

### 中信证券研究部



**陈俊斌**  
首席制造产业  
分析师  
S1010512070001



**尹欣驰**  
汽车分析师  
S1010519040002



**李景涛**  
汽车分析师  
S1010520120003



联系人：李子俊

### 核心观点

公司股价自 2020 年 12 月 28 日高点以来下跌 22%，主要由于市场担心美国财政部于 12 月启动的所谓“中方涉军企业”制裁计划：耐世特的实际控股股东（持股比例 67%）为中国航空工业集团。短期看，公司基本面健康恢复而股价超跌，是配置好机会。长期看，我们认为 2021 年有望成为 L3 级自动驾驶的大年，公司作为线控转向龙头企业未来有望受益。给予 12 个月目标价 16.00 港币，对应 400 亿港币市值，维持“买入”评级。

■ **受特朗普制裁令影响导致的恐慌，公司股价自 12 月 28 日以来快速下跌。**2020 年 11 月 12 日，特朗普签发第 13959 号总统行政令，自 2021 年 1 月 11 日起禁止美国投资者购买所谓“中方涉军企业”的证券或证券衍生品（包括华为、海康威视、中航工业集团公司等在内的 31 家“中方涉军企业”），但行政令本身不涉及对公司经营层面的影响。2020 年 12 月 28 日，美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）扩大了制裁范围：被所谓的“中方涉军企业”持股 50% 以上控股子公司亦在证券制裁范围内。港股上市的耐世特是中航工业集团的控股子公司，近期公司股价快速下跌主要由于美国机构投资者忌惮于制裁令即将生效而进行的抛售，我们认为当前反而是内资基金配置的好机会。此外，考虑到拜登即将在月内正式履职新任总统，我们认为 13959 号总统行政令亦存在较大概率被未来新总统废止。

■ **2020H2 产销快速恢复，盈利弹性充足。**根据 Marklines 数据，2020 年 7-11 月美国三大车企在本土的 Light Trucks 产量总计为 203 万辆，同比增长 4.5%，环比增长 73.5%。而 2020 年上半年，美国三大车企的 Light Trucks 产量仅为 156 万辆，同比下滑 38%，与北美地区业务收入下滑速度相仿（-38%）。结合美国车市下半年的产销量，我们预计公司北美地区业务收入在 H2 的增速将达到 +5% 左右，下半年全球整体收入的同比增速有望恢复至高个位数。公司虽然在 2020 年上半年毛利率滑落至近 5 年以来的最低点，但主要是由于固定成本和其他成本的占比提升，而公司 2020H1 的边际毛利率仍稳定在 41.2%，同过去几年保持平稳，基本反映出公司较高的竞争壁垒和较强的盈利控制能力。

■ **从“助力”到“智能”，转向系统将迎来行业的二次变革。**转向系统作为汽车最重要的执行部件之一，目前逐渐完成了从“机械”到“电子助力”的升级。展望未来，在智能驾驶时代将更为侧重开发软件层面的高级功能，包括：车道保持、主动转向提示、自动泊车、车道偏离预警、自动避让等，实现从“助力”向“智能”升级的过程，行业的额技术壁垒也将进一步提高。我们预计，2021 年有望成为线控转向和 L3 级别 EPS 普及的元年，耐世特作为行业中线控转向的龙头公司，有望在未来享受行业红利。

■ **订单结构优化，28% 的在手订单是 L3 以上级别自动驾驶订单。**从订单结构来看，截止 2019 年底，公司在手订单为 264 亿美元（7 倍于 2019 年收入），较 2019 年同期新增 12 亿美元。从订单性质来看，公司当前 28% 的订单是 L3-L5 级别自动驾驶 EPS 解决方案，17% 是新能源车型相关产品。从客户的角度来看，耐世特在过去 3 年中不断拓展新的自主品牌客户，新增的 EPS 客户包括：吉利

<b>耐世特</b>	<b>01316.HK</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	7.59 港元
目标价	16.00 港元
总股本	2,508 百万股
港股流通股本	2,508 百万股
52 周最高/最低价	9.68/2.98 港元
近 1 月绝对涨幅	-9.32%
近 6 月绝对涨幅	42.40%
近 12 月绝对涨幅	15.77%

汽车、长城汽车、上汽乘用车、广汽乘用车、比亚迪等。预计未来公司的第一大客户通用汽车的占比将减少至 35%，较当前的客户结构来说更为健康。

■ **风险因素：**特朗普制裁令对中资公司影响超市场预期；北美新冠疫情持续加剧；线控转向等新业务发展不及预期；全球汽车产销量不达预期。

■ **投资建议：**短期来看，公司股价由于原有股东抛售的影响大幅下跌，是布局加仓的好机会。长期来看，公司是转向行业的全球龙头供应商之一，2021 年有望成为 L3 级自动驾驶大年，我们看好公司在自动驾驶领域的战略地位以及配套潜力，长期看好公司拓展市场份额的能力。考虑到新冠疫情对公司的业绩影响已经过去，我们上调公司 2020/21/22 EPS 预测至 0.06/0.13/0.16 美元（原 2020/21/22 年 EPS 预测 0.04/0.09/0.14 美元），公司合理估值为 2021 年 16 倍 PE，给予 12 个月目标价 16.00 港币，对应 400 亿港币市值，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿美元)	39.12	35.76	31.26	38.37	43.04
增长率 YoY%	0.9%	-8.6%	-12.6%	22.7%	12.2%
净利润(亿美元)	3.80	2.32	1.42	3.21	4.11
增长率 YoY%	7.9%	-38.8%	-39.0%	126.4%	28.1%
每股收益 EPS(美元)	0.15	0.09	0.06	0.13	0.16
毛利率%	17.3%	15.1%	12.7%	17.0%	18.0%
净资产收益率 ROE%	24.4%	13.2%	7.6%	15.8%	18.1%
每股净资产 BPS(美元)	0.67	0.72	0.76	0.84	0.95
P/E	6.5	10.6	17.3	7.7	6.0
P/B	1.47	1.36	1.29	1.16	1.03

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 6 日收盘价

## 目录

受特朗普制裁令影响，耐世特股价近日遭重挫 .....	1
新冠疫情影响已基本消退，利润弹性可期.....	2
L3 自动驾驶为线控转向铺垫，中国业务助力突围 .....	6
风险因素 .....	7
投资建议与估值.....	8

## 插图目录

图 1：2020 年 12 月 28 日美国财政部外国资产控制办公室的常见问题 .....	1
图 2：耐世特股权结构图.....	2
图 3：2018 年-2020 年耐世特子版块营业收入增速及 EBITDA Margin (YoY%) .....	3
图 4：2020 年美国汽车销量及同比增速 (YoY%) .....	3
图 5：2020 年 1-11 月美国汽车产量及同比增速 (YoY%) .....	4
图 6：2020 年 1-11 月美国三大车企（通用、福特、FCA）轻卡产量及同比增速 (YoY%) .....	4
图 7：2012-2019 年公司按客户分收入占比.....	4
图 8：2012-2019 年公司按地区分收入占比.....	5
图 9：2016-2020 年公司成本拆分及边际毛利率测算 .....	5
图 10：2013-2020 年公司 ROE 变化 (%) .....	6
图 11：公司 2018 年以来拓展的中国品牌客户及对应配套车型（单位：%） .....	7
图 12：公司目前在手订单的客户结构（单位：%） .....	7
图 13：2016 年-2020 年公司历史 PB-Band.....	8

## 表格目录

表 1：耐世特历史沿革 .....	2
表 2：公司盈利预测简表.....	8

## ■ 受特朗普制裁令影响，耐世特股价近日遭重挫

2020 年 11 月 12 日，特朗普签发《关于应对与“中方涉军企业”相关的证券投资威胁的行政命令》（第 13959 号总统行政令），禁止美国投资者参与所谓“中方涉军企业”的境内外证券融资。根据该行政令，自 2021 年 1 月 11 日起，任何美国主体不得购买包括华为、海康威视、中国移动、中国航空工业集团公司等在内的 31 家所谓“中方涉军企业”公开发行的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券。根据法令的字面含义，持有所谓“中方涉军企业”的基金也将受到直接的冲击，如若在 1 月 11 日后仍持有制裁范围内的股票，可能将无法获得新增申购。但 13959 号总统行政令最初并未明确提及该制裁范围是否包含所谓“中方涉军企业”的控股子公司，因此最初未波及到所谓“中方涉军企业”的子公司。

2020 年 12 月 28 日，美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）公布了所谓的“中方涉军企业”清单（Non-SDN Communist Chinese Military Companies List），并发布了 5 个常见问答，其中明确表示：被所谓的“中方涉军企业”拥有（own）或控制（control）的发行公开交易证券的主体（持股 50% 以上）同样是第 13959 号总统行政令所制裁的范围。美国财政部的行为将不断扩大打击范围，将波及面扩展到相关的“中方涉军企业”的子公司。

图 1：2020 年 12 月 28 日美国财政部外国资产控制办公室的常见问答

### CHINESE MILITARY COMPANIES SANCTIONS

#### 857. Do the prohibitions in E.O. 13959 apply to transactions in publicly traded securities of subsidiaries of Communist Chinese military companies?

The prohibitions in E.O. 13959 apply to any subsidiary of a Communist Chinese military company, after such subsidiary is publicly listed by Treasury pursuant to section 4(a)(iii) of the Order. The initial prohibitions pursuant to section 1(a)(ii) of E.O. 13959 would go into effect beginning 9:30 a.m. eastern time on the date that is 60 days after such subsidiary is added to OFAC's new list to further implement E.O. 13959.

Treasury intends to publicly list as subsidiaries any entity that issues publicly traded securities and that is (1) 50 percent or more owned by one or more Communist Chinese military company(ies) identified in or pursuant to E.O. 13959, consistent with OFAC's 50 Percent Rule Guidance; or (2) determined to be controlled by one or more Communist Chinese military company(ies) identified in or pursuant to E.O. 13959. Additionally, as outlined in section 4(a)(ii) of E.O. 13959, the Secretary of Defense, in consultation with the Secretary of the Treasury, may determine that an entity, including a subsidiary, is a Communist Chinese military company operating directly or indirectly in the United States or in any of its territories or possessions, and therefore list it as such pursuant to section 1237 of Public Law 105-261, as amended by section 1233 of Public Law 106-398 and section 1222 of Public Law 108-375, until such time as the Secretary of Defense removes such person from such list.

December 28, 2020

资料来源：美国财政部

耐世特的控股股东为中航工业集团，公司缘此受到 13959 号总统令制裁。耐世特（Nexteer Automotive, 01316.HK）是美国第一大、全球第三大的电动助力转向企业。2010 年，受经济危机重创的通用汽车将耐世特出售给中国航空工业集团（本次 31 家所谓的“中方涉军企业”名单中排名第九）旗下的中国太平洋世纪汽车系统。此后，耐世特于 2013 年在香港证券交易所上市。12 月 28 日起，由于 OFAC 明确了所谓“中方涉军企业”的制裁范围包含其控股子公司，因此持有耐世特的美国基金可能有较多选择在 2021 年 1 月 11 日之前出售所持有的耐世特股票，以规避后续可能的限制。因此，公司股价自 20 年 12 月 28 日呈现放量下跌的趋势，自高点以来已下跌 22%。

图 2: 耐世特股权结构图



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

表 1: 耐世特历史沿革

时间	事件
1906 年	Nexteer 的前身 Jackson, Church & Wilcox Co. 在美国创立。
1909 年	被 Buick (别克汽车) 收购。
1917 年	专门生产、设计转向系统, 成为通用汽车的业务部门。
1959 年	首次将旋转阀动力转向系统应用于汽车, 并取得重大成功。
1995 年	开始设计并生产电动助力转向系统 (EPS)。
1998 年	成为通用旗下配套商德尔福的转向部门。
1999 年	德尔福从通用独立。
2005 年	德尔福申请破产保护。
2009 年	德尔福将公司出售给通用, 公司名称变为 Nexteer Automotive。
2010 年	通用将 Nexteer 出售给中国太平洋世纪汽车系统 (中航工业集团子公司)。
2013 年	在经历了首次港股 IPO 失败后, 在香港证券交易所最终上市。
2017 年	公司研发的线控转向系统亮相上海车展。

资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

## ■ 新冠疫情影响已基本消退, 利润弹性可期

受新冠疫情影响, 耐世特在 2020 年上半年均出现较大的产销衰退。2020 年上半年, 耐世特实现营业收入 12.1 亿美元, 同比下滑 33.9%, 实现毛利率为 10.1% (2019H1/H2 分别为 15.8%/14.3%)。公司 2020H1 实现 EBITDA 利润 1.16 亿美元 (同比下滑 58%), 实现归母净利 0.01 亿美元, 同比下滑 99%。分地区看, 营收和毛利率的大幅下滑和北美新冠疫情影响密不可分: 北美地区轻型车销量在 4 月和 5 月分别同比下滑 99%/85%, 公司北美工厂也于 3 月底起停工数周。北美/亚太/欧洲南美市场收入分别为 7.9 亿/2.3 亿/1.86 亿美元 (去年同期为 12.7 亿/3.1 亿/2.52 亿美元), 同比下滑-38%/-24%/-26%, 其中美国地区收入更是同比下滑 42.6%。



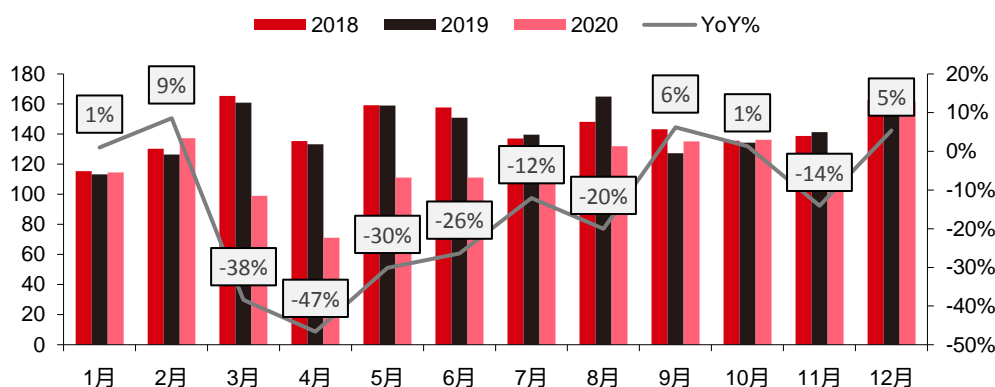
图 3：2018 年-2020 年耐世特子版块营业收入增速及 EBITDA Margin (YoY%)

增速&利润率	2018年	2019H1	2019H2	2019年	2020H1
营业收入 YoY%	0.9%	-10.5%	-6.5%	-8.6%	-33.9%
HPS YoY%	-11.5%	-16.4%	-6.6%	-11.9%	-36.5%
EPS YoY%	1.7%	-7.5%	-1.4%	-4.6%	-32.6%
CIS YoY%	1.5%	-20.1%	-26.8%	-23.3%	-46.0%
动力传动 YoY%	0.5%	-11.3%	-6.2%	-8.8%	-27.2%
北美 YoY%	3.6%	-5.1%	-8.4%	-6.7%	-37.7%
-美国 YoY%		-12.5%	-16.6%	-14.4%	-42.6%
-墨西哥 YoY%		9.5%	5.6%	7.5%	-29.9%
亚太区 YoY%	-8.5%	-27.0%	-7.2%	-17.8%	-24.5%
-中国 YoY%		-30.5%	-10.3%	-21.2%	-23.3%
欧洲&南美 YoY%	3.2%	-11.7%	5.6%	-4.2%	-26.4%
EBITDA Margin	15.8%	15.1%	14.2%	14.7%	9.6%
北美 EBITDA Margin	15.3%	14.8%	12.9%	13.9%	9.1%
亚太区 EBITDA Margin	21.4%	19.5%	22.9%	21.3%	20.1%
欧洲&南美 EBITDA Margin	11.4%	13.3%	9.6%	11.5%	-0.4%
其他地区Margin损失/欧洲、南美及其他	-1.7%	-2.1%	-1.0%	-1.6%	-1.3%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

从销量端来看，美国汽车销量从 7 月起开始逐步回暖，其中 9、10、11、12 月的同比增速分别为+6%、+1%、-14%和+5%。11 月的销量同比负增长主要是 2020 年 11 月为美国总统大选月，且在大选后多州有抗议示威活动，影响了 11 月当月的客流量。在 12 月，整体车市回暖的趋势得到了延续。

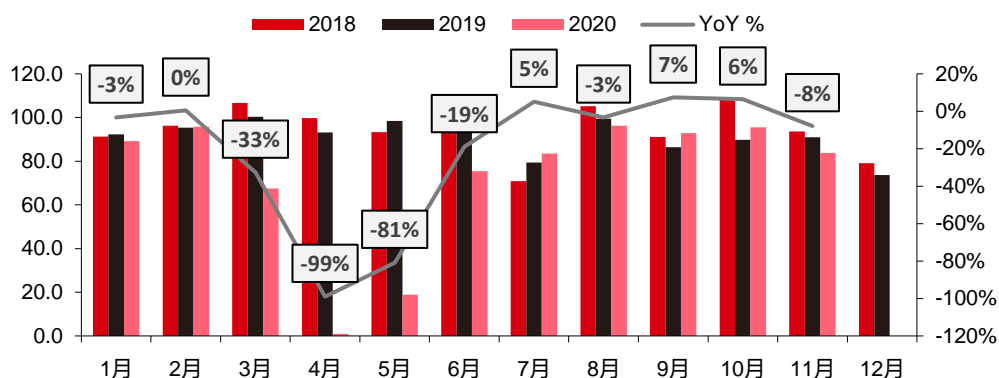
图 4：2020 年美国汽车销量及同比增速 (YoY%)



资料来源：Marklines，中信证券研究部

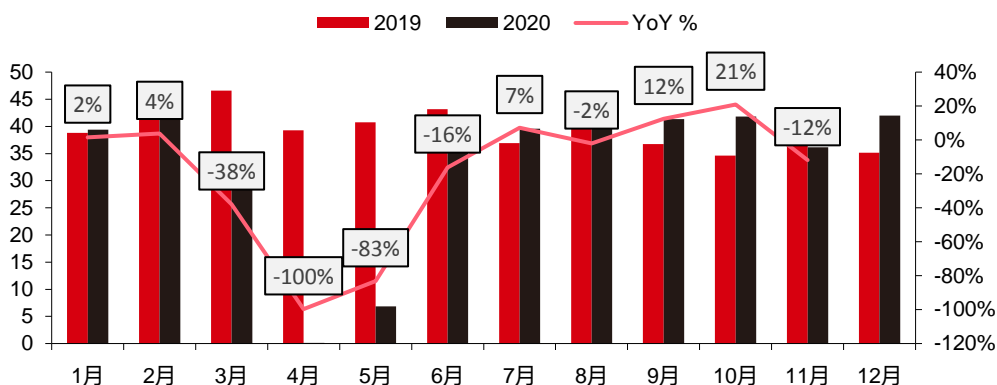
考虑到公司在北美地区收入大约 90%来自于皮卡+SUV 车型（轻卡车型），且主要来自于三大北美 OEM（通用、福特、FCA），因此我们可以从北美三大车企的 Light Trucks 车型的产量推断公司下半年的收入恢复情况。根据 Marklines 数据，2020 年 7-11 月美国三大车企在本土的 Light Trucks 产量总计为 203 万辆，同比增长 4.5%，环比增长 73.5%。而 2020 年上半年，美国三大车企的 Light Trucks 产量仅为 156 万辆，同比下滑 38%，与北美地区业务收入下滑速度相仿（-38%）。结合美国车市下半年的产销量，我们预计公司北美地区业务收入在 H2 的增速将达到+5%左右。

图 5: 2020 年 1-11 月美国汽车产量及同比增速 (YoY%)



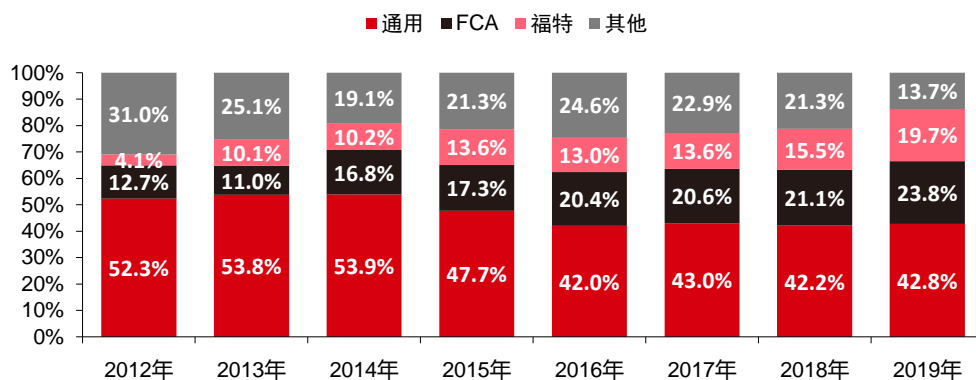
资料来源: Marklines, 中信证券研究部

图 6: 2020 年 1-11 月美国三大车企 (通用、福特、FCA) 轻卡产量及同比增速 (YoY%)



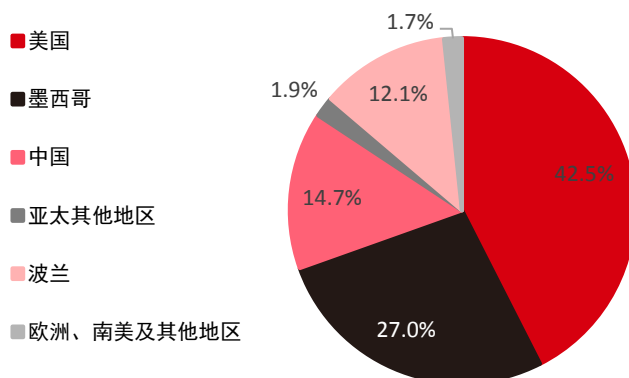
资料来源: Marklines, 中信证券研究部

图 7: 2012-2019 年公司按客户分收入占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8：2012-2019 年公司按地区分收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

此外，我们对公司的成本端进行分拆发现，公司虽然在 2020 年上半年毛利率滑落至近 5 年以来的最低点，但主要是由于固定成本和其他成本的占比提升。如若计算公司的边际毛利率（ $\text{边际毛利率} = (\text{收入} - \text{物料成本}) / \text{收入}$ ），则公司 2020H1 的边际毛利率仍稳定在 41.2%，同过去几年保持平稳，基本反映出公司较高的竞争壁垒和较强的盈利控制能力。

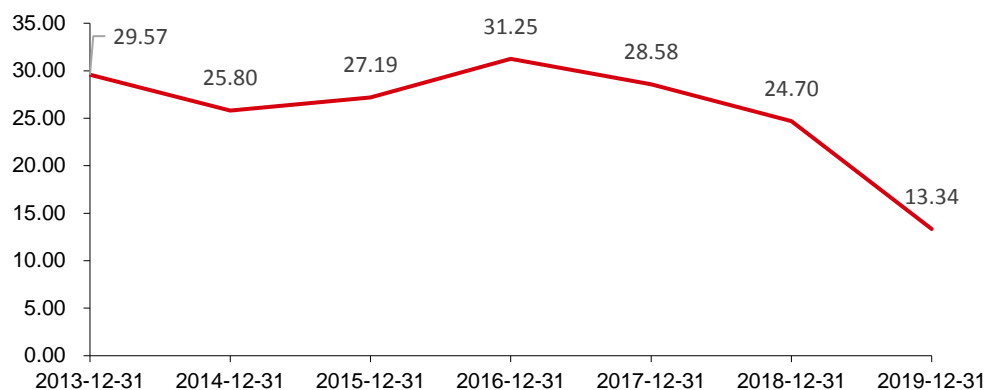
图 9：2016-2020 年公司成本拆分及边际毛利率测算

单位：千美元	2016	2017	2018	2019	2020H1
收入	3,842,244	3,878,009	3,912,170	3,575,657	1,210,720
浮动成本	2,252,478	2,257,760	2,297,261	2,096,406	711,522
浮动成本占比%	58.6%	58.2%	58.7%	58.6%	58.8%
固定成本	1,077,945	1,080,488	1,120,874	1,084,733	447,413
固定成本占比%	28.1%	27.9%	28.7%	30.3%	37.0%
其他	103,364	115,751	84,818	123,376	79,534
其他成本占比%	2.7%	3.0%	2.2%	3.5%	6.6%
非浮动成本	1,181,309	1,196,239	1,205,692	1,208,109	526,947
非浮动成本占比%	30.7%	30.8%	30.8%	33.8%	43.5%
折旧摊销总计	162,602	183,542	195,509	226,322	113,088
收入YoY%		0.9%	0.9%	-8.6%	-33.9%
浮动成本YoY%		0.2%	1.7%	-8.7%	-34.3%
固定成本YoY%		0.2%	3.7%	-3.2%	-17.2%
其他成本YoY%		12.0%	-26.7%	45.5%	52.1%
边际毛利率	41.4%	41.8%	41.3%	41.4%	41.2%
毛利率	17.2%	17.4%	17.3%	15.1%	10.1%

资料来源：公司公告，中信证券研究部



图 10: 2013-2020 年公司 ROE 变化 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

## ■ L3 自动驾驶为线控转向铺垫，中国业务助力突围

从“助力”到“智能”，转向系统将迎来行业的二次变革。转向系统作为汽车最重要的执行部件之一，目前逐渐完成了从“机械”到“电子助力”的升级。展望未来，在智能驾驶时代将更为侧重开发软件层面的高级功能，包括：车道保持、主动转向提示、自动泊车、车道偏离预警、自动避让等。实现从“助力”向“智能”升级的过程中，将导致系统代码的大幅增加，如：从当前 EPS 转向 430 万行代码向线控转向 1350 万行代码的转变，行业技术壁垒将进一步提高，进而带来转向系统单车价值量的提升，以及行业集中度的提高。

**2021 年有望成为线控转向普及元年。**在过去三年中，公司虽然具有线控转向的技术储备，但是始终没有客户进行批量采购，因此过去三年的量产进度是低于市场预期的。展望 2021 年，我们预计搭载 L3 级自动驾驶的车型将会陆续上市，其中以长城汽车为首的部分 L3+级别自动驾驶方案已经明确要使用线控转向+线控刹车的方案（长城汽车的 L3 线控转向机为自行研发）。我们预计，2021 年有望成为线控转向和 L3 级别 EPS 普及的元年，耐世特作为行业中线控转向的龙头公司，有望在未来享受行业红利。

我们特别关注到，耐世特在过去 3 年中不断拓展新的自主品牌客户，中国区收入从 3 年前“一半收入依靠通用系”，逐渐转变为绑定自主品牌新一代 EPS。过去三年，公司新增的 EPS 客户包括：吉利汽车、长城汽车、上汽乘用车、广汽乘用车、比亚迪等，加上之前已覆盖的长安、东风、奇瑞、北汽和上汽通用五菱，目前耐世特的客户基本涵盖了国内所有的一二线自主品牌的新一代车型。

图 11: 公司 2018 年以来拓展的中国品牌客户及对应配套车型 (单位: %)

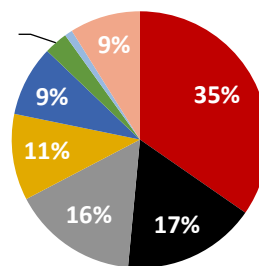
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q2	2020Q3	2021
吉利汽车								领克05 (Halfshafts)		豪瀚架构 领克Zero (R-EPS)
长城汽车								哈弗H6 (CEPS)		
上汽通用五菱		荣光 (CEPS)		宝骏RS-5 (CEPS)			宝骏RS-3 (CEPS)		宝骏RS-7 (CEPS)	
上汽乘用车					MG Hector (BEPS)		MG Hector (CEPS)			
长安自主	欧尚X70A (CEPS) 逸动 & 逸动XT (CEPS)	CS35 Plus (CEPS) 悦翔 V3 (CEPS)	睿骋CC (CEPS)		CS35 Plus (Driveline)		欧尚X7 (CEPS, Driveline)	UNI-T (CEPS) * E-rock (CEPS) *		UNI-K (CEPS) * 长安华为高端品牌(?)
比亚迪					F3 (BEPS)	E2 (BEPS) 元 (BEPS)	F3 (CEPS) E2 (CEPS) 元 (CEPS)			
广汽自主						埃安 S (CEPS) 星途 LX (Halfshaft)	埃安 LX (CEPS) 星途 VX (Driveline) 星途 LX (Driveline) 艾瑞泽 GX (CEPS)		埃安 V (CEPS) 星途 VX (Halfshafts)	埃安 Y (CEPS)
奇瑞汽车										
东风集团股份										岚图*(?)

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**订单结构优化, 28%的在手订单是 L3 以上级别自动驾驶订单。**从订单结构来看, 截止 2019 年底, 公司在手订单为 264 亿美元, 较 2018 年同期新增 12 亿美元, 其中在手订单中北美/亚太/EMEASA 市场的占比分别为 54%/24%/23%, 较目前的收入结构更为均衡。从订单性质来看, 公司当前 28%的订单是 L3-L5 级别自动驾驶 EPS 解决方案, 17%是新能源车型相关产品。从客户的角度来看, 预计公司未来的第一大客户依旧为通用, 但占比将减少至 35%, 较当前的客户结构来说更为健康。

图 12: 公司目前在手订单的客户结构 (单位: %)

■ GM ■ Ford ■ FCA ■ BMW ■ PSA ■ RNM ■ SGMW ■ Others



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

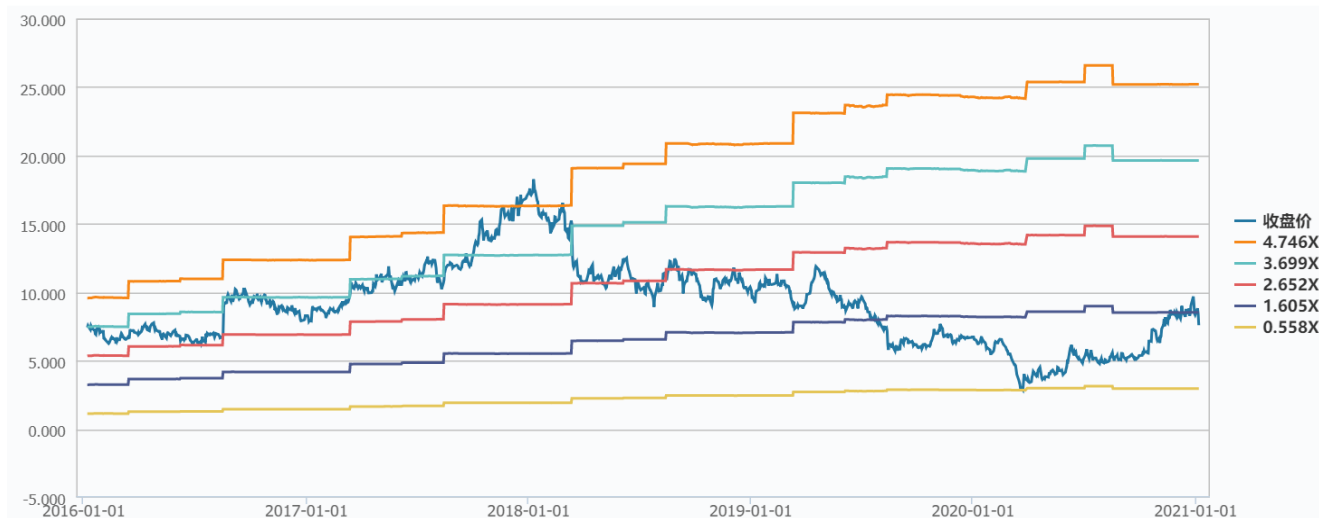
## 风险因素

特朗普制裁令对中资公司影响超市场预期; 北美新冠疫情持续加剧; 线控转向等新业务发展不及预期; 全球汽车产销量不达预期。

## 投资建议与估值

近期公司股价下行较大的主要原因是由于特朗普对所谓“中方涉军企业”的制裁令。长期来看，公司当前的估值无论从 PB 角度还是 EV/EBITDA 的角度都低于合理范围。从 PB 角度来看，公司当前 PB 仅为 1.4 倍，远低于近 5 年的历史中位数 2.7 倍。从另一个角度来看，公司在 2007-2008 年金融危机时，被后来破产的德尔福作为公司的优质资产出售给通用汽车。当时耐世特的交易作价为 4.47 亿美元，对应净资产为 2.57 亿美元，因此即便在 2007-2008 年公司最为危机的时候，公司的 PB 估值也有 1.74 倍。

图 13: 2016 年-2020 年公司历史 PB-Band



资料来源: Wind, 中信证券研究部

公司是转向行业的全球龙头供应商之一，2021 年有望成为 L3 级自动驾驶大年，我们看好公司在自动驾驶领域的战略地位以及配套潜力，长期看好公司拓展市场份额的能力。考虑到新冠疫情对公司的业绩影响已经过去，我们上调公司 20/21/22 EPS 预测至 0.06/0.13/0.16 美元（原 2020/21/22 年 EPS 预测 0.04/0.09/0.14 美元）。考虑到当前港股市场可比公司估值（福耀玻璃及敏实集团）我们认为公司在营收利润恢复增长后，合理估值将较之前 10-12 倍 PE 有所提升，我们考虑到公司在智能驾驶产业链的投资需求性，给予公司 2021 年 16 倍 PE，给予目标价 16.00 港币，对应 400 亿港币市值，维持“买入”评级。

表 2: 公司盈利预测简表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿美元)	39.12	35.76	31.26	38.37	43.04
增长率 YoY%	0.9%	-8.6%	-12.6%	22.7%	12.2%
净利润(亿美元)	3.80	2.32	1.42	3.21	4.11
增长率 YoY%	7.9%	-38.8%	-39.0%	126.4%	28.1%
每股收益 EPS(美元)	0.15	0.09	0.06	0.13	0.16
毛利率%	17.3%	15.1%	12.7%	17.0%	18.0%
净资产收益率 ROE%	24.4%	13.2%	7.6%	15.8%	18.1%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股净资产 BPS(美元)	0.67	0.72	0.76	0.84	0.95
P/E	6.5	10.6	17.3	7.7	6.0
P/B	1.47	1.36	1.29	1.16	1.03

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

## ■ 相关研究

耐世特 (01316.HK) 2020 年中报点评—最差时间已经过去	2020-08-19
耐世特 (01316.HK) 年报点评暨投资价值分析报告—2020 压力犹存, 内在价值被低估	2020-03-31
耐世特 (01316.HK) 2019 年中报点评—短期业绩承压, 长期潜力仍存	2019-08-14
耐世特 (01316.HK) 2018 年年报点评—横看成岭侧成峰	2019-03-13
耐世特 (1316.HK) 2018 年中报点评—业绩环比修复, L3 级 EPS 订单稳步提升	2018-08-15
耐世特 (01316.HK) 投资价值分析报告—站在转向行业变革前夜	2018-03-16
耐世特 (01316.HK) 2017 年年报点评——业绩低于预期, ADAS 值得期待	2018-03-15
耐世特 (01316.HK) 2017 年中报点评—净利润超预期, 无惧北美车市低迷	2017-08-16
耐世特 (01316.HK) 投资价值分析报告—技术壁垒高, 增长确定强	2017-07-17

利润表						资产负债表					
(百万美元)						(百万美元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	3,912	3,576	3,126	3,837	4,304	非流动资产	1,549	1,739	1,793	1,945	2,126
销售成本	-3,237	-3,037	-2,729	-3,184	-3,530	不动产、工厂及设备	933	990	968	1,040	1,133
毛利	675	539	397	652	775	土地使用权	4	3	3	3	3
销售费用	-19	-18	-15	-19	-21	无形资产	562	627	703	782	871
管理费用	-124	-120	-103	-123	-133	递延所得税资产	9	12	12	12	12
其他经营净收益	15	2	3	4	5	预付款项及其他应付款项	25	30	30	30	30
营业利润	424	273	170	380	478	于合营公司的投资	17	20	19	20	20
财务费用净额	-17	-14	-28	-26	-23	流动资产	1,562	1,520	1,685	1,608	1,899
合营企业投资收益份额	-4	-4	-0	1	1	库存	234	266	334	214	430
除税前利润	410	264	149	365	467	应收账款	529	545	681	499	867
所得税	-26	-29	-6	-40	-51	其他营收及预付款项	125	107	107	107	107
净利润	384	235	143	325	416	受限制银行存款	0	0	0	0	0
归母净利润	380	232	142	321	411	现金及现金等价物	675	602	563	787	495
非控制性权益	5	2	2	4	5	总资产	3,112	3,259	3,478	3,552	4,026
						归属于本公司权益持有人的资本和储备					
						股本	32	32	32	32	32
						其他储备	74	22	22	22	22
						留存收益	1,566	1,757	1,850	2,058	2,325
						非控制性权益	38	40	41	45	50
						总权益	1,710	1,852	1,945	2,158	2,430
						非流动负债	581	543	587	597	611
						长期借款	316	298	298	298	298
						退休福利及其他负债	19	23	23	23	23
						递延所得税负债	88	62	74	74	74
						拨备	78	76	100	105	115
						递延收益	76	76	82	87	91
						应计费用及其他应付款项	4	10	10	10	10
						流动负债	821	865	946	798	986
						应付款项	553	592	498	582	659
						应计负债及其他应付款项	140	129	129	129	129
						应交所得税	16	19	19	19	19
						退休福利及其他负债	4	3	3	3	3
						衍生金融负债	0	0	0	0	0
						拨备	11	22	27	28	29
						递延收益	30	28	32	37	42
						短期借款	66	71	238	-	104
						总负债	1,402	1,407	1,533	1,395	1,596
						总权益及负债	3,112	3,259	3,478	3,552	4,026

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资本变动前之现金流量	608	511	436	676	818
(增加)/减少应收账款	77	-30	-137	182	-368
(增加)/减少存货	-3	-30	-68	119	-216
增加/(减少)应付账款及应计费用	-31	36	-94	84	77
增加/(减少)拨备	-17	-5	43	6	11
增加/(减少)退休福利及补偿	3	-0	-	-	-
增加/(减少)递延收入	20	26	10	10	10
已付所得税	-44	-18	-6	-40	-51
经营活动产生的现金流净额	613	491	184	1,037	280
购买物业、厂房及设备	-158	-201	-117	-222	-262
购买无形资产	-145	-168	-202	-222	-255
处置物业、厂房及设备所得款	3	1	6	7	8
受限制银行存款(增加)/减少	7	(0)	0	0	0
于共同控制实体投资	(10)	(6)	0	0	0
投资活动产生的现金流净额	-304	-373	-312	-436	-509
借款所得款	2	6	166	-238	104
偿还借贷	-112	-76	-	-	-
融资费用	-28	-27	-28	-26	-23
已付股东之股息	-70	-78	-50	-112	-144
行使股票期权所得款	1	2	0	0	0
向非控股股东派发股息	(3)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流净额	-212	-184	89	-376	-63
现金及现金等价物净增加额	97	-66	-39	224	-292

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	0.9%	-8.6%	-12.6%	22.7%	12.2%
营业利润增长率	-1.0%	-35.7%	-37.7%	123.8%	25.8%
净利润增长率	19.4%	7.9%	-38.8%	-39.0%	126.4%
毛利率	17.3%	15.1%	12.7%	17.0%	18.0%
EBITDA Margin	15.8%	14.7%	9.6%	14.2%	15.8%
净利率	9.8%	6.6%	4.6%	8.5%	9.7%
净资产收益率	24.4%	13.2%	7.6%	15.8%	18.1%
总资产收益率	12.6%	7.4%	4.3%	9.2%	11.0%
资产负债率	45.0%	43.2%	44.1%	39.3%	39.6%
所得税率	6.3%	11.1%	4.0%	11.0%	11.0%
股利支付率	20.5%	35.1%	35.0%	35.0%	35.0%



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。