

【广发机械&海外】鹰普精密（01286.HK）

20H2 收入边际改善，下游需求企稳

核心观点：

- 公司 20 年收入 29.25 亿港元，经调整后归母净利润为 3.13 亿港元。根据 20 年年度报告，20 年收入为 29.25 亿港元，同比下降 19.7%；20 年归母净利润为 -1.48 亿港元，亏损的原因主要是公司受疫情影响计提了商誉及其他资产减值（扣除税项）4.4 亿港元，计提后账面商誉价值为 0。加回商誉减值等因素后，公司 20 年经调整归母净利润为 3.13 亿港元，同比下降 46%。
- 20H2 收入边际改善，毛利率持续承压。公司 20 年熔模铸件、精密机加工件、砂型铸件、表面处理业务收入受疫情影响分别下降 22%、17%、23% 和 7%。20H2 整体收入同比增速为 -10%，降幅收窄，环比增速为 14%，出现边际改善。各业务分部中，精密机加工业务、商用车业务、中国业务改善幅度较大，20H2 收入环比增速分别为 37%、60% 和 27%。20H2 毛利率为 26%，同比下降 5 个百分点，受产品结构及汇率等因素影响，尚未出现改善。20 年，公司完成新开发件号 1371 个，较 19 年增长 38%，为业务恢复增长奠定了较好基础。
- 下游行业中，汽车、工程机械等复苏相对明确，航空业尚待观察。20 年公司收入中汽车占比 48%，工业及其他占比 43%，航空及医疗占比 9%。汽车行业和工程机械行业的复苏相对明确，20M12，根据 Wind 数据，中美欧日汽车销量（产量或注册量）合计同比增长 2%，根据卡特彼勒官网，其零售数据降幅收窄至 -2%。航空业复苏尚待观察，根据 IATA 预测，需到 21 年下半年或 22 年方可见到显著回升。
- 投资建议：预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.24/0.31/0.36 港元/股，对应当前股价的 PE 分别为 10/7/6X，参考可比公司，给予公司 21 年 13 倍 PE 的估值，对应合理价值 3.09 港元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示：疫情持续风险；贸易摩擦风险；原材料价格上涨风险

盈利预测：

货币：港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,640	2,925	3,526	3,848	4,201
增长率（%）	-3.1	-19.7	20.6	9.1	9.2
EBITDA（百万元）	1,083	357	1,023	1,142	1,233
归母净利润（百万元）	539	-148	448	579	671
增长率（%）	31.6	-127.5	-402.4	29.2	15.9
EPS（元/股）	0.32	-0.08	0.24	0.31	0.36
市盈率（P/E）	10.06	-	9.54	7.39	6.37
ROE（%）	13.4	-3.7	10.3	12.1	12.7
EV/EBITDA	5.94	13.80	3.92	3.12	2.54

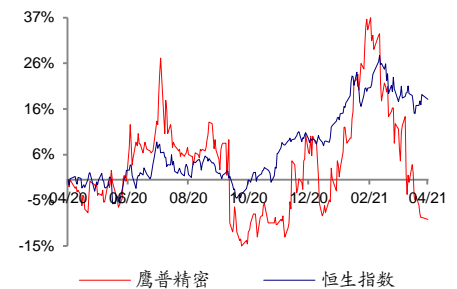
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	2.27 港元
合理价值	3.09 港元
前次评级	增持
报告日期	2021-04-08

相对市场表现



分析师：

孙柏阳



SAC 执证号：S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

请注意，孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

【广发海外&机械】鹰普精密 2020-06-07
(01286.HK)：受疫情影响，
下游需求压力渐显

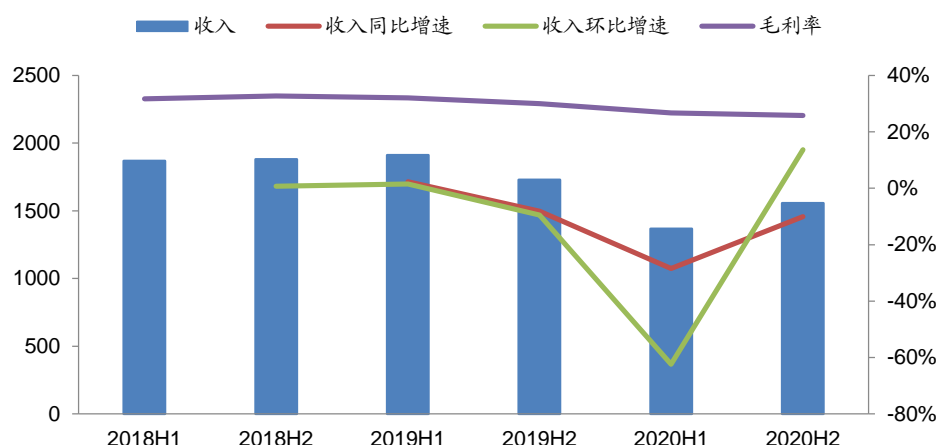
联系人：

王振 021-38003680

qhwangzhen@gf.com.cn

公司20年收入29.25亿港元，经调整后的净利润为3.17亿港元。根据公司年度报告，20年收入为29.25亿港元，同比下降19.7%；20年归母净利润为-1.48亿港元，亏损的原因主要是公司受疫情影响计提了商誉及其他资产减值（扣除税项）4.4亿港元，计提后账面商誉价值为0。加回商誉减值等因素后，公司20年经调整归母净利润为3.13亿港元，同比下降46%。

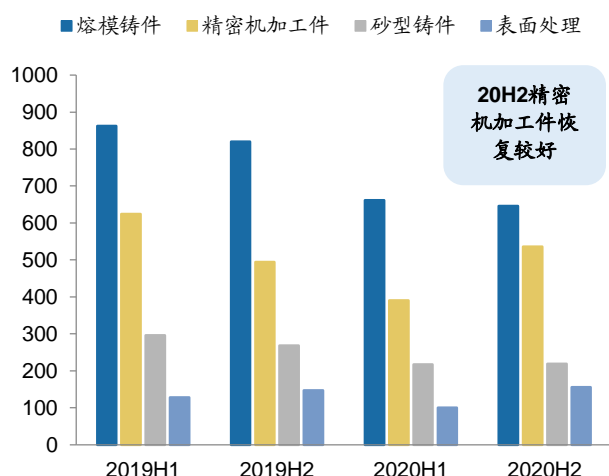
图 1：鹰普精密半年度收入及毛利率（单位：百万港元）



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

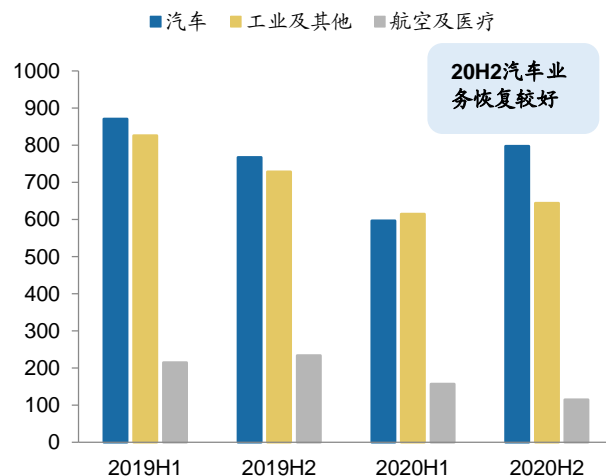
业绩受疫情影响较大，20H2收入边际改善。收入端，公司20年熔模铸件、精密机加工件、砂型铸件、表面处理业务收入受疫情影响分别下降22%、17%、23%和7%。20H2整体收入同比增速为-10%，降幅收窄，环比增速为14%，出现边际改善。各业务分部中，精密机加工业务、商用车业务、中国业务改善幅度较大，20H2收入环比增速分别为37%、60%和27%。毛利端，20H2毛利率为26%，同比下降5个百分点，受产品结构及汇率等因素影响，尚未出现改善。20年，公司完成新开发件号1371个，较19年增长38%，为业务恢复增长奠定了较好基础。

图 2：鹰普精密业务分部收入（单位：百万港元）



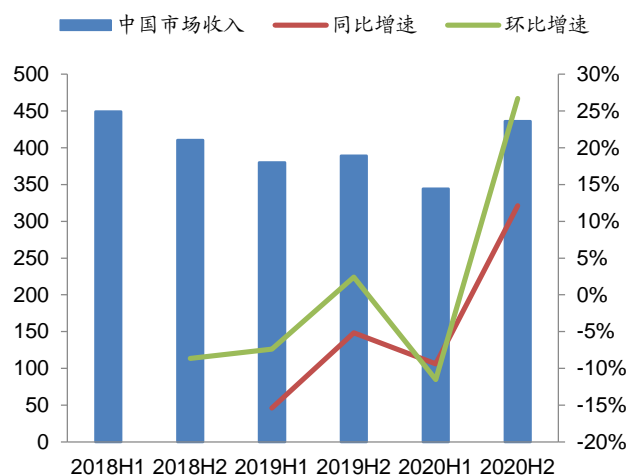
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图 3：鹰普精密终端领域收入（单位：百万港元）



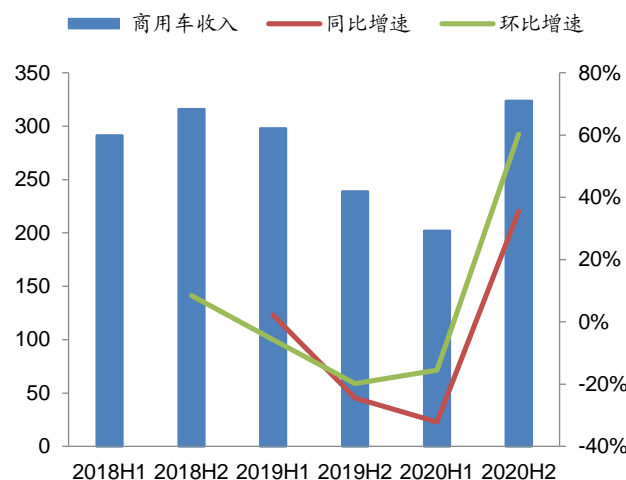
数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

图 4：鹰普精密中国市场收入（单位：百万港元）



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

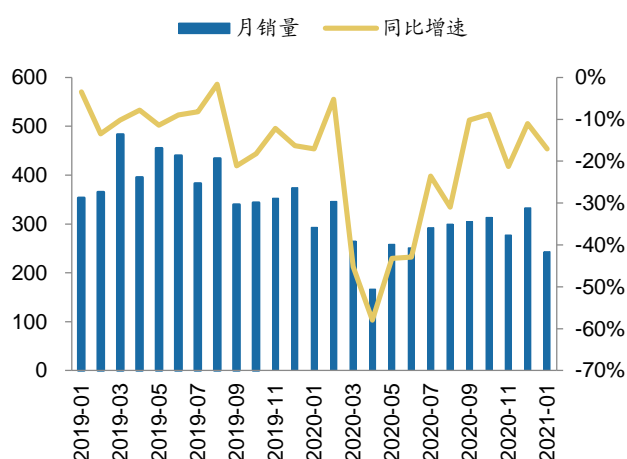
图 5：鹰普精密商用车业务收入（单位：百万港元）



数据来源：公司年报及半年报，广发证券发展研究中心

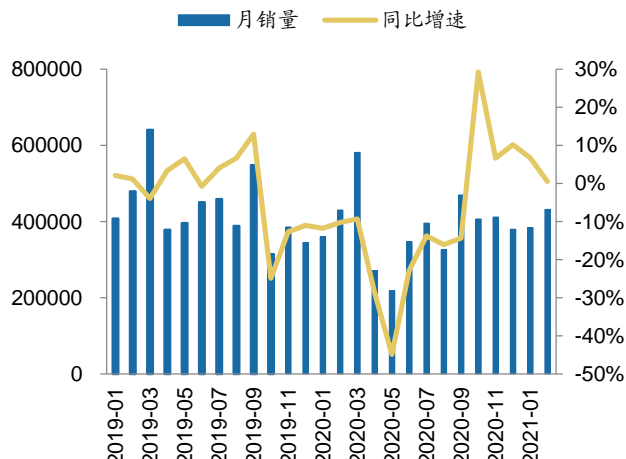
汽车业务占公司20年收入的48%，需求逐步恢复，中国商用车表现较强。汽车业务是公司收入占比最大的板块。根据Wind数据，19年，美国汽车销量与中国乘用车产量分别下降11%和9%，对公司业绩产生拖累。20年，疫情对汽车市场产生较大影响，中美欧市场月销量（产量/注册量）最大同比降幅超过50%。20年下半年开始，中美欧日汽车市场开始恢复，20年12月，中美欧日市场汽车销量（产量/注册量）合计达到498万辆，较19年12月增长2%。20年，中国商用车市场表现较强，全年产量达523万辆，较19年增长20%。

图 6：美国汽车月销量（单位：千辆）



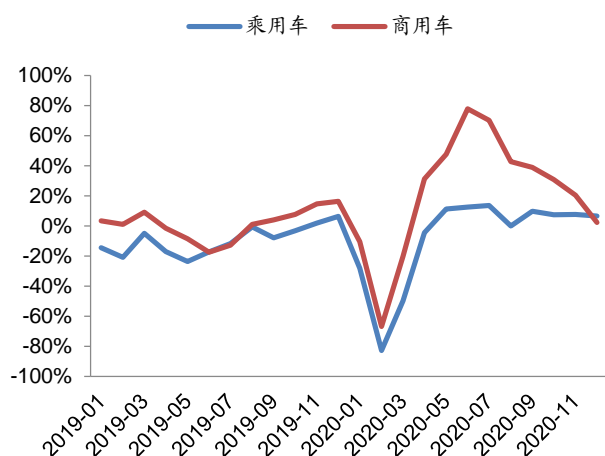
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：日本市场汽车月销量（单位：辆）



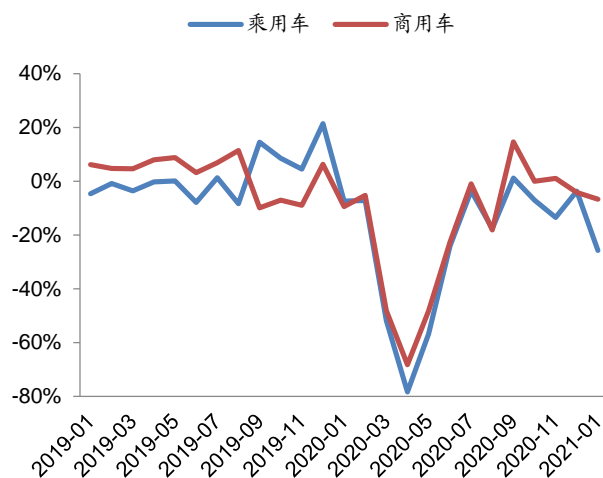
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：中国乘用车和商用车月产量同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

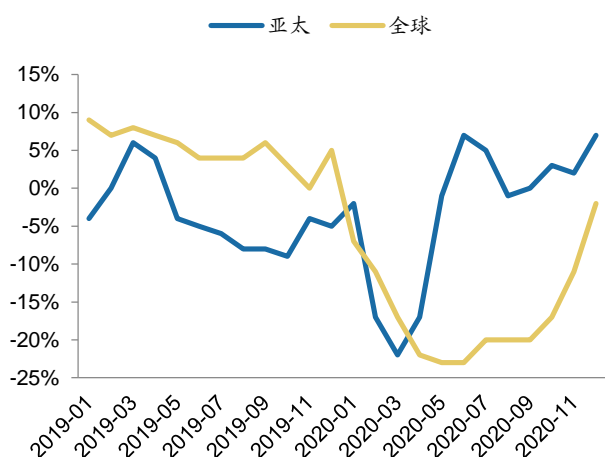
图 9：欧洲乘用车和商用车月注册量同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

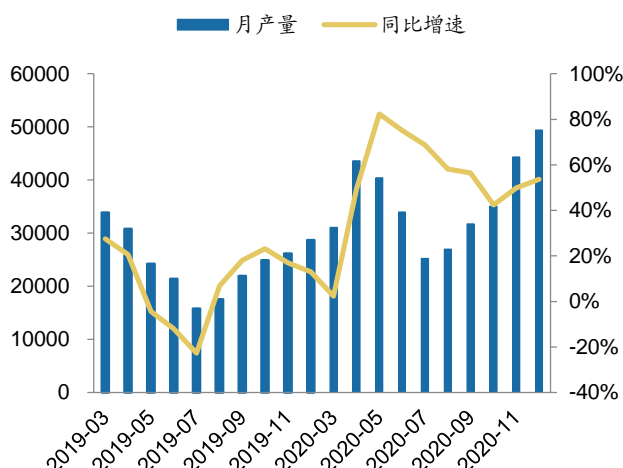
工业及其他市场占公司20年收入43%，工程机械等下游市场复苏明确。公司工业及其他业务板块包括大马力发动机、液压设备、工程机械、农业机械、休闲娱乐船舶及车辆等终端市场。20年，中国工程机械市场表现较好；国际市场受疫情负面影响较大，根据卡特彼勒官网，其全球零售数据20年4月-9月的降幅均在20%以上，20年10月后开始改善，20年12月降幅缩窄为-2%。

图 10：卡特彼勒零售数据增速



数据来源：卡特彼勒官网及公告，广发证券发展研究中心

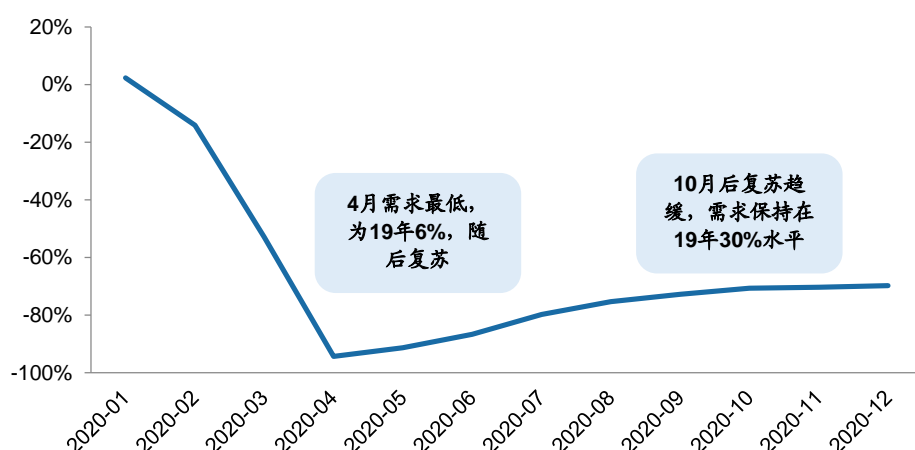
图 11：中国挖掘机月产量（单位：台）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

航空市场复苏短期尚待观察，显著恢复需到21年下半年或22年。航空市场是公司着力开拓的领域，收入由16年的1.4亿港元增长至19年的3.4亿港元，该市场受疫情影响较大，20年收入为1.8亿港元，同比下降48%。根据IATA数据，全球航空旅客周转量在20年4月下降94%达到谷底，此后的复苏在20年10月后趋缓，旅客周转量保持在19年30%的水平。根据IATA预测，全球航空业的显著恢复依赖于疫苗接种进展，预计需到21年下半年或22年，旅客周转量恢复到19年水平或需等待到24年。

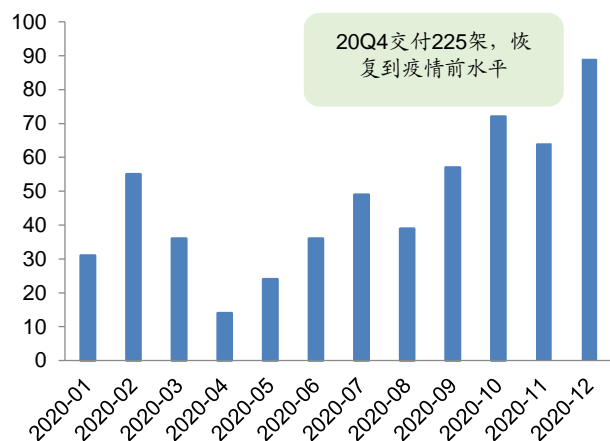
图 12: IATA全球航空旅客周转量月同比增速



数据来源: IATA 官网, 广发证券发展研究中心

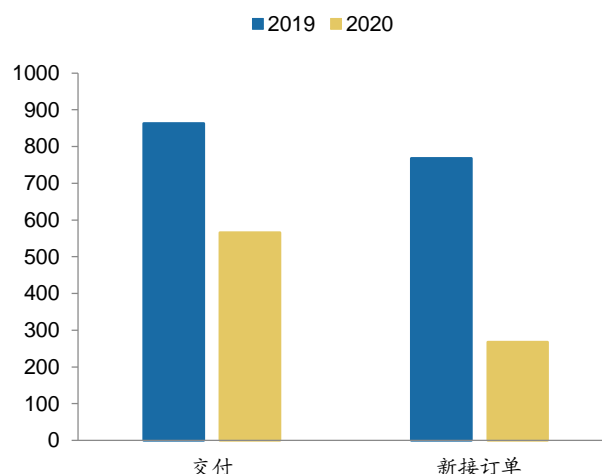
航空业生产能力已逐步恢复, 短期内需求较弱, 长期将保持增长。空客的数据显示, 客机交付能力已逐步回复, 20Q4空客交付飞机225架, 基本达到疫情前水平, 但20年全年新增订单仅268架, 需求恢复速度较慢。尽管中短期内受疫情影响较大, 但航空业长期仍将保持增长态势, 根据中国商飞预测, 2039年全球客机机队将达到4.4万架, 旅客周转量达18万亿客公里, 分别较2019年增长86%和108%。

图 13: 空客20年各月客机交付数量 (单位: 架)



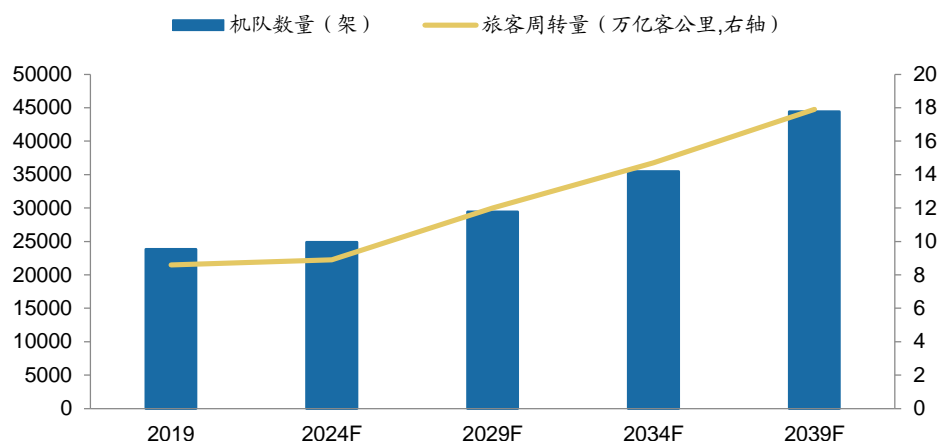
数据来源: 空客官网, 广发证券发展研究中心

图 14: 空客交付与新接订单情况 (单位: 架)



数据来源: 空客官网, 广发证券发展研究中心

图 15: 中国商飞预测的长期航空市场情况



数据来源：中国商飞官网，广发证券发展研究中心

盈利预测关键假设：公司业务根据产品可分为熔模铸件、精密机加工件、砂型铸件和表面处理。

熔模铸件：20年收入同比下降22%，其中20H2环比下降2%。熔模铸件业务产品用于汽车、航空及工业终端市场，20H2收入环比下降2%主要受航空市场影响。根据IATA数据，全球航空旅客周转量已开始缓慢恢复，考虑汽车市场复苏与航空市场的缓慢恢复，我们预计该业务21-23年收入同比增速分别为12%、10%和10%，整体收入在23年超过疫情前19年水平。熔模铸件毛利率与收入规模及产品结构相关，随着整体业务规模提升与高毛利航空业务的恢复，我们预计21-23年毛利率分别为28%、31%和32%，逐步恢复到19年疫情前水平。

精密机加工：20年收入同比下降17%，20H2环比上升37%。得益于汽车终端市场需求恢复与国内新开发液压设备客户新产品量产，精密机加工业务在20H2复苏情况较好。我们预计该业务21-23年收入同比增速分别为35%、10%和10%。考虑到收入规模提升摊薄设备折旧等费用，我们预计21-23年毛利率分别为28%、31%和32%。

砂型铸造：20年收入同比下降23%，其中20H2环比上升1%，随着欧美大马力发动机及工程机械需求将逐步复苏，我们预计该业务21-23年收入同比增速分别为10%、5%和5%，毛利率保持在26%。

表面处理：20年收入同比下降7%，20H2环比上升55%，20H2复苏较好主要受国内汽车需求回升影响。我们预计该业务21-23年收入同比增速分别为30%、8%和8%，毛利率保持在31%。

表 1: 公司分项业务拆分及预测 (百万港元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,640.17	2,924.61	3,526.03	3,848.05	4,200.54
YoY	-3%	-20%	21%	9%	9%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

成本	2,508.66	2,157.32	2,538.34	2,680.28	2,891.91
毛利率	31%	26%	28%	30%	31%
一、熔模铸件					
营业收入	1,682.21	1,307.03	1,463.87	1,610.26	1,771.28
YoY	6%	-22%	12%	10%	10%
成本	1126.34	935.62	1,053.99	1,111.08	1,204.47
毛利率	33%	28%	28%	31%	32%
二、精密机加工件					
营业收入	1,118.65	926.60	1,250.92	1,376.01	1,513.61
YoY	-8%	-17%	35%	10%	10%
成本	813.59	719.73	900.66	949.44	1,029.25
毛利率	27%	22%	28%	31%	32%
三、砂型铸件					
营业收入	564.47	435.18	478.69	502.63	527.76
YoY	-6%	-23%	10%	5%	5%
成本	380.45	326.85	354.23	371.95	390.54
毛利率	33%	25%	26%	26%	26%
四、表面处理					
营业收入	274.84	255.81	332.55	359.15	387.89
YoY	-22%	-7%	30%	8%	8%
成本	188.28	175.12	229.46	247.82	267.64
毛利率	31%	32%	31%	31%	31%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

投资建议: 预计公司21-23年EPS分别为0.24/0.31/0.36港元/股, 对应当前股价的PE分别为10/7/6X。参考可比公司, 我们给予公司21年13倍PE的估值, 对应合理价值3.09港元/股, 给予“买入”评级。

表 2: 港股可比公司估值 (金额单位: 百万港元)

公司	代码	市值	货币	归母净利润			PE		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
敏实集团	00425 HK	36824	HKD	1658	2205	2677	22.2	16.7	13.8
耐世特	01316 HK	23179	HKD	905	2005	2486	25.6	11.6	9.3
潍柴动力	02338 HK	150902	HKD	10940	12922	14175	13.8	11.7	10.6

数据来源: 盈利预测数据为 Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

风险提示: 疫情持续风险; 贸易摩擦风险; 原材料价格上涨风险

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万港元						单位: 百万港元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,309	2,135	2,556	3,032	3,525	经营活动现金流	974	889	874	975	1,039
货币资金	569	602	814	1,159	1,490	净利润	539	-148	448	579	671
应收及预付	893	828	931	1,016	1,109	折旧摊销	386	389	467	447	440
存货	786	705	793	838	904	营运资金变动	-77	188	-80	-81	-99
其他流动资产	61	0	18	19	21	其它	126	460	39	31	27
非流动资产	3,655	3,537	3,320	3,233	3,213	投资活动现金流	-573	-503	-250	-360	-420
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-529	-548	-250	-360	-420
固定资产	2,885	3,257	3,054	2,969	2,942	投资变动	-61	22	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	17	23	0	0	0
无形资产	679	233	219	217	224	筹资活动现金流	-63	-373	-412	-270	-288
其他长期资产	91	47	47	47	47	银行借款	-881	-207	-231	0	0
资产总计	5,964	5,672	5,876	6,266	6,738	股权融资	1,075	0	0	0	0
流动负债	1,302	1,007	975	975	987	其他	-257	-143	-146	-170	-188
短期借款	614	461	300	250	200	现金净增加额	338	12	212	346	331
应付账款	284	280	330	348	376	期初现金余额	236	569	602	814	1,159
其他流动负债	403	266	346	377	412	期末现金余额	569	602	814	1,159	1,490
非流动负债	636	632	527	477	427	主要财务比率					
长期借款	363	355	250	200	150	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
其他非流动负债	273	277	277	277	277	营业收入增长	-3.1%	-19.7%	20.6%	9.1%	9.2%
负债合计	1,937	1,639	1,502	1,452	1,414	归母净利润增长	31.6%	-127.5%	-402.4%	29.2%	15.9%
股本	188	188	188	188	188	获利能力					
资本公积	3,824	3,825	4,161	4,595	5,098	毛利率	31.1%	26.2%	28.0%	30.3%	31.2%
留存收益	0	0	0	0	0	净利率	14.8%	-4.9%	14.8%	-4.9%	12.8%
归属母公司股东权益	4,012	4,013	4,349	4,783	5,286	ROE	13.4%	-3.7%	10.3%	12.1%	12.7%
少数股东权益	15	20	24	30	37	ROIC	11.7%	-1.8%	9.6%	11.2%	11.9%
负债和股东权益	5,964	5,672	5,876	6,266	6,738	偿债能力					
						资产负债率	32.5%	28.9%	25.6%	23.2%	21.0%
						净负债比率	10.1%	5.3%	-6.0%	-14.7%	-21.4%
						流动比率	1.77	2.12	2.62	3.11	3.57
						速动比率	1.12	1.42	1.79	2.23	2.63
						营运能力					
						总资产周转率	0.63	0.50	0.61	0.63	0.65
						应收账款周转率	4.20	3.74	4.44	4.38	4.38
						存货周转率	3.29	2.89	3.39	3.29	3.32
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.32	-0.08	0.24	0.31	0.36
						每股净资产	2.14	2.14	2.32	2.56	2.83
						估值比率					
						P/E	10.1	-	9.5	7.4	6.4
						P/B	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8

利润表					
单位: 百万港元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3640	2925	3526	3848	4201
营业成本	2509	2157	2538	2680	2892
其他收入及收益	30	-436	5	5	5
销售费用	161	117	141	154	168
管理费用	303	246	296	323	353
财务费用	58	21	23	8	-4
其他费用	0	0	0	0	0
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
除税前溢利	639	-53	532	688	797
所得税	99	92	80	103	120
净利润	539	-144	453	585	678
少数股东损益	0	4	5	6	7
归属母公司净利润	539	-148	448	579	671
EBITDA	1083	357	1023	1142	1233
EPS (港元)	0.32	-0.08	0.24	0.31	0.36

广发机械行业研究小组

代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
周 静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
孙 柏 阳：高级分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
朱 宇 航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
王 振：研究助理，南京大学法学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。