

Date: 2022 年 3 月 17 日

By: Ho Tze Yang, CFA
特许金融分析师

****以下资料纯属教育用途，不含有任何 Buy or Sell Call 的意图，买卖请自负。这份报告只提供给 Subscribe 的会员，所有的报告拥有权属于 SHARIX，禁止分享出去。**



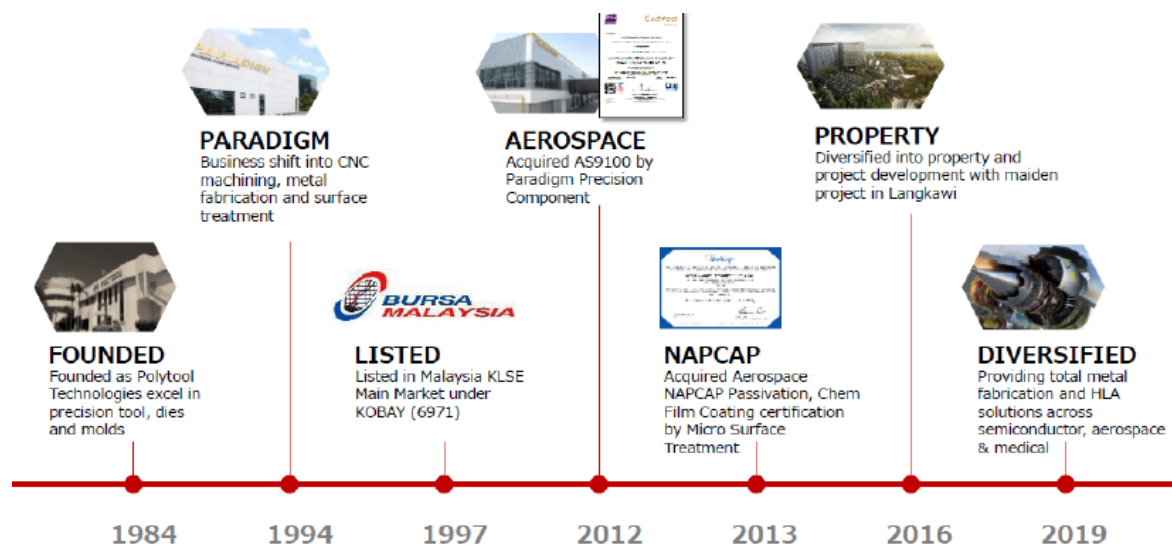
KOBAY (6971)
TECHNOLOGY BHD

搭上半导体顺风车

精密零件过去两年都受到市场高度关注，主要是因为这些公司都有涉及半导体相关的精密零件制造，致使市场把这些公司当作半导体公司般看待，股价在过去两年也有非常亮眼的表现。许多投资者都对买入精密零件制造商选择敬而远之，考虑到这些公司在前期的估值都非常昂贵，有的估值甚至高于科技半导体公司。

但经过市场这两个多月以来的洗礼，我们发现部分精密零件制造商的估值开始展现吸引力。而今天我们团就要和大家探讨这家受惠于科技半导体和新能源的精密零件制造商 KOBAY。我们会介绍公司的主要业务，公司最新的发动向和扩张计划，以及估值对比，并设法找出公司的合理目标价。

公司背景

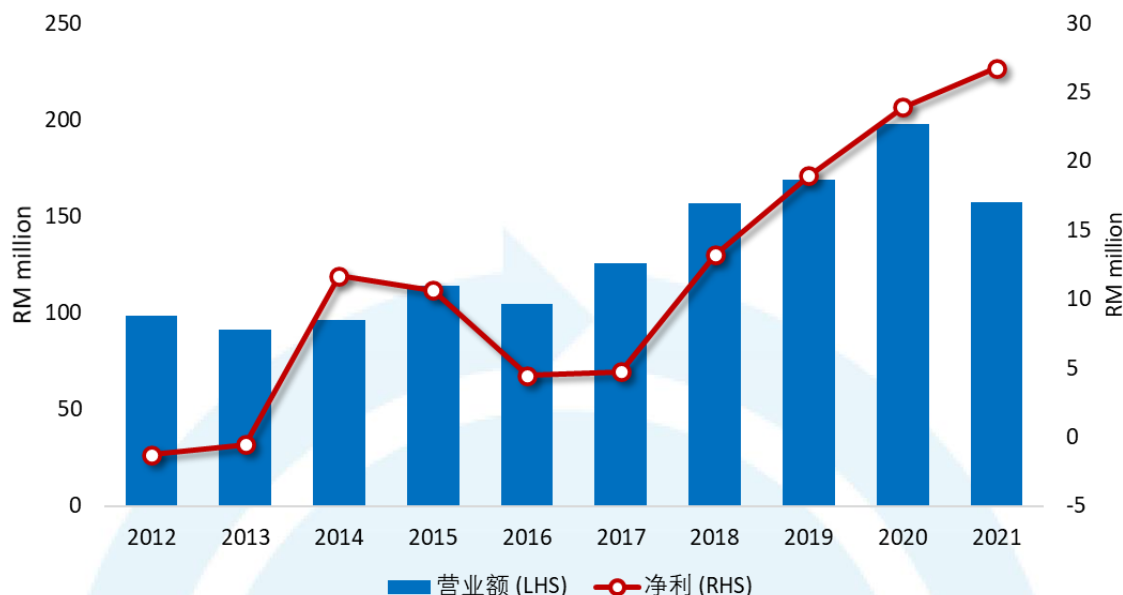


成立于1984年，Kobay Technology Bhd是由Dato Seri Koay Hean Eng, Koay Cheng Lye 和 Koay Ah Bah @ Koay Cheng Hock 三兄弟创立，并在1997年上市于大马主板交易所。KOBAY主要从事**精密零件的制造（代工模式类似UWC，生产与组装）**，同时也涉及**房地产**以及**医疗保健**业务，这三项业务分别占公司营业额的77.8%、5.5% 以及16.7%。

公司的制造业务主要可分成**航空部件、机械电子** (Mechatronic)、**精密工装和设备** (Precision tooling and equipment) 以及**油气** 业务。目前，航空和机械电子领域是公司最大的营收来源，公司主要为前者制造和供应航空电子设备、机身、航空结构、刹车系统、传感、发动机、执行器、内饰等，而为后者提供钣金零件制造、模块化组装、以及机械设备集成的综合解决方案。另外，精密工装和设备主要服务半导体产业公司，而且多数是高难度及低产能的客制化产品。最后，公司的油气业务主要提供重型机械、海底输油管的制造及涂层等。

减少对油气和航空的依赖，投入半导体的怀抱

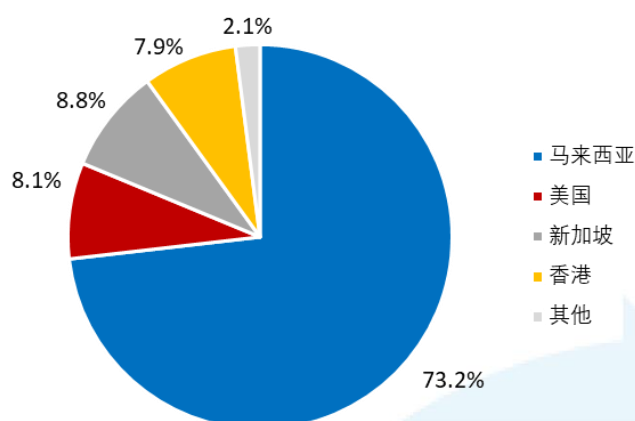
KOBAY 十年营业额和净利趋势



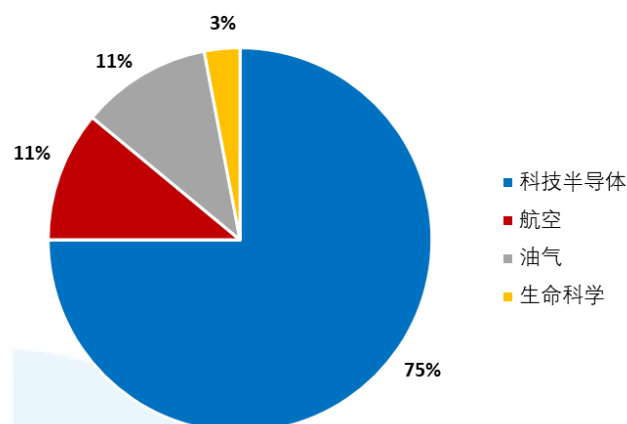
KOBAY 在过去年都有稳定的表现，FY2012 至 FY2020 的营业额每年成长大约 9%。来到 FY2017 至 FY2018，公司来时获得更多来自半导体测试仪器（ATE）的订单，降低对航空和油气业务的依赖，营业额从 FY2017 的 RM125.4 million 上涨至 FY2020 的 RM197.5 million。但来到 FY2021 公司因为受到疫情影响导致航空和尤其业务陷入大停摆，营业额按年大幅下滑 20.5% 至 RM157 million，大部分业务都是由半导体支撑。

公司在 FY4Q20 已经迁入位于 Seberang Perai 的新厂，厂房面积从 78,000 平方尺增加到 100,000 平方尺。目前，公司旗下共有超过 700 名员工，槟城和柔佛的厂房共有 340,000 平方尺。公司的新厂房和现有的工厂非常靠近，除了节省运输和营销费用，也能为未来的产能扩张奠定基础。

Kobay 营收地区分布



KOBAY 制造业务领域分布



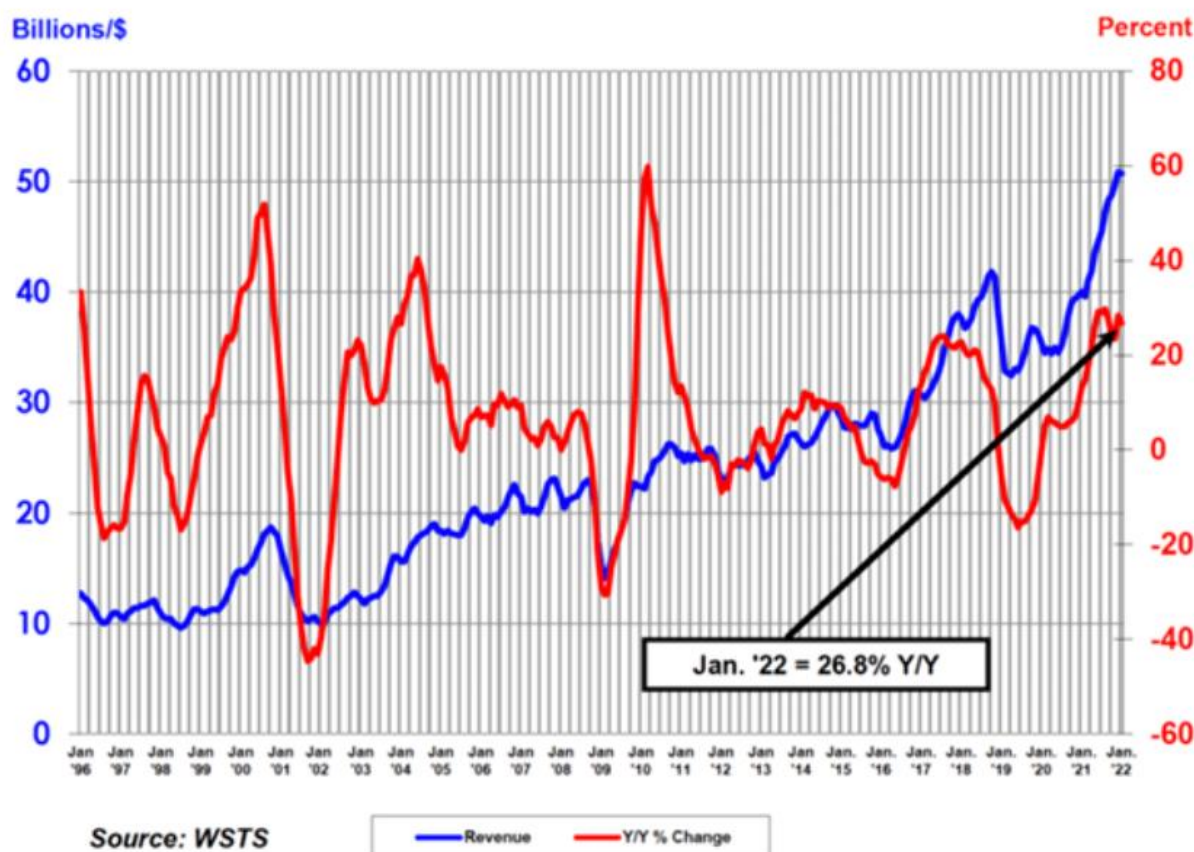
目前大马占公司营业额的 73.2%，而其余的 26.8% 则为出口市场。公司的产品主要出口至美国，新加坡与香港。分领域来看，科技半导体仍然是公司主要的客户群来源，占制造业务营业额的 75%，而航空、油气及生命科学分别占营业额的 11%、11% 以及 3%。

半导体的蓬勃发展造就了今天的“口碑”

公司的转折点发生在 2021 年 6 月，当时公司的股价从 RM1.40 在短短的三个月时间内暴涨至 RM5.60 左右，足足涨了 300%。而公司也在 11 月公布了历史新高的业绩表现，FY1Q22 的营业额和净利分别按年上涨 69.1% 及 85.9%，得益于半导体和电子电气领域需求的大幅增长。

Worldwide Semiconductor Revenues

Year-to-Year Percent Change



根据半导体行业协会 (SIA) 公布的最新数据显示 2022 年 1 月全球半导体行业销售额来到 US\$50.7 billion，按年大幅增长 26.8%，但相较于 2021 年 12 月的 US\$50.9 billion 下滑 0.2%。在半导体销售创高的背景下，全球半导体的资本支出也不断增长。2021 年半导体行业资本支出也暴涨 36% 来到 US\$153.9 billion，而 IC Insights 也预测今年半导体的资本支出会增长 24% 来到 US\$190.4 billion。于是，**半导体资本支出的扩张也直接带动精密零件制造商走向另一个高峰。**

为什么精密零件对于半导体产业这么重要？其实，我们今天所使用的电子设备，包括智能手机、笔电和其他通讯产品等都会随着时间的推移，内部的零部件不断缩小，因此精密零件加工在这里扮演着非常重要的角色。

电子设备市场的扩大和技术的进步都会使精密零件加工的需求不断增加。在更小的电子设备空间内安装更多配件无疑是目前电子行业最大的挑战，而这可以通过精密零件加工客制化零件来解决。这是因为精密零件加工满足了制造零件所需的更严格的公差和精确测量的需求。



房地产业务受惠于经济回温

公司在 2016 年宣布进军房地产，目前正在开发的项目是位于浮罗交怡的 Lavanya Residences，发展总值 (GDV) 为 RM318 million。目前 Lavanya Residences Phase 1 已经在 2019 年完工 (37 单位的别墅)，GDV 大约有 RM74 million。而 Phase 2 的 GDV 则高达 RM244 million，主要包括 133 单位的工作室 (Studios) 和 90 单位的服务式公寓 (Serviced Apartments)。虽然去年的行动管制令拖延建筑进度，但截至 FY2021 这个项目已经完成 21%，并预计会在 2022 年 12 月完工。

No.	Description	Location	Land Area (acre)	Business Mode	Status
1.	Affordable Apartment	Sg. Batu, Penang	1.80	Own & JV	Under design & planning. Target launch: 2022
2.	Mixed Development	Sg. Nibong, Penang	3.05	Own & JV	Under design & planning. Target launch: 2023
3.	Mixed Development	Bkt. Mertajam, Penang	6.86	JV	Under design & planning. Target launch: 2024
4.	Serviced Apartment	Tg. Bungah, Penang	1.54	Own	Under design & planning. Target launch: 2025
5.	Residential Development	Lumut, Perak	19.50	JV	Under design & planning

除了正在开发的 Lavanya Residences Phase 2，公司也计划在未来几年陆续推出更多房产项目。目前可供开发的地库多达 32.75 英亩，主要的项目都集中在槟城和霹雳。管理层表示将会在今年下半年推出位于 Sungai Batu, Penang 的可负担公寓项目。虽然这几年房地产景气萎靡不振，但可负担房屋仍然会是房地产的主轴，我们也认为市场对于价格合理的房地产还是存有强劲的需求。随着我国经济逐渐回温，我们预计房地产的盈利在 2H2022 会获得改善。



收购 Avelon 开拓医疗药剂保健领域



公司在2021年8月以RM47.7 million完成收购Avelon 70% 的股权进军保健品和药剂销售领域。Avelon 旗下有五间公司，其中4 家是以 Park@City 品牌经营的药剂店，分别是 Avelon Healthcare, Avelon Arise, Arise Healthcare 以及 Galaxis Pharma, 而 Galaxis Healthcare 则是销售 Biobay 医疗保健的零售店。Avelon 在未来三年承诺 RM25.5 million 的盈利保障，也就是每年大约 RM8.5 million 的盈利会流入 KOBAY 的账目。

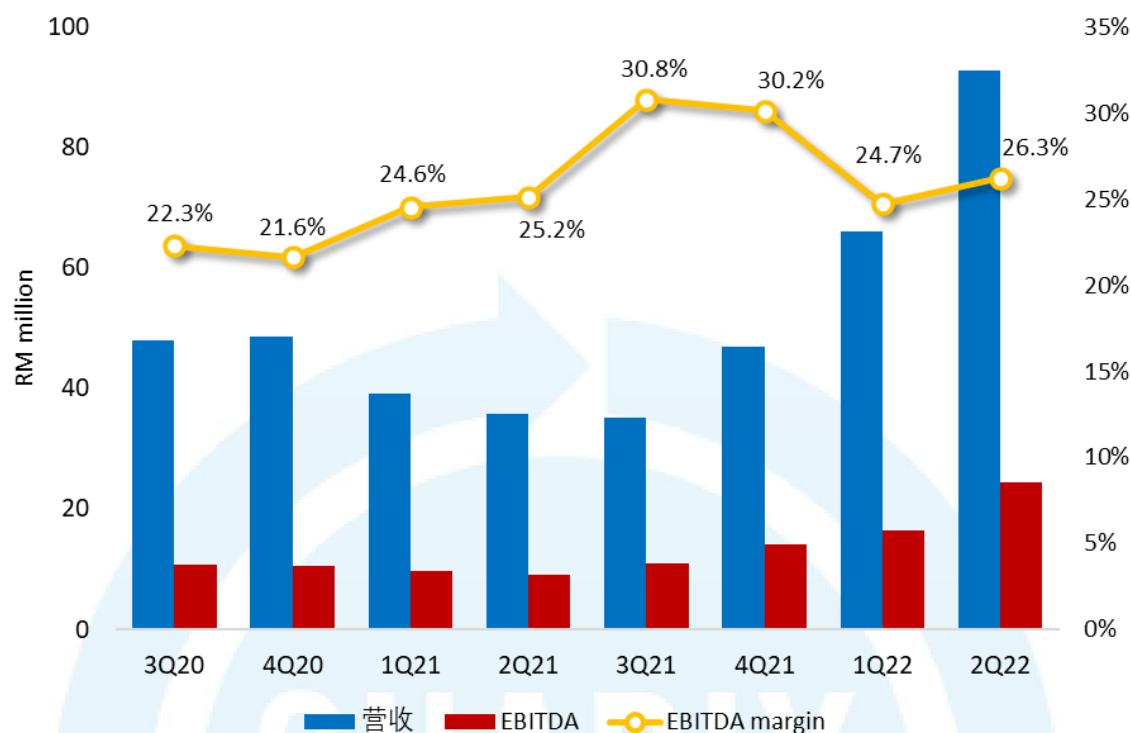


Avelon 在 FY2020 的盈利为 RM8.5 million, 而 RM47.7 million 的收购价是根据 Avelon 盈利的 70% (RM5.9 million), 并给予 8 倍的本益比。对于这项收购我们认为价格是合理的, 考虑到大马上市的医疗保健公司平均的本益比都在 20 倍左右, 而 Avelon 也并非上市公司, 股票也缺乏流动性。

Exchange . Sharing . Investment

我们认为公司在疫情期间 RM8.5 million 的盈利不可持续(因为有很多是疫情带来的爆发性消费比如 test kit ,口罩, 手套的销售), 但与此同时公司的收购带有附加条件: 三共年 RM25.5 million 的盈利担保 (profit guarantee)。然而, 在疫情之后人民的健康意识大幅提高的背景下, 药剂行的也即是常做常有, 高防守性, 可谓公司带来一定的现金流。

盈利进入高成长期



根据最新季度的财务表现,公司 2Q22 的营业额按季增长 40.4%, 按年更是大幅成长 159.3% 至 RM92.8 million, 主要受到制造业务包括半导体、电子电气、航空和油气等领域的需求增长所推动。另外, 公司在去年 8 月收购的子公司 Avelon 的营业额和盈利在 1Q22 也开始整合进入 KOBAY 的财报当中。

营业额 (RM mil)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
制造	42.5	51.1	34.4	29.9	32.3	44.0	45.5	65.7
房地产	5.3	-2.9	4.1	5.3	2.5	2.2	2.9	5.6
医疗保健	0.3	0.4	0.6	0.6	0.4	0.7	17.7	21.6
税前盈利 (RM mil)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
制造	8.8	10.9	7.7	6.3	8.2	11.0	12.7	18.9
房地产	2.3	-0.5	0.5	0.7	0.7	1.5	0.4	1.2
医疗保健	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	1.1	2.2	2.8

分开公司业务来看，制造业务目前占营收比重最大来到 70.7%，而房地产以及新收购的医疗保健公司分别占公司营业额的 6% 及 23.2%。目前，大马仍然是公司的主要生意来源，占营业额的 73.2%，接着是美国 (8.1%)、新加坡 (8.8%) 以及香港 (7.9%)。公司的净利更加出色，按年大幅成长 143.9% 至 RM14.5 million 的历史新高水平。

除了营收走高驱动之外，旗下产品的高赚幅也是盈利走高的因素。值得关注的是，公司近期两个季度的 EBITDA margin 出现小幅走低，从 4Q21 的 30.2% 下滑至 2Q22 的 26.3%，主要受到 Avelon 的低赚幅所致。但无论如何公司的盈利能力都维持在高水平，过去 8 个季度平均的 EBITDA margin 都至少有 25% 左右，毛利率更是来到平均的 36%，而公司的高赚幅主要是公司进军半导体行业之后的成果。

Exchange . Sharing . Investment

数据中心和新能源客户源源不绝

展望未来，制造业务在半导体芯片和电子电气强劲的需求下会继续受益。管理层也表示公司在去年已经斩获先进数据服务设备的合约。这项合约可分成三个部分，分别是高阶层组装 (HLA)、机械配件 (Mechanical component) 以及 SMT (Surface Mount Technology)。

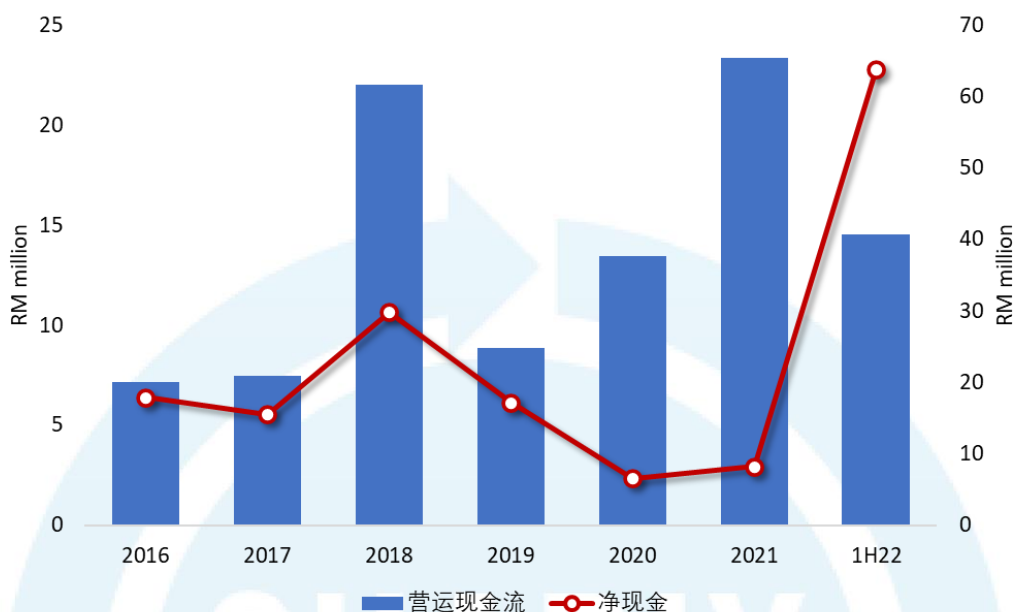
目前,公司已经在 FY2Q22 向客户提供机械配件,预计在 FY3Q22 开始会向客户供应电子配件。但管理层表示目前这项合约的高阶层组装正在面临阻碍,主要是主机板短缺造成公司每个月只能完成 20,000 单位。为了解决供应瓶颈,公司在今年 1 月成立了 Innospec 这家子公司去达到每个月生产 40,000 单位,但这还是远低于客户每个月 100,000 单位的目标。

鉴于可再生能源的采用逐渐普及化及全球政府大力倡导环境保护政策,让管理层意识到新能源将会是未来的大趋势。于是,公司在 2021 年 5 月和 Southern Steel Bhd 达成买卖协议,以 RM33.1 million 的价格购买在檳城的 Seberang Prai 大约 15 英亩的土地以及单层仓库建筑。公司买入这片土地的目的主要是兴建铝制品制造厂,并预计在 FY4Q22 会完成建设,准备进军光伏电池边框 (solar panel aluminium frame) 制造领域,扩大旗下制造业务的客户群。

另外,公司也预算大约 RM38 million 去进行建筑装修以及购买新的生产设备。公司预计在 FY4Q22 开始投产,预计每月达到 2,000 MT 的产量,并在 FY2023 达到每月 6,000 MT 的产量。管理层也表示目前正在和其他潜在新客户洽谈(其中一个客户来自中国),预计订单的大小和这个太阳能边框制造的客户相同。

干净的资产负债表和稳健的现金流

KOBAY 营运现金流和现金部位趋势



公司手握 RM115.6 million 的现金，背负着 RM51.7 million 的负债，目前处于 RM63.9 million 的净现金状态。另外，公司的现金流也非常强劲，营运现金流从 FY2016 的 RM7.2 million 上涨至 FY2021 的 RM23.4 million，5 年复合增长率高达 26.6%。观察 FY1H22 的表现，公司的营运现金流也流入了 RM14.5 million，是现金流非常健康的公司。

股价跌出价值，盈利蓄势待发

众所周知精密零件制造商的股价在过去几个月也跟着科技半导体的走势出现暴跌的现象，主要是全球进入加息周期而引起的杀估值所致。而 KOBAY 的股价也从去年末 RM6.50 的价格直接腰斩至 RM2.50 的水平，下跌幅度高达 61.5%。目前 RM 3.59 的收市价格，KOBAY 的本益比大约为 29.4 倍，相比于几个月前的 70 倍左右大幅下滑。大家要知道公司过去的本益比只徘徊在 10 至 20 倍之间，直到去年 6 月公司的潜力被市场发掘，本益比直接冲上 70 倍。

涉足领域	UWC	KOBAY	YBS	JHM	DUFU	WONG	KEINHIN
半导体	√	√	√	√		√	
生命科学	√		√				
航空		√	√				
电子电气		√				√	√
机械电子		√					
通讯			√	√			
汽车			√	√			√
硬盘驱动器					√		
家电			√				√

我们团队之前也有分析 KEINHIN 这家精密零件制造商，我们在上方也整理了大马各大上市的精密零件制造商所涉足的领域作对比。大家会发现这些精密零件制造商都会把业务分散在不同的领域，避免出现太过依赖某个客户而带来不必要的风险。那些专注在半导体、航空和生命科学的厂商会享有比较高的估值，主要是这些领域的赚幅比较高，而那些负责电子电气或者家电的厂商估值则比同行来得低。

行业平均估值

以 15/3/2022 收市价为准

公司	本益比	市净率	ROE	净负债率
UWC	40.2	10.86	27.0%	n.a.
KOBAY	25.9	3.01	11.6%	n.a.
YBS	25.2	1.76	7.0%	0.37
JHM	19.9	2.75	13.8%	0.14
DUFU	19.0	4.50	23.6%	n.a.
WONG	6.0	0.79	13.1%	n.a.
KEINHIN	9.6	0.84	8.8%	0.08
平均	20.8	3.50	15.0%	0.20

经过两个月的杀估值，许多精密零件制造商的本益比也下跌至合理的水平，目前这些厂商的本益比平均来到 20.8 倍，WONG 以及 KEINHIN 更是来到 10 倍以下。然而，我们可以看到即使 UWC 从顶峰下跌超过 40%，本益比依然高达 40 倍左右。但笔者认为精密零件制造商的估值在 15 至 25 倍之间才是合理的范围，取决于本身所制造的产品而定。

对于拥有多个不相关业务的公司，我们认为使用分类加总估值法 (sum-of-part valuation) 去计算公司的价值是比较合理的。根据 Hong Leong Research 的分析报告显示，分析员给 KOBAY 的目标价为 RM7.88，并且给予制造业务 45 倍的本益比和医疗保健 25 倍的本益比。

虽然该投行预测 KOBAY 未来三年净利的复合成长率高达 42%，但我们认为在大马股市杀估值的趋势下给予这么高的估值是不合理的。如果用 2023 财年 RM58.9 million 的净利预测去计算，KOBAY 目前的 FPE 只有 17.5 倍。

总结

精密零件是竞争非常剧烈的领域，这也是 KOBAY 把生意分散至绿色能源相关和医疗保健等领域的主要原因。但无可否认精密零件是每个行业都不可或缺的部分。我们认为公司涉足的半导体和电子电气领域让公司享有更高的盈利能力，配合油气和航空领域的复苏，公司未来的盈利有望持续突破历史新高。公司斩获合约的能力非常强劲，未来也会有更多新能源和半导体的新合约流入公司。

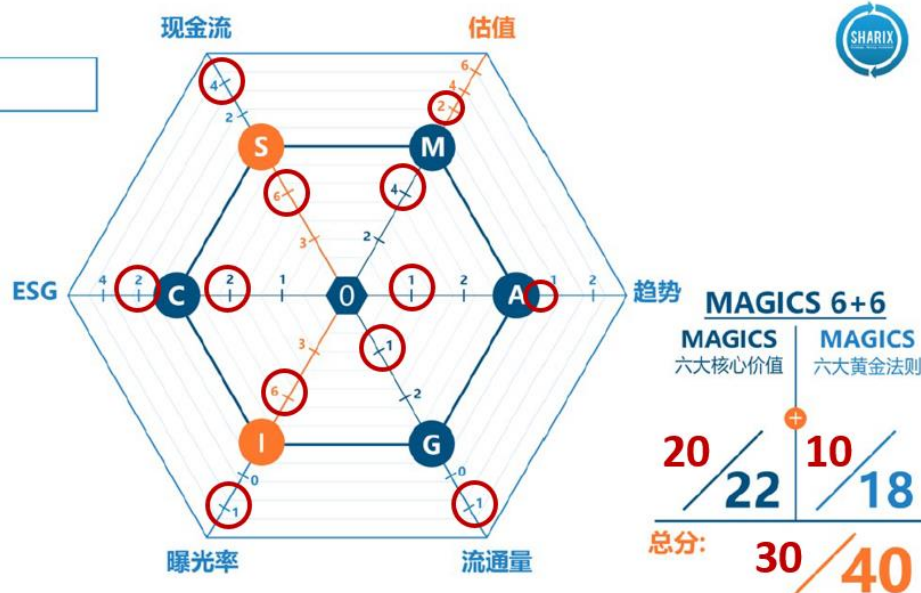
Exchange . Sharing . Investment

另外，公司旗下的子公司 KT Micro 已经拿到税务减免 (Pioneer status) 的地位，目前也正在为 Innospec 申请当中。假设该子公司也成功拿下税务减免，KOBAY 的税务回扣也会更高，进而提升公司的盈利水平。至于公司的房地产业务也会在经济回温的推动下开始反弹，而新收购的 Avelon 也会每年贡献大约 RM8 million 的盈利。目前公司可以说是制造、房地产和医疗业务三管齐下，只要股价在这段期间再出现下跌，或许是个不错的机会。

MAGICS 6+6 企业评分

股票名字:

KOBAY



KOBAY 在 MAGICS 6+6 的评分标准中获得 30 分，主要是公司过去和未来的盈利成长都非常亮眼，公司的六大核心价值更是高达 20 分。美中不足的是，KOBAY 大约 24 倍的估值拉低了整体表现，趋势方面也出现逐步套利的迹象。

市场目前对于半导体和精密零件等高估值的公司采取观望的态度，但只要公司盈利持续成长，股价重新回到上升趋势，届时 KOBAY 的分数也会得到改善。



技术走势方面，公司目前处于“曲终人散”的阶段，假设股价回稳止跌，可以留意后市进入“沉默酝酿”阶段。

短期支撑点在 RM 3.00，中期支撑点则是 RM 2.50

投资风险

- 公司 27% 的营业额都是来自出口市场，美元贬值将会影响公司的赚幅；
- 公司主要服务科技半导体领域，如果半导体产业在未来出现放缓或供应过剩的局面，可能会影响公司的盈利成长；
- 全球的大宗商品价格持续上涨，导致公司的生产成本提高。假设无法在短期内把成本转嫁给客户，公司的赚幅会受到侵蚀；
- 供应链瓶颈可能会导致公司在生产时面对原材料不足的窘境。

免责声明：

本公司所有内容包括文字教材、影片课程和直播教学皆纯属教育用途和学术分享。所有内容都是依据上市公司提供的财务报表（文告、季报、年报等等）以及相关的财经新闻作为参考，本公司是以价值基本面的角度去解说公司的业务以及其商业模式。

以上的分享绝非买卖建议/投资意见。请大家做任何投资决定前都要做好充足的功课与研究，了解投资的风险，以及咨询专业人士/投资理财顾问的意见。

Disclaimer:

All the information disclosed by Sharix, including seminar materials, learning videos and Facebook Education Live, is served solely as the purpose of education and sharing.

The contents provided were obtained and referred from publicly available data such as listed company's announcement, quarter report, annual reports, news from the media and etc.

Our page is paraphrasing the data based on the perspective of a company's business model and fundamentals. Please be informed that the information shared is not investment advice and we do not recommend any buy/sell calls. Please consult your financial advisor prior making any investment decision.

Exchange . Sharing . Investment