

## 买入

2023年08月29日

### 汽车行业需求仍有韧性，海外市场表现亮眼

- 1H23 利润端表现稳健：**1H23 收入同下降 2%至 63.8 亿元（人民币，下同），毛利同比增加 2.1%至 20.4 亿元，毛利率同比提升 1.3 个百分点至 32%，主要由于原材料价格下降贡献，归母净利润同比提升 5%至 12.3 亿元。受国内经济弱复苏影响以及东南亚出口放缓影响，公司国内销售额同比下降 8%至 38.8 亿元，但土耳其等欧洲部分区域销售强势，带动海外市场销售额同比增长 9%至 25.3 亿元。
- 多元化客户结构优势显现：**受国内宏观经济弱复苏影响，公司下游家电日用品、建材等行业客户资本开支收紧，订单需求减弱，相应中小机 Mars 系列收入同比下降 3.6%至 38.6 亿元，但降幅已明显缩窄；长飞亚电动系列受国内中高端 3C 客户需求萎靡影响，收入同比下降 21.5%至 8.1 亿元；受益于汽车行业尤其是新能源汽车行业需求韧性持续，Jupiter 二板机系列收入仍同比增长 18.3%至 13.7 亿元。
- 全球化布局指日可期：**公司海外布局逐步落地，塞尔维亚制造基地预计 2025 年投运，墨西哥工厂一期已于 2023 年 6 月正式投运，印度金奈新工业也已于去年底动工，公司面向北美、欧洲和中东的本土制造和供应链能力建设基本完成，交付能力持续提升，我们预计在全球供应链重构的大背景下，海天塑机的竞争力突显，将持续贡献业绩增长。
- 下调目标价至 22.4 港元，维持买入评级：**公司更节能化和智能化的五代机将进一步全面推广，其高性价比有助于带动主力机型 Mars 销售企稳回升，考虑到消费电子行业复苏节奏仍不明确，公司相应的长飞亚机型销售预计仍将承压，我们下调了公司 2023-2025 年收入和利润预测以反映国内需求复苏不确定性带来的销量和均价压力，预计公司 2023-2025 年整体收入为 127/143/161 亿元（先前 136/151/171 亿元），股东净利润 24/26/29 亿元（先前 28/30/34 亿元），下调未来十二个月目标价 22.4 港元，对应 2023-2025 年 13/12/11 倍预测市盈率，维持买入评级。

- 风险提示：**全球制造业需求恢复不达预期。

黄佳杰

+ 852-25321599

harry.huang@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

行业	机械装备
股价	17.12 港元
目标价	22.40 港元 (+30.8%)
股票代码	1882
已发行股本	15.96 亿股
总市值	273.24 亿港元
52 周高/低	26.50 港元/13.90 港元
每股净资产	11.94 元
主要股东	张剑鸣 32.77% 张静章 32.29%

表 1：盈利摘要

截止12月31日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额(百万人民币)	16,018	12,308	12,711	14,298	16,115
YOY	35.7%	-23.2%	3.3%	12.5%	12.7%
股东净利润(百万人民币)	3,052	2,265	2,415	2,620	2,929
每股收益(人民币)	1.91	1.42	1.51	1.64	1.84
YOY	27.8%	-25.8%	6.6%	8.5%	11.8%
市盈率@17.12港元	7.9	10.6	10.0	9.2	8.2
每股股息(港元)	0.95	0.55	0.58	0.63	0.71
股息现价比率%	5.5%	3.2%	3.4%	3.7%	4.1%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

## 主要财务报表

## 财务报表摘要

海天国际1882

## 损益表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	16,018	12,308	12,711	14,298	16,115
销售成本	(10,867)	(8,391)	(8,643)	(9,694)	(10,877)
毛利	5,151	3,918	4,068	4,604	5,237
其他收益	159	329	366	366	366
其他收入/开支净额	134	185	277	277	277
销售费用	(1,036)	(1,002)	(1,088)	(1,224)	(1,380)
管理费用	(812)	(797)	(910)	(1,024)	(1,154)
<b>营运收入</b>	3,597	2,632	2,713	2,999	3,347
财务费用净额	139	131	222	183	212
分占联营/合盈公司收益	33	16	22	22	22
<b>税前盈利</b>	3,769	2,779	2,957	3,204	3,581
所得税	(719)	(514)	(538)	(583)	(652)
少数股东应占利润	(2)	0	4	0	0
<b>净利润</b>	3,052	2,265	2,415	2,620	2,929
折旧及摊销	316	288	243	244	245
<b>EBITDA</b>	3,912	2,920	2,956	3,243	3,592
<b>EPS</b>	1.91	1.42	1.51	1.64	1.84
<b>增长</b>					
总收入 (%)	35.7%	-23.2%	3.3%	12.5%	12.7%
EBITDA (%)	22.9%	-25.4%	1.3%	9.7%	10.8%
每股收益 (%)	27.8%	-25.8%	6.6%	8.5%	11.8%

## 资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	3,593	3,591	3,799	3,904	4,202
应收账款	3,739	3,403	3,343	3,557	3,793
存货	3,010	3,151	3,083	3,285	3,502
其他流动资产	7,410	6,548	6,548	6,548	6,548
<b>总流动资产</b>	17,751	16,692	16,773	17,294	18,044
固定资产	4,366	5,462	6,862	7,762	8,662
无形资产	2	3	4	5	6
预付款项	83	112	112	112	112
其他固定资产	3,951	3,522	3,520	3,519	3,518
<b>总资产</b>	26,153	25,791	27,271	28,692	30,342
短期银行贷款	1,861	1,323	1,323	1,323	1,323
应付账款	4,222	3,574	3,497	3,726	3,972
其他短期负债	3,259	3,339	3,037	3,037	3,037
<b>总短期负债</b>	9,342	8,235	7,857	8,086	8,332
递延税项负债	527	362	362	362	362
其他负债					
<b>总负债</b>	10,218	8,751	8,373	8,602	8,848
少数股东权益	1	29	29	29	29
<b>股东权益</b>	15,935	17,040	18,898	20,090	21,494
每股账面值(元)	10	11	12	13	13
营运资金	8,408	8,457	8,916	9,208	9,712

## 财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	32.2%	31.8%	32.0%	32.2%	32.5%
EBITDA 利率 (%)	24.4%	23.7%	23.3%	22.7%	22.3%
净利率 (%)	19.1%	18.4%	19.0%	18.3%	18.2%
ROE (%)	19.2%	13.7%	13.4%	13.4%	14.6%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	11.5%	14.6%	15.7%	15.7%	15.7%
实际税率 (%)	19.1%	18.5%	18.2%	18.2%	18.2%
股息支付率 (%)	40.4%	33.9%	33.9%	33.9%	33.9%
库存周转天数	100	134	132	120	114
应付账款天数	140	170	149	136	129
应收账款天数	76	99	90	82	78
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
收入/总资产	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
总资产/权益	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
盈利对利息倍数	25.9	20.2	12.2	16.4	15.8

## 现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>除税前盈利</b>	3,769	2,779	2,957	3,204	3,581
折旧与摊销	308	308	308	308	308
融资成本(收入)	(139)	(131)	(222)	(183)	(212)
营运资金变化	(24)	(409)	115	(83)	(133)
其他	(214)	(366)	(86)	(125)	(95)
所得税	(575)	(401)	(420)	(455)	(508)
<b>营运性现金流</b>	3,124	1,781	2,652	2,665	2,940
资本开支	(848)	(1,456)	(1,000)	(600)	(600)
其他投资活动	(1,418)	1,627	(625)	(1,071)	(1,048)
<b>投资性现金流</b>	(2,266)	171	(1,625)	(1,671)	(1,648)
负债变化	0	(726)	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(1,875)	(768)	(819)	(889)	(994)
其他融资活动	864	(460)	0	0	0
<b>融资性现金流</b>	(1,011)	(1,954)	(819)	(889)	(994)
<b>现金变化</b>	(153)	(2)	208	105	298
期初持有现金	3,746	3,593	3,591	3,799	3,904
期末持有现金	3,593	3,591	3,799	3,904	4,202

资料来源：公司资料，第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。