



2019.04.16

订单及均价推动增长，技术和环保许可构成壁垒

电话	分析师：刘伟浩 020-88832824
邮箱	liuweihao@gzgzhs.com.cn
执业编号	A131051704001

数据支持：朱俊谦



彰显前瞻 追随趋势

- **公司主要集中于中高端客户及持续拓展海外市场，叠加自身技术工艺提升将有助均价继续提升。**作为中国最大的电镀汽车塑胶内饰产品出口商，公司主要客户为一级供应商及中高端整车厂如奔驰、沃尔沃、通用和福特等。公司海外收入占比持续>50%（其中欧美市场已达50%），并计划持续扩大海外市场份额。技术方面除了传统的ABS，公司在研发投入上已专注在生产中使用先进技术来达至颜色和电镀材料多样化的行业需求，并已具备PA及VM等电镀技术，同时也持续研发轻型环保技术，包括层涂层、PVD和水性涂层技术等。受上游的价格压力影响下公司近年均价仍维持高个位数增速（近5年CAGR为7.8%），预计随着未来继续拓展欧美市场和中高端产品，加上技术工艺提升，均价增速将可持续。
- **18年底86亿元的在手订单将可持续为未来收入提供确定性，而19年预计的376万平米产能将可支持未来承接更多订单。**18年底公司在手订单86亿元为营收的4倍，主要分布在未来5年，如加上待确认的52亿元订单将达到138亿元，预期可为未来收入带来确定性。随着公司19年在常州和墨西哥生产基地投产，将分别增加70万平米的产能。公司18年产能利用率为70.4%，较过往~80%下降主要是无锡基地受外部因素影响而中断生产，预计随着未来利用率逐步回升，产能提高及持续拓展北美海外客户将使得公司在未来可承接更多订单。
- **一站式垂直生产流程优势明显，低负债和现金流强劲。**公司独有的一站式垂直生产流程除了可更贴合客户需求，也能密切把控生产流程以提升了生产效率、产品质量和规模优势，使得良品率（平均~90%）和毛利率（平均~40%）在近年都持续高于同行。此外，公司资产负债率维持在~23%，低于同行平均~40%水平，而现金流充足将支持公司未来继续透过自建和并购扩张产能。
- **政府对电度环保和技术要求提高导致行业门槛增加，缺乏环保资质的中小企业或将面临淘汰而加速行业整合。**由于电镀行业高污染和高能耗的特性，政府对其实施了严格的环保规定，行业参与者须达至若干最低环保标准，尤其是工业废水处理方面的技术，以取得政府的经营证书，预计环保电镀将是未来行业发展的重要方向。
- **估值与盈利预测：**预计公司2019-2021年EPS分别为0.53、0.64、0.79港元，对应P/E分别为6.3、5.2、4.2倍。公司上市以来平均PE为10倍，现时估值从18年底部5.3倍修复至7.2倍，但估值仍处于较低位置，较港股同行平均11倍折让约35%，低远低过A股同行，按照我们对19年预测，给予公司7.5倍P/E估值，对应目标价为4港元，较现价3.24港元有23.46%的提升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：海外业务受政策法规以及贸易协议等影响，行业竞争加剧，产品降价压力，客户需求下降，产能扩张未达预期等。

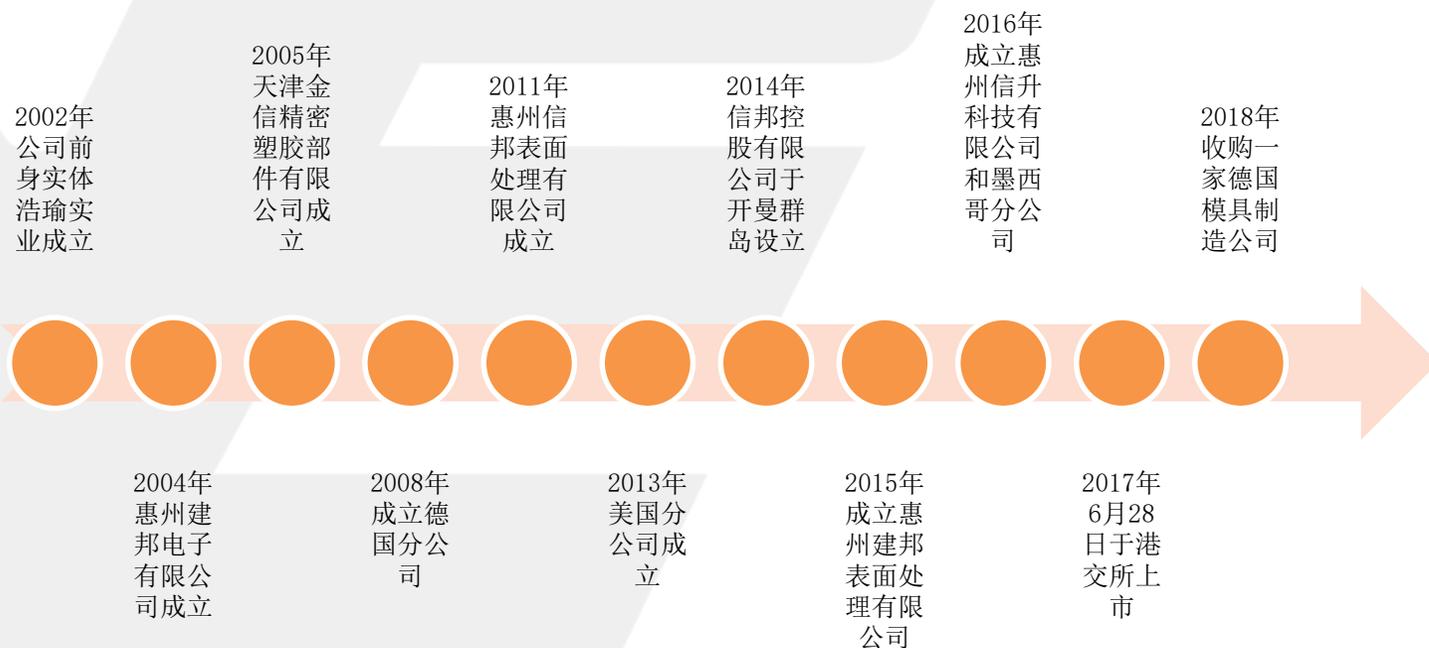
01

公司背景、主营业务

- 信邦发展至今17年，逐步发展成全球性的汽车零件供应商
- 股权较为集中，管理层具备丰富行业和技术经验
- 主营业务收入近5年CAGR为22%，欧美市场占比持续 $\geq 50\%$
- 汽车饰件销量持续每年增加，均价上升受欧美市场和高端产品带动

1.1 信邦发展至今17年，逐步发展成全球性的汽车零件供应商

图表1：信邦控股发展历程

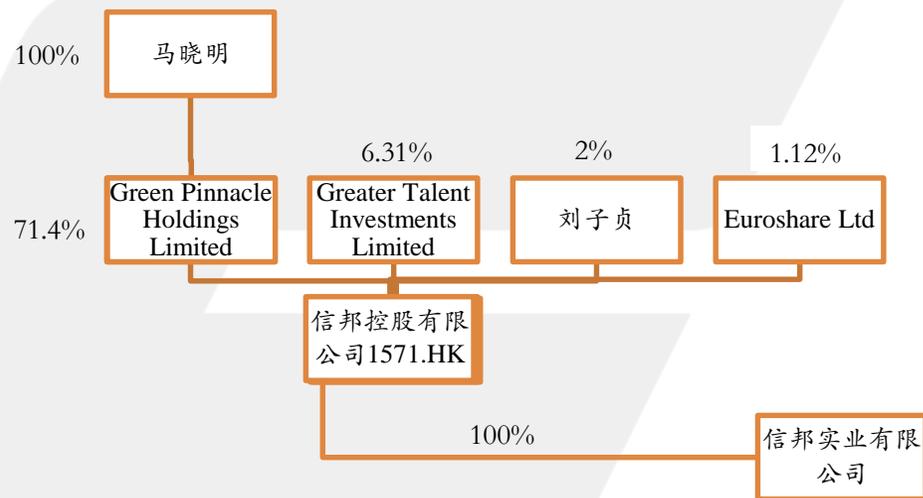


◆信邦控股为全球领先的汽车塑料电镀零件供货商之一。根据弗若斯特沙利文，信邦控股于16年为国内汽车塑料电镀零件第二大供货商以及最大出口商，市场份额约5%，出口份额为57%。公司拥有覆盖面较广的生产基地网络，总部设于中国惠州，拥有墨西哥、德国海外生产基地，18年底雇员人数为5554人。

◆公司经历17年的发展，逐步往外拓展全球市场。在02年，惠州建邦的前身浩瑜实业成立，开始从事生产及销售电子及化工产品。随后04年惠州建邦电子和建邦精密塑胶成立，公司也在无锡市及天津市分别建立表面处理和精密塑胶的生产基地，将业务拓展至塑料产品、模具生产及电镀加工。06年公司开始向北美的一级供货商供应产品，而08年设立德国分公司。11年惠州建邦表面处理公司成立。13年美国分公司成立，而信邦控股有限公司在14年于开曼群岛设立。16年成立惠州信升和墨西哥分公司，而17年6月于港交所上市以及惠州新电镀线竣工投产。18年公司收购了一家德国模具制造公司。

1.2 股权较为集中，管理层具备丰富行业和技术经验

图表2：信邦控股公司股权架构



◆对比港股同行，信邦最大股东持股比例较高，股权较为集中。由Mealth PTC全资持有的Green Pinnacle持有信邦71.4%的股份，而公司董事会主席马晓明则是前者的唯一股东。持有公司6.31%股份的Greater Talent的实际控制人为黄灌球，他担任CEO的雄牛资本在17年作为信邦IPO的基石投资者，以3.42港元拿下公司6.5%股权。刘子贞女士为独立第三方，持有公司2%股权。Euroshare持有公司1.12%股权，是由马主席所控制。信邦控股持有信邦实业百分百的股权。

图表3：信邦控股公司高管

姓名	职位	年龄
马晓明	执行董事兼董事会主席	53
何晓律	执行董事	43
蒋巍	执行董事	45
刘军	执行董事	43
孟军	执行董事	53
张玉敏	执行董事	53
李泽富	CFO	50
区伟强	公司秘书	47

◆公司管理团队具有多年的行业和技术经验。公司董事会主席为马晓明，是集团创始人之一，1988年获哈尔滨工业大学应用化学系颁发工程学士学位，在电镀行业拥有二十多年的工程技术经验，在公司负责集团的策略规划、监督运营和日常管理。公司的核心管理团队成员平均于业内拥有十多年经验。孟军为高级化工工程师，曾于哈尔滨冶金研究所担任工程师，在公司负责市场部日常管理。何晓律和蒋巍负责集团营运和管理，其余董事负责监督集团发展。李泽富加入信邦前曾担任安永的高级经理和BGO的CFO。

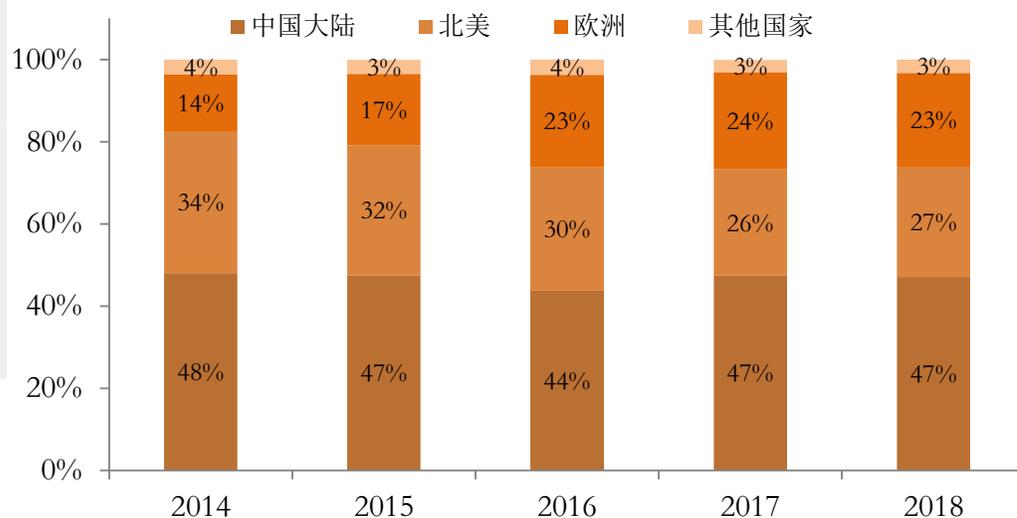
1.3 主营业务收入近5年CAGR为22%，欧美市场占比持续≥50%

图表4：信邦主营业务收入及增速



◆公司主营业务收入近5年CAGR为22%，近年增速下降主要受行业宏观因素影响，整体仍好于行业平均。信邦主营业务为汽车饰件的生产及销售。自14年以来，主营业务收入持续增长，14-18年CAGR为22.2%。近两年增速有所下滑，其中18年同比增8.8%至20.4亿元，主要是国内经济增速放缓，汽车销量增速18年出现负增长影响国内市场，而中美贸易摩擦及部分海外经济下行导致公司客户较为谨慎、订单延迟交付以及需求下降。虽然行业增速为负，但国内高端汽车大多品牌于18年仍有所增长，主要是较高的高端品牌本地制造率，以及领先品牌的入门级车型迎来增长所致，相信公司持续专注于中高端客户市场对未来业务收入增速的影响将好于行业整体。

图表5：各地区收入分布和变化



◆海外收入占比持续>50%，其中欧美市场已达到50%，出口成为公司重要收入来源。由于13年信邦终止了与北美最大客户KPI的合作关系，自此便自己开拓北美市场，北美的比重自14年以来逐年下降，但17年为低位后18年同比回升了1个百分点。18年北美收入增速为13%，而欧洲和中国分别是6.1%和8.6%。另外，自从在欧洲设立分部以来，比重从14%上涨至23%。公司计划是持续扩大海外市场份额，预计随着墨西哥的工厂在今年中开始投入运作以及高端客户增加，欧美收入占比在未来仍会在50%以上。

1.4汽车饰件销量持续每年增加，均价上升受欧美市场和高端产品带动

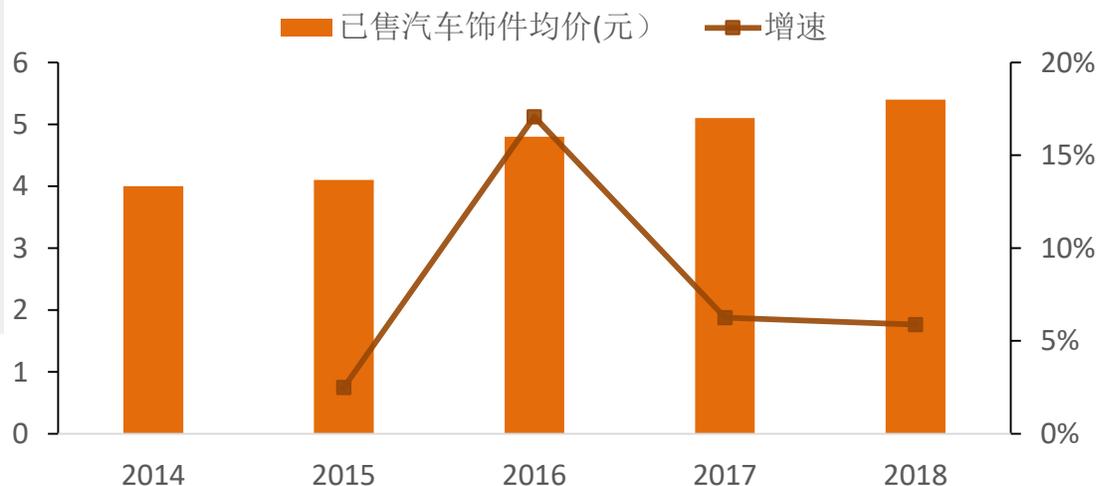


图表6：信邦已售汽车饰件数量及增速



◆**汽车饰件销量持续每年增加 (5年CAGR为13.3%)，18年增速放缓受行业影响导致需求下降。**公司汽车饰件销量逐年增加，从14年的2.29亿件增加到18年的3.79亿件，CAGR为13.3%。18年销量同比增1.9% (其中中国和欧洲的增速分别为2.7%和7.1%)，低于15-17年平均的18%，主要是18年全球汽车市场销量增速放缓、中国汽车18年销量负增长，导致客户需求下降所致。

图表7：信邦已售汽车饰件均价及增速



◆**受上游的价格压力影响下公司近年均价仍维持高个位数增速，预计随着未来继续拓展欧美市场和中高端产品，均价增速将可持续。**公司已售汽车饰件均价从14年4元上升至18年5.41元，CAGR为7.8%。公司产品定价采取成本加成法，并反映出产品开发中投入的成本和客户的降价举措。所以，除了行业需求及原材料价格会影响产品均价，也会受整车制造商和大部分一级供应商客户要求降价而影响。在此情况下公司均价仍保持每年上升主要是：1) 公司近年来大力扩展欧洲及北美市场，海外欧美市场较亚洲和中国的均价高，例如欧洲的平均定价约6.1至8.6元；2) 公司专注于中高端客户，陆续成为高端车款的供货商后使得公司供应更多高价格的新产品。

02

产品生产、客户订单

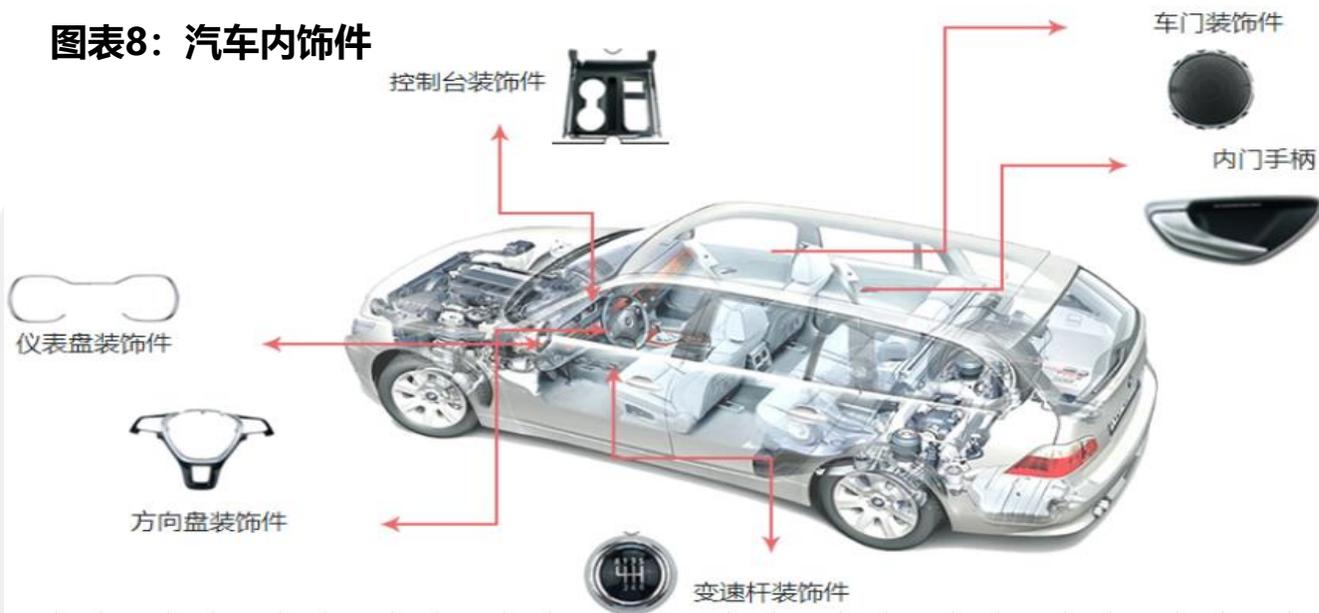
- 专注于汽车内饰件，产品丰富让客户在同一车型采购公司多款饰件
- 客户结构逐渐多元化，专注于中高端客户
- 一站式垂直生产流程透过自动化设备提升生产效率和产品质量
- 垂直整合业务模式使得在产品周期初段便可锁定和建立客户关系
- 在手订单能见度高，预期可为未来收入带来确定性

2.1 专注于汽车内饰件，产品丰富让客户在同一车型采购公司多款饰件

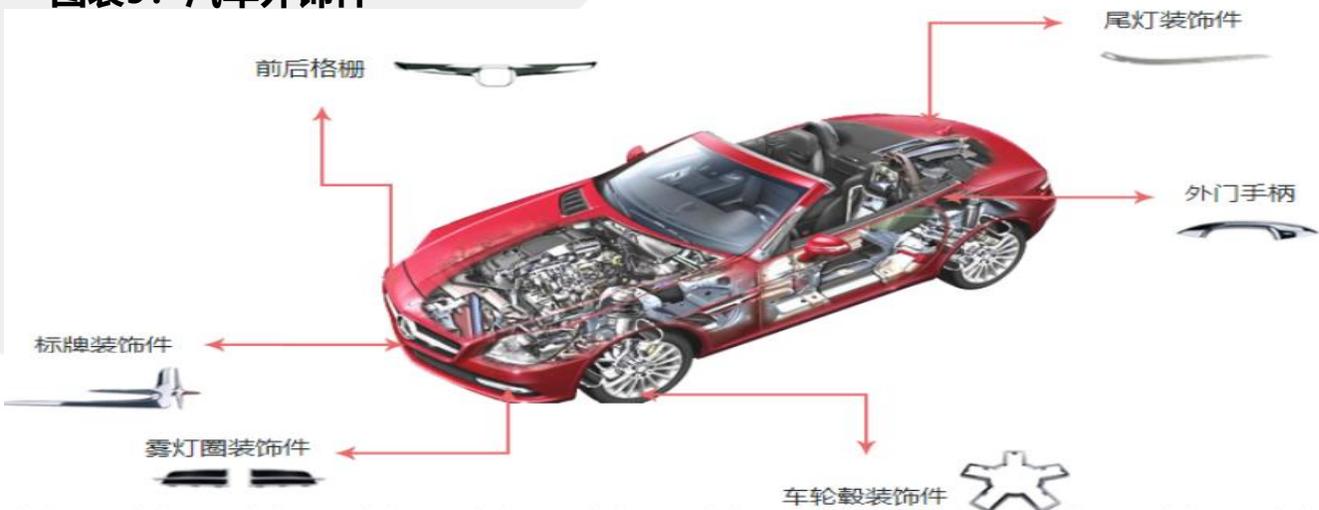


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

图表8：汽车内饰件



图表9：汽车外饰件

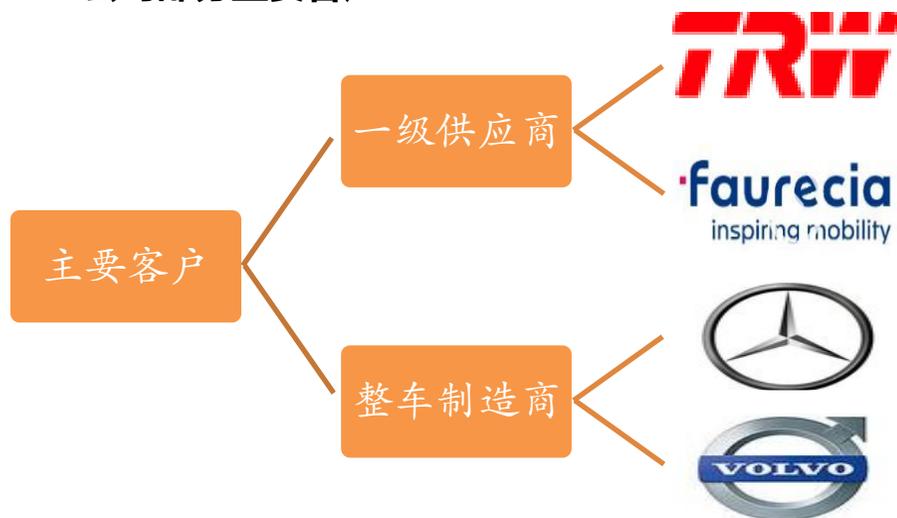


◆公司丰富多样的产品类型使得客户从公司采购同一车型的不同饰件。公司主要产品为载客车辆的汽车内饰电镀零件，例如内部手柄、车内饰板、变速杆盖板、方向盘零件、控制面板部件和仪表盘等。而电镀汽车外饰零件包括标牌、外门手柄、雾灯圈、前格栅和尾灯饰板。

◆从整车角度看，在车型立项之初就要确定汽车内饰供应，一般供应商伴随整车研发周期不断改进内饰产品。而一般内饰系统设计的工作量占车造型设计的60%以上。作为中国最大的电镀汽车塑胶内饰产品的出口商，公司主要销售的产品为汽车饰件中，而销售汽车内饰件占比超过90%。

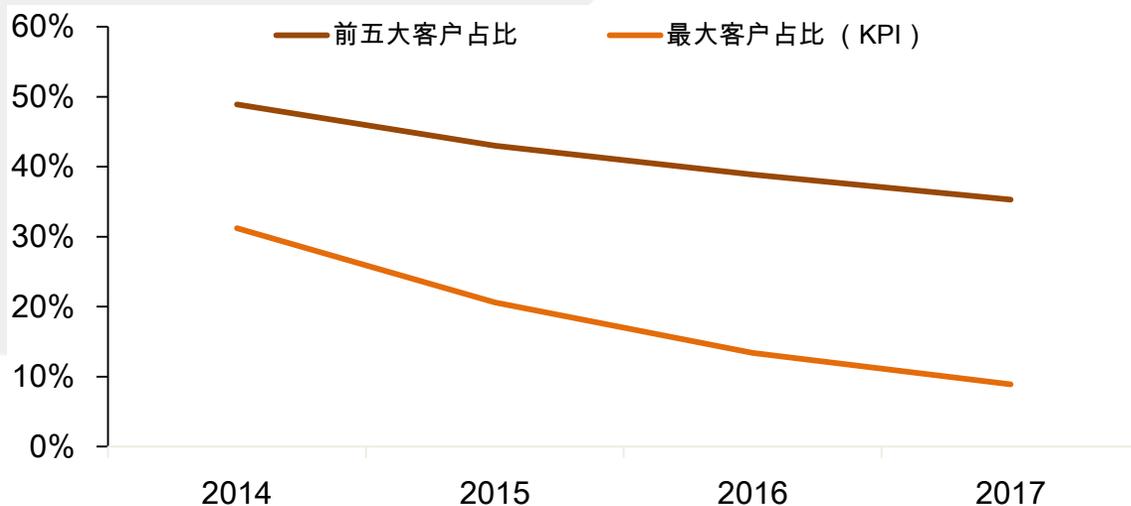
2.2 客户结构逐渐多元化，专注于中高端客户

图表10：公司部分主要客户



◆公司的客户包括国际第一级供应商及整车制造商，而较大部分客户均为第一级供应商。第一级供应商客户包括TRW、佛吉亚和Autoliv，而整车厂客户包括奔驰、通用汽车、福特、沃尔沃、大众和FCA等。公司现时的客户群数量已达到约190位，且已向众多客户供应产品超过5年，产品主要应用于主流豪华车型，也向整车厂商会直接出售电镀汽车内饰零件，如中控台及门板装饰件。公司集中于中高端客户，现时已获选为一系列高端车款的供货商。

图表11：前五大客户和最大客户所占比重



◆前五大客户和最大客户所占比重逐年下降，客户结构逐渐多元化。公司与前五大客户已维持3-10年的业务关系，前五大客户占比从14年48.9%降至17年35.3%，最大客户占比也从31.2%减少至8.9%，客户集中风险下降，结构逐渐多元化。这主要是由于13年公司因经营理念关系而终止了与最大客户KPI的战略合作关系所致，所以对KPI的销售自14年始逐步下降。倘KPI的客户项目有所延长，公司于现有汽车项目的余下年期内继续向KPI及其客户供应产品，预期大部分项目将于2020年或之前完成。

2.3 一站式垂直生产流程透过自动化设备提升生产效率和产品质量

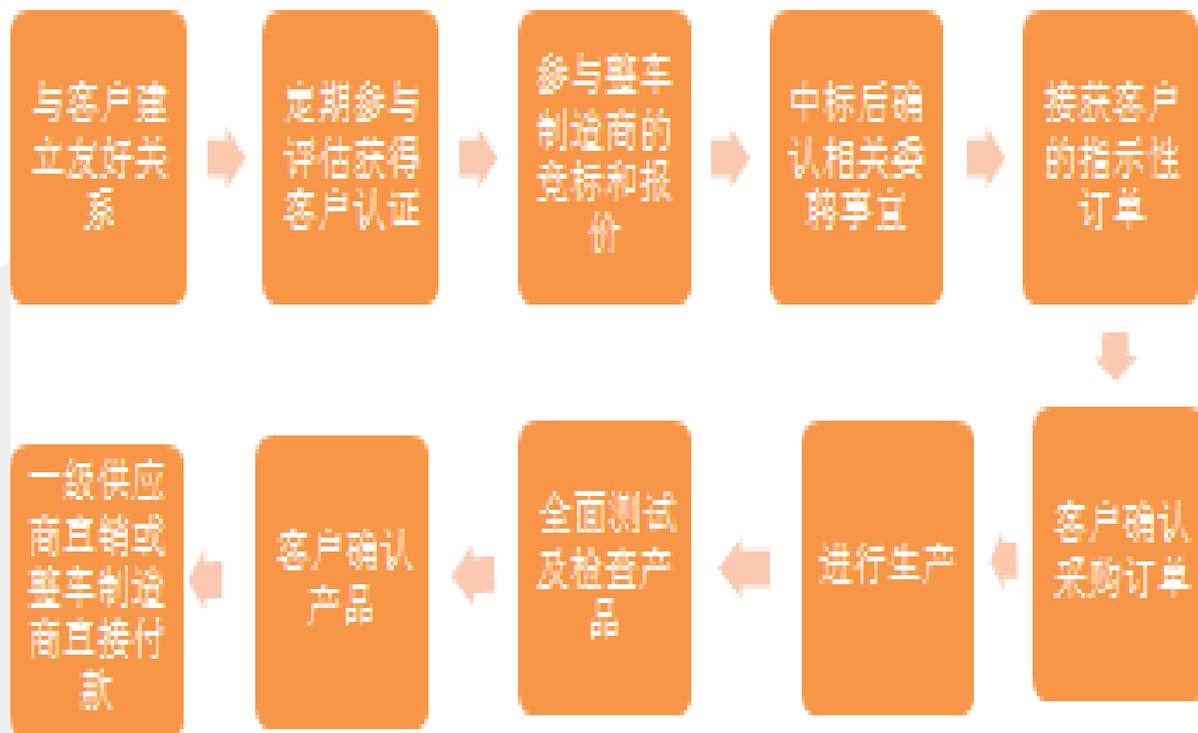
◆公司持续优化生产流程并在各关键环节中实现自动化，提升生产效率和产品质量。公司在产品设计初期会与客户合作，以3D数模软件按照客户提供的规格标准和图纸换为计算机三维数据进行产品开发和改造。在模具制造时，公司利用3D扫描仪器来测量和监控产品模具的结构，使用高精密仪器制造模具。接着在注塑过程中，公司会使用多种材料注塑技术，透过自动化设备如自动化高速五轴机器人来制造结构复杂和高性能的产品。然后在电镀和喷涂过程中，公司整合多种技术（如PVD、镭雕和印刷）以达到精美复杂的表面处理效果，也会使用自动机械手自动喷涂，以及采用激光蚀刻技术制作出整齐的切边及精微组件。最后在组装和供应部分，公司会先进行检查和质量测试，使用多种组装技术，并提供全球供应链管理服务。

图表12：生产流程图



2.4 垂直整合业务模式使得在产品周期初段便可锁定和建立客户关系

图表13：与客户合作流程

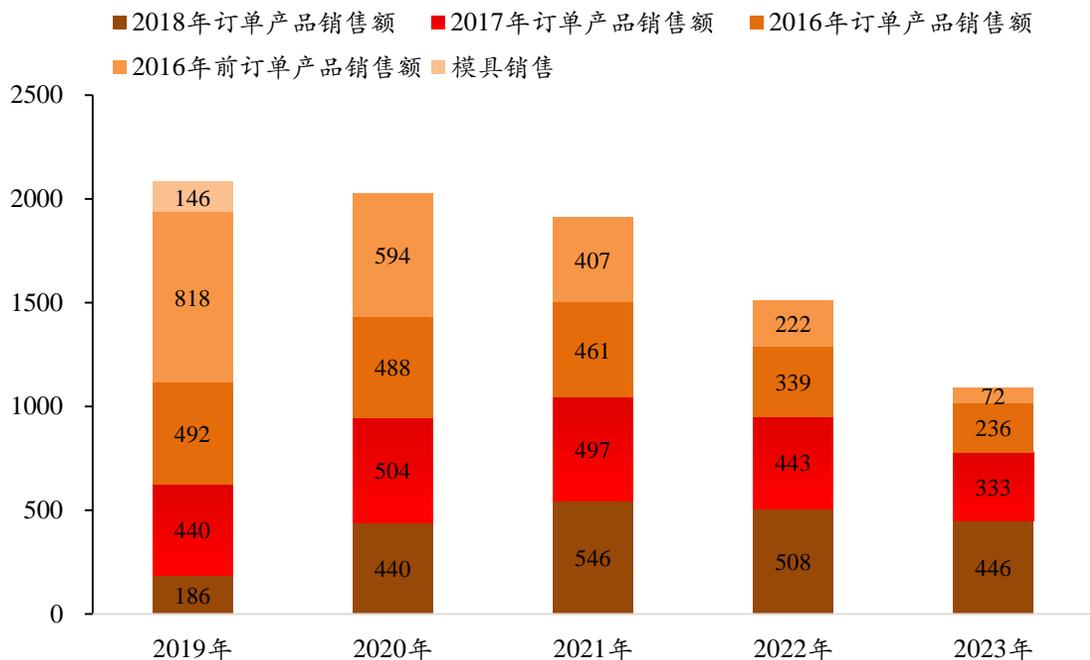


◆根据一级供应商和整车制造商的相应需求，在中标及接获指示性订单后公司将进行相应的材料采购后开始生产，待客户确认后并配有完善的退换货服务，最后由一级供应商直销或是整车制造商直接付款。

◆一站式垂直生产流程除了可更容易控制产品质量产出和效益，也使得公司可在产品周期初段便锁定和建立客户关系。公司生产电镀零件时使用一站式垂直整合模式，包括采购、内部产品设计、研发、工装、注模、电镀工序及喷涂技术，此模式使得客户的整个产品需求环节都可从公司获取，产品也可更贴合客户需求，有助减少退换货风险。首先，公司会接触和按照客户特定要求设计及工装汽车塑料电镀零件模具，而一站式生产模式使得公司比同行可先一步于生产周期初步阶段便接触和建立客户关系，有助继续锁定为客户制造完成产品，也使得公司推动新业务时处于较为有利位置。除此之外，此生产平台使得公司可更容易掌握产品的整体交付时间，在制定成本效益和流程同时控制产品质量和产出率。

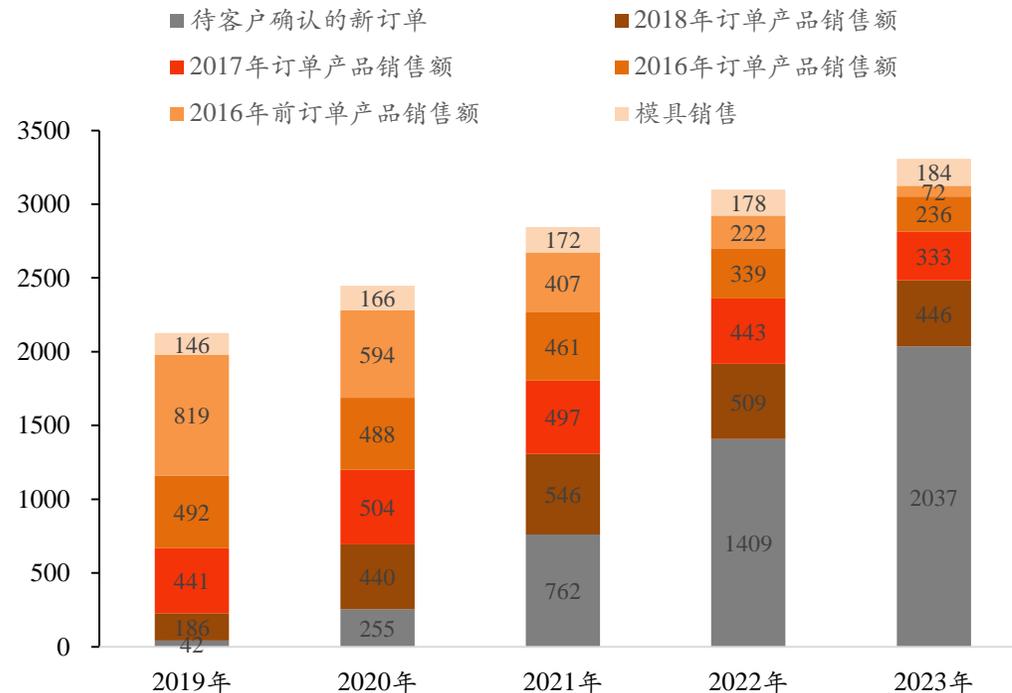
2.5 在手订单能见度高，预期可为未来收入带来确定性

图表14：公司在手确认订单（百万元）



◆公司18年在手订单86亿元为营收的4倍，可为未来收入带来确定性。18年末累计在手订单数额为86亿，主要分布在未来5年，为当年营收的4.1倍，将可为未来收入带来确定性。虽然客户仍可按照实际需要调整订单量，但预计这金额已反映出客户年在18行业宏观的负面因素影响下而较为谨慎的态度，我们预期19年行业宏观因素有所恢复。19年在手订单中有63%来自16年及之前的销售订单。17年销售的订单主要集中在20年和21年，而18年销售订单主要集中在21-22年。

图表15：公司含预测订单能见度（百万元）



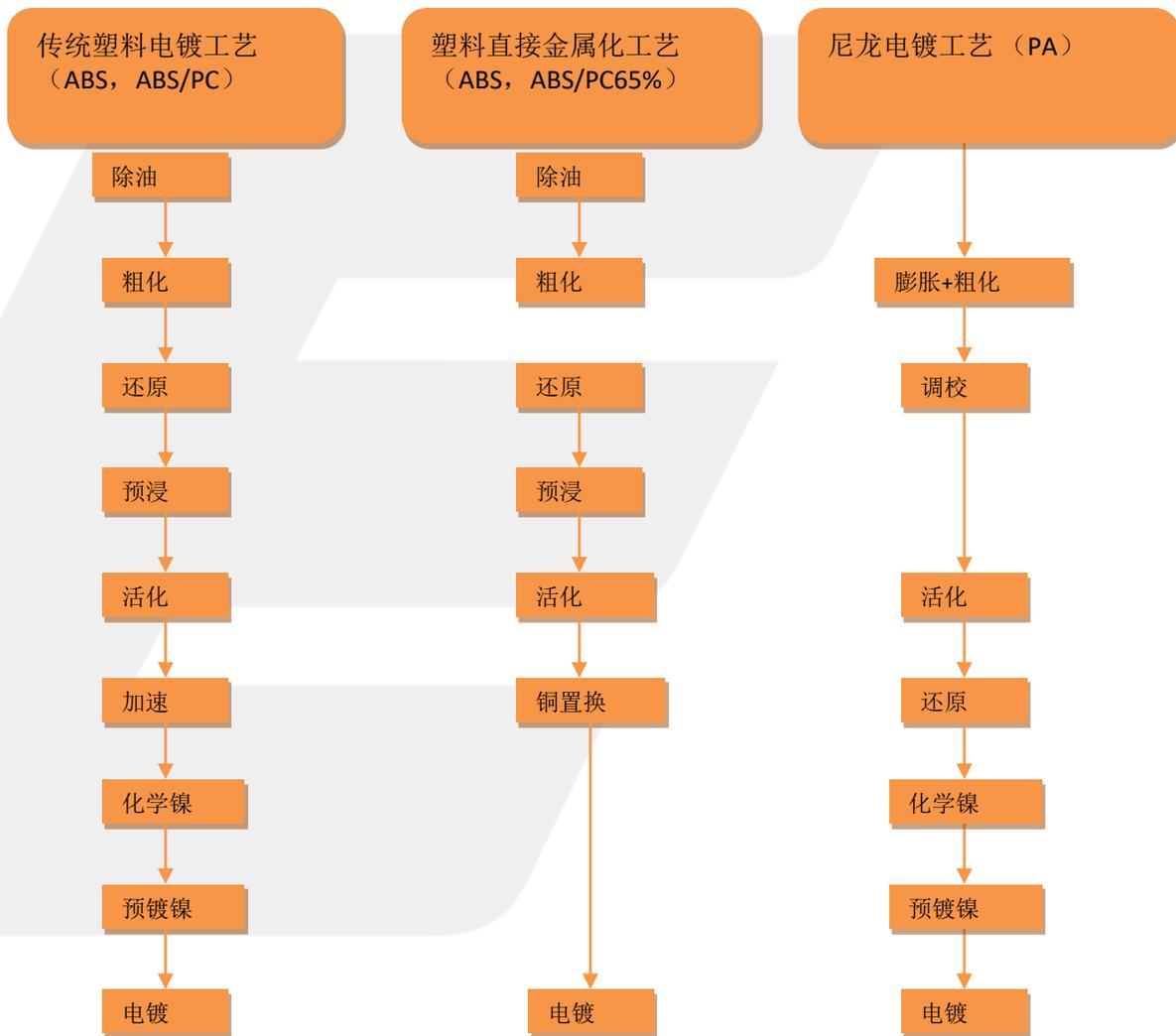
◆待确认订单达到52亿元，随着产能增加预计将可承接更多订单，支持未来收入增长。公司累计订单金额如计及待客户确认部分已达到138.3亿元，显示待确认订单达到52元，主要集中在22-23年。随着公司19年在常州和墨西哥生产基地投产，产能提高及持续拓展北美海外客户将使得公司在未来将可承接更多订单，预计将可支持公司未来收入增长。

03 行业方向、技术研发

- 持续投入研发多种电镀材料技术，应对行业未来多样需求
- 政府对行业的环保要求提高将加快行业整合，公司已着力相关技术
- 一站式工序保证高良品率，研发投入持续增长但占比仍有待提升

3.1 持续投入研发多种电镀材料技术，应对行业未来多样需求

图表16：塑料电镀工艺基本流程图



◆公司可在多种不同塑料表面完成装饰，使用先进的电镀技术应用与生产。公司的研发投入主要为生产过程中使用先进技术来达至颜色和电镀材料多样化的行业需求。公司除了可电镀ABS、PC/ABS普通胶料之外，还可提供PA尼龙电镀、VM电镀、双色产品等特殊工艺的电镀表面处理服务。并且，公司可按照客户要求的规格完成不同镀层饰面的汽车饰件，如亮面、金属拉丝、黑色及钛金属饰面。在电镀颜色层面，公司具备电镀光铬、珍珠铬、黑铬、珍珠黑铬、钛铬等多生产工艺与能力。而且，公司也研发出如荧光色及半透明的电镀产品，提高抗腐蚀防刮痕功能。

◆塑料电镀零件在重量轻等优势上将带动中高端和新能源汽车的应用需求，预计未来将成为公司新增长点。由于传统ABS技术强度不够，在电镀时温度过高时会变形，公司已具备如尼龙电镀及VM电镀技术，形成应用范围广、电镀成本低、品质稳定及强度高的优势。现时行业倾向使用更多的塑料电镀零件主要是可减轻汽车重量，提高美观和舒适度等。这些优势尤其适合应用中高端汽车和新能源汽车上，现时较多应用于中高端汽车，未来预计将逐步渗透至普通车和新能源汽车，成为未来行业主要的发展方向 and 增长点。公司现时已为电动车提供方向盘标牌、引擎盖和按钮装饰环等零件，预计未来在新能源汽车需求增加下将可为公司带来新的增长点。

3.2政府对行业的环保要求提高将加快行业整合，公司已着力相关技术



图表17：政府对电镀环保的相关政策

电镀环保相关政策	具体内容
《电镀污染物排放标准》 2008年	准规定了电镀企业和拥有电镀设施的企业的水污染物和大气污染物的排放限值等内容。
	设置污水处理厂的城镇排水系统排放废水时，有毒污染物总铬、六价铬、总镍、总镉、总银、总铅、总汞在本标准规定的监控位置执行相应的排放限值
《电镀废水治理工程技术规范》 2011年	城镇污水处理厂应保证排放污染物达到相关排放标准要求
	规定了电镀废水治理工程设计、施工、验收和运行的技术要求
	新建电镀企业或生产线，其废水处理工程应与主体工程同时设计、施工、投入使用
	电镀废水工程的建设规模应根据废水涉及水量确定
	电镀废水应分类收集和处理。生产设施排放口监控的污染物应在生产设施排放口收集和处理

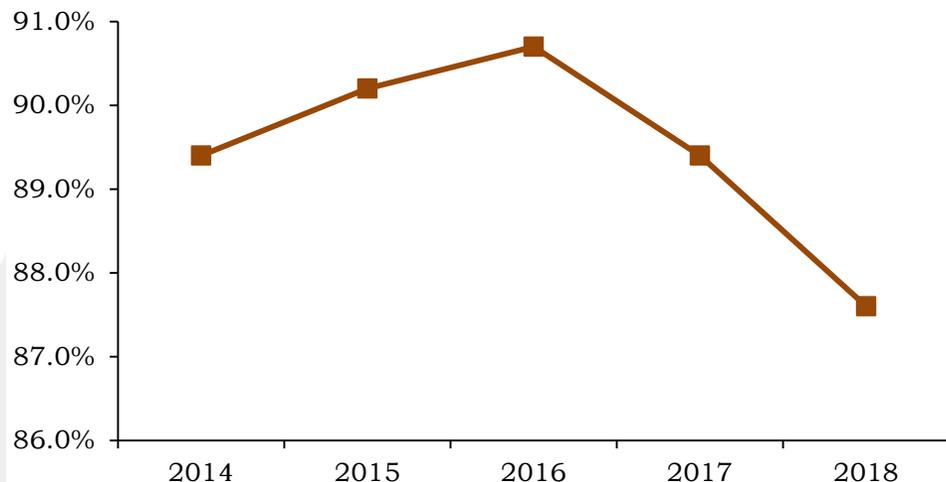
◆政府对电镀行业的环保要求提高将逼使企业提升环保技术，中小企业或将面临淘汰而加速行业整合。由于电镀行业高污染和高能耗的特性，政府对其实施了严格的环保规定。其中包括中国环境保护颁布的《电镀污染物排放标准》及《电镀废水治理工程技术规范》。行业参与者须达至若干最低环保标准，尤其是工业废水处理方面的技术，以取得政府的经营证书。新建电镀企业或生产线的废水处理工程要与主体工程同时设计、施工、投入使用。由此可见，环保电镀将是未来行业发展的重要方向，预料行业将更注重从生产源头减少污染物的产生、优化电镀工艺、改进加工设备、加强管理质量和增加资源循环利用等。

◆公司已实施多项措施处理污染物，包括废水回用和贵金属回收等。由于政府越发重视环保污染问题，公司已致力于减低耗水量及废水的排放，并加强三废治理，包括对大量排放的电镀废水实行废水回用及贵金属回收，节约水资源同时减轻重金属污染对水体的负担。此外，公司会安装空气净化及循环设施，确保有害污染物被小心运输至填埋场，委聘多间具许可的外部公司处理及处置部份危废物。公司各条电镀生产线中的自动化系统也设有主控制台，可监处理槽及控制不同化学溶液的流量及废液。

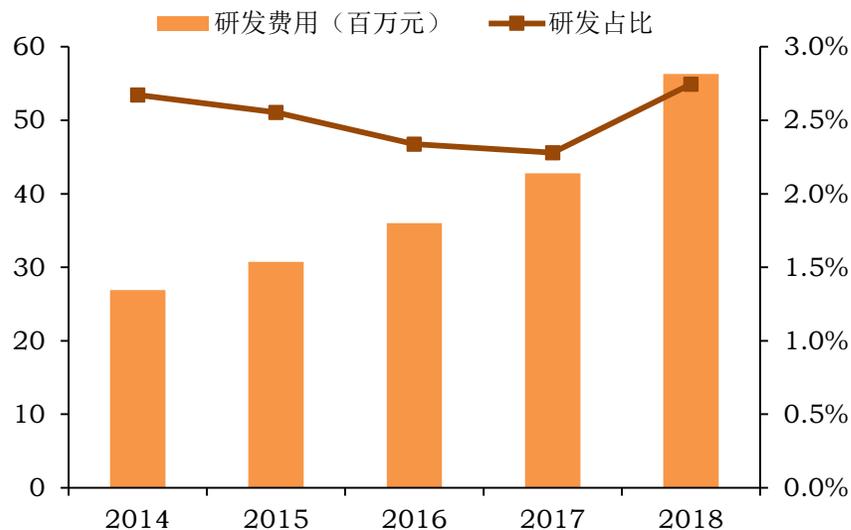
◆公司致力发展轻型及环保的表面处理技术，PVD工艺已在行业处于领先水平。现时公司已不断开发和应用绿色的电镀材料与工艺，尤其持续对轻型环保表面处理技术进行研发，包括层涂层、PVD和水性涂层技术等。其中，公司在16年已成功开发软胶材料的PVD工艺，此PVD技术（物理气相沉积）是现时行业最先进的表面处理方式之一，在应用过程中不会产生对大气和环境的污染物。

3.3 一站式工序保证高良品率，研发投入持续增长但占比仍有待提升

图表18：公司每年良品率情况



图表19：公司我每年研发费用及占比



◆公司比同行高的良品率主要是一站式工序提升资源利用效率所致。高良品率是在汽车塑料电镀零件市场取得成功的主要因素，公司于14-16年的良品率都高于89%，较行业平均~80%高，业内领先汽车电镀零件制造企业约在80-90%区间。这主要是由于公司是行业内唯一拥有一站式生产能力的公司，而公司大部分订单从设计到电镀都由公司一手包办，这样能密切把控生产流程和产品质量，在模具制作的阶段为电镀工序能预见的问题作出优化，并形成规模优势。此外，公司也持续优化生产程序、改善工业自动化及技术提升方面投入也有助提升良品率。由于电镀劣品无法循环使用，良品率成为公司盈利能力的关键。但良品率在17年按年有所下滑，这是由于17年新增的生产线投入初期需要进行磨合。而由于于无锡工业园区停水，无锡生产基地在18年下半年遭遇生产中断，大幅影响了公司运营，18年良品率更下降至87.6%。

◆公司重视科技研发，但研发比例低于同行，预计未来仍有上升空间。公司主要通过位于惠州生产基地的研发中心进行研发活动，主要致力于拥有的不同电镀技术的质量及工艺及生产流程中的成本效益，以及为电动汽车开发新生产材料。研发平台由300多名成员组成核心团队，其中90%以上人员持有工程、化学、材料科学或其他科学科目领域的本科或研究生学位。公司研发费用逐年增加，但占比一直在2.3-2.8%区间，低于同行平均约4%的占比。公司研发比例在18年已达到高位2.75%，预计随着行业对环保和新能源等多样性的需求增加，公司将持续投入环保和多种应用的电镀技术，研发比例在未来或将达到3%以上。

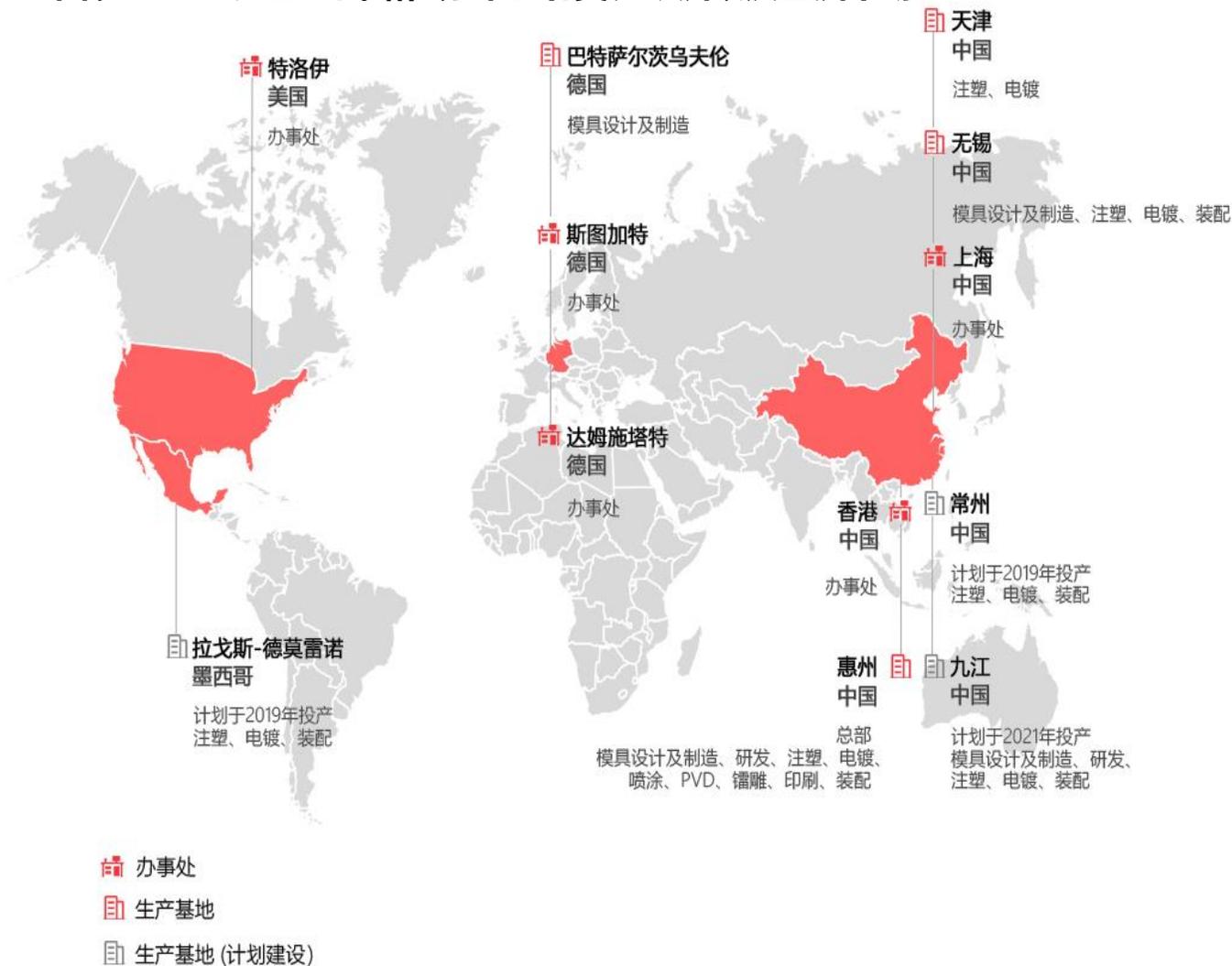
04

产能、工厂布局

- 生产基地战略性分布于北美、欧洲以及亚洲市场
- 透过收购及自建工厂提升海内外产能，继续拓展海外市场
- 持续稳步扩大产能来满足客户需求，18年资本开支大幅增加

4.1 生产基地战略性分布于北美、欧洲以及亚洲市场

图表20：生产基地战略性分布于北美、欧洲以及亚洲市场



◆公司在国内的销售及生产基地设置于临近出口港口或主要整车厂商及一级供应商的所在地。公司生产总部在02年成立于惠州，各生产厂房策略性地分布在华南、华东及华北不同地点，邻近国内多个主要一级供货商及整车厂商。至18年底，公司在惠州、无锡、天津、九江以及常州设有五个生产基地，共13条电镀生产线（惠州7个，无锡5个，天津1个），359个注塑机和61套模具制造机，并计划在厂常州和九江建立生产基地。

◆海外的销售及生产设施战略性地位于美国和欧洲的主要地区。公司于16年成立间接全资附属公司Xin Point Mexico，主要是墨西哥拿地、水电、和劳动成本较为便宜，公司计划把中国培训的管理人员派去墨西哥，预计19年中的新生产基地将开始投产，逐渐扩大公司在北美与南美的市场。而在德国达姆斯塔特和斯图加特的办公室是靠近德国主要汽车厂商和位于东欧的供应商。在18年，公司收购了德国模具制造公司Bernd Lindecke Werkzeugbau GmbH。

4.2透过收购及自建工厂提升海内外产能，继续拓展海外市场

图表21：信邦控股生产基地产能规划

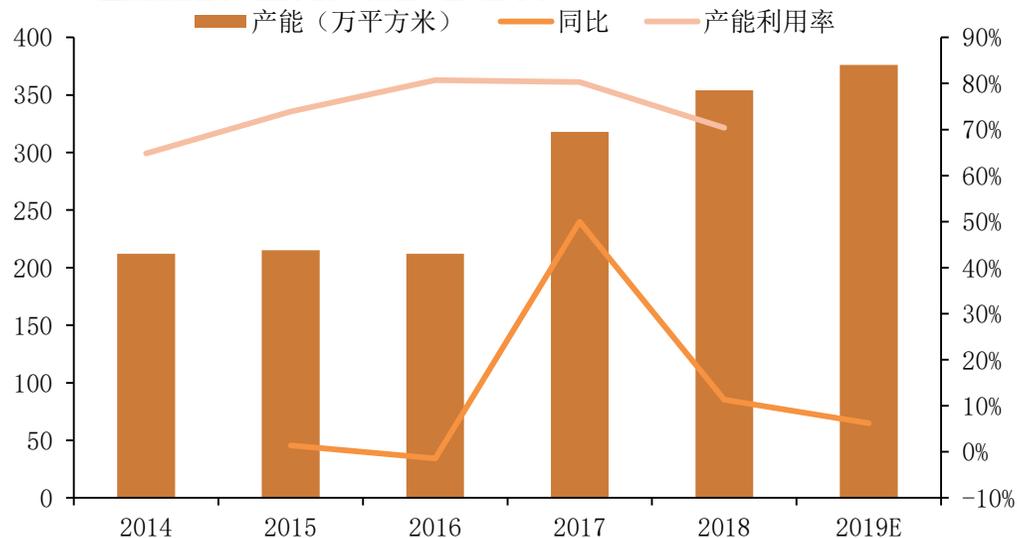
生产基地	投产日期	占地面积 (m ²)	产能 (万平方米)	功能
惠州生产基地	2002年	112177	225.4	注塑、电镀、模具设计及生产、喷涂及研发
无锡生产基地	2004年	12361	118.2	注塑、电镀、模具设计及生产
天津生产基地	2005年	10788	10.1	注塑、电镀
九江生产基地	2021年	-	70	模具设计及制造、研发、注塑、电镀、装配
常州生产基地	2019年年中	-	70	包括注塑、电镀、装配
德国模具制造公司	2018年完成收购	-	-	模具设计及制造
墨西哥生产基地	2019年年中	50,000	70	注塑、电镀、装配、仓储物流

◆公司持续透过收购等计划扩充国内生产基地。公司在惠州、无锡、天津的生产基地于2002年-2005年陆续投产，目前正在建立位于九江和常州的新生产基地并扩大注塑、电镀和装配生产容量，预计常州在19年中投入运营，九江在21年投产。公司已决定加快在江苏省常州市第一条生产线部署流程，预计年产能为70万平米的新生产线将于19年中开始投入运作，以缓解无锡生产基地目前面临的运营困难。

◆建立海外生产基地以开拓北美市场和提升市占率。新建墨西哥综合性生产基地，涵盖注塑、电镀、装配、仓储物流等一站式服务能力，并计划长远用于服务北美的全部客户。收购德国模具制造公司Bernd Lindecke Werkzeugbau GmbH，利用其销售和技术支持平台拓展欧洲客户。

4.3持续稳步扩大产能来满足客户需求，18年资本开支大幅增加

图表22：公司产能逐步提升



图表23：资本开支近年大幅增加



◆公司持续稳步扩大产能以满足客户需求，预计19年产能增6.2%至376万平方米。公司18年产能达到354万平方米，较17年的318万平方米增长11.3%。无锡生产基地因工业园对园区内所有租户暂停水处理服务而自18年下半年中断了生产，对无锡地区的运营造成不利影响，也导致整体电镀产能利用率从17年的80.3%下降至18年的70.4%。公司决定加快在江苏省常州市第一条生产线部署流程缓解无锡生产困境，预计年产能70万平方米的新生产线将于19年中开始投入运作。墨西哥的工厂在19年中投产，预计初期的利用率约在50-60%。至19年底，公司估算年电镀产能总量将达约376万平方米（不包括无锡生产基地约100万平方米的产能）。公司产能利用率从14年64.8%上升至17年80.3%，高于行业平均~70%，主要是公司现有及潜在新客户考虑指定公司供货时会计及公司的后备产能，所以公司的设计产能会预留15%至20%的缓冲空间。

◆加大投资建厂，18年资本开支大幅增加至4.89亿元。公司的资本开支包括用于收购物业、厂房及设备，以及用于在建工程和添置土地使用权等。18年公司的资本开支合计约4.89亿元，较17年约2.46亿元提升98.6%。资本开支的大幅增加，主要缘于对墨西哥新工厂的投资增加以及扩大注塑和电镀的产能。如公司19年的产能顺利完成扩张，按照现时对未来计划，19年的资本开支或较18年少，但如果公司今年还会公布更多关于20年后的产能扩张计划，预计资本开支或维持在18年相约水平。

05

原材料成本、财务情况

- 过去营收和毛利保持较高增速，但18年受行业宏观影响而大幅放缓
- 销售成本受工厂生产中断及行业因素影响，原材料和员工成本增加
- 原材料整体价格处于稳定位置，公司与前五供应商业务关系稳定
- 加大研发增加行政开支，业绩增长推动期间成本上升
- 毛利率下降明显，净利率较为稳定，归母净利润增速下降明显
- 资产负债率处于较低水平，也低于同行，现金流充沛

5.1 过去营收和毛利保持较高增速，但18年受行业宏观影响而大幅放缓



图表24：公司每年营业收入增速



◆公司营收过去15-17年平均增速为23%，但18年受宏观行业因素影响而放缓至9.2%。公司营收在15-17年保持平均约23%的增速，但18年增速有所放缓，18年营收同比增9.2%至20.5亿元。主要原因是全球经济增速放缓、利率上升影响下游汽车行业，国内汽车行业销量增速下滑并在18年出现负增长，下游整体市场趋冷影响汽车电镀零件的需求。随着2019年初汽车经销商去库存结束，汽车行业有望迎来复苏，公司营收增速将有所恢复。

图表25：公司每年毛利和增速

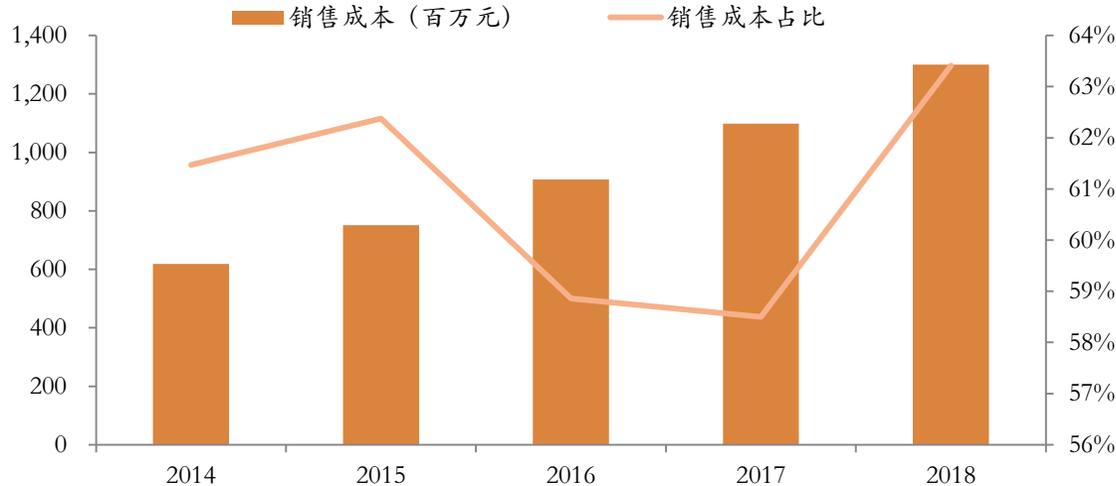


◆毛利增速放缓，18年首次出现负增长。公司销售成本在18年同比增18.4%至13亿元但营收只同比增9.2%，在销售成本增长高于收入增长下，18年毛利同比降3.7%至7.5亿元。毛利下降主要由于18年下半年无锡生产基地遭遇的生产中断导致良品率及设备利用率下降，连同公司新的运营设备在磨合期内所需的额外劳动力及运营成本，进而导致销售成本增加。

5.2 销售成本受工厂生产中断及行业因素影响，原材料和员工成本增加

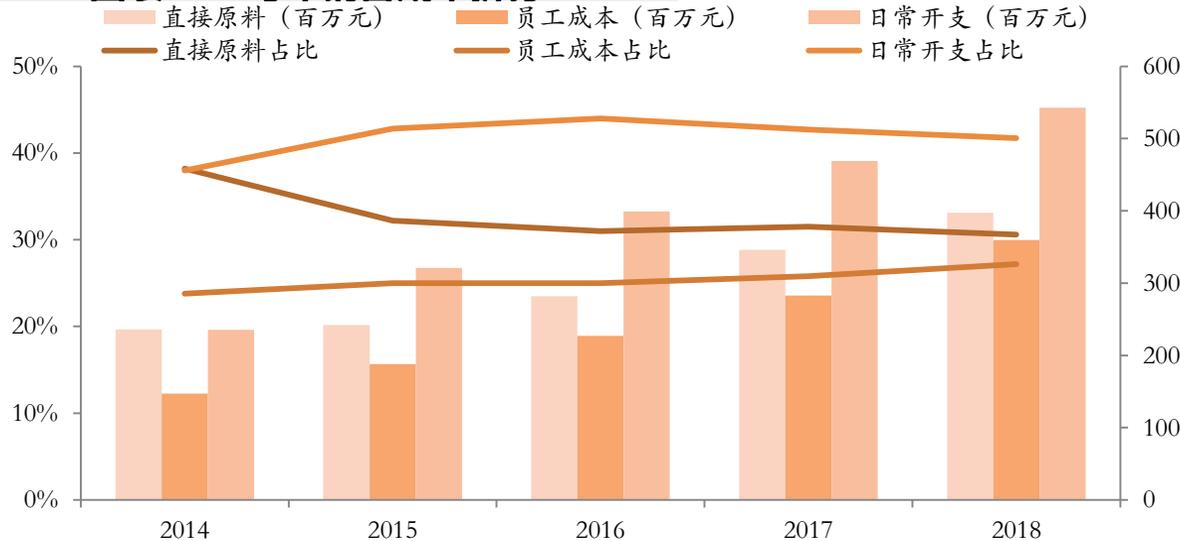


图表26：每年销售成本变化



◆ **18年销售成本增长高于营业收入增长。**公司销售成本由17年的10.98亿元增长18.4%至18年的13亿元。主要原因是18年下半年无锡生产基地遭遇生产中断使得整体良品率下降，降低运营效率及增加直接材料成本约14.7%；而行业宏观整体影响导致收入及订单均低于预期，使得销售成本增长高于收入增长。另外，员工成本因前线员工人数及薪资水平上升而增加约27.1%。

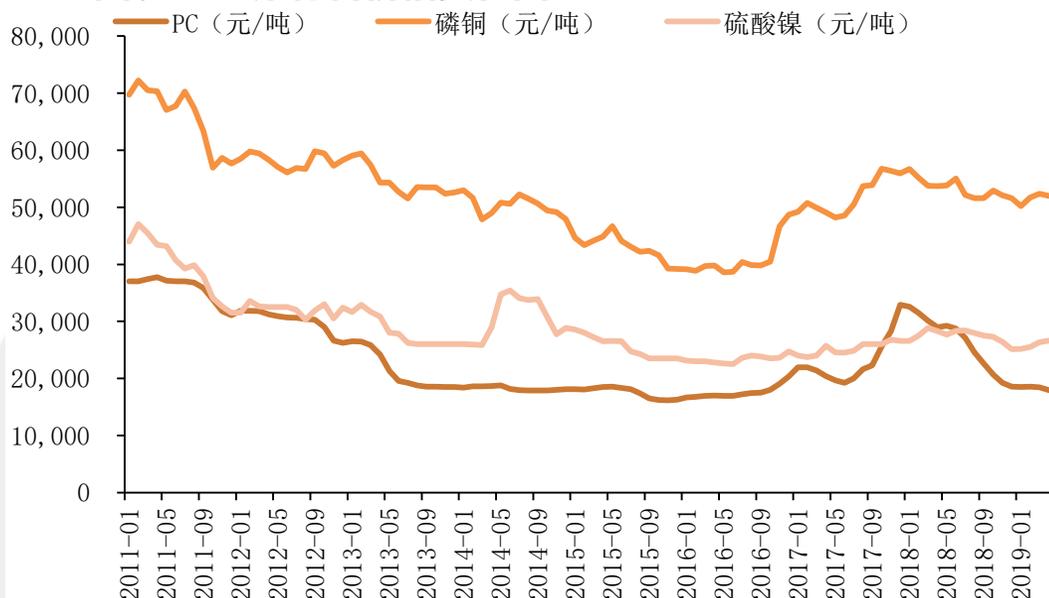
图表27：每年销售成本拆分



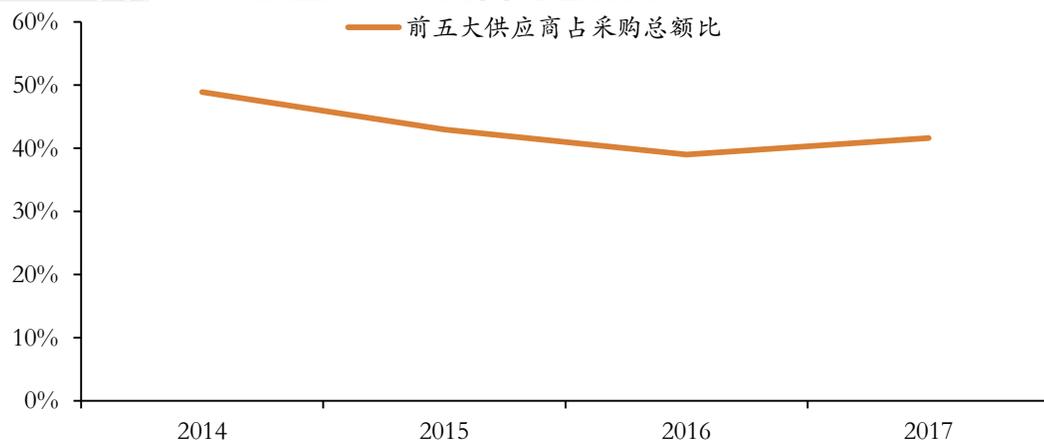
◆ **扩产和生产中断引起直接原料、员工成本、日常开支高增长。**由于无锡生产基地的遭遇生产中断，导致18年的原材料成本增加，行业宏观的负面因素也导致销售成本增长高于收入增长，员工成本也增加27%。从过往占比看，日常开支占销售成本比例最高，达到40%以上，主要包括加工费、耗材、磨具成本、公用事业和折旧等。原材料占比过去维持在30%以上，而员工成本约25%左右，但18年占比上升至27.2%。

5.3 原材料整体价格处于稳定位置，公司与前五供应商业务关系稳定

图表28：原材料价格变化图



图表29：前五大供应商占比趋势图

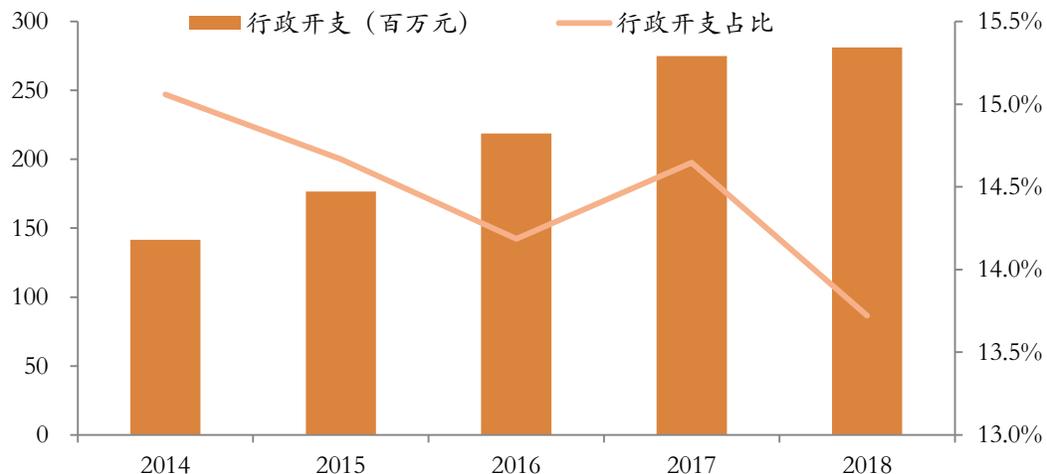


◆原材料整体价格在经历前段持续下降后现处于较为稳定位置。汽车电镀零件的主要原料包括硫酸镍（电镀化学品）、磷铜（金属零件）及PC（聚碳酸酯）/ABS（丙烯腈丁二烯苯乙烯）。由于近年来中国经济增长逐渐放缓，汽车电镀零件主要原料的价格已普遍下跌。硫酸镍的价格由11年的每吨约41500元下降至16年的每吨约22800元；磷铜的价格由每吨约70750元下降至每吨约38750元；PC/ABS的价格由每吨28000元下降至每吨20500元。得益于原材料价格的下降，电镀零件的生产成本下降，电镀零件价格因其定制特征而各有不同，原材料对产品价格影响有限，公司的毛利率持续稳定。进入17年后，全球原生镍供给增长低于需求，加之新能源汽车电池对镍的巨大需求，硫酸镍价格一路上升到2019年的每吨约54250元，步入长周期上行阶段。磷铜及PC/ABS在2018年经历小幅上升后继续下跌到每吨26000元和每吨18500元。现时汽车电镀零件的三种主要原料整体价格保持稳定。

◆公司与前五大供应商业务关系稳定，无供应商集中风险。17年公司共有926名供应商，提供塑胶树脂、电镀化学品、金属零件主要原材料的分别有75、53及17名。公司主要在中国采购原材料，而五大供应商主要为塑胶树脂、电镀化学品及电镀支架供应商。14年-17年，公司前五大供应商分别占同期采用总额的49%、43%、39%和42%，整体较为稳定。公司与前五大供应商已经维持3到9年的稳定业务关系，可按与现有供应商提供的价格向多个其他供应商采购原料，并无供应商集中风险。

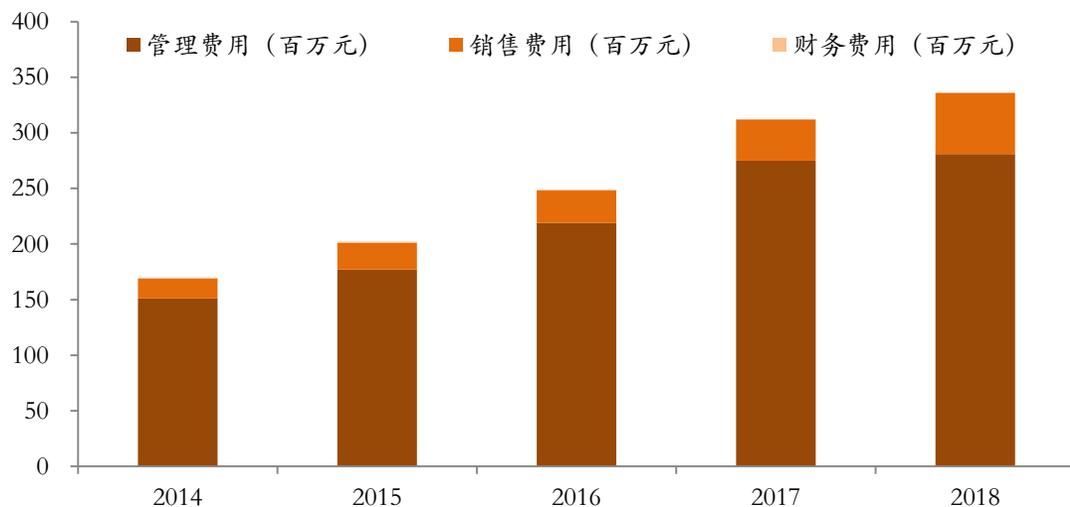
5.4 加大研发增加行政开支，业绩增长推动期间成本上升

图表30：每年行政开支及占比



◆行政开支占营收比下降，主要是研发开支投入加大，员工成本、折旧及摊销等费用维持稳定。18年行政开支同比增2.3%至2.81亿元，低于营收的增速。行政开支增加主要是研发开支持续增加13.5百万元、建设墨西哥新生产基地耗费的额外专家费用8.1百万元、公司根据购股权计划授予团雇员股权的公允价值以股份为基础支付2.7百万元。由于2017年上市开支17.8百万元，17年行政开支增速上升，18年无上市开支，行政开支增速下降，占营业收入比例也同步下降。

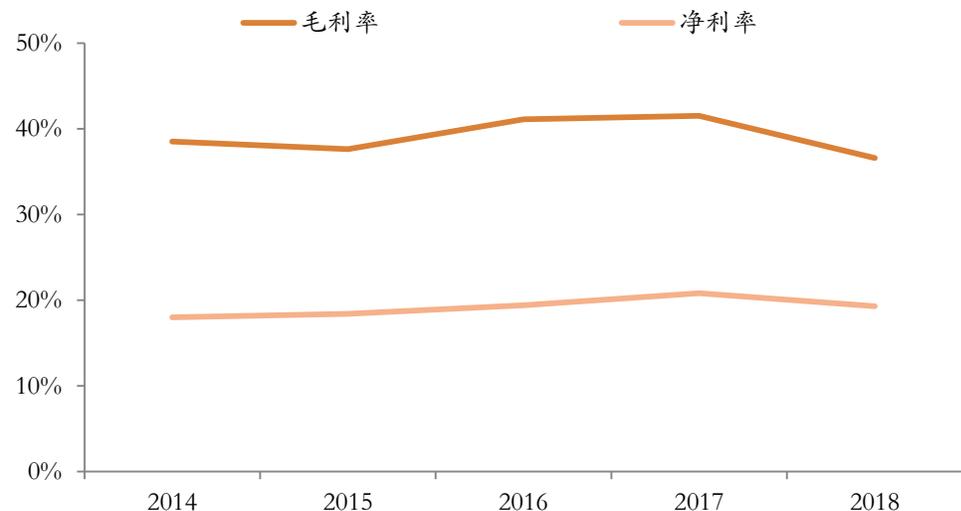
图表31：每年三费变化



◆公司管理费用和销售费用持续增长，财务费用保持较低水平。公司期间费用随业绩增长维持稳定增长，其中管理费用和销售费用分别从14年的1.51亿元和0.18亿元，增长到18年的2.81亿元和0.55亿元。销售费用增速最快，在期间费用占比由14年的10.6%持续提升到18年的16.4%，主要原因是公司业务增长带来销售人员数量的增加，销售员工薪资提高，以及差旅费用的持续增长。管理费用增加主要由于研发开支投入加大，员工成本、折旧及摊销等费用的提升。公司最近两个年度基本无财务费用。

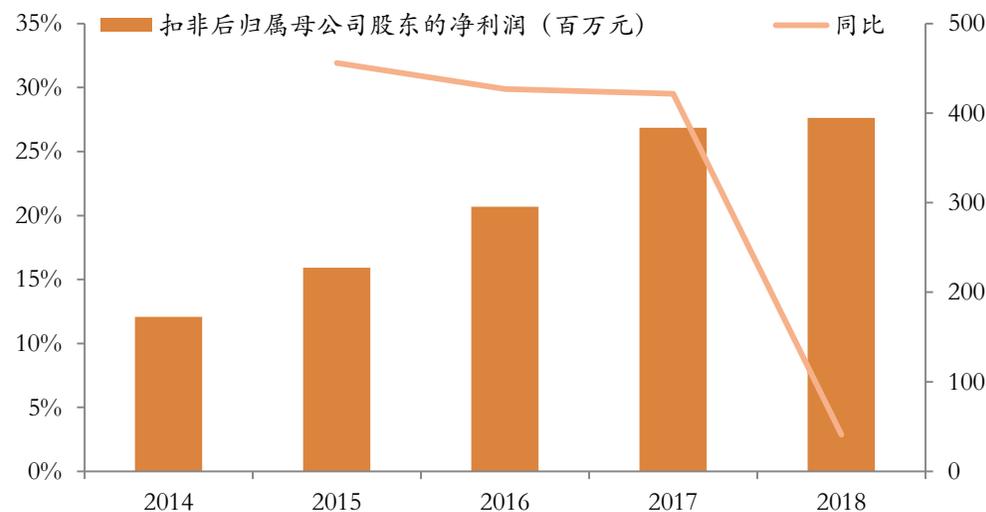
5.5 毛利率下降明显，净利率较为稳定，归母利润增速下降明显

图表32：每年毛利率和净利率



◆**毛利率受生产中断等因素影响而明显下降，净利率整体较为稳定。**在15-17年，得益于公司业务收入的高速增长以及原材料价格下降，公司的产品毛利率平稳增长。进入18年，销售成本增长18.4%高于营收增速，毛利率由17年的峰值41.5%下降到18年的36.6%，主要是生产中断、新运营设备额外投入和整体市场因素低于预期致使毛利率下降明显。管理层指良品率每上升1个百份点大约可带动毛利率上升1个百份点，我们预计随着公司良品率回升及形成规模效应，毛利率或有所恢复。受益于税率降低，18年净利润3.95亿元，同比增长1%，净利率小幅下降1.5个百分点，公司近三年净利率较为稳定，保持在19-20%。

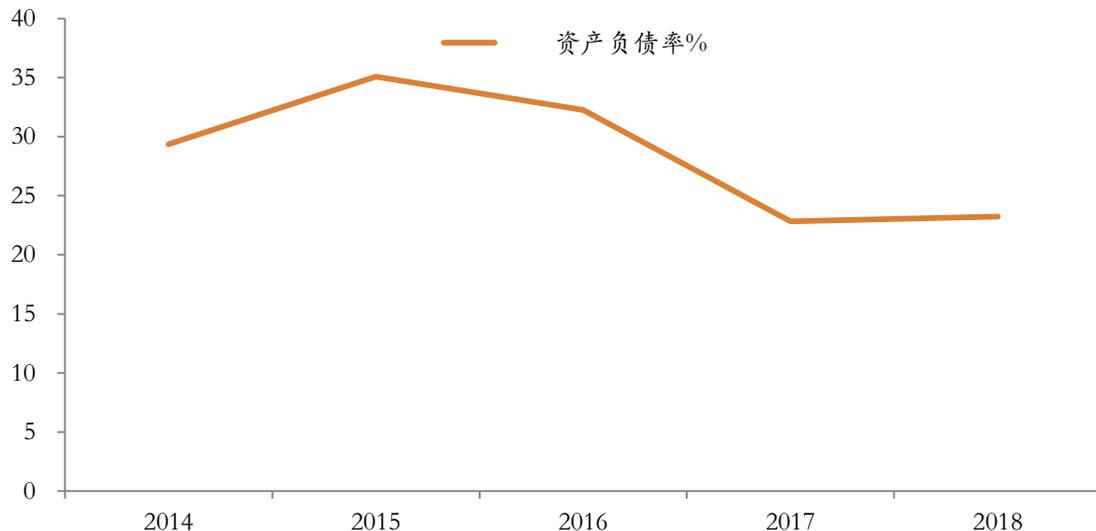
图表33：每年归母利润和增速



◆**18年收入及毛利降低导致归母利润增速下降明显。**公司18年收入低于预期，只有9.2%，而毛利由17年的7.8亿元下降到18年的7.5亿元，同比下滑3.7%；而得益于税率降低，18年扣非归母利润3.95亿元，同比增长2.9%。信邦在保持三年平均30%的高增长后，在18年行业情况较差及自身因素影响下归母利润增速出现较大幅度下降。

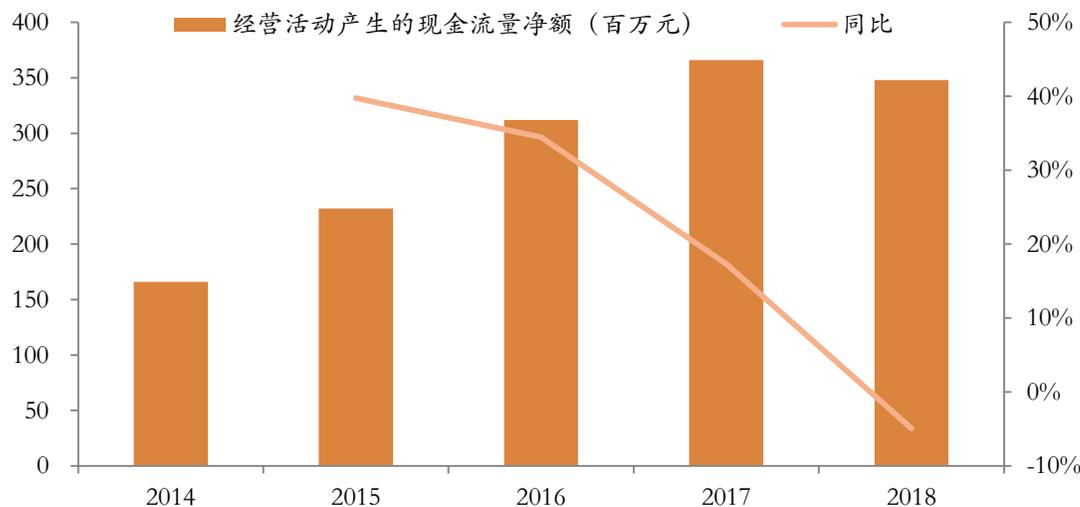
5.6 资产负债率处于较低水平，也低于同行，现金流充沛

图表34：每年资产负债率



◆ **资产负债率近年持续走低，也低于同行。**公司18年流动负债总额6.77亿元，流动资产总额10.78亿元，总资产加负债后为22.56亿元，资产负债率由15年的35.1%下降到18年的23.2%，低于港股汽车零部件同行平均资产负债率的45%。财务杠杆率降低、自有资金充足，以及不需要借债经营使得财务风险减小。2018年流动比率2.59，速动比率1.86，偿债能力强。

图表35：经营活动现金流情况



◆ **公司经营活动产生的现金流充足。**公司18年经营活动产生的现金流量净额约3.48亿元，17年为3.66亿元，经营活动现金流量充足。得益于17年上市筹资活动产生的现金流量净额5.28亿元，上期期末现金及现金等价物余额约8.12亿元，现金余额充沛。

06

估值、盈利预测

- 按照我们对19年预测给予公司7.5倍P/E估值，对应目标价为4港元，较现价3.24港元有23.46%的提升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6 按照我们对19年预测给予公司7.5倍P/E估值，对应目标价为4港元

图表36：信邦控股利润表预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,877.2	2,049.9	2,293.5	2,664.1	3,164.5
营业成本	-1097.9	-1299.6	-1,433.4	-1,625.1	-1,882.9
毛利	779.3	750.3	860.1	1,039.0	1,281.6
其他收入	42.1	56.5	64.2	74.6	88.6
销售费用	-37.5	-55.1	-66.5	-82.6	-104.4
管理费用	-274.9	-281.3	-316.5	-373.0	-449.4
财务费用	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
应占联营公司损益	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6
除税前溢利	510.1	471.6	542.6	659.4	817.9
所得税	-118.9	-76.8	-87.2	-106.6	-136.1
净利润(含少数股东权益)	391.3	394.8	455.4	552.9	681.9
归属股东净利润	391.3	394.8	455.4	552.9	681.9

◆**估值与盈利预测：**我们预计公司2019-2021年EPS分别为 0.53、0.64、0.79 港元，对应 P/E分别为6.28、5.17、4.19 倍。公司上市以来平均PE为10倍，现时估值从18年底部5.3倍修复至7.2倍，但估值仍处于较低位置，除了较港股同行平均约11倍折让约35%，也远远低于A股同行，按照我们对19年预测，给予公司7.5倍P/E估值，对应目标价为4港元，较现价3.24港元有23.46%的提升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。



分析师简介：

刘伟浩：广证恒生汽车行业分析师，中山大学工商管理硕士，浙江大学工业设计、计算机科学与技术双学士。具有A股和港股跨市场的研究经验，8年买方投研经验。2016年加入广证恒生。

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心04楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。