

汽车

2019年06月10日

爱柯迪 (600933)

——铝合金压铸龙头，中小件精密件铸就护城河

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2019年06月10日

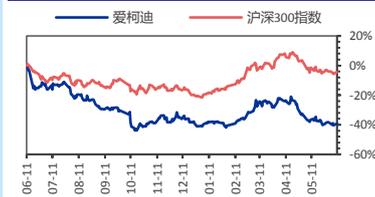
收盘价(元)	7.68
一年内最高/最低(元)	12.9/7.08
市净率	1.7
息率(分红/股价)	2.99
流通A股市值(百万元)	2038
上证指数/深证成指	2852.13/8711.79

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	4.59
资产负债率%	20.65
总股本/流通A股(百万)	850/265
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋亭亭 A0230517090004
songtt@swsresearch.com

联系人

宋亭亭
(8621)23297818x7230
songtt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **全球布局的铝合金压铸龙头。**公司产品为汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统等的小型压铸件，跟随客户（法雷奥、博世、克诺尔、麦格纳、电产等全球顶级 Tier 1 零部件供应商）全球布局与配套，覆盖了美洲、欧洲及亚洲等区域，2018 年区域营收占比分别为 3.3:3.3:3.4。
- **汽车轻量化扎实推进，未来 7 年复合增速 7%，且行业准入政策提高市场集中，孕育龙头。**2010-2018 年我国铝合金单车用量由 99kg/辆上升至 156kg/辆，CAGR 为 5.85%。若 2020/2025 年能实现 190/250kg/辆的单车用铝量目标，则年复合增速为 7%。届时单车用铝总量从当前 436 万吨上升至 840 万吨，对应的单车价值量由 6240 元/辆上升至 1 万元/辆。同时，目前压铸件行业准入政策暂缓，国内压铸件竞争格局重在内部竞争者博弈，市场处于集中度不断提升的阶段，龙头受益明显。
- **公司盈利能力优秀，营运能力良好。**2014-2018 年公司毛利率为 40%（行业 28%），净利率 23%（行业 11%），ROE 为 25%（行业 16%），ROA 为 17%（行业 9%）。同时，**精益管理下公司单位固定资产的产值优于行业水平**：2014-2018 年公司固定资产周转率 2.5 次（行业 2.2 次）；海外优质客户带来高质量回款，应收账款周转率达 4.8 次（行业 4.0 次）。
- **四大壁垒持续保障公司获得高毛利。**（1）“管理层+核心员工”共同持股产业链上下游工厂，同甘共苦的体制有利于核心人员稳定且发挥最大功效；（2）隐形冠军产品的绝对优势。公司在 400 克以下中小件产品中的全球市占率为 30%，产品渗透到法雷奥、博世、大陆等全球零部件平台，冠军产品的毛利率超过 42%，绝对优势下公司可享受高毛利；（3）全产业链布局的生态链工厂模式，拥有包括模具、夹具、熔炼炉、保温炉等产品上下游，可获得超越竞争对手的反应速度、精确度及收益。（4）信息管理系统打造“数字工厂”，分业生产模式提升生产效率。运用 MES/ERP 系统推行精益生产，并在 1-5 号生产工厂采用分业生产模式充分提高效率，2017-2018 年人均产值已经由 60.7 万/人上升至 64.3 万/人，未来目标提升到 90 万/人。
- **首次覆盖，给予买入评级。**随着公司募投项目 1.3 亿件产能在未来 2 年的逐步释放，结合下游汽车产销量边际回暖，订单需求改善。我们预计 2019-2021 年公司实现营业收入 28.5、32.8 和 40.2 亿元，归母净利润 5.4 亿元、6.2 亿元和 7.6 亿元，对应估值为 12 倍、11 倍和 9 倍。采取相对法进行估值，行业平均 PE (TTM) 为 27 倍。公司作为行业中盈利能力第一梯队的公司，当前 14 倍 PE 存在 93% 低估。2019 年可比公司平均动态 PE 为 17 倍，预计公司 PE12 倍，存在 42% 的上行空间。
- **核心风险：行业产销量持续下行风险**

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,507	629	2,847	3,280	4,019
同比增长率(%)	15.3	-1.6	13.6	15.2	22.5
净利润(百万元)	468	93	536	615	763
同比增长率(%)	0.6	-21.1	14.6	14.6	24.1
每股收益(元/股)	0.55	0.11	0.63	0.72	0.90
毛利率(%)	34.2	34.1	35.2	35.7	36.1
ROE(%)	12.3	2.4	12.3	12.4	13.1
市盈率	14		12	11	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖,给予买入评级。随着公司募投项目 1.3 亿件产能在未来 2 年的逐步释放,结合下游汽车产销量边际回暖,订单需求改善,我们预计 2019-2021 年公司实现营业收入 28.5、32.8 和 40.2 亿元,归母净利润 5.4 亿元、6.2 亿元和 7.6 亿元,对应估值为 12 倍、11 倍和 9 倍。采取相对法进行估值,行业平均 PE (TTM) 为 27 倍。公司作为行业中盈利能力第一梯队的公司,当前 14 倍 PE 存在 93% 低估。2019 年可比公司的平均动态 PE 为 17 倍,预计公司 PE12 倍,存在 42% 的上行空间。

关键假设点

公司年在手订单 33 亿元左右,订单充足,但产能利用率不足限制了公司整体增长及毛利率回升。我们假设募投项目合计 1.3 亿件的产能于 2020 年达产,且产能利用率可以实现 90%,预计带来 16.75 亿营收增量,毛利率回升至 35%,对应 5.84 亿毛利润增量,按照平均净利率 20% 计算,对应 62% 的利润弹性,具体包括:(1) 6500 万件铝合金精密压铸件产能充分达产后预计可实现年销售收入 11.05 亿元,毛利润总额约 3.87 亿元;(2) 4000 万件汽车雨刮系统铝合金精密压铸件的年销售收入 3.2 亿元,毛利润总额 1.22 亿元;(3) 2000 万件汽车类铝合金精密压铸件和 500 万件工业类金属精密加工件的机加工的销售收入可实现销售收入 2.5 亿元,毛利润总额 0.75 亿元。

有别于大众的认识

市场认为公司所处铝合金压铸件行业,竞争格局不佳。但我们认为市场忽视了公司有超越行业的盈利能力,助力公司在车市景气下行阶段跑赢同业竞争对手,提升市占率。公司主要依靠 4 点壁垒维持自身发展优势:(1) “管理层+核心员工”共同持股产业链上下游工厂,同甘共苦的体制有利于核心人员稳定且发挥最大功效;(2) 隐形冠军产品叠加全球平台配套下享受绝对优势。公司在 400 克以下中小件产品中的全球市占率为 30%,产品渗透到法雷奥、博世、大陆等全球零部件平台,冠军产品的毛利率超过 42%,绝对优势下公司可享受高毛利;(3) 全产业链布局的生态链工厂模式,拥有包括模具、夹具、熔炼炉、保温炉等产品上下游,可获得超越竞争对手的反应速度、精确度及收益。(4) 信息管理系统打造“数字工厂”,分业生产模式提升生产效率。运用 MES/ERP 系统推行精益生产,并在 1-5 号生产工厂采用分业生产模式充分提高效率,2017-2018 年人均产值已经由 60.7 万/人上升至 64.3 万/人,未来目标提升到 90 万/人。

股价表现的催化剂

行业回暖;新产品订单突破。

核心假设风险

汽车行业产销量持续下行风险。

1

目录

铝合金压铸龙头，深耕主业全球布局.....	6
1.1 布局全球，盈利能力超越行业的压铸龙头	6
1.2 管理层+核心员工合伙持股，生态链工厂增强盈利性	10
2. 汽车轻量化扎实推进，压铸件行业孕育龙头	12
2.1 压铸件应用广泛，尤其以铝合金件更优	12
2.2 能源环保提出节能要求，轻量化未来 7 年复合增速 7%	14
2.3 压铸件行业准入暂缓，压铸龙头初露峥嵘	15
3. 专注高附加值中小件，产能爬坡利润高弹性	18
3.1 定制化中小件提升附加值，四大壁垒保障高毛利	18
3.2 单车价值量提升 4 倍，打开长期发展空间	22
3.3 未来 2 年募投项目推进，产能爬坡带来利润弹性	23
4. 盈利预测与估值.....	24

图表目录

图 1：公司客户覆盖全球顶级 Tier 1 零部件巨头.....	7
图 2：2018 年公司营业收入达 25.1 亿元同比增长 15.31%.....	7
图 3：2018 年公司归母净利润达 4.7 亿元同比增长 0.57%.....	7
图 4：公司汽车压铸件业务占总营收比重 90%以上（单位：百万）.....	8
图 5：公司海外业务占总营收比重 60%以上（单位：百万）.....	8
图 6：爱柯迪毛利率为 40%（行业平均为 28%）.....	8
图 7：爱柯迪净利率为 23%（行业平均为 11%）.....	8
图 8：爱柯迪 ROE 为 25%（行业平均为 16%）.....	9
图 9：爱柯迪 ROA 为 17%（行业平均为 9%）.....	9
图 10：转向系统、发动机系统和传动系统业务增长.....	9
图 11：雨刮系统零部件毛利率水平最高.....	9
图 12：公司固定资产周转率 2.5 高于行业平均 2.2（单位：次）.....	10
图 13：2018 年公司总资产周转率 0.7 小幅低于行业平均 0.8（单位：次）.....	10
图 14：公司存货周转率 3.9 低于行业平均 5.5（单位：次）.....	10
图 15：公司应收账款周转率 4.8 高于行业平均 4.0（单位：次）.....	10
图 16：公司主要股权结构（以 2019 年一季报披露为准）.....	10
图 17：公司上市以来维持 40%左右的高分红比率.....	11
图 18：生态链工厂模式统筹上下游.....	11
图 19：公司组织架构清晰提升管理效率.....	12
图 20：铝合金压铸件主要应用于汽车精密零部件.....	13
图 21：2020 年北美单车用铝量有望提升至 211kg.....	15
图 22：2020 年欧洲平均单车用铝量有望达到 180kg.....	15
图 23：公司 400g 以下产品占比总营收约 64%.....	18
图 24：公司汽车压铸件每吨产品销售单价远高于行业平均（单位：元/吨）.....	18
图 25：公司产业链布局完善盈利能力强.....	20
图 26：人均产值由 60.7 万/人提升至 64.3 万/人.....	20
图 27：分业生产模式下公司主要工厂专业分工概览.....	21
图 28：公司下游订单需求饱满产销比例高.....	23

图 29 : 截至 2017 年公司产能利用率接近饱和.....	23
图 30 : 2017-2019Q1 产能扩展速度加快	23
图 31 : 2018 年固定资产折旧增长 40%	23
表 1 : 爱柯迪主要零部件产品系列概览	6
表 2 : 铝合金压铸件广泛应用于汽车领域	13
表 3 : 主要国家和地区燃料消耗量标准日趋提高	14
表 4 : 汽车轻量化有望带来燃油效率 6-10%的提升	14
表 5 : 我国汽车用铝量提升空间巨大	15
表 6 : 国际铝合金压铸行业龙头	16
表 7 : 2013 年准入标准要求铸造企业铸件最低年生产能力.....	16
表 8 : 国内汽车铝合金压铸件行业主要竞争企业	17
表 9 : 前五大客户营收基本稳定 (单位: 万元, %)	19
表 10 : 海外客户订单集中于高毛利产品.....	19
表 11 : 爱柯迪产品系列数量远高于同行业竞争者	21
表 12 : 公司汽车类压铸件在客户与产品双重拓展下稳步提升 (单位: 万元)	22
表 13 : 公司重大投资项目概况及进度	24
表 14 : 行业内可比公司估值	24

1. 铝合金压铸龙头，深耕主业全球布局

1.1 布局全球，盈利能力超越行业的压铸龙头

铝合金压铸件龙头，产品线布局完备。公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，其主要产品是通过压铸和精密机加工工艺生产的铝制汽车零部件。公司的主要产品包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。

表 1：爱柯迪主要零部件产品系列概览

功能部件	功能	主要零部件产品	
汽车雨刮系统	包括雨刮电机、连杆支架、驱动臂等铝合金结构件，这些零件构成完整的雨刮器驱动、连杆支架、输出摇臂等功能，并辅以电控系统，实现雨刮系统的智能化	雨刮电机壳体	
		连杆支架	
		驱动臂	
汽车转向系统	包括转向支架、转向管柱、转向电机壳体、转向电控单元等，这些零件基本覆盖了转向功能的大部分零件，是汽车轻量化的重要零件	转向支架	
		助力转向壳体	
		转向器管柱	
		转向电机壳体	
		转向电控单元	
燃油滤清系统	包括滤清器壳体、油冷器壳体等，这些零件主要功能为控制燃油的清洁度及温度，确保发动机的稳定工作	滤清器壳体	
		油冷器壳体	
汽车发动机进气控制系统	包括节气门控制阀体、进气歧管、涡轮增压器壳体等，与其它零件及控制系统等形成发动机进气的控制、过滤及尾气循环利用等功能	节气门控制阀体	
		进气歧管	
		涡轮增压器壳体	
汽车发动机系统	发动机的启动控制	启动电机壳体、发电机前后壳体	
		汽车油泵/真空泵系统	机油泵体
			真空泵壳体
		发动机冷却系统	硅油离合器
		驻车加热系统	热能转换壳体、鼓风机壳体
汽车传动系统	包括压力盘、变速凸轮、变速拨叉、变速器壳体及后盖等，形成从发动机到各轮胎的动力传输及速度调节功能	压力盘	
		后盖	
		变速拨叉	
		变速器壳体	
汽车制动系统	包括单缸盖、双缸盖、盖板、制动主缸、制动组合阀、ABS 阀体、ECU 控制单元、真空助车泵、法兰盘等，形成汽车	ECU 控制单元	
		单缸盖	
		双缸盖	
		盖板	

汽车其它系列零件	制动执行、控制及制动安全保障等功能	制动主缸	
		制动组合阀	
		ABS 阀体	
		真空助车泵	
		法兰盘	
		缸体	
	汽车空调系统	包括缸体、前盖、后盖等，为轴向活塞式压缩机的关键零件	前盖
			后盖
	汽车后视镜系统	包括后视镜支架及倒车摄像头壳体等，形成汽车后视及监视功能	后视镜支架
			倒车摄像头壳体

资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

公司业务覆盖全球汽车市场，切入顶级 Tier 1 供应商体系。公司主要客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商，包括法雷奥 (Valeo)、博世 (Bosch)、格特拉克 (Getrag) (2016 年被麦格纳收购)、克诺尔 (Knorr-Bremse)、麦格纳 (Magna)、电产 (Nidec) 以及博格华纳 (Borgwarner)、大陆 (Continental)、马勒 (Mahle)、耐世特 (Nexteer)、舍弗勒 (Schaeffler)、蒂森克虏伯 (ThyssenKrupp)、采埃孚 (ZF) 等。

图 1：公司客户覆盖全球顶级 Tier 1 零部件巨头



资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

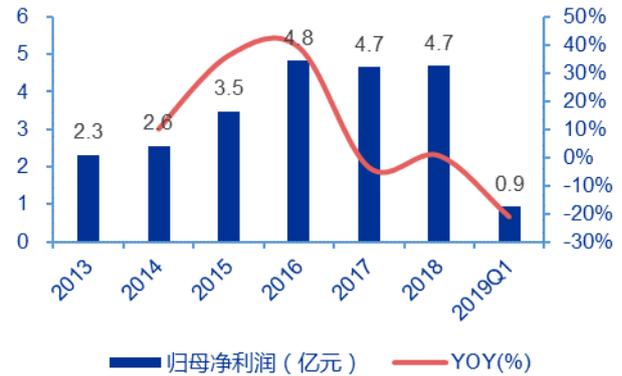
国际化布局对冲区域市场波动风险，过去 5 年收入复合增长 15%，优于行业平均。2013-2018 年公司营业收入由 11.2 亿元增长至 25.1 亿元，CAGR 达 17.51%，归母净利润由 2.3 亿元上升至 4.7 亿元，CAGR 达 15.36%。2018 年公司营业收入/归母净利润同比增长 15.31%/0.57%，增速远超零部件行业平均；2019Q1 营收与利润承压同比下降 1.64%/21.06%，但仍优于零部件行业平均。主要源于公司绑定全球顶级的 Tier 1 供应商，通过境外需求对冲国内车市下滑的风险。

图 2：2018 年公司营业收入达 25.1 亿元同比增长 15.31%

图 3：2018 年公司归母净利润达 4.7 亿元同比增长 0.57%



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

专注于汽车类压铸件，海外收入稳步、国内收入占比逐步上升。分业务看，公司主业集中于汽车压铸件，营收占比持续维持在 90%以上，其余为少量工业类压铸件。分地区看，海外业务是公司的主要收入来源，2018 年公司海外/中国大陆营收占比分别为 66%/32%。2013-2017 年国内市场营收占比总体呈上升趋势，由 24% 上升至 35%，2018 年由于国内车市销量景气下滑，国内市场营收占比小幅下滑至 32%。

图 4：公司汽车压铸件业务占总营收比重 90%以上（单位：百万）

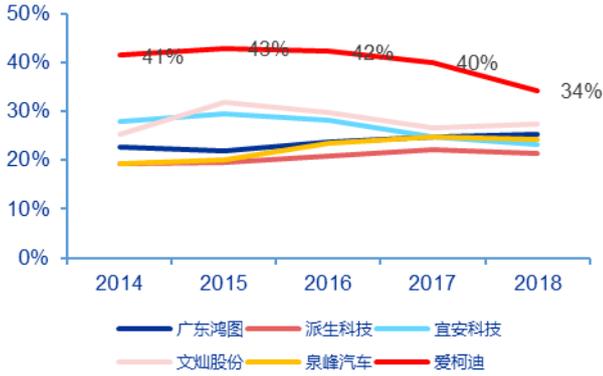

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 5：公司海外业务占总营收比重 60%以上（单位：百万）


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

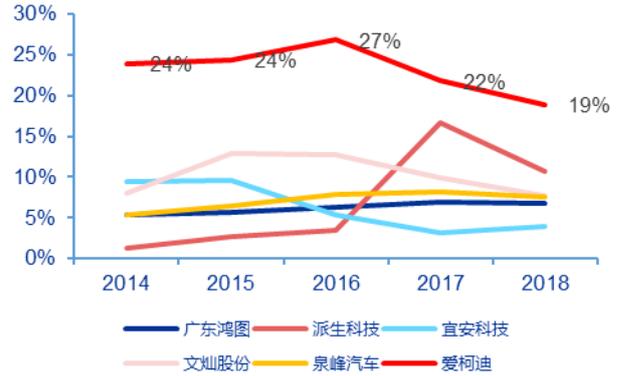
盈利能力远超行业平均。2014-2018 年，爱柯迪平均毛利率为 40%（行业平均 28%），净利率达 23%（行业平均 11%），ROE 达 25%（行业平均 16%），ROA 达 17%（行业平均 9%），均远超行业平均。远超行业的盈利能力主要源于公司生产精密复杂的中小件带来的高产品附加值。2018 年各项盈利指标有些许下滑，主要系行业景气度下行以及公司新投建厂房产能爬坡过程中，产能利用率低影响整体毛利，后续产能爬坡后有望重新回升。

图 6：爱柯迪毛利率为 40%（行业平均为 28%）
图 7：爱柯迪净利率为 23%（行业平均为 11%）



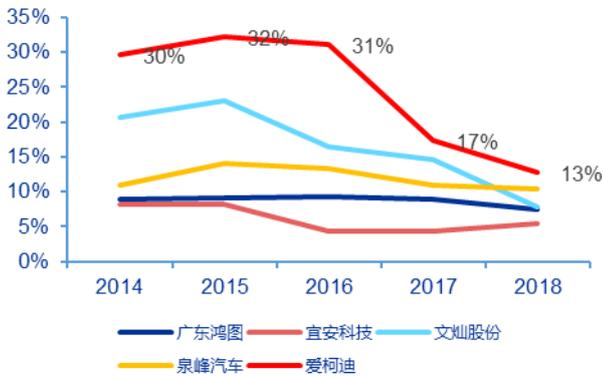
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究，派生科技为原鸿特精密，选用其压铸件业务毛利率

图 8：爱柯迪 ROE 为 25% (行业平均为 16%)



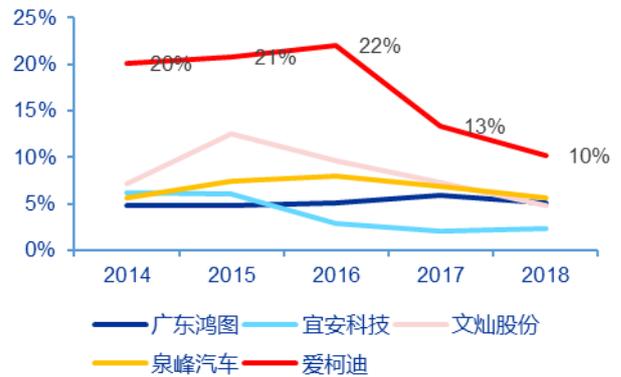
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 9：爱柯迪 ROA 为 17% (行业平均为 9%)



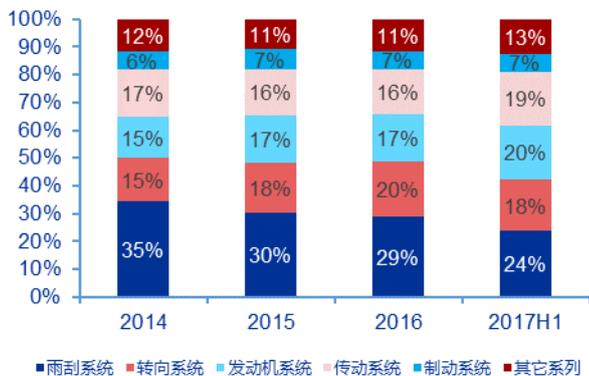
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 10：转向系统、发动机系统和传动系统业务增长



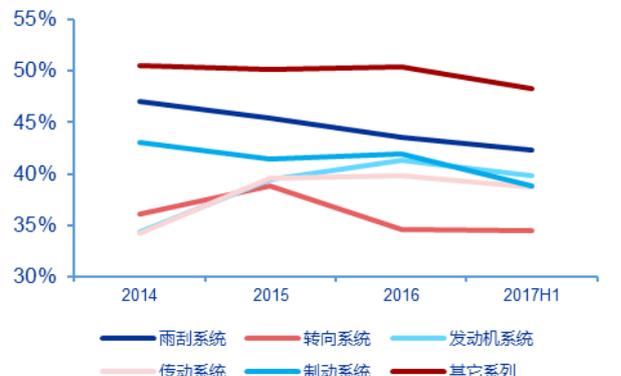
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 11：雨刮系统零部件毛利率水平最高



资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

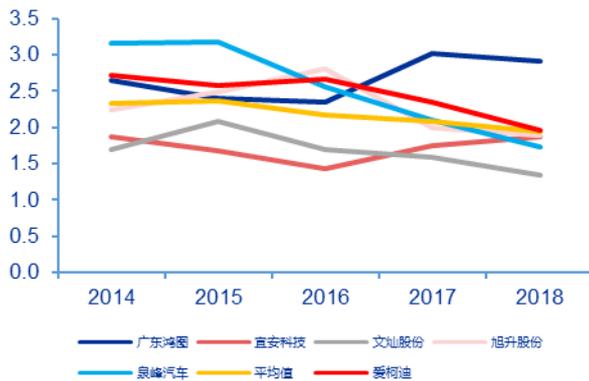
整体营运能力良好，存货受中间仓库影响周转率较低。公司整体营运能力良好，精益管理下公司单位固定资产的产值优于行业水平，2014-2018 年公司平均固定资产周转率



资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

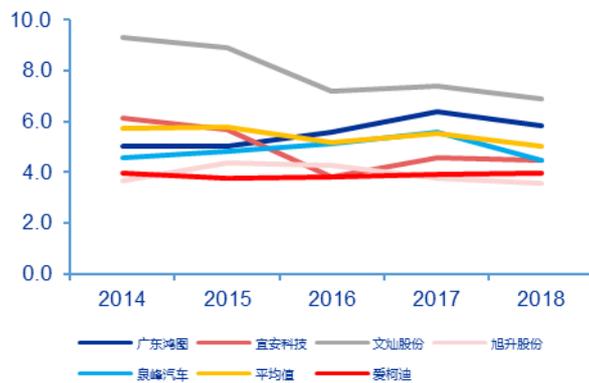
约 2.5 次，高于行业 2.2 次的平均水平。2018 年资产周转率小幅回落主要系新增产能尚未完全达产。海外优质客户带来高质量应收账款回款，2014-2018 年公司平均应收账款周转率达 4.8 次，超行业 4.0 次的平均水平。存货周转率 3.9 次低于行业平均 5.5 次，主要系公司为满足国内外客户“及时供货”的需求，在配套工厂所在地附近建立中间仓，同时境外销售过程中运输途中的存货同样占用了公司的库存。综合来看，2014-2018 年公司平均总资产周转率 0.7 次，基本保持行业平均水平，营运能力平稳良好。

图 12：公司固定资产周转率 2.5 高于行业平均 2.2 (单位：次)



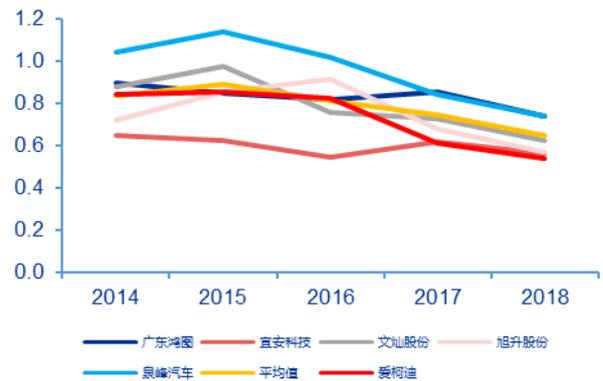
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 14：公司存货周转率 3.9 低于行业平均 5.5 (单位：次)



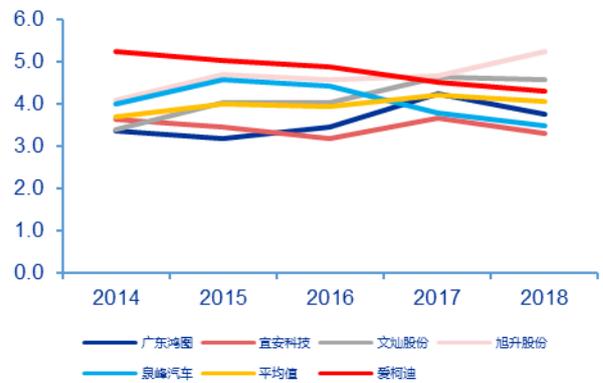
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 13：2018 年公司总资产周转率 0.7 小幅低于行业平均 0.8 (单位：次)



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 15：公司应收账款周转率 4.8 高于行业平均 4.0 (单位：次)

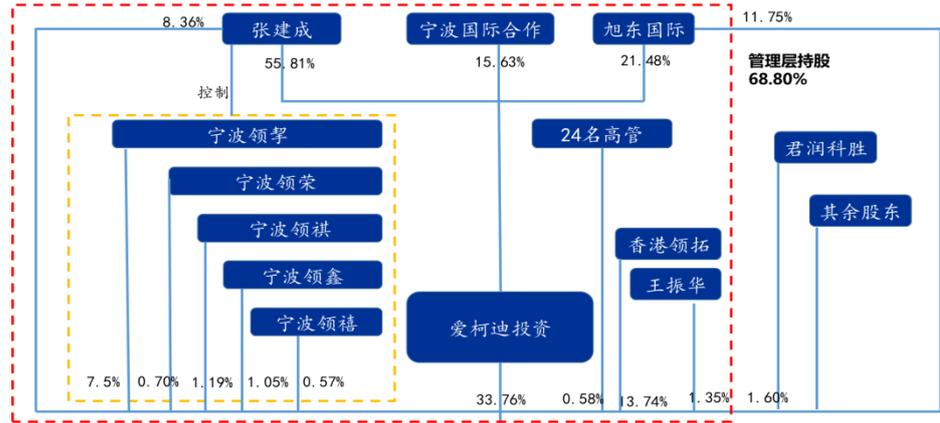


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

1.2 管理层+核心员工合伙持股，生态链工厂增强盈利性

公司实控人控制权集中，且生态链工厂采取“管理层+核心人员”合伙持股的新方式，高分红下，新式股权持股可调动积极性，增强盈利能力。公司实控人及大股东为张建成，其中：直接持有公司 8.36% 股权，通过控制爱柯迪投资间接控制公司 33.76% 的股权，通过控制宁波领擎、宁波领荣、宁波领祺、宁波领鑫、宁波领禧间接持有 11.01% 股权。因此实控人直接间接控股达 53.13%，股权集中。

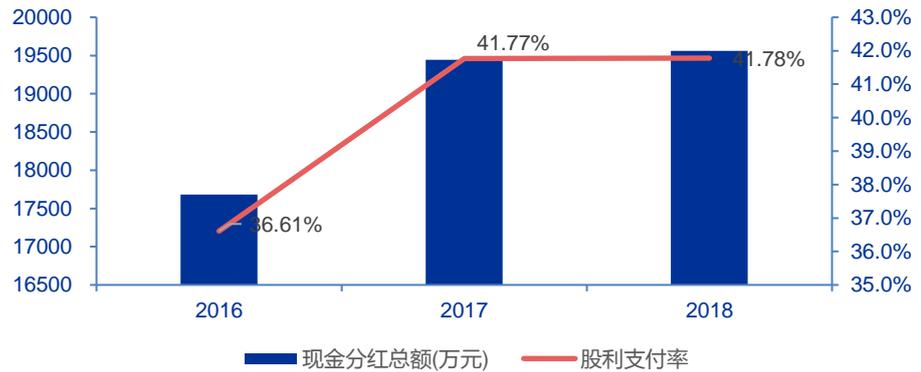
图 16：公司主要股权结构 (以 2019 年一季报披露为准)



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

同时，公司对中高级管理人员及核心业务、技术、生产骨干实施股权激励计划，并采取由激励对象作为有限合伙人，以宁波领智作为执行事务合伙人，分别成立宁波领智、宁波领荣、宁波领祺、宁波领鑫及宁波领禧作为员工持股平台，合计持股占比为 15.97%。叠加高分红策略，提高核心管理人员对公司盈利的忠诚度，深度绑定了经营层利益。公司过去几年的分红比例一直稳定在我 40%左右。

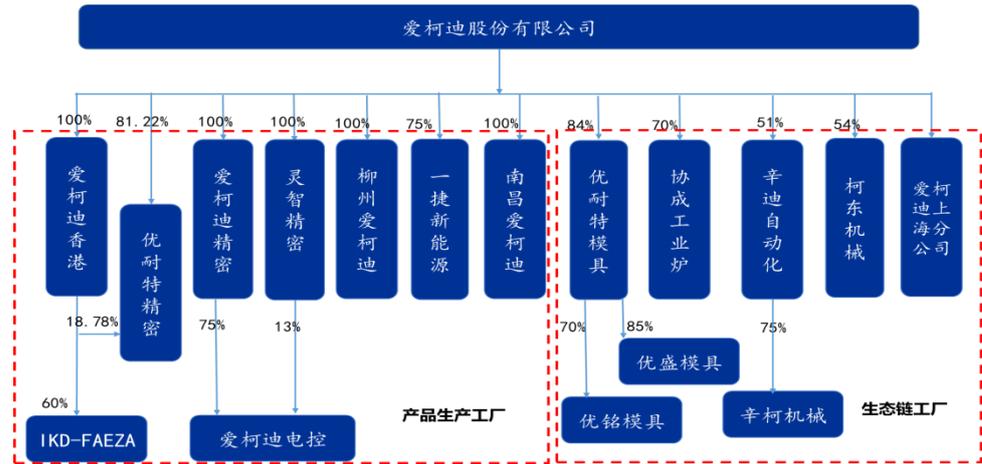
图 17：公司上市以来维持 40%左右的高分红比率



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

生态链工厂模式，统筹上下游，打造完整铝压铸件产业链，获得超越竞争对手盈利的关键点。公司通过直接或间接控股子公司以部署上中下游的设计、生产与销售，100%自制率的全生态链工厂模式。如优耐特精密负责上游精冲模、精密形腔模等模具标准件的制造和设计；协成工业炉、辛迪自动化负责溶解保温设备、工业自动化成套设备的设计、制造、生产等；柯东机械负责压铸设备、机加工设备、安装调试等。

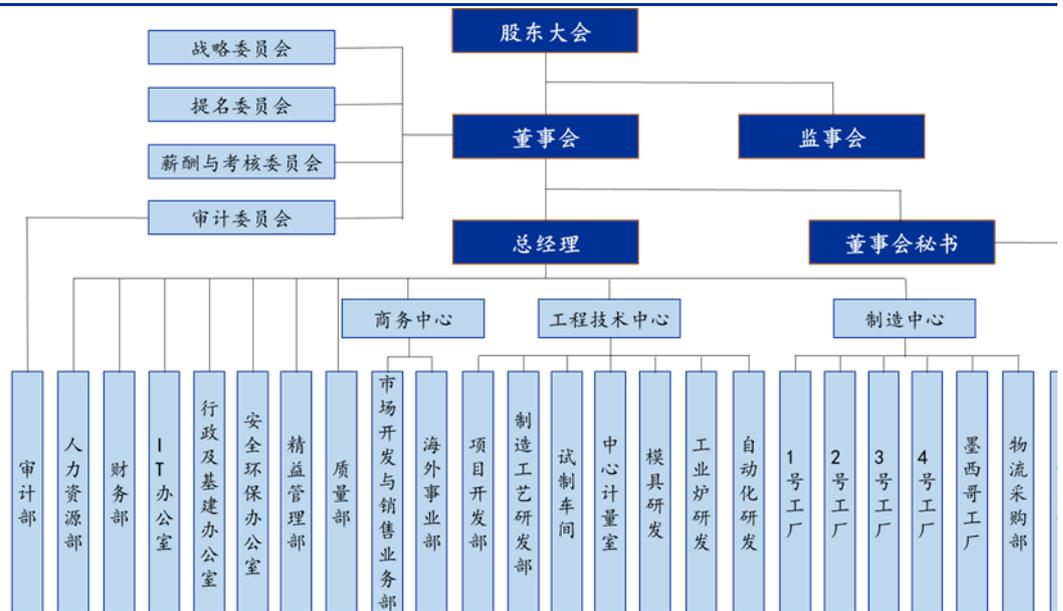
图 18：生态链工厂模式统筹上下游



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

以销定产策略建立精益管理体系。公司由商务中心全面统筹市场开拓、客户沟通、品牌推广等事务。作为客户与工程技术中心，制造中心的纽带，商务中心统一收集客户的各项需求，并与制造中心共同评估订单可达成情况后，将订单分解到各工厂组织生产。制造中心以工厂为单位按不同产品系列分工生产，这种模式下各工厂对各自负责的产品技术领域理解更深，且整体效率更高。全生产流程均以 ERP 系统传递订单、生产、库存及交付信息，以销定产拉动式生产，最大程度控制在产品和库存商品数量，提升生产运营效率。

图 19：公司组织架构清晰提升管理效率



资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

2. 汽车轻量化扎实推进，压铸件行业孕育龙头

2.1 压铸件应用广泛，尤其以铝合金件更优

压铸件主要应用于成型复杂的精密零部件。压铸是一种金属铸造工艺，利用模具腔对融化的金属施加高压使金属溶液凝固形成铸件。压铸成形的产品具有材质轻巧、耐磨性

强、成型结构相对复杂的特点，但是力学功能和致密度相对一般，主要应用于汽车精密零部件。锻造是在一定温度下通过压力加工使得金属材料形变成为锻件。其优势在于致密度和力学性能较好，但锻造的零件外形尺寸局限性大，难以加工外形相对复杂的工件，主要应用于强度要求较高的结构件。根据原材料不同，压铸产品可以分为铝合金压铸件、镁合金压铸件、锌合金压铸件以及铜合金压铸件，且在下游领域有不同的应用。**由于铝合金重量轻、制造复杂和薄壁铸件时尺寸稳定性高、耐腐蚀性强、机械性能好、导热导电性高、高温下强度高，因此被广泛运用在汽车压铸领域。**以铝合金铸件和锻件为例，铝合金压铸件主要运用于各大总成的盖、壳体、支架等，铝合金锻造件主要运用于大梁、连杆、轮毂等。

表 2：铝合金压铸件广泛应用于汽车领域

名称	主要特点	应用领域
铝合金压铸	铝合金重量轻、制造复杂和薄壁铸件时尺寸稳定性高，耐腐蚀性强，机械性能好，高导热及导电性，高温下强度依然很高	汽车、通讯基础设施、建筑等较重及体积较大的配件
镁合金压铸	成型加工性能优良，切削加工性好，易于进行机械加工，强度重量比高，耐冲击，减震降噪效果好，电磁屏蔽能力强，可以重熔回收	“3C”产品、小型电动工具、厨房电器、小型的医疗仪器
锌合金压铸	在三种有色金属中最易压铸，抗压强度、塑性高，铸造寿命长，其具备高韧性、高冲击强度及较易电镀等特质	“3C”产品、建筑五金、玩具、家居用品
铜合金压铸	铜合金硬度、耐热性、耐蚀性高，机械性能高，抗磨损	仪器、仪表零件、水表盖圈、轴承保持器及医用钳等

资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

图 20：铝合金压铸件主要应用于汽车精密零部件


资料来源：《铝合金锻造生产技术》，《压铸铝合金在汽车上的应用与发展》，申万宏源研究

2.2 能源环保提出节能要求，轻量化未来 7 年复合增速 7%

能源供需矛盾提升下，各国提高燃料消耗量标准。各国出台针对 2020 年及未来的乘用车燃料消耗量标准法规，推动汽车节能技术发展。我国发布的《汽车产业中长期发展规划》要求，2020 年我国当年生产乘用车平均燃料消耗量下降至 5.0 升/百公里，2025 年新车平均燃料消耗量乘用车降到 4.0 升/百公里。日本提出 2020 年乘用车平均燃料消耗达 20.3km/L (约 4.9L/100km) 欧盟要求 2020 年乘用车二氧化碳排放量达 95g/km (约 3.8L/100km)；美国要求 2025 年达到 56.2mpg (约 4.8L/100km)。各国政策要求下，整车厂控制新车型燃料消耗量。

表 3：主要国家和地区燃料消耗量标准日趋提高

	2015		2020		2025		年降幅 -2020	年降幅 -2025
	原始	对应国标	原始	对应国标	原始	对应国标		
欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75g/km	3L/100km	5.40%	4.20%
美国	36.2mpg	6.7L/100km	44.8mpg	6L/100km	56.2mpg	4.8 L/100km	3.50%	3.40%
日本	16.8km/L	5.9L/100km	20.3km/L	4.9L/100km	-	-	3.30%	-
中国	6.9L/100km	-	5L/100km	-	4L/100km	-	5.50%	-

资料来源：工信部，招股说明书，Wind，申万宏源研究

汽车轻量化对减少燃油消耗最为直接有效。汽车工业中降低油耗的方式有多种，包括减轻车身重量，提高发动机效率，降低行驶阻力等。其中最直接有效的方式是汽车轻量化。研究显示，约 75% 的油耗与整车重量有关，降低汽车重量可以有效降低油耗和排放，按 1300kg 车重测算，汽车每减重 10% 有望降低燃油消耗 6%-10%，降低排放 4%。美国铝业学会数据显示，使用铝合金可有效减轻汽车重量，汽车每使用 1kg 铝相当于减轻汽车 0.25kg 重量，寿命周期中可减少 20kg 的尾气排放。因此铝合金的使用将有效减轻汽车燃油消耗与废气排放。

表 4：汽车轻量化有望带来燃油效率 6-10% 的提升

内容	轻量化带来效果	来源
汽车轻量化	文献 1：油耗降低 37%，悬挂装置负荷降低 18%，震动强度降低 5%	理论计算
	文献 2：有望降低 1/2 的能源消耗，降低行驶阻力可降低 1/3 的能源消耗，提高发动机效率可降低 1/5 的能源消耗	理论计算
汽车减轻 10%	燃油消耗下降 6% ~ 10% 排放降低 4%	按 1300kg
汽车使用 1kg 铝	可降低汽车重量 0.25kg 寿命周期中减少 20kg 的尾气排放	美国铝业学会
汽车减轻 100kg	燃油效率就可以提升 6%-8% 1 L 汽油可使汽车多行驶 1.1 km CO2 的排放量即可减少大约 5g/km 每 100 km 油耗可降低 0.3L-0.6L	欧洲铝协
货车减轻 1t	生命周期节油 18000 L，减少碳排放近 42t	
公交车减轻 1.8t	一年行驶 12 万 km 可减少 CO2 排量 27t	

资料来源：《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》，申万宏源研究

全球汽车轻量化刺激单车用铝量提升，铝合金压铸件单车价值量提升。达科全球 (Ducker Worldwide) 报告显示，北美地区单车用铝量从 1975 年的 38kg/辆上升至 2015 年的 180kg/辆，并且 2025 年有望达到 236kg/辆以上。欧洲市场自 1990 年至 2015 年，平均单车用铝量从 50kg 上升至 150kg，预计到 2020 年有望达到 180kg/辆。

图 21：2020 年北美单车用铝量有望提升至 211kg

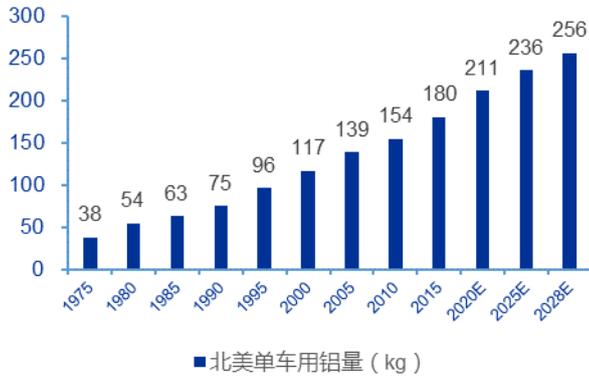
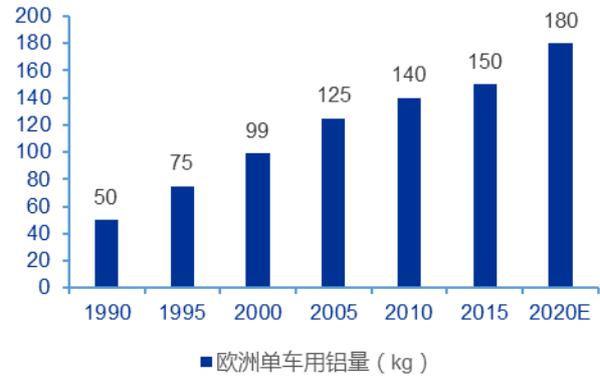


图 22：2020 年欧洲平均单车用铝量有望达到 180kg



资料来源：Ducker Worldwide，申万宏源研究

资料来源：公司招股说明书，Wind，申万宏源研究

我国汽车轻量化扎实推进，预计未来 7 年复合增速 7%。2010-2018 年我国铝合金单车用铝量由 99kg/辆上升至 156kg/辆，CAGR 为 5.85%。若 2020/2025 年能实现“节能与新能源汽车技术路线图”发布的 190/250kg/辆的单车用铝量目标，则未来 7 年年复合增速为 7%。届时单车用铝总量从当前 436 万吨上升至 840 万吨，对应的单车价值量由 6240 元/辆上升至 1 万元/辆。

表 5：我国汽车用铝量提升空间巨大

年份	总用铝量 (万吨)	单车用铝 kg	汽车产量 (万辆)
2010	185	99	1865
2011	194	101	1919
2012	212	103	2060
2013	251	105	2387
2014	254	107	2373
2015	286	115	2484
2016	361	128	2819
2017	425	142	2994
2018	436	156	2797
2019E	473	170	2780
2020E	551	190	2900
2025E	840	250	3361

资料来源：中国有色金属工业协会，上海有色网，《节能与新能源汽车技术路线图》，申万宏源研究

2.3 压铸件行业准入暂缓，压铸龙头初露峥嵘

发达国家压铸行业集中度高，发展中国家压铸企业仍处激烈竞争阶段。发达国家的压铸企业数量较少，但单个企业的规模大、专业化程度较高，规模优势明显。龙头企业在资金、技术、客户资源等方面有较强优势。如龙头企业美国舒勒 (12.1 亿欧元)、日本 Asahi

Tec(316 亿日元)、瑞士乔治费歇尔(45.72 亿瑞士法郎)、阿雷斯提等营收体量均较大。相较而言, 发展中国家压铸企业数量较大, 单品产量较少, 竞争相对更为激烈。

表 6 : 国际铝合金压铸行业龙头

名称	国家	公司主业	2018 年营业收入
舒勒 Canton	美国	公司整合为舒勒内高压成形公司后, 业务范围扩展到了内高压成形设备和模具以及采用内高压成形技术制作系列件的工程项目、销售以及服务。支撑在北美的用户, 开展内高压成形件的设计和开发以及设计新的内高压成形设备和模具。同时也开展内高压成形用模具的制作和试制。有能力自行制作系列内高压成形制品。设在 Canton 的舒勒公司生产线, 每年生产大约 600,000 件系列内高压成型制品。	12.1 亿欧元
Asahi Tec	日本	公司主要业务为轻合金业务, 包括乘用车发动机类进气零部件、卡车驱动零部件、乘用车/摩托车用铝合金轮毂。2016 年 5 月, 将日本国内铝合金技术部门分割, 设立全资子公司“ATA Casting Technology Japan Co., Ltd.(ATC)”。新公司主要进行汽车及工业建机用铝压铸件的设计和开发。	316 亿日元 (截止 2018 年 3 月 31 日的财年)
乔治费歇尔	瑞士	公司创立于 1802 年, 总部设在瑞士, 已在 30 多个国家和地区设立了 100 多家分公司, 专注于汽车制造、机床和管道系统三大业务领域, 为全球市场的汽车工业与机械工程行业提供高品质的轻金属及铁质铸造产品。	45.72 亿瑞士法郎
阿雷斯提	日本	公司成立于 1943 年, 总部位于日本东京, 在日本、美国、中国、墨西哥等地均设有工厂, 专注于汽车发动机和变速箱铝合金压铸件及其他汽车配件的生产。	-

资料来源: 各公司官网, 申万宏源研究

铸造行业准入暂缓, 政策限制行业潜在进入者。工信部于 2013 年发布了《铸造行业准入条件》, 对新建铸造企业规模提出了要求, 至今已开展三批铸造企业准入公告。随着国家相关法规和标准的修订, 准入条件的部分条款已不适应行业发展的需要, 2016 年 8 月, 工信部下发了“暂停铸造行业准入公告申报工作的通知”, 目前铸造准入申报工作属于暂停状态。短期内行业外潜在进入者受政策限制无法切入压铸领域, 行业竞争格局主要受内部竞争影响。

表 7 : 2013 年准入标准要求铸造企业铸件最低年生产能力

地区	铸件材质	现有铸造企业规模			新(扩)建铸造企业规模	
		二类区 (吨)	三类区 (吨)	产值(万元)	二类区、三类区(吨)	产值(万元)
北京、上海、天津、江苏、浙江、山东、 福建、广东、河北、辽宁、海南	铸铁	5,000	4,000		10,000	
	铸钢	4,000	3,000		8,000	
	铝合金	1,200	1,000	≥3,000	3,000	≥7,000
	铜合金	600	400		1,000	
	其他(有色)	—			—	
	离心球墨铸铁管	100,000		≥50,000	200,000	≥100,000
其他省、市、自治区	离心灰铸铁管	20,000		≥10,000	30,000	≥15,000
	铸铁	4,000	3,000	≥2,000	10,000	≥7,000
	铸钢	3,000	2,000		8,000	

铝合金	1,000	800	3,000	
铜合金	500	300	1,000	
其他（有色）	—	—	—	
离心球墨铸铁管	100,000	≥50,000	200,000	≥100,000
离心灰铸铁管	20,000	≥10,000	30,000	≥15,000

资料来源：工信部，申万宏源研究

国内竞争激烈，公司凭借在中小件领域的技术、设计及规模优势提升市场份额。目前国内压铸行业仍处于激烈竞争过程中，我国压铸企业有 3000 多家，大部分企业规模较小，产量万吨以上的仅有几十家，市场仍处于集中度不断提升的阶段。公司处于行业第一梯队，业内竞争者主要有鸿特精密（现派生科技）、广东鸿图、文灿股份、旭升股份、宜安科技、泉峰汽车等。**公司相较竞争对手，致力于高附加值的中小件领域，后续有望在中小件领域凭借技术、设计、规模优势进一步提升市场份额。**

表 8：国内汽车铝合金压铸件行业主要竞争企业

企业	企业简介	主要客户
鸿特精密	公司成立于 2000 年，公司主营业务是开发、生产和销售用于汽车发动机、变速箱及底盘制造的铝合金精密压铸件及其总成。	目前已成为奔驰、宝马、福特、东本汽车、菲亚特、康明斯、克莱斯勒等国内外著名整车（整机）厂商的一级供应商。
广东鸿图	公司成立于 2003 年，产品布局覆盖汽车类、通讯类、机电类压铸件等领域产品，2017 年 1-6 月，广东鸿图完成对宁波四维尔工业股份有限公司 100% 股权收购，新增汽车饰件业务。	主要客户均为包括东风本田、东风日产、通用汽车、爱立信、中兴通讯、通力电梯、广州奥的斯在内的汽车、通讯设备、自动扶梯、机电行业的大型整机（车）厂、跨国公司和知名企业。
文灿股份	公司成立于 1998 年，公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售，产品主要应用于中高档汽车的转向器、真空泵/油泵、变速箱、制动系统、空调压缩机及其他汽车零部件。	公司主要客户包括采埃孚天合、威伯科、法雷奥、瀚德、格特拉克、博世、马勒、加特可等全球知名一级汽车零部件供应商，以及通用汽车、奔驰、长城汽车、大众、特斯拉、吉利、上海蔚来等整车厂商。
旭升股份	公司成立于 2003 年，主要从事压铸成型的精密铝合金汽车零部件和工业铝合金零件的研发、生产、销售，产品主要应用于新能源汽车行业及其他机械制造行业。	公司与特斯拉、采埃孚、麦格纳等国内外著名厂商建立了长期合作关系，与宁德时代、长城汽车、江淮汽车已经开始前期合作。
宜安科技	公司成立于 1993 年，主要从事镁合金、铝合金等轻质合金精密压铸件的研发、设计、生产和销售，主要用于消费电子、LED、医疗器械、汽车零部件、电动工具、工业配件等多个领域。	公司在新能源汽车方面与比亚迪、国轩等一批新能源汽车行业主流客户建立了合作关系，加强与 TKP、HBA、TRW、GKN、吉利、比亚迪、江淮等国际国内知名客户展开全面合作关系。
泉峰汽车	公司成立于 2012 年，主要从事汽车关键零部件的研发、生产、销售，逐步形成了以汽车热交换零部件、汽车传动零部件和汽车引擎零部件为核心的产品体系，公司产品主要应用于中高端汽车。此外，公司还生产部分洗衣机零部件产品。	主要客户包括法雷奥、博世、舍弗勒、博格华纳、康奈可、马勒、麦格纳、西门子、大陆、佛吉亚、联合电子等全球知名一级汽车零部件供应商。
爱柯迪	公司主要从事铝合金汽车精密零部件的研发、生产及销售。公司定位于汽车制造业二级供应商，生产工序涵盖模具设计开发、产品压铸、切边加工、热处理、精密机械加工、表面处理、局部组装等成零部件制造的整个环节。	主要客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商，包括法雷奥、博世、格特拉克、克诺尔、麦格纳、电产以及博格华纳、大陆、马勒、耐世特、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚等。

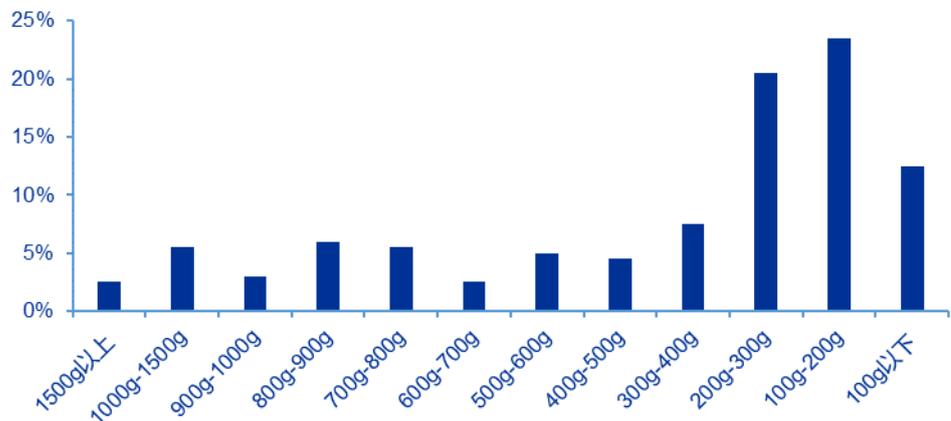
资料来源：各公司招股书/年报，Wind，申万宏源研究

3. 专注高附加值中小件，产能爬坡利润高弹性

3.1 定制化中小件提升附加值，四大壁垒保障高毛利

专注中小件生产，定制化模式提升产品附加值。公司主要产品品类较多，涵盖汽车雨刮、转向系统、发动机系统、传动系统、制动系统等领域，且均为非标产品，依据客户特定的技术参数设计并生产，**具有多品种、小批量、多批次的特点**。通常而言，产品的精度越高，加工难度、耗用的人工及加工费用越高，单位产品的附加值和价值量越大。截至 2017 年，公司 400 克以下产品销售收入占汽车收入比例为 65%以上，相较同行业企业生产产品集中于精度与加工难度更高的中小件，此战略为公司带来更高的单位产品附加值与毛利率。

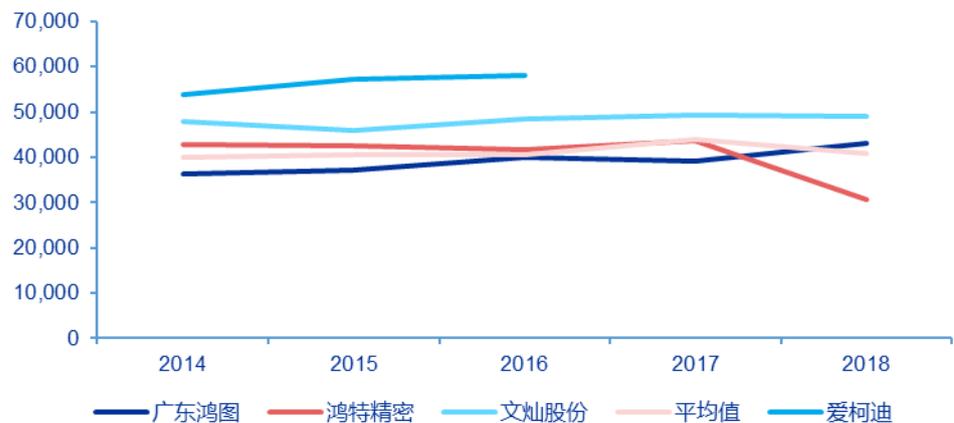
图 23：公司 400g 以下产品占比总营收约 64%



资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

公司产品销售单价远高于行业平均。公司专注中小件的生产，带来了更高的单位产品附加值。2014-2016 年公司每吨产品销售单价为 5.6 万元/吨，远超行业 4 万元/吨的平均单价。

图 24：公司汽车压铸件每吨产品销售单价远高于行业平均（单位：元/吨）



资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究，爱柯迪 2017/2018 产量数据未披露，可比公司吨单价由压铸件类业务营收与销量计算

四大壁垒持续保障公司获得高毛利。

(1) 隐形冠军产品的绝对优势。公司积累了丰富的中小件设计、生产技术，在 400 克以下中小件产品中的全球市占率为 30%，产品渗透到法雷奥、博世、大陆等全球零部件平台，冠军产品的毛利率超过 42%，绝对优势下公司可享受高毛利。

公司前五大客户结构稳定，均为全球汽车零部件巨头平台，且订单集中于高毛利隐形冠军产品，后续盈利水平有保障。2014-2018 年，公司前五大客户基本维持稳定，且各客户的营收绝对额稳步上升。2018 年公司的前五大客户分别为法雷奥、博世、麦格纳、电产和耐世特，均为竞争力强劲的全球汽车零部件巨头，**且订单产品集中于高毛利率的产品。**如公司为法雷奥主要提供雨刮电机壳体、连杆支架，毛利率维持在 40% 以上；为格特拉克（现被麦格纳收购）提供的变速拨叉平均毛利率 38%；为克诺尔提供的单缸盖、双缸盖等制动系统零部件毛利率平均水平达 40%。与海外客户的深度合作，尤其是关于高毛利产品的合作，保障公司后续的盈利水平。

表 9：前五大客户营收基本稳定（单位：万元，%）

2014			2015			2016			2017			2018		
客户	营收	占比	客户	营收	占比	客户	营收	占比	客户	营收	占比	客户	营收	占比
Valeo	3.92	30.22%	Valeo	3.46	23.58%	Valeo	4.16	22.94%	VALEO	4.17	19.20%	VALEO	4.68	18.65%
Getrag	1.20	9.28%	Bosch	1.26	8.61%	Magna	2.33	12.86%	BOSCH	3.98	18.29%	BOSCH	3.98	15.88%
Bosch	0.89	6.88%	Getrag	1.15	7.86%	Bosch	2.06	11.37%	MAGNA	3.09	14.23%	MAGNA	3.58	14.29%
KB	0.76	5.87%	KB	1.00	6.84%	Nexteer	1.49	8.21%	NEXTEER	1.39	6.40%	NIDEC	1.88	7.49%
Magna	0.73	5.64%	Magna	0.96	6.57%	KB	1.05	5.79%	NIDEC	1.35	6.22%	NEXTEER	1.37	5.47%

资料来源：招股说明书，公司公告，Wind，申万宏源研究

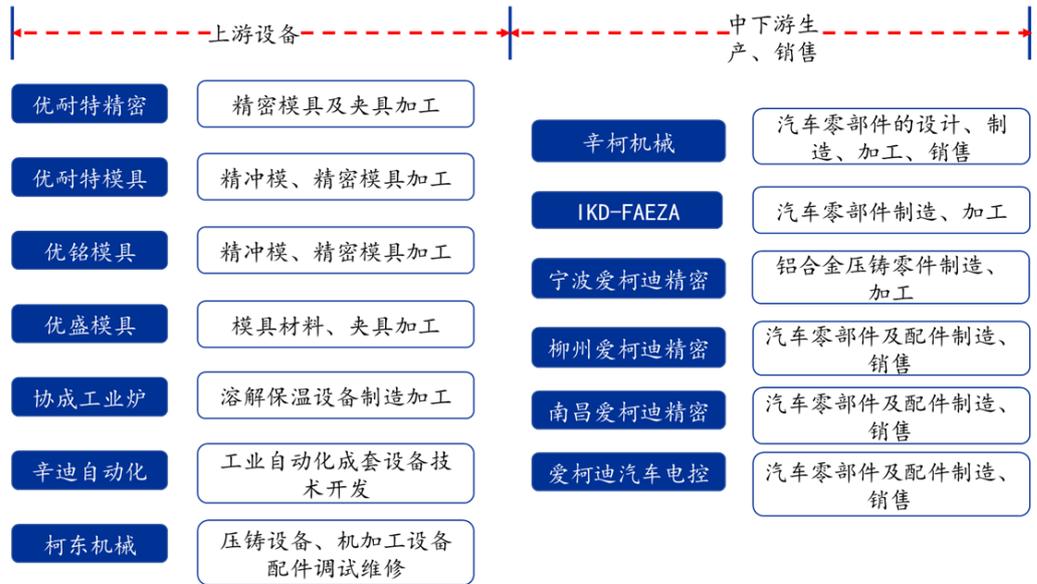
表 10：海外客户订单集中于高毛利产品

所属集团	所属国家\地区	合作历史	主要销售产品类型
Valeo（法雷奥）	墨西哥	2004 年至今	驱动臂、连杆支架
Valeo（法雷奥）	法国	2004 年至今	雨刮电机壳体、连杆支架
Valeo（法雷奥）	波兰	2006 年至今	驱动臂，雨刮电机壳体，连杆支架
Valeo（法雷奥）	墨西哥	2004 年至今	雨刮电机壳体、连杆支架
Getrag（格特拉克）	墨西哥	2012 年至今	变速拨叉
Getrag（格特拉克）	意大利	2010 年至今	变速拨叉
KB（克诺尔）	法国	2007 年至今	单缸盖、双缸盖、盖板制动组合阀、法兰盘
Mahle（马勒）	奥地利	奥地利 2005 年至今	滤清器壳体、涡轮增压器壳体
GKN（吉凯恩）	美国	2010 年至今	后盖板
Bosch（博世）	中国.湖南省	2006 年至今	雨刮电机壳体、支架、启动电机壳体、发电机前后壳体
Bosch（博世）	中国.山东省	2013 年至今	助力转向壳体
Nexteer（耐世特）	中国.江苏省	2007 年至今	助力转向壳体、转向器管柱
Nexteer（耐世特）	中国.广西省	2015 年至今	助力转向壳体
Continental（大陆）	中国.安徽省	2011 年至今	节气门控制阀体
Nidec（电产）	中国.浙江省	2007 年至今	电机壳体、法兰盘
Hutchinson（哈金森）	中国.江苏省	2004 年至今	发动机减震托架
Getrag（格特拉克）	中国.江西省	2011 年至今	变速拨叉

资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

(2) 全产业链布局的生态链工厂模式。汽车铝合金精密压铸件整体性能的关键因素为原材料和后期加工的工艺精度，尤其在铝合金精密压铸件领域，企业的研发、模具设计、原材料管理、熔炼、压铸以及机加工能力有极高的要求。公司深耕行业多年，积累了包括模具、夹具、熔炼炉、保温炉等设备的研发自制技术；各型号产品的设计、开发、加工、工艺参数自动化控制检测等技术，可获得可超越竞争对手的反应速度、精确度及收益。在铝合金压铸中小件领域，具有较高的技术壁垒。

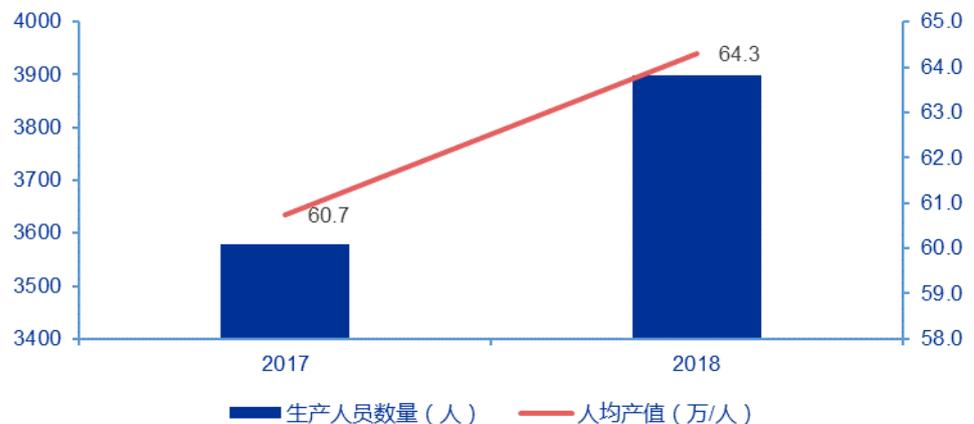
图 25：公司产业链布局完善盈利能力强



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

(3) 全面推进自动化生产，智能制造助力人均产值上行。公司引进国外先进压铸设备，同时将 ERP/MES 软件应用于生产流程，利用智能制造和数字化制造系统全面推进自动化生产。工厂生产效率稳步提高，产品废品率持续降低，按营业收入/生产人员数量口径计算，2017-2018 年公司人均产值由 60.7 万/人上升至 64.3 万/人，未来目标提升到 90 万/人。

图 26：人均产值由 60.7 万/人提升至 64.3 万/人



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

信息管理系统打造“数字工厂”，分业生产模式持续完善工艺。公司运用 MES/ERP 系统，将信息管理系统融入到研发、采购、制造、销售、仓储、物流各个环节中去。在生

产端实现从原材料采购、生产制造、仓储管理的全过程数字化和可追溯化，打造看板实时管理的“数字工厂”。通过生产全流程的数字信息化，原材料采购、质量追溯、成本节约、按时交期各项管理指标持续提升。同时采用分业生产的管理模式，当前主要的 1-5 号生产工厂均有不同专业化分工。其中 1 号工厂主要负责传动系统类零部件生产，2 号工厂负责发动机系统零部件生产，3 号工厂负责雨刮系统，4 号工厂负责工业类铁铸件生产，5 号工厂负责转向系统类零部件生产。除原材料采购、融化、仓储、发运公司集中管理，各生产工厂涵盖压铸至检验包装的所有工序。分业生产有助于提升生产技术人员的研究制造经验，提高设备综合效率（OEE），提升公司总体的生产效率。分业生产促进了各项产品的高毛利水平，技术成熟度较高的 3 号工厂平均毛利率维持在 40% 以上，1,2 号工厂毛利率约为 38%，5 号工厂卖力了达 36%。

图 27：分业生产模式下公司主要工厂专业分工概览

		2014-2017 平均毛利率
1号工厂	传动系统类零部件，如拨叉等	38.09%
2号工厂	汽车发动机系统零部件，如燃油滤清系统、油温控制系统、油泵系统、进气控制系统、润滑系统、皮带张紧轮系统等	38.72%
3号工厂	汽车雨刮系统驱动臂、马达壳体零部件	44.61%
4号工厂	非汽车类零部件（铁铸件）	-
5号工厂	转向系统零部件，转向管柱等	36.00%

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

（4）公司产品系列数量远高于同行业，集合多品类单品形成规模效应。公司主要零部件产品大类 36 种，不同具体型号产品种类达千余种，系列数量远高于行业内其余公司，多品类中小零部件集合形成规模优势，降低公司单品类产品的研发设计难度与生产成本。由于公司单品类带来营收远低于竞争公司，若按产品大类计算，公司单品类平均营收仅为 6600 万元，且产品大类下产品还有定制化细分种类，单品营收更低，同行业竞争对手缺乏切入对应产品领域的动力，公司的竞争壁垒进一步构筑。

表 11：爱柯迪产品系列数量远高于同行业竞争者

公司名称	主要零部件产品类别数	2018 汽车压铸营业收入（亿元）	单品类平均营收（亿元）	产品细分
爱柯迪	36	23.82	0.66	雨刮电机壳体、连杆支架、驱动臂、转向支架、助力转向壳体等
泉峰汽车	12	10.24	0.85	气缸体组件和斜盘、换挡轴、定子、盘毂、张紧臂、转向齿轮等
旭升股份	7	8.68	1.24	变速箱箱体、电动机固定架、电子元件保护外壳、

电池组模块等

宜安科技	3	3.28	1.09	高强汽车避震支架、汽车连接器、镁合金摩托车轮毂
派生科技	9	14.75	1.64	油底壳总成、下缸体、变速箱外延室总成、差速器等
文灿股份	10	16.11	1.61	发动机缸体、空调压缩机、滤清器壳体、变速箱零件等

资料来源：各公司公告，Wind，申万宏源研究

3.2 单车价值量提升 4 倍，打开长期发展空间

持续加大市场开拓，产品品类与新客户双双拓展。公司持续寻求市场开拓，针对新老客户及产品制定不同发展战略。

第一，以隐形冠军产品为着力点，针对已有核心客户，稳步提升产品渗透率，进而提升单车价值量，有 4 倍增长空间。全球汽车景气周期下行期间，部分中小压铸企业因规模较小无法有效摊薄固定成本，亏损下逐步退出行业。公司在现有稳定供应的核心客户中，有望凭借隐形冠军产品（雨刮系列）的绝对优势，提升核心客户处的单车价值量，可从 300 元提升到 1200 元，4 倍的增长。以 2018 年数据为例，公司在第一大客户法雷奥的总收入为 4.68 亿，占公司总收入的比例为 18.65%，但只占法雷奥铝合金产品收入的 2% 左右，未来将加大转向系统、发动机系统、传动系统及制动系统的轻量化产品，单车价值量可从 300 元提升到 1200 元。

第二，发挥全球零部件平台二供的核心优势，拓展新能源零部件的配套能力。随着传统龙头车企逐步布局新能源车，顶级 Tier 1 供应商在新能源汽车领域的零部件需求上升。公司及时把握全新品类产品订单出现的机会，先后获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机的新能源车项目订单。公司新进 2500 吨压铸机，跟随原有客户（麦格纳）进军新能源领域配套中件产品，单车价值量持续提升，公司已经获得大众 meb 减速机的订单，有望成为 2021 年后新的盈利增长点。

第三，拓展新领域潜在客户。公司当前基本覆盖第一梯队的 Tier 1 零部件供应商，后续有望进一步开发尚未覆盖的后续梯队零部件供应商，或开发诸如雪地车等新的专用车领域的潜在配套客户。

表 12：公司汽车类压铸件在客户与产品双重拓展下稳步提升（单位：万元）

产品分类	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
汽车雨刮系统零部件	4.24	4.24	4.95	5.58	5.95	6.78	7.64	9.18
汽车转向系统零部件	1.89	2.48	3.41	4.26	4.90	5.64	6.55	8.11
汽车发动机系统零部件	1.81	2.39	2.93	3.72	4.30	4.91	5.71	7.00
汽车传动系统零部件	2.11	2.28	2.74	3.35	4.26	4.88	5.65	6.94

汽车制动系统零部件	0.78	1.03	1.14	1.50	1.70	1.95	2.25	2.75
汽车其它系列零部件	1.45	1.50	1.95	2.37	2.71	2.96	3.40	4.27
合计	12.28	13.91	17.11	20.78	23.82	27.12	31.19	38.26

资料来源：申万宏源研究，2017 年及以后数据均为测算所得

3.3 未来 2 年募投项目推进，产能爬坡带来利润弹性

2014-2017 年，公司下游订单饱满产销率持续上升，尤其 2017 年达 102%，产能不足成为限制公司增长的主要核心瓶颈。

图 28：公司下游订单需求饱满产销比例高



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 29：截至 2017 年公司产能利用率接近饱和

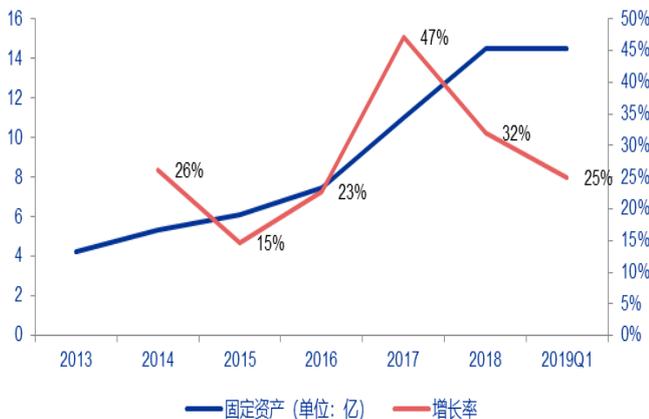


资料来源：招股说明书，Wind，申万宏源研究

随后，公司推进重大募投项目生产，截至 2018 年底，投资进度基本过半，技术研发项目接近竣工，并且新增新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目。但由于 2018 年国内车市产销量承压，加之产能逐步释放，公司当前产销率已下滑至 70% 左右。

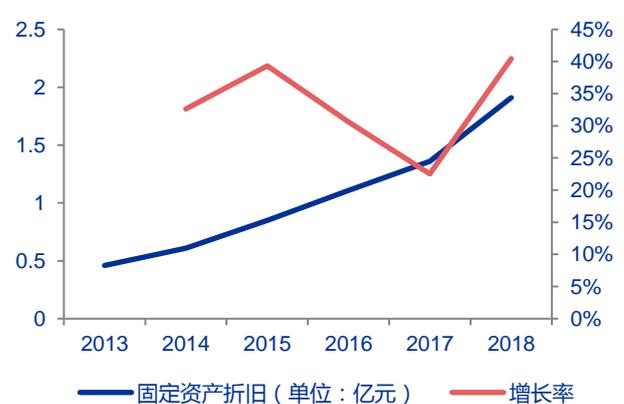
2017-2019Q1 产能扩展速度加快，加之公司在会计上采取严格的折旧政策，导致 2018 年毛利率下滑严重。2016-2018 期间，公司产能从 7.5 亿元提升到 14.5 亿元，几乎翻倍，同时，公司采取了相对严格的折旧政策，对固定资产设备采取了 6 年折旧期限，因此固定资产折扣金额大幅提升（2017 年为 1.36 亿，2018 年为 1.91 亿，同比增长 40%）。因此 2018 年公司毛利率下滑 5.77 个 pct。

图 30：2017-2019Q1 产能扩展速度加快



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：2018 年固定资产折旧增长 40%



资料来源：Wind，申万宏源研究

我们判断募投项目将会从 2019 年开始逐步释放，未来 2 年产能利用率将从当前 70% 提升到 90%，预计到 2020 年达产后，可带来 16.75 亿营收增量，毛利率逐步回升到合理水平，对应 5.84 亿毛利润增量，按照平均净利率计算，对应 62% 的利润弹性。主要包括：6500 万件铝合金精密压铸件产能充分达产后预计可实现年销售收入 11.05 亿元，毛利润总额约 3.87 亿元；4,000 万件汽车雨刮系统铝合金精密压铸件的年销售收入 3.2 亿元，毛利润总额 1.22 亿元；2,000 万件汽车类铝合金精密压铸件和 500 万件工业类金属精密加工件的机加工的销售收入可实现销售收入 2.5 亿元，毛利润总额 0.75 亿元。

表 13：公司重大投资项目概况及进度

项目	项目概要	计划投资额 (万元)	累计投入 (万元)	募集资金对应的 本年度实现的 效益(万元)	2018 年累 计投资进 度	预计增加 产能(万 件)
汽车精密压铸加工件改扩建项目	新增 6500 万件汽车铝合金精密压铸件产能，产品包括转向系统、发动机系统、传动系统、制动系统等，项目建设期 24 个月	100,869	63,376.69	9,116.51	62.83%	6,500
汽车雨刮系统零部件建设项目	新增 4000 万件汽车雨刮系统铝合金精密锻件产能，项目建设期 24 个月	27558	15182.29	2,502.35	55.09%	4,000
精密金属加工件建设项目	新增 2000 万件汽车类铝合金精密压铸件和 500 万件工业类精密加工件，项目建设期 24 个月	18,393	6906.76	235.8	37.55%	2,500
技术研发中心建设项目	主要面向研发，不直接贡献新增产能	7247	6859.51	-	94.65%	-
新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目	-	-	5704.18	-	-	-

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

汽车轻量化稳步推进，公司长期增长由汽车类铝合金压铸件主业持续推动。随着公司募投项目 1.3 亿件产能在未来 2 年的逐步释放，结合下游汽车产销量边际回暖，订单需求改善。我们预计 2019-2021 年公司实现营业收入 28.5、32.8 和 40.2 亿元，同比增速 13.6%、15.2% 和 22.5%；实现归母净利润 5.4 亿元、6.2 亿元和 7.6 亿元，同比增速 14.6%、14.6%、24.1%，对应估值为 12 倍、11 倍和 9 倍。

采取相对法进行估值，当前可比公司平均 PE (TTM) 为 27 倍。公司作为行业中盈利能力第一梯队的公司，14 倍 PE 相对行业平均存在 93% 的低估，存在上涨空间。2019 年可比公司平均动态 PE 为 17 倍，预计公司 2019 年 PE12 倍，存在 42% 的上行空间。首次覆盖，综合评估后给予“买入”评级。

表 14：行业内可比公司估值

股票代码	公司名称	截至 6 月 6 日股价	EPS-ttm	PE-ttm	EPS-2019E	PE-2019E
------	------	--------------	---------	--------	-----------	----------

002101.SZ	广东鸿图	7.09	0.62	11	0.68	10.4
603305.SH	旭升股份	23.30	0.69	34	0.96	24.3
603348.SH	文灿股份	19.52	0.54	36	-	-
	平均值		0.61	27	0.82	17.4
600933.SH	爱柯迪	7.53	0.52	14	0.63	12.0

资料来源：Wind，申万宏源研究，可比公司 2019 年 EPS 采用 Wind 一致预测

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,175	2,507	2,847	3,280	4,019
营业总成本	1,596	1,976	2,229	2,556	3,101
营业成本	1,305	1,649	1,844	2,110	2,569
税金及附加	20	22	25	29	36
销售费用	87	101	115	132	162
管理费用	167	244	258	297	341
财务费用	12	-45	-15	-16	-14
资产减值损失	6	5	2	4	8
公允价值变动损益	-9	0	0	0	0
投资收益	5	36	36	36	36
汇兑收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	10	6	8	8
营业利润	582	577	660	767	961
营业外收支	35	27	33	31	30
利润总额	617	604	693	799	991
所得税	142	129	149	175	218
净利润	474	475	544	623	773
少数股东损益	9	6	7	8	11
归属于母公司所有者的净利润	466	468	536	615	763

资料来源：申万宏源研究，管理费用含研发

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,881	2,843	3,413	4,066	5,079
现金及等价物	965	962	1,653	1,976	2,782
应收款项	609	721	730	826	989
存货净额	355	474	462	529	645
其他流动资产	951	687	567	735	663
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,157	1,559	1,583	1,656	1,643
无形资产及其他资产	438	453	447	441	435
资产总计	4,475	4,856	5,443	6,164	7,158
流动负债	486	539	582	669	807
短期借款	13	0	4	6	3
应付款项	456	495	554	634	772
其它流动负债	17	43	24	29	32
非流动负债	404	436	436	436	436
负债合计	890	975	1,019	1,105	1,244
股本	845	850	850	850	850
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750
其他综合收益	2	7	7	7	7
盈余公积	131	179	234	297	376
未分配利润	798	1,024	1,505	2,068	2,835
少数股东权益	59	71	78	87	97
股东权益	3,585	3,881	4,424	5,059	5,914
负债和股东权益合计	4,475	4,856	5,443	6,164	7,158

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	474	475	544	623	773
加：折旧摊销减值	201	285	169	192	211
财务费用	12	-4	-15	-16	-14
非经营损失	-14	14	-36	-36	-36
营运资本变动	-32	-308	59	-87	-149
其它	0	7	100	-162	75
经营活动现金流	642	468	821	525	943
资本开支	503	651	185	255	185
其它投资现金流	-885	332	32	32	32
投资活动现金流	-1,388	-319	-153	-223	-153
吸收投资	1,523	41	0	0	0
负债净变化	13	-13	4	1	-2
支付股利、利息	181	203	-15	-16	-14
其它融资现金流	-121	-12	0	0	0
融资活动现金流	1,233	-187	20	17	12
净现金流	470	-24	688	319	802

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.55	0.63	0.72	0.90
每股经营现金流	0.76	0.55	0.97	0.62	1.11
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.15	4.48	5.11	5.83	6.73
关键运营指标(%)					
ROIC	13.7	10.5	16.3	17.1	21.1
ROE	13.2	12.3	12.3	12.4	13.1
毛利率	40.0	34.2	35.2	35.7	36.1
EBITDA Margin	35.2	29.4	29.7	29.6	29.4
EBIT Margin	26.2	18.2	23.8	23.9	24.3
收入同比增长	20.0	15.3	13.6	15.2	22.5
净利润同比增长	-3.6	0.6	14.6	14.6	24.1
资产负债率	19.9	20.1	18.7	17.9	17.4
净资产周转率	0.81	0.68	0.70	0.70	0.75
总资产周转率	0.61	0.54	0.55	0.57	0.60
有效税率	23.3	22.8	22.7	23.0	22.8
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	14.2	14.1	12.0	11.0	9.0
P/B	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/Sale	3.5	3.0	2.4	2.0	1.4
EV/EBITDA	9.8	10.3	8.2	6.8	4.9

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。