

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

敏实集团 (425 HK)

业绩受行业拖累, 轻量化领先优势逆势扩大

- 净利润微增1.8%低于预期, 贸易战拖累毛利率, 海外市场高增长
- 轻量化业务逆势强劲增长, 研发、订单和生产布局领先优势扩大
- 维持买入评级, 下调目标价至21港元 (14x FY20E P/E)

贸易战拖累毛利率, 海外市场稳步增长

公司2019年收入增长5.1%至132亿元人民币符合预期; 净利润增长1.8%至17亿元人民币, 比我们预测/市场预期低6.9%/6.5%, 下半年同比增18%至8亿元人民币。业绩要点: 1) 国内收入下降0.5%, 大幅跑赢汽车产量降幅(-7.5%), 得益于公司聚焦优势品牌, 跑赢市场的日系/欧系品牌占比合计提升2.8ppt至65.2%; 海外收入增长13.8%, 其中欧洲/北美高增18%/16%, 海外收入占比提升3.2ppt至42.4%。2) 毛利率下降0.8ppt至31.2%, 剔除贸易战影响(拖累毛利率0.6ppt)则降幅温和, 其中国内/海外毛利率分别下降0.8ppt/0.2ppt。下半年毛利率环比下降2.3ppt至30.2%, 主要受欧洲新工厂产能爬坡期良率及产能利用率偏低影响, 目前已陆续改善。3) 销售费用率维持4.1%, 管理/研发费用率分别提升0.4ppt/0.3ppt, 估计源于产能扩充及电池盒等新产品开发。4) 经营现金流增长16.8%至24亿元人民币, 资本开支缩减24.8%, 自由现金流转正。

轻量化业务强劲增长, 领先优势逆势扩大

我们估计公司2019年以铝产品为核心的轻量化业务收入增长14%, 收入贡献提升2ppt至27%, 加深公司在前沿业务方面的领先优势。在行业下行周期, 公司的领先优势会进一步加大: 1) 与其他龙头公司类似, 公司研发投入未因行业下行而减少, 继续扩大在电动化、智能化零部件的研发优势; 2) 行业下行令订单向全球化经营能力强、财务稳健的龙头集中, 公司规划2025年海外收入占比从目前的42%提高至60%。今年新订单目标75-80亿元人民币, 同比持平; 3) 预计今年资本开支维持在高位, 前瞻性加大欧洲工厂投资, 锁定欧洲大客户电动化业务订单; 4) 电池盒业务已经奠定行业领先地位, 锁定大众、宝马和雷诺等客户, 按目前在手订单推测2023年贡献25亿元人民币收入(不含其它铝产品业务)。

维持买入评级, 下调目标价至21港元

下调公司2020E-21E净利润预测20%/25%, 主要反映国内和海外车市受疫情的负面影响。下调目标价40%至20.5港元(前次为34.8港元), 相当于14x FY20E P/E(前次18x)。估值倍数下调22%反映短期业绩波动加大风险。维持买入评级, 潜在股价催化剂包括: 1) 下半年业绩环比改善; 2) 发布轻量化业务大型新订单。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	12,553	13,198	12,310	13,560	15,107
同比增长	10.3%	5.1%	-6.7%	10.2%	11.4%
净利润	1,661	1,690	1,579	1,783	1,998
同比增长	-18.0%	1.8%	-6.6%	12.9%	12.1%
每股盈利(元)	1.44	1.47	1.37	1.55	1.73
每股股息(元)	0.60	0.62	0.57	0.65	0.73
市盈率(x)	11.0	10.8	11.6	10.2	9.1
市净率(x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	12.8%	12.0%	10.5%	11.0%	11.5%

收盘价截至2020年3月30日, 资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

梁勇活 杨岱东
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn yangdd2@cmschina.com.cn

最新变动

盈利预测及目标价下调

买入

前次评级	买入
股价	17.32港元
12个月目标价(上涨空间)	21.0港元 (+21%)
前次目标价	34.8港元

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
425 HK	(35.2)	(30.7)	(24.0)
恒生指数	(12.3)	(9.5)	(18.3)

行业: 汽车汽配

恒生指数	23,175
国企指数	9,402

重要数据

52周股价区间(港元)	16.42-31.3
港股市值(百万港元)	19,925
日均成交量(百万股)	3.97
每股净资产(人民币)	12.42

主要股东

敏实控股有限公司	39.17%
自由流通股	60.83%
总股数(百万股)	1,153

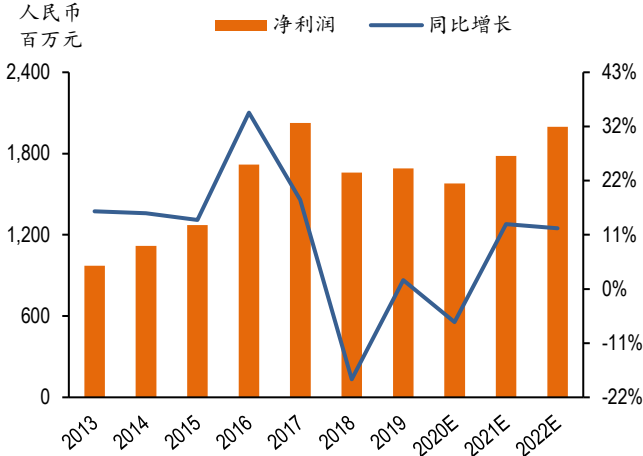
资料来源: 贝格数据

相关报告

1. 敏实集团(425 HK) - 电池盒配套大众MEB确立卡位优势, 开启订单爆发期(2020/3/2)
2. 敏实集团(425 HK) - 三季度业务趋势持续向好, 管理层变动未改核心竞争优势(2019/10/29)
3. 敏实集团(425 HK) - 全面发力轻量化电动化, 长周期拐点确立, 升评级至买入(2019/8/22)

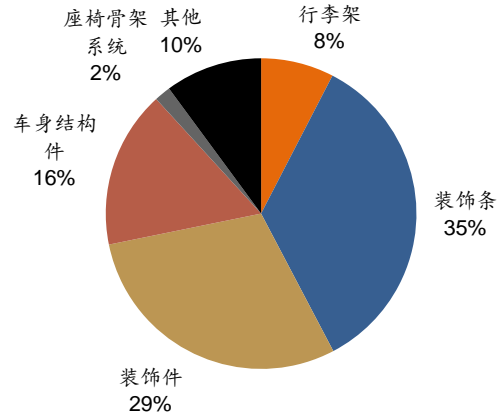
重点图表

图1: 公司净利润及增长率



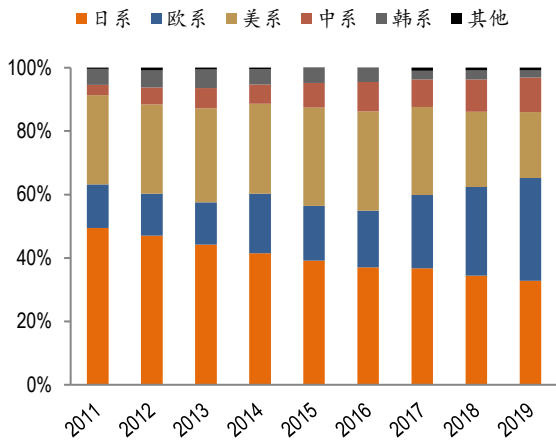
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图2: 公司分类产品收入占比 (2019年)



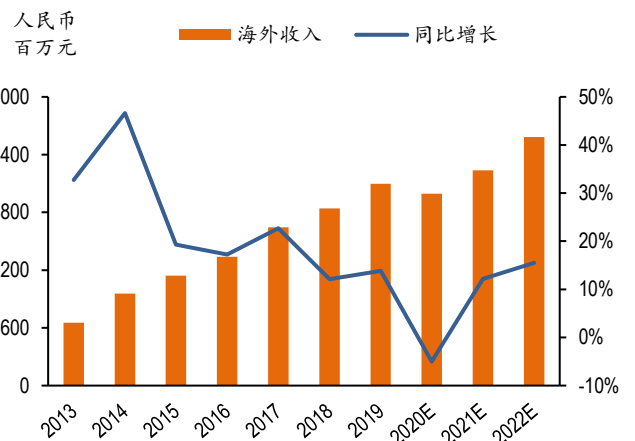
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 公司收入分国别品牌占比



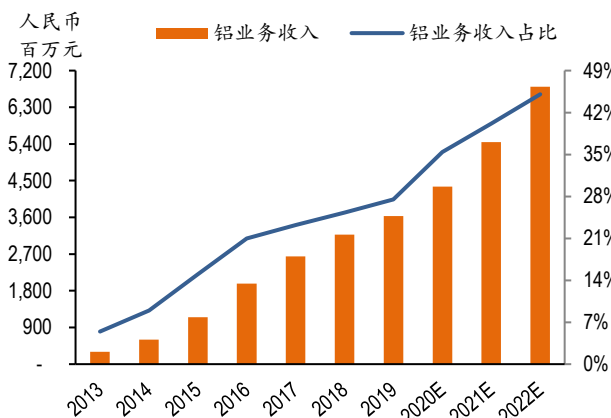
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 公司海外业务高速增长



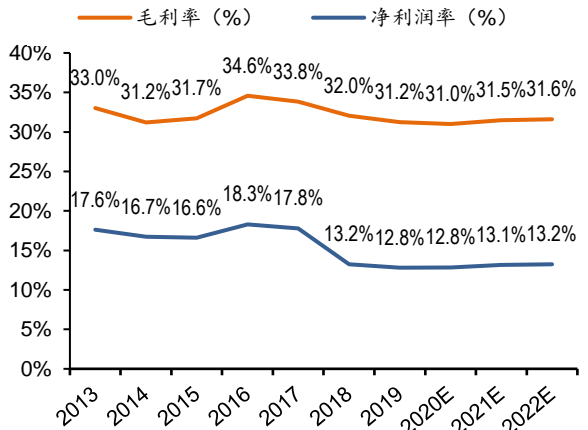
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 铝产品业务强劲增长且占总收入比重上升



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图6: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图7: 收入及毛利润率预测

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国	6,997	7,599	7,927	7,077	7,927	n.a.	-1.1%	-4.1%	n.a.
海外业务	5,313	5,961	7,864	6,553	7,864	n.a.	-18.9%	-24.2%	n.a.
合计	12,310	13,560	15,790	13,630	15,790	n.a.	-9.7%	-14.1%	n.a.
毛利润率	31.0%	31.5%	32.6%	32.1%	32.6%	n.a.	-1.1ppt	-1.1ppt	n.a.

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图8: 损益表预测

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业额	12,310	13,560	15,107	13,630	15,790	n.a.	-9.7%	-14.1%	n.a.
销售成本	-8,494	-9,289	-10,333	-9,255	-10,643	n.a.	-8.2%	-12.7%	n.a.
毛利	3,816	4,271	4,774	4,375	5,148	n.a.	-12.8%	-17.0%	n.a.
投资收入	98	108	121	109	126	n.a.	-9.7%	-14.1%	n.a.
其他收入	185	203	227	204	237	n.a.	-9.7%	-14.1%	n.a.
其他利得与损失	65	71	79	-41	-47	n.a.	-258.4%	-250.6%	n.a.
分销及销售开支	-502	-553	-617	-572	-663	n.a.	-12.2%	-16.5%	n.a.
行政开支	-948	-1,058	-1,178	-1,022	-1,184	n.a.	-7.3%	-10.7%	n.a.
研发开支	-591	-651	-725	-627	-711	n.a.	-5.8%	-8.4%	n.a.
借贷利息	-147	-162	-181	-68	-79	n.a.	116.0%	105.4%	n.a.
分占共同控制实体溢利	6	7	8	7	8	n.a.	-9.7%	-14.1%	n.a.
经营利润	2,123	2,393	2,681	2,426	2,905	n.a.	-12.5%	-17.6%	n.a.
分占联营公司溢利	-19	-21	-24	19	22	n.a.	-202.8%	-197.8%	n.a.
除税前溢利	1,963	2,216	2,484	2,445	2,927	n.a.	-19.7%	-24.3%	n.a.
所得税开支	-314	-355	-397	-399	-477	n.a.	-21.2%	-25.7%	n.a.
本年度溢利	1,649	1,862	2,087	2,046	2,450	n.a.	-19.4%	-24.0%	n.a.
股东应占利润	1,579	1,783	1,998	1,984	2,376	n.a.	-20.4%	-25.0%	n.a.

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		PEG(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	
汽车制造商																	
吉利汽车	175 HK	买入	11.3	13.3	18%	13,291	11.6	9.9	1.7	1.5	-0.3	0.6	15.0	15.4	2.2	2.6	-32.0
华晨中国	1114 HK	买入	6.2	9.7	56%	4,011	4.2	4.1	0.8	0.8	0.3	1.2	19.9	18.8	11.9	1.8	7.7
长城汽车	2333 HK	中性	4.8	审视中	n.a	9,519	8.3	7.5	0.7	0.7	-1.2	0.7	8.8	9.2	6.1	6.8	15.5
比亚迪股份	1211 HK	未评级	38.6	n.a	n.a	18,792	55.1	43.3	1.7	1.7	-1.5	1.6	3.3	3.6	0.3	0.4	91.3
广州汽车	2238 HK	未评级	7.7	n.a	n.a	13,791	9.3	7.7	0.9	0.8	-0.3	0.4	10.0	11.3	4.2	4.4	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	5.0	n.a	n.a	5,537	2.9	3.0	0.3	0.3	-1.3	-0.8	10.9	9.8	6.7	6.6	13.5
庆铃汽车	1122 HK	未评级	1.5	n.a	n.a	480	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-71.3
平均*							7.3	6.4	0.9	0.8	-0.6	0.4	12.9	12.9	6.2	4.4	-13.2
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	26.6	34.8	31%	7,736	12.7	11.6	2.7	2.3	0.5	1.2	20.7	19.5	1.6	1.8	98.1
正通汽车	1728 HK	买入	1.3	3.2	144%	411	3.0	2.7	0.2	0.2	-0.1	0.2	7.2	7.6	7.2	8.1	148.1
和谐汽车	3836 HK	中性	3.4	3.6	7%	679	9.1	8.2	0.6	0.6	n.a	n.a	7.1	7.3	2.2	2.4	20.2
美东汽车	1268 HK	未评级	11.7	n.a	n.a	1,732	18.3	14.0	5.1	3.9	1.0	0.5	34.4	39.3	2.6	3.3	51.6
永达汽车	3669 HK	未评级	6.4	n.a	n.a	1,510	6.4	5.2	0.9	0.8	0.6	0.2	16.0	16.9	4.8	6.1	116.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	1.0	n.a	n.a	360	4.1	3.7	0.3	0.3	2.0	0.3	8.4	8.4	2.8	2.9	103.5
平均							8.9	7.6	1.6	1.4	0.8	0.5	15.6	16.5	3.6	4.1	89.6
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	12.1	17.3	43%	13,104	9.6	9.1	1.9	1.7	1.5	1.5	20.1	18.4	2.6	2.8	32.4
福耀玻璃	3606 HK	买入	15.9	20.1	27%	6,328	12.6	13.4	1.7	1.6	-0.4	-2.1	13.6	12.2	5.2	4.8	14.4
敏实集团	425 HK	买入	17.3	21.0	21%	2,551	10.8	11.6	1.3	1.2	6.0	-1.7	12.0	10.5	3.9	3.6	58.4
耐世特	1316 HK	未评级	3.7	n.a	n.a	1,197	4.5	4.1	0.6	0.5	0.3	0.3	14.1	13.5	5.8	5.8	-12.6
平均							9.4	9.5	1.4	1.3	1.8	-0.5	14.9	13.7	4.4	4.3	7.8
整体平均*							8.5	7.7	1.3	1.1	0.6	0.2	14.6	14.5	4.7	4.3	30.6

收盘价截至2020年3月30日，未评级公司基于市场共识，资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；*注：汽车制造商平均和整体平均不含比亚迪股份

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,147	12,584	13,058	15,230	17,698
现金及现金等价物	4,522	5,687	6,583	8,168	9,895
限制性银行存款	66	21	21	21	21
贸易应收款项	4,207	4,316	4,026	4,434	4,940
存货	1,974	2,040	1,909	2,088	2,322
其他流动资产	377	519	519	519	519
非流动资产	10,121	11,059	12,645	13,486	14,269
物业、工厂及设备	7,933	8,749	10,390	11,184	11,903
租赁土地及土地使用权	746	988	988	988	988
无形资产	63	57	63	58	55
对合营公司投资	215	125	105	84	60
其他非流动资产	1,164	1,140	1,099	1,173	1,263
总资产	21,268	23,643	25,704	28,717	31,967
流动负债	7,593	7,816	8,938	10,753	12,665
贸易应付款项	3,292	3,437	3,216	3,517	3,912
当期所得税负债	136	120	120	120	120
短期贷款	4,091	4,139	5,489	6,993	8,497
其他流动负债	74	120	113	122	135
非流动负债	247	1,083	1,083	1,083	1,083
借款	0	0	0	0	0
递延所得税负债	67	95	95	95	95
其他流动负债	179	988	988	988	988
负债合计	7,839	8,899	10,021	11,836	13,748
发行股本	115	115	115	115	115
其他储备	13,046	14,210	15,079	16,198	17,448
股东应占权益	13,160	14,325	15,194	16,314	17,563
少数股东权益	268	419	489	567	656
总权益	13,429	14,744	15,682	16,881	18,219
负债及权益合计	21,268	23,643	25,704	28,717	31,967

现金流量表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,041	2,384	2,794	2,597	2,843
税前盈利	2,046	2,101	1,963	2,216	2,484
折旧摊销	621	751	828	983	1,059
营运资金变动	(346)	(33)	201	(286)	(345)
其他经营活动	(280)	(435)	(197)	(316)	(354)
投资活动现金流	(1,864)	(443)	(2,391)	(1,691)	(1,691)
资本支出	(2,227)	(1,675)	(2,469)	(1,777)	(1,777)
收购资产	0	0	0	0	0
投资变动	(31)	1,144	0	0	0
其他投资活动	394	88	78	86	86
筹资活动现金流	494	(777)	493	679	575
净借款	1,598	48	1,350	1,504	1,504
已付股息	(137)	(158)	(147)	(162)	(181)
其他融资活动	(967)	(667)	(710)	(663)	(748)
现金净增加额	670	1,163	896	1,585	1,727
汇兑损益	2	2	0	0	0
期末现金及现金等价物	4,522	5,687	6,583	8,168	9,895

利润表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	12,553	13,198	12,310	13,560	15,107
销售成本	(8,530)	(9,077)	(8,494)	(9,289)	(10,333)
毛利	4,023	4,121	3,816	4,271	4,774
分销成本	(520)	(539)	(502)	(553)	(617)
行政开支	(941)	(1,048)	(948)	(1,058)	(1,178)
研发开支	(591)	(656)	(591)	(651)	(725)
其他收入	201	396	348	383	427
运营利润	2,173	2,275	2,123	2,393	2,681
财务成本	(138)	(158)	(147)	(162)	(181)
联营公司投资收益	17	(21)	(19)	(21)	(24)
合营企业投资收益	(6)	4	6	7	8
其他收入支出净额	0	0	0	0	0
税前利润	2,046	2,101	1,963	2,216	2,484
应交所得税	(334)	(336)	(314)	(355)	(397)
本年利润	1,713	1,765	1,649	1,862	2,087
少数股东收益	(52)	(75)	(70)	(79)	(88)
股东应占利润	1,661	1,690	1,579	1,783	1,998
每股收益 (人民币元)	1.44	1.47	1.37	1.55	1.73

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	10.3%	5.1%	-6.7%	10.2%	11.4%
营业利润	-14.9%	4.7%	-6.7%	12.7%	12.0%
净利润	-18.0%	1.8%	-6.6%	12.9%	12.1%
获利能力					
毛利率	32.0%	31.2%	31.0%	31.5%	31.6%
经营利润率	17.3%	17.2%	17.2%	17.6%	17.7%
净利率	13.2%	12.8%	12.8%	13.1%	13.2%
ROE	12.8%	12.0%	10.5%	11.0%	11.5%
ROA	8.1%	7.5%	6.4%	6.5%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	37.6%	39.0%	41.2%	43.0%
净负债比例	58.4%	60.4%	63.9%	70.1%	75.5%
流动比率	147%	161%	146%	142%	140%
速动比率	121%	135%	125%	122%	121%
营运能力					
资产周转天数	572	621	732	732	733
存货周转天数	87	81	85	79	78
应收账款周转天数	120	118	124	114	113
应付账款周转天数	132	135	143	132	131
每股资料 (人民币)					
每股收益	1.44	1.47	1.37	1.55	1.73
每股现金	3.92	4.93	5.71	7.08	8.58
每股净资产	11.41	12.42	13.17	14.15	15.23
每股派息	0.60	0.62	0.57	0.65	0.73
估值比率					
P/E	11.0	10.8	11.6	10.2	9.1
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

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所评论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关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828