

广东鸿图 (002101)

国内铝合金压铸件龙头，将受益于汽车轻量化趋势

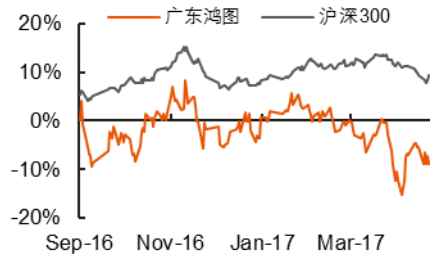
推荐 (首次)

现价: 21.70 元

主要数据

行业	中小市值
公司网址	www.ght-china.com
大股东/持股	广东科创/14.59%
实际控制人/持股	广东省粤科金融集团/%
总股本(百万股)	353
流通 A 股(百万股)	248
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	76.51
流通 A 股市值(亿元)	53.82
每股净资产(元)	8.89
资产负债率(%)	43.60

行情走势图



证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号
S1060513080002
010-56800136
JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

王伟 一般从业资格编号
S1060116070094
010-56800251
WANGWEI230@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

■ 汽车铝合金压铸行业龙头，业绩稳健增长:

广东鸿图是国内压铸行业的龙头企业，是华南地区规模最大、效益最好的精密铝合金压铸件专业生产企业。2016 年公司实现营业收入 26.78 亿元，同比增长 18.6%；实现归母净利润 1.66 亿元，同比上升 29.1%，2017 年一季度实现营业收入 7.85 亿元，同比上升 32.7%，实现归母净利润 5,572.3 万元，同比大幅上升 72%。公司预计 2017 年上半年归母净利润变动幅度为 150%-200%，变动区间为 1.47-1.76 亿元。

■ 受益于汽车轻量化趋势，积极扩产解决产能问题:

在节能减排的背景下，汽车轻量化成为汽车行业发展的趋势。据统计，乘用车的重量每减轻 10%，油耗将降低 6%~8%。对比欧美市场，我国普通汽车用铝量仍有很大的提升空间：目前中国汽车平均用铝量为 105Kg/辆，明显低于欧美 140~150Kg/辆的现有水平，而且欧美单车用铝量还将进一步提升至 300Kg/辆。

广东鸿图在高要厂区满产的情况下，在南通、武汉设厂以解决产能不足的问题，目前南通厂已全部达产，2016 年实现营业收入 8.5 亿元，预计 2017 年南通厂营业收入增速在 50%以上，武汉厂 2017 年有望实现盈亏平衡。南通和武汉分别位于长三角地区和长江中游地区，这两个地区车企众多，对铸件的需求充足。在已有客户积累、区域需求旺盛的前提下，加之公司在行业内龙头的地位，我们认为在公司项目建成后，产能可以快速消化，实现业绩的快速提升。

■ 纵向收购宝龙汽车，横向并购四维尔，协同性明显:

2016 年 7 月，公司出资 2.4 亿元收购宝龙汽车 60%股权，切入专用车整车制造领域。2017 年 4 月，公司完成对四维尔股份的收购，四维尔原股东承诺四维尔 2016 年度、2017 年度、2018 年度扣非后的归母净利润分别不低于 12,250 万元、14,000 万元、16,200 万元，三年累计承诺净利润不低于 42,450 万元。并且，本次收购过程募集配套资金有 2.82 亿用于四

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2259	2678	5287	6327	7291
YoY(%)	2.0	18.6	97.4	19.7	15.2
净利润(百万元)	128.7	166	346	449	595
YoY(%)	9.1	29.1	108.5	29.8	32.3
毛利率(%)	22.0	23.6	24.1	24.7	25.3
净利率(%)	5.7	6.2	6.5	7.1	8.2
ROE(%)	8.8	7.7	7.8	9.3	11.0
EPS(摊薄/元)	0.36	0.47	0.98	1.27	1.69
P/E(倍)	59.1	45.8	22.0	16.9	12.8
P/B(倍)	5.2	3.5	1.7	1.6	1.4

维尔产能的扩充，缓解四维尔产能不足的问题。

广东鸿图的主要客户以美系车、日系车为主，而四维尔股份的客户中有宝马、GM 等欧系车品牌，可以实现客户之间的互补协同，并且，收购宝龙汽车，可以将广东鸿图的铝合金压铸件和四维尔的汽车内外饰件，以及新开发的新材料产品放到宝龙汽车上进行试验，这将加快公司压铸件、内外饰件、新材料新工艺产品等的开发进展。

■ **员工持股价格倒挂，存一定安全垫：**

公司为粤科金融旗下唯一控股的上市公司，目前公司第一次员工持股计划已解禁，持仓均价为 23.6 元，高于公司当前股价，具备一定安全垫。

2016 年 9 月，公司推出限制性股票激励计划，首批授予的激励对象总数为 182 人，占员工总数约 4.36%。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，公司董事、高级管理人员合计持股占比 48.15%，中层管理人员及核心骨干员工共 170 人，合计占比为 42.14%。

公司积极推出员工持股计划和限制性股票激励计划，有利于充分调动管理层和核心员工的积极性，同时也有利于维护公司管理团队的稳定性。

■ **投资建议：**

广东鸿图作为国内汽车铝合金压铸件龙头，将受益于汽车轻量化的发展趋势，公司在南通、武汉的新建厂房将缓解公司产能不足的问题。在外延方面，公司于 2016 年纵向收购宝龙汽车，切入整车领域，2017 年横向收购宁波四维尔，丰富产品、增厚利润的同时也可以实现客户的协同。我们预计广东鸿图 2017 年、2018 年、2019 年的 EPS 分别为 0.98 元、1.27 元、1.69 元，对应 PE 分别为 22.0x，16.9x，12.8x。并且，考虑员工持股均价倒挂提供一定安全垫，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**

汽车轻量化发展不及预期风险、业务整合不达预期风险。

正文目录

一、压铸行业龙头，业绩稳步增长	5
1.1 压铸行业龙头，发展步伐稳健	5
1.2 业绩维持增长，毛利率有所回升	5
1.3 压铸业务为主要收入来源，内销增长明显	7
二、压铸业务：汽车产品为主，新募投产能有望放量	8
2.1 汽车类压铸产品为主，产品认可度高	8
2.2 人均可支配收入提高，汽车产销量有望保持增长	9
2.3 汽车轻量化拉动铝合金压铸产业	10
2.4 南通、武汉设厂，解决产能不足问题	12
三、汽车改装：收购宝龙汽车，切入专用车整车制造领域	13
四、收购四维尔，进入汽车装饰领域	14
4.1 发行股份并支付现金，收购四维尔 100%股权	14
4.2 主营汽车内外饰件，业绩稳定	15
五、横向+纵向并购，协同作用明显	18
六、粤科金融唯一控股上市平台，推出股权激励	18
6.1 广东鸿图为粤科金融唯一控股上市平台	18
6.2 员工持股+股权激励	19
七、盈利预测与投资建议	20
八、风险提示	20

图表目录

图表 1	广东鸿图发展历程	5
图表 2	广东鸿图营业收入情况（单位：百万元）	6
图表 3	广东鸿图归母净利润情况（单位：百万元）	6
图表 4	广东鸿图毛利率变化情况	6
图表 5	广东鸿图业务结构	7
图表 6	广东鸿图营业收入结构（2016 年）	8
图表 7	广东鸿图营业收入结构（大陆、国外、其他）	8
图表 8	广东鸿图压铸类业务收入结构（2016 年）	9
图表 9	城镇居民人均可支配收入突破连年提升（单位：元）	9
图表 10	汽车产销量（单位：万辆）	9
图表 11	千人汽车保有量（单位：辆）	10
图表 12	北京 PM2.5 源解析结果（2014 年 4 月发布,截至目前为最新源解析结果）	10
图表 13	主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比	11
图表 14	2020 年乘用车节能标准技术选项	11
图表 15	铝合金板、汽车轻量化相关政策	12
图表 16	中国镁、铝合金铸件产量（单位：万吨）	12
图表 17	国内车企分布集群（2014 年）	13
图表 18	宝龙汽车经营情况（单位：万元）	14
图表 19	发行股份并支付现金收购四维尔（单位：亿元）	14
图表 20	募集配套资金认购情况	15
图表 21	募集资金用途（单位：亿元）	15
图表 22	四维尔公司主营产品	16
图表 23	2016 年 1-9 月四维尔公司产品产销情况	17
图表 24	四维尔公司营业收入情况（单位：亿元）	17
图表 25	四维尔公司净利润情况（单位：百万元）	17
图表 26	广东鸿图、宝龙汽车、四维尔协同性明显	18
图表 27	广东鸿图股权结构（截至 2017 年 4 月 21 日）	19
图表 28	收购宁波四维尔股份完成前后持股结构变化情况（单位：百万股）	19
图表 29	广东鸿图及可比公司估值	20

一、压铸行业龙头，业绩稳步增长

1.1 压铸行业龙头，发展步伐稳健

广东鸿图是国内压铸行业的龙头企业，是华南地区规模最大、效益最好的精密铝合金压铸件专业生产企业。公司位于中国广东肇庆，产品主要用于汽车、通讯和机电行业，包括：用于汽车发动机、变速箱配件的缸盖罩、油底壳、变速器壳体、离合器壳体、齿轮室，用于通讯基站发射机的箱体、散热器、盖板等以及各类电机零部件。

公司上市以来，多次募集资金扩产来促进内生增长，同时在外延方面也频频启动收购动作。

图表1 广东鸿图发展历程

时间	事件
2000年12月	广东鸿图成立。
2006年12月	首次公开发行人民币普通股1,700万股，发行价格为11.41元/股；发行后总股本为6,700万元。
2010年11月	公司向9名对象非公开以每股24元发行人民币普通股1,500万股，发行后总股本为8,200万元；本次非公开发行拟募集资金3.55亿元，用于投资“铝合金精密压铸件生产技术改造项目”。
2011年4月	公司向全体股东每10股送红股10股，股本变更为人民币1.64亿元。
2013年8月	公司以每股8.32元非公开发行人民币普通股2,770万股，发行后总股本为1.92亿元；此次增发共筹集资金净额2.2亿元，主要用于“汽车轻合金精密零部件增资扩产项目”。
2014年9月	风投公司通过二级市场增持广东鸿图股份，与科创公司、粤丰公司作为一致行动人成为公司第一大股东，公司的控股股东变更为风投公司、科创公司和粤丰公司。实际控制人由高要国资变更为粤科集团。
2016年4月	公司按每10股配售3股的比例向全体股东配售，配股价格为9.56元/股，认购金额为5.38亿元，公司总股本增加至2.48亿元。本次配股所募集的资金用于投资“汽车铝合金精密压铸件生产项目（一期）”及补充流动资金。
2016年8月	公司以现金方式收购广东宝龙汽车有限公司60%股权。
2017年4月	公司以发行股份及支付现金方式购买四维尔股份100%股权，收购完成后，总股本增加至3.53亿元。

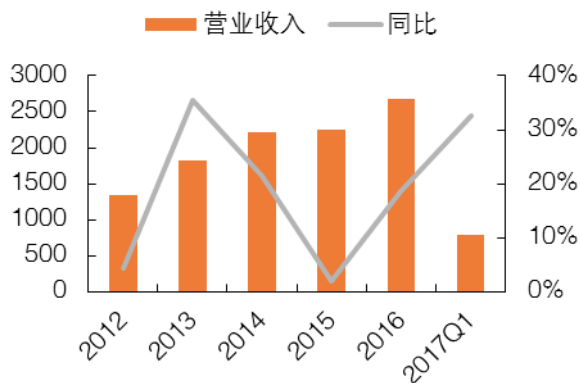
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

1.2 业绩维持增长，毛利率有所回升

2016年，公司实现营业收入26.78亿元，同比增长18.6%；实现归母净利润1.66亿元，同比上升29.1%。进入2017年以来公司业绩继续高速增长，一季度实现营业收入7.85亿元，同比上升32.7%；实现归母净利润5,572.3万元，同比大幅上升72%。

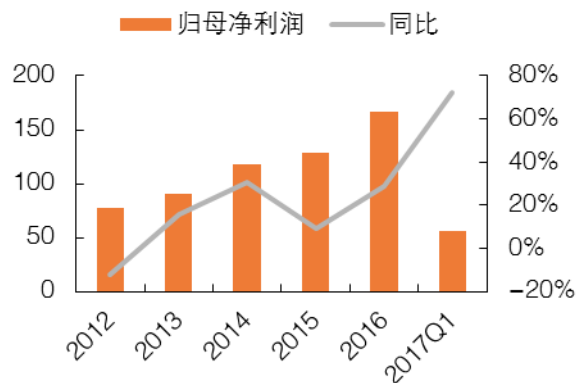
公司2017年一季报中对1-6月的经营情况进行了预计，预计归属于上市公司股东的净利润变动幅度为150%-200%，变动区间为1.47-1.76亿元。

图表2 广东鸿图营业收入情况（单位：百万元）



资料来源:wind 平安证券研究所

图表3 广东鸿图归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源:wind 平安证券研究所

2017 年业绩大幅变动原因：

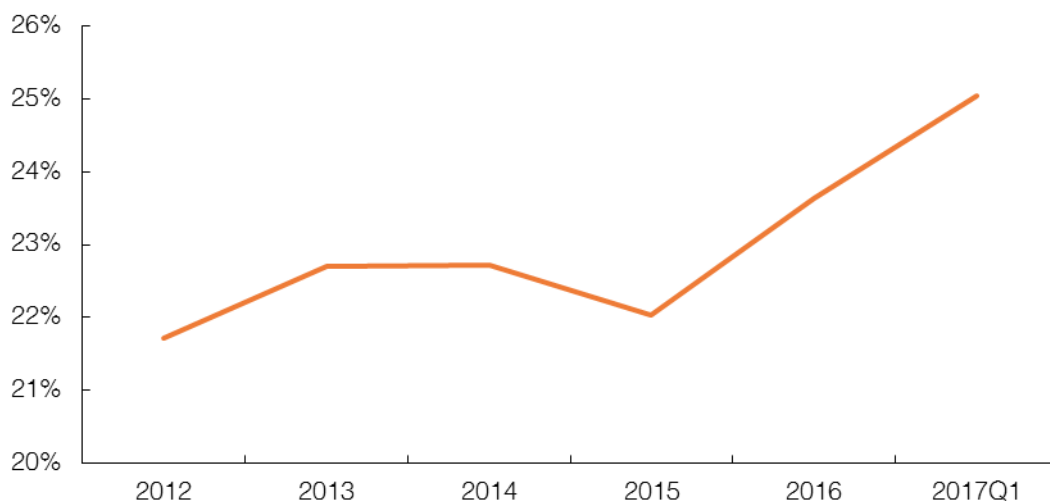
(1) 受销售市场的积极开拓，北美市场需求旺盛，产品订单增加影响，全资子公司“南通鸿图”产能得到进一步释放，销售收入有较大幅度增长，同时得益于管理的提升，业绩较上年同期增加明显。

(2) 全资子公司“武汉鸿图”具备了一定的生产条件，销售量得到进一步提升，同时生产工艺和产品质量得到改善和提升，预计比上年同期减亏，对整体业绩有拉动作用。

(3) 公司于 2016 年 8 月收购了宝龙公司 60% 股权，另外通过发行股份及支付现金购买宁波四维尔工业股份有限公司（简称“四维尔股份”）100% 股权，四维尔股份将于 4 月纳入到合并报表范围，通过资本运营，预计对整体业绩有拉动作用。

总体来看，近年来公司毛利率呈波动上升态势。随着南通鸿图和武汉鸿图项目的投产和宝龙公司收购的完成，2016 年公司毛利率实现了触底反弹，达到 23.6%；2017 年以来公司毛利率继续上升，第一季度毛利率为 25.1%。

图表4 广东鸿图毛利率变化情况

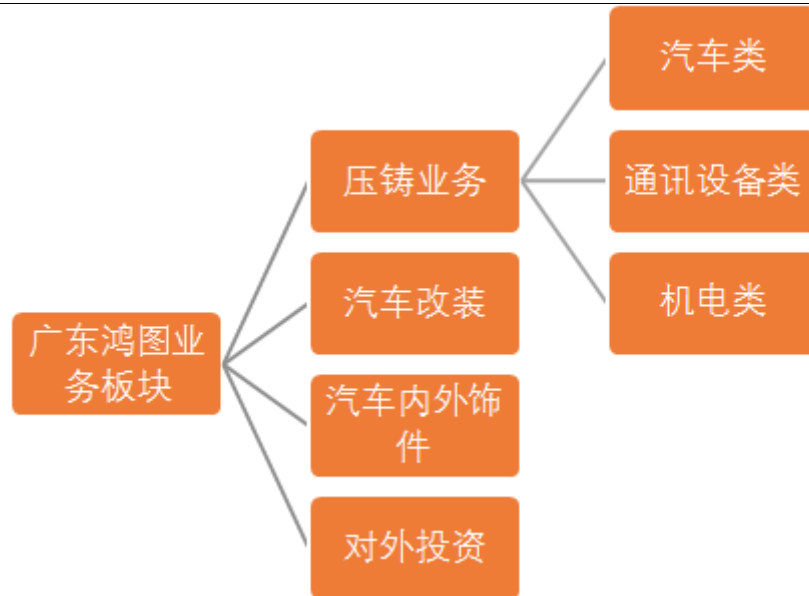


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.3 压铸业务为主要收入来源，内销增长明显

2016年，广东鸿图收购宝龙汽车，2017年4月，广东鸿图完成了对宁波四维尔股份的收购，收购完成后，广东鸿图的业务结构分为四大块：**原有的压铸业务、汽车改装业务、汽车内外饰业务以及对外投资业务**，其中，压铸类业务按客户所属行业来分，可以细分为汽车类、通讯设备类以及机电类。

图表5 广东鸿图业务结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

在**汽车类**产品方面，公司产品主要用于汽车发动机、变速箱配件的缸盖罩、油底壳、变速器壳体、离合器壳体、齿轮室等；

在**通讯设备类**产品方面，公司产品用于通讯基站发射机的箱体、散热器、盖板等；在通讯类产品方面，公司建立了通讯件的管理体系和质量体系，并顺利通过了华为一级供应商的资格认证。

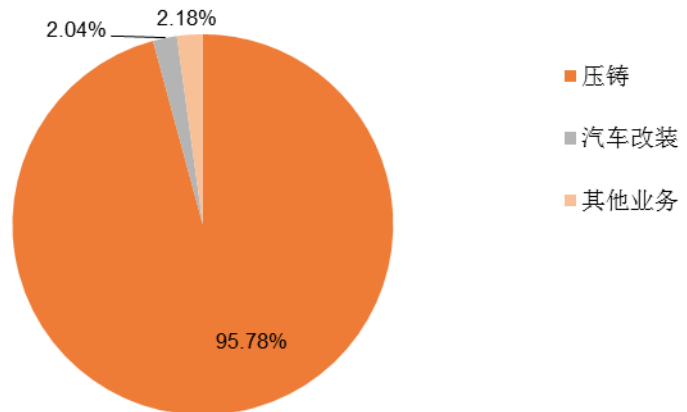
在**机电及其他**产品方面，公司主要生产各类电机零部件；

在**汽车改装**方面，公司主要从事防弹运钞车、系列军警车等特种车辆的生产改装；

在**汽车内外饰**方面，公司主要生产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）。

在**对外投资**方面，公司在珠海横琴新区设立了全资子公司——广东盛图投资及其子公司——珠海励图投资管理有限公司，以利用其作为投资平台，通过外延式发展完善公司产业结构。

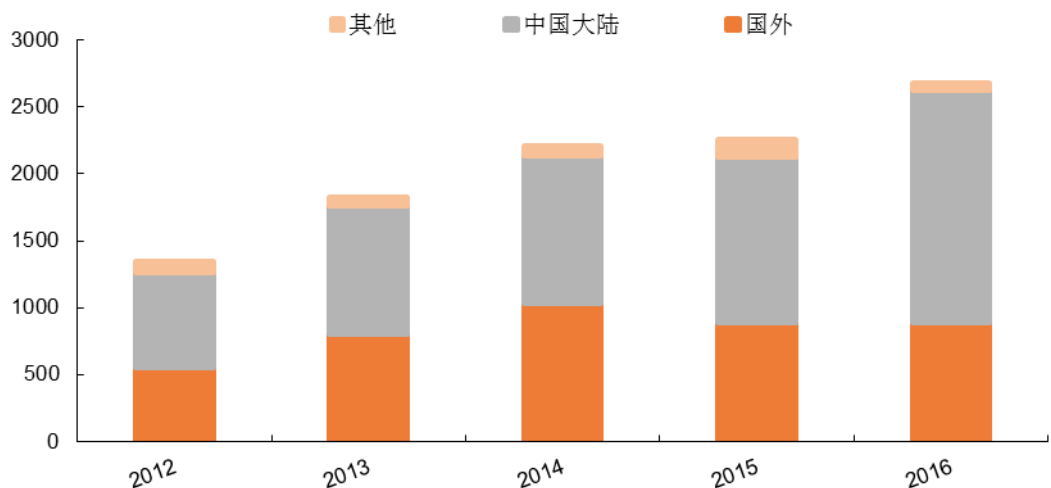
图表6 广东鸿图营业收入结构（2016年）



资料来源:wind, 平安证券研究所

截至 2016 年，广东鸿图的主要收入还是来源于国内消费。近两年出口没有太大变化，基本持平。2016 年营业收入中，内销占 66.98%，出口占 33.02%。

图表7 广东鸿图营业收入结构（大陆、国外、其他）



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、压铸业务：汽车产品为主，新募投产能有望放量

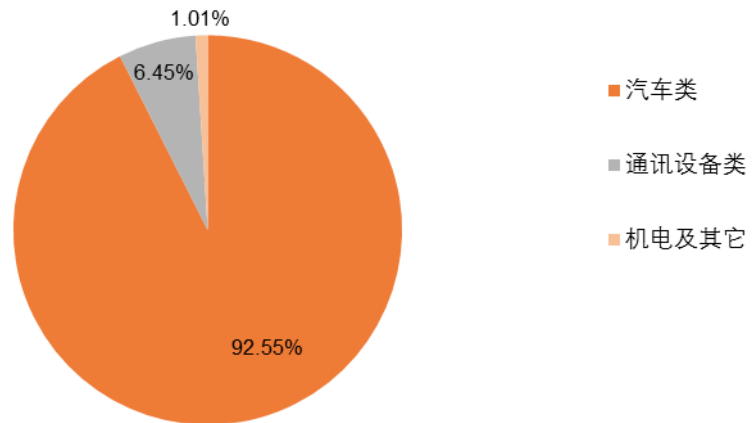
2.1 汽车类压铸产品为主，产品认可度高

2016 年，汽车类铝合金压铸件产量占公司压铸类业务的 93%，是公司收入的主要来源。目前公司铝合金压铸件产量尤其是汽车类铝合金压铸件产量位居全国前列，已成为国内压铸行业的龙头。

目前，公司的前几大客户有通用、克莱斯勒、日产、本田、广汽。2016 年，公司共开发包括广汽丰田、捷豹路虎、东风格特拉克等在内的新客户 5 家，新开发汽车类（包括传动系统、新能源汽车及结构件）及通讯类等新产品共 192 款。公司不断提高生产管理水平和技术水平，产品和服务质量均

得到了客户的认可，获得了北美通用、本田汽车、广汽菲亚特克莱斯勒、格特拉克、FCA、通用北盛、武汉通用等客户的 2016 年度“优秀供应商”，以及广汽本田·东风本田发动机“供应保障优胜奖”、上汽马瑞利“质量进步奖”、上汽通用“质量创新奖”等多项客户嘉奖。

图表8 广东鸿图压铸类业务收入结构（2016年）



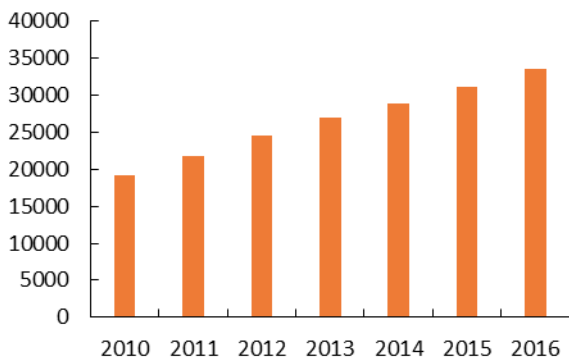
资料来源:wind, 平安证券研究所

并且，公司与中国铝业公司下属的苏州有色金属研究院有限公司建立了技术合作关系，借助其在铝合金新材料、新工艺等方面雄厚实力，共同开发基于汽车轻量化的铝合金新材料、新工艺、新技术、新装备、新产品，这能够进一步提升公司在汽车轻量化领域的产品和技术研发能力。

2.2 人均可支配收入提高，汽车产销量有望保持增长

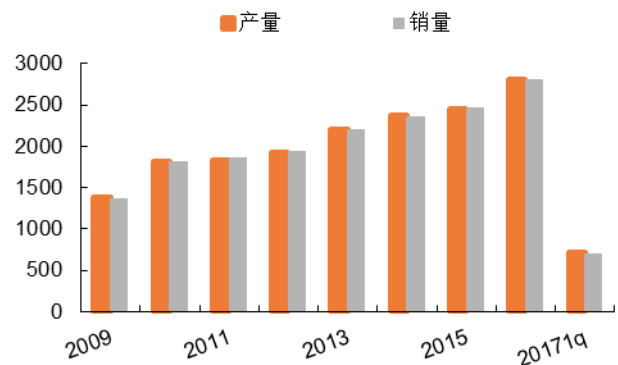
近年来，汽车产销量持续增长，2016 年汽车产量达 2812 万辆，同比上升 14.8%，销量 2803 万辆，同比增长 13.9%。从渗透率角度来看，我国汽车行业仍颇具潜力。目前，中国的千人汽车保有量仅为 205 辆，在各国中排名第 73 位。中国的汽车渗透率不仅远远低于欧美等发达国家和地区，还低于马来西亚、巴西等发展中国家。可以看出，目前我国汽车渗透率还处于较低的水平。随着人们生活水平的提高和城镇化的推进，未来中国汽车保持持续稳定增长为大概率事件。

图表9 城镇居民人均可支配收入突破连年提升（单位：元）



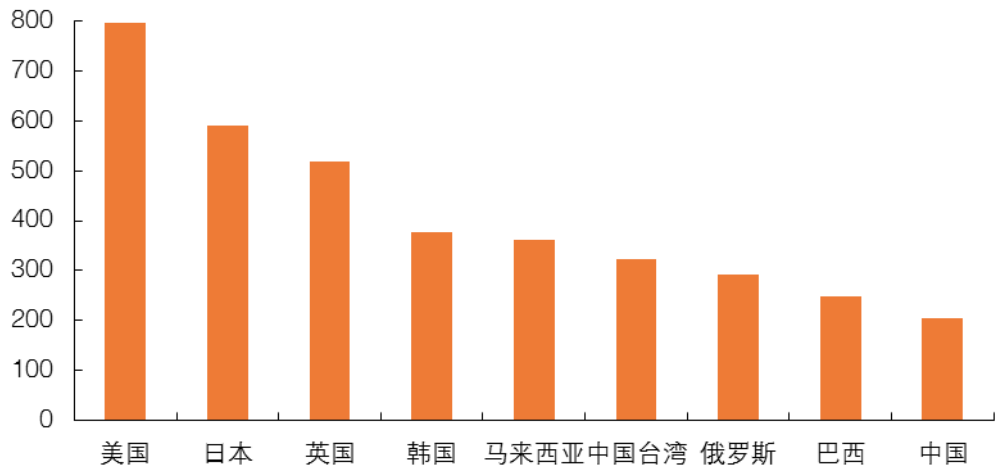
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表10 汽车产销量（单位：万辆）



资料来源:wind 中国产业信息网 平安证券研究所

图表11 千人汽车保有量（单位：辆）



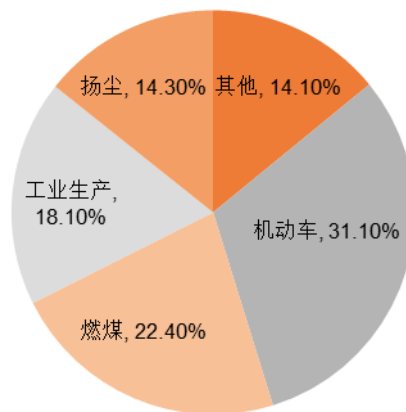
资料来源：维基百科，平安证券研究所

2.3 汽车轻量化拉动铝合金压铸产业

随着汽车产业的迅速发展，其造成的环境污染问题不容小视。2016年1月，环保部发布《2015年中国机动车污染防治年报》：2014年全国机动车排放污染物4547.3万吨，是污染物总量的主要贡献者，其排放的氮氧化物和颗粒物占比超过90%，碳氢化合物和一氧化碳占比超过80%。机动车污染是造成灰霾、光化学烟雾污染的重要原因，其防治的紧迫性日益凸显。

2014年4月，北京发布PM2.5来源解析结果：全年PM2.5来源中，区域传输贡献约占28%至36%，本地污染排放贡献占64%至72%。在本地污染贡献中，机动车排放比例最高，达31.1%。

图表12 北京PM2.5源解析结果（2014年4月发布,截至目前为最新源解析结果）



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部官方网站，平安证券研究所

在汽车节能方面，根据工信部发布的《乘用车燃料消耗量第四阶段标准》：到2020年，乘用车新车平均燃料消耗量达到5升/百公里；到2025年，乘用车新车平均燃料消耗量比2020年降低20%。

图表13 主要国家和地区燃料消耗量标准目标对比

	2015		2020		2025		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	130 g/km	5.2 L/100km	95 g/km	3.8 L/100km	75 g/km	3 L/100km	5.4%	4.2%
美国 ²⁰¹⁷	36.2 mpg	6.7 L/100km	44.8 mpg	6 L/100km	56.2 mpg	4.8 L/100km	3.5%	3.4%
日本	16.8 km/L	5.9 L/100km	20.3 km/L	4.9 L/100km		-	3.3%	-
中国		6.9L/100km		5L/100km		-	5.5%	-

资料来源：中华人民共和国工业和信息化部官方网站，平安证券研究所

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，汽标委从整车、发动机、变速器、车轮/轮胎等几个方面，组织开展较大规模的节能技术发展及应用状态调查，最终从减少车辆行驶所需阻力、提高热动能量转换效率、减少能量传输过程损失、减少辅助能量消耗、优化车辆能量管理等 5 个方面，提出了应对 2020 年节能标准的技术选项，最容易实现的、潜力相对较大的当是汽车轻量化。据相关统计，乘用车的重量减轻 10%，油耗将降低 6%~8%。并且，中国产业信息网资料显示，对比欧美市场，我国普通汽车用铝量仍有很大的提升空间：目前中国汽车平均用铝量为 105Kg/辆，明显低于欧美 140~150Kg/辆的现有水平，而且欧美单车用铝量还将进一步提升至 300Kg/辆。

图表14 2020 年乘用车节能标准技术选项



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部官方网站，平安证券研究所

并且，近几年，国家不断出台政策鼓励汽车的轻量化发展，支持铝合金等轻量化材料在汽车上的应用。

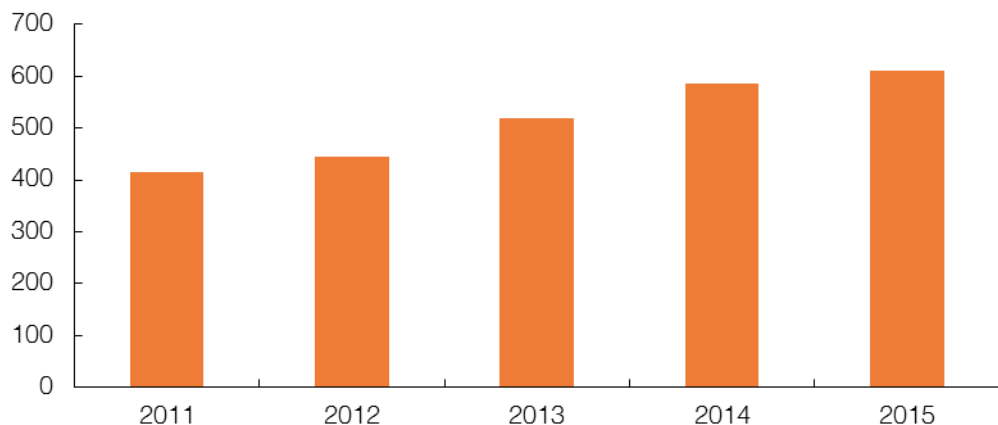
图表15 铝合金板、汽车轻量化相关政策

时间	事件
2014年10月	发改委、财政部、工信部发布《关键材料升级换代工程实施方案》，提出“支持高品质铝合金汽车板产业化”
2015年5月	国务院发布《中国制造2025》，提出“掌握汽车低碳化、轻量化材料等核心技术产业化，从关键零部件到整车的完整工业体系”
2016年6月	国务院发布《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，提出“着力发展乘用车铝合金板”
2017年4月	工信部、发改委、科技部联合印发《汽车产业中长期发展规划》的通知，节能汽车方面，加大汽车节能环保技术的研发和推广。

资料来源：政府官网 中国产业信息网 平安证券研究所

轻量化材料主要可分为三大类：一类是镁、铝合金，一类是高强度钢，另一类是非金属材料。与其他材料相比，铝合金重量轻、耐腐蚀、易加工等特点成为当前应用最多也是最为成熟的轻金属材料；镁合金以其较低的密度、超高的比强度和比刚度成为轻金属材料研究的重点和热点。从产量上来看，国内镁、铝合金铸件产量持续提升，2015年达到了611万吨。

图表16 中国镁、铝合金铸件产量（单位：万吨）



资料来源：中国产业信息，平安证券研究所

2.4 南通、武汉设厂，解决产能不足问题

公司专注于精密铝合金压铸件的设计和生产制造，**铝合金压铸件产量居全国第二位，汽车类铝合金压铸件产量居全国首位，是国内压铸行业的龙头企业**。此外，公司拥有广东省唯一的省级精密压铸工程技术研究开发中心，截至2016年末已取得17项发明专利、29项实用新型专利，整体技术开发能力居国内同类铝合金压铸企业领先地位。

在铝合金铸件产业蓬勃发展的背景下，公司积极扩张产能，稳固自己的龙头地位，抢占市场：

➤ 南通鸿图项目

2013年8月，公司以每股8.32元非公开发行人民币普通股2,770万股，筹集资金净额2.2亿元，主要用于“汽车轻合金精密零部件增资扩产（南通鸿图）项目”。该项目于2013年3月开始建设，

总投资 5.6 亿元，建设期三年，于 2016 年建设完成。该项目建成后，新增 22,000 吨/年的汽车用铝合金精密铸件的产能。

2016 年南通子公司实现营业收入 8.47 亿元，同比增长 48.02%，占公司总营业收入的 31.6%；净利润 6,525.44 万元，同比增长 255.93%。南通鸿图实现了业绩大幅提升，未来几年随着新建产能的逐步释放，我们认为南通鸿图业绩将持续稳定提升，拉动公司整体业绩。

➤ 武汉鸿图项目

2016 年 4 月，公司按每 10 股配售 3 股的比例向全体股东配售，募集资金 5.38 亿元，本次配股所募集的资金用于投资“汽车铝合金精密压铸件生产（武汉鸿图）项目（一期）”及补充流动资金。项目建设期 3 年，建设期从 2014 年 1 月开始计算，到 2016 年 12 月全部建设完成。

武汉鸿图项目总投资为 3 亿元，主要建设内容为现有厂区内，建设项目所需的车间、仓库、公用设施及购置生产设备等。预计项目一期投产后，将实现年生产压铸铝合金能力 15,000 吨。

2016 年，武汉子公司实现营业收入 1.34 亿元，净利润-2,367.84 万元，同比减少 1,543.83 万元，对公司整体业绩产生负面影响，主要是由于武汉子公司处于投产初期，效益还没有得到呈现。由于有了南通鸿图的成功经验，我们预计随着武汉项目的建成投产，新建产能将会在未来几年得到释放，武汉公司将为公司业绩提供正向的拉动。

目前，武汉鸿图客户主要有东风本田、格特拉克、武汉通用等；武汉是中国三大汽车生产基地之一，预计在武汉通用会产生 100w 台左右的产销量，再加上本田、格特拉克等客户，武汉地区的市场空间较大，我们认为随着各大汽车厂商的基地建成和投产，公司也能从中受益，取得发展机会。

并且，南通和武汉分别位于长三角地区和长江中游地区，这两个地区车企众多，汽车产能高，对铸件的需求充足。在已有客户积累、区域需求旺盛的前提下，加之公司在行业内龙头的地位，我们认为在公司项目建成后，产能可以快速消化，实现业绩的快速提升。

图表17 国内车企分布集群（2014 年）

区域	产能（万辆）	代表性企业
长三角地区	520	上汽集团、上海大众、上海通用、长安马自达、东风悦达起亚、吉利汽车、吉奥、众泰汽车等
长江中游地区	610	东风本田、东风标致、东风雪铁龙、东风日产、广汽菲亚特、北汽福田、奇瑞、江淮、昌河等
珠三角地区	235	广汽集团、广州丰田、广州本田、东风日产、一汽大众、比亚迪、北京汽车等
长江上游地区	380	长安集团、长安福特、长安铃木、力帆汽车、一汽大众、一汽丰田、沃尔沃、吉利等
东北地区	360	一汽集团、一汽大众、一汽马自达、华晨宝马、华晨汽车、上海通用、哈飞汽车等
京津冀地区	420	北汽集团、北京现代、北京奔驰、一汽丰田、天津一汽、长城汽车、中兴汽车等

资料来源：百度文库，平安证券研究所

三、 汽车改装：收购宝龙汽车，切入专用车整车制造领域

2016 年 7 月，为推动通过并购重组实现外延式发展，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，出资 2.4 亿元收购宝龙汽车 60% 股权，切入专用车整车制造领域。

宝龙汽车的主营业务：改装、销售运钞车、救护车、休旅车、囚车、勘察车、冷藏车、厢式运输车、垃圾车等专用汽车及轻型客车。

李雁来、王明方作为业绩承诺方，承诺标的公司 2016 年度、2017 年度、2018 年度扣除非经常性损益后的合并报表归属于标的公司的净利润合计不低于 6,000 万元。宝龙汽车 2016 年实现的销售和利润规模较小，主要原因主要是 2015 年公司迁址，厂房为租赁且场地有限，设备陈旧，目前其已经在建自有的新厂房。

图表18 宝龙汽车经营情况（单位：万元）

项目	2015年度	2016年
营业收入	8,019.1	13,118.4
营业利润	293.9	-
净利润	157.2	709.4
经营活动产生的现金流量净额	-1,926.7	1,898.7

资料来源：公司公告 平安证券研究所

广东鸿图入主后，将大力支持宝龙发展，增加投入，新建自有厂房，更新设备，增加技术和人员储备，为宝龙汽车的扩张打下坚实基础；通过增加产品系列，包括防弹车、运钞车、军警车、轻型装甲车、电动物流车、垃圾车等，扩大业务承接范围；加强和相关公司合作，比如宝龙和北汽合作的轻型装甲车 BJ80 车型，未来如实现军民两用特种车将成为一个稳定销售来源，在上海车展上取得了较为喜人的反响，预期今年的业绩会较去年有较大的增长；最后借助个性化改装车的趋势以及国际轻型防弹车的市场需求，扩大销售渠道和范围，实现宝龙汽车的快速增长。

总体来看，公司有望完成业绩承诺。

四、收购四维尔，进入汽车装饰领域

4.1 发行股份并支付现金，收购四维尔 100%股权

广东鸿图向四维尔集团、钶迪机械、汇鑫投资、科闻投资、星瑜投资、夏军 6 位交易对方发行股份及支付现金，向美国邦盛支付现金，向维科精华发行股份，购买 8 名交易对方合计所持有的四维尔股份 100%股权，交易对价为 16.45 亿元。2017 年 4 月 20 日，本次交易发行的股份正式上市。

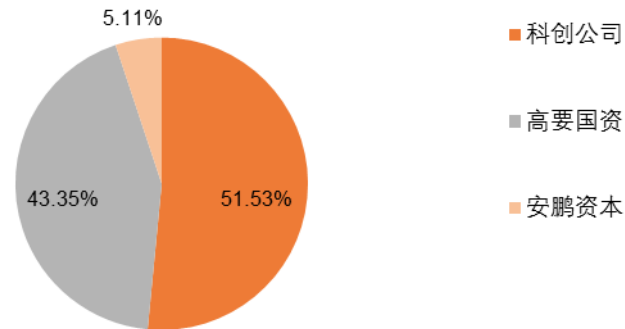
图表19 发行股份并支付现金收购四维尔（单位：亿元）

支付方式	说明	支付比例	股份总价值	合计发行的股份
股份支付	新增发行的股份每股发行价格为 18.25元/股	60%	9.87	向交易对方合计发行 54,072,410股股份，占发行后总股本的比例为17.90%，占募集配套资金完成后总股本的比例为15.34%
现金支付	现金支付部分由广东鸿图通过发行股份募集配套资金方式筹集。	40%	6.58	
合计			16.45	

资料来源：公司公告 平安证券研究所

同时，广东鸿图向广东省科技创业投资有限公司、肇庆市高要区国有资产经营有限公司、深圳安鹏资本创新有限公司三名特定对象非公开发行股份募集配套资金，**募集资金总额不超过9.78亿元**，配套募集资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的100%。本次发行股份募集配套资金的发行价格为19.37元/股。

图表20 募集配套资金认购情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 募集资金用途（单位：亿元）

序号	项目名称	金额	实施主体	备注
1	购买四维尔股份100%股权的现金对价	6.58	广东鸿图	-
2	四维尔子公司年产500万套汽车饰件项目的建设	2.82	四维尔	本项目投资额为33,200.00万元，其中通过本次上市公司募集配套资金投入28,200.00万元，铺底流动资金5,000万元全部由四维尔股份通过自筹解决。
3	支付本次交易的发行费用	0.38	广东鸿图	-
合计		9.78		

资料来源：公司公告 平安证券研究所

收购完成后，四维尔原股东承诺四维尔 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 12,250 万元、14,000 万元、16,200 万元，三年累计承诺净利润不低于 42,450 万元。

4.2 主营汽车内外饰件，业绩稳定

四维尔成立于 1994 年，致力于汽车塑件、塑胶电镀的研发、生产与销售，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。经过 20 多年的发展，四维尔已经成为国家机械局汽车工业总公司定点的引进车型国产化配套厂商，并从行业追随者逐步上升为行业领跑者。目前，四维尔四维尔公司是国家机械局汽车工业总公司定点的引进车型国产化配套厂商。

图表22 四维尔公司主营产品

产品名称	客户	产品材质	主要用途	产品图片
汽车标牌	帕萨特、途安、POLO、君威、凯迪拉克、科鲁兹等	ABS树脂	汽车制造商、汽车排量、型号等的标识,外观装饰	
散热器格栅	君越、凯迪拉克、奥迪等	ABS树脂、聚碳酸酯和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物和混合物 (PC/ABS)	发动机散热器的散热及装饰	
车轮盖/罩	凯越、景程等	尼龙单六树脂 (PA6) +玻璃纤维 (GF30)	装饰	
装饰条	凯越、凯迪拉克等	ABS树脂、聚碳酸酯和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物和混合物 (PC/ABS)	装饰	
出风口	明锐、宝来、迈腾、捷达、爱丽舍等	ABS树脂、聚碳酸酯和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物和混合物 (PC/ABS)、尼龙单六树脂 (PA6)	控制空调风向	
门扣手	桑塔纳、宝来等	ABS树脂、聚碳酸酯和丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物和混合物 (PC/ABS)	控制车门开关	
发动机罩盖	宝来、高尔夫、骏捷等	尼龙 (PA)	发动机型号、排量信息,防尘,装饰	
雾灯罩	景程、悦动等	ABS树脂	装饰	

资料来源:公司公告,平安证券研究所

经过多年的快速发展与积累，四维尔股份已在汽车零部件供应体系中取得优势地位，位居各大主机厂的一级供应商序列，与各大主机厂建立起长期稳定的合作关系。国内的主机厂包括一汽大众、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。在国际客户方面，截至目前，四维尔股份已经进入北美通用、福特、德国大众、奥迪、克莱斯勒的全球采购系统，已成为 GM、FORD、DCX、NISSAN、TOYOTA、Volkswagen 等各大主机厂的一级供应商，与之建立起紧密的合作关系。

从产品产销情况来看，公司主要产品的产销率保持在 100%左右的水平，公司不存在产品积压问题。

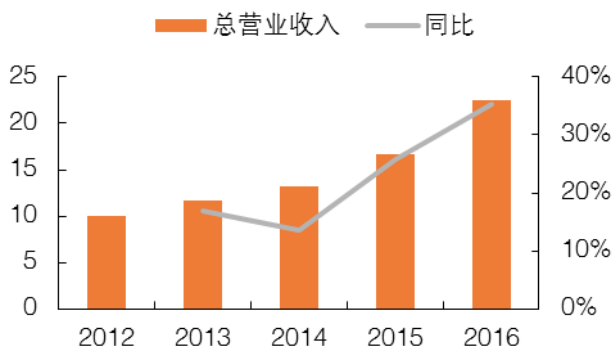
图表23 2016年1-9月四维尔公司产品产销情况

产品名称	自制产量 (件)	外协成品 (件)	销量(件)	产销率	营业收入 (万元)	占比
汽车标牌	30,711,056	2,584,609	35,409,722	106.35%	31,430.29	19.69%
散热器格栅	3,530,852	666,398	4,148,823	98.85%	68,779.04	43.09%
出风口	3,758,570	719,605	4,405,242	98.37%	18,344.86	11.49%
装饰条	8,457,730	1,866,999	10,337,672	100.13%	19,998.30	12.53%
车轮盖	5,026,740	392,763	5,708,500	105.33%	4,047.31	2.54%
其他产品					17,016.52	10.66%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

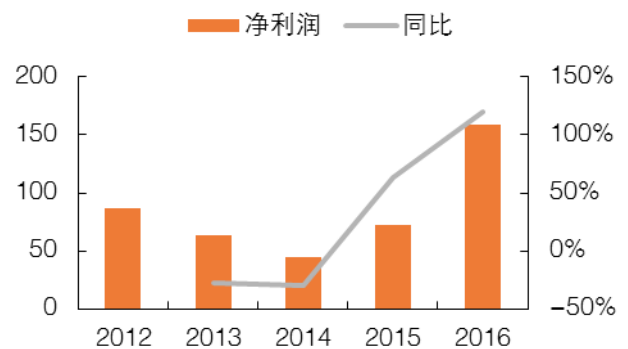
近年来，四维尔公司业绩增长迅速。公司总营业收入持续快速提升，2016年达到 22.54 亿元，同比增长 35.2%。2016 年公司实现净利润 1.58 亿元，同比上升 120%，超额完成业绩承诺，并且，公司控股的四维尔丸井已于 2016 年 5 月恢复日报价资格，有望在 2017 年后实现较大的业绩增长。

图表24 四维尔公司营业收入情况(单位：亿元)



资料来源：wind，平安证券研究所

图表25 四维尔公司净利润情况(单位：百万元)



资料来源：wind，平安证券研究所

当前，由于环保和节能的需要，为了降低汽车排放、提高燃烧效率，汽车的轻量化已经成为世界汽车工业发展的潮流，而塑料在汽车上作为内饰件、外饰件以及功能结构件的大量应用成为汽车轻量化的主要方向之一。塑料在汽车中的应用范围正在由内饰件向外饰件、车身和结构件扩展。

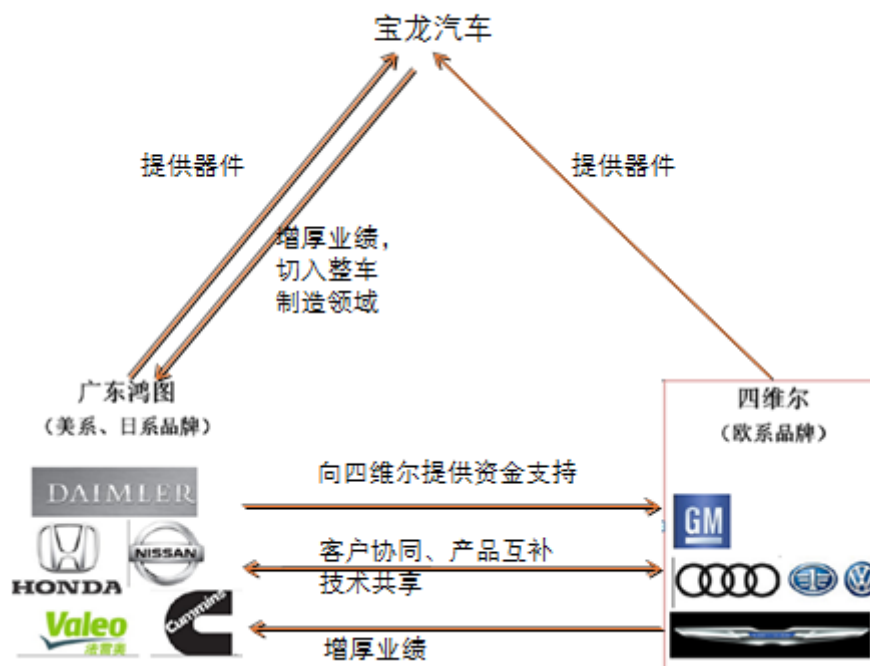
本次交易完成后，广东鸿图的产品线将在原有的精密铝合金压铸件基础上，增加汽车内外装饰件产品，从而能够进一步实现产品体系的多元化，有效规避单一产品需求波动风险。下游行业大型知名整车(机)厂对其上游零部件供应商有着严格的资格认证，其更换上游零部件供应商的转换成本高且周期长，双方形成了双向依赖的战略合作关系。本次交易完成后，四维尔股份可利用上市公司的客户资源持续开拓市场，实现协同发展。上市公司通过收购四维尔股份，成功实现丰富产品类型，为下游行业大型知名整车(机)厂提供更加丰富的产品及服务，继续稳固双向依赖的战略合作关系。

五、 横向+纵向并购，协同作用明显

公司在横向收购宁波四维尔股份，纵向收购宝龙汽车后，协同效应明显。公司汽配产业领域版图得到扩展，在做优做强原有的铝合金零部件领域基础上，进入了内外装饰件领域，同时扩大了公司未来在新材料、轻量化等研发方向的平台。具体来讲：

- 广东鸿图的主要客户以美系车、日系车为主，而四维尔股份的客户中有宝马、GM 等欧系车品牌，可以实现客户之间的互补协同；
- 收购宝龙汽车，可以将广东鸿图的铝合金压铸件和四维尔的汽车内外饰件，以及新开发的新材料产品放到宝龙汽车上进行试验，这将加快公司压铸件、内外饰件、新材料新工艺产品等的开发进展；
- 产品领域方面也具有协同效应，避免了单一产品的风险；
- 四维尔的盈利稳定，对公司利润规模/每股收益的提升也是有较为实在的意义；
- 电镀工艺方面，由于国家环保的要求较高，四维尔所拥有的电镀工艺技术也是一个较为稀缺的技术资源，其在电镀工艺方面的应用和管理上具有一定的优势。

图表26 广东鸿图、宝龙汽车、四维尔协同性明显



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

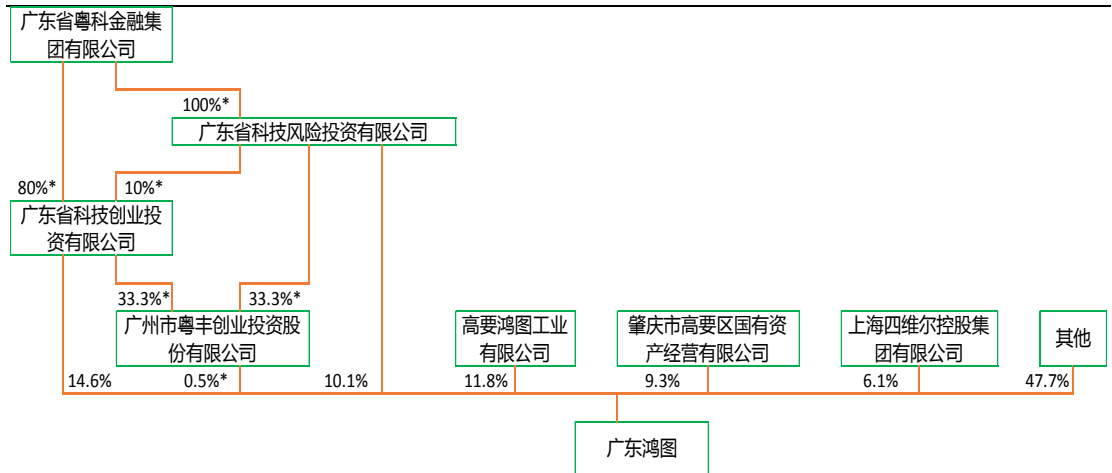
六、 粤科金融唯一控股上市平台，推出股权激励

6.1 广东鸿图为粤科金融唯一控股上市平台

截至 2016 年 12 月 31 日，公司实际控制人广东省粤科金融集团通过广东省科技风险投资公司持有格林美（002340）1.97%股权，持有风华高科（000636）0.97%股权；通过广东省科技风险投资有限公司持有华锋股份（002806）21.56%股权，持有红墙股份（002809）15%股权，持有赛福天（603028）6.5%股权。

但对于上述上市公司，粤科金融并没有实现控股，广东鸿图目前是粤科金融旗下唯一控股的上市平台。

图表27 广东鸿图股权结构（截至 2017 年 4 月 21 日）



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表28 收购宁波四维尔股份完成前后持股结构变化情况（单位：百万股）

股东姓名	本次交易前		本次交易完成后（考虑配套募集资金）	
	持股数量	比例	持股数量	比例
科创公司	25.5	10.26%	51.4	14.59%
风投公司	35.5	14.33%	35.5	10.08%
粤丰公司	1.2	0.50%	1.2	0.35%
小计	62.2	25.10%	88.2	25.03%
高要国资	10.8	4.35%	32.7	9.28%
高要鸿图	41.7	16.80%	41.7	11.82%
小计	52.5	21.15%	74.4	21.09%
四维尔集团	-	-	21.4	6.07%
汇鑫投资	-	-	4.9	1.39%

资料来源:公司公告 平安证券研究所

6.2 员工持股+股权激励

■ 员工持股计划：持仓均价已倒挂

公司于 2016 年 4 月 22 日披露了《关于 2015 年第一期员工持股计划完成标的股票购买的公告》，截至 2016 年 4 月 21 日，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 23.5665 元/股。上述购买的股票将按照相关规定予以锁定，锁定期为自 2016 年 4 月 22 日起 12 个月。

目前，这部分股票已经解禁，且持仓均价高于当前股价。

■ 限制性股票激励计划

2016年9月，公司推出限制性股票激励计划，首批授予的激励对象总数为182人，占员工总数约4.36%。

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、高级管理人员合计持股占比48.15%，中层管理人员及核心骨干员工共170人，合计占比为42.14%。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%。本计划锁定期为24个月，锁定期后36个月为解锁期。

公司积极推出员工持股计划和限制性股票激励计划，有利于充分调动管理层和核心员工的积极性，同时也有利于维护公司管理团队的稳定性。

七、 盈利预测与投资建议

广东鸿图作为国内汽车铝合金压铸件龙头，将受益于汽车轻量化的发展趋势，公司在南通、武汉的新建厂房将缓解公司产能不足的问题。在外延方面，公司于2016年纵向收购宝龙汽车，切入整车领域，2017年横向收购宁波四维尔，丰富产品、增厚利润的同时也可以实现客户的协同。我们预计广东鸿图2017年、2018年、2019年的EPS分别为0.98元、1.27元、1.69元，对应PE分别为22.0x，16.9x，12.8x。并且，考虑员工持股均价倒挂提供一定安全垫，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表29 广东鸿图及可比公司估值

股票代码	公司简称	股价(元)	EPS(元)	P/E
300176.SZ	鸿特精密	56.16	0.88	64
002085.SZ	万丰奥威	19.51	0.67	29
002101.SZ	广东鸿图	21.56	0.98	22

资料来源: wind 平安证券研究所

八、 风险提示

汽车轻量化发展不及预期风险、业务整合不达预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1699	4534	4632	5469
现金	292	1242	1518	1750
应收账款	805	1906	1709	1937
其他应收款	103	106	144	144
预付账款	28	78	103	106
存货	412	1130	1086	1449
其他流动资产	60	70	73	83
非流动资产	2088	3243	3488	3744
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1274	2373	2684	2923
无形资产	131	140	150	159
其他非流动资产	684	730	655	662
资产总计	3787	7776	8121	9213
流动负债	1278	2943	2931	3520
短期借款	341	881	1454	999
应付账款	612	1547	1018	1916
其他流动负债	325	515	459	605
非流动负债	342	377	311	239
长期借款	322	357	291	219
其他非流动负债	20	20	20	20
负债合计	1620	3320	3241	3759
少数股东权益	18	21	25	31
股本	248	353	353	353
资本公积	1164	3024	3024	3024
留存收益	737	1034	1420	1931
归属母公司股东权益	2149	4436	4854	5424
负债和股东权益	3787	7776	8121	9213

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	313	-183	409	1339
净利润	168	349	454	600
折旧摊销	199	248	330	287
财务费用	13	20	39	18
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-85	-802	-414	434
其他经营现金流	19	0	0	0
投资活动现金流	-724	-1403	-576	-543
资本支出	407	1154	246	256
长期投资	-13	0	0	0
其他投资现金流	-330	-248	-330	-287
筹资活动现金流	554	1997	-130	-109
短期借款	-37	0	0	0
长期借款	129	35	-66	-72
普通股增加	56	105	0	0
资本公积增加	467	1860	0	0
其他筹资现金流	-61	-3	-64	-37
现金净增加额	141	411	-298	686

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2678	5287	6327	7291
营业成本	2045	4011	4765	5450
营业税金及附加	15	28	32	36
营业费用	225	444	530	609
管理费用	192	397	459	510
财务费用	13	20	39	18
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	181	387	503	668
营业外收入	10	7	7	8
营业外支出	3	3	4	4
利润总额	187	391	507	671
所得税	20	41	54	71
净利润	168	349	454	600
少数股东损益	2	3	4	6
归属母公司净利润	166	346	449	595
EBITDA	420	664	877	992
EPS (元)	0.47	0.98	1.27	1.69

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	18.6	97.4	19.7	15.2
营业利润(%)	25.2	113.9	30.0	32.6
归属于母公司净利润(%)	29.1	108.5	29.8	32.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	23.6	24.1	24.7	25.3
净利率(%)	6.2	6.5	7.1	8.2
ROE(%)	7.7	7.8	9.3	11.0
ROIC(%)	6.9	6.4	7.3	9.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	42.8	42.7	39.9	40.8
净负债比率(%)	19.3	1.9	6.6	-7.9
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.1
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	3.4	3.9	3.5	4.0
应付账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.98	1.27	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	-0.52	1.16	3.80
每股净资产(最新摊薄)	6.10	12.58	13.77	15.38
估值比率	-	-	-	-
P/E	45.8	22.0	16.9	12.8
P/B	3.5	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	19.2	11.6	9.1	7.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033