

**买入** (维持)1316.HK **耐世特****港股通 (沪、深)****目标价:** 16.22 港元**现价:** 13.14 港元**恢复与成长带来业绩与估值向上双击**

2021年1月21日

**预期升幅:** 23.44%**主要财务指标**

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	3,576	3,016	3,516	3,958
同比增长	-8.6%	-15.6%	16.6%	12.6%
归母净利润(百万美元)	232	108	207	255
同比增长	-38.8%	-53.5%	91.6%	23.2%
净利润率	6.5%	3.6%	5.9%	6.4%
净资产收益率	12.6%	5.6%	10.2%	11.6%
总资产收益率	7.2%	3.2%	5.5%	6.2%
每股收益(美元)	0.09	0.04	0.08	0.10

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

**市场数据**

日期	2021.1.20
收盘价(港元)	13.14
总股本(百万股)	2,508
总市值(百万港元)	32,955
净资产(百万美元)	1,749
总资产(百万美元)	2,891
每股净资产(美元)	1.15

数据来源: Wind

**相关报告**耐世特(1316.HK)深度报告:  
低谷归来, 征途是星辰大海  
20201229**海外汽车研究**

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

[yuxiaoli@xyzq.com.cn](mailto:yuxiaoli@xyzq.com.cn)

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

**投资要点**

- **美国汽车行业恢复好于预期, 公司下半年业绩有望实现同比增长。** 2020 下半年美国汽车产量同比增长 1.9%, 环比增长 52.5%; 其中 Light Trucks 产量同比增长 5.23%, 环比增长 57.0%, 卫生事件影响下行业整体生产恢复好于预期。2020 年下半年通用、福特、FCA 三巨头 Light Trucks 产量同比增长 3.74%, 其中通用汽车同比增长 31.06%, 福特汽车同比减少 3.45%, FCA 销量同比减少 8.67%。我们认为, 得益于主要市场美国的良好恢复、核心客户通用汽车产量的大幅增长, 叠加中国市场的优异表现以及欧洲市场新项目投产等因素, 公司 2020 年下半年业绩有望实现同比增长, 环比大幅改善。
- **受益电动智能化转型, 公司 EPS、半轴、管柱等产品单车价值有望提升。** 通用汽车计划在 2025 年之前投资 270 亿美元并推出 30 款电动车, 在 2023 年之前推出 22 款搭载 SuperCruise 超级智能驾驶系统车型。在电动智能化转型过程中, 耐世特可实现 L2-L5 ADAS 功能的高可用性 EPS 渗透率有望提升、新产品可伸缩式管柱有望得到应用、电动车自重增加对于半轴减噪耐用性要求更高, 产品附加值提升明显。我们认为, 伴随核心客户未来电动智能化转型, 耐世特产品单车价值量有望提升、新产品储备有望逐步得到量产。
- **高输出 EPS 有望逐步在商用车电动化转型中实现量产。** 传统 EPS 由于负载不足难以应用于商用车, 耐世特研发的高输出 EPS 可用于轻型及中重型商用车、能够助力商用车节省油耗并获得多项辅助驾驶功能。目前, 耐世特已经将高输出 EPS 成功应用于三辆电动车辆上, 包括一辆全尺寸电动皮卡、一辆电动轻型商用车以及一辆电动 L4 自动驾驶载人穿梭巴士。我们认为, 伴随特斯拉、通用等企业陆续推出面向商用电动车的业务, 商用车尤其是轻卡电动化进程正在加速, 耐世特高输出 EPS 有望逐步实现量产并贡献业绩增量。
- **我们的观点:** 公司专注汽车转向系统逾百年, 拥有极强的研发与创新能力、深厚的经验与技术积累, 核心产品符合汽车行业大趋势, 自动驾驶技术储备充足、行业领先, 有望持续享受汽车行业转型变革红利。伴随全球汽车行业迎来恢复性增长, 公司核心客户表现回暖、新客户项目持续投产。考虑到公司美国市场及客户恢复好于预期以及耐世特未来在电动智能领域的成长性, 我们将 2020-2022 年公司利润预测分别调高 24.3%、25.5%和 15.5%至 1.08 亿美元、2.07 亿美元和 2.55 亿美元。目标价从 11.89 港元提升至 16.22 港元, 相当于 25 倍 2021 年 PE, 维持“买入”评级。

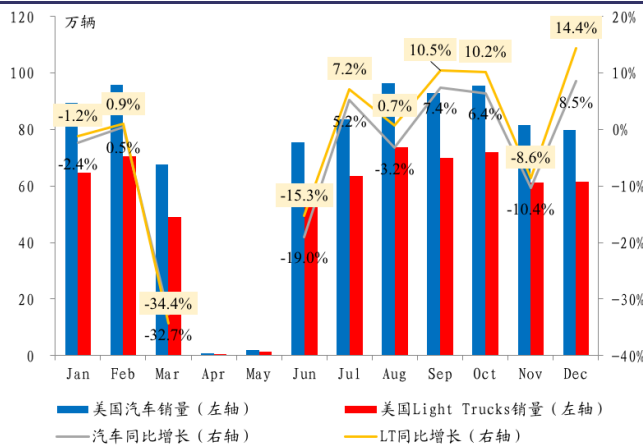
**风险提示: 汽车行业恢复不及预期; 贸易摩擦升级; 新工厂爬坡不及预期**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 报告正文

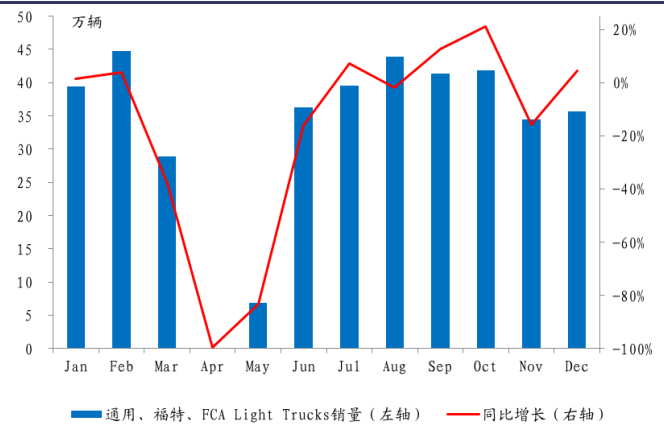
美国汽车行业恢复好于预期，公司下半年业绩有望实现同比增长。2020 年下半年美国汽车产量同比增长 1.9%，环比增长 52.5%；其中 Light Trucks 产量同比增长 5.23%，环比增长 57.0%，卫生事件影响下行业整体生产恢复好于预期。2020 年下半年通用、福特、FCA 三巨头 Light Trucks 产量同比增长 3.74%，其中通用汽车同比增长 31.06%，福特汽车同比减少 3.45%，FCA 销量同比减少 8.67%。我们认为，得益于主要市场美国的良好恢复、核心客户通用汽车产量的大幅增长，叠加中国市场的优异表现以及欧洲市场新项目投产等因素，公司 2020 年下半年业绩有望实现同比增长，环比大幅改善。

图 1、美国汽车、Light Trucks 销量及同比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、通用、福特、FCA Light Trucks 销量及同比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

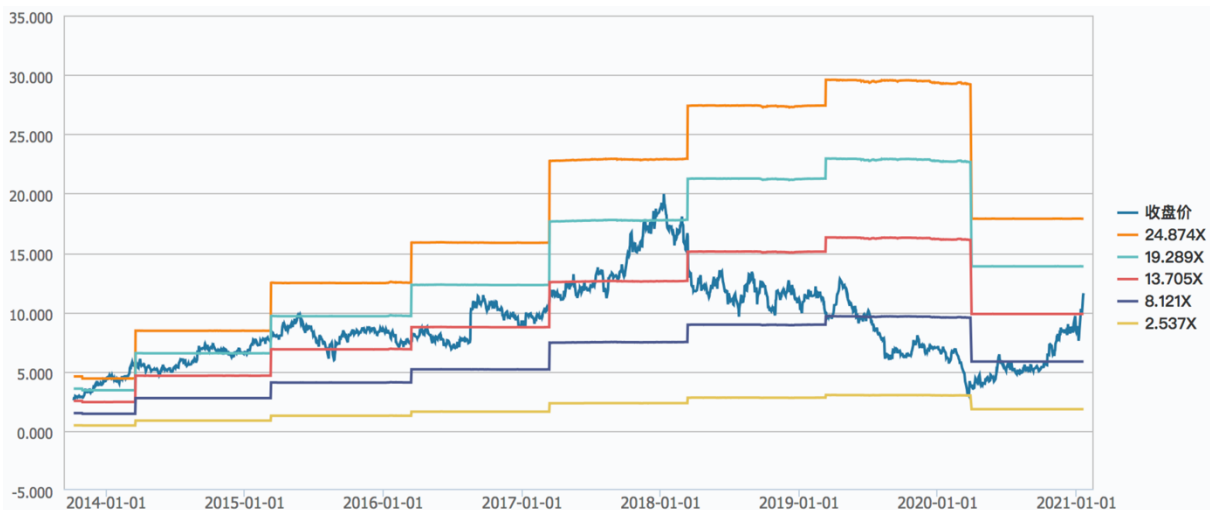
**受益电动智能化转型，公司 EPS、半轴、管柱等产品单车价值有望提升。**通用汽车具有 BEV3 电动平台、Ultium 电池、Super Cruise 超级智能驾驶系统等电动智能核心技术，计划在 2025 年之前投资 270 亿美元并推出 30 款电动车，在 2023 年之前推出 22 款搭载 SuperCruise 超级智能驾驶系统车型。在电动智能化转型过程中，耐世特可实现 L2-L5 ADAS 功能的高可用性 EPS 渗透率有望提升、新产品可伸缩式管柱有望得到应用，电动车自重增加对于半轴减噪耐用性要求更高，相关产品附加值提升明显。我们认为，伴随核心客户未来电动智能化转型，凯迪拉克 Celestiq、凯迪拉克 Lyriq、雪佛兰 Bolt EUV、悍马 EV 等电动智能车型从今年开始逐步推出，耐世特产品单车价值量有望提升、新产品储备有望逐步得到量产。

**高输出 EPS 有望逐步在商用车电动化转型中实现量产。**传统 EPS 由于负载不足难以应用于商用车，耐世特研发的高输出 EPS 可用于轻型及中重型商用车、能够助力商用车节省油耗并获得多项辅助驾驶功能。目前，耐世特已经将高输出 EPS 成功应用于三辆电动车辆上，包括一辆全尺寸电动皮卡、一辆电动轻型商用车以及一辆电动 L4 自动驾驶载人穿梭巴士。我们认为，伴随特斯拉、通用等企业陆续推出面向商用电动车的业务，商用车尤其是轻卡电动化进程正在加速，耐世特高输出 EPS 有望逐步实现量产并贡献业绩增量。

**我们的观点：**公司专注汽车转向系统逾百年，拥有极强的研发与创新能力、深厚的经验与技术积累，核心产品符合汽车行业大趋势，自动驾驶技术储备充足、行业领先，有望持续享受汽车行业转型变革红利。伴随全球汽车行业迎来恢复性增长，公司核心客户表现回暖、新客户项目持续投产，我们认为耐世特已经走出业绩低谷，重回增长通道。考虑到公司美国市场及客户恢复好于预期以及耐世特未来在电动智能领域的成长性，我们将 2020-2022 年公司利润预测分别调高 24.3%、25.5%和 15.5%至 1.08 亿美元、2.07 亿美元和 2.55 亿美元。目标价从 11.89 港元提升至 16.22 港元，相当于 25 倍 2021 年 PE，维持“买入”评级。

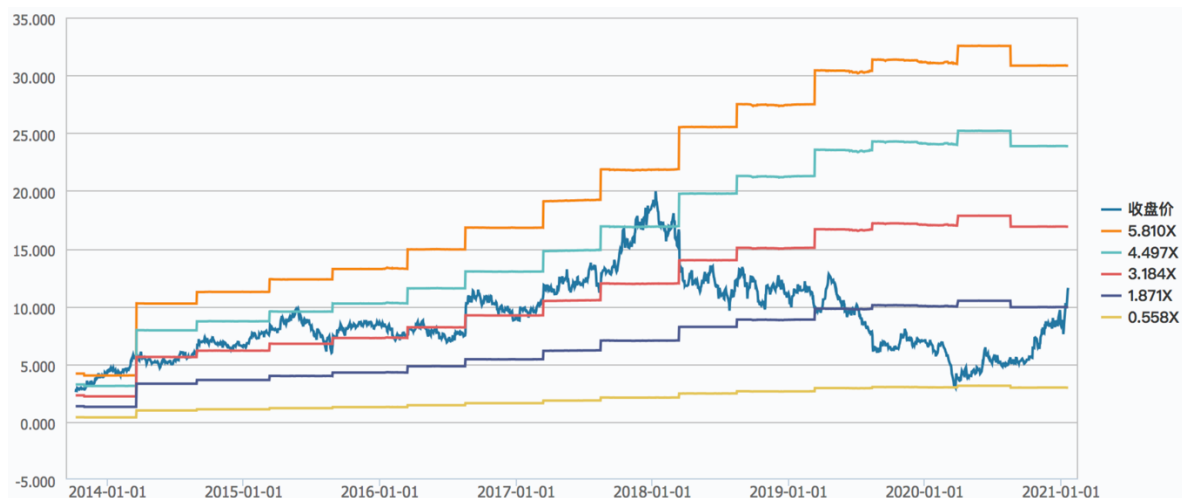
**风险提示：**汽车行业恢复不及预期；贸易摩擦升级；新工厂爬坡不及预期

图 3、耐世特历年 PE band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、耐世特历年 PB band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**附表**

资产负债表					利润表				
单位: 百万美元					单位: 百万美元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,520</b>	<b>1,402</b>	<b>1,391</b>	<b>1,389</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,576</b>	<b>3,016</b>	<b>3,516</b>	<b>3,958</b>
存货	266	269	285	299	<b>营业成本</b>	<b>(3,037)</b>	<b>(2,663)</b>	<b>(2,984)</b>	<b>(3,348)</b>
应收账款	545	572	612	661	工程及产品研发成本	(129)	(165)	(148)	(160)
其他应收款项与预付款项	107	115	124	134	销售及分销开支	(18)	(15)	(14)	(16)
受限制银行存款	0	0	0	0	行政开支	(120)	(115)	(120)	(127)
现金及现金等价物	602	447	371	295	其他收益净额	2	1	4	4
<b>非流动资产</b>	<b>1,739</b>	<b>2,071</b>	<b>2,417</b>	<b>2,780</b>	经营利润	273	101	251	307
使用权资产	61	63	63	63	融资成本净额	(5)	(5)	(7)	(8)
不动产、工厂及设备	990	1,139	1,295	1,459	分占合营企业(亏损)收益	(4)	(2)	(4)	(4)
递延所得税资产	12	13	14	14	税前利润	264	89	233	287
无形资产	627	803	988	1,182	所得税开支	(29)	22	(23)	(29)
其他应收款项与预付款项	30	32	34	37	年度利润	235	111	210	259
投资合营企业	20	21	22	24	归属少数股东	2	3	3	3
<b>总资产</b>	<b>3,259</b>	<b>3,473</b>	<b>3,808</b>	<b>4,169</b>	归属本公司股东	232	108	207	255
<b>流动负债</b>	<b>865</b>	<b>909</b>	<b>988</b>	<b>1,075</b>	基本每股收益(美元)	0.09	0.04	0.08	0.10
应付账款	592	622	684	752					
其他应付款项及应计款项	129	132	139	146	<b>主要财务比率</b>				
借款	71	76	81	87	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
其他流动负债	73	79	84	90	成长性(%)				
<b>非流动负债</b>	<b>543</b>	<b>646</b>	<b>781</b>	<b>901</b>	营业收入增长率	-8.6%	-15.6%	16.6%	12.6%
借款	298	388	504	605	归母净利润增长率	-38.8%	-53.5%	91.6%	23.2%
退休福利及补偿	23	24	25	26					
其他负债	222	234	251	269	<b>盈利能力分析(%)</b>				
<b>总负债</b>	<b>1,407</b>	<b>1,555</b>	<b>1,769</b>	<b>1,976</b>	毛利率	15.1%	13.2%	15.1%	15.4%
<b>总权益</b>	<b>1,852</b>	<b>1,918</b>	<b>2,039</b>	<b>2,193</b>	税前利润率	7.4%	3.0%	6.6%	7.3%
少数股东权益	40	40	40	40	年度利润率	6.6%	3.7%	6.0%	6.5%
股东应占权益及储备	1,812	1,787	1,921	2,085	归母净利润率	6.5%	3.6%	5.9%	6.4%
<b>负债及所有者权益</b>	<b>3,259</b>	<b>3,473</b>	<b>3,808</b>	<b>4,169</b>	净资产收益率	12.6%	5.6%	10.2%	11.6%
					资产收益率	7.2%	3.2%	5.5%	6.2%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万美元								
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力(%)</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>491</b>	<b>340</b>	<b>403</b>	<b>459</b>	资产负债率	43.2%	44.8%	46.5%	47.4%
经营产生的现金	509	318	426	488	速动比率	1.4	1.2	1.1	1.0
已付所得税	(18)	22	(23)	(29)	流动比率	1.8	1.5	1.4	1.3
<b>投资活动现金流</b>	<b>(373)</b>	<b>(331)</b>	<b>(346)</b>	<b>(360)</b>					
购置不动产、工厂及设备	(201)	(150)	(158)	(166)	<b>营运能力(天)</b>				
新增无形资产及土地使用权	(168)	(176)	(185)	(194)	平均资产周转天数	333	420	395	384
出售不动产、工厂及设备所得款	1	1	2	2	平均存货周转天数	27	33	30	28
投资合营企业	(6)	(6)	(5)	(2)	平均应收账款天数	56	69	64	61
<b>融资活动现金流</b>	<b>(185)</b>	<b>(157)</b>	<b>(128)</b>	<b>(171)</b>	平均应付账款天数	60	75	71	69
借款所得款	6	6	7	7					
偿还借款	(76)	(48)	(64)	(73)	<b>每股资料(元)</b>				
已付融资成本	(27)	(24)	(22)	(19)	每股收益	0.09	0.04	0.08	0.10
支付予本公司权益持有人的股息	(78)	(81)	(39)	(73)	每股净资产	0.67	0.69	0.74	0.79
其他融资活动所得款	(11)	(11)	(11)	(13)					
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>(67)</b>	<b>(148)</b>	<b>(71)</b>	<b>(73)</b>	<b>估值比率(倍)</b>				
<b>外汇变动影响</b>	<b>(6)</b>	<b>(7)</b>	<b>(5)</b>	<b>(5)</b>	PE	18.8	39.3	20.5	16.7
<b>期初现金</b>	<b>675</b>	<b>602</b>	<b>447</b>	<b>371</b>	PB	2.5	2.4	2.3	2.1
<b>期末现金</b>	<b>602</b>	<b>447</b>	<b>371</b>	<b>295</b>	股息率(%)	1.9%	3.3%	3.3%	3.6%

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。