

2019年11月06日

证券研究报告·公司研究报告

爱柯迪 (600933) 汽车

增持 (维持)

当前价: 11.55 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

深耕铝合金铸造，未来成长可期

投资要点

- **推荐逻辑:** 短期来看，公司在手订单充裕，产能利用率提升带动公司毛利率逐步恢复。中长期来看，汽车轻量化大势所趋，公司深耕高压铸造领域，产品附加值高，下游客户优质。同时公司有望通过吸收更多技术实现产品品类的扩张。我们预计 2019~2021 年公司业绩复合增长率为 8.9%，保持稳定增长。
- **汽车轻量化大势所趋，公司为高压铸造领军企业。** 排放标准日趋严苛，汽车轻量化作为节能减排重要技术手段之一，成为未来主流趋势。铝合金作为轻量化主流方向之一，后续单车用量有望稳步提升，我们预计 2020 年国内铝合金市场规模为 1746 亿元，2020~2025 年复合增长率为 7.8%。按工艺区分，公司为高压铸造领域的领军企业，产品主要为铝合金精密中小件，产品结构复杂且附加值较高。从市占率角度来看，铝合金市场空间巨大，公司市占率仍旧处于低位，在现有领域有望持续提升份额。同时关注铝合金铸造的最新技术，后面有望通过吸收新工艺实现产品品类的扩张。
- **在手订单充裕，盈利能力稳步恢复。** 公司为二级供应商，产品主要供应给法雷奥、博世、格特拉克、麦格纳、耐世特等国际主流的零部件厂商，并与下游客户深度绑定，建立长期且稳定的供应关系。公司在手订单充裕，新增订单金额逐年增加，同时加快在新能源汽车领域的布局，先后获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机等新能源汽车项目，预计新增订单中新能源订单的占比稳步提升。短期来看，随着国内汽车行业的回暖以及公司在手订单的逐步释放，公司产能利用率将稳步恢复，从而有望带动毛利率水平提升。
- **财务指标稳健，ROE 处行业领先水平。** 公司负债率较低，账上现金充裕，并且每年保证稳定的现金流，上市以来保证每年持续 40% 以上的分红比例，财务指标稳健。同时公司 ROE 水平处于铝合金铸造行业领先水平，公司资产周转率处于行业平均水平，负债率较低，利润率处于历史低位，我们认为随着公司产能利用率的回升，利润率逐步恢复，公司 ROE 有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.54/0.62/0.71 元。汽车轻量化大势所趋，公司在手订单充裕，未来成长可期，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 汽车需求不及预期风险、募投项目推进进度不及预期风险、汇率波动风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2507.47	2629.97	3009.57	3445.97
增长率	15.31%	4.89%	14.43%	14.50%
归属母公司净利润 (百万元)	468.19	462.77	530.01	604.90
增长率	0.57%	-1.16%	14.53%	14.13%
每股收益 EPS (元)	0.55	0.54	0.62	0.71
净资产收益率 ROE	12.23%	10.93%	11.35%	11.70%
PE	21	21	19	16
PB	2.60	2.35	2.13	1.92

数据来源: Wind, 西南证券

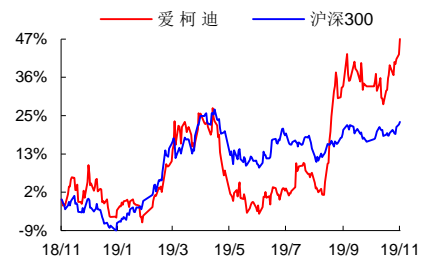
西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
 执业证号: S1250518090002
 电话: 021-58351909
 邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

分析师: 宋伟健
 执业证号: S1250519070001
 电话: 021-58351812
 邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 冯未然
 邮箱: fwr@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)	8.58
流通 A 股(亿股)	2.67
52 周内股价区间(元)	7.53-11.55
总市值(亿元)	99.04
总资产(亿元)	52.07
每股净资产(元)	4.59

相关研究

1. 爱柯迪 (600933): 营收改善明显, 汇率拖累业绩 (2019-10-30)
2. 爱柯迪 (600933): 业绩符合预期, 海外稳定增长 (2019-08-16)
3. 爱柯迪 (600933): 稳中求进, 汽车轻量化龙头 (2019-01-15)

目 录

1 公司概况：深耕铝合金精密压铸件.....	1
2 轻量化大势所趋，深耕高压压铸领域.....	6
2.1 轻量化大势所趋.....	6
2.2 多工艺并行，公司深耕高压铸造.....	9
3 公司分析：客户优质，在手订单充裕.....	11
4 产能利用率稳步提升，盈利水平有望逐步恢复.....	15
5 盈利预测与估值.....	17
5.1 盈利预测.....	17
5.2 相对估值.....	18
6 风险提示.....	18

图 目 录

图 1: 公司产品图.....	1
图 2: 公司 2017H1 主营业务结构情况 (分产品)	4
图 3: 公司 2017H1 主营业务毛利情况 (分产品)	4
图 4: 海内外营收占比.....	4
图 5: 公司历年营收变动情况.....	4
图 6: 毛利率变动情况.....	5
图 7: 公司 2006 年以来净利润及增速.....	5
图 8: 公司经营性净现金流情况.....	5
图 9: 公司上市以来分红情况.....	5
图 10: 公司旗下子公司布局.....	6
图 11: 国内外排放标准对比 (单位: L/100km)	7
图 12: 北美单车用铝量变化.....	8
图 13: 欧洲单车用铝量变化情况.....	8
图 14: 国内铝合金市场空间测算.....	9
图 15: 公司深耕铝合金中小件, 产品附加值更高 (单位: 元/吨)	11
图 16: 公司产品营收占比情况.....	11
图 17: 产品毛利率情况.....	11
图 18: 产品单价变动情况 (单位: 元)	12
图 19: 公司新增订单金额增长情况.....	14
图 20: 公司预付模具开发款情况.....	14
图 21: 行业主流上市公司 ROE 对比.....	14
图 22: 行业主流上市公司净利率对比.....	14
图 23: 行业主流上市公司资产周转率对比.....	15
图 24: 行业主流上市公司权益乘数对比.....	15
图 25: A00 铝锭价格变动情况 (元/吨)	16
图 26: A356 铝合金价格变动情况 (元/吨)	16
图 27: 公司产能利用率有望持续增长.....	17

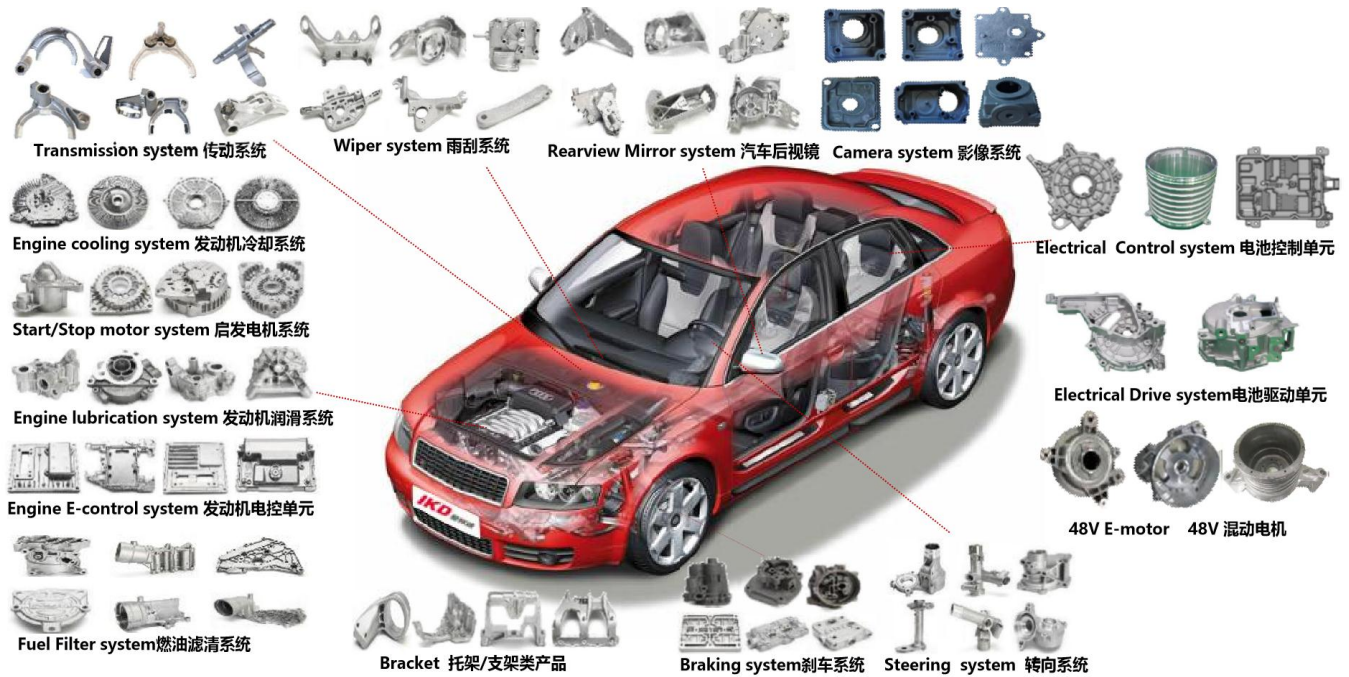
表 目 录

表 1: 主要产品情况.....	1
表 2: 2019Q3 公司股权结构.....	3
表 3: 公司主要子公司情况.....	6
表 4: 乘用车减重后效能提升效果.....	7
表 5: 铝合金在国外汽车制造业中的应用 (单位: KG)	8
表 6: 轻量化技术发展路线图.....	9
表 7: 铝合金成型技术对比.....	10
表 8: 公司产品市占率情况.....	12
表 9: 公司客户主要为全球主流零部件厂商.....	13
表 10: 公司主要客户配套情况.....	13
表 11: 公司成本拆分.....	15
表 12: 分业务收入及毛利率.....	17
表 13: 可比公司估值 (截至 2019/11/5)	18
附表: 财务预测与估值.....	19

1 公司概况：深耕铝合金精密压铸件

公司专注于铝合金精密压铸件研发与制造，其主要产品通过压铸和精密机加工工艺生产的铝制汽车零部件。公司目前的主要产品可以包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统等汽车轻量化部件，同时公司积极布局新能源领域，拥有电池包结构产品、48 混动电机壳体等。公司目前主要的工艺为高压铸造工艺，为中小铝合金压铸件领域的领军企业。

图 1：公司产品图



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：主要产品情况

功能部件	功能	主要零部件产品	示例图
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，并辅电控系统，实现雨刮系统的智能化	雨刮电机壳体	
		连杆支架	
		驱动臂	

功能部件	功能	主要零部件产品	示例图
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	
		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	
		油冷器壳体	
	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，与其它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	节气门控制阀体	
		进气歧管	
		涡轮增压器壳体	
	启动马达、发电机系统：发动机的启动控制	启动电机壳体、发电机前后壳体	
	汽车油泵/真空泵系统：用于发动机燃油系统和制动系统	机油泵体	
		真空泵壳体	
	发动机冷却系统：控制发动机工作温度	硅油离合器	
驻车加热系统：包括加热装置热能转换壳体、鼓风机壳体等。对车厢、发动机进行预热。	热能转换壳体、鼓风机壳体		
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	压力盘、后盖、变速拨叉、差速器壳体、ECU 控制单元	

功能部件	功能	主要零部件产品	示例图
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、真空助车泵、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、双缸盖、盖板、制动主缸、制动组合阀、ABS 阀体、真空助车泵、法兰盘	
汽车空调系统	包括缸体、前盖、后盖等，为轴向活塞式压缩机的关键零件	缸体、前盖、后盖	
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	后视镜支架、倒车摄像头壳体	
新能源相关产品	电池包结构产品、48V 驱动电机壳体、电池控制单元等	电池包结构产品、48V 驱动电机壳体、电池控制单元等	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：截至 2019 年三季度，公司前十大股东累计持有公司 80.3% 的股份。董事长张建成直接持有公司 8.29% 的股份，张建成持有第一大股东爱柯迪投资 55.81% 的股份，通过控制爱柯迪投资间接持有公司 33.48% 的股份，通过控制宁波领擎、宁波君润、宁波领祺、宁波领鑫、宁波领荣累计间接持有公司 11.94% 的股份，董事长张建成直接和间接累计控制公司 53.71% 的股权。

领拓集团的法定代表人为副董事长盛洪，XUDONG INTERNATIONAL LIMITED 的法定代表人为山森样子（公司改制前曾持有公司股份），XUDONG INTERNATIONAL LIMITED 持有公司控股股东宁波爱柯迪投资 21.48% 的股份。

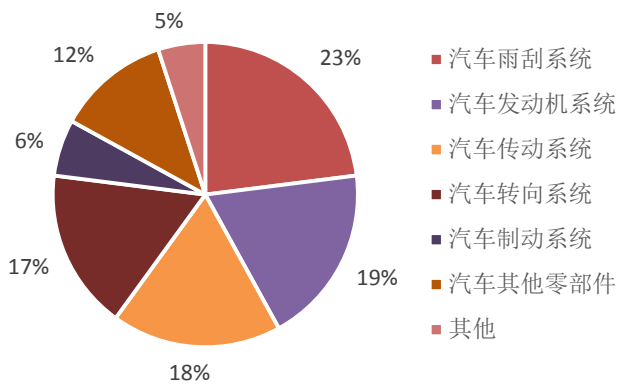
表 2：2019Q3 公司股权结构

排名	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	宁波爱柯迪投资管理有限公司	287,118,277	33.48
2	领拓集团香港有限公司	116,816,185	13.62
3	XUDONG INTERNATIONAL LIMITED	99,877,295	11.65
4	张建成	71,095,216	8.29
5	宁波领擎股权投资合伙企业(有限合伙)	63,794,591	7.44
6	宁波君润科胜股权投资合伙企业(有限合伙)	13,600,000	1.59
7	王振华	11,475,505	1.34
8	宁波领祺股权投资管理合伙企业(有限合伙)	10,106,629	1.18
9	宁波领鑫股权投资管理合伙企业(有限合伙)	8,950,787	1.04
10	宁波领荣股权投资管理合伙企业(有限合伙)	5,946,720	0.69
	合计	688,781,205	80.32

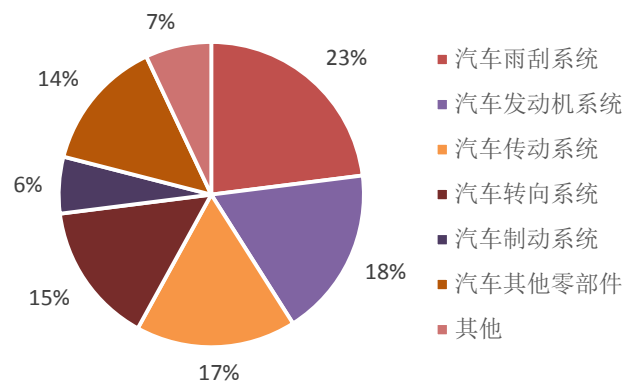
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务构成：公司主要产品为汽车铝合金压铸件，按品类区分，2017 年上半年汽车雨刮系统、汽车发动机系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车制动系统、其他系统营收占比分别为 23%、19%、18%、17%、6%和 12%，毛利占比分别为 23%、18%、17%、15%、6%和 14%。分区域来看，公司主要业务集中在海外市场，2019 年上半年海外市场营收占比达到 72%。

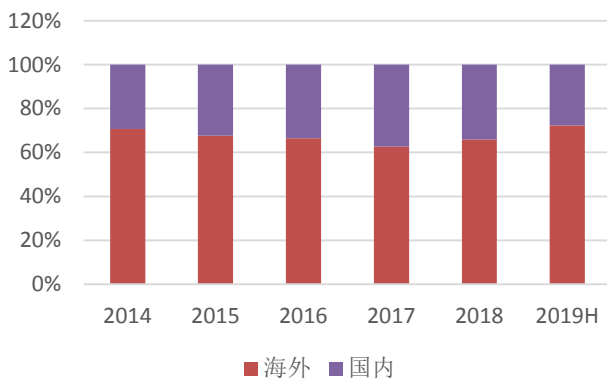
公司订单充裕，营收保持稳定增长，2014~2018 年复合增长率为 18%，显著好于行业。2019 年受国内汽车销量低迷影响，公司上半年营收增速仅为 1%，但仍旧显著好于行业水平。其中海外业务保持高速增长，2019H1 海外营收同比增长 13%。

图 2：公司 2017H1 主营业务结构情况（分产品）


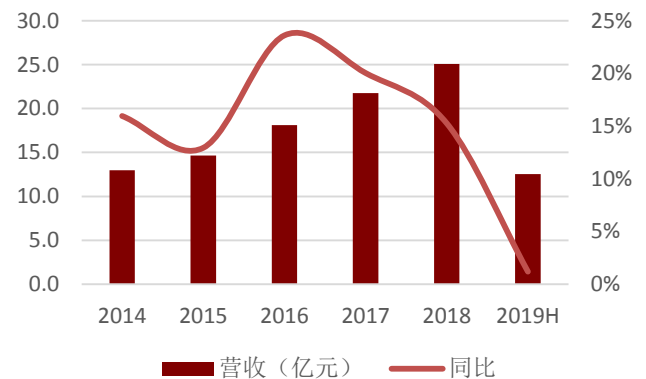
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2017H1 主营业务毛利情况（分产品）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：海内外营收占比


数据来源：Wind，西南证券整理

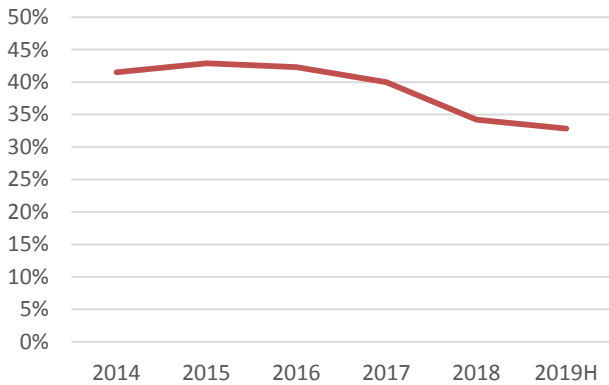
图 5：公司历年营收变动情况


数据来源：Wind，西南证券整理

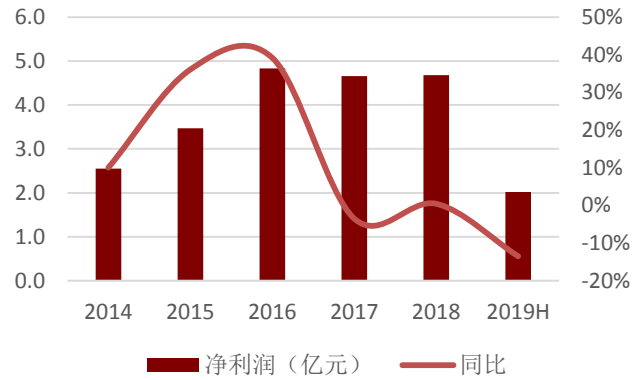
公司业绩状况：公司产品集中为铝合金精密压铸件，产品体积较小并且精度要求较高，这类产品毛利率水平较高，公司毛利率最高能够维持在 40% 以上，2018 年下半年公司大规模扩充产能，但是同期国内汽车行业景气度逐月走低，从而造成公司产能利用率下降，毛利率下滑，随着国内车市的逐步回暖以及公司订单的放量，公司毛利率有望逐步恢复。2019 年第三季度随着终端产量的提升，公司毛利率恢复到 35.6%。

业绩层面，随着公司业务体量的上涨，公司业绩稳步提升，2014~2018 年复合增长率为 16%。2019 年上半年业绩增速为 -14%，显著低于营收同比增速，其主要原因为毛利率较去

年同期下滑 2.2 个百分点。我们预计随着产能利用率的提升，公司毛利率逐步向好，公司业绩弹性较大。

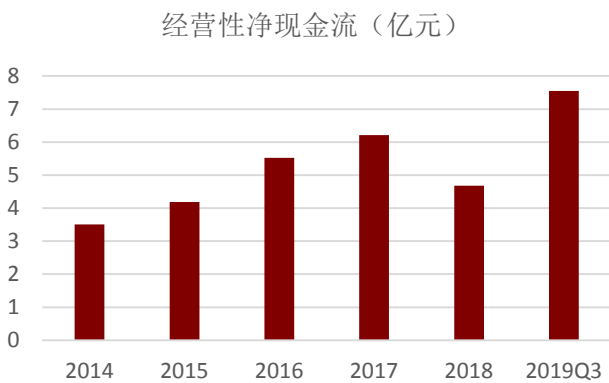
图 6：毛利率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

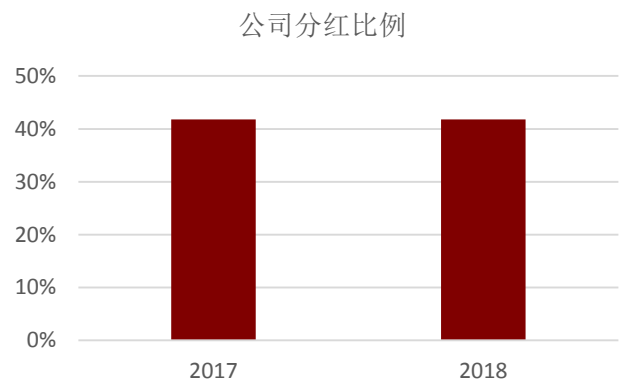
图 7：公司 2006 年以来净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

现金流稳定，持续分红：公司现金流稳定，且有逐年提升的趋势，2019 年前三季度公司累计经营性净现金流为 7.6 亿元，创历史新高。同时上市以来，公司在保证稳定现金流的基础上持续分红，2017 和 2018 年分红比例均超过 40%。

图 8：公司经营性净现金流情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司上市以来分红情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

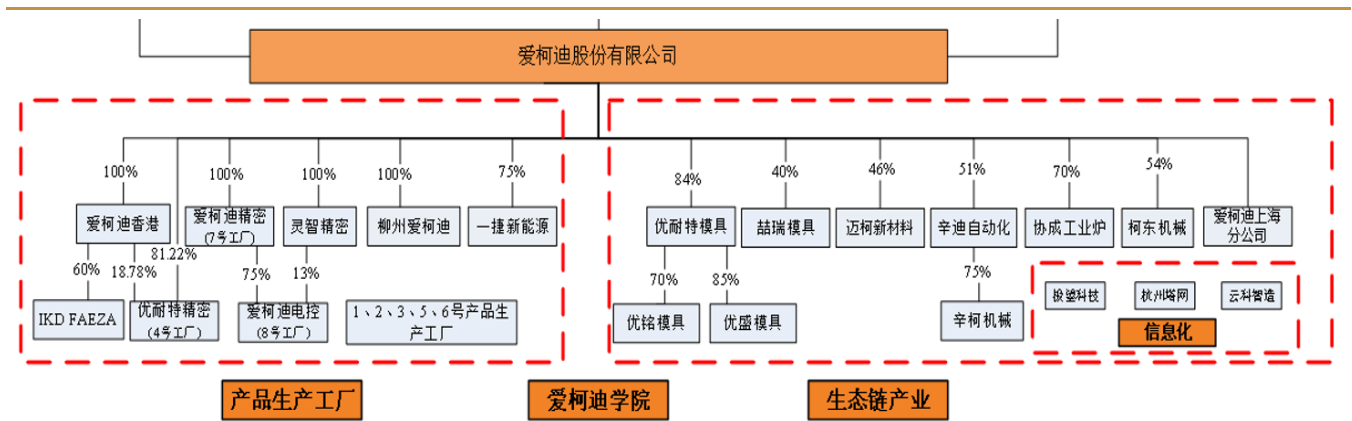
公司子公司布局情况：公司目前在宁波拥有 8 家工厂，其中 1~3 号工厂为老工厂；4 号工厂为精密金属件工厂，为募投项目，主要是一些轴类产品，配套上汽和格特拉克；5 号工厂为精密件改扩项目，10 亿元的募投项目；6 号工厂为新能源项目（在建）；7 号工厂为雨刮项目；8 号工厂主要做倒车影像产品。除去宁波本地工厂之外，公司还有墨西哥工厂为北美博世等公司配套，柳州工厂为耐世特做机加工。

除了生产工厂外，公司全产业链布局，拥有比较完善的生态链系统，其中优耐特模具（84%）主要负责模具设备环节，宁波江北协成工业炉制造（70%）负责材料热处理设备，辛迪自动化（51%）负责工装设备，宁波迈科新材料（46%）负责涂层技术、宁波柯东机械（54%）负责压铸设备。

表 3: 公司主要子公司情况

	工厂名称	持股比例	主要职责
生产工厂	爱柯迪香港	100%	投资、贸易
	爱柯迪精密	100%	汽车铝合金压铸零件、模具及机械设备加工
	灵智精密	100%	压缩机零配件制造
	柳州爱柯迪	100%	机加工
	一捷新能源	75%	新能源部件制造
生态链工厂	优耐特模具	84%	模具设备生产
	宁波江北协成工业炉	70%	材料热处理设备
	辛迪自动化	51%	工装设备
	宁波迈科新材料	46%	涂层技术
	宁波柯东机械	54%	压铸设备

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 公司旗下子公司布局


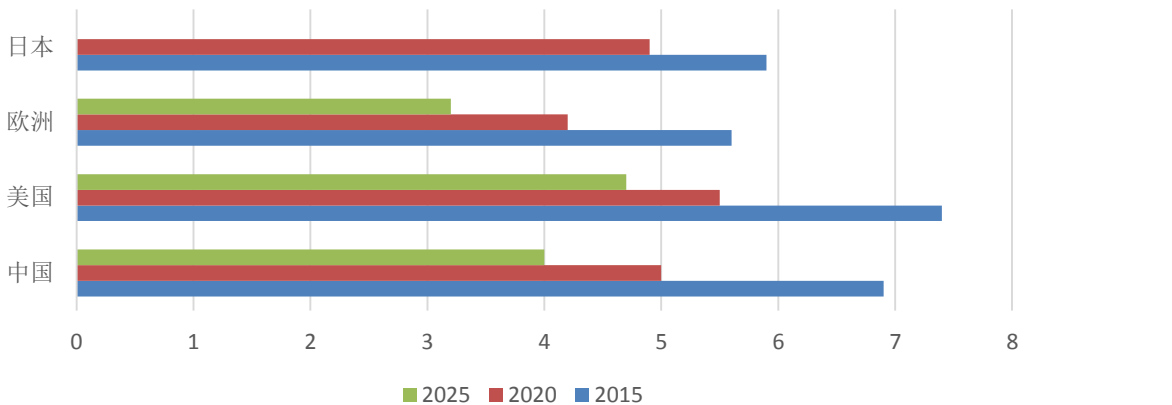
数据来源: Wind, 西南证券整理

2 轻量化大势所趋, 深耕高压压铸领域

2.1 轻量化大势所趋

排放要求日趋严苛: 根据第四阶段燃油消耗量限制要求, 2020 年当年生产乘用车平均燃料消耗量达到 5L/100km, 汽车厂商面临较大减排压力。同时, 国家政府对于不达标企业加大惩罚力度, 根据 GB 27999-2014《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》, 对于不达标企业, 将采取公开通报、限制新产品《车辆生产企业及产品公告》申报、限制扩大生产能力投资以及加强海关通关审核、进口检验、生产一致性核查等管理措施。

根据最新《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》要求, 测试循环由 NEDC 测试法改为 WLTC 测试法, 测试方法更加严苛。同时要求到 2025 年我国乘用车的油耗水平下降至 4L/100km, 相较于 2020 年国标排放年均降幅达到 4.4%。

图 11: 国内外排放标准对比 (单位: L/100km)


数据来源:《乘用车燃料消耗量限值》, 西南证券整理

轻量化为降低排放的主要方式: 目前传统汽车降低排放的主要方式为提升排放技术和轻量化技术。根据《2016 中国乘用车燃料消耗量发展年度报告》、《2016 乘用车实际油耗与工况油耗发展年度报告》显示, 中国自 2005 年实施燃料消耗量标准以来, 恰好十年, 传统乘用车油耗水平虽呈下降趋势, 但燃料经济性改善非常缓慢。百公里油耗仅下降 1 升多, 每年下降幅度在 0.10-0.25 L/100km 之间, 年平均降幅不足 2%, 对比未来五年年均 4.4% 的降幅, 单纯通过提升技术达到目标难度较大。

轻量化技术同样为降低排放的主要方式, 旨在保证汽车强度和安全性的前提下, 尽可能降低汽车的整备质量, 从而间接提升汽车的动力表现和提高排放。根据美国铝业数据显示, 汽油乘用车减重 10% 可以减少 3.3% 的油耗; 柴油车减重 10% 则可以减少 3.9% 的油耗。同时, 随着新能源汽车的发展, 纯电动汽车整备质量较大影响着电动车本身的续航里程, 因此新能源汽车对于减重的要求更为迫切。

表 4: 乘用车减重后效能提升效果

分类	乘用车减重 10% 的效能提升效果	乘用车减重 15% 的效能提升效果
汽油	3.3%	5%
柴油	3.9%	5.9%
EV	6.3%	9.5%
PHEV	6.3%	9.5%

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

铝合金为轻量化趋势下的主要技术方向: 铝合金可替代大部分零部件。汽车用钢铁比重较大, 其中大部分钢铁材料零部件可以用铝合金代替, 包括发动机、轮毂、热交换器、车身、转向轴、变速器支架、仪表板结构、悬架副车架等。铝合金目前在变速箱、轮毂、热交换器等领域渗透率较高, 未来随着车身用铝技术的提升, 汽车发动机、车身等用铝有望逐步提升, 支撑汽车用铝快速提升。

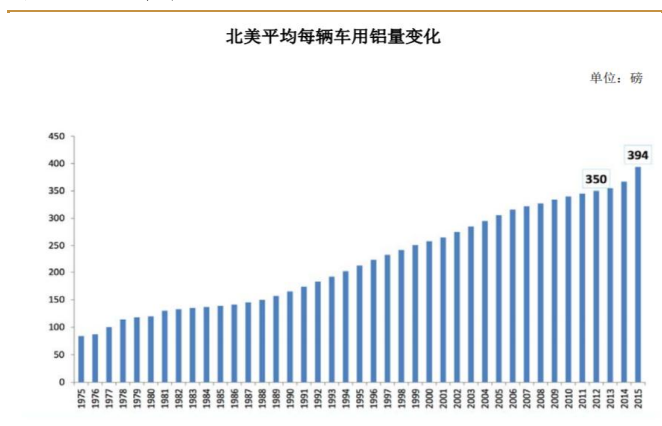
表 5: 铝合金在国外汽车制造业中的应用 (单位: KG)

部件	北美			欧盟			日本		
	2002	2006	2009	2002	2006	2009	2002	2006	2009
发动机	42.03	51.64	55.63	35.56	40.92	42.81	44.45	44.90	48.67
变速箱、传动系统	28.14	31.51	29.94	15.42	15.51	15.69	20.55	21.77	21.86
底盘、悬挂系统	6.24	8.50	8.33	8.21	10.26	11.57	2.95	3.56	3.58
轮毂	22.37	23.61	25.17	14.22	18.03	20.21	17.78	19.32	20.20
制动器	2.49	3.77	4.13	2.72	4.75	5.14	1.67	3.41	3.50
热交换器	14.52	14.32	14.27	11.02	12.26	12.29	11.98	13.61	13.63
覆盖件(罩盖)	1.96	2.50	2.69	2.40	4.89	5.15	0.27	1.85	1.94
车身	0.45	0.59	0.60	1.77	2.81	2.88	0.14	0.21	0.10
隔热罩	1.73	1.84	1.91	1.18	1.36	1.50	0.54	1.07	1.10
保险杠	0.61	0.87	1.09	1.42	2.75	2.72	0.78	0.69	0.58
其他	4.10	4.09	4.27	3.86	3.85	3.92	2.77	3.18	3.23
合计	123.28	143.41	148.03	98.79	117.40	123.90	103.87	113.59	118.39

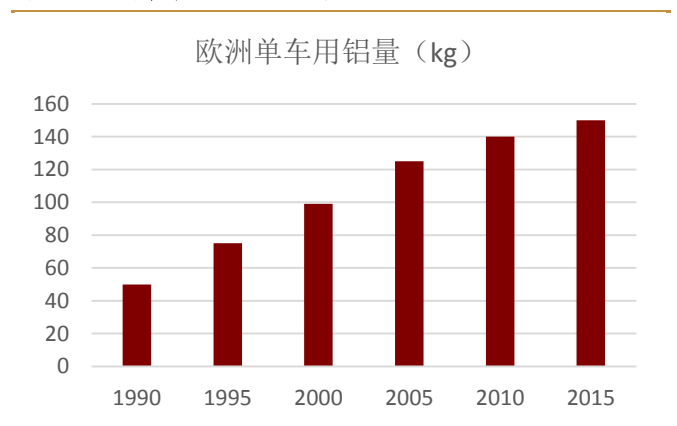
数据来源:《中国汽车轻量化发展——战略与路径》,西南证券整理

国内汽车单车用铝量替身空间较大: 参照发达国家在轻量化方面的发展,北美和欧洲的单车用铝呈现上升趋势。根据 Ducker Worldwide 统计,2015 年北美单车用铝量达到 179kg,欧洲单车用铝量达到 150kg。2015 年我国汽车用铝量达 312 万吨,单车用铝量约 127Kg,还有很大的提升空间。

根据《节能与新能源汽车技术路线图》规划,到 2020 年整车整备质量较 2015 年减重 10%,单车用铝量达到 190kg。2025 年整车整备质量较 2015 年减重 20%,单车用铝量超过 250kg。2030 年整车整备质量较 2015 年减重 35%,单车用铝量超过 350kg。

图 12: 北美单车用铝量变化


数据来源: 公司招股说明书,西南证券整理

图 13: 欧洲单车用铝量变化情况


数据来源: 公司招股说明书,西南证券整理

表 6: 轻量化技术发展路线图

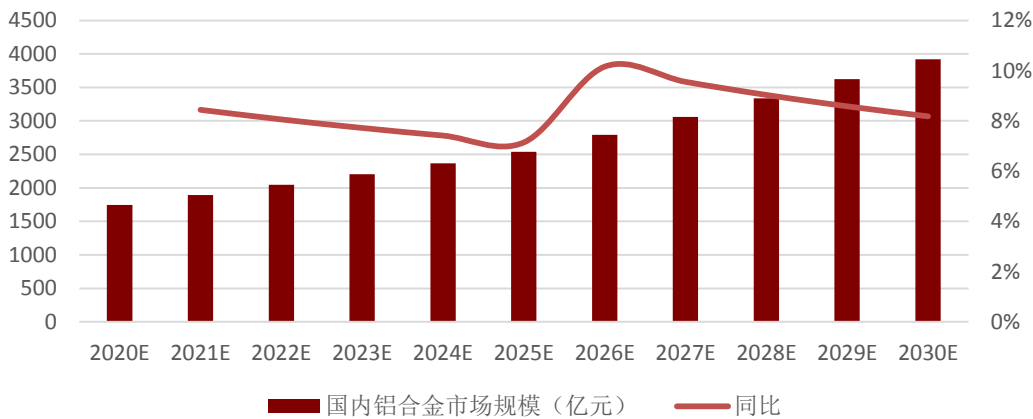
	2020 年	2025 年	2030 年
车辆整备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度在 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50% 第	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 以上的钢材有一定的应用比例
铝合金	单车用铝量达到 190kg	单车用铝量超过 250kg	单车用铝量超过 350kg
镁合金	单车用镁量达到 15kg	单车使用镁合金 25kg	单车使用镁合金 45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量, 成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%, 成本比上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

数据来源:《节能与新能源汽车技术路线图》, 西南证券整理

市场规模测算

千亿市场静待分享: 我们测算到 2020 年国内铝合金市场空间为 1746 亿元, 2020-2025 年复合增速为 7.8%, 基于以下假设:

- (1) 假设 2020 年单车用铝量为 190kg, 2025 年为 250kg, 2030 年为 350kg;
- (2) 未来国内乘用车销量复合增速为 2%;
- (3) 铝合金价格按照 4 万/吨的价格来计算。

图 14: 国内铝合金市场空间测算


数据来源: 西南证券

2.2 多工艺并行, 公司深耕高压铸造

压铸方式分类: 目前行业内主流的铝合金成型技术包括低压铸造、高压铸造、差压铸造、挤压铸造和锻造, 不同工艺拥有自身的优势和劣势, 因此在具体应用层面, 针对具体产品的产品特性, 应用不同的成型工艺。

- (1) 锻造技术因不改变铝合金的物理特性, 在机械性能方面是所有工艺中最好的, 但是因为后续热处理、机加工等工序较为繁琐, 因此生产效率较低并且设备投入较大。

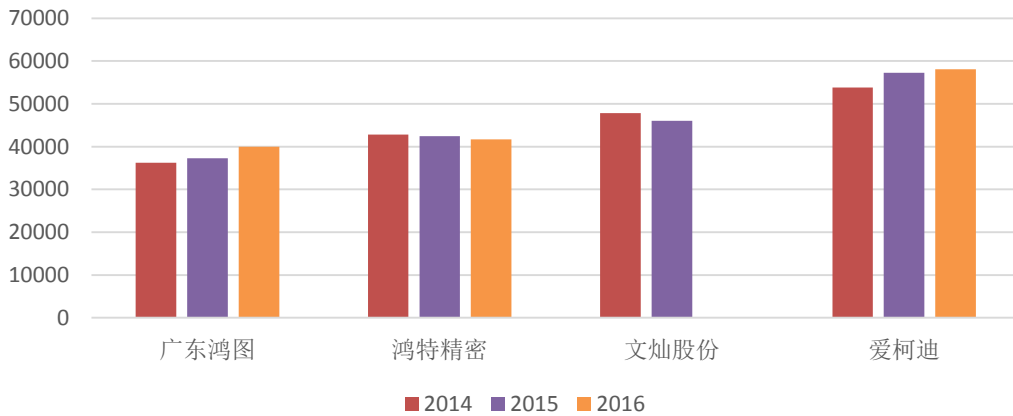
- (2) 低压铸造技术的充型和凝固都是在低压情况下完成的，低压充型能够保证铸件内没有气孔缺陷，同时低压凝固致使铸件晶粒较大，整个过程由于在低压环境中完成，因此液体流速较慢，凝固时间较长，效率较低。而差压铸造是在低压铸造的基础上衍生而来，可以在一定程度上弥补低压铸造的凝固时的缺陷。
- (3) 高压铸造的充型和凝固都是在高压情况下完成的，高速充型造成铸件内部气孔缺陷较多。而高压凝固使得铸件成型速度较快，能够实现较为复杂结构的产品，同时效率较高。
- (4) 挤压充型是结合低压充型和高压凝固，能够保证力学性能和效率，但是工艺较为复杂，设备投入成本较高。

表 7：铝合金成型技术对比

项目	锻造	低压铸造	高压铸造	差压铸造	挤压铸造
成型压力	压力可调	20-60KPa	无	500KPa	100MPa
保压阶段	固态	半固态至固态	液态	半固态至固态	半固态至固态
表面质量	良好	一般	良好	一般	良好
内部质量	晶粒细小、组织致密	晶粒较大、组织紧密	晶粒粗大、组织缺陷多	晶粒细小、组织紧密	晶粒细小、组织致密
关键位置质量保障	无法进行局部二次挤压或相似手段	无法进行局部二次挤压或相似手段	无法进行局部二次挤压或相似手段	无法进行局部二次挤压或相似手段	可增加局部二次挤压保障关键部位的内部质量
热处理	可固溶 (T6)	可固溶 (T6)	不可固溶	可固溶 (T6)	可固溶 (T6)
生产效率	低	低	高	高	高
设备成本	中等	中等	低	高	高
成型精度	工序繁复、后加工量大	成型性较好，加工余量大	净近成型，加工余量少	成型性较好，加工余量大	净近成型，加工余量少
模具分摊成本	高	低	低	低	低
可实现产品结构	可实现一般结构产品	可实现一般结构产品	可实现复杂结构产品	可实现一般结构产品	可实现复杂结构产品
综合成本(含机加工)	高	较低	低	中等	中等
机械性能	高	较低	低	中等	较高
代表产品	控制臂	H-臂	发动机悬置	转向节	高强度结构件

数据来源：西南证券整理

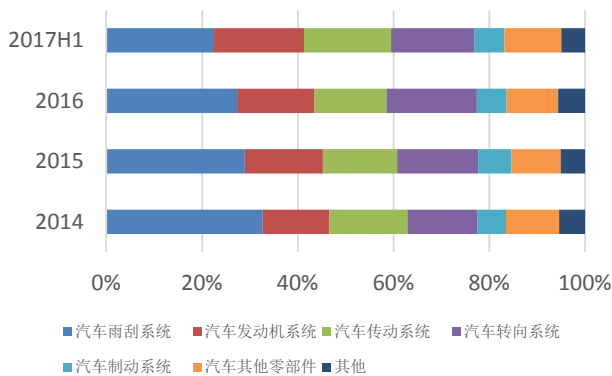
公司主要深耕高压压铸领域，附加值更高。公司主要工艺为高压铸造，产品多为结构较为复杂的中小件。通过对比行业内其他铝合金铸件生产商可以发现，铝合金精密中小件的附加值较高，能够为公司带来更高的毛利率水平。

图 15: 公司深耕铝合金中小件, 产品附加值更高 (单位: 元/吨)


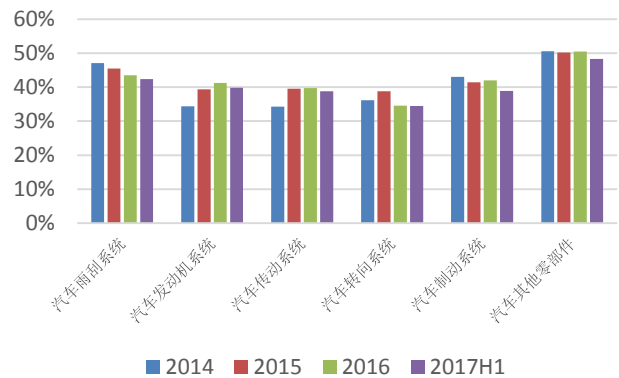
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

3 公司分析: 客户优质, 在手订单充裕

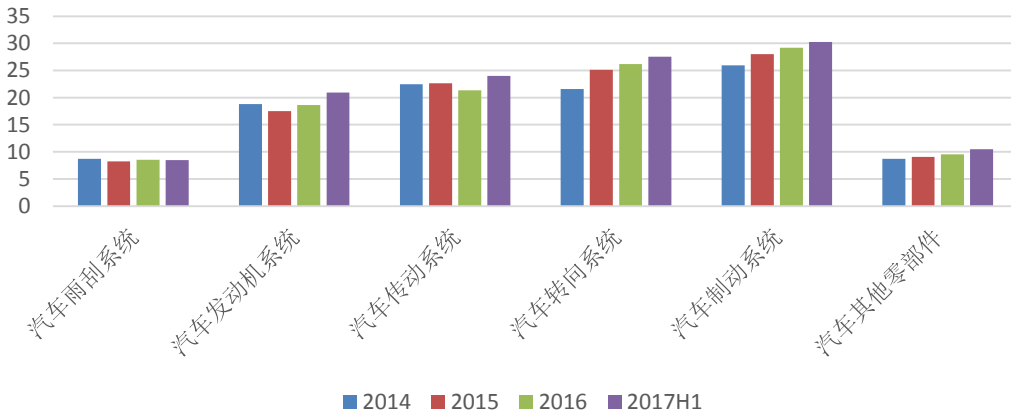
公司主要产品为铝合金精密件: 分品类来看, 公司产品可以分为汽车雨刮系统零部件、汽车转向系统零部件、汽车发动机系统零部件、汽车传动系统零部件、汽车制动系统零部件和其他零部件。公司为全球领先的铝合金中小零部件领先企业, 但总体市占率仍旧很低, 在所有品类的产品中, 仅汽车雨刮系统零部件的全球市占率达到 30%, 传动系统超过 5%, 其他系统零部件市占率多数在 3% 以下, 公司后续发展空间仍旧很大。

图 16: 公司产品营收占比情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 产品毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 产品单价变动情况 (单位: 元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 8: 公司产品市占率情况

系列	功能	代表产品	市场占有率	市场容量 (亿元)
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、连杆支架、驱动臂	30%	15
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、助力转向壳体、转向器管柱、转向电机壳体、转向电控单元	1~2%	300~600
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	压力盘、后盖、变速拨叉、差速器壳体	6%	60
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、真空助车泵、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、双缸盖、盖板、制动主缸、制动组合阀、ABS 阀体、真空助车泵、法兰盘	1%	150
电子控制系统	汽车专用微机控制器	ECU 壳体	1~2%	40~80
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	后视镜支架、倒车摄像头壳体	2~3%	40~60

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司客户为主流零部件厂商: 公司为二级供应商, 产品主要供应给法雷奥、博世、格特拉克、麦格纳、耐世特等国际主流的零部件厂商。截止 2018 年, 前五大客户营收占比为 62%, 其中法雷奥为公司第一大客户占比为 18.6%。公司与下游客户深度绑定, 建立长期且稳定的供应关系, 并得到下游客户的高度认可, 获得多家客户的优质供应商奖项。2017 年 6 月, 公司被中国铸造协会评选为“中国压铸件生产企业综合实力 50 强”, 子公司优耐特模具被中国铸造协会评选为“中国压铸模具生产企业综合实力 20 强”。

表 9：公司客户主要为全球主流零部件厂商

2015		2016		2017		2018	
客户	占比	客户	占比	客户	占比	客户	占比
法雷奥	23.58%	法雷奥	22.94%	法雷奥	19.20%	法雷奥	18.65%
博世	8.61%	麦格纳	12.86%	博世	18.29%	博世	15.88%
格特拉克	7.86%	博世	11.37%	麦格纳	14.23%	麦格纳	14.29%
克诺尔	6.94%	耐世特	8.21%	耐世特	6.40%	电产	7.49%
麦格纳	6.57%	克诺尔	5.79%	电产	6.22%	耐世特	5.47%
合计	53.46%	合计	61.17%	合计	64.34%	合计	61.78%

数据来源：公司公告，西南证券整理

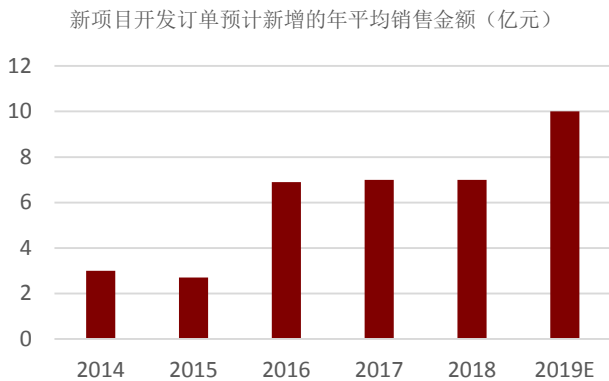
表 10：公司主要客户配套情况

客户名称	所属集团	地区	合作历史	主要销售产品
Delmex de Juarez S.de RL de C.V.	法雷奥	墨西哥	2004 年至今	驱动臂、连杆支架
Valeo Systemes d'Essuyage	法雷奥	法国	2004 年至今	雨刮电机壳体，连杆支架
Valeo Autosystemy Sp. zo.o.	法雷奥	波兰	2006 年至今	驱动臂，雨刮电机壳体，连杆支架
Valeo Sistemas Eléctricos, SA de CV	法雷奥	墨西哥	2004 年至今	雨刮电机壳体、连杆支架
GETRAG Transmission Manufacturing de Mexico SA de CV	格特拉克	墨西哥	2012 年至今	变速拨叉
GETRAG S.p.A.	格特拉克	意大利	2010 年至今	变速拨叉
Knorr-Bremse Systemes Pour Vehicules Utilitaires France S.A.S	克诺尔	法国	2007 年至今	单缸盖、双缸盖、盖板制动 组合阀、法兰盘
Mahle Filtersysteme Austria GmbH	马勒	奥地利	2005 年至今	滤清器壳体、涡轮增压器壳体
GKN Driveline Newton LLC	吉凯恩	美国	2010 年至今	后盖板
博世汽车部件（长沙）有限公司	博世	湖南省	2006 年至今	雨刮电机壳体、支架、启动电机壳体、发电机前后壳体
博世华域转向系统（烟台）有限公司	博世	山东省	2013 年至今	助力转向壳体
耐世特汽车系统（苏州）有限公司	耐世特	江苏省	2007 年至今	助力转向壳体、转向器管柱
耐世特汽车系统（柳州）有限公司	耐世特	广西省	2015 年至今	助力转向壳体
大陆汽车电子（芜湖）有限公司	大陆	安徽省	2011 年至今	节气门控制阀体
日本电产汽车马达（浙江）有限公司	电产	浙江省	2007 年至今	电机壳体、法兰盘
哈金森工业橡胶制品（苏州）有限公司	哈金森	江苏省	2004 年至今	发动机减震托架
格特拉克（江西）传动系统有限公司	格特拉克	江西省	2011 年至今	变速拨叉

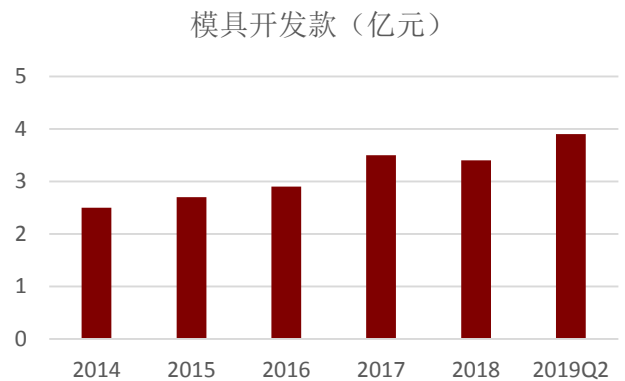
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司订单充裕，保障后续稳定发展：公司在手订单充足，并且近几年新增订单金额逐年稳步提升。同时面对新能源汽车的迅速发展，加快在新能源汽车领域的市场布局，先后获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机等新能源汽车项目，预计新增订单中新能源订单的占比稳步提升。

模具开发款：由于模具的开发技术含量高，开发周期较长，开发成本通常较大，对于首次开发的产品，公司通常要求由客户预先支付模具开发款用于产品开发，部分产品 后续订单也由客户预先支付模具开发款。近几年，随着公司新增订单数的逐步增加，公司收到的预付模具开发款同样保持稳步的增长。

图 19: 公司新增订单金额增长情况


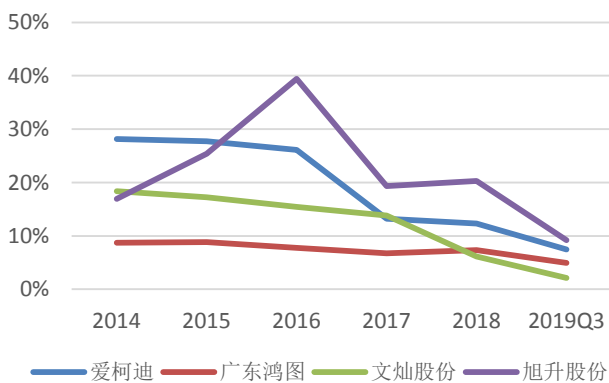
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 公司预付模具开发款情况


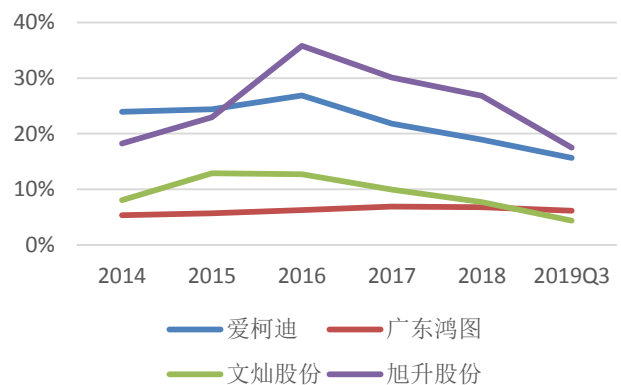
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

行业主流上市公司 ROE 对比: 我们选取行业内主流的上市公司 (广东鸿图、文灿股份、旭升股份) 进行 ROE 对比, 可以在铝合金铸造行业主流公司中, 爱柯迪的 ROE 水平处于行业前列, 资产质量较高。纵向来看, 在 2016 年之前, 爱柯迪 ROE 维持在 20% 以上, 2017 年公司 A 股上市, 净资产增加致使公司 ROE 下降, 2018 年公司 ROE 为 12%。拆分对比来看:

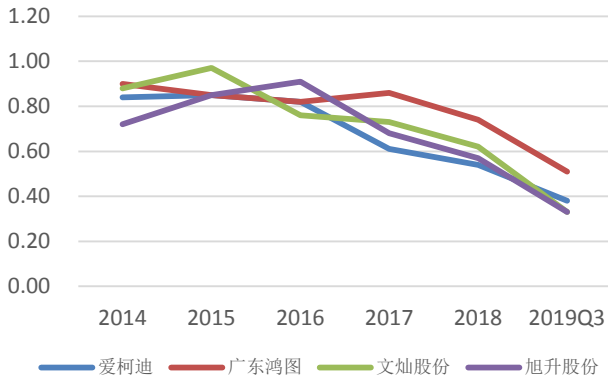
- 净利率:** 公司产品主要为铝合金中小件, 产品单车价值量不高, 但是产品结构较为复杂, 附加值较高, 因此公司产品利润率高于同行水平, 2018 年公司净利率为 19%, 同期广东鸿图、文灿股份、旭升股份分别为 7%、8% 和 27%。旭升股份净利率显著高于同行水平, 主要原因为公司单一大客户为特斯拉, 同类产品价格较高。
- 资产周转率:** 铝合金铸造行业总体属于重资产行业, 总体资产周转率较低, 绝对值不到 1。公司总资产周转率处于行业平均水平, 上市后公司账面资金增加, 总资产周转率有所下降。2018 年公司总资产周转率为 0.54。
- 权益乘数:** 公司账面资金充裕, 总体负债率较低, 2018 年公司资产负债率为 20%, 而同期广东鸿图、文灿股份、旭升股份资产负债率分别为 42%、29% 和 40%。更低的资金杠杆水平使得公司的权益乘数处于行业较低水平。

图 21: 行业主流上市公司 ROE 对比


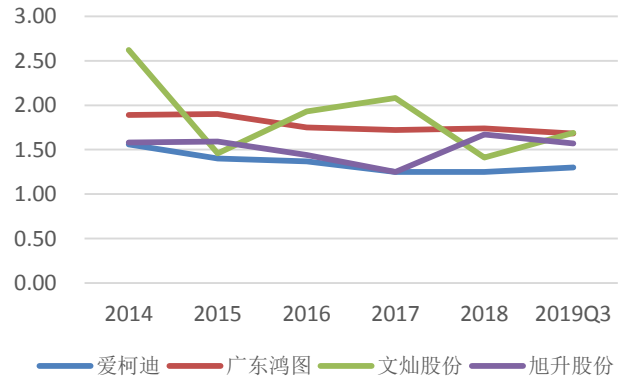
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 行业主流上市公司净利率对比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 行业主流上市公司资产周转率对比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 行业主流上市公司权益乘数对比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 产能利用率稳步提升, 盈利水平有望逐步恢复

公司成本分析: 近几年公司毛利率水平持续下降, 我们通过对公司的成本进行拆分, 判断公司未来毛利率水平的变动趋势。公司成本大致可以分为材料成本、人工成本和制造成本:

- (1) **材料成本:** 公司材料成本占总成本的比例为 40%~50%, 其中材料成本中占比最终的为 70%以上, 从近几年材料成本增速以及占比不断下降可以看出, 材料成本变动对于公司毛利率的影响不大。
- (2) **人工成本:** 人工成本占总成本比例在 14%左右, 人工成本属于固定成本, 近几年公司为扩大规模, 生产人员规模不断扩大, 同时员工薪酬逐年上升, 公司产销规模增速放缓的情况下, 会影响毛利率水平。
- (3) **制造费用:** 制造成本占总成本比例在 40%左右, 其中折旧成本占比制造成本的 30%左右, 且属于固定成本。近几年公司持续扩张产能, 但 18~19 年国内车市持续低迷, 公司产能利用率持续下滑, 从而造成单位产品摊销上升, 对公司毛利率影响较大。

表 11: 公司成本拆分

	2016	2017	2018	2019H
营业收入 (亿元)	18.12	21.75	25.07	12.53
同比		20%	15%	1%
成本 (亿元)	10.46	13.05	16.49	8.42
同比		25%	26%	5%
毛利率	42.28%	40.00%	34.23%	32.83%
最大产值 (亿元)	22	27	34	35
产能利用率 (亿元)	91.26%	79.56%	77.96%	69.78%
材料成本				
成本 (亿元)	5.04	6.11	7.01	5.04
同比		21%	15%	
铝料成本 (亿元)	3.93	4.77	5.47	3.93

	2016	2017	2018	2019H
占比	78%	78%	78%	78%
人工成本				
生产人员数量	2833	3580	3899	
同比		26%	9%	
人均薪酬(万元)	5.35	5.17	5.90	
同比		-3%	14%	
直接人工(亿元)	1.52	1.85	2.30	
同比		22%	24%	
制造费用				
制造费用(亿元)	3.84	4.99	6.95	
同比		30%	39%	
折旧费用(亿元)	0.99	1.36	1.91	1.21
同比		38%	40%	39%

数据来源：公司公告，西南证券整理

铝价保持稳定，材料成本对毛利率影响较小：公司主要原材料为铝料，而铝为大金属，本身价格波动不大，A00 铝锭和 A356 铝合金价格近几年保持在稳定区间内。同时，公司与下游客户具有联动机制，铝料价格大幅度的变动会将成本部分转移给下游客户，因此我们认为材料成本对公司总体毛利率的影响较小。

图 25: A00 铝锭价格变动情况 (元/吨)



数据来源：Wind，西南证券整理

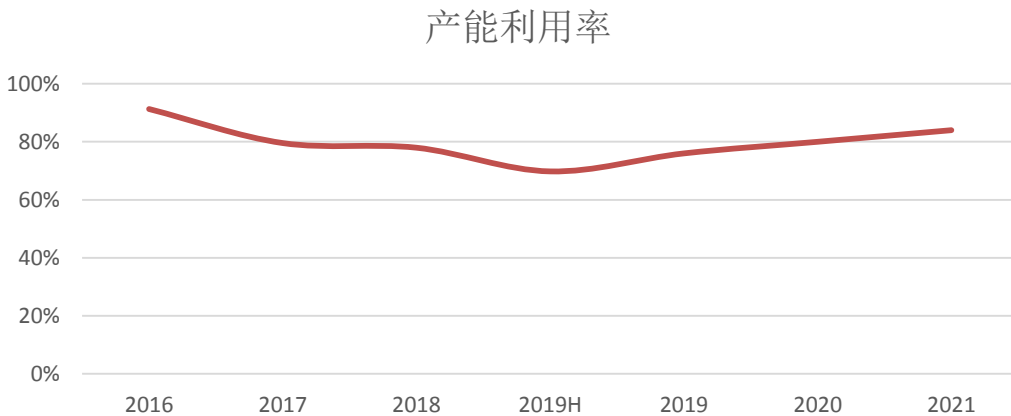
图 26: A356 铝合金价格变动情况 (元/吨)



数据来源：Wind，西南证券整理

产能利用率恢复，单位摊销有望下降：固定成本主要包括生产人员的薪资和折旧费用。其中人员成本占比 14%左右，一般情况下公司发展稳定，不会出现大规模裁员的情况，并且随着公司规模的扩张，生产人员数量有望持续增长，同时员工薪酬也是呈现不可逆是的增长。而折旧费用随着公司的扩折同样呈现出稳中有升的态势。

单位固定成本受产能利用率的影响较大，18~19 年受国内汽车销量低迷影响，公司产能利用率持续下降。但后续来看，我们基于 2 点判断公司产能利用会持续回升：(1) 我们预计汽车销量会逐渐恢复到稳中增长的趋势；(2) 公司新增订单持续增加。我们认为，随着公司产能利用率的持续回升，公司毛利率水平有望逐步恢复。

图 27: 公司产能利用率有望持续增长


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1: 假设 2019-2021 年汽车压铸件销量增速为 5%、15%、15%，价格保持稳定:

(1) 公司产能正持续释放, 订单充裕, 2019 年受国内市场低迷影响, 预计营收增速有所下滑。(2) 2020-2021 年, 国内市场恢复增长, 同时新能源项目的产能释放;

假设 2: 假设 2019-2021 年工业配件销量微幅增长, 价格保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 12: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
汽车压铸件	收入	2381.8	2500.9	2876.0	3307.4
	增速	14.6%	5.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	33.4%	33.7%	34.0%	34.3%
工业压铸件	收入	64.9	65.8	67.1	68.8
	增速	37.2%	1.5%	2.0%	2.5%
	毛利率	35.0%	34.0%	34.5%	34.5%
其他业务	收入	60.9	63.3	66.4	69.8
	增速	22.3%	4.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	64.8%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	2507.5	2630.0	3009.6	3446.0
	增速	15.3%	4.9%	14.4%	14.5%
	毛利率	34.2%	34.6%	34.8%	35.0%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取行业中的四家主流公司，2018 年四家公司平均 PE 为 23 倍，2019 年平均 PE 为 30 倍。汽车轻量化大势所趋，铝合金铸造空间巨大，公司在手订单充裕，未来成长可期。未来三年公司业绩复合增长率为 8.9%，维持“增持”评级。

表 13：可比公司估值（截至 2019/11/5）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002101.SZ	广东鸿图	7.16	0.63	0.56	0.66	0.80	11	13	11	9
603348.SH	文灿股份	16.04	0.62	0.56	0.61	0.68	26	29	26	24
603305.SH	旭升股份	31.65	0.73	0.59	0.75	0.98	43	53	42	32
601689.SH	拓普集团	12.70	1.04	0.49	0.62	0.74	12	26	21	17
平均值							23	30	25	21

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

汽车需求不及预期风险、公司盈利能力不及预期风险、募投项目推进进度或不及预期风险、汇率波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2507.47	2629.97	3009.57	3445.97	净利润	474.66	469.17	537.33	613.26
营业成本	1649.22	1720.50	1962.06	2238.96	折旧与摊销	279.85	143.89	156.11	169.10
营业税金及附加	22.15	23.64	26.89	30.85	财务费用	-45.12	-19.72	-23.74	-26.49
销售费用	100.98	96.26	111.35	127.50	资产减值损失	4.66	5.00	5.00	5.00
管理费用	142.03	263.00	300.96	344.60	经营营运资本变动	72.50	-20.97	-207.97	-232.61
财务费用	-45.12	-19.72	-23.74	-26.49	其他	-318.33	-28.49	-36.58	-31.85
资产减值损失	4.66	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	468.22	548.88	430.16	496.40
投资收益	35.78	30.00	30.00	30.00	资本支出	-406.79	-250.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	0.26	-1.14	-1.44	-1.75	其他	87.78	28.86	28.56	28.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-319.01	-221.14	-221.44	-221.75
营业利润	576.91	570.15	655.60	753.81	短期借款	-12.97	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	26.97	30.94	31.21	30.67	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	603.88	601.09	686.81	784.47	股权融资	34.21	41.10	0.00	0.00
所得税	129.22	131.93	149.48	171.22	支付股利	-194.45	-93.64	-92.55	-106.00
净利润	474.66	469.17	537.33	613.26	其他	-13.56	13.18	23.74	26.49
少数股东损益	6.47	6.39	7.32	8.36	筹资活动现金流净额	-186.78	-39.35	-68.82	-79.51
归属母公司股东净利润	468.19	462.77	530.01	604.90	现金流量净额	-24.06	288.38	139.90	195.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	956.07	1244.46	1384.35	1579.49	成长能力				
应收和预付款项	721.17	749.44	861.52	985.82	销售收入增长率	15.31%	4.89%	14.43%	14.50%
存货	474.09	494.77	565.31	645.01	营业利润增长率	-0.78%	-1.17%	14.99%	14.98%
其他流动资产	692.15	725.70	829.66	949.17	净利润增长率	0.05%	-1.16%	14.53%	14.13%
长期股权投资	0.39	0.39	0.39	0.39	EBITDA 增长率	3.00%	-14.45%	13.49%	13.76%
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	1559.23	1659.16	1751.62	1835.84	毛利率	34.23%	34.58%	34.81%	35.03%
无形资产和开发支出	209.50	232.47	250.69	264.16	三费率	7.89%	12.91%	12.91%	12.93%
其他非流动资产	243.14	226.35	209.56	192.77	净利率	18.93%	17.84%	17.85%	17.80%
资产总计	4855.74	5332.73	5853.09	6452.66	ROE	12.23%	10.93%	11.35%	11.70%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.78%	8.80%	9.18%	9.50%
应付和预收款项	495.36	560.38	629.60	714.61	ROIC	14.27%	13.55%	14.43%	15.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.37%	26.40%	26.18%	26.01%
其他负债	479.80	481.68	488.05	495.34	营运能力				
负债合计	975.16	1042.06	1117.65	1209.96	总资产周转率	0.54	0.52	0.54	0.56
股本	850.38	857.50	857.50	857.50	固定资产周转率	1.97	1.78	1.96	2.14
资本公积	1779.38	1813.36	1813.36	1813.36	应收账款周转率	4.31	4.14	4.30	4.31
留存收益	1203.16	1572.29	2009.74	2508.64	存货周转率	3.95	3.53	3.69	3.69
归属母公司股东权益	3809.81	4213.52	4650.97	5149.87	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.11%	—	—	—
少数股东权益	70.76	77.15	84.47	92.83	资本结构				
股东权益合计	3880.57	4290.67	4735.44	5242.70	资产负债率	20.08%	19.54%	19.10%	18.75%
负债和股东权益合计	4855.74	5332.73	5853.09	6452.66	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.28	5.31	5.34	5.38
					速动比率	4.40	4.49	4.51	4.54
					股利支付率	41.53%	20.23%	17.46%	17.52%
					每股指标				
					每股收益	0.55	0.54	0.62	0.71
					每股净资产	4.44	4.91	5.42	6.01
					每股经营现金	0.55	0.64	0.50	0.58
					每股股利	0.23	0.11	0.11	0.12
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	811.64	694.33	787.97	896.41					
PE	21.15	21.40	18.69	16.37					
PB	2.60	2.35	2.13	1.92					
PS	3.95	3.77	3.29	2.87					
EV/EBITDA	10.82	12.36	10.71	9.20					
股息率	1.96%	0.95%	0.93%	1.07%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn