

买入

成本压力犹在 期待下半年逐步缓解

耐世特 (1316.HK)

2022-03-18 星期五

投资要点

目标价: **6.0 港元**
 现价: 4.99 港元
 预计升幅: 20%

2021 年业绩情况:

2021 年, 耐世特录得营业收入 33.59 亿美元, 同比增长 10.8%; 全年录得毛利为 3.63 亿美元, 同比减少 11.7%; 期内毛利率为 10.8%, 同比下降 2.7 个百分点; 公司权益持有人应占利润为 1.18 亿美元, 同比增加 1.4%。董事会建议派付该年度的末期股息约 2380 万美元, 维持 20% 的派息率。

重要数据

日期	2022-03-17
收盘价 (港元)	4.99
总股本 (百万股)	2,509
总市值 (百万港元)	12,520
净资产 (百万美元)	2,003
总资产 (百万美元)	3,206
52 周高低 (港元)	12.9/4.4
每股净资产 (美元)	0.80

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

供应链和物流费用上涨继续拖累公司业绩:

2021 年公司 EBITDA 为 3.61 亿美元, 同比下降 4.6%。主要地区的轻型汽车产量于年内出现复苏, 对公司盈利产生正面影响。但受制于原材料价格上涨、运输及物流等成本骤增、供应链限制导致营运效率降低等因素的影响, 正面因素对盈利的促进作用被抵消。

已签约订单充足, 但仍受缺芯影响:

截至 2021 年 12 月 31 日止, 公司成功投产 36 个新客户项目 (其中亚太区 19 项; 欧洲、中东、非洲及南美洲 6 项; 北美洲 11 项)。于投产的 36 项客户项目中, 32 项为公司新获取业务, 4 项为现有业务, 15 项为电动车项目。2021 年, 公司实现 59 亿美元新增订单。其中 EPS 占比 80%; 北美客户占达到 69%; 电动车相关订单为 23%。截止去年底, 公司已签约但尚未交付产品的业务价值为 268 亿美元, 与上年底相比略有增长。其中 EPS 占比达 69%; 北美客户占比 58%; 电动车相关订单为 25%。

下调目标价至 6.0 港元, 维持“买入”评级:

展望 2022 年, 预计上半年市场仍会受到供应链方面的影响, 下半年可能出现改善。同时, 通胀压力可能会持续存在, 公司会尽力将成本与客户一同分担, 效果尚需要观察。结合上述因素, 我们下调公司 2022-2024 年的 EPS 预测至 0.059/0.098/0.119 美元, 相应下调目标价至 6.0 港元, 较现价有 20% 的空间, 维持“买入”评级。

主要股东

耐世特汽车系统 (香港) (67%)

相关报告

耐世特 (1316.HK) - 首发报告-20200910

耐世特 (1316.HK) - 更新报告- 20210323

耐世特 (1316.HK) - 更新报告- 20210818

研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gzyq.com.hk

百万美元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	3032	3359	3695	4080	4511
同比增长 (%)	-15.2%	10.8%	10.0%	10.4%	10.6%
毛利率	13.6%	10.8%	12.0%	14.5%	15.3%
净利润	117	118	148	246	298
同比增长 (%)	-49.8%	1.4%	25.2%	65.8%	21.2%
每股盈利	0.047	0.047	0.059	0.098	0.119
PE	13.7	13.5	10.8	6.5	5.4
每股股息	0.033	0.009	0.010	0.013	0.021

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2021 年业绩情况：

2021 年，耐世特录得营业收入 33.59 亿美元，同比增长 10.8%；全年录得毛利为 3.63 亿美元，同比减少 11.7%；期内毛利率为 10.8%，同比下降 2.7 个百分点；公司权益持有人应占利润为 1.18 亿美元，同比增加 1.4%。董事会建议派付该年度的末期股息约 2380 万美元，维持 20% 的派息率。

将上下半年业绩拆分来看，2021 年 H2 的业务表现较 H1 相比较差。21H2 收入环比 H1 小幅下降 6.3%，但由于费用高企导致毛利环比下降 39.5%，毛利率环比下降 4.7 个百分点，成为拖累全年业绩的主要因素。

图 1：2010-2021 年营业收入及同比增速

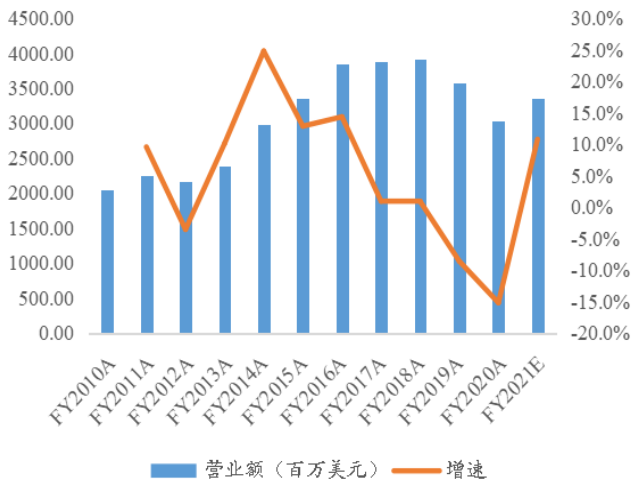
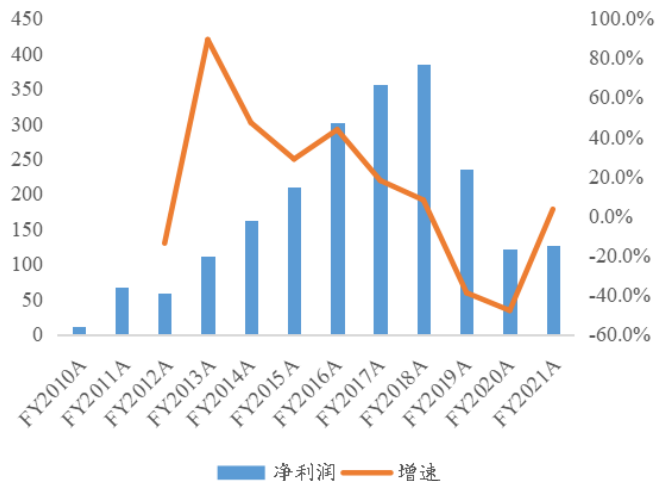


图 2：2010-2021 年归母净利润及同比增速

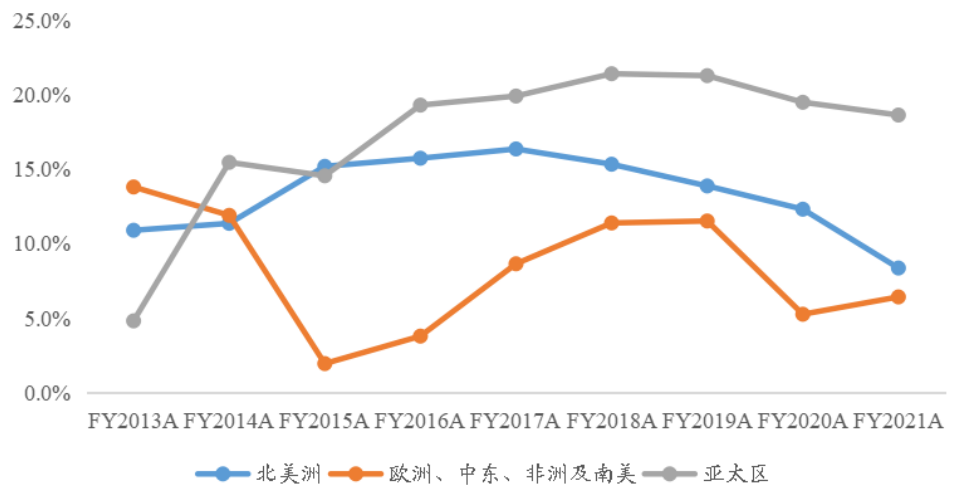


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

供应链和物流费用上涨继续拖累公司业绩：

2021 年公司 EBITDA 为 3.61 亿美元，同比下降 4.6%。主要地区的轻型汽车产量于年内出现复苏，对公司盈利产生正面影响。但受制于原材料价格上涨、运输及物流等成本骤增、供应链限制导致营运效率降低等因素的影响，正面因素对盈利的促进作用被抵消。

图 3：2010-2021 年各地区 EBITDA 利润率


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

已签约订单充足，但仍受缺芯影响：

截至 2021 年 12 月 31 日止，公司成功投产 36 个新客户项目(其中亚太区 19 项；欧洲、中东、非洲及南美洲 6 项；北美洲 11 项)。于投产的 36 项客户项目中，32 项为公司新获取业务，4 项为现有业务，15 项为电动车项目。2021 年，公司实现 59 亿美元新增订单。其中 EPS 占比 80%；北美客户占达到 69%；电动车相关订单为 23%。截止去年底，公司已签约但尚未交付产品的业务价值为 268 亿美元，与上年年底相比略有增长。其中 EPS 占比达 69%；北美客户占比 58%；电动车相关订单为 25%。

下调目标价至 6.0 港元，维持“买入”评级：

展望 2022 年，预计上半年市场仍会受到供应链方面的影响，下半年可能出现改善。同时，通胀压力可能会持续存在，公司会尽力将成本与客户一同分担，效果尚需要观察。结合上述因素，我们下调公司 2022-2024 年的 EPS 预测至 0.059/0.098/0.119 美元，相应下调目标价至 6.0 港元，较现价有 20%的空间，维持“买入”评级。

风险提示：

芯片等组件供应的不确定性；

原材料和物流成本持续处于高位；

行业需求复苏不及预期；

疫情管控不及预期。

损益表(百万美元)
财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	3,032	3,359	3,695	4,080	4,511	毛利率 (%)	13.6%	10.8%	12.0%	14.5%	15.3%
毛利	411	363	442	592	688	经营利润率 (%)	3.9%	3.4%	5.2%	7.8%	8.5%
其他业务收入	(10)	17	18	19	20	净利率 (%)	3.9%	3.5%	4.0%	6.0%	6.6%
销售及分销成本	(17)	(18)	(18)	(20)	(23)	SG&A/收入 (%)	4.3%	4.4%	3.8%	3.8%	3.8%
财务费用	(5)	(2)	(7)	(8)	(9)	实际税率 (%)	6.9%	10.9%	15.0%	15.0%	15.0%
税前盈利	114	114	186	309	374	股息支付率 (%)	19.3%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
所得税	8	12	(28)	(46)	(56)	库存周转	32.6	35.2	35.2	35.2	35.2
少数股东应占利润	6	8	10	17	20	应付账款天数	108.4	94.6	94.6	94.6	94.6
净利润	117	118	148	246	298	应收账款天数	71.4	68.0	68.0	68.0	68.0
EPS	0.05	0.05	0.06	0.10	0.12	ROA	3.5%	3.7%	4.3%	6.7%	7.5%
DPS	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	ROE	6.1%	5.9%	8.0%	12.5%	13.7%
总收入 (%)	-15.2%	10.8%	10.0%	10.4%	10.6%	收入/总资产	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
净利润 (%)	-49.8%	1.4%	25.2%	65.8%	21.2%	总资产/股本	1.7	1.6	1.9	1.9	1.8
每股收益 (%)	-49.8%	1.4%	25.2%	65.8%	21.2%	盈利对利息倍数	33.3	31.7	53.8	88.0	104.6

资产负债表
现金流量表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	553	327	418	406	444	营运所得现金					
应收账款	593	626	689	761	841	营运所得现金	449	237	366	494	592
存货	234	289	314	336	368	所得税	(29)	12	(28)	(46)	(56)
其他流动资产	116	119	131	144	160	营运性现金流	420	250	338	448	536
总流动资产	1,496	1,360	1,551	1,647	1,814						
固定资产	1,009	989	1,038	1,090	1,145	资本开支	(287)	(301)	(371)	(328)	(335)
无形资产	657	709	780	858	943	其他投资活动	(1)	35	(49)	(52)	(54)
总资产	3,306	3,206	3,432	3,660	3,970	投资性现金流	(288)	(266)	(420)	(380)	(388)
应付帐款	789	787	855	916	1,004	负债变化	(60)	(164)	266	50	2
短期银行贷款	0	0	0	0	0	股本变化	0	0	0	1	2
总短期负债	1,108	942	1,224	1,337	1,428	股息	0	0	0	1	2
长期银行贷款	59	61	60	60	61	其他融资活动	(120)	(50)	(100)	(148)	(145)
总负债	1,385	1,204	1,584	1,697	1,791	融资性现金流	(180)	(214)	166	(96)	(139)
少数股东权益	39	48	55	63	73	现金变化	(48)	(231)	83	(28)	9
股东权益	1,921	2,003	1,849	1,963	2,180	期初持有现金	602	553	327	418	406
每股账面值	0.77	0.80	0.74	0.78	0.87	期末持有现金	553	327	418	406	444

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>