



业绩释放、激励到位，铝合金压铸龙头腾飞

投资要点

- **事件:** 近期, 我们对公司进行了调研。
- **推荐逻辑:** 产能利用率快速提升, 主业高增长, 预计 16 年公司整体主业增速超过 40%。横纵发展构建多元化产品体系, 横向收购四维尔、纵向延伸整车企业, 在客户资源形成互补协同, 并加快铝合金车身结构件产品的开发进展。持股计划与限制性股票环环相扣, 目前股价接近持股成本价。公司作为粤科金融唯一上市公司平台, 有望承接大股东优质资产。
- **产能利用率提升, 助力国内铝合金压铸龙头业绩释放。** 公司是国内压铸行业的龙头企业, 华南地区规模最大的精密铝合金压铸件专业生产企业, 现有高要、南通、武汉三个工厂, 高要工厂订单饱满, 南通工厂 15 年开始扭亏为盈, 今年上半年实现营收 3.5 亿元, 归母净利 1812 万元, 我们预计下半年南通工厂将会继续表现高增长态势, 全年营收 8 亿元左右, 增速 40%, 明年营收增速在 25-30%, 武汉工厂上半年亏损 1520 万元, 渡过试产调试阶段后, 我们预计明年开始实现盈亏平衡。
- **横纵发展构建多元化产品体系, 横向收购四维尔, 其客户主要以欧系车为主, 鸿图主业客户以克莱斯勒、通用、日产、本田等美系、日系车厂为主, 收购完成后, 双方在客户资源方面形成互补协同优势; 纵向延伸下游整车企业, 将加快公司铝合金车身结构件产品的开发进展。**
- **持股计划与限制性股票环环相扣, 员工激励落实到位, 公司第一期员工持股计划成本价 23.56 元, 2017 年 4 月份解锁, 限制性股票激励有望 2017 年 5 月开始实施。唯一上市公司平台承接大股东优质资产, 大股东粤科金融资源丰富, 投资实力卓越, 公司作为粤科金融唯一控股的 A 股上市公司, 我们认为上市公司将作为粤科金融做大做强的重要支点, 承接优质资产。**
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.77 元、1.58 元、1.81 元, 收购四维尔摊薄后 EPS 分别为 0.77 元、1.11 元和 1.27 元, 对应动态市盈率为 32 倍、22 倍和 19 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 武汉工厂扭亏进度或不及预期; 收购重组推进不及预期或失败的风险; 并购企业并表时间或不及预期、业绩实现或不及承诺; 铝合金渗透率增速或不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2258.69	2670.79	5632.43	6484.77
增长率	1.98%	18.25%	110.89%	15.13%
归属母公司净利润 (百万元)	128.68	191.19	390.81	449.76
增长率	9.10%	48.57%	104.41%	15.09%
每股收益 EPS (元)	0.52	0.77	1.58	1.81
净资产收益率 ROE	8.84%	12.16%	10.02%	10.30%
PE	48	32	16	14
PB	4.22	3.75	1.54	1.41

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

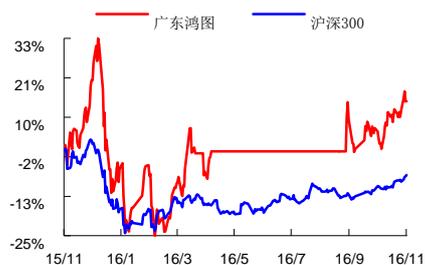
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.48
流通 A 股(亿股)	2.48
52 周内股价区间(元)	18.94-33.45
总市值(亿元)	61.48
总资产(亿元)	35.12
每股净资产(元)	8.47

相关研究

目 录

1 产能利用率提升，助力国内铝合金压铸龙头业绩释放	1
2 轻量化星星之火，逐成燎原之势	2
2.1 油耗限值政策日趋严厉，轻量化成攻坚利器	2
2.2 未来 5 年单车用铝量复合增速达 12%	4
3 横纵发展构建多元化产品体系	5
3.1 横向收购四维尔，拓宽客户资源	5
3.2 纵向延伸下游整车，加快公司结构件开发	7
4 员工持股计划、限制性股票激励环环相扣	7
5 大股东资源丰富、投资实力卓越，资产注入值得期待	8
6 盈利预测与投资建议	10
7 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司 2016 年 H1 主营业务结构情况.....	1
图 2: 公司 2016 年 H1 主营业务毛利情况.....	1
图 3: 公司 2010 年以来营业收入及增速.....	1
图 4: 公司 2010 年以来净利润及增速.....	1
图 5: 子公司收入情况.....	2
图 6: 子公司利润情况.....	2
图 7: 乘用车节能标准技术选项.....	3
图 8: 轻量化对整车性能的改善.....	4
图 9: 轻量化技术发展目标.....	4
图 10: 轻量化技术发展路线图.....	4
图 11: 四维尔主力产品.....	6
图 12: 粤科金融控制关系结构图.....	9

表 目 录

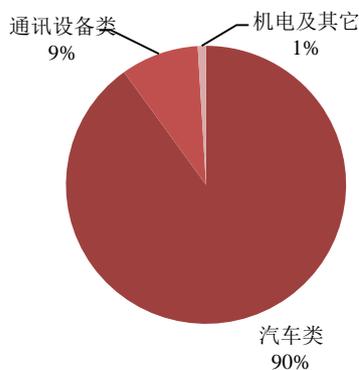
表 1: 主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比.....	2
表 2: 企业平均燃料消耗量导入计划.....	3
表 3: 材料性能对比.....	5
表 4: 公司向各交易对方具体股份发行及现金支付情况.....	5
表 5: 配套融资认购对象认购金额及认购股份数.....	6
表 6: 公司投资整车企业情况.....	7
表 7: 员工持股及限制性股票激励情况.....	8
表 8: 限制性股票激励解锁条件.....	8
表 9: 粤科金融 2015 年主要财务数据（未经审计）.....	9
表 10: 粤科金融投资企业 2016 年上市情况.....	9
表 11: 分业务收入及毛利率.....	10
附表: 财务预测与估值.....	12

1 产能利用率提升，助力国内铝合金压铸龙头业绩释放

公司成立于2000年12月，是由高要鸿图工业有限公司、广东省科技创业投资公司、广东省科技风险投资有限公司、高要市国有资产经营有限公司、广东省机械研究所等股东共同发起设立的一家国有控股企业，是国内压铸行业的龙头企业，华南地区规模最大的精密铝合金压铸件专业生产企业，广东省高新技术企业，拥有广东省唯一的省级精密压铸工程技术研究中心。公司具备国家汽车零部件出口基地企业资格，并已通过ISO14001、ISO9000、ISO/TS16949等国际质量体系认证。2006年公司股票在深圳证券交易所正式挂牌上市。

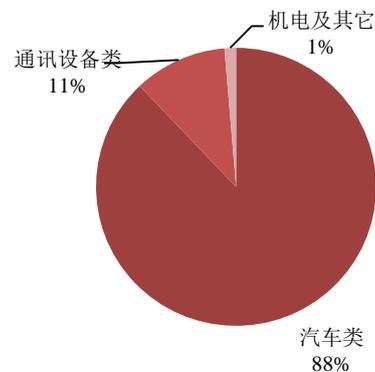
公司主营业务结构：公司收入主要仍然以汽车类和通讯类精密压铸件为主，2016年上半年汽车类收入占比90%，通讯类收入占比9%；汽车类贡献88%毛利，通讯类贡献11%毛利。

图1：公司2016年H1主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

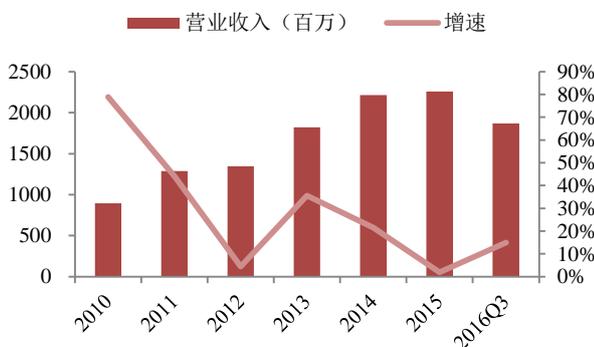
图2：公司2016年H1主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：公司自2006年上市以来基本维持着良好增速，2006-2015年间营收规模复合增速达到21.7%，归母净利润复合增速达到15.8%。2012年受四季度钓鱼岛事件影响，公司的日系产品订单大幅坠减，使公司2012年度销售额和利润均受到较大影响。2015年由于公司通讯类业务收入下降近30%，导致公司整体营收增速只有2%，但南通工厂从2015年起开始逐步投产运营，因此归母净利润增速达到9%。

图3：公司2010年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图4：公司2010年以来净利润及增速

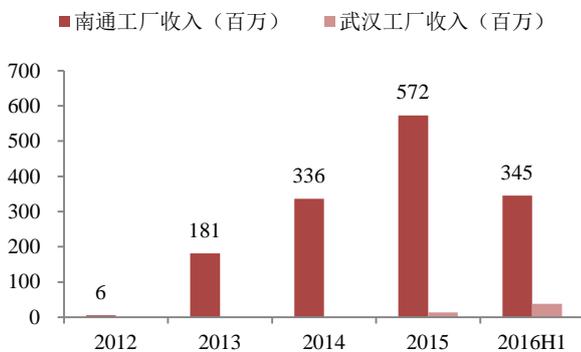


数据来源：公司公告，西南证券

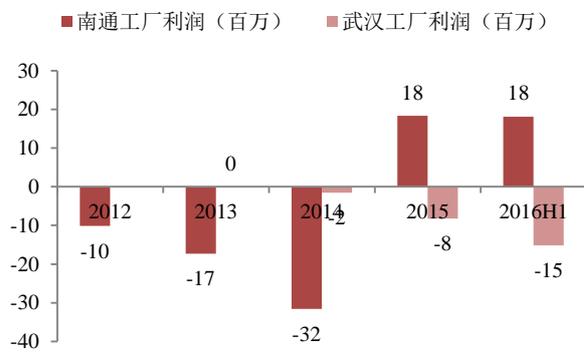
目前公司汽车类客户以外资和合资品牌为主, 包括克莱斯勒、通用、日产、本田等外资车厂, 今年也已成功开拓了广汽丰田, 此外, 公司正在积极开拓福特、一汽大众等客户。

公司南通工厂成立于 2011 年 1 月, 2015 年开始扭亏为盈, 2015 年实现营收 5.7 亿元, 归母净利 1833 万元。今年上半年实现营收 3.5 亿元, 归母净利 1812 万元, 我们预计下半年南通工厂将会继续表现高增长态势, 全年营收 8 亿元左右, 增速 40%, 明年营收增速在 25-30% 之间。

公司武汉工厂由于还处在试产调试阶段, 2015 年实现营收 1354 万元, 归母净利亏损 824 万元, 今年上半年实现营收 3848 万元, 归母净利亏损 1520 万元, 生产规模还没有达到盈亏平衡点, 我们预计明年武汉工厂生产规模上量后, 将实现盈亏平衡。

图 5: 子公司收入情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 子公司利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 轻量化星星之火, 逐成燎原之势

2.1 油耗限值政策日趋严厉, 轻量化成攻坚利器

为落实《节能与新能源汽车产业发展规划 (2012-2020 年)》的要求, 推动我国乘用车燃料经济性水平的持续改善, 工信部于 2012 年启动了乘用车燃料消耗量第四阶段标准 (2016-2020 年) 的制定工作。该工作形成的 GB 19578-2014《乘用车燃料消耗量限值》和 GB 27999-2014《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》已于 2014 年 12 月 22 日正式发布, 并于 2016 年 1 月 1 日起实施。

表 1: 主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比

	2015 年		2020 年		2025 年		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	4.8L/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		-	-	5.5%	-

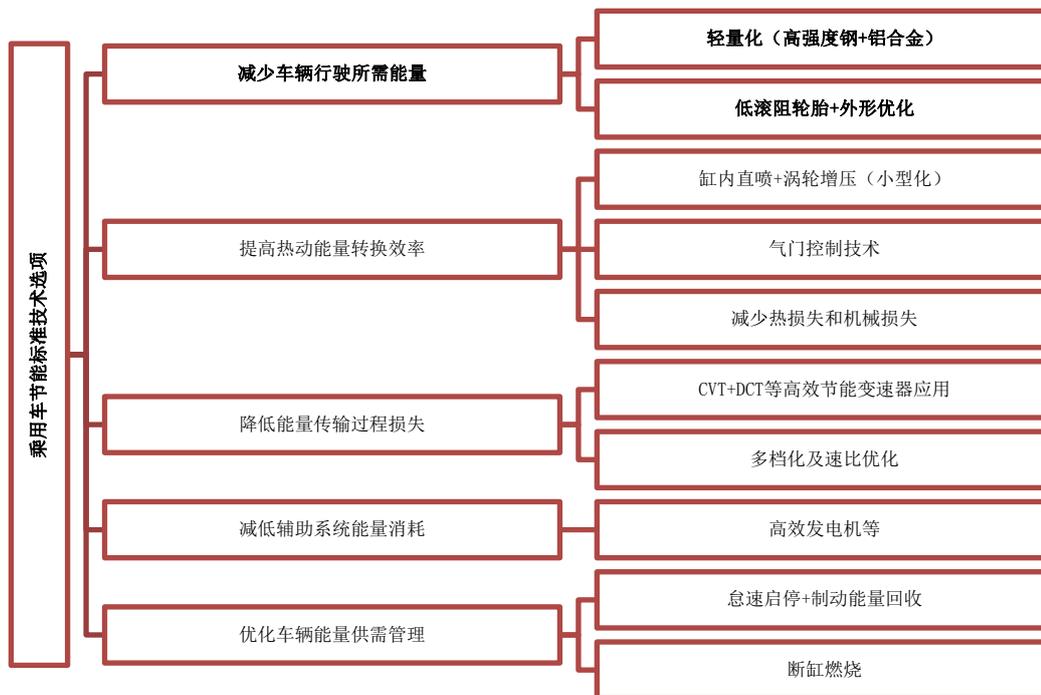
数据来源: 乘用车燃料消耗量第四阶段标准, 西南证券

表 2: 企业平均燃料消耗量导入计划

年份	CAFC/TCAFC	对应目标, L/100km	年降幅, L/100km	同比下降幅度
2016 年	134%	6.70	0.20	-3%
2017 年	128%	6.40	0.30	-4%
2018 年	120%	6.00	0.40	-6%
2019 年	110%	5.50	0.50	-8%
2020 年及以后	100%	5.00	0.50	-9%

数据来源: 乘用车燃料消耗量第四阶段标准, 西南证券

针对 2020 年我国乘用车产品平均燃料消耗量达到 5L/100km 的目标, 目前公认的主要技术路线是从整车、发动机、变速器、车轮/轮胎等几个方面着手考虑节能措施。据我们产业调研了解, 转换效率、变速器节能、启停/断缸燃烧等技术对于降低油耗的可挖掘空间不大, 因此, **轻量化路线将成为主要节能路线。**

图 7: 乘用车节能标准技术选项


数据来源: 工信部, 西南证券

根据欧洲铝业协会的研究, 汽车整车每减重 100kg, 油耗降低 0.4L/100km; 同时可以提升车辆的加速性能以及操控性。因此车厂在轻量化应用开发设计中, 不仅可以实现减重以降低油耗, 通过整车匹配设计, 也可以在动力性、操纵性以及经济性方面得到提高。

图 8：轻量化对整车性能改善


数据来源：欧洲铝业协会，西南证券整理

2.2 未来 5 年单车用铝量复合增速达 12%

2016 年 10 月份发布的《节能和新能源汽车技术路线图》中，总体框架是“1+7”，“7”分别代表节能汽车、纯电动和混合动力汽车、燃料电池汽车、智能网联汽车和汽车制造、动力电池、轻量化的技术路线图，该技术路线图描绘了我国汽车产业技术未来 15 年发展蓝图。

其中轻量化技术总体思路：近期重点发展超高强钢和先进高强钢技术，实现高强钢在汽车应用比例达到 50%以上；中期重点发展第三代汽车钢和铝合金技术，实现铝合金覆盖件和铝合金零部件的批量生产和产业化应用；远期重点发展镁合金和碳纤维复合材料技术，实现碳纤维复合材料混合车身及碳纤维零部件的大范围应用。

图 9：轻量化技术发展目标

发展目标	技术路径	发展重点						
到2030年： • 高强钢应用比例大幅增加 • 单车用铝量超过350kg • 单车使用镁合金45kg • 碳纤维使用量占车重5% 整车比2015年减重： <table border="1"> <tr> <th>2020年</th> <th>2025年</th> <th>2030年</th> </tr> <tr> <td>10%</td> <td>20%</td> <td>35%</td> </tr> </table>	2020年	2025年	2030年	10%	20%	35%	> 轻质材料的应用 > 新的制造技术和工艺 > 先进的结构优化或设计方法 > 大力推进高强度钢、铝合金、镁合金、工程塑料、复合材料等在汽车上的应用	✓ 轿车车身的轻量化 ✓ 轿车动力传动的轻量化 ✓ 底盘轻量化技术 ✓ 高强钢的材料与工艺提升 ✓ 轻质材料的部件制作工艺研究 ✓ 轻质材料典型部件的标准化、系列化研究 ✓ 复合材料工艺及高效制备 ✓ 轻质材料部件的设计与工艺模拟技术
2020年	2025年	2030年						
10%	20%	35%						

数据来源：《节能和新能源汽车技术路线图》，西南证券整理

图 10：轻量化技术发展路线图

	2020年	2025年	2030年
车辆整备质量	较2015年减重10%	较2015年减重20%	较2015年减重35%
高强度钢	强度600MPa以上的AHSS钢应用达到50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的30%	2000MPa级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到190kg	单车用铝量超过250kg	单车用铝量超过350kg
镁合金	单车用镁量达到15kg	单车使用镁合金25kg	单车使用镁合金45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量，成本比2015年降低50%	碳纤维使用量占车重2%，成本比上阶段降低50%	碳纤维使用量占车重5%，成本比上阶段降低50%

数据来源：《节能和新能源汽车技术路线图》，西南证券整理

铝合金可使汽车减重 40%，车身是主要轻量化部件。铝的密度为 2.6g/cm^3 ，是铁密度的 1/3，铝合金在汽车中的使用空间可达 540kg，可使汽车减重 40%。传统车身质量约占整车重量的 30-40%，目前高端车型逐渐将全铝车身作为自己的销售卖点，如特斯拉 MODEL S、捷豹路虎 XJ、凯迪拉克 CT6，因此未来车身结构件将成为铝合金轻量化的主要增量应用部件。国家政策引导新能源汽车往更高续航里程、更低单位载质量能量消耗量的水平发展，因此新能源汽车对于轻量化的要求更为迫切，通过采用全铝车身结构，不仅可以使汽车通过减重增加续航能力，而且减少电池成本，使得整体的制造成本更低，获得更好的经济效益，例如大众推出的 Golf 电动车，采用全铝车身后，不仅减重 187kg，同时少配电池后总成本降低

635 欧元，直接给车厂及车主带来经济效益。据不完全统计，现在国内汽车单车用铝量约 100-120kg/辆，根据节能和新能源汽车技术路线图的指引，2020 年、2025 年、2030 年单车用铝量分别达到 190kg、250kg 和 350kg，因此未来 5 年、10 年、15 年汽车用铝合金量将有 12%、9%、8% 的年复合增速。因此我们认为汽车用铝合金零部件渗透率将会长期持续获得稳定增长。

表 3：材料性能对比

材料种类	密度 (克/立方厘米)	拉伸强度 (兆帕)	弹性模量 (兆帕)	比强度 (米)	比模量 (千米)
钢	7.8	1000	214000	1.3	0.27
铝	2.6	400	70000	1.5	0.27
玻璃增强塑料	2.0	1100	40000	5.5	0.20
高模量型碳纤维复合材料	1.6	1100	190000	6.2	1.20
高强度型碳纤维复合材料	1.5	1400	130000	9.3	0.87

数据来源：中国产业信息网，西南证券

3 横纵发展构建多元化产品体系

3.1 横向收购四维尔，拓宽客户资源

为了建设多元化产品体系、提升产品结构优势，加强对整车厂客户的服务水平，进而巩固与车厂的战略合作关系，公司拟收购宁波四维尔 100% 股权，交易价值 16.5 亿元，其中现金支付 6.6 亿元，股权支付 9.9 亿元（5407 万股、18.25 元/股），同时以锁价方式向科创公司、高要国资、安鹏资本非公开发行股份募集配套资金 9.9 亿元（5095 万股，19.37 元/股），用于支付购买四维尔股份 100% 股权的现金对价、标的公司子公司年产 500 万套汽车饰件项目的建设等。业绩承诺方面，四维尔 2016 年度、2017 年度、2018 年度经审计的合并报表归属于母公司的净利润（扣除非经常性损益后）分别不低于 12250 万元、14000 万元、16200 万元，三年累计承诺净利润不低于 42450 万元。

表 4：公司向各交易对方具体股份发行及现金支付情况

交易对方	转让标的公司股份 (股)	交易价格 (万元)	支付现金 (万元)	发行股份 (股)	股份支付金额 (万元)
四维尔集团	35,010,000	48,898.26	9,812.86	21,416,660	39,085.40
美国邦盛	27,200,000	37,990.08	37,990.08	-	-
钶迪机械	21,000,000	29,330.58	11,317.12	9,870,387	18,013.46
维科精华	14,000,000	15,023.97	-	8,232,310	15,023.97
汇鑫投资	8,000,000	11,173.55	2,242.30	4,893,839	8,931.26
科闻投资	6,040,000	8,436.03	1,692.94	3,694,848	6,743.10
星瑜投资	5,000,000	6,983.47	1,401.44	3,058,649	5,582.03
夏军	4,750,000	6,634.30	1,331.36	2,905,717	5,302.93
合计	121,000,000	164,470.25	65,788.10	54,072,410	98,682.15

数据来源：公司公告，西南证券

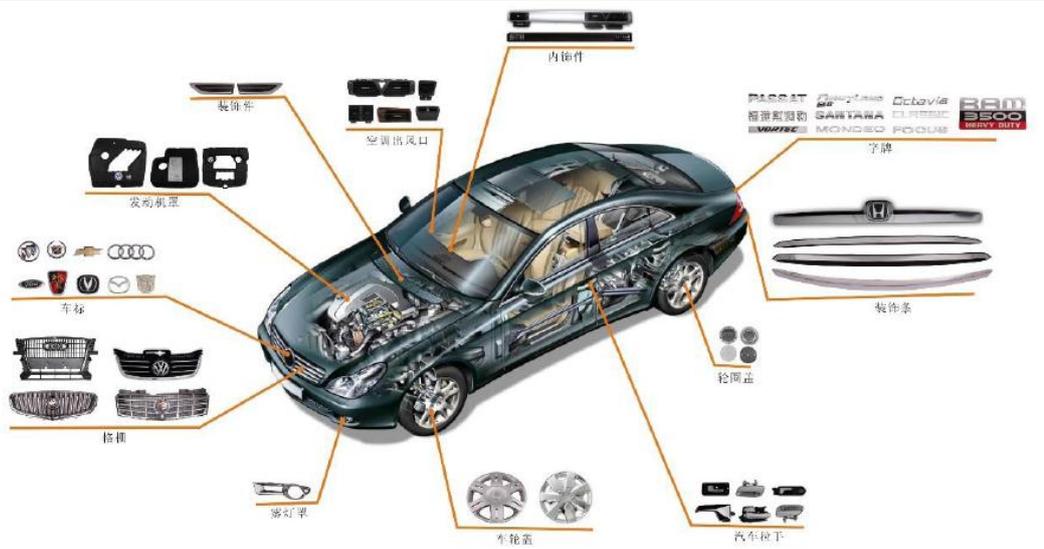
表 5: 配套融资认购对象认购金额及认购股份数

交易对方	转让标的公司股份 (股)	交易价格 (万元)	支付现金 (万元)
1	科创公司	508,363,790.48	26,244,904
2	高要国资	428,456,206.49	22,119,577
3	安鹏资本	49,999,994.07	2,581,311
合计		986,819,991.04	50,945,792

数据来源: 公司公告, 西南证券

四维尔属于汽车零部件一级供应商, 主要从事汽车内外装饰件的设计、研发、生产、销售与售后服务, 其主要产品包括汽车外饰件系列产品 (汽车标牌、散热器格栅、车轮盖、装饰条等)、汽车内饰件系列产品 (出风口、门扣手等) 及其他塑料件产品 (发动机罩等), 其中**汽车标牌、散热器格栅、出风口、装饰条**为四维尔股份的主力产品。

四维尔下游客户方面, 国内主机厂主要有一汽大众、上海大众、上海通用、上汽集团、一汽集团、一汽丰田、天津一汽、长安福特、广汽本田、广汽丰田、北京现代、北京奔驰、奇瑞汽车等著名汽车厂家。国际客户方面, 公司已经进入北美通用、福特、德国大众、奥迪、克莱斯勒的全球采购系统, 2005 年进入福特的全球采购系统, 2006 年进入克莱斯勒的全球采购系统, 目前四维尔股份已成为 GM、FORD、DCX、NISSAN、TOYOTA、VolksWagen 等各大主机厂的一级供应商。

图 11: 四维尔主力产品


数据来源: 公司公告, 西南证券

根据收购报告书, 四维尔 2016 年一季度客户主要有长城汽车、延锋彼欧汽车外饰系统、一汽-大众、长春一汽富维, 客户群体主要集中在欧系品牌, 而公司铝合金压铸件客户主要包括克莱斯勒、通用、日产、本田等美系、日系车厂, 因此双方在客户资源方面可以形成良好的互补协同优势。

3.2 纵向延伸下游整车，加快公司结构件开发

为了实现从汽车零部件延伸至整车、新能源汽车等领域的产业战略布局，公司三季度完成宝龙汽车 60% 股权收购以及增资认缴广西源正 5% 股权，我们认为公司投资整车企业，将加速公司现有汽车铝合金零部件地推广应用，同时有望利用广西源正全铝车身战略，加快公司铝合金车身结构件产品的开发进展。

宝龙汽车是南中国唯一一家经公安部 and 中国人民银行指定的防弹运钞车制造企业，设有商务车分公司、防弹车分公司、旅居车分公司、军警车分公司、专用车分公司等。宝龙现有产能约 1500 辆，目前拟竞买面积为 20 万平米的工业地块使用权，预计宝龙汽车整体规划 500 亩土地用于建设生产基地。

广西源正新能源汽车有限公司成立于 2014 年 11 月，位于南宁市邕宁区新兴产业园，是一家专门从事客车、物流车、商用车和小型电动汽车及零部件的研发、制造、销售和服务为一体的综合性的汽车生产企业。广西源正在南宁市总投资 48 亿元，占地总面积 2000 亩，将建成国内最大的全铝车身新能源汽车生产基地。

表 6：公司投资整车企业情况

投资方	标的公司	交易价格（万元）	持股比例	业绩承诺	主要产品
广东鸿图	宝龙汽车	24000	60%	2016-2018 合计不低于 6000 万元	防弹运钞车、军警车
盛图投资 (公司全资子公司)	广西源正	1250	5%	-	客车、物流车、商用车 和小型电动汽车

数据来源：公司公告，西南证券

4 员工持股计划、限制性股票激励环环相扣

公司 2006 年上市以来，直到 2015 年才推出员工持股计划方案，公司计划 2015 年至 2019 年的五年内，滚动设立五期各自独立存续的员工持股计划。

2015 年度实施的**第一期员工持股计划**——广东鸿图 1 号份额上限为 3000 万份，按照不超过 1:1 的比例分为份额 A 和份额 B。公司控股股东之一广东省科技创业投资有限公司以 1500 万元全额认购广东鸿图 1 号份额 A。份额 A 按年化收益率 6.5% 享受固定收益，份额 B 享受扣除份额 A 本金及年化固定收益后的所有剩余收益。份额 B 中，公司董监高团队拟认购份额占总份额的 77.8%。截至 2016 年 4 月 21 日，公司第一期员工持股计划广东鸿图 1 号通过二级市场购买的方式共计买入公司股票 1,252,040 股，占公司总股本的 0.5048%，持仓均价为 23.6 元/股，锁定期 12 月，预计 2017 年 4 月份解锁。

2016 年 9 月，公司推出**限制性股票激励计划**，该计划拟授予的股票数量不超过 248 万股，限制性股票的授予价格为每股 10.81 元，其中，首次授予限制性股票 223.9 万股，预留 24.1 万股，公司董事、高级管理人员合计获 116.9 万股，占比 52%。该限制性股票激励授予条件之一是 2016 年度每股收益不低于 0.67、净利润增长率不低于 18.30%，因此我们预计该计划的实施时间需要等到 2016 年年报披露并获股东大会通过，预计将会在 2017 年 5 月份之后。

表 7: 员工持股及限制性股票激励情况

项目	总份额	成本价格	实施时间	解锁期
第一期员工持股计划 (2015)	3000 万份, 员工持股计划占一半	23.6 元/股	2016 年 4 月完成购买, 总共 125 万股	2017 年 4 月
限制性股票激励 (2016)	不超过 248 万股	10.81 元/股	2016 年业绩达标后方可实施, 预计 2017 年披露 2016 年年报后	限制性股票授予后满 24 个月

数据来源: 公司公告, 西南证券

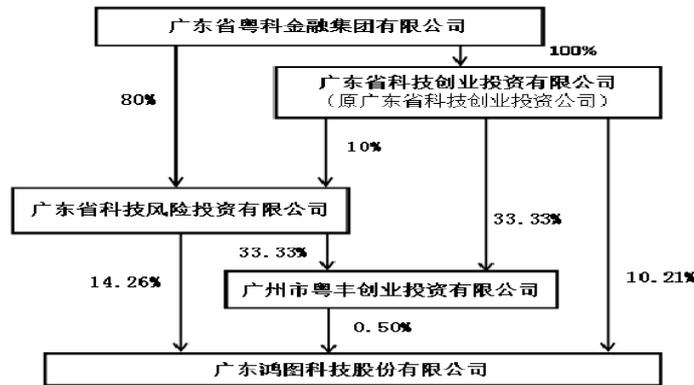
表 8: 限制性股票激励解锁条件

	解锁期	业绩考核目标
首次授予	第一解锁期	2018 年每股收益不低于 0.69, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值; 主营业务收入占营业收入的比重不低于 95.70%; 相比 2015 年, 2018 年净利润增长率不低于 70%, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值。
	第二解锁期	2019 年每股收益不低于 0.69, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值; 主营业务收入占营业收入的比重不低于 95.70%; 相比 2015 年, 2019 年净利润增长率不低于 100%, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值。
	第三解锁期	2020 年每股收益不低于 0.69, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值; 主营业务收入占营业收入的比重不低于 95.70%; 相比 2015 年, 2020 年净利润增长率不低于 140%, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值。
预留授予	第一个预留解锁期	2019 年每股收益不低于 0.69, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值; 主营业务收入占营业收入的比重不低于 95.70%; 相比 2015 年, 2019 年净利润增长率不低于 100%, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值。
	第二个预留解锁期	2020 年每股收益不低于 0.69, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值; 主营业务收入占营业收入的比重不低于 95.70%; 相比 2015 年, 2020 年净利润增长率不低于 140%, 且不得低于同行业对标企业 75 分位值。

数据来源: 公司公告, 西南证券

5 大股东资源丰富、投资实力卓越, 资产注入值得期待

公司实际控制人为广东省粤科金融集团有限公司, 截至 2016 年 9 月 21 日, 粤科金融通过其控制的子公司合计控制公司 25.1% 股权。其中, 广东省科技风险投资有限公司(简称“风投公司”)持有 14.33% 股权、广东省科技创业投资有限公司(简称“科创公司”)持有 10.26% 股权; 广州市粤丰创业投资有限公司(简称“粤丰公司”)持有 0.5% 股权。

图 12: 粤科金融控制关系结构图


数据来源: 公司公告, 西南证券

粤科金融为广东省人民政府授权经营的国有独资企业, 公司立足于政策性科技金融集团的发展定位, 通过构建创业投资、科技金融、科技园区和资本运作四大业务体系, 为科技型中小微企业提供全方位的金融解决方案。作为省级科技金融集团, 粤科金融 2015 年合并口径资产总额达到 241 亿元, 营收规模 32.6 亿元。

表 9: 粤科金融 2015 年主要财务数据 (未经审计)

项目		母公司 (万元)	合并金额 (万元)
2015 年 12 月 31 日	资产总额	1,510,371.89	2,406,404.53
	负债总额	1,293,543.65	1,662,527.24
	净资产	216,828.23	743,877.29
2015 年度	营业收入	18,485.49	325,597.98
	净利润	8,333.34	37,397.68

数据来源: 公司公告, 西南证券

截至 2016 年 7 月, 粤科金融已培育和推动了 19 家投资企业进入国内外资本市场, 另有 19 家企业挂牌新三板。粤科金融作为省级科技性金融平台, 投资实力卓越。广东鸿图作为粤科金融唯一控股的 A 股上市公司, 我们认为上市公司将作为粤科金融做大做强的重要支点, 因此, 粤科金融将会把与上市公司产生协同效应的优质资产注入上市公司, 共同借助 A 股资本市场加快业务推进与实现市值腾飞。

表 10: 粤科金融投资企业 2016 年上市情况

企业名称	股票代码	股权比例	主营业务
天懋信息	839195	13.3%	信息安全内控产品、服务与解决方案提供商
信力科技	838807	4.76%	高分子材料、复合材料、功能材料的研发、设计、生产、销售于一体的国家高新技术企业
红墙股份	002809	15%	混凝土外加剂专业制造商
华锋股份	002806	21.6%	主导产品为低压电极铝箔 (包括腐蚀箔、化成箔), 系生产铝电解电容器主要原材料。
众诚保险	835987	3.3%	国内首家由汽车集团发起成立的专业汽车保险公司
和兴隆	837628	11%	专业为机构团体和白领家庭提供健康餐饮服务、产品以及整合解决后勤综合服务
晶科电子	836789	8.5%	研发、生产和销售中大功率 LED 芯片、芯片级光源、模组光源及光引擎产品
今朝时代	835472	15%	致力于超级电容产品的研究开发和产业化, 为客户提供完整的超级电容储能技术解决方案。

数据来源: 粤科金融网站, wind, 西南证券

6 盈利预测与投资建议

关键假设:

假设 1: 汽车类业务, 随着南通、武汉工厂的利用率提升, 明后两年公司汽车类业务将步入快速发展通道。我们预计公司 2016-2018 年整体铝合金产销量增速达到 20%左右, 毛利率水平基本保持 24%的水平。

假设 2: 通讯设备类业务, 经历去年下滑后, 今年上半年通讯设备类业务增长 25.1%, 由于 5G 通信还没有开始大规模建设, 因此预计行业增速在 15%左右, 毛利率水平基本保持不变, 维持在 28%左右。

假设 3: 机电及其他业务, 这块业务仅占公司整体规模的 1%, 简单按照以往年份的增长进行预测。

假设 4: 收购四维尔事项年底完成, 2017 年全年并表。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.77 元、1.58 元、1.81 元, 假设四维尔明年初并表, 摊薄后 EPS 分别为 0.77 元、1.11 元和 1.27 元, 对应动态市盈率为 32 倍、22 倍和 19 倍, 首次给予“买入”评级。

表 11: 分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	2,258.69	2,670.79	5,632.44	6,484.77
增速	1.98%	18.25%	110.89%	15.13%
营业成本	1,761.12	2,007.57	4,307.01	4,976.40
毛利率	22.03%	24.83%	23.53%	23.26%
汽车类				
营业收入	1,913.59	2,258.04	2,709.64	3,251.57
增速	4.04%	18.0%	20.0%	20.0%
营业成本	1,499.02	1,716.11	2,059.33	2,487.45
毛利率	21.66%	24.00%	24.00%	23.50%
通讯设备类				
营业收入	190.78	238.48	274.25	301.67
增速	-29.85%	25.0%	15.0%	10.0%
营业成本	146.28	171.70	197.46	220.22
毛利率	23.33%	28.00%	28.00%	27.00%
机电及其它				
营业收入	20.60	26.78	34.81	45.26
增速	-2.55%	30.0%	30.0%	30.0%
营业成本	14.08	18.21	23.67	30.78
毛利率	31.65%	32.00%	32.00%	32.00%
宝龙汽车				

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入		87.50*	270.00	390.00
增速			208.6%	44.4%
营业成本		56.88	178.20	269.10
毛利率		35.00%	34.00%	31.00%
四维尔				
营业收入			2,263.73	2,416.27
增速			-	6.7%
营业成本			1,788.35	1,908.85
毛利率			21.00%	21.00%

*：宝龙汽车 2016 年 8 月份开始并表；假设四维尔 2017 年初开始并表。数据来源：西南证券

7 风险提示

武汉工厂扭亏进度或不及预期；收购重组推进不及预期或失败的风险；并购企业并表时间或不及预期、业绩实现或不及承诺；铝合金渗透率增速或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2258.69	2670.79	5632.43	6484.77	净利润	128.68	199.19	398.81	449.76
营业成本	1761.12	2007.57	4307.01	4976.40	折旧与摊销	158.02	169.34	173.56	186.25
营业税金及附加	8.90	9.35	20.28	23.50	财务费用	17.90	25.44	15.38	10.39
销售费用	184.29	213.66	450.59	518.78	资产减值损失	-3.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	145.15	186.96	383.01	441.25	经营营运资本变动	-100.33	-107.95	-632.30	-186.00
财务费用	17.90	25.44	15.38	10.39	其他	-37.77	0.16	-0.08	0.01
资产减值损失	-3.28	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	163.22	286.17	-44.63	460.41
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-190.27	0.00	-1370.52	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-64.27	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-254.53	0.00	-1370.52	-150.00
营业利润	144.60	227.81	456.17	514.45	短期借款	10.40	-65.64	-113.09	0.00
其他非经营损益	1.04	2.33	2.22	2.06	长期借款	132.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	145.64	230.14	458.39	516.51	股权融资	0.00	0.00	1973.64	0.00
所得税	16.96	30.96	59.58	66.75	支付股利	-19.17	-20.92	-31.07	-63.52
净利润	128.68	199.19	398.81	449.76	其他	-61.49	-80.87	-15.38	-10.39
少数股东损益	0.00	8.00	8.00	0.00	筹资活动现金流净额	61.74	-167.43	1814.10	-73.90
归属母公司股东净利润	128.68	191.19	390.81	449.76	现金流量净额	-21.23	118.74	398.95	236.51
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	148.33	267.08	666.02	902.53	成长能力				
应收和预付款项	778.73	923.94	1927.27	2230.21	销售收入增长率	1.98%	18.25%	110.89%	15.13%
存货	322.30	403.94	854.13	979.07	营业利润增长率	8.34%	57.55%	100.24%	12.78%
其他流动资产	40.41	52.11	109.63	124.62	净利润增长率	9.10%	54.79%	100.22%	12.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	10.86%	31.85%	52.65%	10.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1155.60	1017.81	1025.80	1021.10	毛利率	22.03%	24.83%	23.53%	23.26%
无形资产和开发支出	107.02	94.22	1301.95	1289.16	三费率	15.38%	15.95%	15.07%	14.96%
其他非流动资产	209.18	190.42	171.66	152.90	净利率	5.70%	7.46%	7.08%	6.94%
资产总计	2761.58	2949.52	6056.47	6699.60	ROE	8.84%	12.16%	10.02%	10.30%
短期借款	378.73	313.09	200.00	200.00	ROA	4.66%	6.75%	6.58%	6.71%
应付和预收款项	581.32	700.96	1478.10	1706.69	ROIC	7.13%	10.23%	12.77%	10.36%
长期借款	192.75	192.75	192.75	192.75	EBITDA/销售收入	14.19%	15.82%	11.45%	10.97%
其他负债	152.32	104.15	205.67	233.97	营运能力				
负债合计	1305.12	1310.94	2076.52	2333.41	总资产周转率	0.85	0.94	1.25	1.02
股本	191.70	248.02	353.04	353.04	固定资产周转率	2.40	2.84	6.66	7.81
资本公积	697.64	641.32	2509.94	2509.94	应收账款周转率	3.19	3.29	4.17	3.29
留存收益	570.96	741.23	1100.97	1487.21	存货周转率	5.04	5.53	6.85	5.43
归属母公司股东权益	1456.46	1630.58	3963.95	4350.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	8.00	16.00	16.00	资本结构				
股东权益合计	1456.46	1638.58	3979.95	4366.19	资产负债率	47.26%	44.45%	34.29%	34.83%
负债和股东权益合计	2761.58	2949.52	6056.47	6699.60	带息债务/总负债	43.79%	38.59%	18.91%	16.83%
					流动比率	1.18	1.50	1.91	1.99
					速动比率	0.88	1.13	1.45	1.53
					股利支付率	14.90%	10.94%	7.95%	14.12%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	320.51	422.59	645.11	711.09	每股收益	0.52	0.77	1.58	1.81
PE	47.72	32.12	15.71	13.65	每股净资产	5.87	6.61	16.05	17.60
PB	4.22	3.75	1.54	1.41	每股经营现金	0.66	1.15	-0.18	1.86
PS	2.72	2.30	1.09	0.95	每股股利	0.08	0.08	0.13	0.26
EV/EBITDA	16.25	15.05	13.09	11.55					
股息率	0.31%	0.34%	0.51%	1.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

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 楼

邮编：100033

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn