

南通项目收获渐近，结构件突破、国改落地值得期待

——广东鸿图（002101）调研快报

2015年02月10日

推荐/首次

广东鸿图

调研快报

关注 1：本部仍有挖潜空间，南通、武汉项目提供增长动力

1) **口碑相传一步步打入整车厂配套体系，产能布局贴近客户。**公司是华南地区精密铝合金压铸件龙头企业，主营汽车类、通讯设备类以及机电类精密铝合金压铸件。其中，汽车铝合金压铸件是公司核心产品，占收入和毛利的比重近 90%。整车企业对零部件供应商的产品质量、批量供货能力、成本控制能力等各方面都有极高的要求，零部件厂商一旦获得了整车厂的供货资质认证和批量订单即意味着与整车厂形成了稳固的合作关系。与竞争对手相比，公司具有质量、成本、服务和交货期等优势，通过在业内的口碑相传，逐渐进入日系、美系整车厂的配套体系，在国际汽车零部件产业向中国转移的大背景下得以快速成长，营业收入从 09 年的 5 亿元逐渐增长至 14 年的 22 亿元，复合增速达 30%。公司产品出口比重接近 50%，随着海外经济的复苏，未来出口业务总体呈现回升的态势。公司的产能布局采取贴近整车厂的策略，广东高要本部主要覆盖华南市场，南通公司覆盖长三角，未来武汉公司将覆盖华中区域。目前的汽车客户中美系占 60% 以上，日系占 30% 多，主要客户包括克莱斯勒、通用、日产、本田、康明斯等。近年来德系车市场表现强势，公司也在积极争取进入德系车的配套体系。

2) **14 年利润增长主要源于本部挖潜。**根据公司业绩快报，14 年实现营业收入 22.15 亿元，同比增长 21.5%；实现净利润 1.19 亿元，同比增长 32.4%。收入增长主要来自于南通子公司，预计南通子公司 14 年收入约 3 亿元，但由于处于产能爬坡期和管理磨合期，南通公司 14 年业绩低于预期，预计全年亏损两三千万，较 13 年亏损 1700 万元有所加大，预计本部 14 年收入同比基本持平，通过挖潜，利润率显著提升，我们预计本部净利润增长约 35%。

3) **区域布局渐进收获期，业绩增长潜力大。**南通项目设计产能约 2.5 万吨，产值约 10 亿元，随着内部管理的理顺，预计南通公司 15 年收入可达 5、6 亿元，同比增长 70-80%，按照 3-4% 的净利率测算，可贡献净利润 2000 万元左右。随着 16 年达产，南通公司将进一步贡献业绩弹性。广东本部目前开工率约 75%，还有继续挖潜的潜力，理想状态下可达到 85%，未来几年经过充分的挖潜可实现约 10% 左右的稳定增长。武汉项目位于武汉市通用汽车零部件核心供应商生产基地内，将更好地服务通用汽车等合作厂商。目前武汉项目正处于厂房建设阶段，计划总投入 3 亿元，规划产能约 2.5 万吨，主要目标客户是通用、本田、日产。公司吸取了南通项目的

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

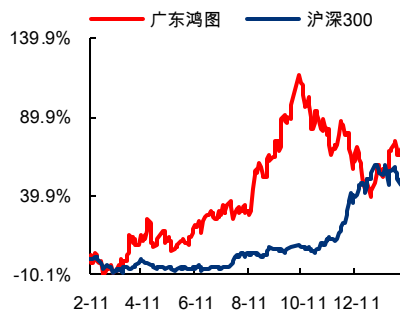
执业证书编号：

S1480514040001

交易数据

52 周股价区间 (元)	17.15-11.28
总市值 (亿元)	32.88
流通市值 (亿元)	32.88
总股本/流通 A 股 (万股)	19170/19170
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.21

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

经验教训，拟控制好武汉项目的投建节奏，避免对业绩产生较大负面影响。

根据公司的产能规划，广东本部（5万吨）+南通（2.5万吨）+武汉（2.5万吨）合计产能将达到10万吨，预计全部产能于2018年达产，届时在不考虑高端结构件产品的贡献，仅按照传统铝压铸件价格4万元/吨，净利率8%计算，届时营业收入和净利润分别可达40亿元、3.2亿元，相当于14年收入的2倍，净利润的2.7倍。

关注2：汽车轻量化趋势加速，新能源汽车订单已突破顶级客户

得益于汽车轻量化发展趋势，汽车用铝范围不断扩展。压铸件是车用铝合金的主要形式，约占全部铝合金部件的65%左右，主要用于发动机、传动系统和底盘等领域。铝合金车身结构件已经在一些高端车型如奥迪A8、路虎揽胜、福特F-150得到大面积应用，一些中端车型如本田雅阁、雪佛兰迈锐宝等也开始采用部分铝合金结构件，汽车轻量化趋势呈加快的态势。预计未来十年，全球单车用铝量有望由目前的150kg提升至250kg，而中国目前单车用铝量仅约100kg，提升空间更大。

相比传统燃油汽车，电动汽车电池重量大而能量密度低，要提升续航里程就必须降低整车质量，采用轻量化铝材便成为现实选择。其中Tesla Model S大量采用铝合金结构件，宝马i3、i8也采用铝合金底盘，国内本土企业中江淮、长安、比亚迪等公司推出的电动汽车也在部分部件应用铝合金材料。随着新能源汽车销量的快速增长，未来新能源汽车将为铝材需求提供进一步支撑。

公司在新能源汽车领域布局较早，13年向日产聆风提供电池盖板，实现了新能源汽车领域的突破，14年进一步突破了Tesla的订单。到目前为止公司已开拓了20款电动汽车类产品，主要有端盖、支架、电池底座等产品，在产的有11款，均为日产电动汽车配套供应，预计特斯拉支架产品将于年中交付。

关注3：新产品：变速箱铝压铸件已取得突破，未来重点开拓铝合金结构件

公司新产品研制的方向是由普通铝压铸件到更大型、更复杂零件，由动力系统到传动系统到转向系统。目前公司已突破了汽车变速箱压铸件，开拓了多家客户如格特拉克、加特克、杭维科等。产品毛利率约28-30%，高于普通铝压铸件。

公司未来将重点开拓铝合金结构件。铝合金结构件是众多汽车压铸零部件中最高端、难度最大的，目前主要依赖进口，价格高达7、8万元/吨，毛利率可达40%。铝合金结构件综合重铸和压铸的优点，对工艺、材料以及测量技术要求更高。目前铝合金结构件依赖进口，国内的竞争对手如重庆渝美、大江美利信、雄邦都在研制阶段。公司已经具备了汽车铝合金结构件的生产能力，经过了2次产品试制，开发的一款发动机支架结构件正在整车厂试用，预计上半年将获得订单突破，批量化销售需要约2年时间。

关注4：股权激励有望再次启动，粤科金融集团的资本运作值得期待

1) 公司在08年曾推出股权激励方案，后终止实施。目前公司激励机制主要通过利润分成。我们认为在广东省国企改革加速的大背景下，股权激励有再次启动的可能。

2) 14年9月广东科技风投公司增持公司340万股，增持均价20.84元，持股14.26%，与一致行动人广东科技创投、广州粤丰创投合计持有22.79%，成为第一大股东，实际控制人为广东省粤科金融集团。这次高价位增持显示了粤科金融集团对公司未来发展的信心。此外，粤科金融集团隶属广东省国资委，目前主要有六大板块：创投、小额贷款、融资担保、融资租赁、科技金融产业园、产业基金，未来目标是打造千亿规模科技金融集团。广东鸿图作为粤科金融集团旗下唯一一家上市公司平台，未来的资本运作值得期待。

结论：

公司区域布局渐进收获期，传统汽车压铸件业务仍有较大增长潜力；汽车轻量化趋势加速，公司作为铝压铸件龙头享行业红利，新能源汽车铸件已突破国外顶级客户，铝合金结构件等高端产品的研制也在加快；在广东国企改革加速的大背景下，公司股权激励和粤科金融集团的资本运作值得期待。我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.62 元、0.91 元、1.14 元，对应动态市盈率分别为 28 倍、19 倍、15 倍。给予“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1) 南通项目业绩低于预期的风险；
- 2) 高端铝合金结构件研发、销售低于预期的风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	795	1,332	1,419	1,658	1,978	营业收入	1,345	1,823	2,215	2,603	3,113
货币资金	132	278	332	390	467	营业成本	1,053	1,409	1,708	1,974	2,356
应收账款	391	656	607	713	853	营业税金及附加	6	8	10	12	14
其他应收款	1	2	2	2	3	营业费用	115	159	192	224	268
预付款项	17	23	23	23	23	管理费用	79	102	137	154	184
存货	228	307	374	433	516	财务费用	13	39	35	38	38
其他流动资产	22	31	39	46	57	资产减值损失	2	0	0	0	0
非流动资产合计	963	1,063	1,157	1,162	1,167	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	679	801	935	962	983	营业利润	76	106	133	201	253
无形资产	69	85	82	78	75	营业外收入	14	4	8	4	4
其他非流动资产	0	4	0	0	0	营业外支出	2	1	2	1	1
资产总计	1,758	2,395	2,576	2,820	3,146	利润总额	89	109	139	204	256
流动负债合计	709	988	1,251	1,502	1,814	所得税	11	19	20	29	37
短期借款	311	325	601	754	936	净利润	78	90	119	175	219
应付账款	271	435	468	541	646	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	6	2	2	2	2	2 归属母公司净利润	78	90	119	175	219
一年内到期的非	21	44	0	0	0	EBITDA	147	217	238	315	374
非流动负债合计	63	142	142	142	142	BPS (元)	0.47	0.51	0.62	0.91	1.14
长期借款	63	142	142	142	142	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	773	1,131	1,393	1,644	1,956	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	4.40%	35.51%	21.53%	17.50%	19.60%
实收资本(或股	164	192	192	192	192	营业利润增长	-18.55%	39.06%	25.41%	50.95%	25.62%
资本公积	507	700	700	700	700	归属于母公司净利润	-12.02%	15.91%	32.38%	46.53%	25.25%
未分配利润	257	304	374	477	606	获利能力					
归属母公司股东	986	1,264	1,348	1,470	1,623	毛利率(%)	21.72%	22.71%	22.90%	24.15%	24.30%
负债和所有者权	1,758	2,395	2,576	2,820	3,146	净利率(%)	5.78%	4.94%	5.38%	6.71%	7.03%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.42%	3.76%	4.63%	6.20%	6.96%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	7.89%	7.13%	8.85%	11.89%	13.48%
经营活动现金流	129	60	90	95	98	偿债能力					
净利润	78	90	119	175	219	资产负债率(%)	44%	47%	51%	53%	55%
折旧摊销	57	72	69	76	83	流动比率	1.12	1.35	1.13	1.10	1.09
财务费用	13	39	35	38	38	速动比率	0.80	1.04	0.84	0.82	0.81
应收账款减少	6	-265	50	-106	-140	营运能力					
预收帐款增加	-1	-3	0	0	0	总资产周转率	0.81	0.88	0.86	0.89	0.93
投资活动现金流	-272	-188	-196	-100	-100	应收账款周转率	3.41	3.48	3.51	3.94	3.98
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.15	5.16	4.91	5.16	5.25
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.51	0.62	0.91	1.14
筹资活动现金流	75	262	161	63	79	每股净现金流(最新	-0.42	0.70	0.28	0.30	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.01	6.60	7.03	7.67	8.47
长期借款增加	36	79	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	28	0	0	0	P/E	36.49	33.63	27.57	18.81	15.02
资本公积增加	-4	194	0	0	0	P/B	2.85	2.60	2.44	2.24	2.03
现金净增加额	-68	134	54	58	77	EV/EBITDA	20.98	16.22	15.57	12.04	10.43

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008 年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位，具有 3 年实业经验和 6 年行业研究经验。2014 年加盟东兴证券研究所，现从事机械行业研究，重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。