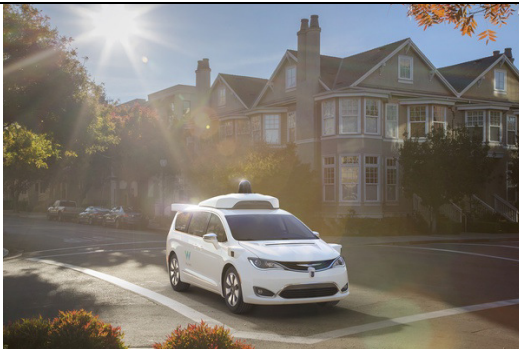
圖表 18：線控轉向



資料來源：集團網站

除了自家的研發以外，集團亦與不同的企業在自動駕駛這範疇上展開合作，其中一家是 Alphabet(Google 母公司)旗下專門研發自動駕駛汽車的子公司 Waymo。Google 早於 2009 年已開始研究自動駕駛，其後在 2016 年底將該業務分拆成獨立的公司 Waymo。研發期間，Google / Waymo 在不同地方進行測試，但每次測試均需有司機在駕駛席上應付突發情況。直至去年底，Waymo 宣布在美國亞里桑那州的鳳凰城進行全球首次車內無司機的自動駕駛測試(見圖表 19-20)，可見 Waymo 掌握的技術已接近第 4 級自動駕駛。據耐世特管理層所指，Waymo 現時測試的自動駕駛汽車所用的轉向系統是由耐世特所提供的，惟現時出貨量並不多，預期 2017 年的出貨量約有數千件。

圖表 19：Waymo 自動駕駛車



資料來源：Waymo 網站

圖表 20：Waymo 自動駕駛車



資料來源：Waymo 網站

另外，集團在去年初亦與 Continental(德國馬牌)成立合營公司，共同研發自動駕駛縱向(加速及制動系統)及橫向(轉向系統)車輛運動操控系統。Continental 較為人熟識的可能是其生產的汽車輪胎，然而 Continental 在 ADAS 發展上也取得不俗的成果。他們目前提供的 ADAS 解決方案包括透過使用鏡頭、雷達或光學雷達作感應器，在泊車、駕駛及緊急制動等方面輔助駕駛者。於 2016 年度，Continental 在 ADAS 業務上的收入已達 12 億歐元。

我們認為上述的合作對集團發展自動化的轉向技術毫無疑問有很大幫助。儘管 ADAS 業務暫時未能為集團帶來很大的收益，但隨著自動駕駛技術日漸成熟，配置自動駕駛甚至無人駕駛功能的汽車愈來愈多，ADAS 業務可望成為集團未來的增長引擎。以 Google 等龍頭企業的技術作參考，相信無人駕駛汽車在街上行駛指日可待。



潛在下行風險

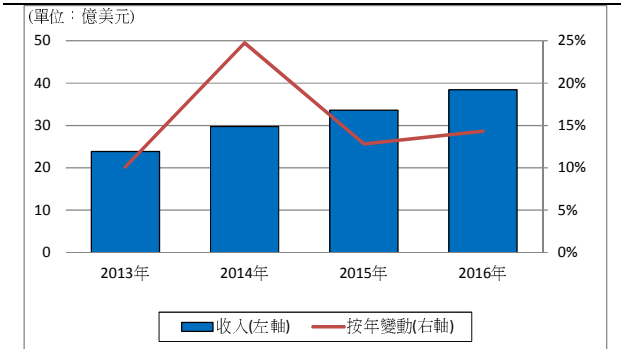
原材料價格上漲或增加生產成本

鋼和鋁等原材料價格上漲或會增加集團的生產成本。美國總統特朗普於今年三月簽署行政命令，對進口鋼鐵和鋁產品分別額外徵收 25% 和 10% 關稅，惟該政策不適用於加拿大及墨西哥兩個較大的鋼鐵進口國，並容許日後對更多美國盟友作出豁免。關稅增加或導致鋼鋁材價格上升，惟最終影響需視乎那些進口國家受影響，以及集團將成本轉嫁至客戶的能力。



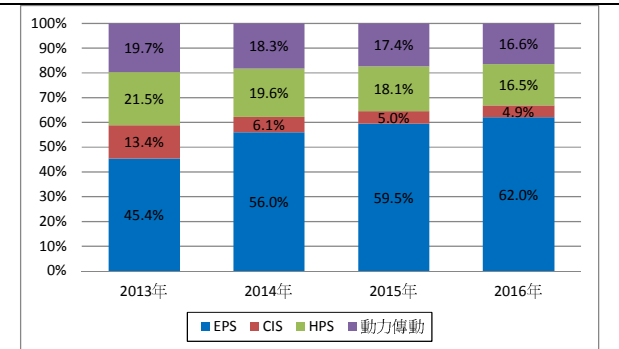
重要數據

圖表 21：集團收入



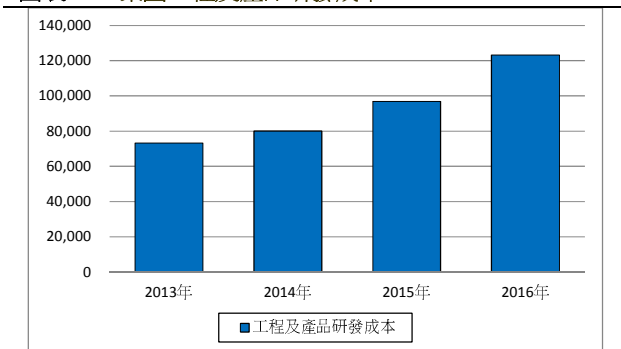
資料來源：公司業績及致富資料研究組

圖表 22：按產品劃分收入佔比



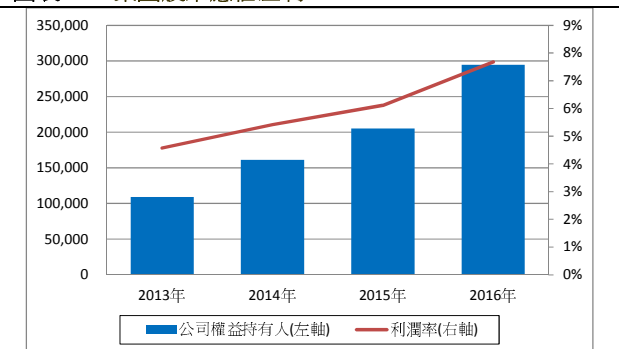
資料來源：公司業績及致富資料研究組

圖表 23：集團工程及產品研發成本

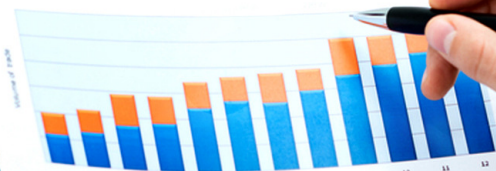


資料來源：公司業績及致富資料研究組

圖表 24：集團股東應佔溢利



資料來源：公司業績及致富資料研究組



損益表

截至 12 月 31 日止年度 (千美元)	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
收入	3,842,244	3,957,511	4,076,237	4,280,048
銷貨成本	(3,180,579)	(3,225,372)	(3,322,133)	(3,488,240)
毛利	661,665	732,140	754,104	791,809
工程及產品研發成本	(123,280)	(120,558)	(124,174)	(130,383)
銷售及分銷開支	(15,458)	(14,973)	(15,422)	(16,193)
行政開支	(114,470)	(121,071)	(124,704)	(130,939)
其他收益(虧損)淨額	7,033	---	---	---
經營利潤	415,490	475,538	489,804	514,294
融資收益	1,407	2,370	2,929	3,503
融資成本	(31,575)	(28,119)	(22,619)	(17,234)
分佔一間合營企業收益	684	1,000	1,000	1,000
除所得稅前利潤	386,006	450,789	471,113	501,563
所得稅開支	(84,141)	(107,369)	(80,089)	(85,266)
利潤	301,865	343,420	391,024	416,297
非控制性權益	7,142	8,125	9,344	10,746
每股基本盈利(美元)	0.12	0.13	0.15	0.16
每股股息(美元)	0.02	0.03	0.04	0.04

財務比率

截至 12 月 31 日止年度	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
毛利率	17.2%	18.5%	18.5%	18.5%
資產周轉率	142.7%	132.6%	125.9%	121.7%
流動比率(倍)	1.66	1.79	1.92	2.04
長期債項/股東權益	44.8%	32.9%	20.6%	12.4%
總債項/股東權益	51.7%	38.0%	24.7%	15.8%
總債項/資本運用	34.1%	27.5%	19.8%	13.7%
利息備付率(倍)	13.23	17.03	21.83	30.10
總資產回報率	11.2%	11.5%	12.1%	11.8%
派息比率	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%

資產負債金表

截至 12 月 31 日止年度 (千美元)	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
現金、銀行存款及現金等價物	484,475	570,548	705,004	843,158
應收賬款	589,642	639,283	658,462	691,385
庫存	261,749	278,167	286,512	300,838
其他	91,689	103,353	106,453	111,776
流動資產	1,427,555	1,591,351	1,756,431	1,947,157
固定資產淨值	779,134	885,848	960,000	1,020,000
其他長期資產	486,679	507,013	522,223	548,334
非流動資產	1,265,813	1,392,861	1,482,223	1,568,334
總資產	2,693,368	2,984,212	3,238,654	3,515,491
短期債	75,488	70,000	70,000	70,000
應付賬款	604,498	626,550	645,346	677,613
其他流動負債	180,340	191,429	197,171	207,030
流動負債	860,326	887,978	912,518	954,644
長期債	488,659	452,121	350,000	250,000
其他非流動負債	253,360	268,614	276,673	290,506
非流動負債	742,019	720,735	626,673	540,506
總負債	1,602,345	1,608,713	1,539,190	1,495,150
總權益	1,091,023	1,375,498	1,699,464	2,020,341

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (千美元)	2016 年	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
利潤	301,865	343,420	391,024	416,297
折舊	93,649	115,725	128,296	137,621
其他調整	79,012	95,766	92,686	90,114
淨營運資本	34,866	(44,583)	(6,085)	(10,445)
經營業務現金流	509,392	510,329	605,922	633,586
資本開支	(187,508)	(222,439)	(202,448)	(197,621)
其他	(95,861)	(87,981)	(85,277)	(98,991)
投資業務現金流	(283,369)	(310,420)	(287,725)	(296,612)
股息	(41,086)	(58,945)	(67,059)	(95,420)
股份	---	---	---	---
負債	(77,576)	(42,026)	(102,121)	(100,000)
其他	(36,638)	(12,865)	(14,561)	(3,400)
融資業務現金流	(155,300)	(113,836)	(183,741)	(198,820)
現金(減少)/增加	70,723	86,073	134,456	138,154



估值

我們給予耐世特的目標價是以貼現現金流模型所推算出來。當中貼現現金流模型假設：

- 加權平均資本成本(WACC)為 9.0%；
- 2020 年後公司自由現金流每年增長 3.0%(最終年增長率)；
- 假設按每 1 美元兌 7.84 港元的滙率兌換。

	2017 年 (預測)	2018 年 (預測)	2019 年 (預測)
公司自由現金流 (千美元)	225,209	331,120	364,304
終值 (千美元)	---	---	6,253,880
貼現因子	---	1.09	1.19
公司貼現自由現金流 (千美元)	---	303,780	5,570,393

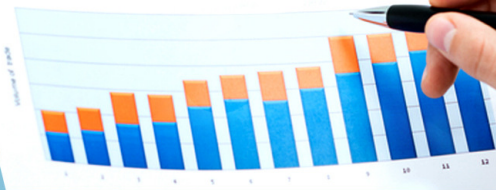
公司合理值(千美元)	5,874,172
淨債項現值(千美元)	-48,427
每股估值(美元)	2.37
每股估值(港元)	18.56

基於上述的預測，耐世特的估值為 18.56(按 1 美元兌 7.84 港元的滙率兌換)，與 2018 年 3 月 9 日收市價(15.9 元)相比約有 16.7%的潛在升幅。



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

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，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。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，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(“此等人士”)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所推介的股份存有權益。