

买入

上半年业绩符合预期，电池盒将是长期增长动力

敏实集团 (0425.HK)

2020-08-31 星期一

投资要点

目标价: **29.8 港元**
 现价: 24.4 港元
 预计升幅: 22.1%

重要数据

| 日期 | 2020-08-28 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 24.4 |
| 总股本 (百万股) | 1,152 |
| 总市值 (百万港元) | 28,000 |
| 净资产 (百万元) | 14,431 |
| 总资产 (百万元) | 24,432 |
| 52 周高低 (港元) | 31.3/15.4 |
| 每股净资产 (元) | 12.2 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

敏实控股有限公司 (39.26%)
 澳洲联邦银行 (8.05%)

相关报告

敏实集团 (0425.HK) - 深度报告-20191004
 敏实集团 (0425.HK) - 更新报告-20200401
 敏实集团 (0425.HK) - 更新报告-20200715

研究部

姓名: 汪伟杰
 SFC: BNQ701
 电话: 0755-21516067
 Email: wangwj@gzyq.com.hk

► **受新冠疫情冲击，公司上半年业绩大幅下滑：**

2020 年上半年，新冠疫情爆发对全球汽车产业链造成严重冲击，主机厂停工停产。公司收入也因此同比-20.9%，其中国内市场收入同比-16.8%，北美-29.0%，欧洲-23.9%，亚太-19.5%。收入的减少使得产能利用率大幅降低，同时叠加老产品降价压力以及中美加征关税压力，公司 2020H1 毛利率同比下滑 5.8pct 至 26.6%。我们认为，随着下半年生产逐渐恢复正常以及新业务的不断爬升，毛利率有望回升。

► **积极管控费用，新业务承接亮眼：**

2020H1 公司积极管控费用，其中销售费用率 4.1%，同比-0.1pct；管理费用率 8.8%，同比+1.3pct；研发费用率 5.2%，同比+0.3pct。公司继续保持积极的订单拓展，上半年承接 51 亿元新业务，其中创新产品占比 63% 或新能源占比 73%，凸显公司顺应行业趋势的未来发展方向。同时，公司铝饰条业务已进入特斯拉供应体系，将为柏林工厂生产的 Model Y 配套，预计 2021 年上半年量产，年产量有望达 50 万。

► **电池盒已进入大众 MEB、CATL 等供应链，未来空间巨大：**

公司上半年电池盒业务收入 0.58 亿元，溢利率为 5.3%，目前已承接来自大众、雷诺、宝马等全球主机厂以及宁德时代等电池厂订单。其中今年 2 月份斩获大众欧洲 MEB 订单，预计将于 2022 年量产，年产量有望达 40 万。我们预计随着配套车型的陆续投产，公司电池盒业务将进入快速放量周期，利润率同步快速提升，将成为公司下一阶段的增长动力。

► **上调目标价至 29.8 港元，给予“买入”评级：**

考虑到公司上半年电池盒业务承接了大众 MEB、宁德时代等客户订单以及获得特斯拉 Model Y 铝饰条定点对公司中长期业绩的正面作用，我们上调目标价至 29.8 港元，对应 21 年 16.5 倍 PE，给予“买入”评级。

| 百万港元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 12,553 | 13,198 | 12,214 | 14,206 | 15,571 |
| 同比增长 | 10.3% | 5.1% | -7.5% | 16.3% | 9.6% |
| 归母净利润 | 1,661 | 1,690 | 1,353 | 1,855 | 2,067 |
| 同比增长 | -18.0% | 1.8% | -19.9% | 37.0% | 11.5% |
| 毛利率 | 32.0% | 31.2% | 28.0% | 30.5% | 31.4% |
| 净利润率 | 13.2% | 12.8% | 11.1% | 13.1% | 13.3% |
| 每股收益(元) | 1.45 | 1.47 | 1.17 | 1.61 | 1.79 |
| PE@24.4HKD | 15.2 | 15.0 | 18.7 | 13.6 | 12.3 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

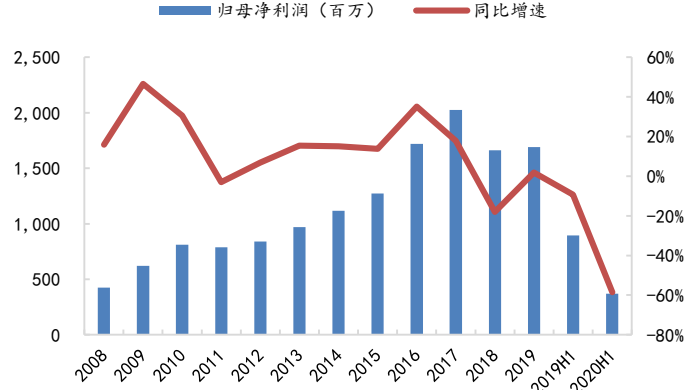
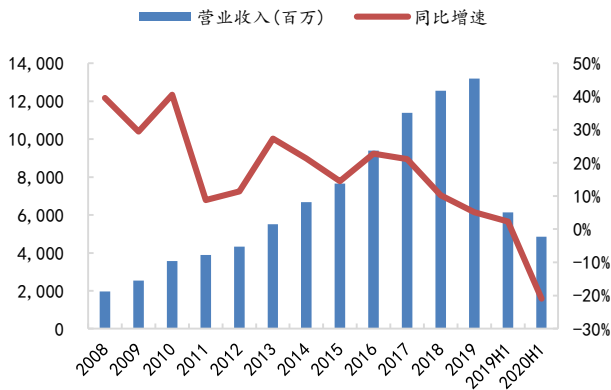
报告正文

敏实集团(0425.HK)发布 2020H1 业绩：

公司实现收入 48.5 亿元，同比减少 20.9%；归母净利润 3.7 亿元，同比减少 58.6%；每股基本盈利约人民币 0.32 元，基本符合我们预期。

图 1: 2008-2020H1 营业收入及增速

图 2: 2008-2020H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

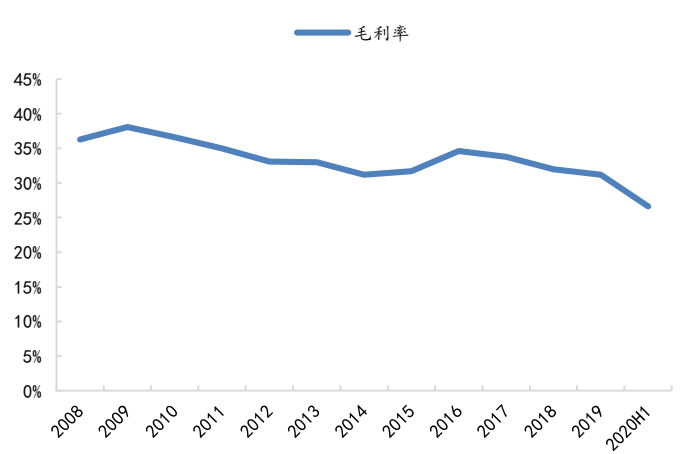
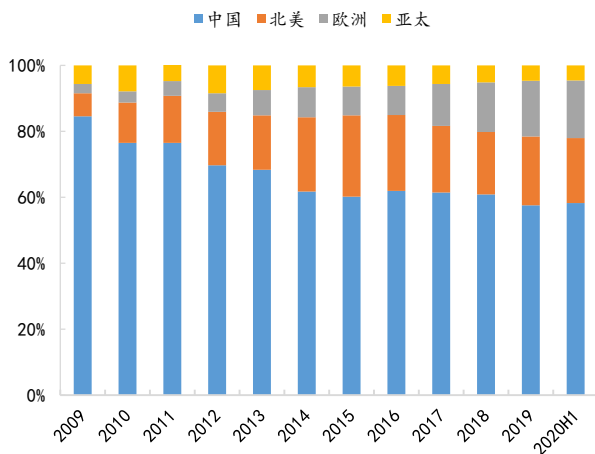
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

受新冠疫情冲击，公司上半年业绩大幅下滑：

2020 年上半年，新冠疫情爆发对全球汽车产业链造成严重冲击，主机厂停工停产。公司收入也因此同比-20.9%，其中国内市场收入同比-16.8%，北美-29.0%，欧洲-23.9%，亚太-19.5%。收入的减少使得产能利用率大幅降低，同时叠加老产品降价压力以及中美加征关税压力，公司 2020H1 毛利率同比下滑 5.8pct 至 26.6%。我们认为，随着下半年生产逐渐恢复正常以及新业务的不断爬升，毛利率有望回升。

图 3: 2009-2020H1 营业收入按地区划分占比

图 4: 2008-2020H1 毛利率



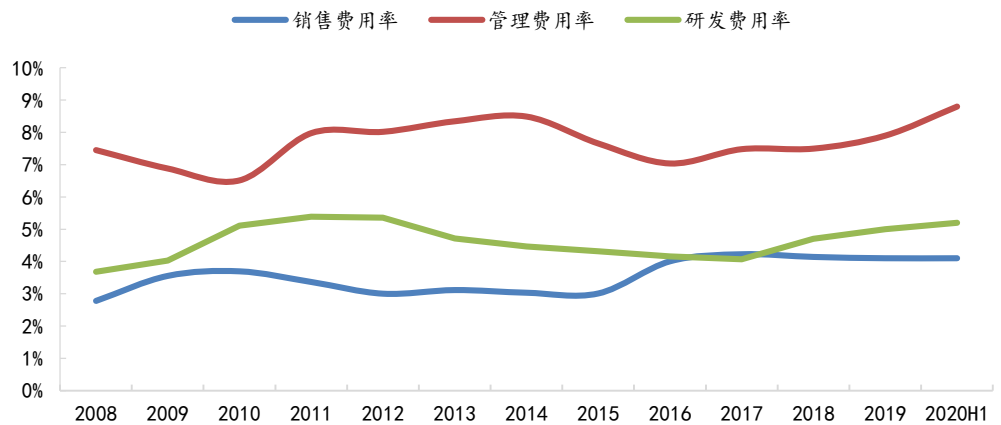
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

积极管控费用，新业务承接亮眼：

2020H1 公司积极管控费用，其中销售费用率 4.1%，同比-0.1pct；管理费用率 8.8%，同比+1.3pct；研发费用率 5.2%，同比+0.3pct。公司继续保持积极的订单拓展，上半年承接 51 亿元新业务，其中创新产品占比 63%或新能源占比 73%，凸显公司顺应行业趋势的未来发展方向。同时，公司铝饰条业务已进入特斯拉供应体系，将为柏林工厂生产的 Model Y 配套，预计 2021 年上半年量产，年产量有望达 50 万。

图 5：2008-2020H1 销售/管理/研发费用率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

电池盒已进入大众 MEB、CATL 等供应链，未来空间巨大：

公司上半年电池盒业务收入 0.58 亿元，溢利率为 5.3%，目前已承接来自大众、雷诺、宝马等全球主机厂以及宁德时代等电池厂订单。其中今年 2 月份斩获大众欧洲 MEB 订单，预计将于 2022 年量产，年产量有望达 40 万。我们预计随着配套车型的陆续投产，公司电池盒业务将进入快速放量周期，利润率同步快速提升，将成为公司下一阶段的增长动力。

上调目标价至 29.8 港元，给予“买入”评级：

考虑到公司上半年电池盒业务承接了大众 MEB、宁德时代等客户订单以及获得特斯拉 Model Y 铝饰条定点对公司中长期业绩的正面作用，我们上调目标价至 29.8 港元，对应 21 年 16.5 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：

国内宏观经济环境不确定性；

行业销量不及预期。

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 人民币百万元 | | | | | | 单位: 人民币百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 11,147 | 12,584 | 11,836 | 14,932 | 15,030 | 营业收入 | 12,553 | 13,198 | 12,214 | 14,206 | 15,571 |
| 现金及短期投资 | 4,522 | 5,687 | 5,087 | 7,149 | 6,615 | 营业成本 | (8,530) | (9,077) | (8,797) | (9,870) | (10,679) |
| 已抵押银行存款 | 66 | 21 | 21 | 21 | 21 | 其他收入 | 179 | 200 | 179 | 195 | 213 |
| 应收账款 | 4,207 | 4,316 | 4,255 | 4,982 | 5,414 | 投资收益 | 109 | 126 | 139 | 153 | 168 |
| 存货 | 1,974 | 2,040 | 2,191 | 2,498 | 2,699 | 其它利得与损失 | (87) | 69 | 69 | 69 | 69 |
| 预付租赁款项 | 19 | 0 | 0 | 0 | 0 | 分销及分销费用 | (520) | (539) | (489) | (591) | (654) |
| 其它流动资产 | 358 | 519 | 282 | 282 | 282 | 行政费用 | (941) | (1,048) | (940) | (1,061) | (1,199) |
| 非流动资产 | 10,121 | 11,059 | 12,214 | 12,548 | 15,552 | 研究及开发费用 | (591) | (656) | (562) | (639) | (747) |
| 固定资产净值 | 7,933 | 8,749 | 10,118 | 10,300 | 13,178 | 税前利润 | 2,046 | 2,101 | 1,703 | 2,333 | 2,601 |
| 无形资产 | 161 | 155 | 155 | 155 | 155 | 所得税开支 | (334) | (336) | (289) | (397) | (442) |
| 预付租赁款项 | 746 | 0 | 817 | 909 | 993 | 年度利润 | 1,713 | 1,765 | 1,413 | 1,937 | 2,159 |
| 长期股权投资 | 314 | 215 | 199 | 231 | 254 | 少数股东权益 | 52 | 75 | 60 | 82 | 91 |
| 其他非流动资产 | 968 | 1,940 | 925 | 953 | 973 | 净利润 | 1,661 | 1,690 | 1,353 | 1,855 | 2,067 |
| 总资产 | 21,268 | 23,643 | 24,050 | 27,480 | 30,582 | 每股收益 (元) | 1.45 | 1.47 | 1.17 | 1.61 | 1.79 |
| 流动负债 | 7,593 | 7,816 | 7,415 | 8,439 | 9,061 | 主要财务比率 | | | | | |
| 短期借款 | 4,091 | 4,139 | 3,991 | 4,456 | 4,797 | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 应付账款 | 3,292 | 3,437 | 3,305 | 3,849 | 4,119 | 成长性 (%) | | | | | |
| 其他流动负债 | 210 | 240 | 119 | 134 | 144 | 营业收入增长率 | 10.3% | 5.1% | -7.5% | 16.3% | 9.6% |
| 长期负债 | 247 | 1,083 | 176 | 225 | 296 | 净利润增长率 | -18.0% | 1.8% | -19.9% | 37.0% | 11.5% |
| 长期借款 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 盈利能力分析 (%) | | | | | |
| 递延税负债 | 67 | 95 | 92 | 103 | 112 | 毛利率 | 32.0% | 31.2% | 28.0% | 30.5% | 31.4% |
| 其他负债 | 178 | 988 | 84 | 121 | 184 | 税前利润率 | 16.3% | 15.9% | 13.9% | 16.4% | 16.7% |
| 总负债 | 7,839 | 8,899 | 7,592 | 8,663 | 9,356 | 年度利润率 | 13.6% | 13.4% | 11.6% | 13.6% | 13.9% |
| 股东权益总额 | 13,160 | 14,744 | 15,978 | 18,267 | 20,606 | 净利润率 | 13.2% | 12.8% | 11.1% | 13.1% | 13.3% |
| 少数股东权益 | 268 | 419 | 481 | 550 | 620 | 净资产收益率 | 12.4% | 11.8% | 8.2% | 9.9% | 9.7% |
| 所有者权益合计 | 13,429 | 14,325 | 16,459 | 18,817 | 21,226 | 资产收益率 | 7.8% | 7.1% | 5.6% | 6.7% | 6.8% |
| 负债及所有者权益 | 21,268 | 23,224 | 24,050 | 27,480 | 30,582 | 偿债能力 (%) | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 资产负债率 | 36.9% | 37.6% | 31.6% | 31.5% | 30.6% |
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 速动比率 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.4 |
| 经营活动现金流 | 2,041 | 2,384 | 2,010 | 2,385 | 2,702 | 流动比率 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.8 | 1.7 |
| 税前利润 | 2,046 | 2,101 | 1,703 | 2,333 | 2,601 | 营运能力 (天) | | | | | |
| 折旧及摊销 | 644 | 779 | 896 | 912 | 1,159 | 平均资产周转天数 | 618 | 654 | 719 | 706 | 717 |
| 营运资本变动 | (545) | (100) | (359) | (508) | (650) | 平均存货周转天数 | 57 | 56 | 65 | 64 | 63 |
| 其他营业资产及负债变动 | (105) | (396) | (231) | (352) | (408) | 平均应收账款天数 | 122 | 119 | 127 | 128 | 127 |
| 投资活动现金流 | (1,864) | (1,166) | (1,768) | 163 | (2,508) | 平均应付账款天数 | 96 | 95 | 99 | 99 | 97 |
| 购买物业、厂房及设备 | (2,227) | (1,536) | (1,369) | (182) | (2,878) | 每股资料 (元) | | | | | |
| 赎回金融资产所得款项 | 19,861 | 12,793 | 12,793 | 12,793 | 12,793 | 每股收益 | 1.45 | 1.47 | 1.17 | 1.61 | 1.79 |
| 其他投资活动现金流 | (19,498) | (12,423) | (13,192) | (12,448) | (12,424) | 每股净资产 | 11.50 | 12.97 | 13.87 | 15.85 | 17.88 |
| 融资活动现金流 | 494 | (64) | (845) | (492) | (731) | 估值比率 (倍) | | | | | |
| 偿还计息银行及其他借款 | (5,512) | (10,232) | (10,232) | (10,232) | (10,232) | PE | 14.6 | 14.4 | 18.0 | 13.1 | 11.8 |
| 已付本公司拥有人股息 | (795) | (667) | (648) | (888) | (989) | PB | 1.84 | 1.63 | 1.53 | 1.33 | 1.18 |
| 新增银行贷款 | 7,028 | 10,246 | 10,084 | 10,697 | 10,573 | | | | | | |
| 其它长期资产变动 | (227) | 589 | (50) | (69) | (83) | | | | | | |
| 现金及现金等价物变动 | 670 | 1,154 | (604) | 2,056 | (538) | | | | | | |
| 外汇变动影响 | 2 | 11 | 4 | 6 | 4 | | | | | | |
| 期初现金 | 3,850 | 4,522 | 5,687 | 5,087 | 7,149 | | | | | | |
| 期末现金 | 4,522 | 5,687 | 5,087 | 7,149 | 6,615 | | | | | | |

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>