

# 證券業務部每週證券評論

耐世特汽車系統集團有限公司 (股份代號:01316)

Nexteer Automotive Group Ltd.

27 NOV 2017

目標價 \$20.12

重點財務資料  
(截至31/12/2016止)

每股基本盈利 0.12美元

全年每股股息 0.024美元

市盈率(x) 9.89

市帳率(x) 2.80

派息比率 20%

資料來源: 彭博、  
耐世特汽車系統集團有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

## 公司簡介

耐世特汽車系統集團有限公司(以下稱“耐世特”或“集團”),耐世特前身為通用汽車轉向部,於2007年分拆獨立,更於2013年6月10日于香港聯合交易所主版上市交易。集團是一家專注為整車製造商提供轉向及傳動系統的全球性供應商,產品包括電動助力轉向系統、液壓助力轉向系統、轉向管柱和中間軸、動力傳動系統、先進駕駛輔助系統(ADAS)以及自動駕駛技術。現時更在硬體、軟體及電子上的內部開發及全面集成,令集團可具備作為全面服務供應商的競爭優勢。耐世特的全球總部位於美國密西根州的奧本山。截至2017年6月30日止,集團旗下共有23間及1間非合併合營企業的製造廠房,有3間技術中心,12間客戶服務中心。共有50名以上的全球客戶,當中包括50名以上,包括寶馬集團(寶馬)、快意佳士拿汽車(FCA)、福特汽車公司(福特)、通用汽車公司及附屬公司(通用汽車)、PSAGroupe(PSA)、上汽通用汽車有限公司(上汽通用或上海通用汽車)、上汽通用五菱汽車股份有限公司(上汽通用五菱)、豐田汽車公司(豐田)及大眾集團(大眾),以及位於印度、中國及南美的國內汽車製造商。

## 業績回顧 (截至30/06/2017止)

截至2017年6月30日止的6個月,集團的收入同比增長2.6%至19.74億元(美元·下同);毛利同比增長11.1%至3.71億元;毛利率較去年同期的17.4%提升了1.4個百分點至18.8%;股東應占溢利同比增長20.7%至1.8億元;每股基本盈利同比增長16.7%至0.07美元。

財務方面,截止2017年6月30日止,集團的資產總值為28.06億元,較2016年12月31日的26.93億元,增長4.2%;負債總額為15.67億元,較2016年12月31日的16.02億元,減少2.2%;集團持有的現金及現金等價物為5.12億元,較2016年12月31日的4.84億元,增長5.8%;集團的資本負債率(即按借款總額除以各期末的總權益計算)為42.6%,較2016年12月31日的51.7%下降了9.1個百分點;集團的流動比率為1.72x,較2016年12月31日的1.66的流動比率下降了0.06x。

圖表一

業績	截至06月30日止6個月		
	2017	2016	變動%
千美元			
收入	1,974,087	1,923,800	2.6%
毛利	371,486	334,397	11.1%
毛利率	18.8%	17.4%	1.4%
股東應佔利潤	179,686	148,869	20.7%
每股基本盈利(美元)	0.070	0.0600	16.7%
千美元	2017年6月30日	2016年12月31日	變動
總資產	2,806,112	2,693,368	4.2%
總負債	1,566,963	1,602,345	-2.2%
流動比率(x)	1.72	1.66	0.06
現金及現金等價物	512,468	484,475	5.8%
資本負債率	42.6%	52%	-9.1%

資料來源: 耐世特汽車系統集團有限公司

圖表二

## 投資要點及利好因素

截至6月30日止6個月					
2017		2016			
收入(千美元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
<b>北美洲</b>					
美國	44.9%	885,614	45.3%	872,016	1.6%
墨西哥	21.4%	421,578	20.3%	390,500	8.0%
<b>亞太區</b>					
中國	19.4%	382,806	21.4%	412,137	-7.1%
亞太其他地區	1.7%	32,782	1.0%	19,852	65.1%
<b>歐洲及南美洲</b>					
波蘭	11.0%	217,561	10.8%	207,950	4.6%
歐洲及南美洲其他地區	1.7%	33,746	1.1%	21,345	58.1%
其他	0.0%	-	0.0%	-	-
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,974,087</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,923,800</b>	<b>2.6%</b>
截至6月30日止6個月					
2017		2016			
經調整的EBITDA(千美元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
<b>北美洲</b>					
北美洲	66.9%	218,722	70.2%	205,297	6.5%
<b>亞太區</b>					
亞太區	27.3%	89,153	25.7%	75,201	18.6%
<b>歐洲及南美洲</b>					
歐洲及南美洲	6.7%	21,755	4.7%	13,775	57.9%
其他	-0.8%	(2,740)	-0.7%	(1,991)	37.6%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>326,890</b>	<b>100.0%</b>	<b>292,282</b>	<b>11.8%</b>
截至6月30日止6個月					
2017		2016			
收入(千美元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
<b>轉向</b>					
EPS	63.7%	1,257,181	61.8%	1,189,846	5.7%
CIS	16.9%	334,508	16.6%	318,891	4.9%
HPS	4.7%	92,813	5.0%	96,752	-4.1%
DL	14.7%	289,585	16.5%	318,311	-9.0%
<b>總計</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,974,087</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,923,800</b>	<b>2.6%</b>

資料來源:

耐世特汽車系統集團有限公司

1. **分部表現及營運情況**。集團今年上半年的收入同比增長 2.6% 至 19.74 億元。在撇除外幣換算影響，集團的收入同比應額外上升 1.2% 至 3.8%；整體毛利同比增長 11.1% 至 3.71 億元，而毛利率為 18.8% 較去年同期的 17.4% 提升了 1.4 個百分點。毛利及毛利率增加歸因於市場增長、改善產品線組合及實行成本改善措施的收效，但收益部分被不動產、工廠及設備的折舊以及資本化產品開發成本攤銷所抵銷；股東應占溢利同比增長 20.7% 至 1.8 億元。集團今年上半年按產品或按地域劃分的收入表現如下：

**按地域劃分的收入：**

**北美洲：**占集團整體收入 66.3% 的北美洲地區，其今年上半年的收入同比增長 3.5% 至 13.07 億元。其中，占集團整體收入 44.9% 的美國地區，其今年上半年的收入同比增長 1.6% 至 8.86 億元；占集團整體收入 21.4% 的墨西哥地區，其今年上半年的收入同比增長 8.0% 至 4.22 億元。經調整的 EBITDA 同比增長 6.5% 至 2.19 億元；

**亞太區：**占集團整體收入 21.1% 的亞太區，其今年上半年的收入同比下跌 3.8% 至 4.16 億元。其中，占集團整體收入

19.4% 的中國地區，其今年上半年的收入同比下跌 7.1% 至 3.83 億元；占集團整體收入 1.7% 的亞太其他地區，其今年上半年的收入同比增長 65.1% 至 3278.2 萬元。經調整的 EBITDA 同比增長 18.6% 至 8915.3 萬元；

**歐洲及南美洲：**占集團整體收入 12.7% 的歐洲及南美洲地區，其今年上半年的收入同比增長 9.6% 至 2.51 億元。其中，占集團整體收入 11.0% 的波蘭地區，其今年上半年的收入同比增長 4.6% 至 2.18 億元；占集團整體收入 1.7% 的歐洲及南美洲其他地區，其今年上半年的收入同比增長 58.1% 至 3374.6 萬元。經調整的 EBITDA 同比 57.9% 至 2175.5 萬元。

**按產品劃分的收入：**

**轉向 EPS(電動助力轉向)：**占集團整體收入 63.7% 的 EPS 產品分部，其今年上半年的收入同比增長 5.7% 至 12.57 億元；

**轉向 CIS(轉向管柱和中間軸)：**占集團整體收入 16.9% 的 CIS 產品分部，其今年上半年的收入同比增長 4.9% 至 3.35 億元；

**轉向 HPS(液壓助力轉向)：**占集團整體收入 4.7% 的 HPS 產品分部，其今年上半年的收入同比下跌 4.1% 至 9281.3 萬元；

**DL(動力傳動系統)：**占集團整體收入 14.7% 的 DL 產業分部，其今年上半年的收入同比下跌 9.0% 至 2.9 億元。

2. **已簽約訂單量**。今年上半年，集團已成功投產 15 項新 EPS 及 DL 專案，覆蓋眾多區域及客戶。其中，包括北美洲分部推出 4 個新客戶專案、亞太地區推出 9 個新客戶專案、歐洲及南美洲推出 2 個新客戶專案。

集團估計於 2017 年 6 月 30 日獲授合約項下所有已簽約但尚未交付產品的業務價值約為 240 億美元(已簽約業務金額或已簽約業務)，但較 2016 年 12 月 31 日的 256 億美元減少 16 億美元。相關簽約訂單量減少乃由於通用汽車擬向 PSA 出售其 Opel-Vauxhall 附屬公司，導致取消部分專案及其他平臺進行調整所致。

業務價值約 240 億美元的獲授合約項下所有已簽約但尚未交付產品，即相當於集團年營業收入額的 6 倍之多，若未計增長，可支撐了集團未來起碼 4 至 5 年的收入。

## 投資要點及利好因素

雖然今年第三季集團的簽約訂單再下跌至 237 億美元，但相信第四季度增長或將加快，支持下半年已簽約未交付訂單總值環比增長；而隨著新簽未投產項目將陸續投產，利好集團未來中長期收入。

3. **利用 EPS 推動 ADAS**。時下的汽車生產商甚至是科網巨企均向著自動駕駛汽車的方向出發。而 EPS 是 ADAS(駕駛輔助系統)的重要組成部份，是部份及全自動駕駛的重要技術。為抓緊汽車升級發展的機遇，集團早在 10 年前已開始首次開發專注於 ADAS 模組的 EPS 並於兩年前開始與全球整車製造商進行系統整合。

目前許多適用於 ADAS 的耐世特 EPS 系統功能已經投入使用，為駕駛員提供舒適、操控性更好、更安全的體驗。這些 ADAS 功能包括：泊車輔助、車道保持、車道偏離警告、車輪不平衡補償、拖車輔助、交通擁堵輔助等。集團正加快駕駛輔助系統(ADAS)的研發，產品或將用於通用汽車於後年推出的自動駕駛電動汽車。

為提升 ADAS 及 AD 的佈局，集團於今年 1 月，宣佈與 Continental(大陸汽車)合資共同開發 ADAS (先進駕駛輔助系統)。目前雙方已成立合資公司 CNXMotion，並基於耐世特及 Continental 的現有技術人才組建新團隊，與 Continental 成立的合營安排將專注於改進自動化駕駛運動操控系統及執行器元件。該合營安排將耐世特先進的轉向及駕駛員輔助技術與 Continental 的自動化駕駛及先進的制動技術組合進行結合，以加速改進車輛運動操控系統。各訂約方將於合營安排中持有 50% 權益。而在 2017 年 6 月 30 日取得所有主要監管審批後，集團已開始實施安排並建立相應的法人實體。安排將以 CNXMotion™(Con-Nex-motion)向市場公佈且將根據未來發展計畫聘用團隊成員，利用耐世特及 Continental 的現有技術人才，CNXMotion™將設於美國密西根州大布朗克的一處翻新廠房，並可於 2017 年第三季使用。

4. **EPS 產品的優勢**。在環保的需求下，現時汽車生產商均向著節能減排、新能源汽車出發。而 EPS 是 ADAS 除了是通往自動駕駛的重要組成部份之外，EPS 亦是新能源汽車的重要部份之一，因 EPS 是利用電機供電實現轉向，較 HPS 有節能減少的優點。有研究機構預測，2020 年全球 EPS 滲透率有望達到 72%，全球年銷量 7700 萬套，市場規模高達 280 億美元。而集團今年第三季 237 億元美金的訂單當中，有 70% 為 EPS 產品訂單，毛利率達到 21% 左右的行業前排，相信集團受惠於新能源汽車發展的大趨勢之下而會取得更多的訂單。

2017 年下半年，集團將為一家北美全球整車製造商大量生產具備備援功能的第三代 EPS，是未來數年通過軟體、感測器及機械技術的系統集成強化系統可靠性及操作便利性的眾多創新之一。

另外，美國通用汽車集團主要客戶之一，已計劃於未來 18 個月將推出兩款電動車，2023 年前將推出 20 款電動車，相信將會採用集團的 EPS 產品，集團會因此受惠於通用汽車的新車發佈潮中。

## 股價走勢

集團於 11 月 24 日的收市價為\$17.06，股價按年升 74.26%。集團今年的股價走勢反復向上，由 8 月初 11 元附近的位置一路反復升至 11 月 20 日 18.08 元的 52 周新高的水準，3 個多月左右的升幅超過 63%。現時 14 天相對強弱指數已回落至 62.5775 水準，股價已升至 10 天、20 天及 50 天移動平均線以上，而 MACD 線及訊號線於利好的區間內，短期集團的股價能在整固後再向上。MSCI 明晟公司於 11 月 14 日公佈，將耐世特納入 MSCI Global Standard Indexes 名單，調整將在 11 月 30 日生效。集團股價當日隨即大升 11%。投資者可考慮于 15 元以下的位置增持或吸納。集團現時在手已簽約的訂單高達 237 億美元，加上集團的國際佈局及技術，集團產品食正全球新能源汽車及自動駕駛汽車的大趨勢，未來集團會與更多知名車企有更多及更深入的業務合作，提升集團的收入。

資料來源: 彭博

## 估值預測

以 11 月 24 日的收市價\$17.06 計算，其市盈率及市帳率分別為 17.03 及 4.54 倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏低的水準。耐世特汽車系統是一家專注於為整車製造商提供轉向及傳動系統的全球性供應商，產品包括電動助力轉向系統、液壓助力轉向系統、轉向管柱和中間軸、動力傳動系統、先進駕駛輔助系統(ADAS)以及自動駕駛技術等類別。集團已為超過 50 多家客戶提供全方位服務。客戶包括寶馬、菲亞特克萊斯勒、福特、通用、標緻雪鐵龍、豐田、大眾，以及印度和中國的汽車製造商。集團已在全球佈局，北美、南美、歐洲及亞洲地區擁有 25 個工廠、3 個工程中心、13 個客戶服務中心，為全球及「一帶一路」的客戶服務。今年上半年耐世特又在巴西、墨西哥、中國、印尼分別開設 4 個新工廠。現時集團的在手訂單量達到 237 億美元。在新項目方面，耐世特在第三季推出 11 個新系統，由年初至今已推出 26 個新系統，管理層預期第四季度將再推 3 個新系統，預計將為未來兩年的收入增長提供十足的動力。而集團所生產的 EPS，及 ADAS 正好近合迎年全球及中國轉向生產新能源汽車及著手研發無人駕駛汽車的新趨勢。現時多個國家正紛紛表明會停售傳統燃油車，近日中國亦同時表明已啟動研究傳統能源車停產停售時間表。在環保的需求下，全球已掀起新能源汽車的熱潮，傳統的燃油汽車將會逐步被取代，更新換代將會提升對集團產品的需求，有助集團的收入進一步增加。所以會將耐世特的目標價定在\$20.12 即相當於約 18.9 倍市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 17.94%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

## 風險因素

- 中美歐亞汽車市場的銷售轉差，會影響對耐世特產品的需求
- 客戶集中度過高，現時耐世特最大的三個客戶合共占集團約 70%的收入，若客戶的銷售減慢或經營轉差，將對集團的收入構成壓力
- 新產品研發、新專案訂單情況不及預期
- 成本及匯率上升，對集團的利潤構成負面影響

## 利益披露及免責聲明

### 利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或及其連絡人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編制的過程中分析員會根據預先訂立的程式及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

### 免責聲明：

投資涉及風險，證券價格有時會大幅波動，價格可升亦可跌，更可變得毫無價值。投資未必一定能多賺取利潤，反而可能會招致損失。

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編制而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員于本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問。