

铝合金压铸中小件“隐形冠军”，短中长期逻辑支撑成长

电话	分析师：刘伟浩 020-88832824
邮箱	liuweihao@gzgzhs.com.cn
执业编号	A131051704001

2019年12月23日



彰显前瞻 追随趋势

- **公司专注铝合金精密铸件行业，在中小件领域建立了竞争壁垒。**公司主要从事汽车铝合金精密铸件的研发、生产及销售，公司产品包括汽车类产品（营收占比95%），工业类产品（营收占比5%）。汽车类产品包括汽车雨刮系统、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。公司产品以中小件为主，品类多，销量大，折合按吨计算的单价高，产品附加值高，毛利率高。公司在中小件领域建立了竞争壁垒，形成了差异化优势。
- **公司客户优质，境外收入占比较大，外销毛利率更高。**公司主要客户是法雷奥、博世、麦格纳、电产、耐世特等全球知名一级供应商，前五名客户占比在60%左右。公司国内、境外收入分别占1/3和2/3，形成了中国、欧洲、美洲三足鼎立的收入结构。海外客户需求相对稳定，公司抗风险能力更强。外销毛利率高于内销毛利率，因此公司整体毛利率高于同行。
- **短期投资逻辑：拐点反转，盈利能力回升。**受国内汽车市场下行影响，公司Q1收入下滑1.6%，而Q2、Q3收入分别实现4.2%，6.2%的增长。由于国内汽车市场跌幅收窄，而国外市场对铝合金轻量化的需求旺盛，公司2020年有望加速增长。公司固定资产17-18年快速增加，而收入增速低于固定资产增速，导致固定资产周转率下降。公司18年H2和19年H1受制制造费用（含折旧摊销）大幅增加的影响，公司毛利率下滑。随着募投项目大部分投产以及产能利用率提升，19Q3公司毛利率触底回升，预计明年毛利率继续改善，盈利能力提升。
- **中期投资逻辑：抓住新能源机遇，积极扩充产品线。**汽车轻量化已经成为了全球不可逆转的趋势，汽车用铝量稳步提升。公司加大在新能源汽车电控、电驱动系统上的产品开发力度，获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机、李尔等新能源汽车项目。随着新能源工厂投产，有望扩大销售收入，提升单车配套价值。
- **长期投资逻辑：行业集中度提升。**根据我们的测算，目前国内铝合金压铸件市场规模约840亿元，未来2-3年有望突破1000亿元。国内压铸企业市场集中度较低，行业尚未进入整合阶段，A股上市的单一铝合金压铸企业市场份额没有超过5%。国外同行市场集中度较高，龙头企业市场份额较高。规模最大企业市场份额超过10%。参考国际发展历史，国内铝合金压铸市场行业集中度有望提升。
- **估值与盈利预测：**我们预测公司19/20/21年营业收入分别为26.45，29.15，32.17亿元，归母净利润分别为4.11，4.99，5.76亿元，EPS分别为0.48，0.58，0.67元，对应20/21年22、19倍PE。我们上调公司目标价至16元，对应20年27倍PE。维持“强烈推荐”评级，当前股价12.88元，股价具有24.2%上涨空间。
- **风险提示：**下游客户需求低于预期；客户年降压力；产能利用率低于预期；外贸占比大，汇率风险。

一、公司业务特点与竞争优势

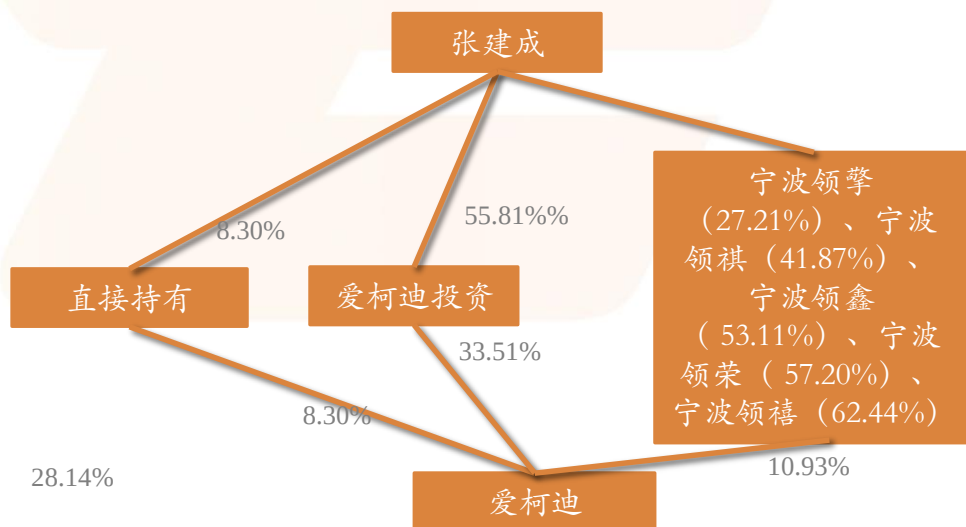


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.1 股权较为集中，股权激励制度健全

- **宁波优秀民营企业，张氏家族控股。**公司控股股东为爱柯迪投资，爱柯迪投资直接持有公司33.51%的股权。该公司实际控制人、董事长及直接股东张建成，合计控制公司52.73%的股权。其中，直接持股比例为8.30%；通过爱柯迪投资间接控制公司33.51%的股份；通过宁波领擎、宁波领祺、宁波领鑫、宁波领荣、宁波领禧间接控制公司10.93%的股份。
- **公司建立了股权激励的长效机制。**从2018年8月22日以来，完成了以均价 6.5175 元/股的价格向共227 位股权激励对象授合计1553.35万股的限制性股票，形成资本所有者和劳动者的利益共同体，调动了公司各级管理人员及员工的积极性，激励了公司各级管理人员和核心骨干人员诚信勤勉地开展工作，提高了员工的凝聚力和公司竞争力，同时促进公司业绩稳步提升。

图表：爱柯迪公司股权架构



图表：股权激励表

时间	激励总数（万股/万份）	形式
2019年9月28日	101.00	股票
2019年9月10日	435.00	期权
2019年6月14日	683.85	股票
2019年1月4日	425.50	期权
2018年9月20日	494.00	股票

一、公司业务特点与竞争优势



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.1 爱柯迪发展至今15年，逐步发展成国际一流的汽车零部件供应商

- **公司位于宁波市，成立至今逾十五载。**爱柯迪股份有限公司，简称IKD，成立于2003年12月，坐落在现代化国际港口城市宁波，是一家专业生产铝合金精密压铸件的股份制企业。拥有压铸行业先进、高效的设计理念，具备自主研发，精益化生产和管理能力。并建有一套符合现代化汽车零部件生产要求的项目、生产管理体系，质量、风险控制体系。
- **公司专注汽车铝合金精密压铸件。**公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车雨刮系统、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适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。

图表：爱柯迪发展历程

公司前身宁波优耐特压铸有限公司系由国合旭东，APM，山森洋子（日本国籍），山森文雄（日本国籍）共同设立的有限责任公司

2007年11月20日，企业名称变更为宁波爱柯迪汽车零部件有限公司

2015年8月，爱柯迪有限整体变更为股份有限公司，注册资本为68,000万元人民币

2016年7月21日，公司向中国证监会递交了首次公开发行股票并上市申请

2003年12月，宁波优耐特压铸有限公司成立

2014年9月，爱柯迪在墨西哥注册成立子公司IKD FAEZA

2015年12月，股份公司在全国中小企业股份转让系统挂牌

2017年11月，公司在A股上市

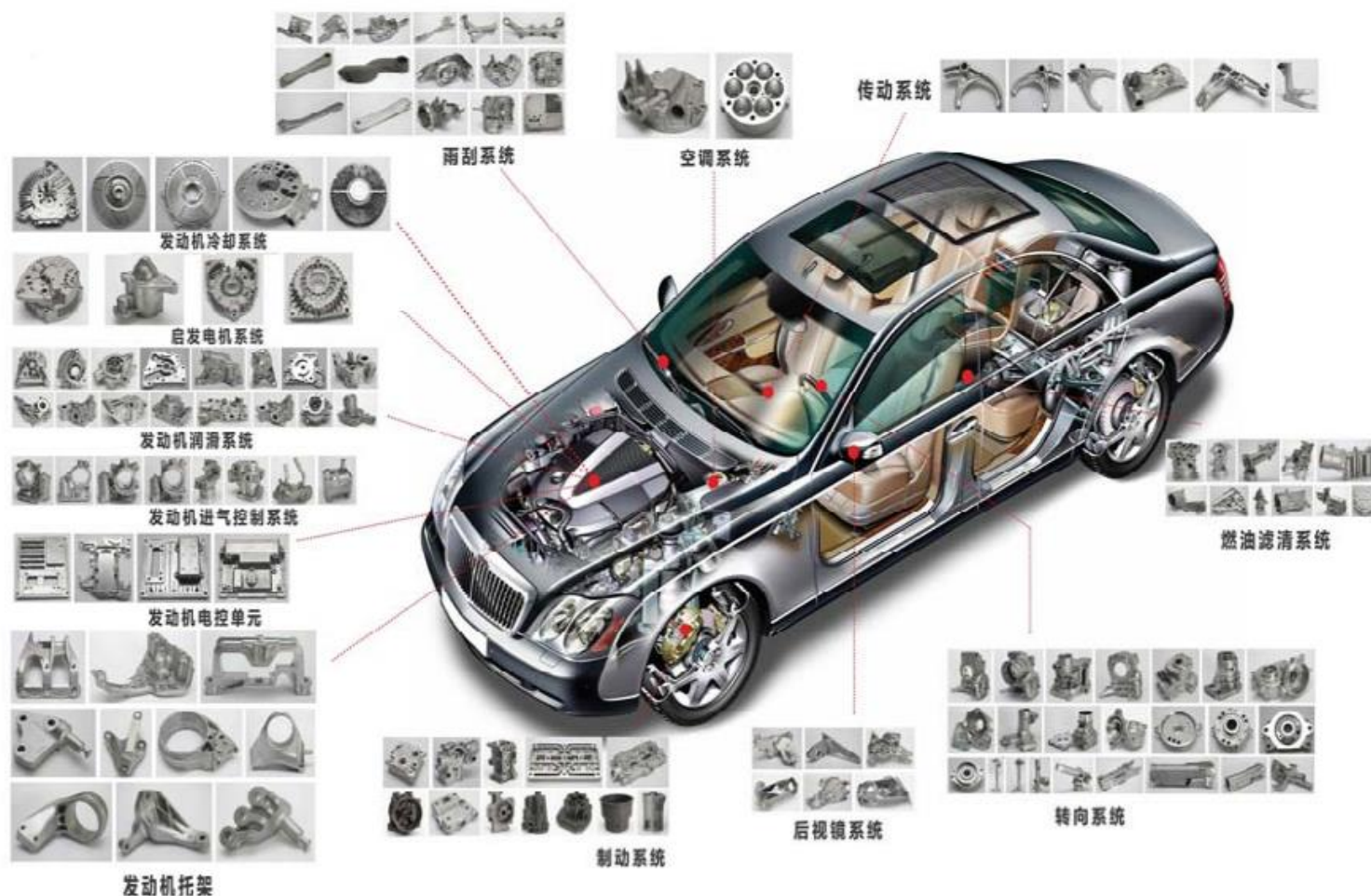
一、公司业务特点与竞争优势

1.2 主营业务及产品介绍



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

图表：爱柯迪汽车应用产品展示



一、公司业务特点与竞争优势

1.2 主营业务及产品介绍

图表：爱柯迪汽车主要产品

功能部件		功能	主要零部件产品
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
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	用于发动机供油系统和制动系统	机油泵体
			真空壳泵体
	发动机冷却系统	控制发动机工作温度	硅油离合器

一、公司业务特点与竞争优势

1.2 主营业务及产品介绍

图表：爱柯迪汽车主要产品

功能部件		功能	主要零部件产品
汽车发动机系统	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、变速、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
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、真空驻车泵、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
			真空驻车泵
汽车其它系列零件	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

一、公司业务特点与竞争优势



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.3 自动化生产持续提高管理经营效率，重视产品质量生产及研发

- **核心竞争力不断增强。**爱柯迪针对汽车用中小型铝合金零部件具有的形状复杂、尺寸精度高、技术标准高、附加价值高的特点，经过超过15年的艰苦努力，尤其是近5年产品制造的生态链建设不断完善，产品销售及其生产规模得到了迅速发展，形成了先进的生产制造技术能力，并掌握了多品种、小批量、多批次生产模式下的生产制造技术，积累了丰富的生产管理经验，凭借拥有优质的客户资源和面向全球销售的市场格局优势，在全球化共享互利的商业环境下，为公司的长期稳定发展及持续性的价值服务赢得机会。

图表：爱柯迪核心竞争力优势

核心竞争力优势	具体内容
研发设计优势	2017 年 6 月、2019 年 3 月，公司子公司优耐特模具连续被中国铸造协会连续评选为“中国压铸模具生产企业综合实力 20 强”。截至目前，公司及子公司共获得专利 118 项，其中发明专利 7 项，取得软件著作权 9 项。
产品制造生态链及其管理技术优势	公司导入了 MES 系统并与现有的 ERP 管理系统对接，通过生产过程数字化整合打造一个可供实时看板管理的“数字工厂”。
先进智能装备及自动化生产的制造优势	公司全面推进“机器换人”的发展战略，提高压铸、精密机加工设备运行的自动化、智能化程度，2015 年 4 月，公司成立子公司辛迪自动化专业从事工业机器人及相关智能化制造设备的系统应用、工程设计技术服务。截至目前，累计投入工业机器人 350 余台套，建立全自动化生产线近 100 条。
生产工艺及技术优势	经过多年的积累和发展，公司已拥有多项核心生产工艺及技术并应用在生产制造的各项工艺流程中，包括节能环保熔炼等熔炼、保温技术，多段压射实时反馈控制、高真空压铸技术、局部挤压压铸技术、模温控制以及气雾喷涂等压铸技术；柔性制造、PCD 刀具应用、多主轴高效加工、工件着座检查、弹性定位、薄壁件加工、有屑滚花、挤压加工、超高精度球状平面度研磨等精密机加工技术。
质量控制优势	公司引进和开发了符合公司实际需求的 MES 系统，并逐步建立公司的质量管理大数据库。MES 系统实时记录从主要原材料入库、生产环节、最终到成品入库出库整个过程中的质量控制节点数据，并对接到公司的 ERP 系统，实时生成管理报表。MES 系统的应用使得公司可以精确快速的完成质量问题的追溯和定位，同时通过大数据挖掘帮助后续产品研发的持续质量改进

一、公司业务特点与竞争优势

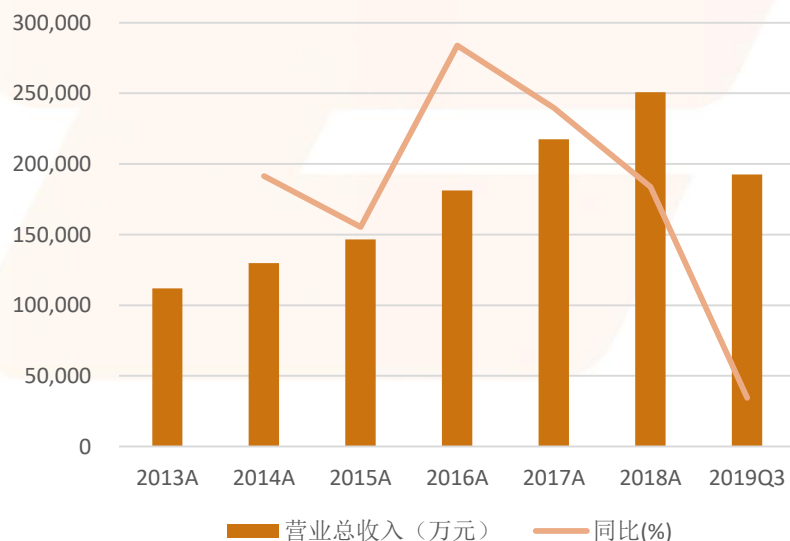


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

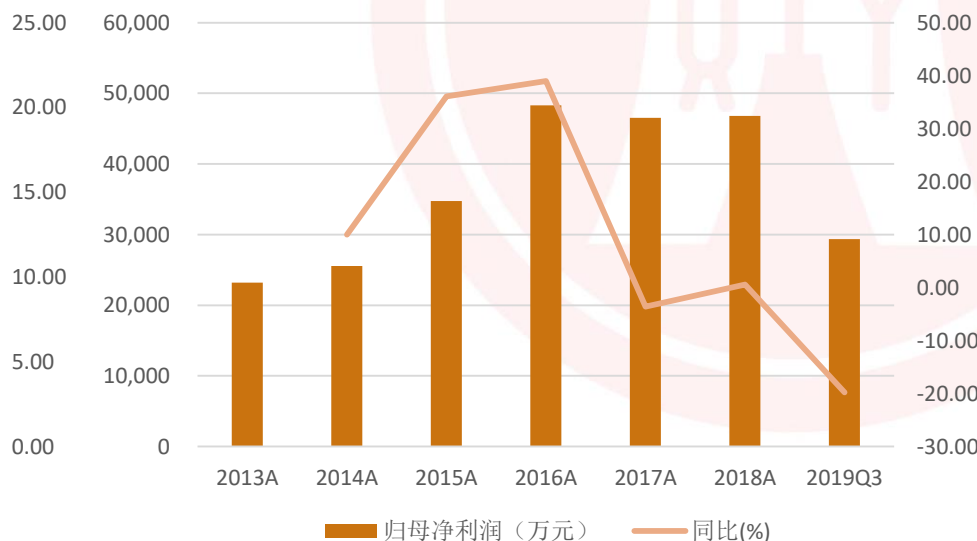
1.4 主营业务收入结构

- **营业收入每年稳健增长。**从2013到2018年，公司的营业收入一直处于稳步提升的状态。营业收入从2013年的11亿元增长至2018年的25亿元。归母净利润从2013年的2.32亿元增长至2018年的4.68亿元。2019年前三季度，公司营业收入为19.26亿元，同比增长2.88%；归母净利润为2.94亿元，同比下降19.81%；
- **季度业绩同比、环比均改善。**单看第三季度，Q3营业收入6.73亿，同比增加6.2%，环比增加8%，季度收入创历史新高。若单看主营业务，同比增加6.12%，环比增加8.37%。单看三季度，净利润9200万，同比下滑30%，实际上扣非净利润下降12.8%。净利润下降有两个主要原因：（1）汇兑损益影响了财务费用4200万；（2）外汇远期合约造成了Q3公允价值变动净亏损4000万，比去年同期多亏了3500万。我们认为扣除汇兑损益以及公允价值变动去看公司的真实利润更加合理。

图表：公司营业收入及同比增速



图表：公司归母净利润及同比增速

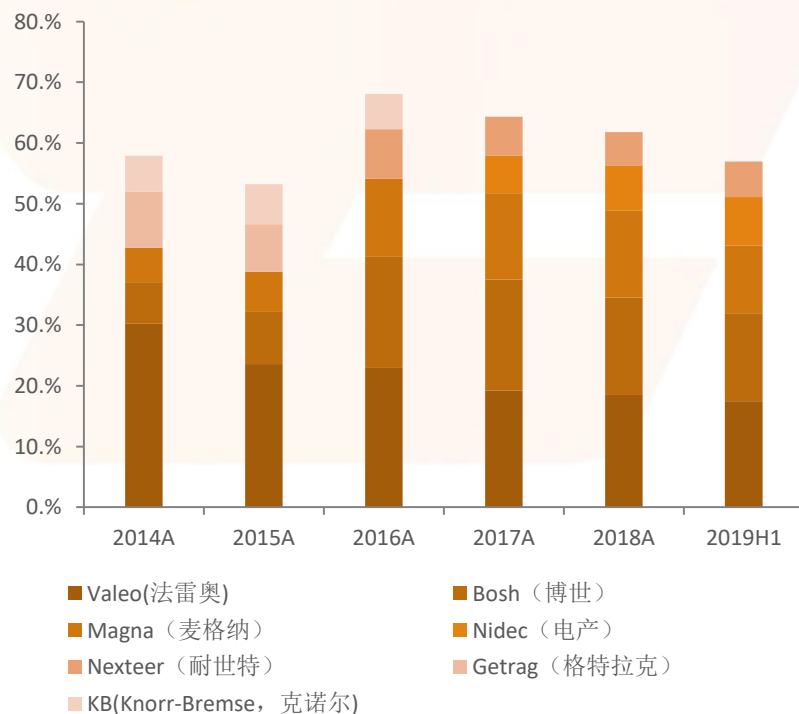


一、公司业务特点与竞争优势

1.4 客户结构以全球知名一级供应商为主

- 公司的业务覆盖全球汽车市场，主要客户为全球知名的一级汽车零部件供应商，包括法雷奥、博世、格特拉克(2016年被麦格纳收购)、克诺尔、麦格纳、电产以及博格华纳、大陆、马勒、耐世特、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚等，并且与它们建立了长期稳定的合作关系。

图表：公司前五名集团客户占比情况



图表：全球知名客户的配套情况

功能部件	主要配套客户
汽车雨刮系统零部件	主要为法雷奥，博世，电产等客户开发雨刮驱动臂，支架，马达壳体，减速箱等
汽车转向系统零部件	为耐世特，博世等客户开发转向柱，和转向壳体，伺服壳体
汽车发动机系统零部件	法雷奥，大陆
汽车传动系统零部件	大陆，格特拉克
汽车制动系统零部件	克诺尔
汽车其他系列零部件	为麦格纳，博世，法雷奥等客户开发后视镜，壳体，转向伺服壳体

一、公司业务特点与竞争优势

1.4 公司境外销售占比高，中美欧市场三足鼎立



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

- **公司境外销售占比最高，境外销售毛利率高于国内毛利率。**2015-2018年，爱柯迪境外销售占比分别为69.95%、62.64%、68.05%、68.65%，境外的销售毛利率基本也在40%以上，且境外毛利率一直高于国内。公司境外销售比例高于同行业可比公司，具备较强的境外配套供应能力，是公司毛利率高于同行业可比公司的原因之一。
- **公司业务覆盖美洲、欧洲，全球化市场布局提升了公司抵抗市场波动风险的能力。**2014年9月，公司在墨西哥注册成立子公司IKD FAEZA，启动建立以北美市场为中心的海外生产基地，利用先进的生产工艺和高效制造能力的优势，减少物流成本，缩短客户服务半径，提升客户黏度。

图表：同行境内外收入销售占比

公司简称	销售类型	2018年度		2017年度		2016年度		2015年度	
		销售占比	毛利率	销售占比	毛利率	销售占比	毛利率	销售占比	毛利率
广东鸿图	境外	22.09%	35.20%	22.30%	35.71%	33.75%	30.27%	41.82%	25.35%
	境内	77.91%	23.00%	77.70%	21.45%	66.25%	20.37%	58.18%	19.44%
宜安科技	境外	50.61%	22.12%	48.74%	24.70%	56.67%	27.10%	56.82%	28.68%
	境内	49.39%	24.39%	51.26%	24.26%	43.33%	29.29%	43.18%	29.87%
文灿股份	境外	36.79%	31.25%	40.63%	32.58	54.72%	33.86%	51.57%	31.98%
	境内	63.21%	25.60%	59.37%	22.76	45.28%	25.43%	48.43%	32.24%
爱柯迪	境外	65.95%	34.72%	62.64%	40.52%	68.05%	44.13%	68.65%	44.18%
	境内	31.63%	30.84%	35.07%	36.40%	31.95%	35.21%	31.35%	38.06%

一、公司业务特点与竞争优势

1.5 主要产品特点

- **公司主要产品均为依据客户特定的技术参数设计并生产的非标产品，特点在于中小件产品居多。**公司专注于汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，销售规模得以持续、稳定扩大，同时坚持技术性强、工艺复杂、附加值高的中小型汽车铝合金精密压铸件为主的产品路线，保持了稳定的盈利能力。
- **公司主要产品以中小件为主，400g以下产品占比远高于400g以上产品。**2014-2016年，公司400g以下产品的销售收入占汽车类收入的比例为65%，其每吨产品的平均售价在69,000元左右，400克以产品占比为35%，其每吨产品的平均售价在42,000元左右。
- 汽车铝合金精密压铸件产品的规格越小，要求的加工精度越高，加工难度、耗用的人工及加工费越高，单位产品的附加值越大。2014-2016年，公司产品按重量折算后的吨产品销售单价高于同行可比公司。

图表：公司产品以中小件为主

2014-2016年	占收入比例	每吨产品的平均销售价格
400g以下产品	65%	69,000元
400g以上产品	35%	42,000元

图表：公司折合按吨计算的平均单价高于同行

公司名称	项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
爱柯迪	销售量（吨）	22,831	24,307	29,460	未披露	未披露
	金额（万元）	122,796	139,102	171,129		
	单位（元/吨）	53,784	57,226	58,089		
广东鸿图	销售量（吨）	58,876	57,023	64,135	83,669	84,945
	金额（万元）	213,234	212,497	256,525	326,706	365,056
	单位（元/吨）	36,218	37,265	39,998	39,047	42,976
文灿股份	销售量（吨）	17,225	21,843	22,529	28,949	29,467
	金额（万元）	82,380	100,499	109,215	142,602	144,744
	单位（元/吨）	47,825	46,011	48,478	49,259	49,120

一、公司业务特点与竞争优势



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.5 主要产品特点

- **公司产品类别丰富。**据我们统计，公司产品覆盖6大系统，36个品类。公司的产品类别在同行中属于较多的水平。由于所有品类均为铝合金压铸工艺制造，在原材料采购，生产工艺等方面一致，因此并没有影响公司的毛利率。
- **量价双轮驱动，销量成为拉动销售收入增长的主要驱动力。**增加公司产品销售量从2015年的10517万件增长至2018年的15053万件，平均单价从2015年的13.23元/件增长至15.82元/件，销售金额从13.9亿元增长至23.8亿元。

图表：公司产品品类较多

公司名称	产品类别	18年营业收入（万元）	单类别收入（万元）
爱柯迪	36类	244,661	6,796
广东鸿图	31类	365,056	11,776
旭升股份	15类	86,836	5,789

图表：公司按件计算的销售量高于同行，而平均单价低于同行

公司名称	项目	2015年	2016年	2017年	2018年
爱柯迪	销售量（万件）	10,517	12,399	13,777	15,053
	金额（万元）	139,102	171,129	207,758	238,177
	平均单价（元/件）	13.23	13.80	15.08	15.82
宜安科技	销售量（万件）	6,962	6,060	4,451	6,524
	金额（万元）	55,309	56,126	70,900	85,045
	平均单价（元/件）	7.94	9.26	15.93	13.04
旭升股份	销售量（万件）	690	944	1,220	1,527
	金额（万元）	18,606	38,796	53,975	86,836
	平均单价（元/件）	26.95	41.08	44.24	56.88

一、公司业务特点与竞争优势



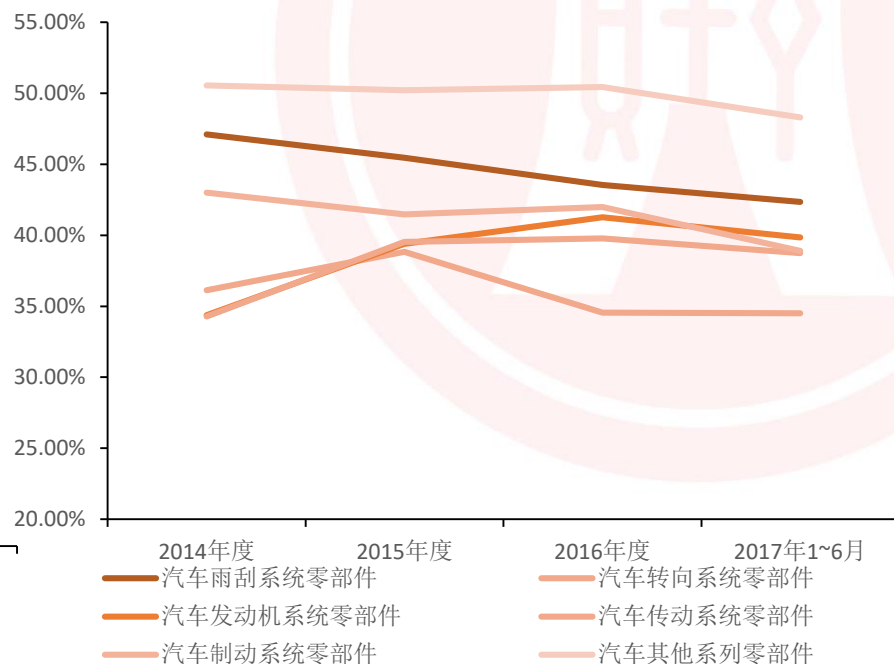
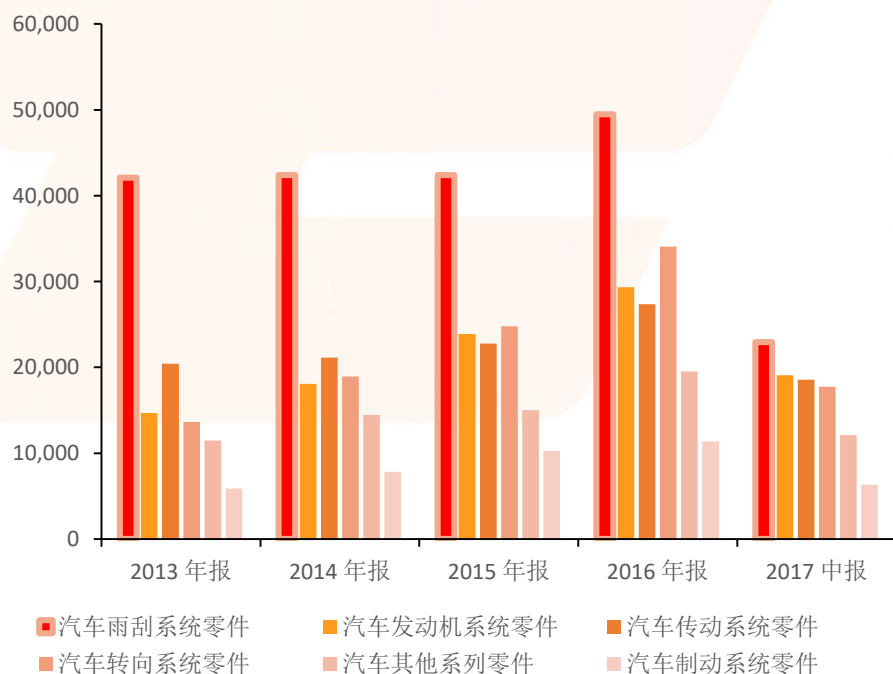
廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.5 产品类别齐全，汽车雨刮系统零部件全球市占率高达30%

- **公司产品包括六大系统，其中汽车雨刮系统零件占比较高。**公司主营业务收入结构中，占比最高的是汽车雨刮系统零件（占比约1/4），其后依次是汽车发动机系统零件、汽车传动系统零件、汽车转向系统零件（占比约15-20%），汽车制动系统零件占比较小（占比在10%以内）。公司雨刷产品，在全球市占率达到30%，是汽车雨刮系统零部件的“隐形冠军”。
- **公司各品类毛利率差异不大，其中以汽车雨刮系统零件毛利率最高。**公司各品类产品中，汽车雨刮系统零件和其他系列零件毛利率最高，其后汽车发动机系统零件、汽车传动系统零件、汽车制动系统零件，三者毛利率接近，汽车转向系统零件毛利率最低。

图表：公司主营业务收入结构（分类别）

图表：公司主营业务毛利率(分类别)



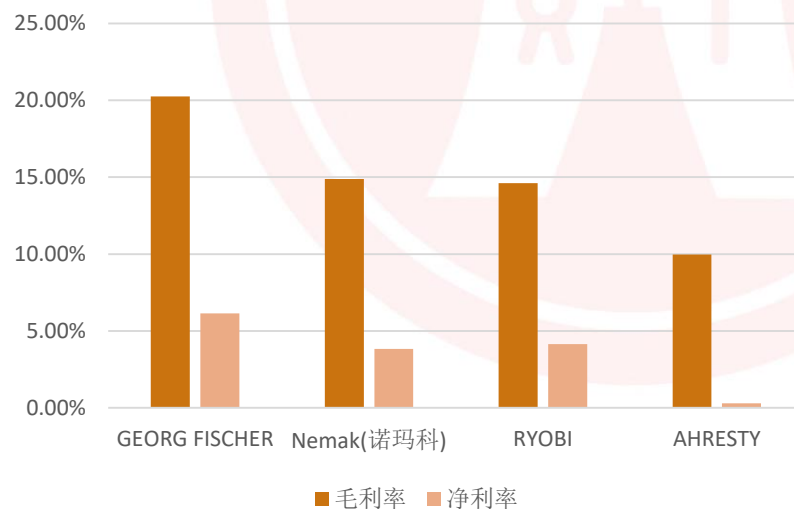
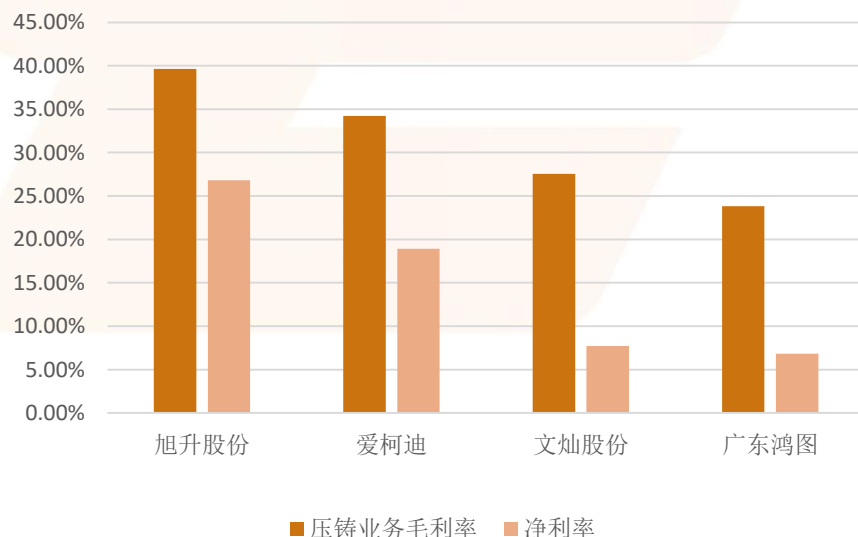
一、公司业务特点与竞争优势



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.6 公司毛利率处于行业第一梯队水平

- **公司毛利率水平处于行业较高水平。**由图表的数据可以看出，国内铝合金压铸企业的毛利率水平，普遍高于国外同行企业。在国内企业中，旭升股份、爱柯迪处于第一梯队。
- **国内铝合金压铸企业具有全球竞争力。**国内铝合金压铸企业毛利率普遍高于国外同行，我们认为有以下几方面的因素：1) 天时：新能源汽车崛起大潮，相应供应商体系重构。中国市场是全球最大的新能源汽车市场，占全球新能源汽车产销量的一半。2) 地利：中国为主要第一大原料产地，采购成本低。中国长三角地区和珠三角地区，是汽车零部件原料和配套最为成熟的区域；3) 人和：工程师红利。得益于工程师红利，铝合金压铸企业的人工成本低于欧洲、北美等国外发达国家，而效率高于拉美、东南亚等发展中国家。
- **公司在国内同行中具有相对竞争优势。**公司的毛利率较高，我们在前文认为有以下几方面因素：1、爱柯迪主要客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商；产品要求高，价格也高。2、公司境外销售占比高达65%，境外销售毛利率高于境内毛利率4-5个百分点，所以公司整体毛利率较高；3、公司专注中小件，量大周转快，运营效率高，产生了更好的规模效益。



一、公司业务特点与竞争优势



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1.6 公司毛利率处于行业第一梯队水平

- 公司毛利率水平处于行业较高水平。由图表的数据可以看出，与A股同行可比公司相比，在毛利率和ROE上，爱柯迪与旭升股份处于第一梯队。
- 同行企业毛利率差异主要有以下几方面因素：1、**客户结构**：爱柯迪客户均为全球知名的一级汽车零部件供应商；旭升股份来自特斯拉收入超过50%；广东鸿图以日系和美系客户为主；2、**销售区域结构**：境外销售占比，境外销售占比越大，毛利率越高，境外销售毛利率普遍高于境内毛利率4-5个百分点；3、**产能利用率**：订单越饱满，运营效率越高，规模效益越好。比如16-17年汽车行业景气，铝合金压铸企业订单充足，毛利率和ROE总体较高；而18年至19年上半年由于需求萎缩，企业产能利用率不足，毛利率和ROE普遍下滑。

图表：毛利率同行对比情况

股票代码	公司名称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1
002101.SZ	广东鸿图	22.03	23.64	24.70	25.31	25.27
300328.SZ	宜安科技	29.41	28.26	24.73	23.32	21.54
603305.SH	旭升股份	41.70	49.43	44.43	39.65	36.56
600933.SH	爱柯迪	42.88	42.28	40.00	34.23	33.17

图表：ROE同行对比情况

公司名称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1
002101.SZ 广东鸿图	9.17	9.21	8.98	7.55	2.56
300328.SZ 宜安科技	8.29	4.38	4.38	5.42	2.29
603305.SH 旭升股份	30.98	48.84	26.68	22.65	5.90
600933.SH 爱柯迪	32.16	31.13	17.32	12.76	5.29

二、短期逻辑：拐点反转，盈利能力回升

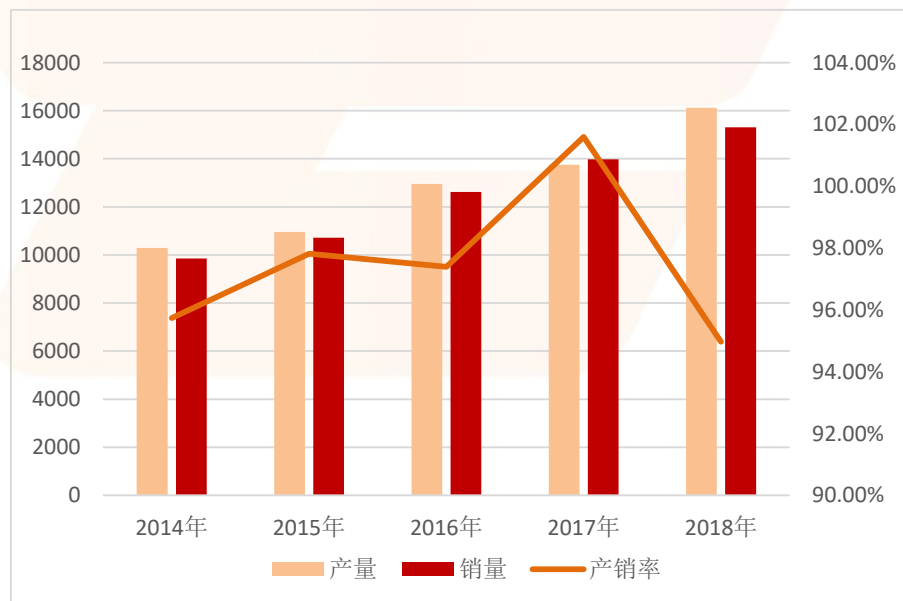


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

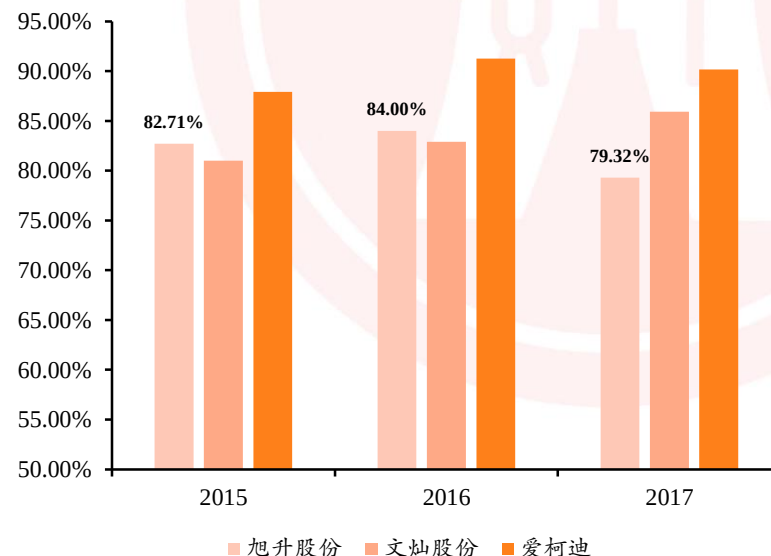
2.1 从周转角度，周转加快，毛利率见底回升

- 国内下行周期临近结束，供需两端同步增长。从2014到2017年，公司的产销量一直处于稳步提升的状态，产销率一直处于较高水平，在获得客户订单以后可分解到各个工厂进行组织生产，同时为满足客户的及时供货需求公司会结合自身的设备产能情况维持一定的数量的安全库存以备及时发货，2018年至2019年上半年，产销率有所下滑。从目前的19年Q3来看，需求端，国内汽车行业降幅收窄，而国外需求保持稳健增长。经营端，公司19年上半年国内销售下滑21.9%，而境外销售上升12.7%，整体增长1.2%。19年Q3，随着国内销售跌幅收窄，而境外仍未维持稳健增长，整体销售增长2.8%。19年Q4预计公司销售收入将加速增长。
- 14-17年产能利用率较高，18年-19H1产能利用率有所降低。从14~16年的产能利用率来看，该公司一直保持在90%以上且低于95%的水平，说明公司的设备利用率高。17-18年公司没有披露产能利用率。从固定资产周转率去看，公司14-16年固定资产周转率保持高位，17-18年固定资产周转率下降，导致毛利率下降。

图表：公司产销量持续增长，18年产销率小幅下滑



图表：公司产能利用率高于同行



二、短期逻辑：拐点反转，盈利能力回升

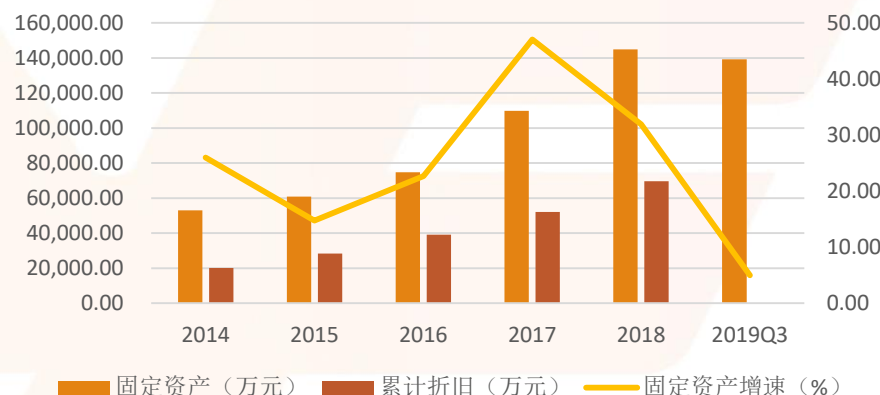


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

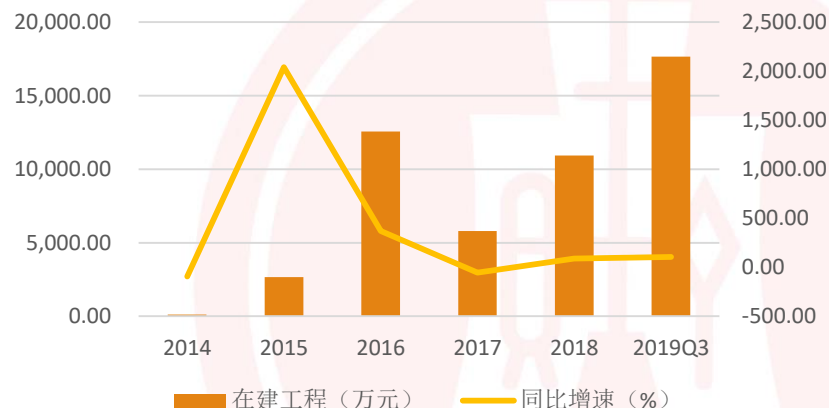
2.1 从周转角度，周转加快，毛利率见底回升

- 公司固定资产持续上升。公司固定资产2017年增速达45%，2017年以后固定资产增速放缓，截至2019年第三季度固定资产增速同比上升4.98%，达13.93亿元。累计折旧呈现逐年上升趋势，2019年中报披露的累计折旧为8.14亿元，超过2018年的6.97亿元。

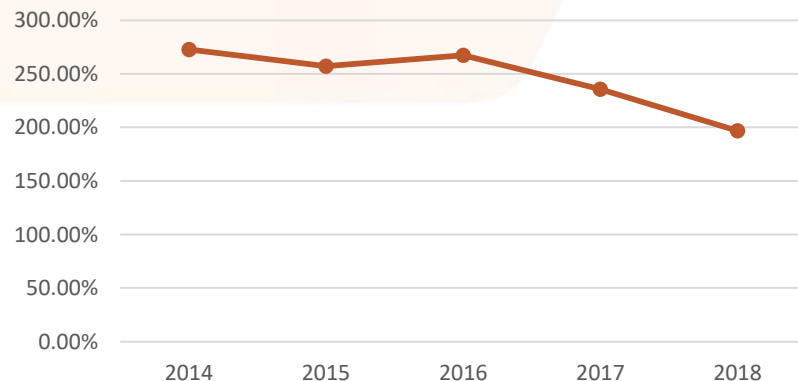
图表：固定资产和累计折旧



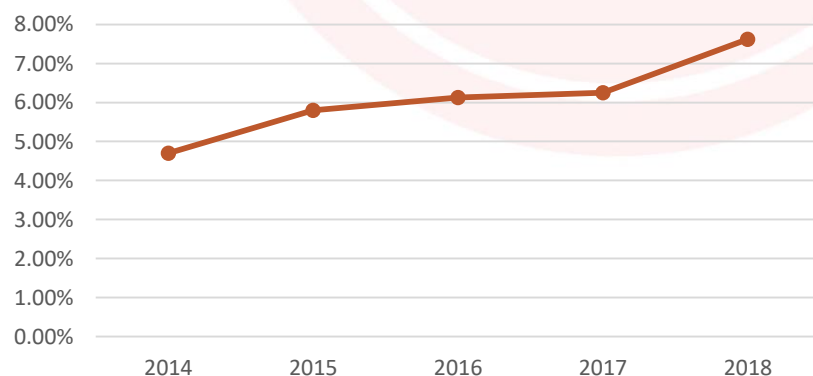
图表：在建工程



图表：固定资产周转率



图表：折旧摊销/营收



二、短期逻辑：拐点反转，盈利能力回升

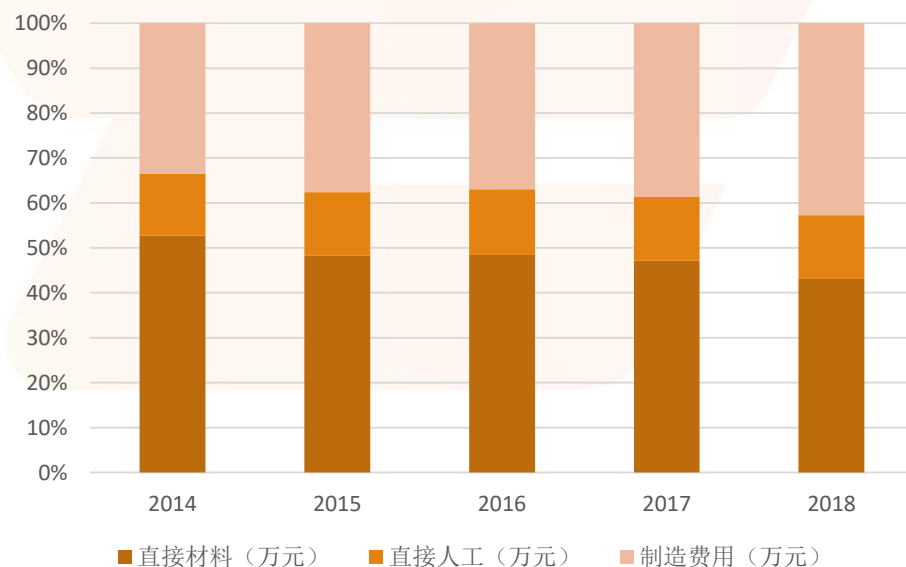


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

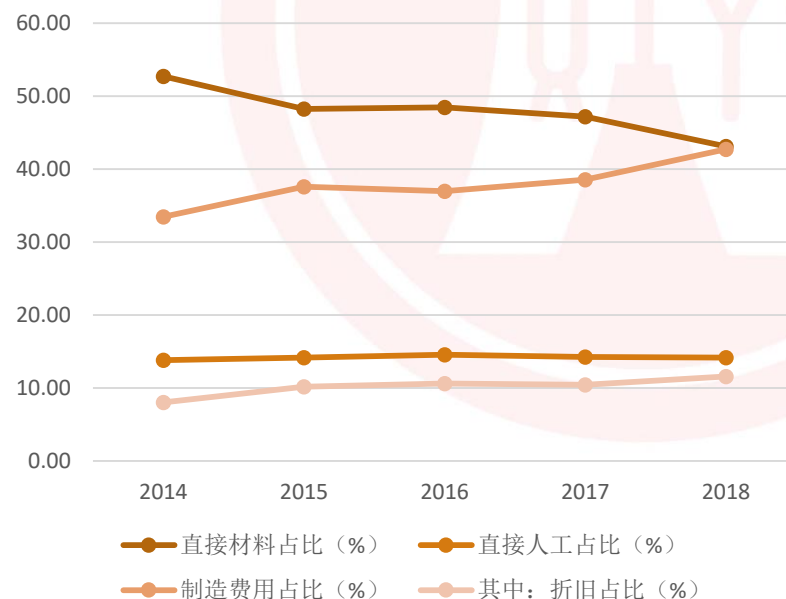
2.2 从成本结构看，制造费用成为影响毛利率关键

- **公司营业成本，主要构成包括直接材料、直接人工、制造费用。**公司的营业成本由2014年的7.59亿元上升至2018年的16.49亿元，2016-2018年，直接材料分别为5.04、6.11、7.02亿元，直接人工分别为1.52、1.85、2.30亿元，制造费用分别为3.84、5.00、6.96亿元，三项成本中，直接材料上升缓慢，直接人工和制造费用上升较快。
- **18年受下游需求影响，公司产能利用率下降，制造费用占比快速上升。**公司成本结构中直接人工的占比较为稳定，直接材料占比由2014年的52.72%下降至2018年的43.11%，制造费用占比由2014年的33.47%上升至2018年的42.74%，制造费用包括折旧，人工，水电能源燃气等。其中折旧占比，由2014年的8.04%上升至2018年的11.58%。19年下半年下游需求缓慢复苏，公司产能利用率有所提升，预计制造费用占比将下降，是毛利率回升的关键。

图表：公司成本分析



图表：公司成本结构



二、短期投资逻辑：拐点反转，盈利能力回升

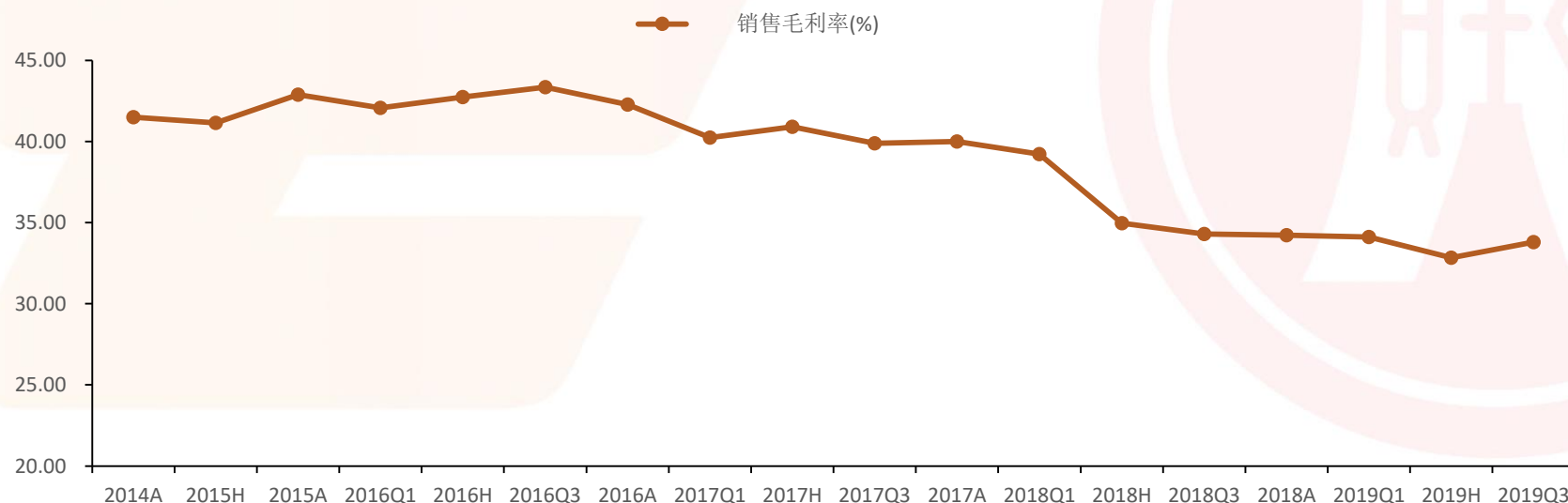


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

2.2 从成本结构看，制造费用占比下降，毛利率见底回升

- 毛利率受制造费用的影响，19H1处于低位，19Q3触底回升。从14~17年的毛利率来看，该公司主营业务的毛利率一直保持着较稳定的态势。但18年和19年H1受于制造费用（包含折旧摊销）大幅增加的影响，公司主营业务毛利率回落。19年Q3，公司毛利率环比改善。随着募投项目陆续建成投产以及产能利用率提升，预计公司在未来毛利率触底回升。

图表：公司毛利率于19Q3触底回升



三、中期逻辑：抓住新能源机遇，积极扩充产品线



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

3.1 汽车轻量化成为汽车巨头的共同选择

- **汽车轻量化是全球的趋势。**目前出于环保、节能减排，降低油耗的考虑下，汽车轻量化已经成为了全球不可逆转的趋势。从全球来看，各国趋严的环保及油耗法规政策的出台也有效的推动了汽车轻量化发展，例如我国也出台了政策推动新能源汽车的发展并实施一系列的补贴措施，同时我国还明确的分阶段轻量化目标也为汽车的轻量化奠定了一定的基础。
- **国外汽车巨头公司都在实行轻量化。**从丰田、宝马和特斯拉这种汽车巨头公司来看，最近也两年陆续开始研发和推出轻量化方案，可见轻量化的趋势将会深层次的影响到全球汽车产业的格局。

图表：汽车轻量化技术路线图

	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%
铝合金	单车用铝量超过190kg	单车用铝量超过250kg	单车用铝量超过350kg

图表：汽车巨头公司的轻量化案例

汽车品牌	车型	轻量化举措
宝马	宝马7系：i3, i8	2015年推出的第六代宝马7系就首次将碳纤维复合材料与钢材、铝材及塑料进行组合，使得其减重40公斤；在i3和i8之后也逐步将碳纤维与铝合金更多的应用到新车型上
特斯拉	Model S/X	作为全球纯电动车的开拓者，其标志性车型Model S的车身就用到了大量的铝合金，并且通过特殊的焊接技术实现了铝合金构件与钢构件的连接

三、中期逻辑：抓住新能源机遇，积极扩充产品线



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

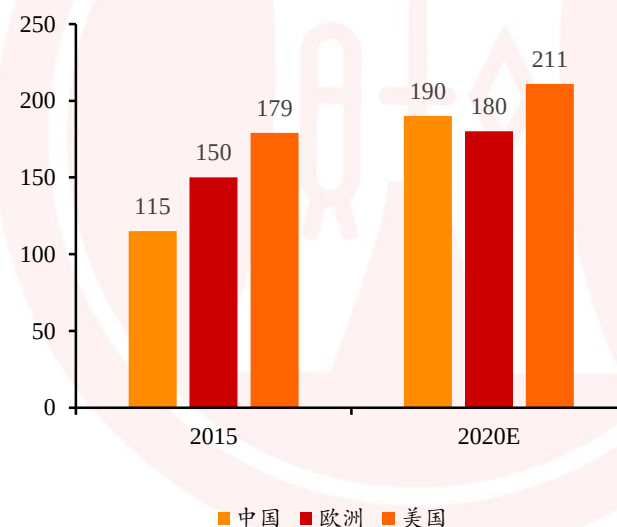
3.1 铝合金压铸是当前市场首选

- 铝合金制零部件技术成熟、性能优越、用途广泛，市场广阔。在汽车领域，铝合金的应用由来已久，从上个世纪80年代开始，就开始用于活塞、缸盖、车轮与变速器壳等位置，而后由于其优越的减重性能，卓越的成形性与易加工性，高强度与能量吸收效果突出，耐腐蚀性显著等突出优势，而后逐渐被广泛应用热交换部件，变速器、悬挂、转向、传动、车身等各个位置。而根据加工工艺的不同，又可以分为压铸件、轧制件、挤压件和锻压件。

图表.采用铝合金进行汽车轻量化的成本相对较低

材料	减重效果	最大减重幅度 (kg)	原材料参考价格 (kg/元)	100kg减重材料成本 (元)	100kg减重节油成本	100kg减重节省锂电池成本
普通钢	—	—	4.2	—	—	—
高强度钢	20%	200	6	900	441	885
铝合金	45%	450	40	796		
镁合金	55%	500	100	1742		
碳纤维	70%	700	120	1654		

图表.中美欧单车用铝量对比



三、中期逻辑：抓住新能源机遇，积极扩充产品线

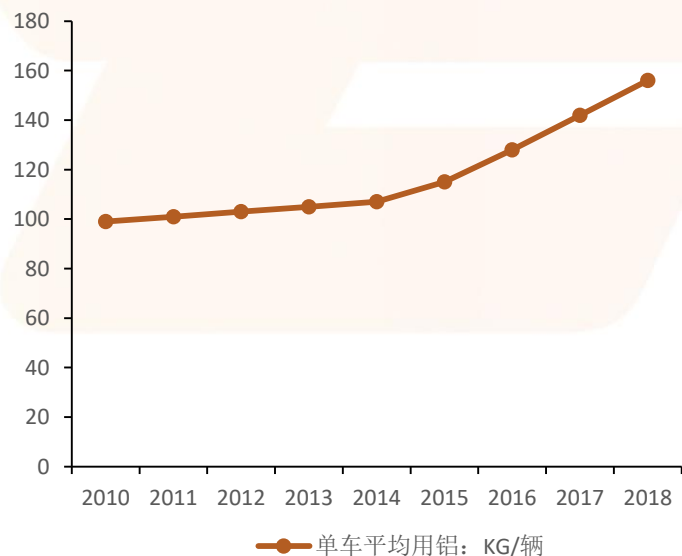


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

3.1 铝合金压铸是当前市场首选

- **铝合金是目前市场首选，市场空间广阔。**从目前的市场现状来看，高强度钢，铝合金，镁合金以及碳纤维是未来汽车减重的主要手段，而从目前的市场以及技术水平来看，镁铝合金以及碳纤维技术还不成熟市场价格昂贵，大范围应用目前还不具备基础条件。而高强度钢技术进展周期较长，因此利用铝合金实现汽车轻量化是我国目前首选，其次则是更高强度的钢材。不光是中国，全球汽车用铝压铸件也在显著的提升。
- 根据我们的测算，2018年中国汽车用铝压铸件市场容量约840亿。未来2-3年市场容量有望突破1000亿元规模，每年保持高单位数增速。

图表：中国乘用车单车用铝量持续提升



图表：中国汽车铝合金压铸件市场容量测算

新车销量（万辆）	2018A	2019E	2020E	2021E
新车销量（万辆）	2803.89	2663.70	2743.61	2825.92
单车铝用量（kg/辆）	150.00	160.00	170.00	180.00
总铝用量（万吨）	420.58	448.62	476.66	504.70
铝合金单价（元/吨）	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00
汽车用铝合金市场容量（亿元）	1682.34	1794.49	1906.65	2018.80
铝制压铸件占比	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
铝制压铸件市场容量（亿元）	841.17	897.25	953.32	1009.40

三、中期逻辑：抓住新能源机遇，积极扩充产品线



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

3.2 公司新能源订单在手，新能源工厂量产在即

- 坚定不移地加大市场开拓。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，加大在新能源汽车电控、电驱动系统上的产品开发力度。截至目前，公司已获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机、李尔等新能源汽车项目。
- 充分利用现有的全球市场格局、现有的客户资源和新开发的客户资源，延伸向客户提供更广的产品线及其服务范围，发挥协同效应。公司投资1,500万元成立控股子公司爱柯迪一捷新能源汽车科技（宁波）有限公司，专业生产新能源汽车电池铝合金 pack 包箱体，使得公司在新能源汽车领域产品供应多元化。

图表：研发项目的具体情况

即将量产的新能源产品	已获得订单的客户
新能源汽车雨刮零部件 新能源汽车转向零部件 新能源汽车电机零部件 新能源汽车电控零部件 电池铝合金pack包箱体	博世 大陆 联合电子 麦格纳 马勒 三菱电机 李尔

三、中期逻辑：抓住新能源机遇，积极扩充产品线



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

3.2 新能源工厂为新订单提供产能保障

- **公司募投产能已经大部分竣工投产。**公司目前在国内拥有7个工厂，全部位于宁波市。其中，一号-五号工厂已经量产。六号工厂即新能源工厂20年6月量产。七号工厂部分量产。
- **新能源工厂明年投产，将为新能源产品量产奠定基础。**公司的六号工厂即新能源工厂，19年年底厂房交付，20年一季度进行设备调试，20年6月前量产。公司前期已经先后获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机等新能源汽车零部件项目。公司给联合电子供货的新能源电机壳体，将会配套大众meb平台所生产的车型。

图表：各工厂主要承担职能

工厂编号	工厂职能
一号工厂	负责汽车传动系统拨叉，发动机托架，小型发动机缸体（非汽车类）零部件，后视系统。雨刮系统之家零部件生产等。
二号工厂	负责汽车发动机系统（燃油滤清系统，油温控制系统，油泵系统，进气控制系统，润滑系统，皮带张紧轮系统等）零部件，制动系统零部件，空调系统零部件，转向系统的转向管柱，转向电子马达零部件，发动机，传动系统的ECU控制系统零部件的生产等
三号工厂	负责汽车雨刮系统驱动臂，马达壳体零部件，发电机，启动马达系统零部件，转向系统的支架，伺服壳体等零部件，汽车制动系统的制动法兰，发动机油泵，真空泵零部件的生产等。
四号工厂	负责汽车轴类（钢件）零部件，非汽车类零部件（铁铸件），空调系统压缩机零部件（气缸，法兰，隔板等）生产等
五号工厂	负责生产汽车转向系统零部件，如转向管柱
六号工厂	负责生产新能源产品，如电机壳体
七号工厂	负责生产汽车雨刮系统的两三个产品
墨西哥工厂	根据客户需求，负责海外客户部分产品的生产，海外市场的技术支持与服务。

三、中期逻辑：抓住新能源机遇，积极扩充产品线



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

3.2 新能源工厂为新订单提供产能保障

- 募投项目整体完成进度达80%。自17年以来，公司募投项目总投资额13.93亿元，累计投入11.22亿元，整体完成比例达到80%。截至2019年半年报，汽车精密压铸件加工件改扩建项目已经完成进度91%。精密金属加工件建设项目已经完成进度76%。新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目已经完成进度34%。新能源工厂预计19年年底竣工，20年6月可实现量产，下半年开始贡献销售收入。

图表：公司募投项目及产生效益情况

项目名称	项目总投资额 (万元)	其中：募集资金累计 投入（万元）	募集资金对应近两年 实现的效益（万元）	项目进度	预计可使用状态时间
汽车精密压铸加工件 改扩建项目	79,975.92	72,463.70	12806.96	91%	2020年12月；厂房工程已交付使用，已购入部分生产设备，尚有部分设备及流动资金未投入
汽车雨刮系统零部件 建设项目	15,000.00	15,667.14	6036.89	104%	2019年；厂房工程已交付使用，已购入部分生产设备
精密金属加工件建设 项目	10,000.00	7,565.05	499.02	76%	2019年；厂房工程已交付使用，已购入部分生产设备
技术研发中心建设项 目	7,247.00	7,324.79	—	101%	2019年；车间已改造完成，已购入部分研发设备
新能源汽车及汽车轻 量化零部件建设项目	27089	9233.86	—	34%	2020年；预计2019年年底竣工，2020年6月投产
合计	139311.92	112254.54	19342.87	-	-

四、长期逻辑：行业集中度提升

4.1 国内压铸企业市场集中度较低，行业尚未进入整合阶段

- 国内压铸企业主要集中在长三角地区、珠三角地区、重庆。根据《铸造工程》杂志社于2019年2月公布的第二届中国铸造行业压铸件生产企业综合实力50强”及“第二届中国铸造行业压铸模具企业综合实力20强”企业名单，压铸50强企业主要集中在上海、浙江、江苏、广东、重庆，共占了43席。压铸模具20强企业主要集中在浙江、广东、重庆，共占了18席。
- 单个企业市场份额较低，各有各的市场。根据我们的测算，2018年中国汽车用铝合金压铸市场规模约840亿人民币。广东鸿图、爱柯迪、文灿股份、派生科技、旭升股份五家企业的市场份额分别为4.21%、2.98%、1.93%、1.75%、1.30%。

图表：国内压铸50强的地区分布

地区	入围压铸50强企业数量	代表企业
上海	5	华域皮尔博格等
浙江	8	爱柯迪、旭升、拓普等
江苏	10	苏州亚德林、春兴精工等
广东	12	广东鸿图、文灿股份等
重庆	8	重庆大江美利信等
其他	7	

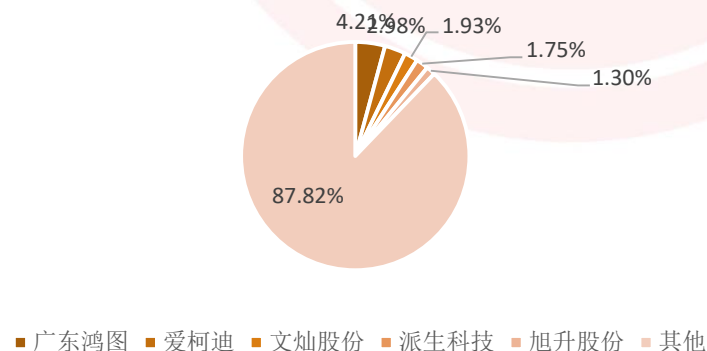
图表：国内压铸模具20强的地区分布

地区	入围压铸模具20强企业数量	代表企业
上海	0	
浙江	12	宁波合力、浙江辉旺、宁波优耐特等
江苏	0	
广东	4	广州型腔模具、文灿模具等
重庆	2	重庆搏润模具等
其他	2	

图表：国内企业铝合金压铸业务营收（18年）



图表：国内汽车铝合金压铸市场份额测算



四、长期逻辑：行业集中度提升

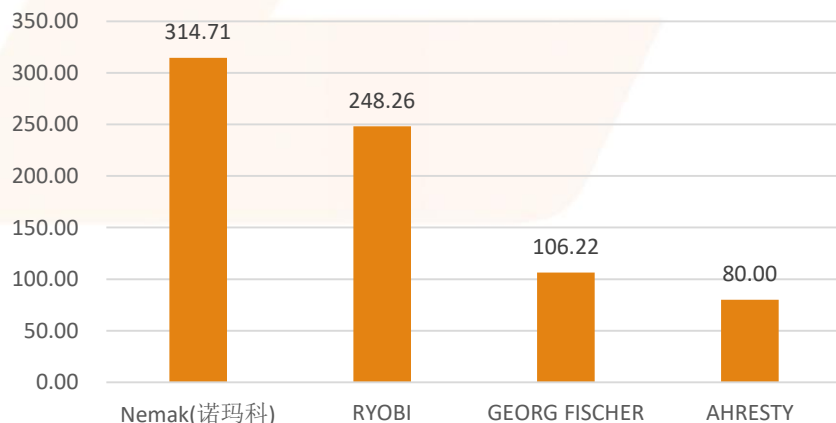


廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

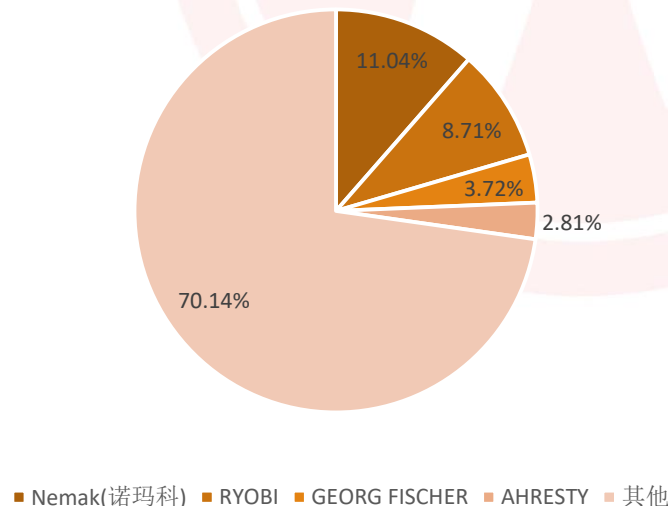
4.1 国外同行市场集中度较高，龙头企业市场份额较高

- 全球领先铝合金压铸企业主要集中在欧美日等汽车发达工业国家。国际上规模领先的企业包括有：墨西哥NEMAK，日本RYOBI，AHRESTY，瑞士GEORG FISHER，DSG，德国PIERBURG等公司。2018财年，NEMAK销售收入折合人民币314亿元，RYOBI销售收入折合人民币248亿元，GEORG FISHER压铸业务销售收入折合人民币106亿元，AHRESTY销售收入折合人民币80亿元。
- 全球铝合金压铸市场集中度较高，龙头企业的市场份额高于中国市场。根据我们的测算，2018年全球汽车用铝合金市场规模约2850亿人民币。NEMAK、RYOBI、GEORG FISHER、AHRESTY四家企业的市场份额分别为11.04%、8.71%、3.72%、2.81%。

图表：国外企业铝合金压铸业务营收（18年）



图表：国外汽车用铝合金压铸市场份额测算



四、长期逻辑：行业集中度提升



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

4.2 长三角地区铝合金压铸代表企业

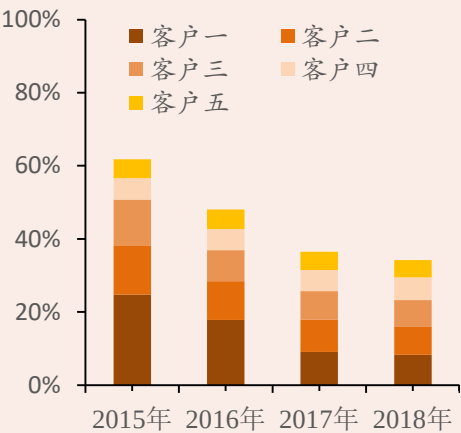
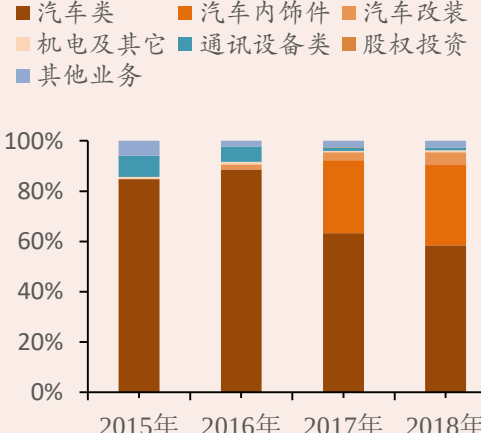
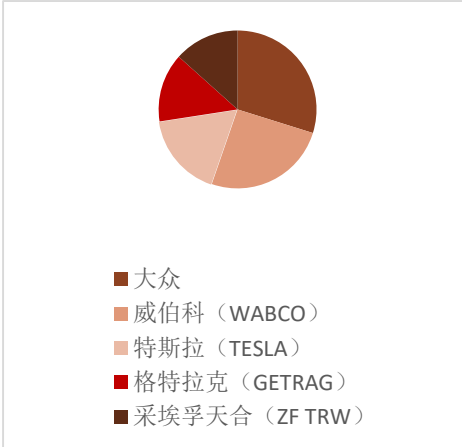
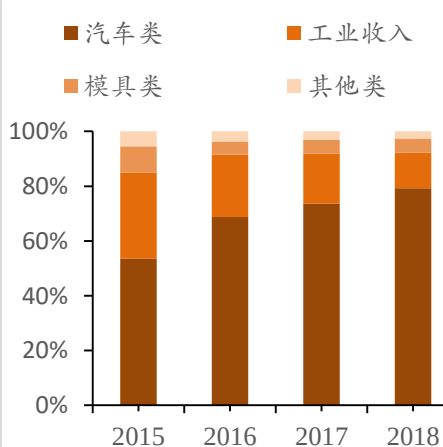
公司名称	主营业务及具体业务内容	业务模式及主要客户情况	前五大客户占比	产品结构
旭升股份	公司主要从事压铸成型的精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产及销售，产品主要应用于新能源汽车及其他机械制造行业。公司主要致力于新能源汽车和汽车轻量化领域，汽车类产品主要包括新能源汽车传动系统变速箱箱体、电池系统的电池组外壳、冷却系统配件、传动汽车的扭力专项系统配件等。	公司与特斯拉、采埃孚、海天塑机等国内外厂商建立了长期合作关系，与宁德时代、长城汽车、伊顿、法雷奥、西门子、北极星、伟创力等客户已经开始正式合作	■ Tesla, Inc. ■ POLARIS INDUSTRIES, INC. ■ AmTech International ■ 海天塑机集团有限公司 ■ Flex Ltd.	■ 汽车类 ■ 工业收入 ■ 模具类 ■ 其他类 ■ 其他业务
爱柯迪	公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车雨刮系统、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适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。	公司客户主要为全球汽车产业链上的一级供应商，均为全球知名的跨国汽车零部件供应商。公司的业务均衡覆盖美洲、欧洲以及亚洲的汽车工业发达地区，主要客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商，包括法雷奥、博世麦格纳、格特拉克、电产、耐世特、大陆、克诺尔、马勒、吉凯恩、哈金森、博格华纳、上汽集团、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚等。	■ KB(Knorr-Bremse, 克诺尔) ■ Getrag (格特拉克) ■ Nexteer (耐世特) ■ Nidec (电产) ■ Magna (麦格纳)	■ 汽车类 ■ 工业类 ■ 其他类

四、长期逻辑：行业集中度提升

4.2 珠三角地区铝合金压铸代表企业



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

公司名称	主营业务及具体业务内容	业务模式及主要客户情况	前五大客户占比	产品结构
广东鸿图	公司专注于精密铝合金压铸件的设计和生产制造，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、齿轮室以及新能源汽车动力系统和车身结构件的电池箱壳体、减震塔、副车架等，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。	公司压铸业务业务的客户多为大型知名整车厂、承接广汽、比亚迪等客户电机壳体、缸体、结构件等新项目	 2015年 2016年 2017年 2018年	 2015年 2016年 2017年 2018年
文灿股份	公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售，产品主要应用于中高档汽车的发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件	公司客户包括采埃孚天合、威伯科、法雷奥、瀚德、格特拉克、博世、马勒、加特可等全球知名一级汽车零部件供应商，以及通用汽车、奔驰、长城汽车、大众、特斯拉、吉利、蔚来、比亚迪等整车厂商	 2015 2016 2017 2018	 2015 2016 2017 2018

五、公司盈利预测与估值



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

- **估值与盈利预测：**我们预测公司19/20/21年营业收入分别为26.45， 29.15， 32.17亿元， 归母净利润分别为4.11， 4.99， 5.76亿元， EPS分别为0.48， 0.58， 0.67元， 对应20/21年22、19倍PE。我们上调公司目标价至16元， 对应20年27倍PE。维持“强烈推荐”评级， 当前股价12.88元， 股价具有24.2%上涨空间。

图表：公司主要财务指标

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2507.47	2645.35	2915.90	3217.44
同比(%)	15.31%	5.50%	10.23%	10.34%
归母净利(百万元)	468.19	411.69	499.63	576.27
同比(%)	0.57%	-12.07%	21.36%	15.34%
毛利率(%)	34.23%	34.83%	35.94%	36.08%
ROE(%)	12.29%	9.98%	11.08%	11.64%
每股收益(元)	0.55	0.48	0.58	0.67
P/E	23.59	26.83	22.11	19.17

五、公司盈利预测与估值



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

附：利润表

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2507	2645	2916	3217
营业成本	1649	1724	1868	2057
营业税金及附加	22	23	26	28
销售费用	101	98	108	119
管理费用	244	291	292	290
财务费用	-45	-30	-37	-41
其他经营损益	-5	-5	-5	-5
投资收益	36	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	567	535	655	760
其他非经营损益	37	30	30	30
利润总额	604	564	685	790
所得税	129	121	147	169
净利润	475	444	538	621
少数股东损益	6	32	39	45
归属母公司股东净利润	468	412	500	576
EBITDA	839	956	1184	1298
NOPLAT	410	396	486	565

六、风险提示



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

- **风险提示：**

下游客户需求低于预期；

客户年降压力；

产能利用率低于预期；

外贸占比大，汇率风险。





分析师简介:

刘伟浩: 广证恒生汽车行业分析师, 中山大学工商管理硕士, 浙江大学工业设计、计算机双学士。具有 A 股和港股跨市场的研究经验。2016 年加入广证恒生。

股票评级标准:

强烈推荐: 6个月内相对强于市场表现15%以上;

谨慎推荐: 6个月内相对强于市场表现5%—15%;

中性: 6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动;

回避: 6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心04楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。