

广东鸿图(002101)调研报告

# 轻量化下积极扩产, 业绩步入上升期

## 投资要点

- **汽车轻量化趋势为铝合金压铸件带来广阔市场空间。**当前, 节能减排形势严峻。短时间内新能源汽车无法完全代替传统燃油汽车, 燃油汽车的节能减排更迫切。研究表明, 汽车整备质量每减少 100 公斤, 百公里油耗可降低 0.3—0.6 升。综合考虑技术积累、成本等因素, 铝合金是目前最适合大规模普及的轻量化材料。而我国目前汽车轻量化水平显著低于发达国家水平, 市场空间广阔。
- **公司受益于行业发展, 扩张产能布局华东、华中。**受益于行业的高景气度, 公司进行产能扩张, 南通子公司布局华东地区、武汉子公司布局华中地区, 2014 年公司总产能预计达到 5.16 万吨, 2015 年预计达到 6.52 万吨, 2016 年 8.02 万吨。公司属铝合金压铸件龙头企业, 产能扩张有订单保证, 客户大部分为合资品牌客户, 公司将充分享受行业发展带来的收益。
- **加大车身结构件产品开发力度, 努力进军高端压铸领域。**公司未来在产品研发方面的主攻方向是汽车车身及底盘结构件、发动机缸体、薄壁化汽车零部件、高精度产品、高耐压产品等复杂、高精度、高附加值产品。公司产品结构的提升将带来利润率的提升。公司目前正在与客户合作开发一款车身结构件类产品, 今年下半年将进行试验, 若试验成功, 公司有望获得相关车型的配套权。
- **估值与评级:** 我们预计公司 14 年、15 年和 16 年的每股收益为 0.65 元 (21 倍)、0.89 元 (16 倍) 和 1.08 元 (13 倍)。行业上受益于节能减排形势下汽车轻量化趋势, 公司产能扩产将带来业绩提升。从公司层面看, 高附加值的车身及底盘结构件等产品是公司未来主要方向, 产品结构层次的提升将拉高公司整体毛利水平。我们看好公司未来两年的业绩表现。首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 日系品牌市场下挫; 铝合金车身结构件研发失败等。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1822.65	2167.09	2564.32	2996.28
增长率	35.51%	18.90%	18.33%	16.84%
归属母公司净利润(百万元)	90.09	124.39	169.64	198.96
增长率	15.91%	38.08%	36.38%	17.28%
每股收益 EPS(元)	0.470	0.649	0.885	1.038
净资产收益率 ROE	7.13%	9.11%	11.28%	11.94%
PE	29.56	21.41	15.70	13.38
PB	2.11	1.95	1.77	1.60

数据来源: 西南证券

## 西南证券研究发展中心

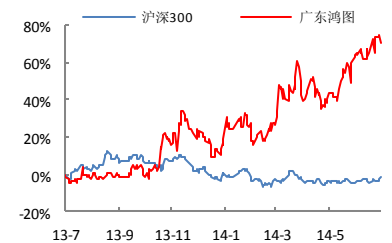
分析师: 徐永超  
执业证号: S1250512110002  
电话: 010-57631186  
邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaox@swsc.com.cn

研究助理: 简洁  
电话: 023-67610282  
邮箱: jjie@swsc.com.cn

研究助理: 梁超  
电话: 023-67791327  
邮箱: lchao@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	1.92
流通 A 股(亿股)	1.64
52 周内股价区间(元)	8.16-15.28
总市值(亿元)	28.20
总资产(亿元)	24.59
每股净资产(元)	6.76

## 相关研究

## 一、汽车轻量化趋势为铝合金压铸件带来广阔市场空间

### （一）节能减排下的汽车轻量化趋势

当前，实现节能减排目标面临的形势十分严峻。首先，汽车尾气对环境的破坏严重，尾气排放的有害物质不但增加了大气污染，破坏环境生态平衡，更重要的是，这些污染物在一定条件下会生成二次污染—光化学烟雾，对人体造成更大的危害。其次，从大多数人养车成本结构分析，油耗占的比重最大，也是用车成本中花费最高的部分，因此燃料价格的上涨让购车者更关注油耗指标。根据一份消费调查，在 2008 年，仅有 54% 的潜在购车者愿意为节油这一项性能买单，而在 2012 年，这一比例上升至 83%。

2013 年，国家工信部联合发改委等部委联合发布了《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》，确定了鼓励节能与新能源汽车发展原则，确保实现 2015 年、2020 年我国乘用车产品平均燃料消耗量分别降至 6.9 升/100 公里和 5.0 升/100 公里的目标。而目前来看，国内乘用车的平均燃料消耗量为 7.38 升/100 公里，根据工信部最新公开的 2013 年度乘用车企业平均燃料消耗量情况，79 家国产乘用车企业中，有 22 家企业未能达标，达标率为 72%。进口车方面，25 家进口乘用车企业中，12 家进口车企业未能达标。

图 1：北京、上海、杭州 PM2.5 来源构成



数据来源：百度图片，西南证券

新能源汽车的推广和普及将从根本上解决油耗和排放问题，是实现节能减排的关键。但是由于电池成本高、性能稳定性不够、充电桩等基础设施落后等原因，新能源汽车短时间内还无法代替传统燃油汽车，燃油汽车仍然是大多数购车者的首选。因此，燃油汽车的节能减排是更急迫的任务。

由于环保和节能的需要，汽车的轻量化已经成为当前世界汽车发展的潮流。实验证明，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%—8%；汽车整备质量每减少 100 公斤，百公里油耗可降低 0.3—0.6 升。当汽车重量从 2500 千克降低到 750 千克时，每升汽油行驶的公里数从约 5 公里上升到约 25 公里，相应排出的二氧化碳量从约 400 克/公里下降到约 100 克/公里。

## （二）铝合金压铸件是汽车轻量化的最佳选择

要实现汽车轻量化则需要在保证汽车使用性能的前提下，尽可能多的选用轻量化材料，如铝及铝合金、镁及镁合金、塑料等。综合考虑技术积累、成本等因素，铝合金是目前最适合大规模普及的轻量化材料。铝的比重小，仅为  $2.7\text{g/cm}^3$ ，约为钢的  $1/3$ 。汽车每使用 1 千克铝，可减轻自重 2.25 千克，减少废气排放 20 千克。向铝中加入某种或某几种元素后即构成铝合金，铝合金相对于纯铝来说，其强度、硬度、抗疲劳性能更高。且铝材的回收率高，约 80% 的铝材可以回收再利用，因此铝合金是汽车轻量化的首选。

铝合金在汽车工业发达国家应用普遍，如美国，1976 年每车用铝合金仅 39kg，1982 年达到 62kg，1998 年达到 100kg，而 2010 年上升到 142kg。北美汽车调查显示，铝的使用量将在 2012 年达到每辆车 156 千克，在 2025 年这个数字将达到 249 千克。据美国铝业协会预测，在 2020 年前，全球汽车平均铝合金材料用量将增至 135kg/辆。

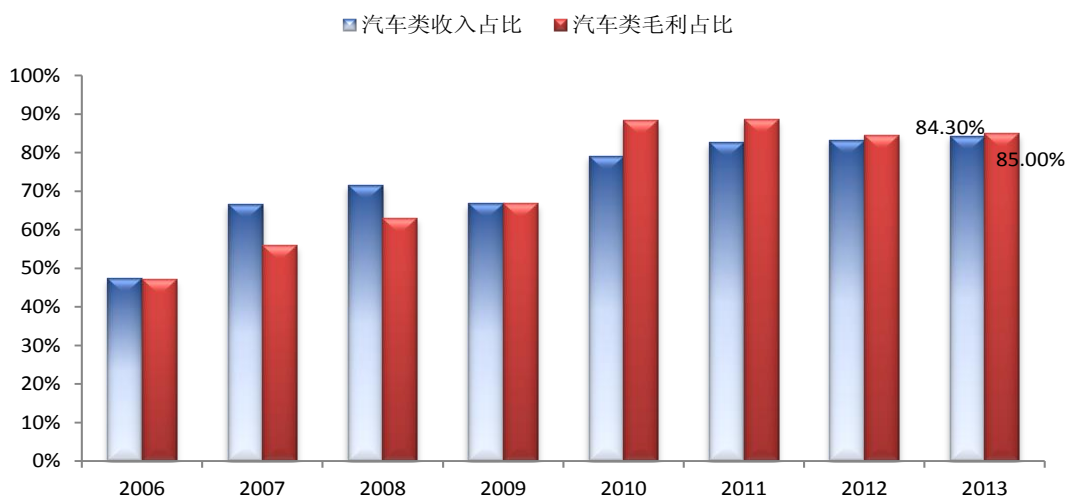
我国汽车单车铝材用量较国外有一定的差距，目前单车用铝量在 100 公斤左右，这一水平仅相当于北美 20 世纪末、日本 21 世纪初的水平。若我国单车用铝量提升至 130 公斤，按照 2000 万辆的产量看，汽车用铝合金市场规模将达千万，我国汽车用铝合金市场发展空间巨大。

## 二、公司受益于行业发展，扩张产能布局华东、华中

### （一）汽车压铸件占比提升

广东鸿图是国内铝合金压铸行业龙头，主要产品是汽车铝合金压铸件、通讯设备压铸件、机电类压铸件。近年来，受益于我国汽车市场的高增长，公司逐步加大汽车压铸件比重，2013 年，汽车类铝合金压铸件在公司全部收入和毛利中的比重已经达到 84.3% 和 85%。

图 2：汽车类产品收入、毛利占比



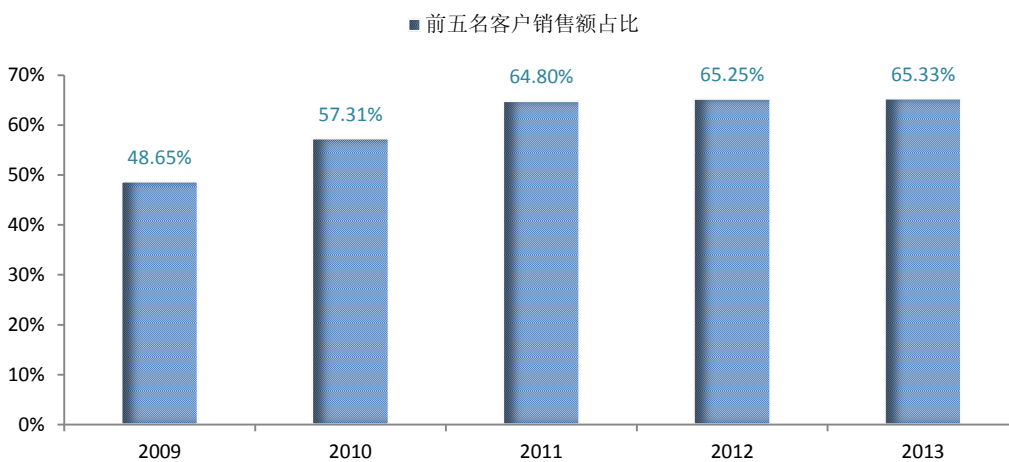
数据来源：百度图片，西南证券

## （二）客户优质，客户集中度高

公司与国内外多家知名企业建立了长期的战略合作伙伴关系。由于下游行业大型知名整车（机）厂对其上游零部件供应商有着严格的资格认证，其更换上游零部件供应商的转换成本高且周期长，公司凭借在行业内的规模优势、质量优势取得了国内外大型车企供应商的配套权，客户稳定性高。这将进一步巩固和加强公司在同行业中的领先优势公司。2013年前五大客户有克莱斯勒、日产、通用、康明斯、本田；2013年前五大客户销售额占比 65.33%，客户集中度相对较高。

当然，较高的客户集中度也会造成一定的风险，公司目前主要客户集中于日系车企和美系车企，未来公司会积极开拓德系客户，力争使自身的客户结构更合理。

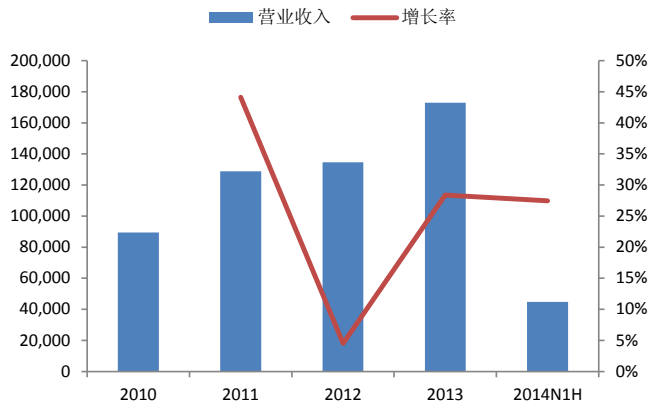
图 3: 公司前五大客户销售额占比



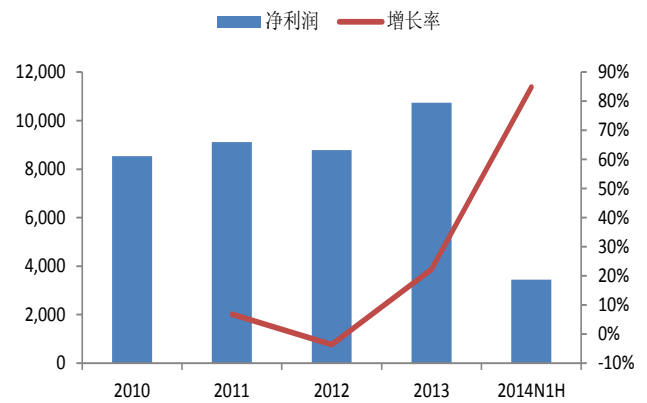
数据来源：公司年报，西南证券

## （三）产能扩张布局华中、华东

**本部满产，服务华南：**公司本部位于广东省高要市，主要配套华南市场。本部的年产能为 3.6 万吨，通过加强管理，增加智能机器人使用等方式，产能还有 20% 的提升空间。去年全年母公司净利润 1.07 亿元（同比+22.27%），14 年一季度母公司实现净利润 3450.02 万元（同比+84.86%），一季度业绩同比高增的原因在于去年同期基数低（去年一季度日系车还未完全走出钓鱼岛事件的影响、募投项目“铝合金精密压铸件生产技术改造项目”完工，新增固定资产及相应的生产技术工人，使得折旧费用、人力成本同比上升，引致产品销售成本上升，利润下滑）和今年产能利用率的提升。我们预计 14 年-16 年本部利润增长将表现的较稳健，主要受益于行业高景气度带来的订单增长以及公司加强管理，降低成本，提升产能利用率带来的产量提升。

**图 4: 母公司营业收入 (万元) 及增速**


数据来源: 公司年报, 西南证券

**图 5: 母公司净利润 (万元) 及增速**


数据来源: 公司年报, 西南证券

**南通子公司布局华东地区:** 南通子公司于 2013 年完成了工程建设、设备安装调试及试生产等前期工作, 于去年 10 月正式竣工投产。南通子公司的主要客户为上海通用和美国通用, 14 年产能达到 1.2 万吨, 15 年增加 1 万吨到 2.2 万吨, 16 年原规划产能达到 3.4 万吨, 但是可能由于募集资金规模低于预期, 产能无法达到预期目标, 预计 16 年南通子公司产能规模达到 2.7 万吨。

业绩方面, 今年上半年, 南通公司月销售额在 2500 万元左右, 预计下半年能达到 3000 万元/月的水平, 我们预计全年收入 3 亿元左右, 明年达到 6-7 亿元。但是由于二季度为投产大量招工, 培训费用大幅增长, 半年扭亏希望不大, 全年实现小幅盈利。

**武汉子公司辐射华中地区:** 武汉子公司今年下半年开始土建, 工厂位于武汉通用汽车零部件核心供应商生产基地内, 未来将主要配套武汉通用和东风本田。武汉子公司的产能规划还未最终公布, 我们预计 16 年产能达到 1 万吨左右, 销售收入达到 2 亿元。综合看, 预计到 2016 年, 公司总体产能将达到 8 万吨。

**表 1: 公司产能规划 (万吨)**

	2013	2014	2015	2016
本部	3.6	3.96	4.32	4.32
南通子公司	-	1.2	2.2	2.7
武汉子公司	-	-	-	1
合计	3.6	5.16	6.52	8.02

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 三、加大车身结构件产品开发力度，努力进军高端压铸领域

作为铝合金压铸件的行业龙头，公司未来在产品研发方面的主攻方向是汽车车身及底盘结构件、发动机缸体、薄壁化汽车零部件、高精度产品、高耐压产品等复杂、高精度、高附加值产品。公司的产品结构的提升将带来利润率的提升。公司目前正在与客户合作开发一款车身结构件类产品，今年下半年将进行试验，若试验成功，公司有可能获得相关车型的配套权。

汽车用铝的形态主要是铸件、锻件、型材和板材，其中铸件应用最多。资料显示，铸造铝合金材料在强度和耐腐方面性能更为突出，主要用于发动机气缸体、气缸盖、活塞、进气歧管、摇臂、发动机悬置支架、空压机连杆、传动器壳体、离合器壳体、车轮、制动器零件、把手及罩盖壳体类零件等。不过，从应用部位看，车身用板是最具潜力的细分市场。据统计，汽车车身约占汽车总质量的 30%，空载情况下约 70% 的油耗用于车身质量，因此以汽车铝板替代传统钢材的热潮正在兴起。

奥迪公司在 1995 年首先批量生产的 Audi A8 型轿车是使用铝质材料制造汽车车身的最具代表性的成功之作。因为使用了 546 千克铝合金材料，Audi A8 的重量比同等钢制车身车型至少减轻 50%。

路虎第一代揽胜于 1970 年上市销售，到第二代车型于 1994 年推出，并于 2001 年被第三代车型取代后，第四代全新揽胜已于 2012 年在伦敦全球首发。相较上一代车型，采用轻量化全铝车身结构的全新一代揽胜共减重 420 公斤。

目前铝合金车身结构件主要应用在高端车型上。广东鸿图前五大客户为克莱斯勒、日产、通用、康明斯、本田，均为全球车企的领先者。已有的客户基础更有利于公司对铝合金车身结构件市场的开拓。

图 6：奥迪 A8 全铝车身



数据来源：公司公告，西南证券

图 7：路虎新一代揽胜全铝车身



数据来源：《我国汽车电子行业发展模式分析》，西南证券

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	239.99	21.67	25.64	128.33	营业收入	1822.6	2167.09	2564.32	2996.28
应收和预付款项	713.93	630.74	959.90	898.68	减:营业成本	1408.8	1678.41	1969.40	2301.14
存货	306.86	285.74	409.60	402.87	营业税金及附加	8.37	9.65	11.42	13.34
其他流动资产	33.63	33.63	33.63	33.63	营业费用	158.77	189.74	224.52	262.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	102.07	119.55	141.46	165.29
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	38.54	27.66	22.21	24.36
固定资产和在建工程	883.39	980.89	1020.88	992.69	资产减值损失	-0.18	0.73	0.73	0.73
无形资产和开发支出	85.29	78.27	71.24	64.22	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	85.38	65.71	48.31	29.40	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2348.46</b>	<b>2096.65</b>	<b>2569.21</b>	<b>2549.82</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	325.18	102.43	130.41	12.98	<b>营业利润</b>	<b>106.27</b>	<b>141.34</b>	<b>194.58</b>	<b>229.07</b>
应付和预收款项	572.68	456.03	732.05	637.59	加:其他非经营损益	2.38	5.00	5.00	5.00
长期借款	142.25	172.25	202.25	232.25	<b>利润总额</b>	<b>108.65</b>	<b>146.34</b>	<b>199.58</b>	<b>234.07</b>
其他负债	44.00	0.00	0.00	0.00	减:所得税	18.56	21.95	29.94	35.11
<b>负债合计</b>	<b>1084.12</b>	<b>730.71</b>	<b>1064.72</b>	<b>882.82</b>	净利润	90.09	124.39	169.64	198.96
股本	191.70	191.70	191.70	191.70	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	700.39	700.39	700.39	700.39	归属母公司股东净利润	90.09	124.39	169.64	198.96
留存收益	372.25	473.85	612.40	774.91	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	1264.34	1365.94	1504.49	1666.99	经营性现金净流量	68.97	218.76	146.92	348.57
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-187.6	-197.99	-151.75	-101.75
<b>股东权益合计</b>	<b>1264.34</b>	<b>1365.94</b>	<b>1504.49</b>	<b>1666.99</b>	筹资性现金净流量	262.01	-239.09	8.80	-144.13
负债和股东权益合计	2348.46	2096.65	2569.21	2549.82	<b>现金流量净额</b>	<b>141.16</b>	<b>-218.32</b>	<b>3.97</b>	<b>102.69</b>

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn