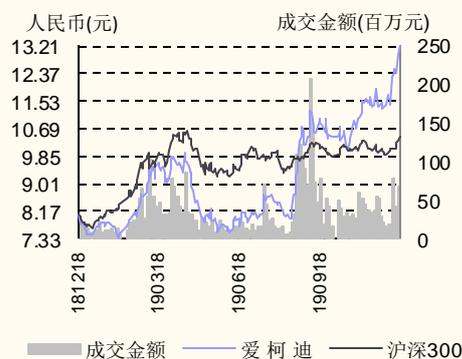


市场价格 (人民币): 13.24 元

目标价格 (人民币): 17.75 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.58
已上市流通 A 股(亿股)	2.67
总市值(亿元)	113.53
年内股价最高最低(元)	13.24/11.31
沪深 300 指数	4042
上证指数	3022



精益化制造+优秀管理铸就铝制精密小件龙头

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,175	2,507	2,631	2,920	3,323
营业收入增长率	19.98%	15.31%	4.93%	10.98%	13.81%
归母净利润(百万元)	466	468	463	525	616
归母净利润增长率	-3.61%	0.57%	-1.18%	13.38%	17.34%
摊薄每股收益(元)	0.551	0.551	0.540	0.612	0.718
每股经营性现金流净额	0.73	0.55	0.71	0.73	0.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.20%	12.29%	11.35%	11.92%	12.77%
P/E	27.91	13.91	24.54	21.64	18.44
P/B	3.68	1.71	2.79	2.58	2.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司系汽车铝压铸精密件龙头, 优秀管理能力+精益化制造构筑竞争优势。**公司以附加值高的非标定制小件起家, 优势雨刮产品全球市占率达 30%。优质而集中度高的客户结构 (绑定法雷奥、博世等全球一级供应商巨头, 前五客户营收占比超 6 成), 使得毛利率长期维持在 30% 以上的较高水平。公司核心优势在两点, 一是管理出色, 5 次股权激励计划有力凝聚员工积极性, 人员结构稳定; 二是制造优势, 通过精益化生产抵御行业下行压力。
- **入局轻量化赛道, 受益于铝压铸行业头部化趋势。**轻量化大势所趋, 符合传统车降油耗需求、电动车提续航指引。2025 年国内、欧美地区车用铝合金市场空间有望达 2996、3460 亿元, 年均增速分别为 5.6%、9.9%。以公司仍维持当前业务结构测算, 由铝制件市场增长带来的年均复合增速约 7.1%。目前铝压铸行业为容纳千余家企业的红海市场, 对标海外成熟企业, 营收规模基本为百亿级, 以公司为代表的头部企业仍有较大增长空间。
- **短期盈利端将改善, 长期新能源车产品打开新增长空间。**短期盈利水平有望修复, 公司采用较为激进的折旧年限 (房屋及建筑物少于行业 3~15 年, 机器设备少于行业 2~7 年), 与毛利率具强相关性的折旧摊销在 2H2018 达到高峰 (同比增长 56%) 后, 1H2019 同比增速下降至 44%, 毛利率有望回升企稳。长期看, 加速布局的新能源业务可期, 工厂预计于 2020 年 6 月竣工投产。目前已获博世、大陆、联合电子、麦格纳等客户订单, 产品涵盖铝合金电池包、电控及电机外壳等。

投资建议

- 公司深耕车用铝压铸小件, 优秀管理能力+精益化制造构建竞争优势, 短期盈利水平有望随折旧摊销压力降低而回升企稳, 长期新能源产品打开新增长空间。预计 2019-2021 年归母净利润为 4.63、5.25、6.16 亿元, 对应 2019-2021 年 EPS 为 0.54/0.61/0.72 元, 给予目标价 17.75 元, 对应 2020 年 29 倍 PE, 首次覆盖, “买入”评级。

风险提示

- 汽车销量增速减缓风险; 新能源汽车产销量增速不达预期; 贸易战影响; 汇率波动风险; 原材料价格波动; 整车厂降价压力超预期, 行业竞争激烈; 限售股解禁对公司形成压力。

陈晓 联系人
chenxiao@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

总论：短期折旧摊销高峰已过，长期看新能源产品增量

核心观点：优秀管理能力+精益化制造铸就铝合金精密压铸小件“隐形冠军”，汽车行业弱复苏下的强龙头。

- **汽车压铸小件领域一枝独秀。**公司深耕汽车铝合金压铸件，利润规模居行业第一。其产品结构以精密小件为主，具多品种、小批量、多批次特征，产品技术要求高，附加价值大。且公司实控人系职业经理人出身，注重公司管理，5次股权激励计划有力凝聚员工积极性，人员结构稳定。
- **行业低盈利水平.vs 公司的高盈利水平。**公司行业类属传统加工制造业，处于“微笑曲线”底部，总体毛利率水平较低。而公司定位附加值高的精加工小件，客户优质（对接法雷奥、博世等全球一级供应商巨头）而集中度高（前五客户营收占比超6成），并通过改进生产工艺、缩短生产流程、推进精益化生产等方式构筑产线优势，近年来毛利率水平维持在30%+。2018年公司压铸件业务实现营收24.47亿元，毛利率33.5%，高于同行平均水平5.6pct。
- **国内乘用车行业下行.vs 公司的稳定增长。**公司成长性大于行业，2014-2018年营收增长93%，归母净利润增长83%，同期国内乘用车销量增长20%。2019年1-11月国内乘用车销量同比下滑11%，而公司通过全球化业务布局，有效抵御单一市场汽车下行风险，营收在中、美、欧三地三分天下，在二、三季度实现逆市增长（Q2+4.2%、Q3+6.2%），Q3归母净利润在剔除汇率波动后达1.15亿元，同比+37%，环比+26%。
- **行业内普遍的现金吃紧.vs 公司充足的现金盈余。**现阶段零部件企业普遍现金流紧缺，而公司现金充足（1H2019现金流量利息保障倍数达327.5 VS 行业平均197.9），经营性现金流量净额创新高。截止19Q3经营活动产生现金流量净额达7.55亿元，账上现金充足达15.63亿元。随未来资本开支减少及毛利率回升，公司现金水平有望进一步提升。充足的现金流保障公司逆周期拓展新品、进一步扩大市场份额的能力。
- **行业增长的不确定性.vs 公司增长的确定性。**在全球乘用车增速停滞甚至为负背景下，主机厂传导压力至上游零部件厂，2019年初至今汽零板块EPS降幅达24%，除部分细分领域外行业整体承压。公司凭借优秀的管理能力和精益化制造工艺，能有效抵御行业年降压力，维持高盈利水平，且公司在新能源产品上量+轻量化渗透率提升大逻辑下，增长具较高确定性。

我们为何建议关注爱柯迪？

- **短期：盈利端即将改善。**公司资本开支及折旧摊销高峰期已过，盈利水平有望修复。公司资本开支在2018Q4达到高峰（单季1.87亿元），2019年以来下降显著（2019Q3单季仅0.59亿元）。而折旧摊销在2H2018达到高峰（同比增长56%），1H2019公司折旧摊销同比增速下降至44%。
- **长期：新能源车产品打开新增长空间。**公司加速布局新能源汽车铝合金压铸件领域，相关厂房计划投入3.6个亿，预计于2020年6月竣工投产。目前已获博世、大陆、联合电子、麦格纳等客户订单，产品涵盖铝合金电池包（合作）、电控及电机外壳等。
- **铝压铸行业：未来将向头部集中。**我国有3000多家压铸企业，大多规模较小，且定位不同的产品及客户，未来将是各公司业务重叠增大、竞争加剧的过程。而对标海外成熟铝铸件企业，营收规模基本为百亿级，头部企业仍有较大的规模增长空间。公司目标在于进一步提升雨刮系统、转向系统零部件等原有优势产品市占率，压铸件业务营收、固定资产规模均居行业前列，深度绑定全球优质一级供应商，竞争优势明显。
- **轻量化趋势：渗透率有望进一步提升。**轻量化大势所趋，符合传统车降油耗需求、电动车提续航指引（汽车减重10%，乘用车能效提升3.3%+，新能源乘用车提升约6.3%+）。2025年国内、欧美地区车用铝合金市场空间有望达2996、3460亿元，年均增速分别为5.6%、9.9%。若公司仍维持当前业务结构，由铝制件市场增长带来的年均复合增速约7.1%。

内容目录

总论：短期折旧摊销高峰已过，长期看新能源产品增量	2
核心观点：优秀管理能力+精益化制造铸就铝合金精密压铸小件“隐形冠军”，汽车行业弱复苏下的强龙头。	2
我们为何建议关注爱柯迪？	2
公司概览：稳扎稳打、精耕细作的铝合金压铸件龙头	5
产品结构以精密小件为主（多品种、小批量、多批次），发力新能源产品	5
客户优质而集中度高，在手订单充裕	9
财务稳健，盈利能力较强，现金流充沛，经营效率高	11
目前时点：背靠千亿铝压铸市场，公司具制造+管理优势	13
车市下行，而轻量化趋势下车用铝制件增长具确定性	13
国内铝压铸行业分散，未来将向头部集中	15
优秀管理能力+精益化制造构建竞争优势	17
短期：折旧摊销高峰期已过，盈利水平有望大幅修复	19
长期：新能源产品打开新增长空间	21
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议及估值	24
风险提示	25

图表目录

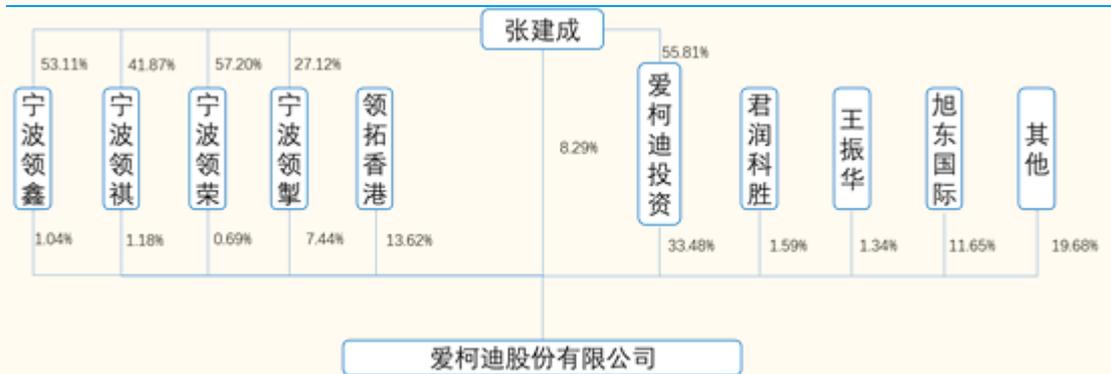
图表 1：公司股权结构稳定，员工持股平台占总股本的 10.4%	5
图表 2：产品结构中 95%应用于汽车	5
图表 3：各类业务营收保持稳定增长	6
图表 4：公司产品种类多样，综合毛利率水平维持在 30%以上	6
图表 5：小件铝合金精密件具有高毛利属性	7
图表 6：公司压铸件业务营收规模不输大件的同业公司	8
图表 7：公司毛利率高于行业	8
图表 8：雨刮系统产品为公司拳头产品	8
图表 9：雨刮电机壳体产品约占全球市场份额 30%	8
图表 10：液压转向装置全球市场份额向 Tier 1 集中	9
图表 11：海外和国内营收对比（百万）	9
图表 12：公司营收增速表现出稳健上升的态势	9
图表 13：账期较为稳定而回款周期短，应收账款周转率较优	10
图表 14：营收前五名客户历年占总营收比例	10
图表 15：公司在手订单充裕	10
图表 16：近年公司营业收入（百万元）及增长率	11
图表 17：近年公司归母净利润（百万元）及增长率	11

图表 18: 毛利率变化.....	11
图表 19: 三费占营收比例变化.....	11
图表 20: 经营活动现金流量净额 (百万)	12
图表 21: ROE 对比.....	12
图表 22: 2019 年以来汽车零部件行业上市公司 EPS 出现明显下降.....	13
图表 23: 分地区汽车销量增速.....	13
图表 24: 政策设定排放计划.....	14
图表 25: 新能源汽车轻量化的能效提升效果相比汽油、柴油车更为显著.....	14
图表 26: 碳纤维成本最高, 镁、铝合金次之 (美元/kg)	14
图表 27: 预计铝合金在车身和结构件上渗透率不断提升.....	14
图表 28: 欧美地区汽车铝制件市场空间.....	15
图表 29: 2025 年国内车用铝合金市场空间 (亿元)	15
图表 30: 国外压铸企业规模明显高于国内 (亿元)	16
图表 31: 各汽车压铸件生产企业产品.....	16
图表 32: 公司股权激励凝聚积极性.....	17
图表 33: 工厂产品分布.....	17
图表 34: 固定资产周转率优于同业平均水平.....	17
图表 35: 公司与铝压铸同业存货周转率相当.....	17
图表 36: 存货周转天数变化.....	18
图表 37: 公司打造 5G+数字化工厂.....	18
图表 38: 折旧摊销和毛利水平表现出强相关性.....	19
图表 39: 公司在建工程转固在 2017 年迎来高峰.....	19
图表 40: 公司采用更激进的折旧方法.....	19
图表 41: 资本开支 (百万) 自 2019 年以来下降明显.....	20
图表 42: 公司折旧摊销高峰期已过.....	20
图表 43: 公司在建工程大部分接近完工, 后续资本开支小.....	20
图表 44: 毛利率有望随产能利用率景气回升.....	20
图表 45: 新能源汽车行业增长趋势明确.....	21
图表 46: 轻量化可以有效缓解新能源汽车的里程焦虑.....	21
图表 47: 分产品收入预测.....	23
图表 48: 可比公司估值比较 (市盈率法)	24

公司概况：稳扎稳打、精耕细作的铝合金压铸件龙头

- **公司汽车压铸件起家，实际控制人为职业经理人出身管理经验丰富。**公司前身为宁波优耐特压铸有限公司，最初在 2003 年 12 月由国合旭东（持股 51%）、APM、山森洋子、山森文雄共同设立。历经多次股权变动，2011 年国企管理层出身的张建成出资 1305 万元认购 4.1% 股份首次成为股东，2015 年公司第九次增资后张建成直接持有 10.5% 股份，2015 年 8 月 4 日公司整体变更设立为股份有限公司。公司自成立以来深耕于汽车铝合金压铸件，营收规模居行业前列（2018 年 25 亿）、利润规模居行业第 1（2018 年归母净利润 4.7 亿元），总市值近百亿。
- **股权结构稳定。**公司股权结构稳定，具有管理层持股传统，实控人及董事长张建成直接/间接持有公司 57.5% 股权，此外，员工持股平台——宁波领掣、宁波领祺、宁波领鑫、宁波领荣合计持股 10.4%，从 2018 年至今共实行 5 次股权激励计划，占总股本的 1.4%。

图表 1：公司股权结构稳定，员工持股平台占总股本的 10.4%

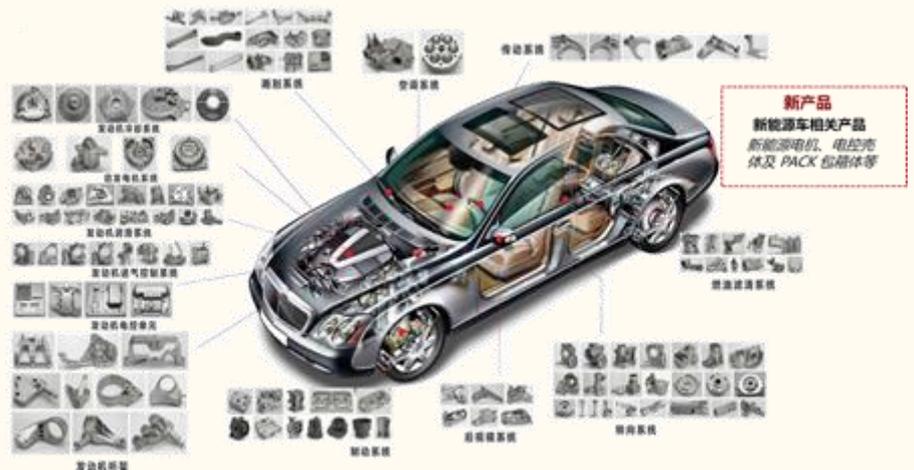


来源：公司公告，国金证券研究所

产品结构以精密小件为主（多品种、小批量、多批次），发力新能源产品

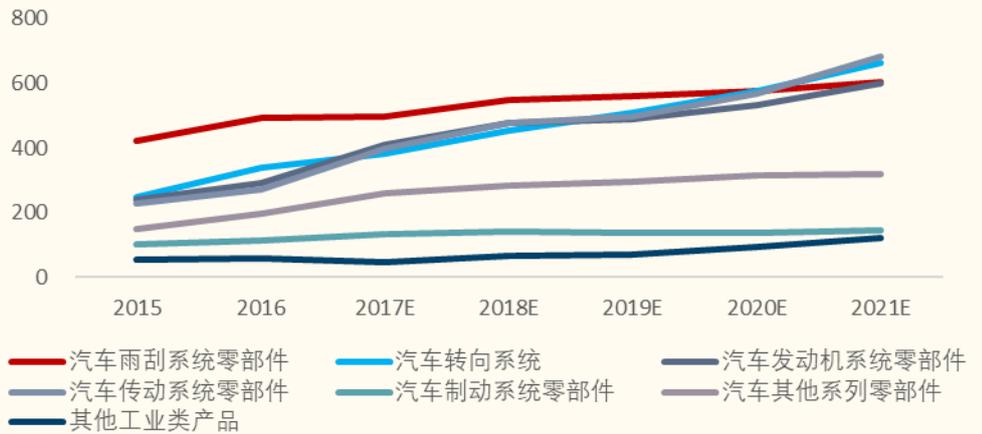
- **汽车铝合金精密压铸小件领域绝对龙头。**主营汽车铝合金小件铸造。公司汽车类产品营收占比约为 95%，以非标定制中小件为主，种类繁多，涵盖雨刮、传动、转向、发动机、制动系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。公司在原有生产、管理、技术优势的基础上新开发关于新能源汽车三电系统的产品，包括新能源电机、电控壳体及 PACK 箱体等，新能源系列相关产品体积更大，技术要求更高，公司有望借助新能源产品向大件品类拓展。

图表 2：产品结构中 95% 应用于汽车



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：各类业务营收保持稳定增长（单位：百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **多品种、小批量、多批次的供应特点形成溢价优势。**公司筛选出细分赛道的优势产品进行供应，使得生产端呈现种类繁多，发货批次多、批量小的特点，相对于大件天然具溢价优势，但同时对公司生产稳定性、持续性及快速响应能力是很大考验。公司利用成本加成方式锁定利润空间，通过改进生产工艺、缩短生产流程、推进精益化生产等方式构筑产线优势，近年来产品综合毛利率水平维持在 30% 以上。

图表 4：公司产品种类多样，综合毛利率水平维持在 30% 以上

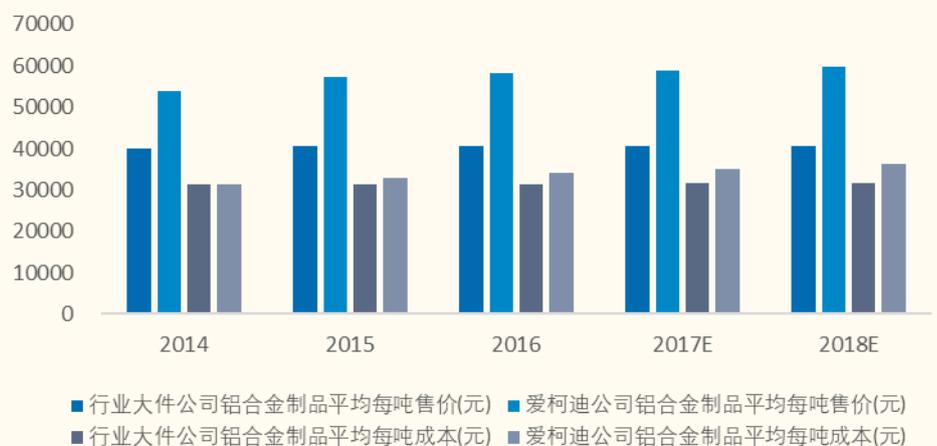
功能部件		功能	主要零部件产品	单品毛利率估算
汽车雨刮系统		包括雨刮电机、连杆支架、驱动臂等铝合金结构件，这些零件构成完整的雨刮器驱动、连杆支架、输出摇臂等功能，并辅以电控系统，实现雨刮系统的智能化	雨刮电机壳体	35.0%
			连杆支架	
			驱动臂	
汽车转向系统		包括转向支架、转向管柱、转向电机壳体、转向电控单元等，这些零件基本覆盖了转向功能的大部分零件，是汽车轻量化的重要零件	转向支架	27.5%
			助力转向壳体	
			转向器管柱	
			转向电机壳体	
			转向电控单元	
汽车发动机系统	燃油滤清系统	包括滤清器壳体、油冷器壳体等，这些零件主要功能为控制燃油的清洁度及温度，确保发动机的稳定工作	滤清器壳体	32.3%
	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，与其他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	油冷器壳体	
			节气门控制阀体	
			进气歧管	
	启动马达、发电机系统	发动机的启动控制	涡轮增压器壳体	
	汽车油泵/真空泵系统	用于发动机供油系统和制动系统	启动电机壳体、发电机前后壳体	
机油泵体				
发动机冷却系统	控制发动机工作温度	真空泵壳体		
驻车加热系统	包括加热置热能转换壳体，鼓风机壳体等。对车厢、发动机进行预热	硅油离合器		
汽车传动系统		包括压力盘、变速凸轮、变速拨叉、差速器壳体及后盖等，形成从发动机到各轮胎的动力传输及速度调节功能	热能转换壳体、鼓风机壳体	31.0%
			压力盘	
			后盖	
			变速拨叉	

			差速器壳体		
			ECU 控制单元		
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、真空驻车泵、法兰盘等，形成汽车制动执行、控制及制动安全保障等功能	单缸盖	35.0%	
			双缸盖		
			盖板		
			制动主缸		
			制动组合阀		
			ABS 阀体		
			真空驻车泵		
			法兰盘		
			汽车其他系列零件		汽车空调系统
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	前盖			
		后盖			
新能源三电系统	包括电驱动、电池、电控系统壳体等，是新能源三电系统的重要零件	后视镜支架			
		倒车摄像头壳体			
		电池控制单元			
				电池驱动单元	
				48V 混动电机壳体	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **精密小件优势凸显，成为汽车行业下行压力下保障公司盈利能力的稳定器。**公司小件产品优势综合归纳为以下几点：（1）大部分小件压铸件为非标产品，产品附加值高，公司在定价上溢价能力相对更高。（2）小件产品易于规模化供货，产线的产能利用率相对较高，且产线品种切换比大件更灵活；（3）产品运输更为便捷，依托海运可辐射全球市场。
- **小件铝合金精密件具有高附加值属性。**汽车铝合金精密压铸件原料属于大宗商品，其价格稳定，随产品的规格越小，加工精度要求越高，加工难度、耗用人工及费用越高，单位产品的附加值越大。公司优势在小件（汽车零部件大小件的划分以 400g 为界），400 克以下产品的销售收入占比超 65%，平均销售价格约 6.9 万元/每吨产品，400 克以上产品占比为 35%以下，平均销售价格约 4.2 万元/每吨产品。

图表 5：小件铝合金精密件具有高毛利属性

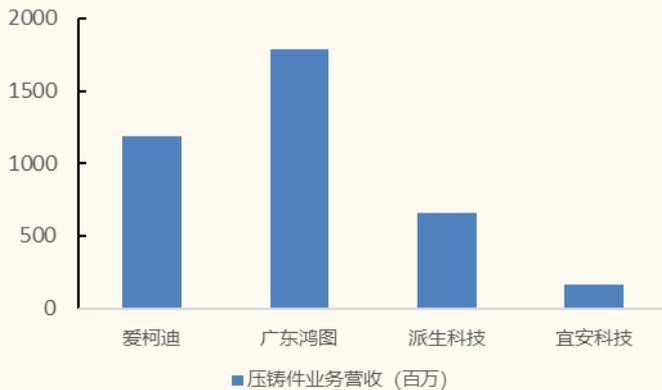


来源：公司公告，国金证券研究所

- **规模化供货。**对于铝合金铸件，大件和小件的供货规模分化很大，大件行业平均出货量在百万数量级，小件最大超亿件（大部分单价在百

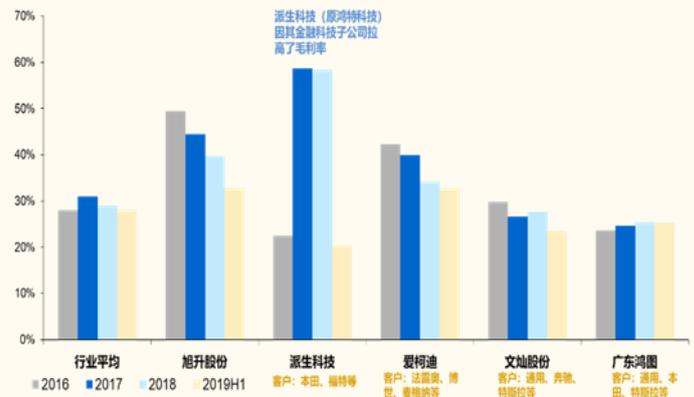
元以下), 规模化优势能有效均摊固定成本。从营收规模看, 公司压铸件业务营收规模不输主营铝合金大件的同行业公司, 2018 年公司压铸件业务实现营收 24.47 亿元, 毛利率 33.5%, 高于同行平均水平 5.6pct。

图表 6: 公司压铸件业务营收规模不输大件的同行业公司



来源: 公司公告, 国金证券研究所

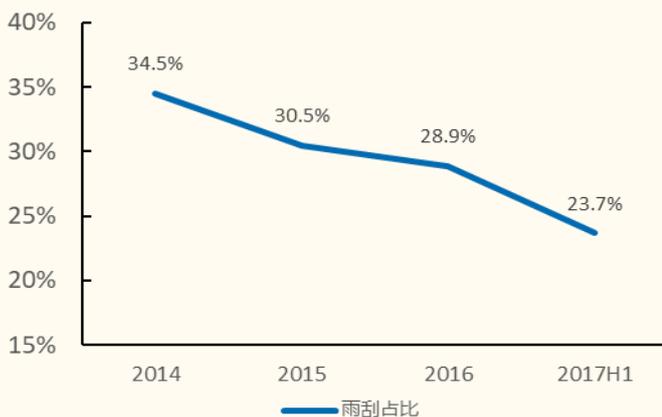
图表 7: 公司毛利率高于行业



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 小件的运输优势有利于全球贸易。公司国内工厂地处宁波, 国际市场订单主要依靠国内工厂生产, 依靠海运可将产品运输至全球, 小件的运输优势使海运成本更低, 有利于开拓国际市场。
- 雨刮产品市占率居全球第一, 转向产品为下一个发力的细分赛道
- 公司雨刮电机壳体产品约占全球三成市场份额。汽车雨刮系统产品为公司起家的拳头产品, 2014 在营收结构中占比近三分之一, 是与大客户法雷奥 (Valeo)、博世 (Bosch) 最早合作的产品, 分别于 2004 年、2006 年开始供货。据公司招股说明书出货量测算, 公司雨刮产品在全球市场市占率维持在 30%, 获得了较高的市场认可度。

图表 8: 雨刮系统产品为公司拳头产品



来源: 公司公告, 国金证券研究所

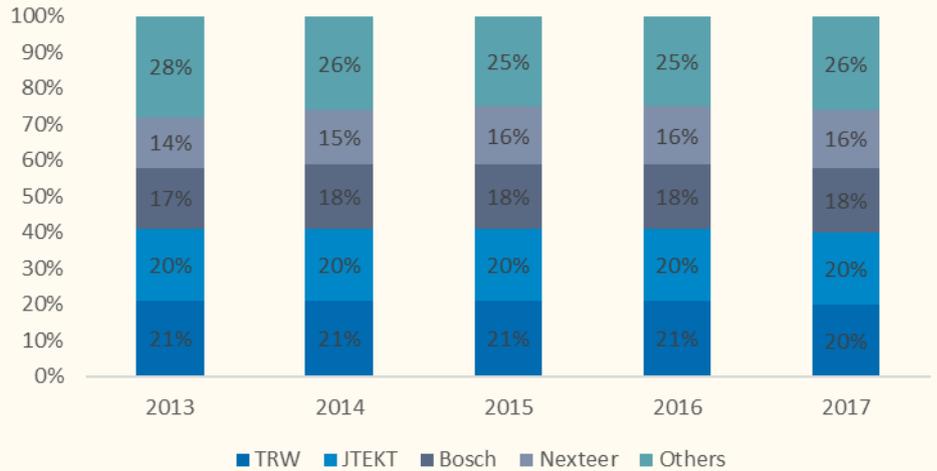
图表 9: 雨刮电机壳体产品约占全球市场份额 30%



来源: 公司公告, Bloomberg, 国金证券研究所

- 公司谨慎扩张新的品类, 加快提高原有的优势产品市占率。以公司生产的转向系统为例, 现阶段公司承接 Tier 1 订单, 向客户供应转向管柱、转向电子马达、系统的支架等零部件, 已基本覆盖了转向功能的大部分零件。预计公司未来在车市低迷期将谨慎扩张新的品类, 转而加快提升转向系统零部件等原有优势产品市占率。从液压转向装置这一细分子行业看, 2013 年至今行业 TOP4 供应商的市场份额已经从 72%集中到 74%, 呈现出高位集中强化的态势, 公司有望随行业集中, 深化与现有头部客户的合作, 进一步扩大产品市占率, 实现增长。

图表 10: 液压转向装置全球市场份额向 Tier 1 集中



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

客户优质而集中度高, 在手订单充裕

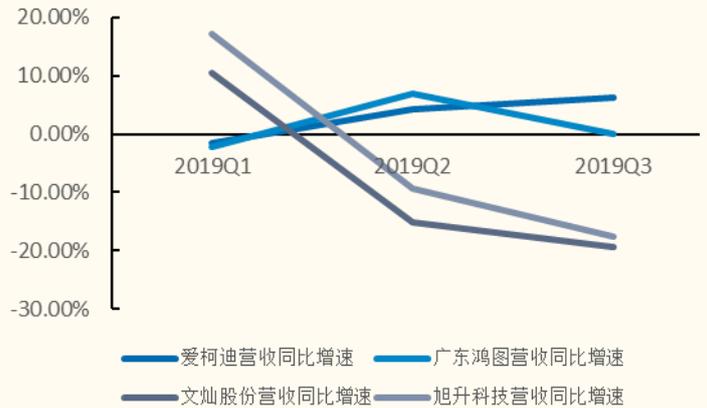
- **全球化业务版图, 有效抵御单一市场汽车下行风险。**公司业务全球分布均衡, 2014 年以来, 内、外销比例稳定在 1:2 左右, 且海外毛利率较国内毛利率高出 4~10pct。公司业务均衡覆盖美、欧、亚三地, 其中国内营收约占三分之一, 与车市景气度关联度较大, 2017 年内销比例提升至 36%、2018 下降至 32%。公司的全球化供应体系能有效抵御国内车市压力。2019 年 Q1、Q2、Q3 营收同比增速分别为-1.6%、4.2%、6.2%, 同行业三家上市公司营收同比平均增速分别为 8.5%、-5.9%、-36.8%, 公司营收增速在二三季度行业下行压力加大的环境下而逆市增长, 表现稳健, Q3 归母净利润在剔除汇率波动影响后达 1.15 亿元, 同比+36.9%, 环比+26.4%。

图表 11: 海外和国内营收对比 (百万)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

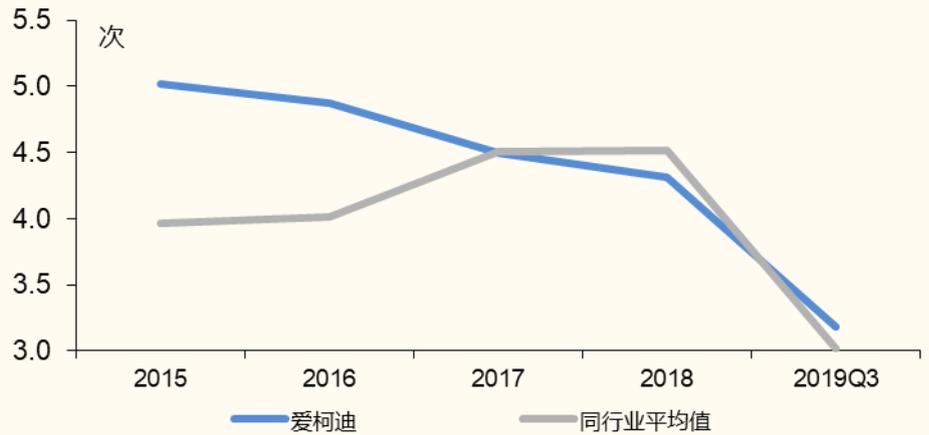
图表 12: 公司营收增速表现出稳健上升的态势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **市场份额稳定, 回款周期短。**公司客户为全球大型汽零一级供应商, 包括法雷奥、博世、克诺尔、麦格纳及电产等, 向下对接的整车厂均为通用、大众、奔驰等全球主流车企, 订单优质, 账期较为稳定而回款周期短。且相对于直接供货给整车厂的业务模式而言, 公司与车市之间具缓冲带, 产线产量调整更为平滑。

图表 13: 账期较为稳定而回款周期短, 应收账款周转率较优



来源: Wind, 国金证券研究所

- **前五大客户占营收比例稳定在 60%左右, 客户结构优化。**公司依托大客户优势, 营收来源得到可靠保障, 建立了完善、稳定的销售渠道。营收结构持续优化, 来自法雷奥营收占比从 2014 年的 30.2% 逐渐降至 1H2019 年的 17.5%, 来自博世和麦格纳的营收占比从 2014 年的 6.9%、5.6% 逐渐增长到 1H2019 的 14.5% 和 11.2%, 头部客户的营收占比结构更加平衡, 使得来自单一客户的风险降低。

图表 14: 营收前五名客户历年占总营收比例



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **在手订单充裕、公司可自主选择利润较高单品。**铝压铸汽零产品订单生命周期通常在 5~7 年, 截止 1H2017, 公司经 PPAP 批准并在生命周期的在手订单为 970 个, 近两年公司订单增长保持稳健增长。2019 年先后获得博世、大陆、联合电子等新能源项目订单, 预计 2020 年新能源项目将落地量产。此外, 公司保持产品品类的拓展更新, 订单来源充足。

图表 15: 公司在手订单充裕

项目/招股书	2014	2015	2016	1H2017
新项目开发订单	129	104	178	63
新项目开发订单涉及新产品(个)	210	152	281	110
新项目开发订单预计新增的年平均销售金额(万元)	30407.76	27621.11	66845.91	33053.54

来源: 公司公告, 国金证券研究所

财务稳健，盈利能力较强，现金流充沛，经营效率高

- **营收增速见底回升。**公司 2014-2018 年营收增长 93%，归母净利润增长 83%，同期中国乘用车销量增长 20%，成长性大于行业。2019 年前三季度营收同比+2.9%，Q1 至 Q3 单季营收同比-1.64%、+4.22%、+6.19%，在整车销量大幅下滑背景下，显现出优异抵抗行业周期性下滑的能力。归母净利润从 2017 年出现下滑，2019 年前三季度同比-19.8%，**营收增速与归母净利润增速的背离是因为上市后扩充产能**，公司 2017、2018 及 1H2019 固定资产净额增速为 47%、32%和 16%，当期折旧同比增速为 20%、35%和 40%。

图表 16：近年公司营业收入（百万元）及增长率



图表 17：近年公司归母净利润（百万元）及增长率

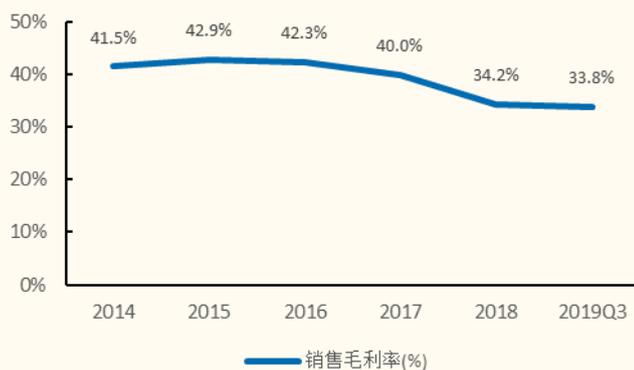


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **盈利能力强，短期内毛利率有望回升，利润受汇率影响大。**公司毛利率长期维持较高水平，2018 年由于汽车行业不景气首次跌破 40%，但从 2019 年季度数据看，前三季度单季毛利率分别为 34.1%、31.6%、35.6%，Q3 毛利率开始回升。近年来，销售费用率稳定在 4%左右；管理费用率的变化主要受人工成本和股权激励影响，为抵销人工费用上涨影响公司推进机器换人战略；财务费用主要受汇兑损益影响，2017 及 1H2019 汇兑损益占归母净利润比例分别为 3.9%及 2.1%，2018 年汇兑损益为-0.34 亿元。

图表 18：毛利率变化



图表 19：三费占营收比例变化



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

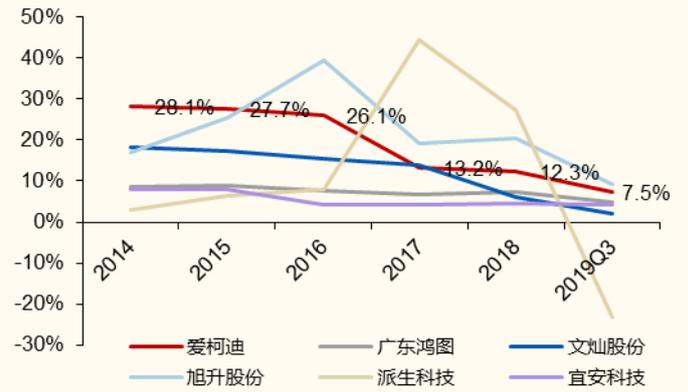
- **公司现金充足，经营性现金流量净额新高，ROE 有提升空间。**截止 2019Q3 经营活动产生现金流量净额达 7.55 亿元，账上现金充足达 15.63 亿元。2019 年前三季度 ROE 为 7.5%，处于历史低位。随着未来资本开支减少、折旧摊销下降、毛利率回升，ROE 有望持续上行至 2014-2018 年 21.5%的平均水平。

图表 20: 经营活动现金流量净额 (百万)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: ROE 对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

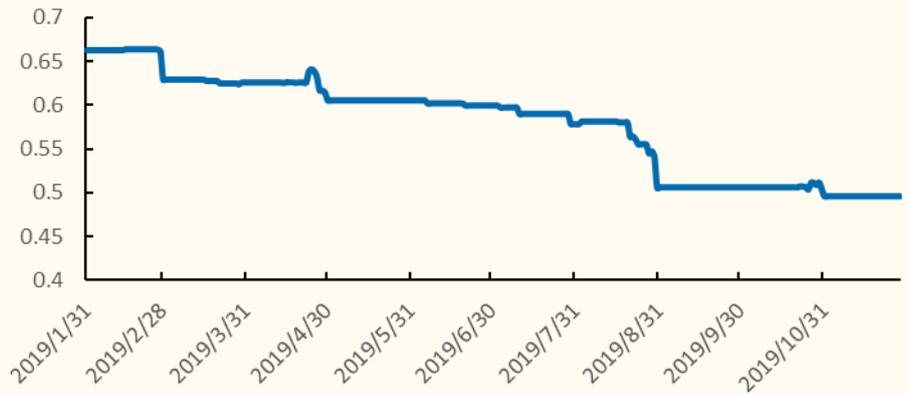
目前时点：背靠千亿铝压铸市场，公司具制造+管理优势

- 在全球乘用车增速停滞甚至为负背景下（未来几年唯有中国车市有望回暖后保持低增长），汽车轻量化趋势使得铝合金细分行业增长趋势明确，公司作为精密铝制小件龙头，优秀的管理及制造优势赋予其竞争优势。

车市下行，而轻量化趋势下车用铝制件增长具确定性

- 2019 年以来零部件行业下行压力加大。我国乘用车 2019 年 1~11 月销售 1923 万辆，同比下降 11%，其中法/美/自主/韩系品牌销量同比降幅明显（分别为-54%/-23%/-17%/-15%）。面对整车销量下降，零部件行业整体承压，选取汽车零部件行业 39 家头部上市公司，其 EPS 从 2019 年初的 0.7 下降到 11 月末的 0.5 元，下降 24%，行业公司盈利能力下降明显。

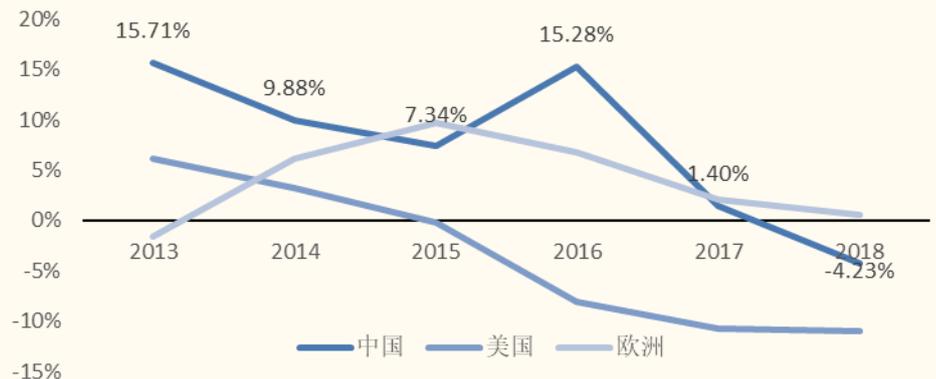
图表 22：2019 年以来汽车零部件行业上市公司 EPS 出现明显下降



来源：wind，国金证券研究所

- 汽车销量增长停滞，高基数存量背景下轻量化趋势使铝制件细分领域发展空间巨大。全球汽车市场增速下降甚至负增长，但 2018 年仍然有超 8600 万的销量，高基数的产销量提供巨大的汽零市场空间。随着节能环保对汽车行业的影响加大，汽车轻量化成为行业未来发展的重要方向，使得汽车铝合金精密压铸件产品需求具有长期稳定的增长趋势。

图表 23：分地区汽车销量增速



来源：Wind，国金证券研究所

- 各国政策对 CO₂ 排放要求明确。日本提出在 2020 年，乘用车平均燃料经济性水平达到 20.3Km/L；欧盟法律要求在 2020 年，乘用车二氧化碳的排放达到 95g/Km；美国对轻型车燃料经济性及温室气体排放规定，要求在 2025 年美国轻型车的平均燃料经济性达到 54.5mg。我国国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》要求，到 2020 年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至 5.0 升/百公里，节能型乘用车燃料消耗量降至 4.5 升/百公里以下，商用车新车燃料消耗量接近国际先进水平。

图表 24：政策设定排放计划

国家地区	2015		2020		2025		至 2025 年降幅
	原始	对应国际	原始	对应国际	原始	对应国际	
欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75kg/km	3L/100km	4.20%
美国	36.2mpg	6.7L/100km	44.8mpg	6L/100km	56.2mpg	4.8L/100km	3.40%
日本	16.8km/L	5.9L/km	20.3km/L	4.9L/100km	-	-	-
中国		6.9L/km		5L/100km		-	-

来源：中汽协，国金证券研究所

- 轻量化降低能耗，是大势所趋，新能源汽车轻量化效果更为显著。节能减排的技术路线之一是轻量化，汽车每减重 10%，能耗提升 3.3%以上；减重 15%，能耗提升 5%。其中，新能源乘用车轻量化的能耗提升效果更为显著，减重 10%/15%下，能耗提升约 6.3%/9.5%，是提升续航、降低电池成本的有效途径。

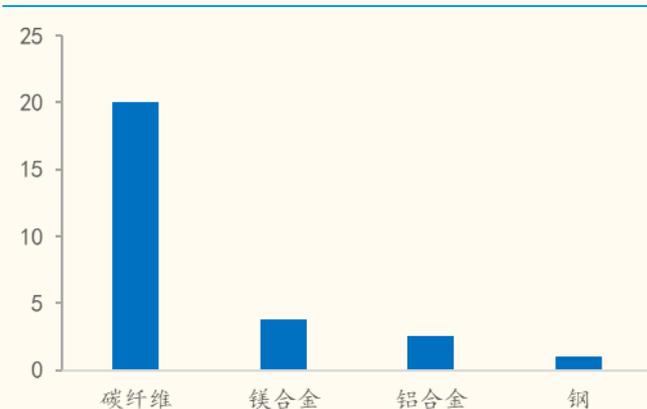
图表 25：新能源汽车轻量化的能效提升效果相比汽油、柴油车更为显著

	减重 10%的能效提升效果				减重 15%的能效提升效果			
	乘用车		卡车		乘用车		卡车	
	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	3.3%	6.5%	3.5%	4.7%	5.0%	10.0%	5.3%	7.1%
柴油	3.9%	6.3%	3.6%	4.7%	5.9%	9.5%	5.4%	7.0%
EV	6.3%	/	5.7%	/	9.5%	/	8.6%	/
PHEV	6.3%	/	5.7%	/	9.5%	/	8.6%	/

来源：文灿股份公告，国金证券研究所

- 铝合金是当前最理想的轻量化材料，预计其渗透率不断提升。当前轻量化材料（碳纤维/镁合金/铝合金）中经济型较强的是铝合金，且铝制汽车比钢制汽车减轻重量达 30%-40%，其中铝质发动机可减重 30%，铝散热器比铜轻 20%-40%，全铝车身比钢材减重 40%以上，汽车铝轮毂可减重 30%。当前铝合金已广泛用于汽车车身和覆盖件，新能源车型铝合金用铝量增加（Model S 白车身铝合金用量 190kg，蔚来 ES8 323kg，均高于乘用车平均用量），预计其渗透率随节能减排趋严加速提升。

图表 26：碳纤维成本最高，镁、铝合金次之（美元/kg）



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 27：预计铝合金在车身和结构件上渗透率不断提升



来源：文灿股份公告，国金证券研究所

- 铝合金压铸件的重要增长逻辑是单车用铝量的提升。2025 年国内车用铝合金市场空间有望达到 2996 亿元，欧美地区达 3460 亿元。
- 根据达科全球的报告，北美地区单车用铝量从 1975 年的约 45.36kg 增长到 2015 年的约 179kg，预计到 2025 年，单车用铝量将达 250kg 左右，占车身总重量从 2012 年的 9% 升至 16%；欧洲铝业协会统计表明，2012 年单车用铝量为 140kg，预计到 2020 年单车用铝量将达到 180kg。保守估计下，假设欧洲和美国车市销量保持零增长，汽车用铝单价 4.2 万元/吨，2025 年欧美汽车用铝市场规模将达 3460 亿元。

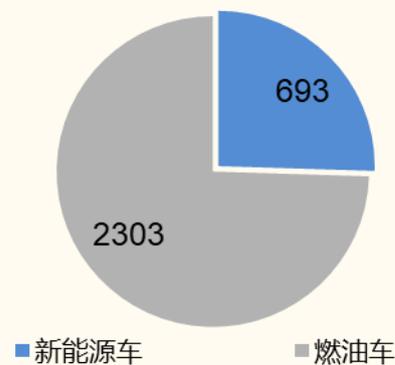
图表 28：欧美地区汽车铝制件市场空间

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
欧、美合计汽车销量（万辆）	3295	3295	3295	3295	3295	3295	3295
单车用铝量（kg）		190	201	212	224	237	250
同比			5.8%	5.5%	5.7%	5.8%	5.5%
汽车用铝单价（万元/吨）	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
欧、美汽车用铝市场规模（亿元）		2629	2782	2934	3100	3280	3460
同比			5.8%	5.5%	5.7%	5.8%	5.5%

来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

- 2025 年国内车用铝合金市场空间有望达到 2996 亿元。在国内 2025 年汽车年复合增长率 2%，新能源车产销占比达 20%，铝合金产品单吨价值 4.2 万元核心假设下，新能源汽车单车用铝量超传统车，为 300kg，带来市场空间为 693 亿元；传统车受油耗限制，假定 2025 年单车用铝量为 215kg，带来市场空间 2303 亿元，两者合计 2996 亿元。

图表 29：2025 年国内车用铝合金市场空间（亿元）



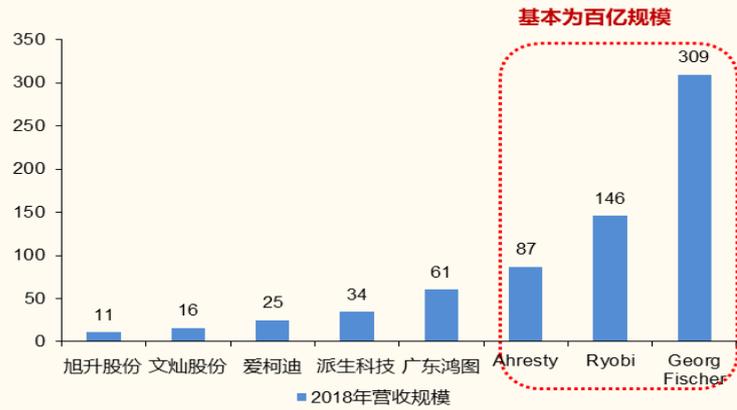
来源：中汽协，国金证券研究所

- 公司业务海外和国内占比约为 66% 和 34%，截止 2025 年，可预见的国内、国外汽车铝制件市场年均增速分别为 5.6%、9.9%。对于公司，保守估计公司仍维持当前份额，由铝制件市场增长带来的年均复合增速约 7.1%。

国内铝压铸行业分散，未来将向头部集中

- 国内铝压铸行业为红海市场，集中度提升大势所趋。根据中国铸造协会数据，我国有 3000 多家压铸企业（汽车压铸件占压铸业总产量 70%，汽车用压铸件中铝合金占比超 80%），但大多数规模小，产量在万吨以上仅几十家，行业集中度非常低，整体规模呈现小而分散的局势，2018 年营收排名前三分别为广东鸿图 60.6 亿元、派生科技 34.4 亿元、爱柯迪 25.1 亿元。而对标国外成熟压铸行业，企业数量较少，但单个企业规模大、专业化程度高，典型公司如 Georg Fischer 2018 年营收 309.3 亿元、Robi 145.9 亿元、Ahresty 86.7 亿元，规模显著高于国内同业。我国压铸业头部企业仍有较大增长空间，行业集中度有望进一步提升，最终形成寡头竞争格局。

图表 30：国外压铸企业规模明显高于国内（亿元）



来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所

- 现阶段各压铸件公司定位不同产品及客户，未来随业务重叠度增大竞争将加剧。公司在铝制小件领域基本无竞争对手，客户为一级供应商巨头。而同业公司大多为底盘结构件、发动机、变速箱壳体 and 油泵等铝制品中大件，直接对接各整车厂。目前各公司未构成直接竞争关系，但随各公司压铸件产品种类及产能不断扩张，竞争将进一步加剧。

图表 31：各汽车压铸件生产企业产品

公司	主要相关产品
爱柯迪	汽车雨刮、传动、转向等系统等铝制小件、新能源三电系统等
广东鸿图	汽车发动机、变速箱配件壳体
文灿股份	转向器、真空泵/油泵、变速箱、空调压缩机等
旭升股份	变速箱壳体、悬架，电动机外壳、车架只做、充电器壳体、端盖
派生科技	油底壳总成、下缸体、发动机前盖总成等

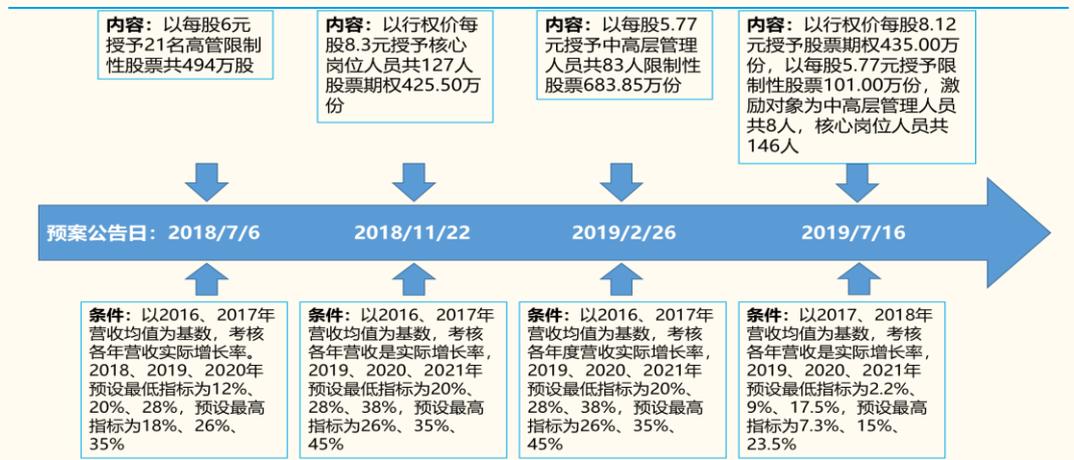
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司具显著竞争优势。在行业集中度提升的确切趋势下，拥有规模优势、资金优势、客户优势和技术优势的企业将脱颖而出。而公司压铸件业务营收规模居国内前列，深度绑定全球优质一级供应商，竞争优势明显。

优秀管理能力+精益化制造构建竞争优势

- **股权激励凝聚员工积极性。**公司通过持股平台实施股权激励，绑定员工利益，上市以来共有五次股权激励计划，激励对象包括董事会、一线研发及销售员工。以张建成、盛洪、俞国华和王振华为核心的董事会，以吴飞、李建军为代表的高管及核心技术骨干多年坚守公司岗位，人员高度稳定。

图表 32：公司股权激励凝聚积极性



来源：公司公告，国金证券研究所

- 随着生产工艺日益复杂，**压铸企业一体化生产成为趋势。**公司采用分业生产模式，以工厂为单位组织生产，除采购、仓储、发运集中管理以外，各工厂均涵盖从压铸、去毛刺、精密加工到检验包装的全部流程。有利于生产经验积累和技术改进，不断提高生产效率。

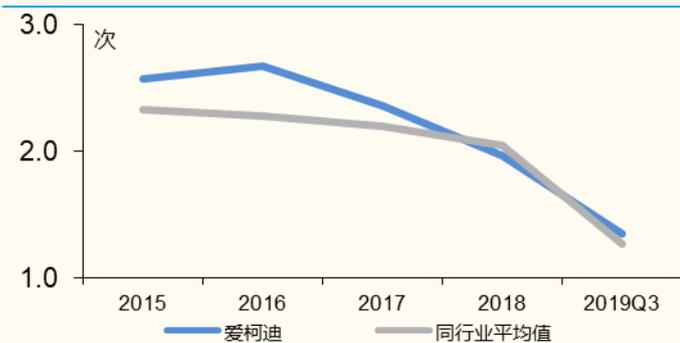
图表 33：工厂产品分布

工厂	产品
1号工厂	汽车传动拨叉、发动机托架、雨刮支架零部件等
2号工厂	汽车发动机、制动、空调，传动系统的ECU控制系统零部件等
3号工厂	雨刮系统驱动臂、马达壳体零部件，发电机、启动马达系统零部件等
4号工厂	汽车轴类零部件、空调系统压缩机零部件等

来源：公司公告，国金证券研究所

- **智能化、精益化生产至关重要。**汽车用小型铝合金零部件具形状复杂、尺寸精度高、技术标准高、附加值高的特点，对制造技术要求能力高，某一单品类的需求量较小，管理流程较为复杂，作为二级供应商，公司掌握的多品种、小批量、多批次的生产模式，可以在各种产品生产线中快速切换，具积累的丰富管理经验，固定资产产值处行业领先水平（2015-2018年公司平均固定资产周转率2.4次 VS 同行业2.1次），在小型铸件有天然的周转率劣势下凭借精益化生产，存货周转率与行业相当。

图表 34：固定资产周转率优于同业平均水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：公司与铝压铸同业存货周转率相当



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司的全面推进“机器换人”发展战略，提高压铸、精密机加工设备运行自动化、智能化程度。目前，已累计投入工业机器人 300 余台套，建成全自动化生产线近 100 条。公司整体人均产值预计从 2018 年的 64 万增长到 2021 年的人均 79 万。
- **MES 与 ERP 结合的数字化管理模式提效明显。** 存货结存与中间仓情况可通过电脑实时监控，合理控制库存。系统传递订单、生产、库存及交付等信息给各个生产工厂倒推生产计划，减少资源无效占用，提高经营效率。体现在存货周转天数上是从 2015 年的 95.3 天下降到 2018 年的 90.5 天（2019 年前三季度上升至 96.3 天主要受车市影响）。

图表 36：存货周转天数变化



来源：wind，国金证券研究所

- 大力推进精益压铸单元岛、机加工单元岛的建设，以及自动化机器人加工线、清洗线、检验线的建设。公司于 2019 年上半年完成压铸单元岛与机加工单元岛样板线的建设，实现压铸到机加工两段式生产，大幅度缩短生产周期、降低在制品库存，提高生产效率。
- 引入 5G 技术，打造全产业链“5G+数字化工厂”。公司与中国移动紧密合作，规划工厂网络、自动生产线端到端的 5G 应用改造，完成设备联网 2300 多台、接入监控生产 I/P 输入/输出数据点 4000 多个热点，预计将助力公司提高 10% 的生产效率。

图表 37：公司打造 5G+数字化工厂

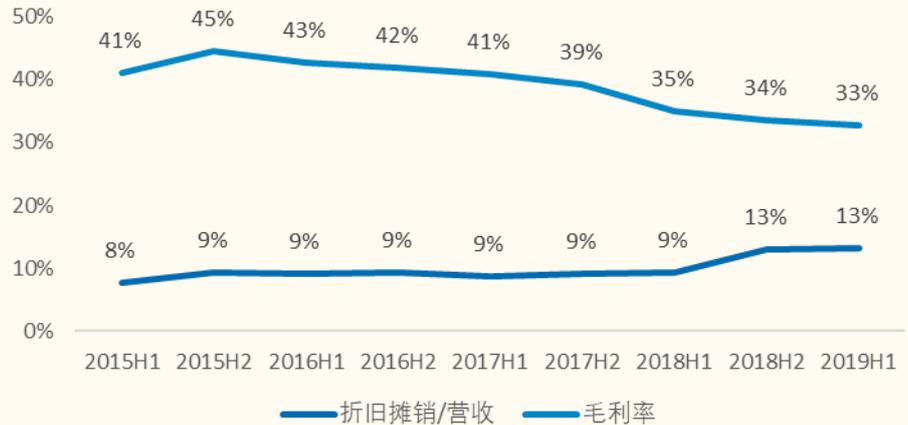


来源：公司官网，国金证券研究所

短期：折旧摊销高峰期已过，盈利水平有望大幅修复

- 公司属于重资产行业，折旧摊销和毛利水平表现出强相关性。公司折旧摊销/营收呈增长态势，从 2H2015 的 8% 上升到 1H2019 的 13%，上升 5pct，受折旧摊销增长拖累，公司毛利率呈明显下降态势，从 1H2015 的 41% 下降到 1H2019 的 33%，下降 8pct。公司毛利率相对于折旧摊销表现出较强的相关性。

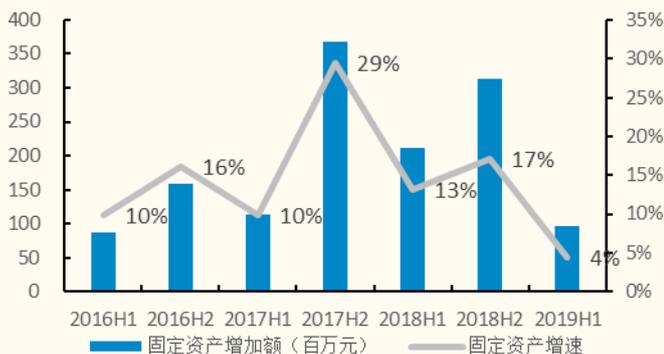
图表 38：折旧摊销和毛利水平表现出强相关性



来源：公司公告，国金证券研究所

- 较高的固定资产净增加额+更激进的折旧方法推高公司折旧摊销金额。公司在建工程转固等新增固定资产通常下半年多于上半年，2017、2018 年公司固定资产增速迎来高峰，2H2017 公司新增固定资产 3.7 亿元，推高以后年度公司折旧。相较于行业内其他公司，公司采用更为激进的折旧方法，公司折旧年限更短，年折旧率升高，其中房屋及建筑物 20 年折旧完毕，机器设备最快 5 年折旧完毕，拉高年折旧值。

图表 39：公司在建工程转固在 2017 年迎来高峰



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：公司采用更激进的折旧方法

类别	公司	折旧年限 (年)	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	爱柯迪	20	10.00%	4.50%
	行业其他公司	20-35	3.00%-5.00%	2.71%-4.85%
机器设备	爱柯迪	5-10	10.00%	9.00%-18.00%
	行业其他公司	12	3.00%-5.00%	7.92%-8.08%
运输设备	爱柯迪	4-5	10.00%	18.00%-22.50%
	行业其他公司	8	3.00%-5.00%	11.88%-12.13%
办公及电子设备	爱柯迪	3-5	10.00%	18.00%-30.00%
	行业其他公司	5	3.00%-5.00%	19.00%-19.40%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 资本开支及折旧摊销高峰期已过，公司盈利水平有望修复。公司资本开支在 2018Q4 达到高峰，单季度资本开支达到 1.87 亿元，2019 年以来公司资本开支下降显著，2019Q3 单季仅为 0.59 亿元。公司折旧摊销金额绝对值在 2H2018 至 1H2019 达到高峰，2H2018 摊销折旧同比增速达 56%，1H2019 公司折旧摊销同比增速下降至 44%。

图表 41: 资本开支 (百万) 自 2019 年以来下降明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 42: 公司折旧摊销高峰期已过



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司在建工程大部分接近完工, 后续资本开支小。根据公司最新公告, “汽车精密压铸加工件改扩建项目” 延长实施周期, 预计到 2020 年 12 月达预定可使用状态, 主要是由于全球汽车产业景气度持续下降, 近两年欧洲和美国汽车总销量几乎零增长, 中国出现负增长, 公司为适应市场对项目进度优化调整。

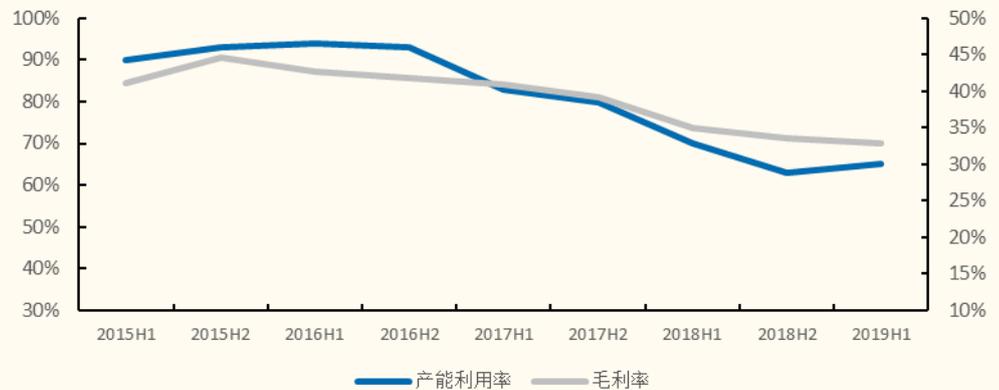
图表 43: 公司在建工程大部分接近完工, 后续资本开支小

项目名称	实施单位	项目总投资额 (万元)	已投入 (万元)	进度	备注
汽车精密压铸加工件改扩建项目	爱柯迪股份有限公司	79975.92	72463.70	90.61%	完成厂房建设, 预定可使用状态从 2019 年 11 月推迟到 2020 年 12 月
汽车雨刮系统零部件建设项目	宁波爱柯迪精密部件有限公司	15000.00	15667.70	104.45%	完工
精密金属加工件建设项目	宁波优耐特精密零部件有限公司	10000.00	7565.05	75.65%	厂房装修、添置设备中
技术研发中心建设项目	爱柯迪股份有限公司	7247.00	7324.79	101.07%	完工
新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目	爱柯迪股份有限公司	27089.00	9233.86	34.09%	房屋装修、添置设备中

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司产能利用率水平回升, 助推盈利水平修复。公司 2018 年前基本处于满产状态, 2018 年后随公司新产能投入, 产能利用率略有下降, 拖累公司盈利水平, 预计随公司新厂房逐渐达产及订单数量增加, 公司产能利用率将有所回升, 助推盈利水平修复。

图表 44: 毛利率有望随产能利用率景气回升

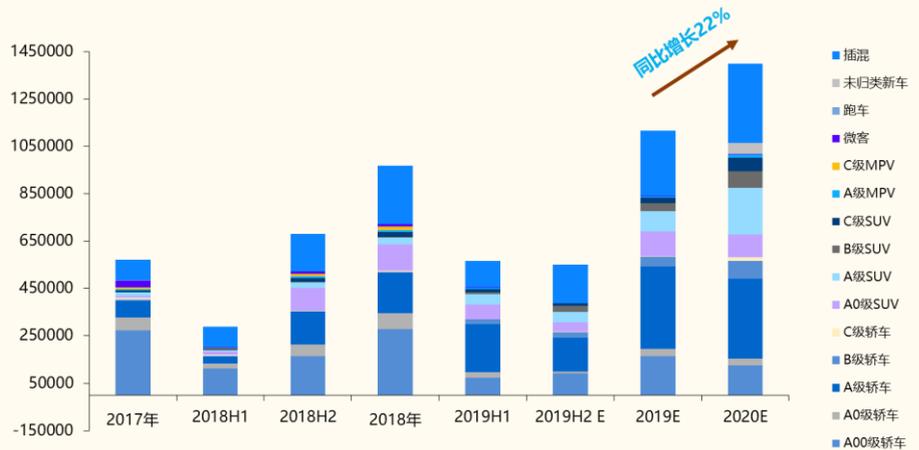


来源: 公司公告, 国金证券研究所

长期：新能源产品打开新增长空间

- **新能源汽车行业增长趋势明确。**自 2012 年新能源汽车作为国家级战略项目被推出，在长达 7 年的补贴、基础设施铺设及路权的合力推动下，产业链雏形初显。而目前整个行业在补贴退出过程中确有阵痛，但后续有双积分等扶持政策加码、牌照指标持续引导、主打自发需求的车型百花齐放以及特斯拉及大众 MEB 等全球巨头入华产生“鲶鱼效应”，新能源汽车是具有长期发展逻辑、值得持续关注的高增长行业。预期 2020 年中性假设下新能源汽车全年销量 140 万辆，同比增长 22%。

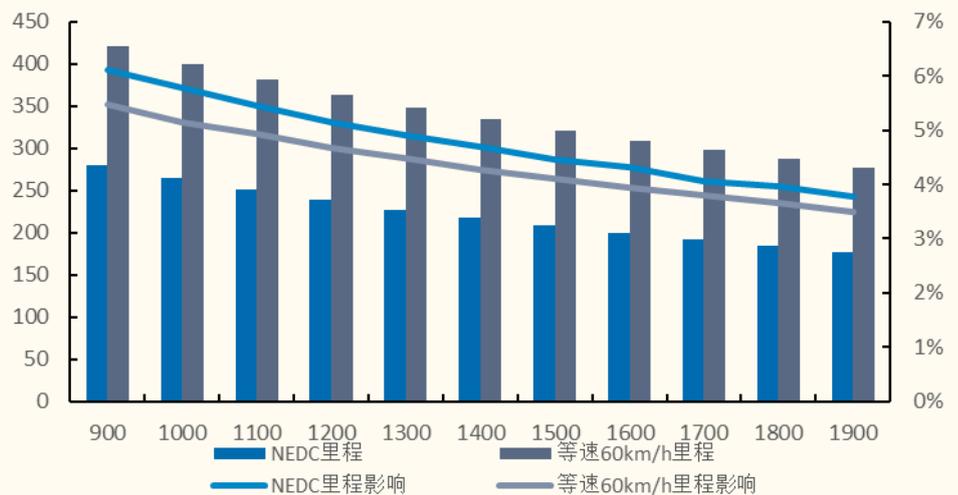
图表 45：新能源汽车行业增长趋势明确（单位：辆）



来源：国金证券研究创新数据中心，国金证券研究所

- **新能源汽车对续航里程的追求进一步提升汽车轻量化需求。**对新能源汽车来说，随车辆整备质量的下降，将会带来车辆运动惯性的改变，提高车辆加速性能、操作性能、制动性能。整车重量每减少 10%，电量可节省 4%-5%；若整车重量减少 10kg，续航里程可增加 2.5km，电池成本也能降低。新能源汽车对续航里程、整车成本更为严苛的要求使得轻量化更为重要。

图表 46：轻量化可以有效缓解新能源汽车的里程焦虑



来源：汽车之家，国金证券研究所

- **公司加快新能源汽车领域的市场布局，加大在新能源汽车三电系统产品开发力度。**公司“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”稳步推进，新能源厂房计划投入 3.6 个亿，项目建设期两年，预计年底厂房竣工交付，于 2020 年 6 月竣工投产，为新能源汽车铝合金压铸件生产布局。公司已获得**博世、大陆、联合电子、麦格纳等新能源汽车项目**。相关产品有**铝合金电池包（合作）、高压压铸用于电控、电机外壳等产品**。
- **搭建创业工厂，布局新能源汽车 pack 包箱体。**新能源汽车动力电池壳体对**防撞、防水、防火、防尘**要求严格。除保障、容纳电池外，动力电池壳体还要求一定的防护等级，并且据测算铝制壳体可以带来**电池减重 30%**。公司在借鉴原有工艺的基础上，通过外部引进等形式，搭建创业工厂，激发创业团队的积极性，投资 1,500 万元成立控股子公司**爱柯迪一捷新能源汽车科技（宁波）有限公司**，专业生产新能源汽车**电池铝合金 pack 包箱体**，使得公司在新能源汽车领域产品供应多元化。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 由于行业弱复苏（中性假设下 2020 年国内乘用车销量同比增长 2%）+铝合金轻量化行业渗透率持续提升（铝制件市场增长给红色带来的年均复合增速约 7.1%）+公司维稳现有优势业务且发力转向零部件及新能源新业务，2020、2021 年有望实现可观的营收增长。经拆分，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 26/29/33 亿元，同比增长 4.9%/11.0%/13.8%。
- 预计汽车雨刮系统零部件业务 2020 年有望随车市弱复苏而实现低幅增长，而后随市占率达到天花板而增速有限，2019-2021 年收入增速分别为-4%/5%/2%，由于公司技术实力带来较强议价能力，毛利率降幅有限，2019-2021 年毛利率分别为 31%/33%/32%。
- 汽车转向系统业务成为公司下一发力点，2020 年有望深化与耐世特等现有头部客户的合作，进一步扩大产品市占率。预计 2019-2021 年收入增速分别为 3%/13%/14%，毛利率随技术成熟度提高、成本管控水平提高而增加，2019-2021 年毛利率分别为 31%/33%/34%。
- 预计汽车发动机系统零部件业务随着行业弱复苏有所上升，降油耗指引驱动铝制发动机零部件渗透率上行，预计 2019-2021 年收入增速分别为 2%/10%/12%，其毛利率受年降影响，2019-2021 年毛利率分别为 31%/31%/30%。
- 预计汽车传动系统零部件业务保持稳定低速增长，2019-2021 年收入增速分别为 3%/5%/8%，毛利率受年降影响，预计 2019-2021 年毛利率分别为 32%/30%/29%。
- 预计汽车其他系列零部件业务增长显著，受新能源工厂建成投产，新能源订单增加影响，2019-2021 年收入增速分别为 10%/32%/37%，新能源订单对于产品技术要求更高，拉升该板块毛利率，预计 2019-2021 年毛利率分别为 42%/45%/50%。

图表 47：分产品收入预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
汽车雨刮系统零部件							
销售收入（百万元）	423.9	494.8	498.6	547.8	525.9	552.2	563.2
增长率（YOY）	0.0%	16.7%	0.8%	9.9%	-4.0%	5.0%	2.0%
占总销售额比重	29%	27%	23%	22%	21%	19%	17%
毛利率	45.5%	43.5%	40.5%	35.0%	31.0%	33.0%	32.0%
占毛利比重	31%	28%	23%	22%	19%	18%	15%
汽车转向系统							
销售收入（百万元）	247.7	340.8	381.0	452.5	466.1	526.7	600.4
增长率（YOY）	30.9%	37.6%	11.8%	18.8%	3.0%	13.0%	14.0%
占总销售额比重	17%	19%	18%	18%	19%	19%	19%
毛利率	38.8%	34.5%	32.0%	27.5%	31.0%	33.0%	34.0%
占毛利比重	15%	15%	14%	15%	17%	18%	18%
汽车发动机系统零部件							
销售收入（百万元）	239.0	293.2	409.3	476.4	485.9	534.5	598.6
增长率（YOY）	32.3%	22.7%	39.6%	16.4%	2.0%	10.0%	12.0%
占总销售额比重	16%	16%	19%	19%	18%	18%	17%
毛利率	39.4%	41.3%	38.0%	32.3%	31.0%	30.5%	30.0%
占毛利比重	15%	16%	18%	18%	17%	16%	14%
汽车传动系统零部件							
销售收入（百万元）	227.6	273.6	398.9	476.4	490.6	515.2	556.4

增长率 (YOY)	2.9%	20.2%	45.8%	19.4%	3.0%	5.0%	8.0%
占总销售额比重	16%	15%	18%	19%	18%	17%	16%
毛利率	39.5%	39.8%	38.1%	31.0%	31.5%	30.0%	29.0%
占毛利比重	15%	15%	18%	19%	17%	17%	17%
汽车制动系统零部件							
销售收入 (百万元)	102.6	113.6	135.0	142.9	144.3	150.1	157.6
增长率 (YOY)	31.2%	10.8%	18.8%	5.8%	1.0%	4.0%	5.0%
占总销售额比重	7%	6%	6%	6%	5%	5%	4%
毛利率	41.5%	42.0%	40.1%	35.0%	30.5%	35.0%	38.0%
占毛利比重	7%	6%	6%	6%	5%	5%	4%
汽车其他系列零部件							
销售收入 (百万元)	150.3	195.3	259.7	285.8	390.2	515.1	705.7
增长率 (YOY)	3.9%	29.9%	33.0%	10.1%	10.0%	32.0%	37.0%
占总销售额比重	10%	11%	12%	11%	14%	18%	21%
毛利率	50.2%	51.5%	50.0%	45.0%	42.0%	45.0%	50.0%
占毛利比重	12%	13%	15%	15%	18%	23%	29%
工业类其他产品							
销售收入 (百万元)	53.7	59.8	47.3	64.9	68.1	76.3	86.2
增长率 (YOY)	9.8%	11.3%	-21.0%	37.3%	5.0%	12.0%	13.0%
占总销售额比重	4%	3%	2%	3%	3%	3%	4%
毛利率	36.5%	36.6%	35.8%	35.0%	32.0%	36.0%	36.0%
占毛利比重	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%
销售总收入 (百万元)	1465.7	1812.5	2174.6	2507.5	2631.2	2920.0	3323.2
平均毛利率	42.9%	42.3%	40.0%	34.2%	33.4%	34.7%	36.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

- 公司深耕车用铝压铸小件，优秀管理能力叠加精益化制造构建竞争优势，短期盈利水平有望随折旧摊销压力降低而回升企稳，长期新能源产品打开新增长空间。预计公司 2019-2021 年归母净利润为 4.63、5.25、6.16 亿元，对应 EPS 为 0.54、0.61、0.72 元。
- 选取三家可比公司用市盈率法进行估值，同行业可比公司 2020 年平均市盈率为 26.3x，考虑到以下 3 点：(1) 可比公司中的旭升股份由于营收结构中过半为特斯拉业务，估值溢价效应明显。故对平均市盈率折价 0.9 至 23.7x。(2) 爱柯迪相对于可比公司，客户结构为一级零部件厂商巨头，相较于直接对接整车厂，盈利端更为稳定，毛利率水平居行业前列。故给予 22% 估值溢价。
- 给予公司 2020 年 29x 估值，目标价 17.75 元，给予公司“买入”评级。

图表 48：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002101.SZ	广东鸿图	7.18	0.56	0.66	0.80	13	11	9
603305.SH	旭升股份	30.23	0.60	0.77	0.86	50	39	35
601689.SH	拓普集团	17.47	0.48	0.61	0.70	36	29	25
平均值						33	26	23
600933.SH	爱柯迪	13.24	0.54	0.61	0.72	25	22	18

来源：Wind，国金证券研究所

注：*为国金证券预测，其余为 wind 一致预期值；股价为 2019 年 12 月 17 日收盘价

风险提示

- **汽车销量增速减缓风险。**2019 年以来汽车行业下行压力加大，汽零行业吃紧。我国乘用车 1~10 月销售 1717.4 万辆，同比下降 11%，受消费增速下滑、国际贸易形势不明等因素影响，未来汽车整体销量可能继续承压。
- **新能源汽车产销量增速不达预期。**2020 年底新能源补贴基本完成退坡，短期影响新能源相关业务。
- **贸易战影响。**汽车产品税收不确定性加强，海外生产、销售成本可能提升。
- **汇率波动风险。**公司来源于境外收入超过 60%，2019Q3 受汇兑损益增加财务费用及结售汇外汇期权等金融工具拖累，公司净利减少约七千万元，未来随汇率波动可能影响公司盈利表现。
- **原材料价格波动。**原材料铝合金价格波动，将影响公司营业成本。
- **整车厂降价压力超预期，行业竞争激烈。**可能存在产品市占率下降、产品价格下降超出预期等情况。
- **限售股解禁对公司形成压力。**2020 年 11 月 17 日公司将解除限售股份涉及股东 9 家，数量合计 5.8 亿股，对应当前解禁市值为 71.34 亿元，对股价有一定压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,812	2,175	2,507	2,631	2,920	3,323	货币资金	492	963	956	1,135	1,195	1,503
增长率		20.0%	15.3%	4.9%	11.0%	13.8%	应收账款	470	607	720	739	810	871
主营业务成本	-1,046	-1,305	-1,649	-1,752	-1,907	-2,119	存货	309	355	474	480	517	569
%销售收入	57.7%	60.0%	65.8%	66.6%	65.3%	63.8%	其他流动资产	74	955	693	732	803	867
毛利	766	870	858	879	1,013	1,204	流动资产	1,344	2,881	2,843	3,087	3,325	3,810
%销售收入	42.3%	40.0%	34.2%	33.4%	34.7%	36.2%	%总资产	51.5%	64.4%	58.6%	59.3%	60.7%	63.7%
营业税金及附加	-21	-20	-22	-24	-29	-33	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	固定资产	873	1,157	1,559	1,663	1,699	1,709
销售费用	-74	-87	-101	-103	-117	-136	%总资产	33.4%	25.9%	32.1%	32.0%	31.0%	28.6%
%销售收入	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	4.0%	4.1%	无形资产	329	353	377	380	386	393
管理费用	-114	-167	-142	-150	-169	-196	非流动资产	1,268	1,595	2,012	2,118	2,156	2,170
%销售收入	6.3%	7.7%	5.7%	5.7%	5.8%	5.9%	%总资产	48.5%	35.6%	41.4%	40.7%	39.3%	36.3%
研发费用	0	0	-102	-111	-126	-146	资产总计	2,612	4,475	4,856	5,205	5,482	5,981
%销售收入	0.0%	0.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	短期借款	0	13	0	86	0	0
息税前利润 (EBIT)	557	596	491	493	572	692	应付款项	285	365	456	457	475	536
%销售收入	30.7%	27.4%	19.6%	18.7%	19.6%	20.8%	其他流动负债	101	109	82	114	125	140
财务费用	44	-12	45	19	21	28	流动负债	386	486	539	658	601	676
%销售收入	-2.4%	0.5%	-1.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-7	-6	-5	-6	-4	-8	其他长期负债	323	404	436	396	397	398
公允价值变动收益	7	-9	0	3	6	2	负债	710	890	975	1,054	998	1,074
投资收益	3	5	36	43	44	45	普通股股东权益	1,850	3,527	3,810	4,075	4,402	4,820
%税前利润	0.4%	0.9%	5.9%	7.3%	6.5%	5.6%	其中：股本	707	845	850	858	858	858
营业利润	604	581	577	551	640	759	未分配利润	550	798	1,024	1,289	1,617	2,035
营业利润率	33.3%	26.7%	23.0%	20.9%	21.9%	22.8%	少数股东权益	52	59	71	76	82	86
营业外收支	37	35	27	34	35	36	负债股东权益合计	2,612	4,475	4,856	5,205	5,482	5,981
税前利润	641	617	604	585	675	795	比率分析						
利润率	35.4%	28.4%	24.1%	22.2%	23.1%	23.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-155	-142	-129	-117	-144	-175	每股指标						
所得税率	24.1%	23.0%	21.4%	20.0%	21.4%	22.0%	每股收益	0.683	0.551	0.551	0.540	0.612	0.718
净利润	487	474	475	468	531	620	每股净资产	2.616	4.171	4.480	4.752	5.134	5.622
少数股东损益	4	9	6	5	6	4	每股经营现金净流	0.781	0.734	0.551	0.706	0.733	0.944
归属于母公司的净利润	483	466	468	463	525	616	每股股利	0.000	0.230	0.230	0.230	0.230	0.230
净利率	26.6%	21.4%	18.7%	17.6%	18.0%	18.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.10%	13.20%	12.29%	11.35%	11.92%	12.77%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	18.49%	10.40%	9.64%	8.89%	9.57%	10.29%
净利润	487	474	475	468	531	620	投入资本收益率	22.22%	12.75%	9.84%	9.30%	10.03%	11.01%
少数股东损益	4	9	6	5	6	4	增长率						
非现金支出	174	201	285	263	304	353	主营业务收入增长率	23.66%	19.98%	15.31%	4.93%	10.98%	13.81%
非经营收益	-42	-1	12	-116	-77	-78	EBIT 增长率	27.18%	6.97%	-17.67%	0.38%	16.21%	20.94%
营运资金变动	-66	-54	-303	-9	-128	-85	净利润增长率	38.99%	-3.61%	0.57%	-1.18%	13.38%	17.34%
经营活动现金净流	552	621	468	606	629	810	总资产增长率	44.91%	71.34%	8.50%	7.20%	5.31%	9.11%
资本开支	-462	-503	-651	-334	-312	-336	资产管理能力						
投资	-5	-886	295	-20	-15	-13	应收账款周转天数	74.9	81.2	84.7	89.0	88.0	83.0
其他	1	1	36	43	44	45	存货周转天数	95.5	92.9	91.8	100.0	99.0	98.0
投资活动现金净流	-466	-1,388	-319	-312	-283	-305	应付账款周转天数	46.0	51.1	51.0	54.6	53.0	51.0
股权募资	196	1,523	41	0	0	0	固定资产周转天数	150.5	184.5	211.1	209.5	190.6	167.2
债权募资	0	13	-13	86	-86	0	偿债能力						
其他	-59	-298	-202	-200	-197	-197	净负债/股东权益	-26.23%	-26.56%	-24.78%	-25.96%	-27.76%	-31.96%
筹资活动现金净流	136	1,238	-173	-114	-287	-197	EBIT 利息保障倍数	-12.7	51.0	-10.9	-26.2	-26.9	-24.8
现金净流量	222	470	-24	179	60	308	资产负债率	27.17%	19.89%	20.08%	20.25%	18.20%	17.96%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	10	10	19
增持	0	1	5	6	9
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.33	1.38	1.43

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH