

敏实集团 (425 HK)

轻量化汽车市场崛起利好敏实

敏实为中国领先的汽车零部件供应商，其主要客户为全球顶级汽车制造商，包括丰田、本田、福特和通用汽车。得益于其强大的研发能力及生产基地多元化，敏实因此获得多个为跨国汽车制造商开发新产品的机会。此外，汽车轻量化的趋势都利好敏实，我们预计集团毛利率将随着高利润率铝产品收入贡献增加而提升。鉴于敏实订单累计量增幅稳定，我们相信其销售将稳步增长。首予“买入”评级，将目标股价设定为 33.6 港元。目标股价较目前股价有 15% 的上升空间。

新铝产品推动敏实毛利率增长：轻量化汽车材料需求量不断增长，或将推动全球铝材销售。为了抓紧轻量化的增长趋势，敏实成功开发铝门框及铝电池盒，该等产品将于 2019/2020 年推出市场，受惠铝产品销售增加，我们预期公司的铝产品收入占比将可从 2018 上半年的 25% 提升至 2020 年升至 35%。得益于铝产品的高利润率（铝产品利润率为 35%-40%，而钢产品利润率为 30%-33%），敏实的销售及毛利率增长有望于 2019/2020 年加快。

生产基地多元化增加集团竞争优势：敏实现共经营逾 40 家工厂，其中有 6 处厂房位于德国、墨西哥、美国及泰国。生产基地多元化为敏实赢得同跨国汽车制造商合作的机会。集团的领先科技及创新技术引领公司与客户建立了长期合作关系。鉴于持续进行海外扩张，我们相信敏实将能获得更多竞争优势及其全球渗透率将进一步提升。

资产负债表表现稳健：敏实的经营现金流连续 10 年录得净流入。鉴于其净现金状况良好，我们相信集团即使处于经济下滑期，其财务状况也不会轻易恶化。

贸易战升级或将削减敏实利润：中国制的美国产品占敏实总销售额的 7%，美国政府提高关税或将使敏实美国销售受压。此外，贸易战升级或将使主机厂调低销售预测，这会直接影响敏实的销售及利润。

首予“买入”评级：鉴于敏实汽车外饰件全球市场份额达到约 10%，我们相信其强大的研发能力将使集团获得更多全球汽车制造商订单。我们首予“买入”评级，将目标股价定位 33.6 港元，目标股价较目前股价有 15% 的上升空间。我们的目标股价基于 DCF 估值模型所得，所用参数包括加权平均资本成本 11.0% 及永续增长率 3%。目标股交隐含 2018 年预测市盈率为 15.3 倍，2018 年预测市帐率为 2.5 倍。

投资总结

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收（人民币 百万元）	9,400	11,384	12,887	15,026	18,435
变化（%）	23	21	13	17	23
净利润（人民币 百万元）	1,719	2,025	2,199	2,671	3,367
变化（%）	35	18	9	21	26
每股盈利（人民币）	1.536	1.782	1.920	2.332	2.939
变化（%）	33	16	8	21	26
市盈率（倍）	16.7	14.4	13.4	11.0	8.7
市净率（倍）	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
价格/经营活动现金流（倍）	16.7	15.5	10.8	10.1	9.0
企业价值/息税折摊前利润（倍）	11.6	9.7	8.6	7.1	5.7
每股股息（人民币）	0.596	0.704	0.768	0.933	1.176
股息回报率（%）	2.3	2.7	3.0	3.6	4.6

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

买入

目前股价

HK\$29.25

目标股价

HK\$33.6

中国 / 汽车 / 汽车零部件

2018 年 10 月 8 日

何梓瀛 (SFC CE:BHL697)

(852) 3519 1291

alison.ho@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数（百万股）	1,145
市值（百万港元）	33,505
企业价值（百万港元）	32,903
12 个月内日成交额（百万港元）	126.7
12 个月波动率（%）	44
FY17-19 预测市盈率（倍）	1.0
FY17-19 预测平均净资产收益率（%）	17
FY18 预测市净率（倍）	2.2
FY18 预测净负债-股东权益比（%）	净现金

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	(0.8)	(38.0)	(33.8)
相对恒指	1.6	(26.8)	(27.5)

主要股东持股 (%)

秦荣华	39.3
首域投资（香港）有限公司	8.06
Matthews International Capital	7.05

审计师

德勤会计师事务所

股价走势图



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）



20 大主机厂销售稳步增长利好一线汽车零部件供应商

2017 年欧洲、中东、非洲汽车销售增长跑赢全球汽车市场

根据汽车调研公司 Jato Dynamics 数据显示，2017 年全球乘用车及轻型商用车销量同比增长 2.4%至 8, 605 万辆。其中，中国/欧洲、中东、非洲/日本市场份额占比分别为 30%/24%/6%，它们去年的销售均录得稳定增幅。然而，全球第二大汽车市场美国则于 2017 年录得 2%的同比降幅。这主要是由于其客户对旧汽车忠诚度较高，因此推迟了新车更换。我们观察到欧洲汽车市场，如德国、法国、意大利，它们的销售增幅于 2017 年分别达到 3%、5%及 7%，超过日本及中国 2.3%的汽车销售增幅。这主要得益于这些国家经济的持续复苏。2017 年，中国仍然为全球最大的汽车销售市场。

全球汽车销售增幅预计将于 2018 年减缓

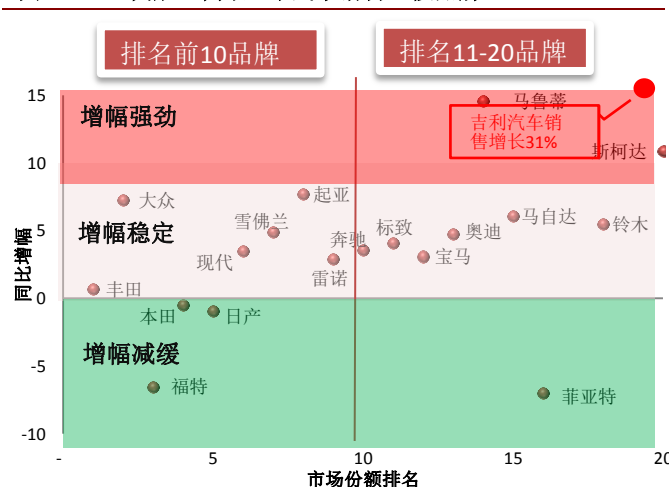
根据德国汽车工业协会数据显示，2018 年全球汽车市场销售预计将减缓，其销量预计将录得 1%的同比增幅。鉴于英国脱欧后局势不明朗，英国汽车市场销售预计将下滑，或将拖低欧洲销售。另一方面，我们看到中国汽车市场增幅自 2018 年 6 月放缓，其 7 月及 8 月的销售均录得同比降幅。我们相信中美贸易战或会持续削弱中国汽车销售。鉴于全球汽车市场销售增幅减缓，我们相信全球汽车零部件销售增幅亦将于 2018 年放缓。

图 1:2017 年汽车销售排名前 10 地区

		销量 (百万辆)	市场份额	同比增幅 (%)
1	中国	25.8	30.0%	2.3
2	美国	17.23	20.0%	(2.0)
3	日本	5.16	6.0%	2.3
4	德国	3.71	4.3%	3.0
5	印度	3.61	4.2%	9.0
6	英国	2.9	3.4%	(5.0)
7	法国	2.54	3.0%	5.0
8	巴西	2.17	2.5%	9.0
9	意大利	2.15	2.5%	7.0
10	加拿大	2.05	2.4%	5.0

资料来源: Carsalesbase、东方证券（香港）

图 2:2018 年前 7 个月全球汽车销售（按品牌）



资料来源: 戴姆勒汽车集团、东方证券（香港）

图 3:2018 年前 7 个月汽车制造商市场份额

汽车制造商	市场份额
排名前 5 品牌	34%
排名前 10 品牌	51%
排名前 20 品牌	76%

资料来源: 公司资料、东方证券（香港）

2018 年首 7 月全球 20 大汽车制造商中大部分录得稳定增幅

2018 年前 7 月 20 大汽车制造商的合并市场份额约为 76%。其中，我们观察到他们大部份都录得 5%-10%的稳定同比增幅。然而，排名第三的福特表现欠佳。随着油价上升，市场上对电动车的需求增加。受此影响，福特 2018 年前 7 月销售同比下滑 6.5%。我们预计随着中美之间打响贸易战，福特将持续受压。另一方面，中国汽车制造商吉利的销售则在 2018 年前 7 月录得 43%的同比增幅，为全球 20 大汽车制造商中增长最快的企业。我们预计随着吉利于 2H2018 推出众盼已久的汽车模型 - 领克 03（轿车）、VF11（MPV 车型）、缤瑞（轿车）及 SX11（小型 SUV），其将维持销售增势。鉴于全球 20 大汽车制造商销售增幅稳定，我们相信这将利好 2018 年一线汽车零部件供应商销售增幅。

敏实 - 全球顶级汽车零部件供应商

敏实 - 全球市场份额达 10%

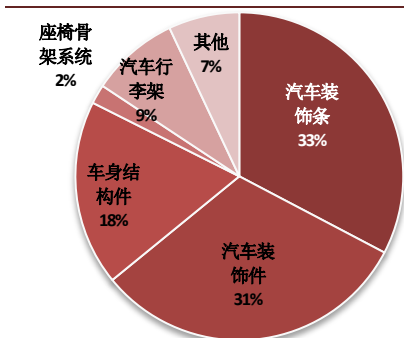
敏实为全球领先的汽车外饰件供应商，其于 2018 上半年全球市场份额达到 10%。公司成立于 1992 年，并于 1997 年开始从事乘用车外饰件的设计、制造及销售。敏实所生产的乘用车外饰件产品包括汽车装饰条、车身结构件、汽车装饰件及座椅骨架系统。敏实的客户包括全球排名前十的汽车制造商如丰田、本田、福特及大众汽车，也包括中国领先的汽车制造商如上海汽车、长安汽车。集团总部位于宁波，于 2005 年在港交所主板上市。截至 2018 上半年，其在中国经营的工厂超过 30 家，另有 6 家工厂位于美国、德国、泰国及墨西哥。

图 4：敏实产品



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 5：敏实营业额（按部件）



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

产品差异化为集团赢得竞争优势

汽车装饰条、汽车装饰件及车身结构件为敏实的主要业务，其 2018 上半年的营业额占比分别为 32.7%、31.4%及 18.3%。敏实汽车装饰条、车身结构件及汽车装饰件业务分别始于 1993 年、1998 年及 2000 年。截至现在，其汽车装饰件于 2018 上半年仍录得 17.9%的强劲同比增幅。另一方面，汽车装饰条及车身结构件分别于 2018 上半年录得 7.2%及 6.8%的稳定同比增幅。得益于产品差异化及创新技术，敏实在中国的市场份额在过去 25 年间持续提升，至今达至 30%。随着新产品的不断推出，我们相信敏实未来销售将维持稳定增长，且能够保持竞争优势。

汽车市场趋势：材料轻量化

增加轻量化材料的使用以减少 CO2 排放量

根据欧盟数据显示，汽车 CO2 排放量占其 CO2 排放总量的 12%。为了减少污染，欧盟立法减排，目标将汽车平均二氧化碳排放量减少 40%，即从 2007 年的 158.7 克/千米降低至 2021 年的 95 克/千米。倘若汽车制造商无法完成这一减排目标，将受到处罚。为了避免处罚，汽车制造商倾向使用轻量化材料以削减车身重量。统计数据显示，车身重量每削减 100 千克就能减少 0.7 升/千米油耗，这将降低二氧化碳排放量。轻量化材料在节省油耗的同时，还能提升车速。我们相信汽车材料轻量化将成为未来汽车市场的一大趋势。

图 6：汽车轻量化材料比较

	成熟技术			先进技术	
	先进高强度钢 (AHSS)	铝	钛	镁 (Mg)	碳纤维复合材料
					
% 较传统材料 减排量	15%-25%	30%-60%	40%-50%	30%-70%	50%-70%
车身减重成本/千克 (美元)	1.5-2	3-6	不适用	5-12	16
优势	- 技术成熟 - 价格不贵	- 技术成熟 - 硬度大 - 回收率高	- 密度低 - 强度大 - 防腐蚀性强	- 强度大 - 缓解震动 - 密度低	- 强度为钢材的 4 倍 - 硬度大 - 材料轻质
劣势	- 易腐蚀 - 质量重	- 处理过程复杂 - 焊接表现不及钢材	- 成本高 - 难修复	- 价格昂贵 - 易腐蚀	- 价格昂贵 - 碳纤维分布难以均衡 - 产量有限

资料来源：energy.gov、auto.gasgoo.com、东方证券（香港）

铝材在减轻车身重量上效果佳

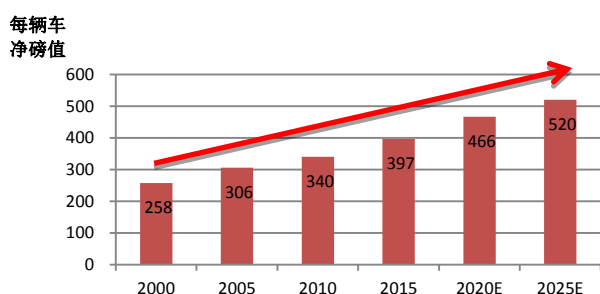
得益于先进高强度钢（AHSS）及铝产品的成熟技术及低成本，他们成为汽车制造中最常用的轻量化材料。同传统钢材相比，AHSS 和铝能分别降低 15%-25% 及 30%-60% 的重量。尽管铝价格较 AHSS 贵 2-3 倍，但鉴于其持久性、强度、安全性、性价比及环保等优点，汽车制造商仍乐意使用该材料。截至目前，铝，仅次于钢，成为第二重要汽车制造材料。我们观察到近几年来汽车行业的铝用量不断提升。随着人们对污染的危机意识不断强化，我们相信未来市场对铝的需求量将持续录得增长。

铝材渗透率持续提升

提升铝材在汽车制造中的利用率

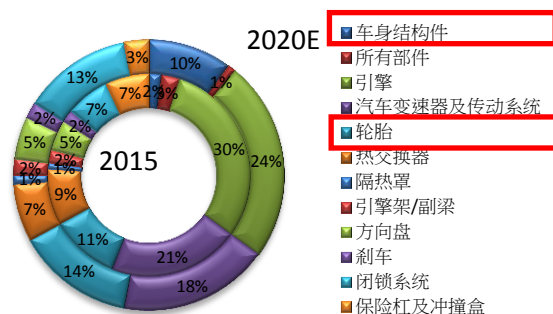
为了应对严苛的排放规管，汽车制造商不得不提升其在轻量化材料上的开支。根据外媒《Aluminium Insider》报道，时至今日汽车制造商乐意支付 4-12 美元/千克的铝材费用以减少车身重量，而豪华车制造商则更乐意支付更多成本以达到车身减重效果。根据 Ducker Worldwide 报道显示，鉴于市场对铝产品的需求量不断增长，2015 年北美汽车制造商在每辆汽车上为铝材支付的费用达 397 英镑，此费用预计在 2020 年及 2025 年分别增至 466 英镑/辆及 520 英镑/辆。因此，我们相信随着市场对铝制汽车零部件的需求量不断增长，我们认为敏实将能分一杯羹。

图 7：北美轻型汽车铝含量



资料来源：Drivealuminum、Ducker Worldwide、东方证券（香港）

图 8：2015 年及 2020 年汽车铝含量预估

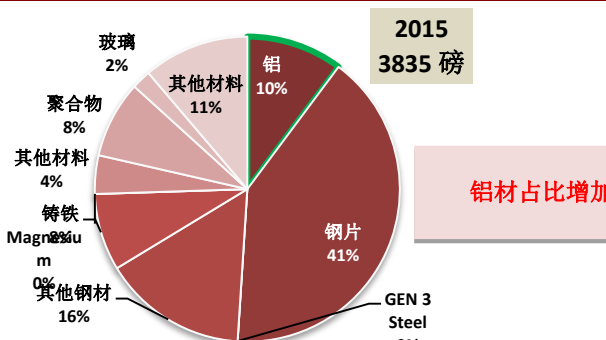


资料来源：Drivealuminum、Ducker Worldwide、东方证券（香港）

轮胎及车身结构材料由钢材转至铝材

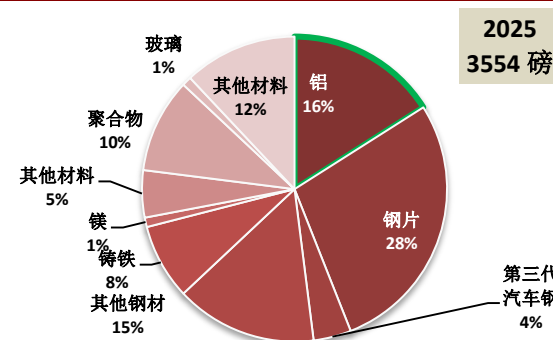
根据 Ducker Worldwide 报道，2015 年汽车制造中最重要的材料为钢板，其重量占车身总重量的 41%。然而，考虑到钢材较重，汽车制造商将加速材料轻量化进程，以轻量的铝材及镁材取代钢材。Ducker Worldwide 预计汽车制造中钢片占比将从 2015 年的 41% 降至 2025 年的 28%。另一方面，铝材将成为乘用车制造中的第二大重要材料，其用量占比将从 2015 年的 10% 升至 2025 年的 16%。鉴于轻量化材料的利用率提升，汽车平均重量预计将从 2015 年的 3,835 磅减少 7% 至 2025 年的 3,554 磅。图 8 所示为汽车制造商将集中提升轮胎结构件、车身结构件、汽车仪表板结构件中的铝用量。铝产品需求量不断提升或将推动敏实未来销售。

图 9：2015 年汽车材料占比



资料来源：Drivealuminum、Ducker Worldwide、东方证券（香港）

图 10：2025 年汽车材料占比预估



资料来源：Drivealuminum、Ducker Worldwide、东方证券（香港）

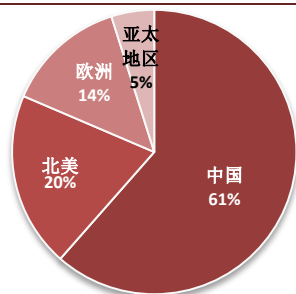
敏实实现客户及地理位置多元化

图 11：主要里程碑（客户名单）



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 12：营业额（按地理位置）



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

实现客户多元化

敏实于 1997 年开始进入汽车外饰件市场。1998 年，通用汽车及大众汽车成为其首批客户。随后，公司于 1999-2002 年先后进入马自达、本田、福特、铃木汽车采购系统。截至目前，敏实客户销售占全球汽车市场销售的 80%。庞大的客户群将更易于敏实分散单一客户风险。由于前 20 大汽车制造商于 2018 年前 7 个月销售均录得稳定增幅，这将有利于敏实 2018 年收入实现稳定增长。

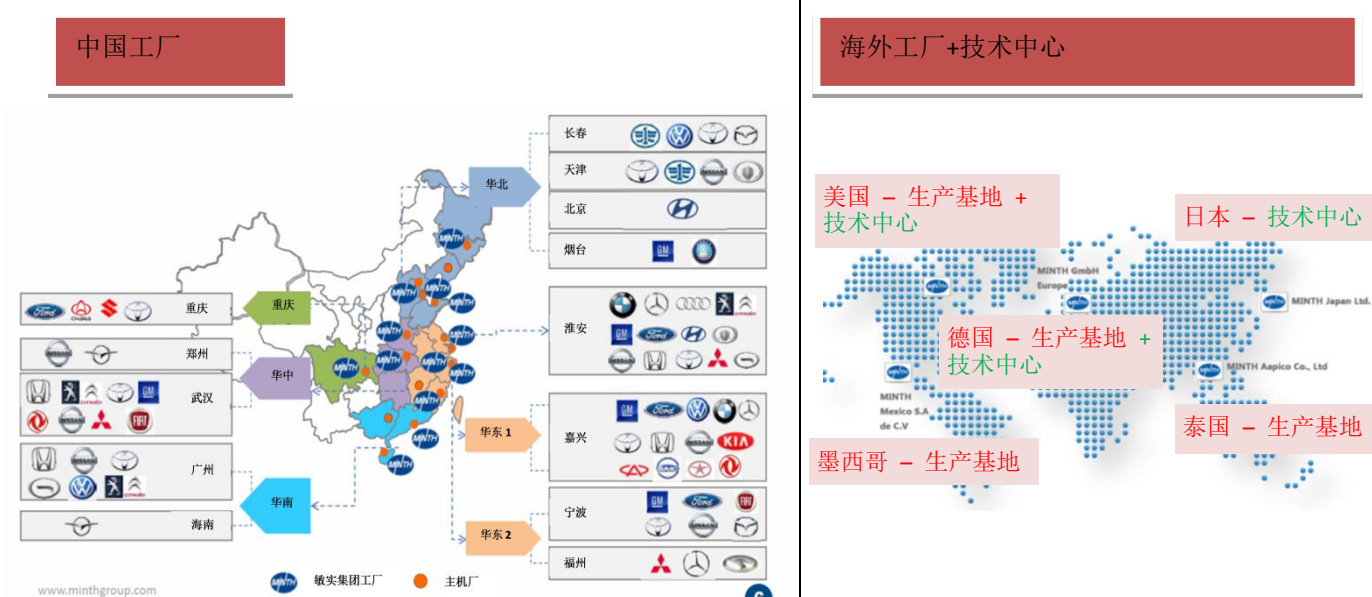
集团地理位置多元化有助减低贸易战带来的风险

敏实成功实现地理位置多元化，公司在 2018 上半年收入中，来自中国市场收入占 61.5%，而来自海外市场（欧洲、北美洲、亚洲及太平洋）收入则占 38.5%。2018 上半年公司从中国出口至美国的产品占公司总收入约为 7%（即约人民币 4.2 亿元），受美国对中国产品提升关税所影响，我们预计敏实美国市场销售将受压。为了减低中美贸易战对集团影响，公司计划 1）将集团出口美国的产品生产基地从中国转至墨西哥及泰国；2）长远地增加对美国市场的投资。我们相信关税增收将会在短期内拖低敏实美国销售，然而市场及生产基地多元化或将减轻贸易战对敏实的长期影响。

在全球拥有超过 40 家生产基地

敏实共经营逾 40 家工厂，其中有 6 家工厂位于海外。敏实战略性地将其工厂建于客户厂房附近，这不仅能削减物流成本，节省运输时间，还能同客户保持紧密联系。集团计划未来在华北及海外进一步扩张，我们相信这将为集团带来更多订单及有助增加渗透率。

图 13：生产工厂分布



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

成熟的技术造就敏实与客户保持紧密联系

同全球汽车制造商维持长期合作关系

敏实指出通常汽车制造商在为其新汽车模型开发汽车零部件时会邀请 2-3 家一线零部件供应商及 3-5 家二/三线零部件供应商合作。汽车制造商在选择合作的供应商时，会考虑其产品质量、设计能力、财务状况、稳定性、成本等主要参数。敏实作为一线零部件供应商，其进入全球主要汽车制造商的采购系统已达 10 年之久。此外，集团成熟的技术、丰富的经验也为其赢得同全球豪华汽车制造商合作的机会。

集团耗时约 24 个月开发新产品

敏实集团在接到来自汽车制造商的生产任务后，将依据 1) 新车模型，2) 计划产量，3) 目标市场来对生产所需的材料及技术进行评估。之后敏实会提供一个样本供汽车制造商检测。倘若客户对该样本满意，便会同敏实签订合约。随后敏实便会开始筹备生产设备。从签订合约到投入生产总耗时约为 24 个月。

图 14：敏实经营模式



资料来源：公司资料、东方证券（香港）



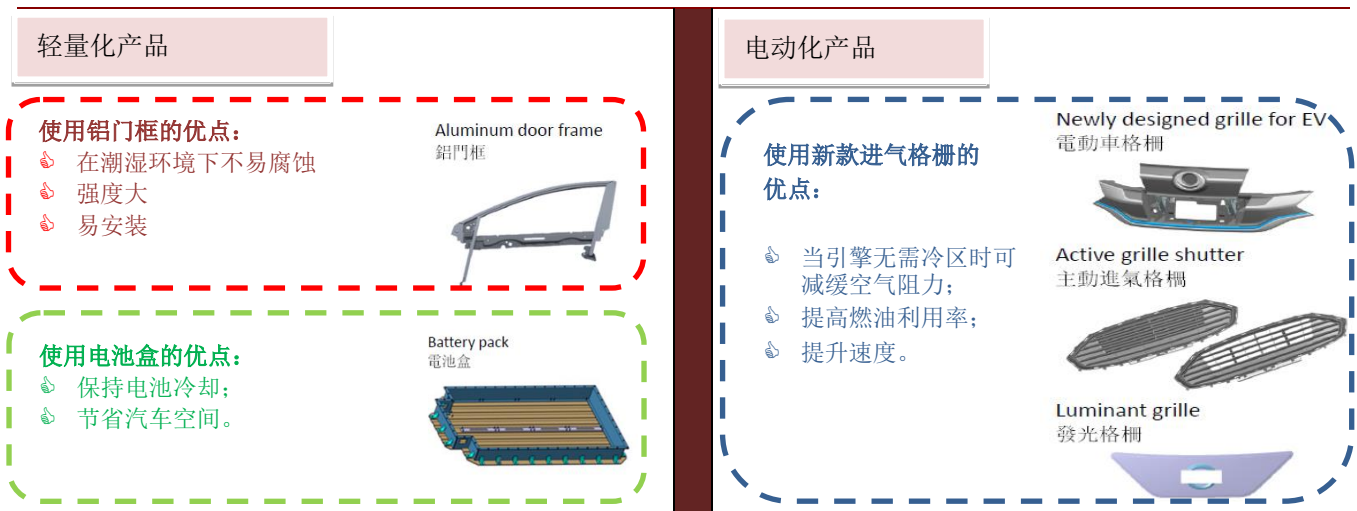
集团重点研发轻量化及电动化产品

抓紧轻量化趋势，发展铝电池盒及铝门框

为了迎合汽车市场产品轻量化趋势，敏实自 2013 年起开始向其客户提供铝产品。集团铝产品销售于 2018 上半年录得 25% 的强劲同比增长，并占集团销售比重达到 25%。鉴于市场对铝产品的需求量大，敏实近来开始集中开发铝电池盒、激光焊接门框及汽车铝合金天窗导轨等铝产品。

得益于产品较强的防湿功能，铝门框不易轻易腐蚀。再加之其强度大、易安装等优点，我们预计该产品在未来将大受欢迎。至于铝电池盒，其可以加速散热以助电池冷却。此外，铝材薄，能够节省汽车空间。因此，我们相信电动车供应商将在未来增加对铝电池盒的需求。得益于敏实的创新技术，我们预计以上的铝产品或将在 2019/2020 年成为公司的主要增长动力。

图 15：主要研发产品



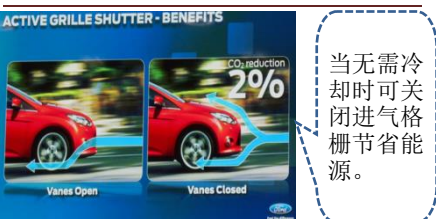
资料来源：网络数据、公司资料、东方证券（香港）

图 16：电动车格栅



资料来源：网络数据、东方证券（香港）

图 17：主动进气格栅



资料来源：网络数据、东方证券（香港）

进一步加强电动产品创新以满足电动车需求

市场上对新能源汽车的需求量不断增大，推动敏实开发更多产品以迎合新能源汽车的需求。集团将传统饰条升级成电动尾门防夹条产品，研发电动车开闭启动装置。此外，集团还为电动车设计了电动车专用格栅，鉴于传统汽车在驾驶时易升温，所以散热器需置于汽车前部以方便空气流入，从而令引擎冷却，以防温度过高。然而，由于电动车电池几乎都是置于车的底盘或后端，因此散热器通常不会置于电动车前端。于是敏实设计了更适合电动车的无孔格栅。鉴于电动车销售不断上升，我们相信市场上对敏实电动车无孔格栅的需求量将不断增加。

此外，敏实还开始研发主动进气格栅。主动进气格栅目前为汽车市场最先进的技术。当汽车引擎无需冷却时，格栅便能自动关闭以减少空气阻力。我们相信汽车制造商会逐步将汽车升级至主动进气格栅技术以节省能源。敏实将从汽车升级中受惠。

订单储备强劲，单车配套金额持续上升

取得汽车摄像头新订单及开拓 ACC 标牌业务

由于对安全性的关注度提升及为避免车祸，市场对汽车摄像头的需求不断增加。敏实抓住机遇并开发摄像头模组，集团称已分别从一间日系及一间中系主机厂取得汽车摄像头新订单，我们相信其摄像头模组销售将在 2020 年之后显着增长。此外，集团还为数间全球主机厂设计一系列具有雷达波、电热辐射技术的新 ACC 标牌，产品仍处于开发阶段。我们预计新产品将带动敏实 2020 年后的销售增长。

图 18：主要智能产品



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

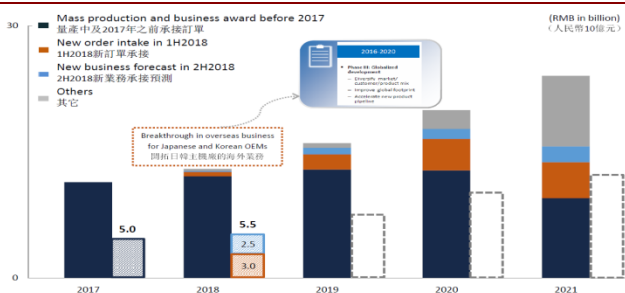
订单储备保持在最高水平

敏实预计 2018 年新接订单将达人民币 55 亿元（同比增长 10%），截至 2018 年上半年，公司已完成人民币 30 亿元的订单，相当于全年目标的 54.5%。就订单储备，其中 35%是铝产品，5%是新的明星产品，如 ACC 标牌、电池组、摄像头模组及铝门框。敏实指引其已获得 3 间主机厂的铝电池盒订单，新产品将于 2019 年上半年开始交付，他们预计该产品量产年后年产量将达 250,000 个。此外，敏实还从一间主机厂获得 900,000 个铝门框的订单，预计新产品将于 2020 年下半年交付，每年将为公司贡献收入人民币 6-8 亿元。由于铝订单储备强劲，我们预计铝产品对收入的贡献将由 2018 上半年的 25% 上升至 2020 年的 35%。

受铝产品贡献增加所推动，预计毛利率将有所提升

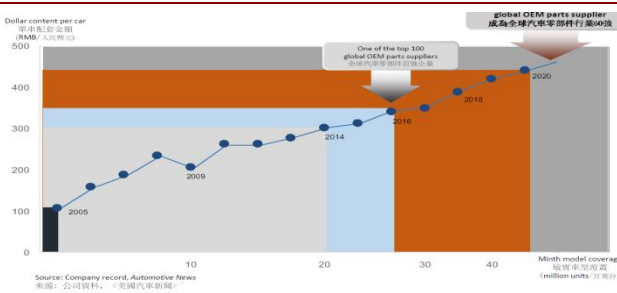
2017 年敏实的单车配套金额约为人民币 380 元，随着铝产品销售增长，敏实预计 2020/2021 年平均单车所占零件价值将上升至人民币 400-450 元。凭借铝产品较高的毛利率，铝产品的贡献增加将带动整体毛利率上升。

图 19：订单储备及新接获订单



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 20：平均单车所占零件价值



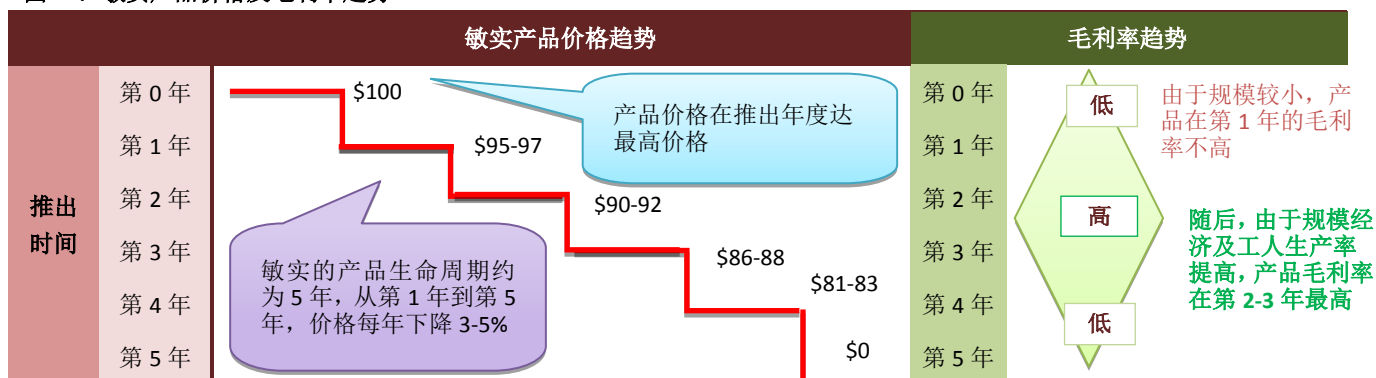
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

新产品带动敏实收入增长

新产品及不断接获的新订单促进收入增长

敏实的产品生命周期约为 5 年，产品价格推出年度达最高水平，随后价格呈下降趋势，并在推出后每年下降 3-5%。敏实称新产品通常占其总收入的 30%。由于 2019/2020 年将推出铝电池盒及铝门框，我们预计敏实的收入将在 2019-2020 年录得稳定增长。此外，敏实过去三年新订单持续增加，我们相信该等因素将支持 2018-2020 年收入增长。

图 21：敏实产品价格及毛利率趋势

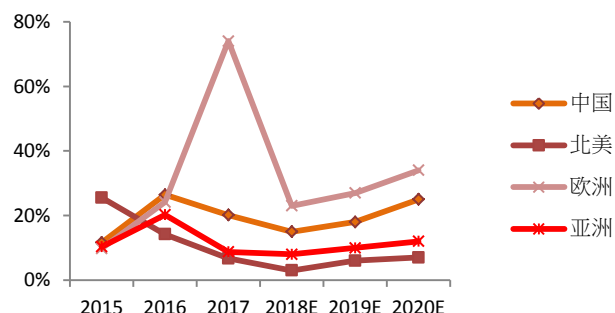


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

敏实的欧洲销售持续增长

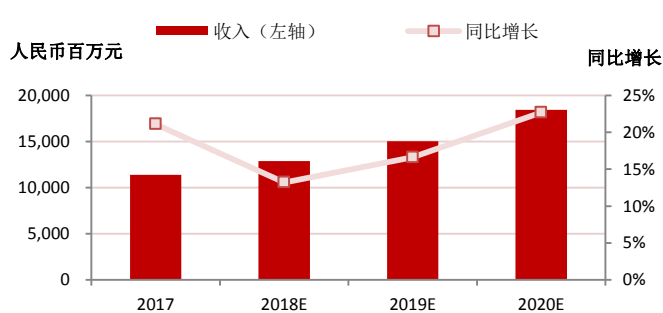
敏实 2018 年上半年收入同比增长 13.8% 至人民币 59.93 亿元，主要由于中国销售（同比增长 17.5%，占总收入约 61.5%）及欧洲销售（同比增长 19.9%，占总收入约 13.7%）增长所带动。此外，北美及亚太市场占敏实收入的 19.9% 及 4.9%，他们于 2018 年上半年仅分别增长 3.1% 及 2.2%。由于中国汽车市场增长放缓，我们预计敏实的中国销售增长将在 2018 年及 2019 年分别放缓至 15% 及 18%。就美国市场，汽车销售疲弱及加征关税或会损害敏实的产品出口，因此我们预测 2018/2019 年敏实的美国销售可能仅有一位数增长。然而，鉴于 2018 年欧洲市场订单储备强劲，我们预测 2018-2020 年欧洲销售将大幅增长。概括来说，我们预计 2018 及 2019 年公司的收入分别同比增长 13.2% 及 16.6% 至人民币 128.87 亿元及人民币 150.26 亿元。

图 22：收入增长（按地区）



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 23：收入增长



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预计 2018 年下半年毛利率将反弹

中国及欧洲市场的毛利率表现超过北美及亚洲市场

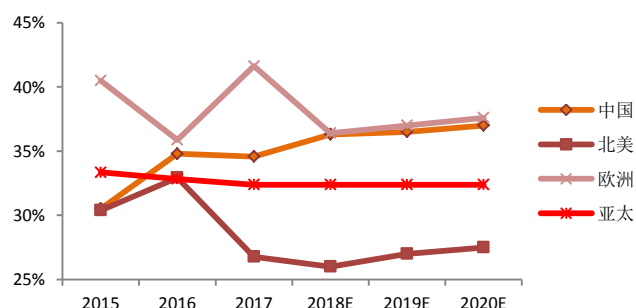
图 24 显示敏实在中国及欧洲市场持续获取更高毛利率，管理层解释，中国工厂技术成熟、运作平稳及工人经验丰富，而中国工厂的平均利用率达 80%，因此中国厂房所制造的产品可获取更高毛利率。此外，由于德国工厂仅为公司贡献了 1% 的收入，其大部分欧洲产品均从中国低成本工厂进口，因此敏实可从欧洲市场中获取更高毛利率。

就北美市场，由于 2016 年底墨西哥新铝厂投入运营，该厂的低利用率（50%-60%）及相对较低的良率拖累了北美市场毛利率。敏实表示他们不久前将一支经验丰富的管理团队及员工调去墨西哥，因此，预计我们预计其运营情况或于其后改善，这有机会令北美市场毛利率在 2019-2020 年逐步提升。

毛利率在产品生命周期第 2-3 年达最高水平

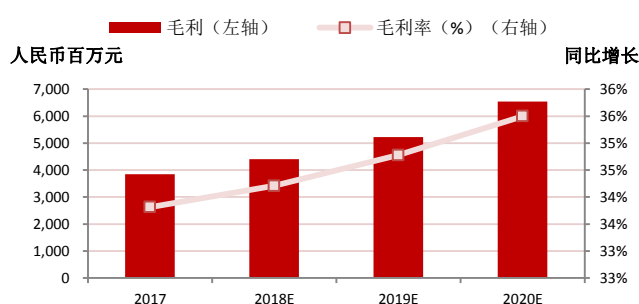
由于规模经济及工人生产率提高，推出 2-3 年的产品毛利率最高。随后由于价格下降，老产品（推出 4-5 年的产品）毛利率将大幅下降。敏实表示，由于所售产品中的老产品占比较大，因此 2017 年及 2018 年上半年毛利率均有所下降。鉴于新铝产品的贡献增加，我们预计其毛利率将在 2019-2020 年有所提升。

图 24：毛利率（按地区）



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 25：毛利



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预计铝产品销售增长将带动毛利率提升

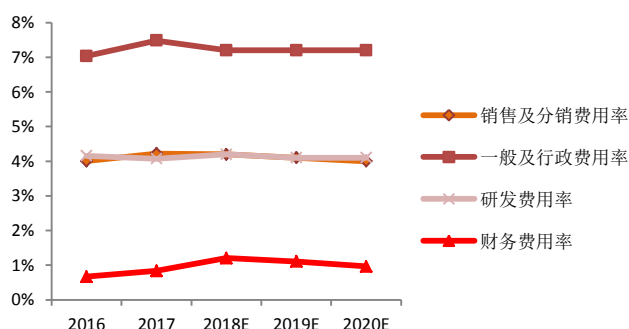
敏实 2018 年上半年毛利率下降 0.4 个百分点至 33.4%，主要由于 1) 老产品的平均售价下降，2) 原材料价格上涨及 3) 2018 年上半年人民币升值。其中，敏实的毛利率在中国（约 36.1%）及欧洲（约 36.6%）较高，但北美毛利率仅为 24.3%，主要由于美元贬值、墨西哥工厂利用率及良率低。由于 2018 年下半年美元升值，我们估计北美市场毛利率将于 2018 年下半年反弹。此外，铝产品的毛利率约为 35%-40%，而钢产品的毛利率则为 30%-33%，预计铝订单储备不断增加将推动敏实 2019 年及 2020 年毛利率提升。总而言之，我们预测敏实 2018 年及 2019 年毛利分别同比上升 14.5% 及 18.5%，至人民币 44.08 亿元及人民币 52.26 亿元。预计 2018 年及 2019 年毛利率将分别上升 0.4 及 0.6 个百分点至 34.2% 及 34.8%。

预期稳定的费用率将支持净利润增长

预期稳定的费用率

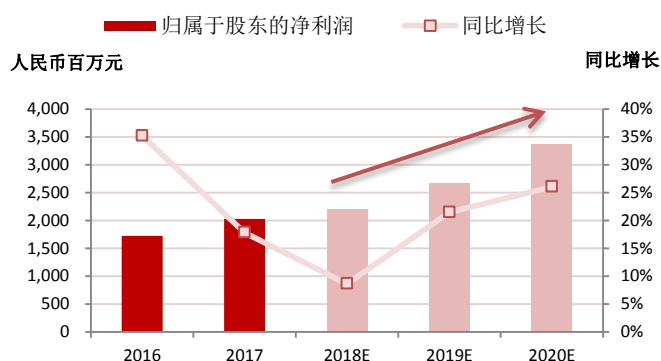
我们观察到敏实销售及分销费用率在 2016-2017 年保持稳定在 4% 左右，因此我们估计该比率在 2018 年及 2019 年将保持稳定，分别为 4.2% 及 4.1%。此外，一般及行政费用率于 2016-2017 年介乎 7%-7.5%，因此我们预测该比率在 2018-19 年将维持在 7.2%。2016-2017 年研发费用率维持在 4.1%-4.2%，因此我们假设该比率在 2018 年及 2019 年分别维持在 4.2% 及 4.1%。由于 2016/2017 年公司的负债处于较低水平，所以该段期间财务费用率低于 1%，2018 年借款增加有机会提高财务费用率，因此，我们预计其 2018/2019 年财务费用率将分别上升 0.4 个百分点/下降 0.1 个百分点至 1.2%/1.11%。

图 26：费用率



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 27：净利润及增长

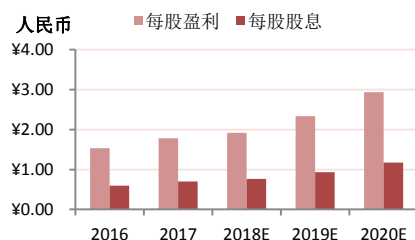


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预计 2019 年净利润增长强劲

由于 2019/2020 年推出新的铝门框及铝电池盒，我们预计公司 2019/2020 年净利润将增长强劲。然而，由于 2018 年北美及中国的汽车市场销售放缓，且敏实的产品中有较大部份的产品处于生命期末期，我们认为该等因素可能对敏实 2018 年的销售及毛利率产生负面影响。因此，我们预测 2018 年净利润同比增速将放缓至 8.6% 至人民币 21.99 亿元，我们预计 2019 年盈利增长会转趋强劲，盈利同比增长有望达到 21% 至人民币 26.71 亿元。2018/2019 预计每股盈利同比增长 8%/21% 至人民币 1.92 元/人民币 2.33 元。预计 2018 年净利润率将同比小幅下降 0.7 个百分点至 17.1%，并在 2019 年回升至 17.8%。

图 28：敏实的每股盈利及每股股息



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

预计 2018/2019 年派息率将维持在 40%

敏实是一家净现金公司，2012-2017 年的派息率约为 40%，因此我们预计 2018/2019 年的派息率将维持在 40%。进而预计集团每股股息分别同比增长 9% 及 21% 至人民币 0.768 元及人民币 0.933 元。



稳健的资产负债表有助减低敏实在经济衰退时所受的影响

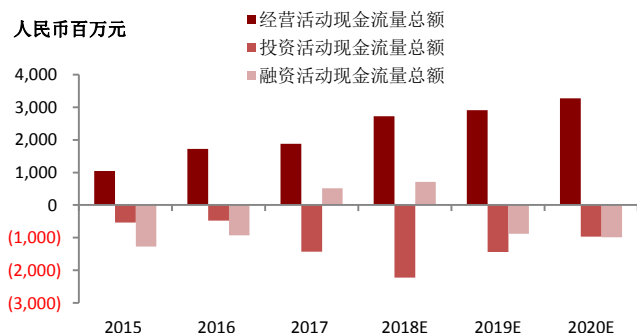
经营活动现金流入强劲

敏实 2011-2017 年录得经营活动现金流入，由于预计 2018/2019 年利润稳定增长，我们预计 2018 年及 2019 年集团的经营活动现金流入将继续增加，分别达人民币 27.18 亿元及人民币 29.11 亿元。

不断扩张海外业务以提升渗透率

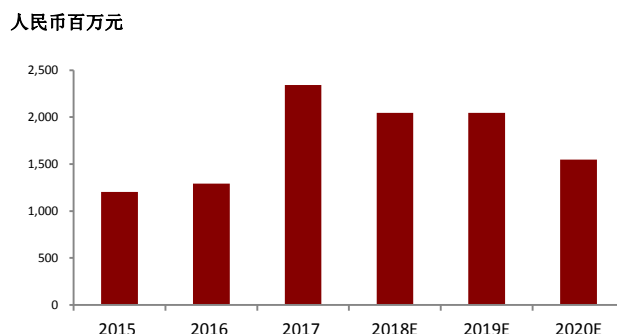
为提升渗透率，敏实计划在中国华北及海外建设新工厂，我们估计其 2018 年及 2019 年的资本支出将保持高位，达人民币 20 亿元。为控制资本支出，敏实表示将制定一项为期 3-5 年的保养维护计划，将旧机器的寿命延长至 20 年，因此，我们预计公司的资本支出将在 2020 年减少。

图 29：现金流



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 30：资本支出

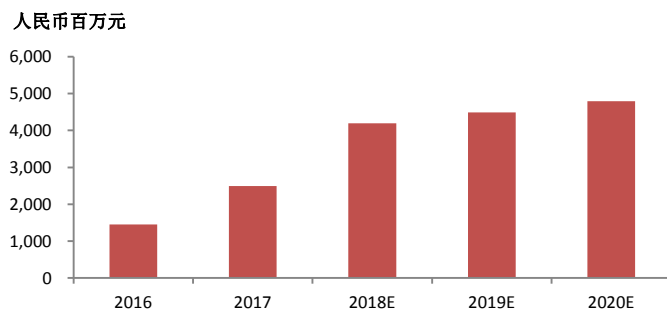


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

维持净现金头寸

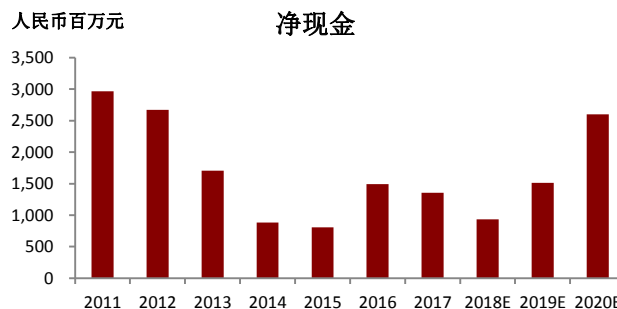
敏实拥有强劲的资产负债表，且过去 10 年处于净现金状态。鉴于海外扩张及开发铝产品的研发成本增加，公司借款由 2017 年的人民币 24.94 亿元迅速增加至 2018 年上半年的人民币 40.88 亿元。尽管我们估计新产品的持续投资上升或会使其增加借款，但我们预计其 2018-2020 年经营活动现金流入强劲，所以预料敏实仍可保持净现金状态。

图 31：贷款及借款



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 32：净现金水平



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

估值：应用 DCF 模型对股票估值

我们基于以下假设来评估敏实：

- 1) 铝产品的销售贡献增加有助 2019-2020 年的预测毛利率提升。
- 2) 2019 - 2020 年墨西哥工厂的利用率及产量增加。
- 3) 费用率稳定。
- 4) 2018 年下半年美元升值。
- 5) 预计公司 2019-2020 年将处于净现金状态。

根据 DCF 模型得出敏实的公允价值为每股 33.6 港元

采用两阶段 DCF 模型对敏实估值，第一阶段为 2018-2027 年，第二阶段为 2027 年之后。

图 33：DCF 模型的主要假设

折让率	11.0%
自由现金流现值(百万港元)	20,201
终值(百万港元)	33,147
自由现金流总现值(百万港元)	53,348
净现金/净负债(百万港元)	1,603
每股资产净值(港元)	47.97
目前资产净值折让率(%)	-39%
目标资产净值折让率(%)	-30%
目标价(HK\$)	33.6
上升空间	15%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

- 我们在估值中采用 11%的加权平均资本成本率。根据彭博数据，我们假设无风险利率为 3.6%，市场风险溢价为 10.4%，beta 系数为 0.94，得出股本成本为 13.39%。税后债务成本假设为 3.1%，这是从假设税率为 16%，债务股本比为 30%所得出。我们假设 2027 年后永续增长率为 3%。
- 预计每股资产净值为每股 48.4 港元，较当前股价折让 40%，考虑到市场波动性及贸易战等不确定性，我们将其资产净值折让 30%作为我们的目标价，即每股 33.6 港元，相当于 15.3 倍 2018 年预测市盈率，2.5 倍 2018 年预测市净率，2018 年股息收益率为 3.0%。

图 34：DCF 模型预测

人民币百万元	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
税前利润	2,706	3,286	4,142	5,078	5,798	6,631	7,632	8,833	10,274	12,031
已付税项	(433)	(526)	(663)	(813)	(928)	(1,061)	(1,221)	(1,413)	(1,644)	(1,925)
折旧及摊销	635	769	899	987	1,054	1,115	1,183	1,230	1,269	1,317
营运资本变动	(428)	(557)	(978)	(1,007)	(809)	(955)	(1,136)	(1,362)	(1,644)	(1,998)
其他	239	(61)	(132)	(214)	(311)	(413)	(531)	(662)	(802)	(961)
经营活动现金流	2,718	2,911	3,269	4,032	4,804	5,316	5,926	6,625	7,454	8,462
资本支出	(2,047)	(2,047)	(1,547)	(1,347)	(1,347)	(1,547)	(1,347)	(1,347)	(1,547)	(1,347)
年度自由现金流 (人民币百万元)	671	865	1,722	2,685	3,457	3,769	4,579	5,278	5,907	7,116
年度自由现金流 (百万港元)	766	986	1,964	3,062	3,943	4,299	5,223	6,020	6,737	8,116
贴现自由现金流 (百万港元)	690	800	1,436	2,017	2,340	2,298	2,516	2,612	2,634	2,858

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

主要风险因素

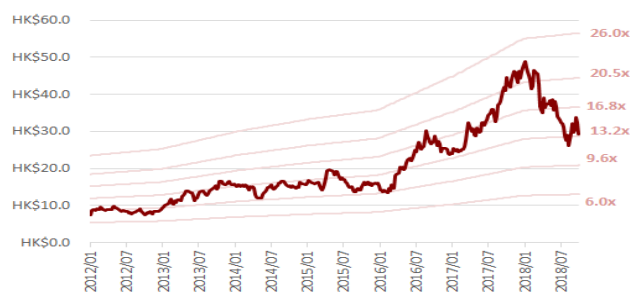
- 1) 美国关税或令敏实利润受压:** 敏实指引国内出口至美国产品达到其总收入的 7%，若美国政府加征关税，其出口至美国的成本或会增加，这可能拖累公司的利润增长。
- 2) 不断升级的贸易战有损客户信心:** 不断升级的贸易战或会降低客户信心，因此汽车制造商或放慢研发流程，可能会不利于敏实获取新订单。
- 3) 原材料成本急剧上升:** 如果原材料成本急剧上升，将对敏实的毛利率产生负面影响。
- 4) 墨西哥工厂良率低:** 海外工厂的连续低良率将对敏实的毛利带来压力。

图 35: 同业公司比较

股票代码	公司名称	报告货币	股价	市值	市盈率(倍)				市盈率增长率(倍)	市净率(倍)		股息收益率(%)		企业价值/息税折摊前利润(倍)		
					2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2017	2018E	2017	2018E	2019E
				(百万港元)												
425 HK	敏实集团	人民币	29.25	33,505	14.4	13.4	11.0	8.7	1.0	2.4	2.2	2.7	3.0	9.7	8.6	7.1
1571 HK	信邦控股	人民币	2.94	2,959	5.9	5.5	4.5		0.4	1.3	1.1	4.5	5.4	3.2	2.6	2.2
1316 HK	耐世特	美元	11.76	29,461	10.7	10.2	9.2	8.2	1.4	2.5	2.2	1.9	2.1	6.0	5.6	5.1
2338 HK	潍柴动力	人民币	9.12	72,935	9.4	8.7	9.0	9.1	4.6	1.7	1.6	5.0	5.2	6.0	5.1	5.1
3808 HK	中国重汽	人民币	14.86	41,028	12.0	9.4	9.6	9.7	1.1	1.5	1.4	0.0	0.0	5.3	4.5	4.7
1114 HK	BRILLIANCE	人民币	11.00	55,498	11.1	7.2	5.9	5.2	0.3	1.7	1.5	1.0	1.5			
2333 HK	长城汽车	人民币	4.73	43,172	7.5	5.6	5.4	5.2	0.4	0.7	0.7	4.1	5.5	5.6	4.3	4.0
175 HK	吉利汽车	人民币	14.38	129,113	10.6	8.2	6.6	5.7	0.4	2.9	2.5	1.9	2.8	7.3	5.6	4.9
2238 HK	广汽集团	人民币	7.64	78,040	5.6	5.3	4.8	4.5	0.7	0.9	0.8	5.7	5.9	5.0	4.3	3.7
行业平均值					9.8	8.0	7.2	6.6	1.2	1.9	1.7	3.0	3.5	5.6	4.6	4.2

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 36: 市盈率区间



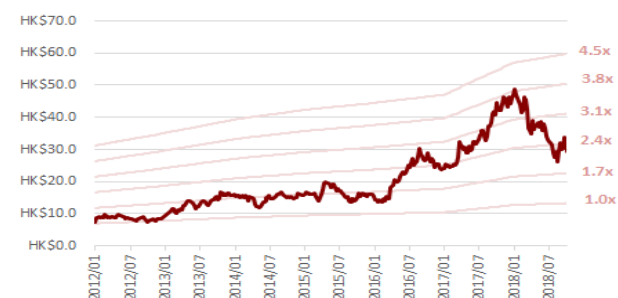
资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 37: 历史市盈率



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 38: 市净率区间



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 39: 历史市净率



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)



财务报表及预测

损益表 (合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	9,400	11,384	12,887	15,026	18,435
中国	5,828	7,002	8,053	9,502	11,878
北美	2,159	2,304	2,374	2,516	2,692
欧洲	829	1,443	1,775	2,255	3,021
亚太	583	634	685	754	844
销货成本	(6,150)	(7,535)	(8,478)	(9,801)	(11,891)
毛利	3,250	3,849	4,408	5,226	6,544
销售费用	(377)	(481)	(541)	(616)	(737)
一般及行政费用	(661)	(852)	(928)	(1,082)	(1,327)
研发费用	(391)	(464)	(541)	(616)	(756)
其他收入	125	264	216	244	289
其他利得/(损失) — 净额	124	147	109	145	127
经营利润	2,071	2,464	2,723	3,302	4,140
财务收入	65	89	108	121	149
财务费用	(63)	(95)	(155)	(166)	(177)
分占合营公司利润	9	2	2	2	2
分占联营公司利润	36	28	28	28	28
税前利润	2,119	2,488	2,706	3,286	4,142
所得税费用	(339)	(396)	(433)	(526)	(663)
非控股权益	(60)	(67)	(73)	(89)	(112)
归属于股东的净利润	1,719	2,025	2,199	2,671	3,367
息税折摊前利润	2,487	2,971	2,743	3,328	4,172
息税前利润	2,071	2,464	2,723	3,302	4,140
每股盈利(人民币)	1.536	1.782	1.920	2.332	2.939
每股股息(人民币)	0.596	0.704	0.768	0.933	1.176

现金流量表 (合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,119	2,488	2,706	3,286	4,142
已付税项	(339)	(396)	(433)	(526)	(663)
折旧及摊销	416	507	635	769	899
营运资本变动	(428)	(441)	(428)	(557)	(978)
其他	(45)	(284)	239	(61)	(132)
经营活动现金流	1,723	1,875	2,718	2,911	3,269
资本支出	(1,294)	(2,343)	(2,047)	(2,047)	(1,547)
出售	190	203	247	308	380
投资	448	151	(426)	305	202
其他	179	561	0	0	0
投资活动现金流	(477)	(1,428)	(2,225)	(1,434)	(964)
银行借贷变动	(512)	1,048	1,700	300	300
已付股息	(541)	(721)	(838)	(914)	(1,112)
已付利息	(63)	(95)	(155)	(166)	(177)
发行(回购)股息	233	48	0	0	0
非控股股东注资	3	2	0	0	0
政府贷款	0	101	0	(101)	0
其他	(46)	132	0	0	0
融资活动现金流	(927)	515	706	(882)	(989)
自由现金流	429	(467)	671	865	1,722
对汇兑差额的影响	(147)	(52)	0	0	0
净现金流	173	910	1,200	596	1,315
年末现金	2,940	3,850	5,049	5,645	1,315

半年度明细

年结于 12 月(人民币百万元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18
营业额	5,204	5,266	6,119	5,993	6,894
毛利	1,807	1,778	2,071	2,004	2,404
经营利润	1,120	1,245	1,219	1,221	1,502
税前利润	1,133	1,265	1,223	1,193	1,513
税项	(194)	(180)	(215)	(174)	(258)
净利润	906	1,053	972	986	1,214
毛利率(%)	34.7	33.8	33.8	33.4	34.9
经营利润率(%)	21.5	23.6	19.9	20.4	21.8
实际税率(%)	17.1	14.3	17.6	14.6	17.1
净利率(%)	17.4	20.0	15.9	16.4	17.6
每股盈利(人民币)	0.810	0.929	0.855	0.862	1.060
每股股息(人民币)	0.596	-	0.704	-	0.768

主要假设

增长率 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中国	26.4	20.1	15.0	18.0	25.0
北美	14.2	6.7	3.0	6.0	7.0
欧洲	24.2	74.0	23.0	27.0	34.0
亚太	20.2	8.7	8.0	10.0	12.0

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	8,864	10,057	12,580	14,033	17,073
存货	1,569	2,078	2,338	2,702	3,279
贸易及其他应收款项	3,438	4,017	4,547	5,303	6,505
预付租赁款项	15	19	19	19	19
在建物业	342	55	55	-	-
应收贷款	-	21	21	-	-
衍生金融资产	34	1	1	-	-
已抵押银行存款	525	16	550	364	310
现金及现金等价物	2,940	3,850	5,049	5,645	6,960
非流动资产	6,187	8,052	8,996	10,096	10,524
无形资产净值	43	50	76	97	112
商誉	83	83	83	83	83
物业、厂房及设备	4,957	6,246	7,489	8,568	8,981
预付租赁款项	610	745	745	745	745
于合营公司权益	92	106	106	106	106
于联营公司权益	206	355	355	355	355
其他	196	467	141	141	141
总资产	15,051	18,109	21,576	24,128	27,597
流动负债	4,103	5,543	7,579	8,386	9,488
贸易及其他应付款项	2,529	2,890	3,252	3,759	4,561
借贷	1,446	2,494	4,194	4,494	4,794
税项负债	121	133	133	133	133
衍生金融负债	7	26	-	-	-
非流动负债	92	168	165	64	64
衍生金融负债	-	3	-	-	-
其他长期负债	-	101	101	-	-
退休福利责任	20	16	16	16	16
递延税项负债	72	48	48	48	48
总负债	4,195	5,711	7,744	8,450	9,551
股本	114	114	114	114	114
储备	10,484	12,000	13,390	15,181	17,480
股东权益	10,598	12,115	13,504	15,296	17,594
非控股权益	258	283	328	383	452
总权益	10,856	12,398	13,832	15,679	18,046
总负债及权益	15,051	18,109	21,576	24,128	27,597
净现金/(负债)	1,494	1,356	856	1,151	2,167
营运资本变动	(428)	(441)	(428)	(557)	(978)
已动用资本总额	10,948	12,566	13,998	15,742	18,109
净负债率(%)	NC	NC	NC	NC	NC
每股账面价值(人民币)	9.341	10.533	11.790	13.354	15.361

主要比率

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率(%)					
营业额	23	21	13	17	23
毛利	34	18	15	19	25
息税折摊前利润	40	19	13	21	24
息税前利润	43	19	10	21	25
净利润	35	18	9	21	26
每股盈利	33	16	8	21	26
每股股息	27	18	9	21	26
利润率(%)					
毛利	34.6	33.8	34.2	34.8	35.5
息税折摊前利润	26.5	26.1	26.1	27.1	27.3
息税前利润	22.0	21.6	21.1	22.0	22.5
净利润	18.3	17.8	17.1	17.8	18.3
其他(%)					
实际税率	16	16	16	16	16
派息率	39	40	40	40	40
已动用资本回报率	16	16	16	17	19
平均净资产收益率	16	17	16	17	19
平均总资产收益率	11	11	10	11	12
利息覆盖倍数(倍)	33	26	18	20	23

分析员核证

分析员，何梓瀛，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。