天风证券 TF SECURITIES

爱柯迪（600933）

证券研究报告
2019 年 10 月 31 日

盈利能力持续改善 长期成长性不改

事件：公司发布 19 年 3 季报：公司前三季度实现营收 19.3 亿元，同比增长 2.9%；实现归母净利润 2.94 亿元，同比下降 19.8%。

事件点评：

业绩符合预期。由于公司主要客户以全球零部件巨头为主，收入端受国内车市影响较小，前三季度实现 19.3 亿元，同比增长 2.9%。但由于公司正处于 IPO 扩产后的释放期，毛利率承压，同比下降 0.5 个百分点至 33.8%，三费费用率同比上升 3.5 个百分点至 13.6%。三季度公司实现归母净利润 2.94 亿元，下降 19.8%，扣非归母净利 2.80 亿元，同比下降 13.0%。

盈利能力持续恢复，汇兑损益影响公司短期业绩。公司 19Q3 实现营收 6.73 亿元，同比增长 6.2%，环比增长 8.0%，创历史新高。得益于产能的逐步释放，公司 19Q3 毛利率同比、环比分别提升 2.6、4.1 百分点至 35.6%。由于汇率波动，19Q3 三费费用率同比、环比上升 8.6、2.3 个百分点至 12.9%。其中需要关注两点汇率对公司业绩带来的负面影响：**1）公允价值变动：**由于汇率波动导致未交割远期结售汇、外汇期权未实现的亏损增加，19Q3 共亏损约 0.41 亿，较 18Q3 的 0.06 亿和 19Q2 的 0.11 亿大幅提升；**2）财务费用变动：**由于汇兑损益波动，18Q3、19Q2、19Q3 财务费用分别为-0.55、-0.29、-0.18 亿。若剔除这两大因素的影响，公司 19Q3 归母净利润（剔除后）可达 1.15 亿元，同比提升 36.9%，环比提升 26.4%。

重视公司 4 大核心驱动力：1）重视管理能力：公司具备全球优秀的精益生产管理能力。在不景气的背景下，公司同时供应上千种产品，19Q1-Q3 仍能维持 33.8%毛利率和 15.7%净利率。目前除 ERP 等管理系统外，公司合作建设的 MES 和 WMS 系统的也逐步落地，并成功自主研发 5S 精细化管理平台，有望再次提升管理效率。**2）重视产品质量与品质：**拥有全球龙头客户，熨平波动周期。法雷奥、博世、麦格纳等全球 TOP15 零部件 Tier1 巨头多数为公司的客户；并新拓展上汽集团、联合电子等国内巨头。**3）重视新业务&新产品：**公司新能源轻量化工厂有望年底竣工。在此新的领域内，公司已获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机、李尔等项目，有望打开长期的高增长空间。**4）重视 ROE 的拐点：**公司 ROE 由 IPO 前 16 年的 31.1%降至 18 年的 12.8%，处于产能投资期。我们预计随行业转暖带动产能达产，ROE 有望拐点向上。

投资建议：

汽车轻量化大趋势下，公司有望凭借超强客户粘性+精准产品切入，优享汽车轻量化红利，并实现出口替代。驱动估值提升。预计公司 19-20 年归母净利润分别为 4.3、5.7 亿元，对应 EPS 0.51、0.66 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：汽车销量不及预期、汇率大幅波动、募投项目进展不及预期等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,174.61	2,507.47	2,701.71	3,077.13	3,536.34
增长率(%)	19.98	15.31	7.75	13.90	14.92
EBITDA(百万元)	727.28	821.34	570.65	719.65	843.31
净利润(百万元)	465.53	468.19	434.83	566.14	677.89
增长率(%)	(3.61)	0.57	(7.13)	30.20	19.74
EPS(元/股)	0.54	0.55	0.51	0.66	0.79
市盈率(P/E)	20.30	20.18	21.73	16.69	13.94
市净率(P/B)	2.68	2.48	2.28	2.08	1.88
市销率(P/S)	4.35	3.77	3.50	3.07	2.67
EV/EBITDA	16.33	6.55	13.74	10.65	8.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.02 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	857.50
流通 A 股股本(百万股)	267.15
A 股总市值(百万元)	9,449.69
流通 A 股市值(百万元)	2,943.97
每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	23.19
一年内最高/最低(元)	11.53/7.44

作者

邓学 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com
娄周鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《爱柯迪-半年报点评:上半年业绩符合预期 重视 4 大核心驱动力》2019-08-22
2 《爱柯迪-年报点评报告:业绩稳步增长 新领域有望打开新成长空间》2019-03-29
3 《爱柯迪-年报点评报告:2017 年业绩符合预期 受益轻量化业绩可期》2018-04-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	963.27	956.07	1,524.16	1,790.85	2,188.77
应收票据及应收账款	569.13	668.74	575.82	707.52	767.34
预付账款	2.48	1.05	4.65	1.33	5.00
存货	355.49	474.09	448.10	572.14	599.32
其他	990.19	743.53	606.80	805.69	719.24
流动资产合计	**2,880.56**	**2,843.48**	**3,159.54**	**3,877.55**	**4,279.68**
长期股权投资	0.00	0.39	0.39	0.39	0.39
固定资产	1,099.00	1,449.90	1,459.30	1,469.97	1,468.40
在建工程	58.04	109.33	101.60	108.96	95.37
无形资产	210.90	209.50	203.76	198.02	192.29
其他	226.76	243.14	153.44	78.63	76.47
非流动资产合计	**1,594.70**	**2,012.26**	**1,918.48**	**1,855.97**	**1,832.92**
资产总计	**4,475.26**	**4,855.74**	**5,078.02**	**5,733.51**	**6,112.60**
短期借款	12.97	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	351.26	419.49	367.35	562.02	482.39
其他	122.09	119.33	102.18	136.58	109.50
流动负债合计	**486.32**	**538.82**	**469.53**	**698.60**	**591.89**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	403.73	436.34	387.76	409.28	411.13
非流动负债合计	**403.73**	**436.34**	**387.76**	**409.28**	**411.13**
负债合计	**890.05**	**975.16**	**857.29**	**1,107.88**	**1,003.02**
少数股东权益	58.65	70.76	76.31	84.91	94.35
股本	845.44	850.38	857.50	857.50	857.50
资本公积	1,750.11	1,779.38	1,779.38	1,779.38	1,779.38
留存收益	2,679.53	2,982.54	3,286.92	3,683.22	4,157.74
其他	(1,748.53)	(1,802.49)	(1,779.38)	(1,779.38)	(1,779.38)
股东权益合计	**3,585.21**	**3,880.57**	**4,220.73**	**4,625.63**	**5,109.59**
负债和股东权益总	**4,475.26**	**4,855.74**	**5,078.02**	**5,733.51**	**6,112.60**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2,174.61**	**2,507.47**	**2,701.71**	**3,077.13**	**3,536.34**
营业成本	1,304.74	1,649.22	1,802.15	2,008.64	2,292.69
营业税金及附加	20.21	22.15	24.32	27.83	31.68
营业费用	86.82	100.98	97.26	107.70	120.24
管理费用	109.03	142.03	156.70	169.24	190.96
研发费用	57.76	102.33	135.09	138.47	159.14
财务费用	11.68	(45.12)	(17.55)	(23.45)	(28.16)
资产减值损失	6.13	4.66	5.81	5.54	5.34
公允价值变动收益	(8.85)	0.26	(3.82)	0.23	1.12
投资净收益	5.38	35.78	30.00	32.00	35.00
其他	0.26	(81.74)	(52.36)	(64.47)	(72.23)
营业利润	**581.44**	**576.91**	**524.12**	**675.40**	**800.58**
营业外收入	35.90	30.07	50.00	45.00	40.00
营业外支出	0.81	3.10	1.47	1.79	2.12
利润总额	**616.52**	**603.88**	**572.66**	**718.61**	**838.46**
所得税	142.09	129.22	131.98	143.72	150.92
净利润	**474.43**	**474.66**	**440.67**	**574.88**	**687.54**
少数股东损益	8.90	6.47	5.84	8.75	9.65
归属于母公司净利润	**465.53**	**468.19**	**434.83**	**566.14**	**677.89**
每股收益（元）	0.54	0.55	0.51	0.66	0.79

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	474.43	474.66	434.83	566.14	677.89
折旧摊销	194.92	279.85	64.08	67.71	70.89
财务费用	12.30	(4.02)	(17.55)	(23.45)	(28.16)
投资损失	(5.38)	(35.78)	(30.00)	(32.00)	(35.00)
营运资金变动	(868.32)	(30.98)	226.64	(127.85)	(106.55)
其它	812.58	(215.50)	2.02	8.98	10.77
经营活动现金流	**620.54**	**468.22**	**680.02**	**459.52**	**589.83**
资本支出	343.80	565.46	108.58	58.48	48.15
长期投资	0.00	0.39	0.00	0.00	0.00
其他	(1,731.92)	(884.86)	(137.54)	(104.78)	(64.63)
投资活动现金流	**(1,388.12)**	**(319.01)**	**(28.96)**	**(46.30)**	**(16.48)**
债权融资	12.97	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,376.02	54.63	47.78	23.45	28.16
其他	(134.30)	(241.41)	(130.74)	(169.99)	(203.58)
筹资活动现金流	**1,254.70**	**(186.78)**	**(82.96)**	**(146.53)**	**(175.42)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**487.11**	**(37.57)**	**568.09**	**266.69**	**397.92**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.98%	15.31%	7.75%	13.90%	14.92%
营业利润	-3.77%	-0.78%	-9.15%	28.86%	18.53%
归属于母公司净利润	-3.61%	0.57%	-7.13%	30.20%	19.74%
获利能力					
毛利率	40.00%	34.23%	33.30%	34.72%	35.17%
净利率	21.41%	18.67%	16.09%	18.40%	19.17%
ROE	13.20%	12.29%	10.49%	12.47%	13.52%
ROIC	37.42%	17.37%	14.57%	20.55%	23.01%
偿债能力					
资产负债率	19.89%	20.08%	16.88%	19.32%	16.41%
净负债率	-26.51%	-24.64%	-36.11%	-38.72%	-42.84%
流动比率	5.92	5.28	6.73	5.55	7.23
速动比率	5.19	4.40	5.77	4.73	6.22
营运能力					
应收账款周转率	4.31	4.05	4.34	4.80	4.80
存货周转率	6.55	6.05	5.86	6.03	6.04
总资产周转率	0.61	0.54	0.54	0.57	0.60
每股指标（元）					
每股收益	0.54	0.55	0.51	0.66	0.79
每股经营现金流	0.72	0.55	0.79	0.54	0.69
每股净资产	4.11	4.44	4.83	5.30	5.85
估值比率					
市盈率	20.30	20.18	21.73	16.69	13.94
市净率	2.68	2.48	2.28	2.08	1.88
EV/EBITDA	16.33	6.55	13.74	10.65	8.63
EV/EBIT	20.25	8.62	15.48	11.75	9.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com