

耐世特 (01316.HK) 2017 年年报点评

# 业绩低于预期，ADAS 值得期待

2018 年 3 月 15 日

## 投资要点

- ❖ **北美车市销量疲软，公司 17 年业绩低于预期。**17 年美国市场汽车销量为 1765 万辆，同比下降 1.7%。受北美车市低迷，公司 17 年营业收入为 38.8 亿美元，同比增长 0.9%；EBITDA 为 6.21 亿美元，同比增长 7.5%；归母净利润同比增长 19.4%至 3.5 亿美元。公司根据特朗普税收新政，调节了未来递延所得税，取得一次性的 3900 万美元的收益；18 年起公司的实际税率在新政下有望下降至 16%-18%，直接增厚公司的净利润。但若排除递延所得税这一非经常性收益，公司扣非净利润同比增长+6.1%，低于预期。
- ❖ **在手订单结构性改善减小公司单一市场依赖风险。**公司当前的在手订单由 16 年披露的 256 亿美元降低至 239 亿美元，主要是由于通用汽车向 PSA 出售 Opel-Vauxhall 品牌，从而导约合 16 亿美元订单取消。当前公司订单结构中 70%均由毛利率较高的 EPS 产品所构成，高于当前 EPS 产品的营收占比 64%。未来公司订单结构中将有 57%来自于北美，24%来自于亚太，19%来自于欧洲和南美；相比较当下，公司有 65%的收入来自于北美。未来订单结构的改善有助于减小公司对北美车市的风险敞口。
- ❖ **展望 2018：北美车市继续低迷，装备新车型是业绩增量关键。**北美三大整车厂在 2017 年下半年起陆续进入产品换代周期，其中耐世特将重新进入福特 C 平台配套体系，配备福克斯、翼虎、林肯 MKC 等车型。首个装备公司 ADAS 功能 EPS 的车型——雪佛兰 Bolt 自动驾驶版 (C-EPS) 以及 Waymo (R-EPS) 将于今年量产，该 EPS 产品单价约提升一倍以上，将为公司贡献收入和利润增量。公司于 2017 年新增投产项目 32 个，并新增比亚迪、广汽、雷诺等客户，预计将为广汽和比亚迪的新能源汽车装备 EPS。
- ❖ **转向系统行业即将迎来二次变革，公司有望成为 ADAS 时代的龙头企业。**公司当前在 ADAS 和线控转向领域技术储备充足，目前已经和整车厂开启 7 个 ADAS 产品和 2 个线控转向的同步研发。中长期来看，公司已与大陆汽车合资共同开发 ADAS 时代的“转向+制动”技术；与 WABCO 合资计划进入商用车领域，通过 MTO 产品为卡车客车带来 ADAS 解决方案；与 Waymo 全面合作，为无人驾驶 L4 落地提供解决方案。ADAS 和线控技术将继续筑高转向行业壁垒，继续看好公司成为 ADAS 时代的转向巨头。
- ❖ **风险因素：**配套车型销量不达预期；美国车市增速低于预期；新产品开发速度低于市场预期；智能驾驶技术发展进度低于预期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司是电动助力转向和智能驾驶的稀缺性标的，技术护城河深，安全边际较高；合资公司逐渐落地增强公司核心竞争力；在北美车市销量低迷影响公司短期业绩，订单的结构性改善有助于单一市场依赖度风险消除。下调 18/19 年 EPS 为 0.15/0.18 美元（原为 0.17/0.21 美元），对应 12/10 倍 PE。公司合理估值为 18 年倍 PE，维持“买入”评级。

	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入(千美元)	33.61	38.42	38.78	42.61	47.74
增长率 YoY%	12.8%	14.3%	0.9%	9.9%	12.0%
净利润(千美元)	2.05	2.95	3.52	3.85	4.47
增长率 YoY%	27.3%	43.5%	19.4%	9.3%	16.1%
每股收益 EPS(美元)	0.08	0.12	0.14	0.15	0.18
毛利率%	16.2%	17.2%	17.7%	17.9%	18.2%
净资产收益率 ROE%	26.9%	31.0%	28.1%	25.7%	25.6%
每股净资产 BPS(美元)	0.33	0.42	0.56	0.68	0.83
P/E	21	15	12.5	11.5	9.9
P/B	5.3	4.2	3.1	2.6	2.1

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 3 月 14 日收盘价



## 买入 (维持)

当前价：13.8 港元

目标价：16.0 港元

## 中信证券研究部

### 陈俊斌

电话：010-60836703

邮件：chenjb@citics.com

执业证书编号：S1010512070001

### 联系人：汪浩

电话：010-60836732

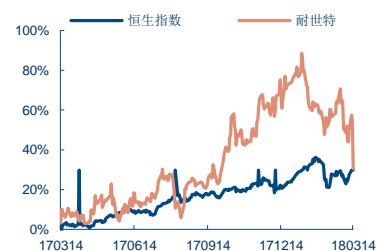
邮件：wanghao7@citics.com

### 联系人：宋韶灵

电话：010-60836714

邮件：songshaoling@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 主要数据

恒生指数	31601.45 点
总股本/港股流通股本	0.25/0.25 百万股
近 12 月最高/最低价	19.96 港元/11.06 港元
近 1 月绝对涨幅	-18.63%
近 6 月绝对涨幅	6.81%
今年以来绝对涨幅	-25.89%
12 个月日均成交额	90.49 百万港元

## 相关研究

1. 耐世特 (01316.HK) 2017 年中报点评——净利润超预期，不惧北美车市低迷 ..... (2017-08-16)
2. 耐世特 (01316.HK) 投资价值分析报告——技术壁垒高，增长确定强 ..... (2017-07-17)

## 利润表 (百万美元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,361	3,842	3,878	4,261	4,774
营业成本	-2,816	-3,181	-3,204	-3,496	-3,903
毛利率	545	662	674	765	871
营业税金及附加	-12	-15	-16	-16	-19
销售费用	-105	-114	-111	-124	-139
营业费用率	-17	7	4	0	0
管理费用	313	415	428	493	561
管理费用率	-33	-32	-25	-29	-28
财务费用	1	1	-2	2	7
财务费用率	283	386	405	469	544
投资收益	-73	-84	-49	-80	-93
营业利润	210	302	356	389	452
营业利润率	205	295	352	385	447
营业外收入	5	7	4	4	5
营业外支出	3,361	3,842	3,878	4,261	4,774
利润总额	-2,816	-3,181	-3,204	-3,496	-3,903
所得税	545	662	674	765	871
所得税率	-12	-15	-16	-16	-19
少数股东损益	-105	-114	-111	-124	-139
归属于母公司股东的净利润	-17	7	4	0	0

## 现金流量表 (百万美元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营运资本变动前之现金流量	448	559	624	719	828
(增加)/减少应收账款	-61	-43	-21	-42	33
(增加)/减少存货	-41	-13	20	-72	-11
增加/(减少)应付账款及应计费用	138	34	-22	159	67
增加/(减少)拨备	8	17	2	15	11
增加/(减少)退休福利及补偿	-11	1	-1	3	1
增加/(减少)递延收入	36	23	-6	26	12
已付所得税	-49	-68	-49	-80	-93
经营活动产生的现金流净额	468	509	546	728	849
购买物业、厂房及设备	-166	-167	-223	-245	-270
购买无形资产	-112	-118	-137	-151	-166
处置物业、厂房及设备所得款	4	2	4	4	4
受限制银行存款(增加)/减少	1	-1	0	0	0
于共同控制实体投资	-3	0	0	0	0
投资活动产生的现金流净额	-276	-283	-356	-392	-432
借款所得款	56	4	-75	-27	-10
偿还借贷	-148	-84	-	-	-
融资费用	-37	-38	-25	-29	-28
已付股东之股息	-32	-40	-70	-77	-89
行使股票期权所得款	0	3	0	0	0
向非控股股东派发股息	-1	0	0	0	0
融资活动产生的现金流净额	-162	-155	-171	-133	-127
现金及现金等价物净增加额	30	71	19	204	289
营运资本变动前之现金流量	448	559	624	719	828

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 资产负债表 (百万美元)

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产	1,121	1,266	1,418	1,600	1,776
不动产、工厂及设备	685	779	884	1,002	1,120
土地使用权	1	1	2	1	0
无形资产	408	450	495	560	610
递延所得税资产	11	10	7	7	7
预付款项及其他应付款项	6	16	20	20	20
于合营公司的投资	10	11	11	11	18
流动资产	1,336	1,428	1,561	1,771	2,038
库存	254	262	241	313	324
应收账款	570	590	611	653	620
其他营收及预付款项	95	91	102	91	91
受限制银行存款	0	1	7	7	7
现金及现金等价物	417	484	601	707	997
总资产	2,457	2,693	2,979	3,371	3,814
股本	32	32	32	32	32
其他储备	256	192	184	184	184
留存收益	540	834	1,186	1,494	1,851
非控制性权益	27	32	38	43	48
总权益	854	1,091	1,441	1,753	2,115
非流动负债	795	742	670	779	797
长期借款	561	489	414	489	489
退休福利及其他负债	18	18	17	20	20
递延所得税负债	52	57	68	68	68
拨备	66	76	85	93	102
递延收益	92	93	82	106	114
应计费用及其他应付款项	7	9	5	5	5
流动负债	807	860	868	1,009	1,073
应付款项	559	604	582	741	808
应计负债及其他应付款项	98	107	138	138	138
应交所得税	13	15	15	15	15
退休福利及其他负债	3	3	3	4	4
衍生金融负债	6	0	0	0	0
拨备	24	29	23	30	31
递延收益	25	25	30	32	36
短期借款	81	75	77	50	40
总负债	1,602	1,602	1,539	1,789	1,869
总权益及负债	2,457	2,693	2,979	3,371	3,814

## 主要财务指标

指标名称	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,361	3,842	3,878	4,261	4,774
营业利润	313	415	428	493	561
归母净利润	205	295	352	385	447
毛利率	16.2%	17.2%	17.7%	17.9%	18.2%
EBITDA Margin	13.6%	15.0%	16.0%	16.9%	17.4%
净利率	6.3%	7.9%	9.2%	9.1%	9.5%
净资产收益率	26.9%	31.0%	28.1%	25.7%	25.6%
总资产收益率	8.6%	11.2%	11.9%	11.5%	11.8%
资产负债率	65.2%	59.5%	51.6%	53.1%	49.0%
所得税率	25.8%	21.8%	12.1%	17.0%	17.0%
股利支付率	19.4%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia SdnBhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。