

信邦控股 (1571 HK)

更多的併購拉動增長

- ❖ **投資要點:** 信邦控股創立於 2002 年,是中國汽車電鍍零部件供應商,現已擴展成環球供應商,服務多家國際第一級供應商及整車廠。由於保持良好的往績紀錄加上具備垂直整合的業務模式,再配合產能擴張和併購,信邦正進入高速增長軌道。現時信邦估值為 14x 2017E 及 11x 2018E 市盈率,較敏實(425 HK, 未評級)存在 29%及 30%的折讓。
- ❖ **汽車電鍍行業的兩大主要准入壁壘。**首先,零部件生產商在成為客戶的供應商之前,一般需要多年時間與客戶建立可靠的業務關係。其次,由於電鍍產業屬污染行業,因此中國政府將會對汽車電鍍零件產業實施越趨嚴格的政策,實際上令新准入變得相當困難。
- ❖ **垂直整合生產模式令產品成品率較行業平均為高。**信邦的主要產品為乘用車的汽車內飾電鍍零件,例如內部手柄、車門飾板、變速桿蓋板、方向盤零件、控制台部件及儀錶盤。信邦重視模具生產、注塑及電鍍的一站式產能,因此成品率較高,管理層指成品率每上升 1 個百分點大約可帶動毛利率同樣上升 1 個百分點。信邦 2016 年產品成品率高達約 90.7%,高於行業平均的 85-89%。今年上半年成品率為 89.6%,但主要由於新產能剛上馬的短期因素所導致。
- ❖ **2018 年產能增長近 23%。**截至今年 6 月,信邦的實際產能為約 250 萬平方米,公司計劃新增兩條生產線,其中一條位於惠州(產能為 35 萬平方米),另一條則位於墨西哥(22 萬平方米),帶動明年新產能增長 23%。
- ❖ **併購步伐理想,為銷售量增長提供上升空間。**信邦近日公佈兩項併購:(1) 公司在九月份以 3,600 萬人民幣收購萬利通(九江)金屬表面處理技術有限公司,公司計劃興建兩條新的生產線,總產能 70 萬平方米,預計於 2018 年底投產。(2) 十月份公司以 5,500 萬人民幣收購一家日資在中國的電鍍公司,該目標公司位於常州,距離信邦現存的無錫生產基地大約一個小時車程。該公司擁有兩條現存電鍍生產線可進行每日 500 噸排水容量的排放許可。信邦計劃對該生產線進行整改及調整,預計有助提升 2018 年產能。
- ❖ **大量在手訂單支持未來數年的增長。**整車製造商一般每年要求第一級供應商完成降價任務及目標。因此信邦第一級供應商客戶會要求降低供應期間的零件價格,降價幅度平均而言一般介乎每年 2%至 6%。儘管如此,信邦於過去數年仍通過獲取新車型訂單及提供更多樣化產品把產品均價提升(從 2014 年每件 4.0 元人民幣提升至 2016 年的 4.8 元),我們預計這個趨勢將會持續。截至今年 6 月,信邦在手訂單為 87 億元人民幣(相當於 2016 年的銷售額 15.4 億元的 5.6 倍),而這個訂單金額已反映客戶要求的降價條款。
- ❖ **風險因素:** (1) 客戶要求降價幅度較預期大; (2) 原材料成本大幅上漲,包括塑膠樹脂、電鍍化學品(硫酸鎳)及金屬零件(磷銅球); (3) 美國及墨西哥的政策風險。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬人民幣)	1,006	1,204	1,541
淨利潤 (百萬人民幣)	175	228	298
EPS (人民幣)	n/a	n/a	0.40
淨利潤變動 (%)	-	30.9	30.6
市盈率(x)	-	-	13.2
市帳率(x)	-	-	5.1
股息率 (%)	-	-	-
權益收益率 (%)	-	25.3	27.3
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源:公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$6.19

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)	6,230
3 月平均流通量(百萬港元)	20
52 周內股價高/低(港元)	7.01/2.75
總股本(百萬)	1,006.5

資料來源: 彭博

股東結構

馬曉明(主席)	71.40%
自由流通	28.60%

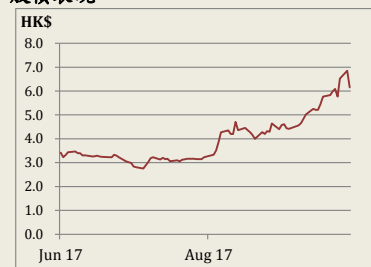
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	32.5%	31.3%
3-月	105.7%	96.8%
6-月	n/a	n/a

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 安永

公司網站: www.xinpoint.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。