

2024 年 06 月 05 日

耐世特 (1316.HK)

首次覆盖

证券研究报告

汽车行业

全球转向龙头，自动驾驶与特斯拉产业链稀缺标的

线控转向是耐世特的核心产品，未来发展空间巨大。我们认为未来耐世特将顺应自动驾驶产业升级大浪潮，成长为线控转向的龙头企业。我们给予公司目标价 7.0 港元，对应 2024 年 17 倍 P/E，首次评级买入。

报告摘要

百年企业，客户多元，产品矩阵完善。耐世特于 1906 年在美国成立，至今已在汽车转向和动力传动系统领域发展超过百年。公司的产品包括电动助力转向(EPS)、转向管柱及中间轴(CIS)、动力传动系统(DL)、液压助力转向(HPS)、线控转向(SBW)、电驱动(eDrive)及软件解决方案。公司的客户涵盖几乎所有主流车企，如宝马、比亚迪、长安汽车、福特汽车、通用汽车、雷诺、上汽通用五菱、丰田、大众、长城汽车、理想汽车、极氪等 60 余家客户，从区域来看，北美市场是公司的收入基石，中国市场发展迅猛，驱动业绩增长。

线控转向核心标的，顺应产业升级大浪潮。线控转向 SBW 是电动助力转向 EPS 的进阶产品，与自动驾驶高度关联。以耐世特为代表的头部 tier1 具备强大的技术优势与先发优势。2022 上半年耐世特获得了一家位于德国的全球领先整车厂的线控转向的订单，订单总金额 20 亿美元，属于业内首次。我们认为中国车企在自动驾驶上投入大，发展快，耐世特已经与多个自主品牌就线控转向达成研究合作关系，未来中国的线控转向订单会逐渐增多，并实现商业化落地，推动行业发展。

在手订单多，首次与特斯拉达成合作。2023 年公司获得 61 亿美元订单，当中有多个订单具有里程碑式意义。2023 年上半年，公司获得了第二个线控转向订单，包括手控执行器、轮控执行器及软件集成系统。23 年下半年，公司首次获得全球电动车领导者的 EPS 订单。我们推测耐世特已经获得特斯拉 Model Q 的北美订单，并且未来有望加深合作，获得 Model Q 在欧洲与中国的订单。强劲的订单量和项目投产有望进一步拉动收入持续增长。

首次覆盖目标价 7.0 港元，买入评级。我们认为耐世特将顺应自动驾驶产业升级大浪潮，成长为线控转向龙头企业。预计 24-26 年公司归母净利润分别为 1.3 亿、1.7 亿和 2.2 亿，同比增长 261%、31%和 29%，给予公司目标价 7.0 港元，对应 2024 年 17 倍 P/E，首次评级买入。

风险提示：行业竞争加剧；价格不及预期；中美贸易关系恶化

31/12 年结；百万元美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,840	4,207	4,569	4,924	5,306
增长率(%)	14%	10%	9%	8%	8%
净利润	58	37	132	174	224
增长率(%)	-51%	-37%	261%	31%	29%
毛利率(%)	10%	9%	10%	11%	12%
净利率率(%)	2%	1%	3%	4%	4%
每股收益(美元)	0.02	0.01	0.05	0.07	0.09
每股净资产(美元)	0.79	0.80	0.85	0.91	0.99
市盈率	23.3	36.7	10.2	7.8	6.0
市净率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
净资产收益率(%)	3%	1%	3%	4%	5%
股息收益率(%)	1%	1%	2%	3%	3%

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级：买入

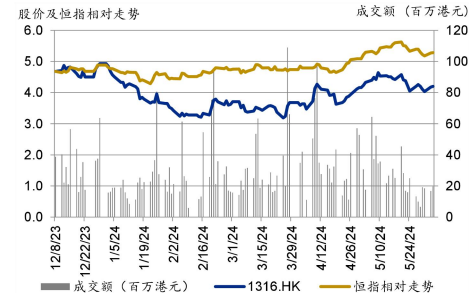
目标价格：7.0

现价(2024-06-04): 4.2 港元

总市值(百万港元)	10,541.26
流通市值(百万港元)	10,541.26
总股本(百万股)	2,509.82
流通股本(百万股)	2,509.82
12 个月低/高(港元)	3.1/5
平均成交(百万港元)	33.09

股东结构	
中国航空工业集团	44.0%
北京亦庄国际投资	20.9%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.83	5.54	14.87
绝对收益	-3.00	19.66	12.20

数据来源：彭博、港交所、公司

王强

分析师

+852 22131422

jimmywang@eif.com.hk

1. 百年企业，参与和见证行业的兴衰沉浮

1.1. 公司概况

全球转向系统龙头。耐世特汽车系统集团有限公司于1906年在美国成立，至今已在汽车转向和动力传动系统领域发展超过百年。公司的产品覆盖全品类转向助力及传动系统，包括电动助力转向(EPS)、转向管柱及中间轴(CIS)、动力传动系统(DL)、液压助力转向(HPS)、线控转向(SBW)、电驱动(eDrive)及软件解决方案。公司的客户涵盖几乎所有主流车企，如宝马、比亚迪、长安汽车、福特汽车、通用汽车、雷诺、上汽通用五菱、丰田汽车、大众、长城汽车、理想汽车、极氪等60余家客户，从区域来看，北美市场是公司的收入基石，亚洲市场发展迅猛，是业绩增长主要驱动力。

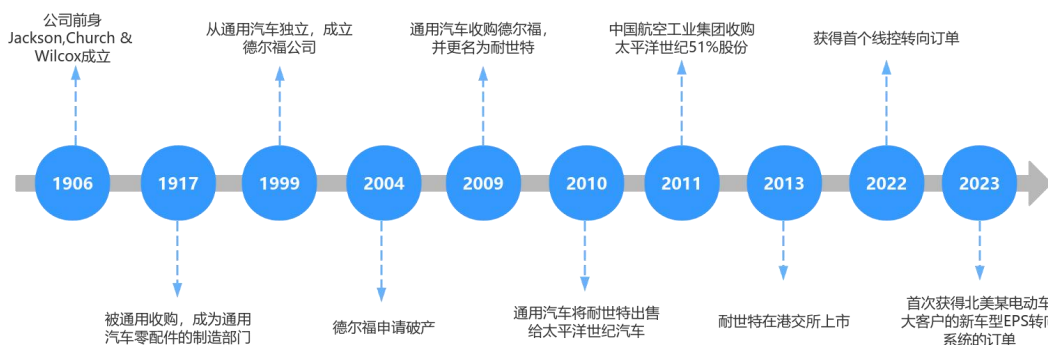
图1：转向系统及动力传动系统



资料来源：公司资料，安信国际整理

公司前身为1906年成立的Jackson, Church & Wilcox, 后面经过多次收购拆分合并, 2009年被通用汽车收购, 命名为耐世特。2011年, 中国航空工业集团耗资4.5亿美元收购耐世特, 成为控制股东。2013年, 耐世特成功在香港证券交易所上市, 主营业务为汽车转向及动力传动系统。

图2：发展历史

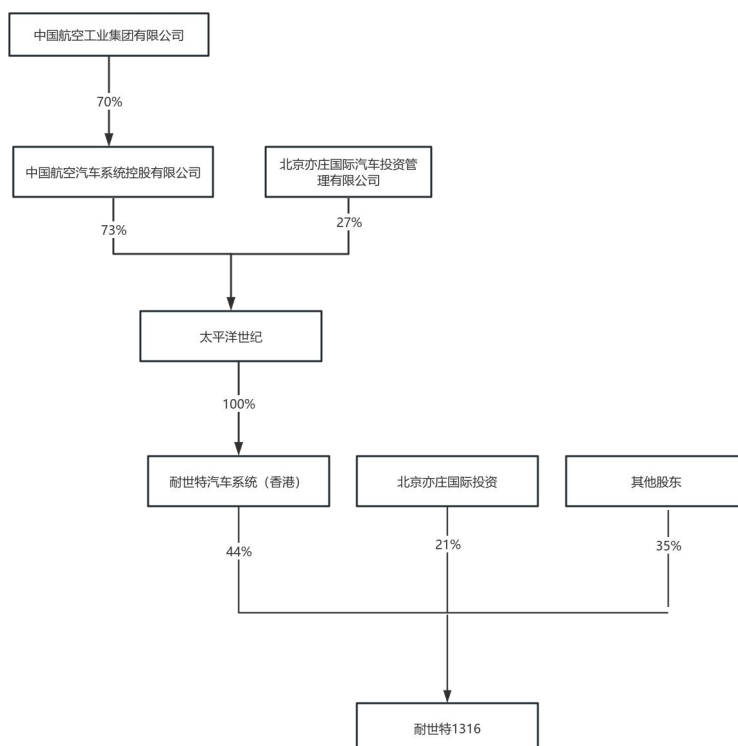


资料来源：公司资料，安信国际整理

股权较为集中。公司的实控人及最终受益人为中国航空工业集团有限公司，持有耐世特44%的股权，第二大股东为北京亦庄国际汽车投资管理有限公司，直接持股20.9%，公司股权结构较为集中。

全球化发展，高管团队以外人居多。耐世特是一个为全球整车制造商提供服务的供应商，拥有超过百年整车集成的专业知识与产品工艺的历史传承。总部在美国密西根州，并且在美国、中国、日本、印度、德国、波兰、意大利、法国建立工厂或研发中心。因此其管理团队以外人居多。

图 3：股权结构



资料来源：公司资料，安信国际整理

雷自力是主席兼首席执行官，53岁。于2022年3月获委任为董事会主席，于2022年6月获委任为首席执行官。雷先生为公司全球战略委员会（GSC）的成员。雷先生于汽车行业拥有超过28年相关经验。平日工作主要负责主持董事会及股东大会、制定议程，并促进董事会与管理层之间的沟通。自2022年6月起，加入中航机载系统有限公司董事会；2021年5月起，担任中国航空汽车系统控股有限公司（中航汽车）董事长；2021年5月起，担任中航汽车非全资附属公司中航瀚德（北京）投资控股有限公司董事长，及2020年8月起担任瀚德汽车控股有限公司（Henniges Automotive Holdings, Inc.）董事长。2020年11月起，担任太平洋世纪（北京）汽车零部件有限公司（太平洋世纪（北京）汽车）董事长以及耐世特汽车系统（香港）控股有限公司（耐世特香港）董事。2021年12月至2022年11月担任贵州贵航汽车零部件股份有限公司（该公司于上海证券交易所上市，股票代码：600523）董事长。2013年3月至2020年7月任湖北中航精机科技股份有限公司执行董事、总经理。2000年9月至2013年3月，历任湖北中航精机科技股份有限公司（该公司于深圳证券交易所上市，股票代码：002013）副总经理、总经理。1995年4月至2000年9月，历任中国航空救生研究所嘉利分公司企划部计划员、副经理、经理。1990年7月至1995年4月，在中国航空救生研究所石化部担任技术员。

MILAVEC, Robin Zane 是总裁，56岁。于2020年6月获委任为耐世特的执行董事。于2021年8月获委任为公司总裁，并于2019年7月1日获委任为首席技术官及首席策略官。在其肩负的各项职责中，MILAVEC先生将推动全球业务协调及团队合作，同时引领耐世特的策略方针，确保技术发展大趋势一致，积极主动抓紧各项增长机遇。MILAVEC先生为GSC的成员。于汽车行业积累超过34年相关经验，包括于产品工程、制造工程、营运及质量等职位。2021年8月MILAVEC先生已获委任为集团附属公司耐世特（中国）投资有限公司的董事。自2019年7月起至2021年8月担任耐世特高级副总裁，自2018年1月起至2019年7月担任全球工程副总裁，自2017年6月起至2018年1月担任全球产品工程副总裁，自2016年8月起至2017年6月担任全球产品工程执行总监，自2012年至2016年担任企业工程及全球项目办事处主任以及自2009年至2012年担任电动助力转向总产品工程师。在德尔福萨吉诺转向系统中，自2005年至

2009 年担任动力传动总产品工程师，于 2003 年至 2005 年出任动力传动总制造工程师，以及自 2000 年至 2003 年于萨吉诺 4 号及 5 号工厂担任质量经理。彼自 1995 年至 1997 年于墨西哥华雷斯城的德尔福汽车墨西哥技术中心担任工程监督。MILAVEC 先生于 1989 年在通用汽车的前萨吉诺转向装置分部担任产品工程师，开展其职业生涯，并于 1995 年外派至墨西哥前，于工程、质量及营运部出任多项职位。

图 4：管理层介绍

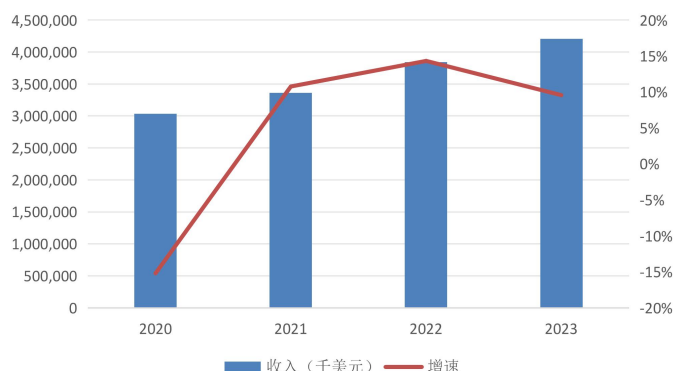
姓名	年龄	职位
雷自力	53	首席执行官
MILAVEC, Robin Zane	56	总裁、首席技术官及首席策略官
BOYER, Hervé Paul	52	高级副总裁、全球首席运营官
BIERLEIN, Michael John	47	高级副总裁、首席财务官
BENSON, OT	49	副总裁、欧洲、中东、非洲及南美洲分部总裁
李军	51	副总裁、亚太区分部总裁
DRALLE, Jill Annette	52	副总裁、美国首席运营官
HARRIS, Steven Robert	57	全球工程副总裁
ZICHELLA, Giuseppe	55	全球销售副总裁
PASTOR, Ricardo Antonio	58	全球质量及制造副总裁
SPENCER, Jr., Robert William	50	副总裁、法律总监
BYERS, David Michael	58	全球销售及项目管理副总裁
VILLARREAL, Abiel	50	墨西哥分部副总裁兼首席运营官
RUJZ, Pascale Crystèle	52	副总裁、首席人力资源官

资料来源：公司资料，安信国际整理

1.2. 财务概况

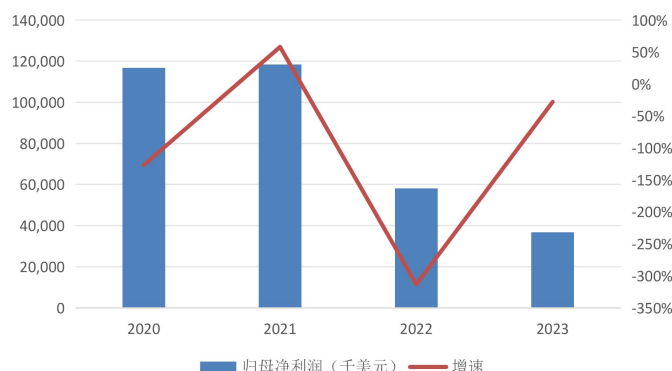
收入规模不断创新高，但净利润持续下降。2020-2023 年收入分别为 30.3/33.6/38.4/42.1 亿。同比增长-15%/11%/14%/10%。归母净利润分别达到 1.2/1.2/0.6/0.4 亿，同比增长-50%/1%/-51%/-37%。2023 年公司的收入增长 10%，达到 42.1 亿，创下历史新高。业绩增长动力来自于全球车市产量持续提升，以及耐世特重视并加大对中国市场投入与发展，中国客户业绩贡献大，比如比亚迪发展速度快，一跃成为耐世特的重要客户。近几年公司的净利润持续下跌，23 年跌入最低点，同比下降 37%，达到 0.4 亿，这是因为美国工人罢工、耐世特的供应商倒闭、美国工厂搬迁影响业绩增长。

图 5：收入及增速



资料来源：公司资料，安信国际整理

图 6：净利润及增速

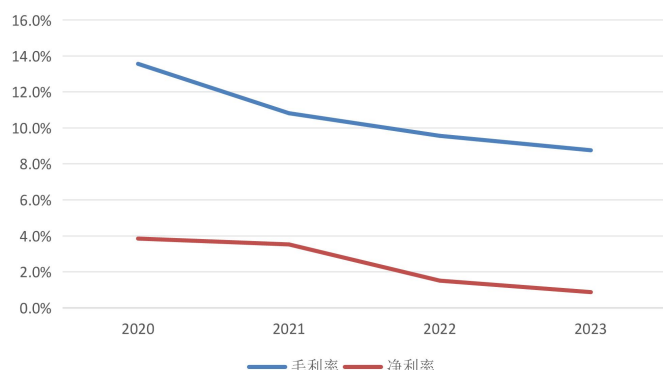


资料来源：公司资料，安信国际整理

利润率下滑，费用率较为稳定。2020-2023 年耐世特的毛利率为 14%/11%/10%/9%。净利率达到 4%/4%/2%/1%。毛利率与净利率持续下降，主要是海外工厂运营效率低，盈利能力差。耐世特的费用率较为稳定，销售费用率在 0.5% 左右，管理费用率 3.5% 左右，研发费用率在 3.5% 左右。

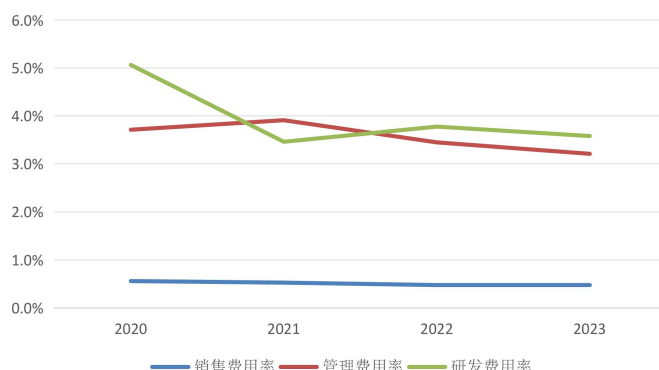
我们认为 23 年是耐世特的盈利低谷，后续随着管理运营效率改善，北美工厂搬迁，其盈利能力会逐渐修复。

图 7：毛利率与净利率



资料来源：公司资料，安信国际整理

图 8：费用率



资料来源：公司资料，安信国际整理

1.3. 业务概况

耐世特是全球领先的转向系统及动力传动系统供应商。转向系统提供汽车横向操控，转向系统包括电动助力转向系统（Electric Power Steering，简称 EPS）、液压助力转向系统（Hydraulic Power Steering，简称 HPS）、转向管柱和中间轴（Column and Intermediate Shaft，简称 CIS）、线控转向（Steer by Wire，简称 SbW）。动力传动系统（Driveline，简称 DL）将动力从齿轮箱输出传送至驱动轮。DL 产品包括前轮驱动半轴、中间传动轴、后轮驱动半轴以及传动轴等速万向节。

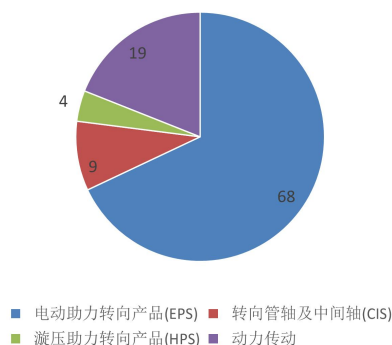
图 9：产品



资料来源：公司资料，安信国际整理

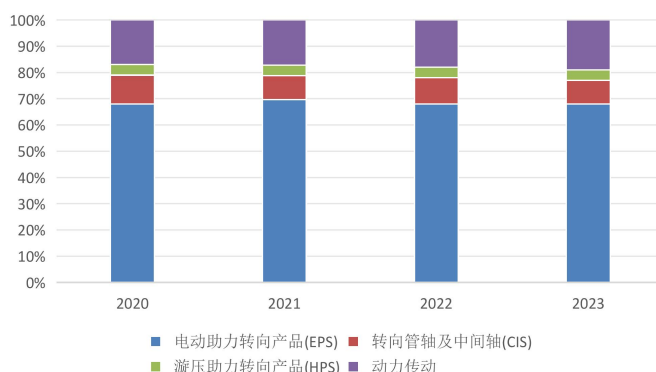
收入占比最大产品为 EPS，业务结构稳健。23 年 EPS 占比 68%，营收 28.6 亿美元，同比增长 9%；CIS 占比 9%，营收 0.4 亿美元，同比增长 3%；HPS 占比 4%，营收 0.2 亿美元，同比增长 1%；DL 占比 19%，营收 0.8 亿美元，同比增长 16%。从 2020-2023 年，耐世特的各项业务占比基本稳定，收入占比最大产品为 EPS。

图 10: 23 年收入结构



资料来源：公司资料，安信国际整理

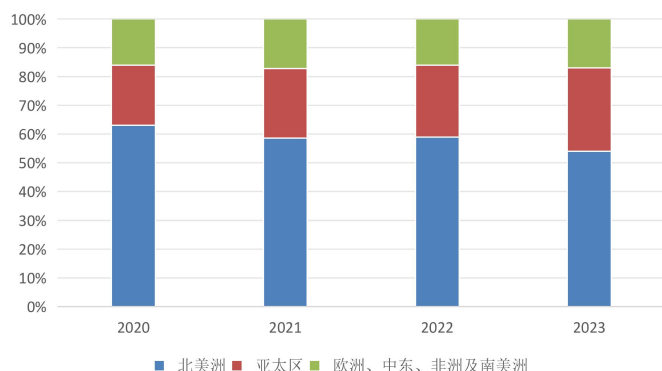
图 11: 2020-2023 年收入结构



资料来源：公司资料，安信国际整理

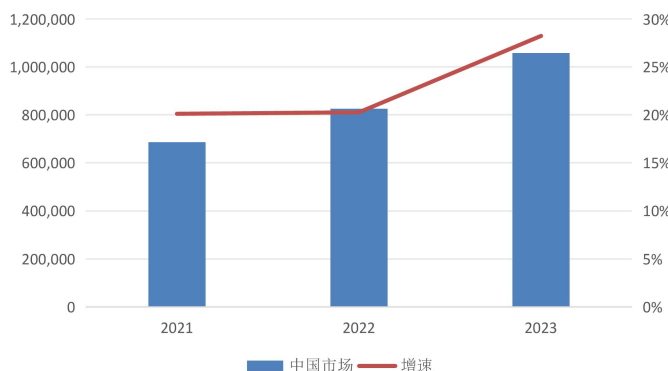
从地区来看，北美市场为公司主要收入来源，中国市场发展势头迅猛。23 年北美市场在收入中占比 54%，同比下降 4 个百分点，营业收入 22.6 亿美元，同比增长 1%，主要因为北美汽车工人罢工，以及耐世特供应商倒闭，严重影响北美业务发展。亚太区在 23 年占比 29%，同比增加 4 个百分点，营业收入 12.1 亿美元，同比增长 26%，耐世特在中国市场发展良好，拓展了更多自主品牌与新能源车型，如比亚迪的销量大幅提升，迅速发展为耐世特的重要客户。欧洲、中东、非洲及南美洲 23 年占比 17%，同比增长 1 个百分点，营收 7.3 亿美元，同比增长 17%。中国市场是耐世特业绩增长的主驱动力，23 年中国在耐世特收入达到 10.6 亿，同比增长 28%，成为仅次于美国的第二大市场。未来耐世特会继续加大对中国市场投入，中国常熟新工厂已经在 24 年 1 月开始建设，计划于 2025 年投入运营，将负责生产电动助力转向和线控转向产品，对未来业绩增长产生重要贡献。

图 12: 2020-2023 年收入结构（按地区）



资料来源：公司资料，安信国际整理

图 13: 收入结构

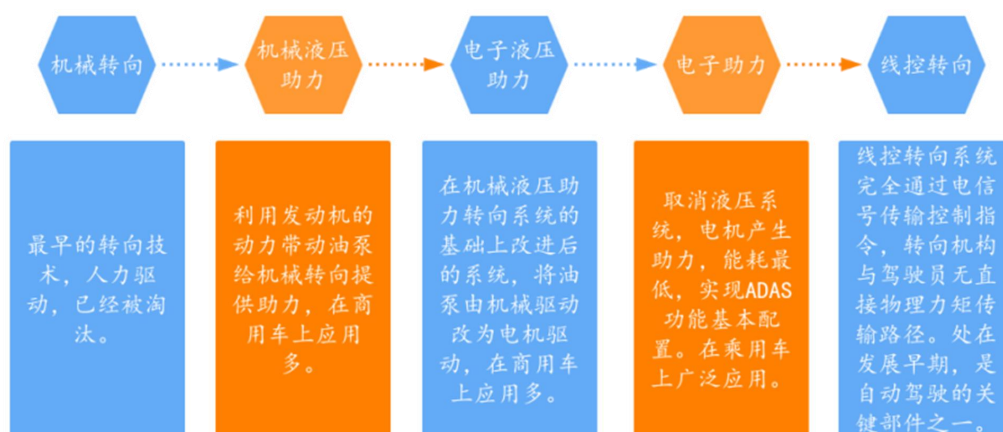


资料来源：公司资料，安信国际整理

2. 行业概况

汽车转向系统经过了数次迭代升级，目前以电动助力转向（EPS）为主，线控转向系统（SBW）为下一代技术。转向系统是汽车底盘四大系统之一，主要由转向操纵机构、转向器、转向传动机构三部分组成，发展至今经历了机械转向系统（MS）、液压助力转向系统（HPS）、电子液压助力转向系统（EHPS）、电动助力转向系统（EPS）、线控转向系统（SBW）等多个阶段，逐步实现从机械件到电动化再到智能化的转变，转向系统操作性能逐步提升，集成度、电动化、智能化水平持续提高。

图 14：行业技术迭代



资料来源：公司资料，安信国际整理

机械转向系统（MS）结构简单，成本低廉。以人力为主要动力源，通过机械传动结构放大。驾驶员转动方向盘，通过转向器中的减速器放大旋转力矩，通过拉杆控制转向节完成车辆转向。机械助力转向系统全部传动部件均为机械，现在基本淘汰。

机械液压助力转向系统（HPS）由发动机提供液压动力，实现转向助力。只有发动机运转，转向泵才能够运转，转向系统才有助力源。液压泵持续建压，消耗发动机动力。在车辆运行过程中，无论是否进行转向操作，液压泵始终需要进行压力储备，因此发动机部分动力需要消耗在液压泵上，从而增加整车的燃油消耗量。

电子液压助力转向系统（EHPS）由电机驱动液压泵工作，实现助力随速变化。电子液压转向助力系统原理与机械液压转向助力相同，最大的区别在于不再使用发动机驱动液压泵，而改为电机驱动的液压泵。助力泵启动和关闭全部由电控系统控制，在不做转向动作的时候，助力泵关闭，因此它对于发动机动力的消耗更小，从而相比 HPS 油耗下降。

电子助力转向系统（EPS）取消液压系统，由电机产生助力，能耗最低，实现 ADAS 功能基本配置。EPS 结构更精简、随速转向更精确。EPS 实现更高能效控制，符合节能减排趋势。EPS 根据位置和结构，有多种分类，各自具有特点。EPS 可以分为转向柱助力式（C-EPS）、小齿轮助力式（P-EPS）、齿条助力式（R-EPS）和双小齿轮助力式（DP-EPS）四种。转向柱助力式 C-EPS 结构紧凑，扭矩输出相对较小。C-EPS 的转矩传感器、电动机等安装在转向柱上，结构紧凑，电机的响应性较好。但由于电机安装在驾驶舱内，体积较小，输出扭矩不大。小齿轮助力式 P-EPS 助力较大，布置相对方便。P-EPS 的转矩传感器、电动机整体安装在转向小齿轮处，直接给小齿轮助力，各个部件布置更加方便，可用于中型车辆，提供较大的助力值。齿条助力式 R-EPS 直接驱动齿条，提供最大助力。R-EPS 转矩传感器单独地安装在小齿轮处，电机安装在小齿轮另一端的齿条处，安装位置自由，直接给齿条助力，能提供最大的助力值。

图 15: C-EPS、P-EPS、R-EPS

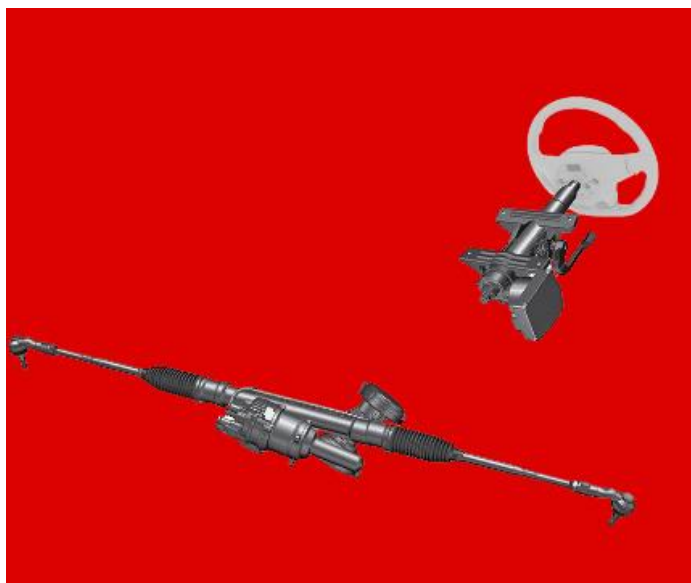


资料来源：公司资料，安信国际整理

智能驾驶的趋势下线控转向成为新一代转向技术

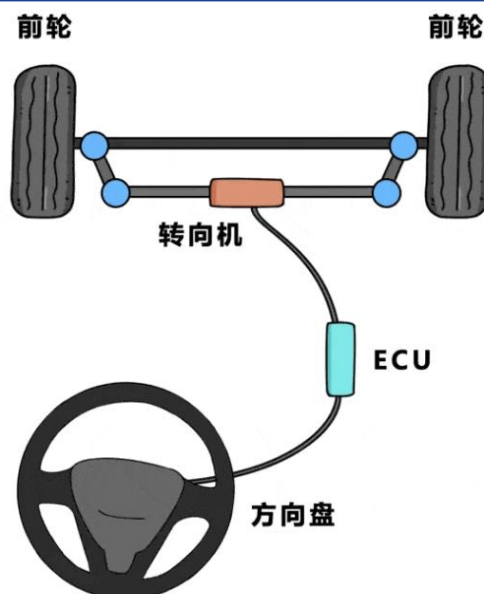
线控转向与自动驾驶高度关联，是重要组件之一。传统汽车转向系统是机械系统，汽车的转向运动是由驾驶员操纵转向盘，通过转向器和一系列的杆件传递到转向车轮而实现的。线控转向系统取消了转向盘与转向轮之间的机械连接，车轮转向执行器增加了线控的接口，转向力矩完全依靠下转向执行器来输出，而下转向执行器输出力的方向和大小以及转动的速度都依赖于控制算法的信号。

图 16: 耐世特线控转向



资料来源：公司资料，安信国际整理

图 17: 线控转向结构



资料来源：公司资料，安信国际整理

Steer-by-wire 线控转向优势多。与传统转向系统相比更具优势：（1）安全性：替代了传统的机械或液压连接,取消了转向盘和转向轮的机械连接,占据空间小,并可减少碰撞时对驾驶员的伤害；智能化的 ECU 根据汽车的行驶状态判断驾驶员的操作是否合理,并做出相应的调整;当汽车处于极限状况时,能够自动对汽车进行稳定控制。（2）舒适性：由于消除了机械结构连接,地面的不平转向轮的不平衡不会传递到转向轴上,从而减缓了驾驶员的疲劳；驾驶员的腿部活动空间和汽车底盘的空间明显增大。（3）控制系统的一体化：通过控制器和汽车总线的连接,可以实现汽车动态控制系统和汽车平顺性控制系统以及其他的控制单元通讯联系,为集成控制一体化提供了条件。（4）个性化：转向回正力矩能够通过软件依据驾驶员的要求进行调整，因此在不改变设计的情况下，可以个性化地适合特定的驾驶者和驾驶员环境，与转向有关的驾驶行为都可以通过软件来实。

线控转向是未来实现高阶自动驾驶的重要条件。自动驾驶过程中，对转向系统的灵敏度和精确度的要求更高，而线控转向直接掌握自动驾驶路径和方向的精确控制，是智能网联汽车实现路径跟踪与避障避险的关键技术，也是实现自动驾驶的重要条件。

3. 竞争优势

经营时间久，与客户关系牢固，是全球转向系统龙头。截至 2023 年，耐世特已在全球建立了共 27 间工厂，13 个客户服务中心，5 个技术及软件中心，客户超过 60 家主机厂，包括通用、福特、Stellantis、宝马、大众、雷诺日产三菱联盟等全球知名整车企业，以及吉利、长城、比亚迪、上汽、广汽、奇瑞、理想、小鹏等一线自主车企。与各大车企保持着长期且稳定的合作关系。

耐世特成立于 1906 年，距今已有 118 年的发展历史，拥有丰富的经验。根据 Marklines 统计，2021 年耐世特在北美市场的市占率为 20%，排名第一，全球排名前三。转向系统是整车核心零部件之一，整车厂商在选择转向系统供应商时会设置多层标准考核，只有研发能力强、产品质量高、服务规范的供应商才有机会进入整车厂供应链，并且产品的认证周期较长。因此，一旦供应商与整车厂达成合作，双方倾向于长期保持合作，其余供应商再进入供应链难度较大，客户壁垒高。我们认为转向系统价格低，但是对汽车安全作用极大，以电子助力转向系统为例，价格在 1000-2000 多元不等，在整车成本占比小。所以对于整车厂来说，更看重供应商的产品质量，持续研发，配套生产以及长期合作。

图 18：耐世特工厂全球布局



资料来源：公司資料，安信国际整理

耐世特的线控转向系统已经获得订单，证明其实力雄厚，处于领先地位。SBW 作为目前 EPS 的进阶产品，以耐世特为代表头部 tier1 具备强大的技术优势与先发优势。2022 上半年耐世特获得了一家位于德国的全球领先整车厂的线控转向业务的新订单，订单总金额 20 亿美元，属于业内首次，这项线控转向业务订单也是公司历史上最大的全生命周期收入合同之一。23 上半年耐世特获得第二单来自北美的全球领先整车厂的 SBW 订单，公司全球线控转向领先地位凸显。我们认为中国车企在自动驾驶上投入大，发展快，耐世特已经与多个自主品牌就线控转向达成研究合作关系，未来有望获得新的订单及更快的商业化落地。

注重研发。公司专注于汽车转向系统的研究及开发，累积了大量的技术知识和产品专利。公司的研发团队有超过 1000 名工程师、设计师及技术人员，公司一直以来保持着

高研发投入，2023 年研发支出占收入比例达 3.6%。高研发投入在一定程度上保证了公司未来新产品的性能和迭代速度。

4. 目标价 7.0 港元，首次评级买入

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 45.7 亿、49.2 亿及 53.0 亿美元,同比增速为 8.6%、7.8%和 7.7%，归母净利润分别为 1.3 亿、1.7 亿和 2.2 亿元，同比增速分别为 261%、31%和 29%。

图 19：收入预测

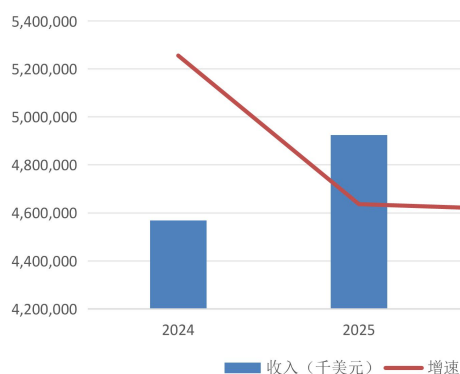
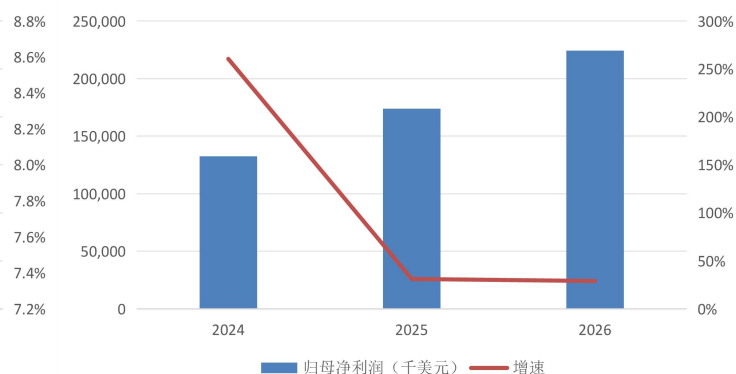


图 20：净利润预测



资料来源：安信国际预测

资料来源：安信国际预测

我们看好耐世特未来发展，主要因为：1.23 年业绩跌入低谷，24 年业绩反弹。23 年因为美国汽车工人罢工、供应商倒闭等事件严重影响耐世特北美业务发展，23 年净利率仅为 0.9%达历史最低。2.每年大量新增订单，保证收入增长。23 年公司新接 61 亿美元订单，预计 24 年新接订单在 60 亿以上。耐世特在中国市场发展尤为迅猛，覆盖客户与车型不断增加。3.线控转向替代电子助力转向的产业升级大趋势即将开始。线控转向是实现高阶自动驾驶的重要条件。我们认为中国车企在自动驾驶上投入大，发展快，耐世特已经与多个自主品牌就线控转向达成研究合作关系，有望获得新的订单及更快的商业化落地。2025 年耐世特的常熟工厂投入运营，将负责生产电动助力转向和线控转向产品，证明公司对线控转向早有布局。4.我们推测 23 年耐世特获得了特斯拉的 Model 2/Q 的北美订单，供应 EPS 产品。我们相信凭借耐世特全球供应能力，后续有望成为 Model 2/Q 在欧洲与中国的供应商。

目标价 7 港元，买入评级。对应 24 年 17 倍预测市盈率，距离现价有 67%的上涨空间，首次评级买入。

图 21：估值

代码	公司	市值（亿港元）	归母净利润(亿元)		PE	
			24E	25E	24E	25E
1316.HK	耐世特	105	9	14	10.2	7.8
425.HK	敏实集团	178	22	28	8.1	6.4
3606.HK	福耀玻璃	1,169	69	81	16.9	14.4
	平均				11.7	9.5

资料来源：彭博

5.风险提示

竞争加剧;
政策风险;
中美贸易战

6.财务预测

利润表

单位:百万美元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,840	4,207	4,569	4,924	5,306
营业成本	(3,473)	(3,838)	(4,103)	(4,383)	(4,691)
毛利	367	369	466	542	616
销售管理费用	(151)	(155)	(165)	(180)	(191)
研发费用	(145)	(151)	(160)	(177)	(186)
其他收入	15	(2)	13	15	16
营业利润	86	61	154	199	254
营业外收入	6	3	4	5	7
利润总额	92	64	158	205	261
所得税	(26)	(19)	(17)	(23)	(29)
净利润	65.5	45.2	140.9	182.2	232.6
少数股东损益	8	8	8	8	8
归母公司净利润	58	37	132	174	224
调整后EPS(元)	0.02	0.01	0.05	0.07	0.09

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性(%)					
营业收入	14%	10%	9%	8%	8%
净利润	-51%	-37%	261%	31%	29%
盈利能力(%)					
毛利率	10%	9%	10%	11%	12%
净利率	2%	1%	3%	4%	4%
ROE	3%	1%	3%	4%	5%
偿债能力(%)					
流动比率	145%	142%	140%	141%	151%
资产负债率	41%	41%	41%	40%	40%

转下页

资产负债表		单位:百万美元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,492	1,548	1,640	1,753	2,002
现金及等价物	246	312	339	381	550
应收款	803	750	802	857	917
其他应收款项	443	485	499	515	535
非流动资产	1,843	1,857	1,975	2,083	2,105
物业、厂房及设备	971	1,000	1,090	1,188	1,201
长期投资与应收账款	47	23	21	19	17
其他非流动资产	825	834	864	876	887
资产总计	3,335	3,405	3,615	3,835	4,107
流动负债	1,026	1,089	1,175	1,246	1,325
应付款项	815	833	909	971	1,039
计息银行及其他借款	12	14	14	14	15
其他流动负债	199	241	252	261	272
非流动负债	332	305	305	306	309
借款	50	35	31	28	26
其他非流动负债	263	261	264	269	274
递延税项	19	9	9	9	10
负债合计	1,358	1,394	1,479	1,552	1,635
非控股权益	43	47	47	47	47
股东权益合计	1,977	2,011	2,136	2,283	2,472
现金流量表					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生现金流量	294	404	436	476	541
投资活动产生现金流量	(263)	(299)	(398)	(401)	(331)
融资活动产生现金流量	(85)	(38)	(11)	(32)	(40)
现金净变动	(55)	67	27	42	170

资料来源：安信国际预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解釋),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010