

# 1H19 逐步恢复, 2H19E 或进一步改善

## ——敏实集团 (425.HK) 2019 中报点评

海外公司简报

### ◆1H19 业绩同比下降9%

总收入同比增长 2.3% 至人民币 61.3 亿元; 其中, 受国内乘用车市场拖累, 国内收入同比下降 7.7% 至人民币 34.0 亿元 (vs 海外收入同比增长 18.3% 至人民币 27.3 亿元)。受老产品降价、以及国内产销量承压导致的产能利用率下降等因素影响, 毛利率同比下降 1 个百分点至 32.4%; 归母净利润同比下降 9% 至人民币 8.9 亿元, 主要由于毛利率回落、研发持续投入、以及股权费用导致的管理/研发费用占收入的比例略有上升。

### ◆1H19 逐步恢复, 2H19E 或进一步改善

1H19 新增订单同比增长 44% 至人民币 44 亿元; 虽然同比数据回落, 但已环比逐步恢复。1H19 毛利率/净利润率分别环比改善 1.6/4.3 个百分点; 主要得益于墨西哥工厂爬坡、上游原材料采购价格相对有利、以及良率提升。我们预计 2H19E 国内车市销量同比下降幅度收窄 (3Q19E/4Q19E 或有环比改善趋势)、公司产品/市场与品牌结构优化、海外工厂持续爬坡、以及成本控制 (全年 Capex 小幅下降), 预计 2H19E 业绩表现或进一步改善。

### ◆轻量化积极布局, 产品延伸前景可期

我们预计公司有望受益于全球布局 (欧洲市场的稳健增长)、以及日系/德系车型的稳健表现, 其核心业绩增长点或仍来自于铝产品的积极布局, 1) 老产品 (铝饰条/铝行李架) 稳健增长、以及新产品 (2H19 铝电池盒/2H20E 铝门框) 延伸前景可期, 2) 长期看好新老产品订单释放、产品结构优化 (毛利率较高的铝产品占比提升)、海外工厂 (尤其墨西哥/泰国工厂) 爬坡、以及平台化/规模化/自动化等成本压缩驱动的收入与毛利率提振前景。

### ◆维持“增持”评级

我们维持 2019E/2020E/2021E 归母净利润分别约人民币 19.8 亿元/23.8 亿元/28.3 亿元; 维持 DCF 目标价 HK\$25.88 (对应约 12.5x 2020E PE), 维持“增持”评级。

◆风险提示 汇率风险; 中美贸易摩擦风险; 上游原材料价格波动风险; 行业承压/主机厂压价风险; 订单增速放缓; 新工厂投放初期毛利率爬坡不及预期; 新业务推进不及预期; 政策风险; 市场风险。

| 指标               | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (人民币, 百万元)  | 11,384 | 12,553 | 14,000 | 16,800 | 19,350 |
| 营业收入增长率          | 21.1%  | 10.3%  | 11.5%  | 20.0%  | 15.2%  |
| 归母净利润 (人民币, 百万元) | 2,025  | 1,661  | 1,980  | 2,383  | 2,825  |
| 归母净利润增长率         | 17.8%  | -18.0% | 19.2%  | 20.3%  | 18.6%  |
| EPS (人民币) (摊薄)   | 1.76   | 1.44   | 1.72   | 2.07   | 2.45   |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 16.72% | 12.62% | 13.80% | 15.10% | 16.17% |
| P/E              | 9.2    | 11.3   | 9.5    | 7.9    | 6.6    |
| P/B              | 1.5    | 1.4    | 1.3    | 1.2    | 1.1    |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 21 日

## 增持 (维持)

当前价/目标价: 19.12/25.88 港币

### 分析师

倪昱婧, CFA

执业证书编号: S0930515090002

021-52523876

[nijy@ebsec.com](mailto:nijy@ebsec.com)

邵将 (执业证书编号: S0930518120001)

021-52523869

[shaoji@ebsec.com](mailto:shaoji@ebsec.com)

### 市场数据

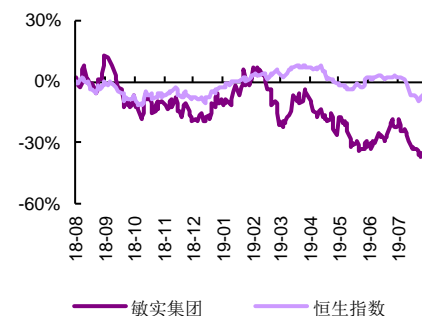
总股本(亿股): 11.49

总市值(亿港元): 219.69

一年最低/最高(港币): 18.44-34.05

近 3 月换手率 (%): 36.7

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -9.4  | -6.1  | -21.3 |
| 绝对 | -18.1 | -11.2 | -24.7 |

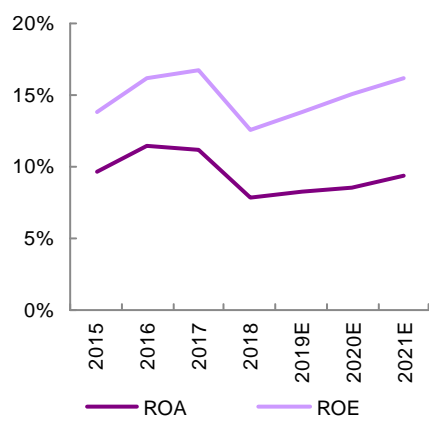
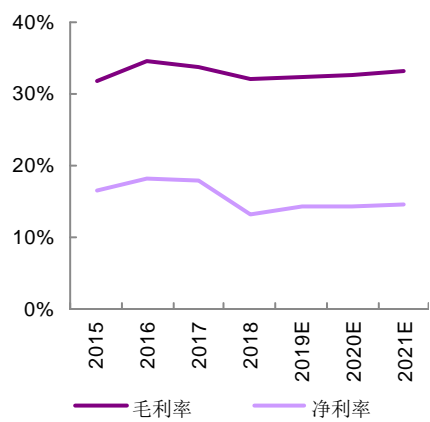
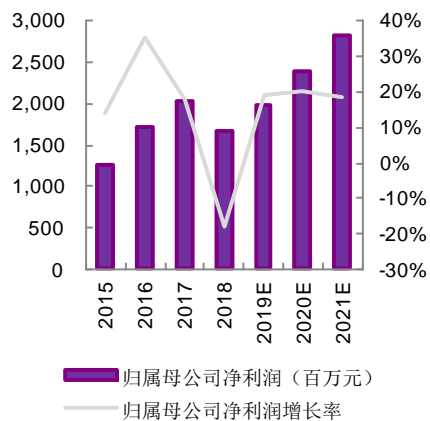
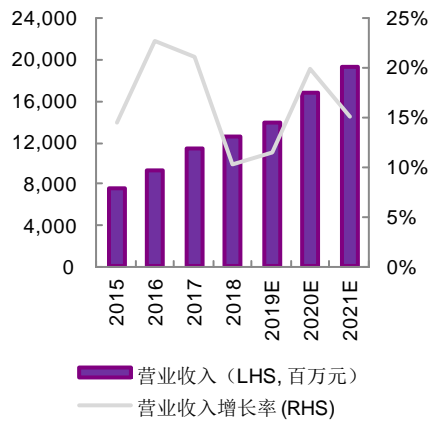
资料来源: Wind

### 相关研报

《轻量化积极布局, 产品延伸前景可期

——敏实集团 (425.HK) 投资价值分析报告》

2019-05-28



| 利润表 (百万人民币) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 11,384 | 12,553 | 14,000 | 16,800 | 19,350 |
| 营业成本        | 7,535  | 8,530  | 9,477  | 11,304 | 12,897 |
| 销售费用        | 481    | 520    | 581    | 697    | 803    |
| 管理费用        | 852    | 941    | 980    | 1,176  | 1,355  |
| 研发费用        | 464    | 591    | 644    | 773    | 890    |
| 投资收入与其他收入   | 405    | 63     | 98     | 48     | 22     |
| 应占合营与联营公司收益 | 30     | 11     | 30     | 30     | 30     |
| 税前利润        | 2,488  | 2,046  | 2,446  | 2,928  | 3,457  |
| 利润总额        | 2,093  | 1,713  | 2,055  | 2,460  | 2,904  |
| 少数股东损益      | 67     | 52     | 75     | 77     | 79     |
| 归属母公司净利润    | 2,025  | 1,661  | 1,980  | 2,383  | 2,825  |

| 资产负债表 (百万人民币) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产           | 18,109 | 21,268 | 24,055 | 27,790 | 30,322 |
| 流动资产          | 10,057 | 11,147 | 12,491 | 15,198 | 17,048 |
| 现金            | 3,850  | 4,522  | 4,897  | 5,572  | 7,241  |
| 应收帐款          | 4,017  | 4,207  | 5,126  | 6,664  | 6,915  |
| 存货            | 2,078  | 1,974  | 2,333  | 2,836  | 2,693  |
| 其他流动资产        | 113    | 443    | 135    | 126    | 199    |
| 非流动资产         | 8,052  | 10,121 | 11,564 | 12,592 | 13,273 |
| 固定资产          | 6,246  | 7,933  | 9,228  | 10,208 | 10,844 |
| 商誉与其他无形资产     | 133    | 161    | 160    | 160    | 145    |
| 应占合营与联营公司资产   | 461    | 314    | 355    | 340    | 370    |
| 其他非流动资产       | 1,212  | 1,714  | 1,821  | 1,884  | 1,915  |
| 总负债           | 5,711  | 7,839  | 9,426  | 11,727 | 12,564 |
| 无息负债          | 3,217  | 3,748  | 3,926  | 4,927  | 4,764  |
| 有息负债          | 2,494  | 4,091  | 5,500  | 6,800  | 7,800  |
| 股东权益          | 12,398 | 13,429 | 14,628 | 16,063 | 17,758 |
| 股本            | 114    | 115    | 115    | 115    | 115    |
| 股份溢价及储备       | 11,999 | 13,046 | 14,233 | 15,663 | 17,358 |
| 归属本公司股权持有人权益  | 12,113 | 13,160 | 14,348 | 15,778 | 17,473 |
| 少数股东权益        | 285    | 268    | 280    | 285    | 285    |
| 所有股东权益        | 12,398 | 13,429 | 14,628 | 16,063 | 17,758 |

| 现金流量表 (百万人民币) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流       | 1,875  | 2,041  | 1,965  | 2,418  | 3,697  |
| 税前利润          | 2,488  | 2,046  | 2,446  | 2,928  | 3,457  |
| 折旧摊销          | 507    | 644    | 808    | 927    | 1,042  |
| 净营运资金增加       | -529   | -545   | -908   | -1,024 | -325   |
| 其他            | -591   | -105   | -382   | -413   | -477   |
| 投资活动产生现金流     | -1,428 | -1,864 | -2,124 | -1,968 | -1,744 |
| 净资本支出         | -1,969 | -2,107 | -2,193 | -2,040 | -1,834 |
| 其他资产变化        | 540    | 243    | 69     | 73     | 90     |
| 融资活动现金流       | 515    | 494    | 584    | 275    | -235   |
| 有息负债变化        | 1,094  | 1,515  | 1,409  | 1,300  | 1,000  |
| 行使购股权所得款项     | 133    | 69     | 75     | 75     | 75     |
| 其他            | -713   | -1,091 | -899   | -1,100 | -1,310 |
| 净现金流          | 962    | 670    | 425    | 725    | 1,719  |
| 年末现金金额        | 3,850  | 4,522  | 4,897  | 5,572  | 7,241  |

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明  |
|-----|---|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;                          |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;                  |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;                        |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;                          |
| 无评级 | 因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, 致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

| 上海                             | 北京  | 深圳                                 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |