

雨过即将天晴，公司迎“戴维斯双击”

——爱柯迪（600933）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021年03月30日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhzq.com

陈兰芳

SAC No: S1150520090001

022-23839069

chenlf@bhzq.com

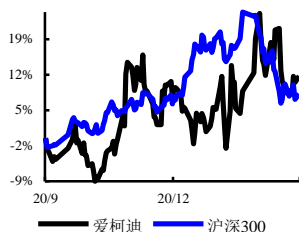
评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 17.25

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《Q3 经营复苏，在建转固有望促进在手订单持续释放——爱柯迪（600933）2020 三季度报点评》2020/10/28

投资要点：

● 国内优质铝合金精密压铸件公司

公司主营铝合金精密压铸件，分为汽车类和工业类，其中，汽车类产品为主要业务，2016-20 年汽车类产品占主营业务收入平均比例为 97.03%。公司业务均衡覆盖美欧亚地区，主要客户为大型跨国汽车零部件供应商，2020 年前五大客户销售额占比 50.56%，其中，近些年前两大客户一直为法雷奥与博世。

● 车用铝合金市场空间广阔，公司成长空间可观

目前中国乘用车平均用铝量为 130Kg/辆，相比欧美差距较大；《节能与新能源汽车技术路线图》预计到 2025/2030 年，我国单车用铝量将分别超过 250/350kg，未来国内汽车用铝合金市场空间很大。经测算，我们预计到 2025 年，全球与国内车用铝合金市场规模分别为 9300 亿元和 3200 亿元，2020-25 年复合增速达 8.31%/9.66%，车用铝合金市场空间广阔！公司在国内汽车铝合金压铸件领域拥有相对比较优势，未来有望充分受益于全球及国内的汽车轻量化趋势，成长潜力大。

● 国内+海外汽车市场复苏预期强，公司经营改善可期

国内疫情防控措施得当，全球疫苗接种持续推进，预计国内及全球生产生活将逐步恢复，汽车消费需求有望持续复苏。经过多年深耕，公司形成了国内国外双循环的基本布局，最新 2020 年国外收入占比 66.49%，因此，公司有望充分受益于海外及国内汽车市场的复苏。截止 2020 年末公司模具开发款达 4.53 亿元的历史新高，表明公司在手订单较为充足，未来持续增长无虞。

● 积极布局新能源汽车市场，放量增长在即

公司新能源汽车项目不断增加，订单持续增长，将与相应的新能源汽车及轻量化零部件产能投放形成有效共振，推动新能源汽车配套收入从今年开始放量增长，构筑公司新的增长点。

● 公司在建工程大幅转固，折旧摊销压力有望缓解

截止 2020 年末，公司在建工程降至 5495.74 万元，处于上市以来的低位。鉴于柳州基地刚投建，预计今年公司转固金额少，对应折旧与摊销的新增压力明显减小。考虑到行业需求回暖叠加新能源汽车配套放量在即，折旧与摊销占营收比重有望降低，助力公司业绩加速复苏。

● 盈利预测，维持“增持”评级

综上分析，我们预计公司 2021-2023 年实现营收 28.83/35.87/42.93 亿元，同比增长 11.27%/24.45%/19.68%；实现归母净利润 4.81/6.19/7.56 亿元，同比增长 12.99%/28.65%/22.18%，对应 EPS 分别为 0.56/0.72/0.88 元/股，2021-2023 年 PE 分别为 31/24/20 倍，维持“增持”评级。

风险提示：经贸摩擦风险；订单与收入增长低于预期；新能源汽车项目进展低

于预期；费用成本增长超预期；原材料涨价超预期；提质增效进展低于预期；汇率风险。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2,627	2,591	2,883	3,587	4,293
(+/-)%	5%	-1%	11%	24%	20%
经营利润 (EBIT)	512	452	565	718	869
(+/-)%	-7%	-12%	25%	27%	21%
归母净利润	439	426	481	619	756
(+/-)%	-6%	-3%	13%	29%	22%
每股收益 (元)	0.51	0.50	0.56	0.72	0.88

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1962	1941	2147	2104	2192	营业收入	2627	2591	2883	3587	4293
应收票据	0	0	4	2	3	营业成本	1740	1804	1954	2398	2849
应收账款	641	768	757	960	1183	营业税金及附加	27	23	26	32	39
应收款项融资	49	83	83	83	83	销售费用	112	36	39	50	60
预付款项	1	3	3	3	4	管理费用	164	205	219	273	324
其他应收款	24	30	29	37	45	研发费用	117	129	144	179	213
应收利息	0	0	0	0	0	财务费用	-34	-27	-18	-19	-19
存货	442	465	482	606	719	资产减值损失	1	-2	-2	-2	-2
其他流动资产	86	48	48	48	48	信用减值损失	-1	-6	-6	-6	-6
长期股权投资	5	17	17	17	17	其他收益	14	18	19	19	20
其他非流动金融资产						公允价值变动净收益					
资产	0	0	0	0	0		-4	23	30	30	31
投资性房地产	0	0	0	0	0	投资收益	25	21	22	24	25
固定资产	1398	1616	1642	1749	1891	资产处置收益	0	0	0	0	0
在建工程	193	55	127	214	257	营业利润	535	475	582	739	894
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	24	16	16	16	16
无形资产	212	332	266	199	133	税前利润	559	490	598	755	910
长期待摊费用	174	181	163	145	127	减：所得税	107	53	102	118	132
资产总计	5297	5658	5941	6469	7134	净利润	452	438	495	637	778
短期借款	37	4	0	0	0	归属于母公司的净利润	439	426	481	619	756
应付票据	164	190	191	238	287	少数股东损益	13	12	14	18	22
应付账款	242	271	289	355	414	基本每股收益	0.51	0.50	0.56	0.72	0.88
预收款项	1	0	0	0	-1	稀释每股收益	0.51	0.50	0.56	0.72	0.88
应付职工薪酬	65	75	75	75	75	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应交税费	43	44	44	44	44	成长性					
其他应付款	63	47	47	47	47	营收增长率	4.8%	-1.4%	11.3%	24.5%	19.7%
其他流动负债	0	0	-2	-8	-14	EBIT 增长率	-7.4%	-11.6%	25.1%	27.1%	21.0%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	-6.1%	-3.1%	13.0%	28.7%	22.2%
负债合计	1180	1209	1213	1319	1421	盈利性					
股东权益合计	4117	4448	4728	5150	5713	销售毛利率	33.7%	30.3%	32.2%	33.2%	33.6%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率	16.7%	16.4%	16.7%	17.3%	17.6%
净利润	452	438	495	637	778	ROE	10.7%	9.6%	10.2%	12.0%	13.2%
折旧与摊销	346	332	185	192	199	ROIC	9.83%	8.96%	9.82%	11.66%	12.90%
经营活动现金流	949	741	594	430	559	估值倍数					
投资活动现金流	239	-445	-178	-276	-275	PE	33.7	34.8	30.83	23.97	19.6
融资活动现金流	-189	-277	-210	-196	-196	P/S	5.6	5.7	5.1	4.1	3.5
现金净变动	1008	-25	206	-43	88	P/B	3.59	3.34	3.14	2.88	2.60
期初现金余额	930	1939	1913	2119	2076	股息收益率	0.0%	0.0%	1.4%	1.4%	1.4%
期末现金余额	1939	1913	2119	2076	2164	EV/EBITDA	15.0	16.5	17.0	14.1	11.9

目 录

1.国内优质铝合金精密压铸件公司.....	7
2.顺应轻量化趋势，新能源汽车配套正式起航.....	9
2.1 车用铝合金市场空间广阔，公司成长空间可观.....	9
2.2 国内+海外汽车市场复苏预期强，公司经营改善可期.....	12
2.3 积极布局新能源汽车市场，放量增长在即.....	16
2.4 公司在建工程大幅转固，折旧摊销压力有望缓解.....	20
3.盈利预测与估值讨论.....	21

图 目 录

图 1: 公司汽车类产品	7
图 2: 汽车类产品收入 (单位: 万元)	7
图 3: 公司前五大客户销售额及占比 (单位: 亿元)	8
图 4: Valeo(法雷奥)销售金额及比例 (单位: 万元)	8
图 5: Bosch(博世)销售金额及比例 (单位: 万元)	8
图 6: 公司最新股权结构 (2020 年报)	9
图 7: 北美地区平均每辆车用铝量变化 (单位: 磅)	10
图 8: 欧洲平均每辆车用铝量变化 (单位: kg)	10
图 9: 全球及国内车用铝合金市场规模预测 (单位: 亿元)	11
图 10: 可比公司及行业营收/固定资产比情况 (2019, 亿元)	11
图 11: 爱柯迪净利润规模领先同行 (2019)	11
图 12: 爱柯迪净利率在同行中处于领先地位 (2019)	12
图 13: 我国汽车销量增速	12
图 14: 我国乘用车销量增速	12
图 15: 公司国内营收及占比情况 (单位: 万元)	14
图 16: 海外汽车产量走势 (单位: 万辆)	15
图 17: 海外汽车销量走势 (单位: 万辆)	15
图 18: 公司国外收入及占比情况 (单位: 万元)	15
图 19: 公司国外业务毛利占比高	15
图 20: 公司国内外布局较为完善	16
图 21: 公司模具开发款稳步走高	16
图 22: 我国新能源汽车销量走势	16
图 23: 全球新能源汽车销量走势 (单位: 万辆)	16
图 24: 中国及全球新能源汽车渗透率持续上行	17
图 25: 公司研发费用走势	19
图 26: 公司生产的电池包部件产品	19
图 27: 公司生产的电驱部件产品	19
图 28: 公司新能源汽车配套部件项目	19
图 29: 公司新能源汽车配套项目越来越多	19
图 30: 公司在建工程大幅走低	20
图 31: 在建工程细分项目 (单位: 万元)	20
图 32: 公司折旧与摊销情况	20
图 33: 公司折旧与摊销占营收比重持续上行	20

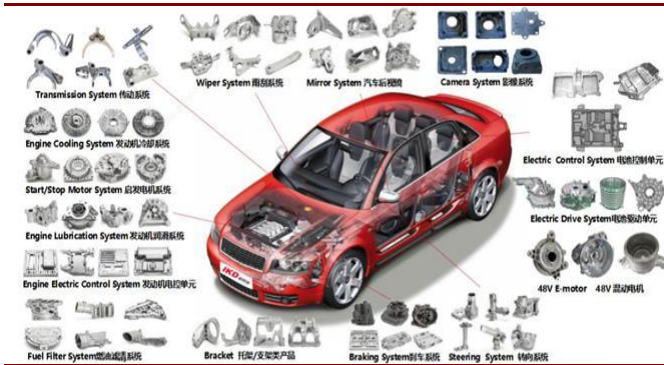
表 目 录

表 1: 近几年公司陆续成立国内子公司开展业务	13
表 2: 公司 IPO 以来的主要项目	13
表 3: 各国电动化政策	17
表 4: 各大车企电动化规划	18
表 5: 公司分项业务盈利预测	21
表 6: 可比公司估值比较	22

1.国内优质铝合金精密压铸件公司

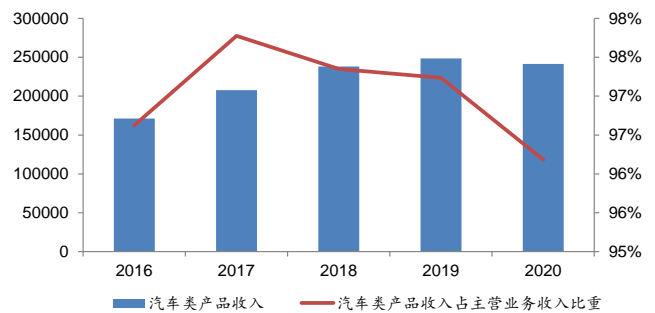
公司主要从事铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，公司产品按应用领域可分为汽车类和工业类，其中汽车类产品包括汽车雨刮系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车传动系统、汽车制动系统及其他系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件；工业类产品主要为铝合金和铸铁等金属精密加工零部件，主要包括压缩机、割草机、液压机械等工业机械设备的配件产品。公司主要产品为汽车类产品，从2016年到2020年，汽车类产品收入持续稳定增长，占主营业务收入的平均比例为97.03%。

图1：公司汽车类产品



资料来源：公司公告，渤海证券

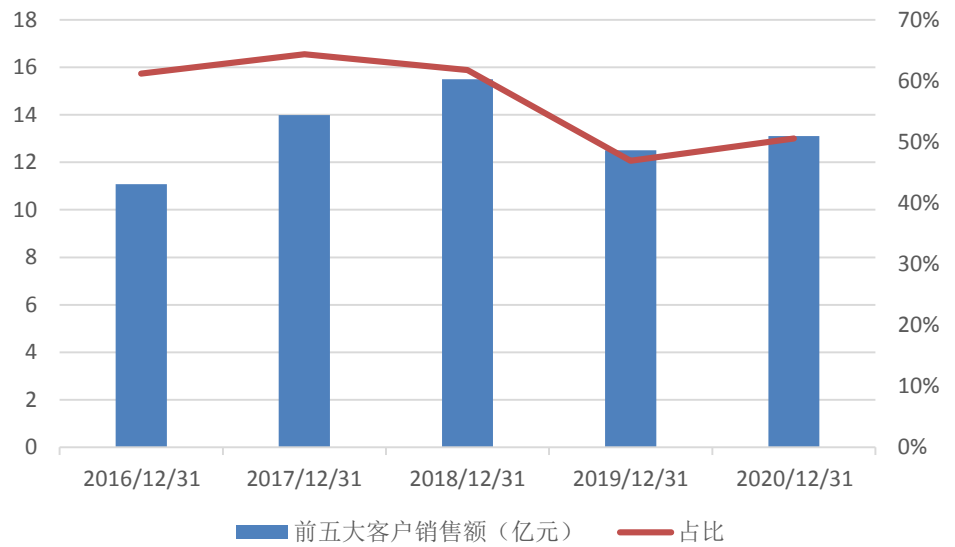
图2：汽车类产品收入（单位：万元）



数据来源：公司公告，渤海证券

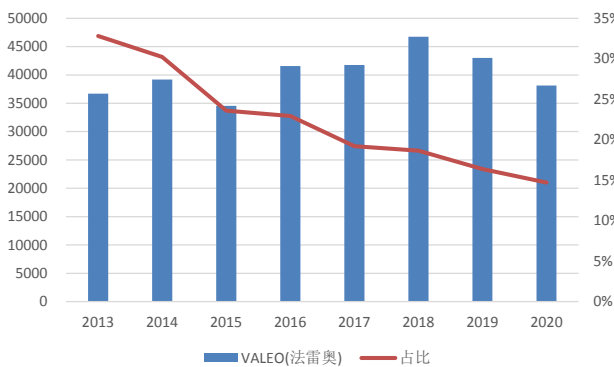
公司业务均衡覆盖美洲、欧洲以及亚洲的汽车工业发达地区，主要客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商，包括法雷奥（Valeo）、博世（Bosch）、麦格纳（Magna）、电产（Nidec）、耐世特（Nexteer）、大陆（Continental）、克诺尔（Knorr-Bremse）、马勒（Mahle）、吉凯恩（GKN）、哈钦森（HUTCHINSON）、博格华纳（Borgwarner）、上汽集团、舍弗勒（Schaeffler）、蒂森克虏伯（ThyssenKrupp）、采埃孚（ZF）、翰昂（Hanon Systems）、博泽（Brose）、埃贝赫（Eberspaeche）、Proterra、北极星（Polaris）、罗森伯格（Rosenberger）、福伊特（Voith）、伟创力、Stellantis、Romeo Power等。公司前五大客户基本都是国内外汽车零部件巨头，占公司营收比重较高，最新2020年为50.56%，其中，从披露数据看，法雷奥自2013年以来一直是公司的第一大客户，但营收占比在持续下降；2017-20年博世是公司的第二大客户，2013-20年公司配套博世的销售额由0.85亿元增至3.58亿元，年复合增速达22.69%，配套快速增长。整体来看，公司配套客户优质，同时配套集中度整体走低（2020年有所回升），有助于在一定程度上分散公司经营风险。

图 3: 公司前五大客户销售额及占比 (单位: 亿元)



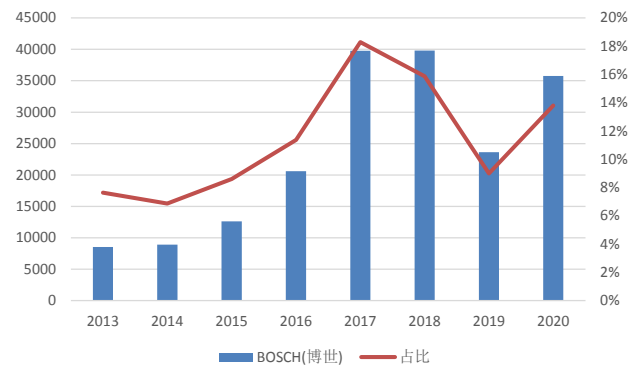
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 4: Valeo(法雷奥)销售金额及比例 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 渤海证券

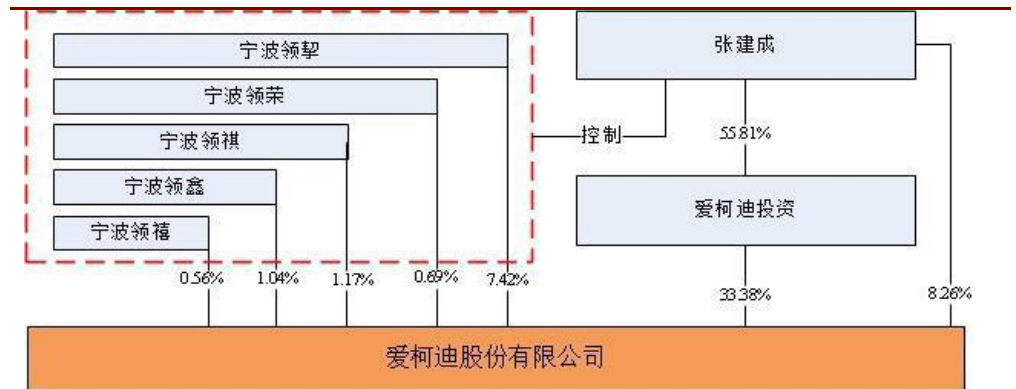
图 5: Bosch(博世)销售金额及比例 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 渤海证券

股权结构上, 公司大股东为宁波爱柯迪投资管理有限公司, 实际控制人为董事长兼总经理张建成先生, 张建成先生通过实际控制的宁波爱柯迪投资、宁波领擎、宁波领荣、宁波领祺、宁波领鑫、宁波领禧而间接持有公司 44.26% 的股份, 同时直接持有公司 8.26% 的股份, 合计控制公司 52.52% 的股份, 整体股权比较集中。

图 6: 公司最新股权结构 (2020 年报)



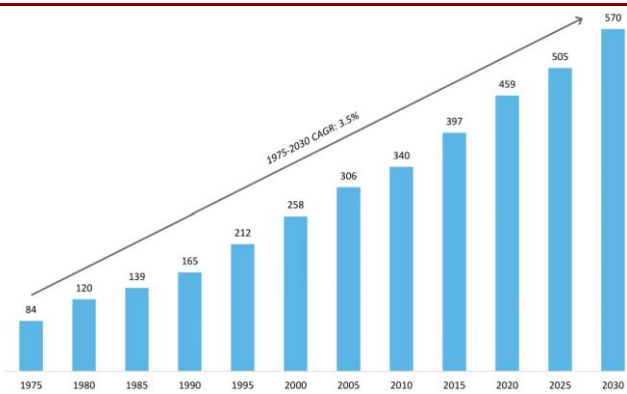
资料来源: 公司公告, 渤海证券

2. 顺应轻量化趋势, 新能源汽车配套正式起航

2.1 车用铝合金市场空间广阔, 公司成长空间可观

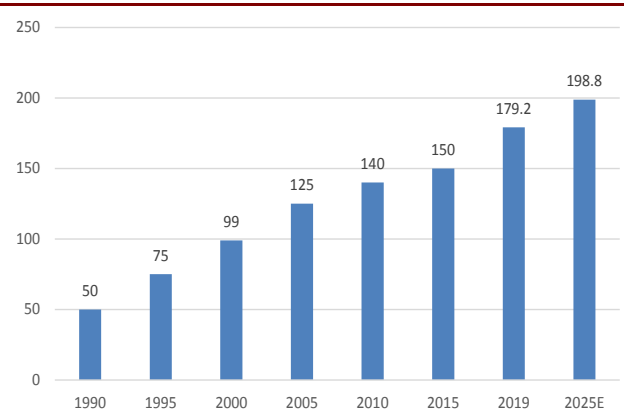
在汽车节能减排的大趋势下, 汽车轻量化是重要路线之一, 据美国铝业协会相关数据显示, 汽油乘用车减重 10%可以减少 3.3%的油耗, 柴油车减重 10%则可以减少 3.9%的油耗。在兼顾安全性的前提下, 汽车铝合金精密压铸件以质量轻、性价比高的优势已经在汽车零部件行业占领了主导地位。根据达科全球 (DuckerWorldwide) 和欧洲铝业协会的统计, 在北美地区, 平均每辆汽车的用铝量从 1975 年的 84 磅 (约合 38kg) 持续 45 年不间断的增长至 2020 年的 459 磅 (约合 208kg), 并预计到 2030 年, 北美平均每辆轻型车的用铝量将会达到 570 磅 (约合 258kg)。其中, 从 2015 年到 2020 年, 每辆汽车的用铝量增加了 62 磅。根据达科全球 (DuckerWorldwide) 与公司招股书的数据, 自 1990 年到 2019 年, 欧洲地区平均每辆汽车的用铝量从 50kg 增长到了 179.2kg, 并预计到 2025 年平均每辆汽车的用铝量将达到 198.8kg。根据最新永茂泰招股书, 目前中国乘用车平均用铝量为 130Kg/辆, 相比欧美差距较大, 根据汽车工程协会发布的《节能与新能源汽车技术路线图》, 预计到 2025/2030 年, 我国单车用铝量将分别超过 250/350kg, 基本上达到甚至超过世界先进水平, 可见未来国内汽车用铝合金市场的增长空间很大。

图 7：北美地区平均每辆车用铝量变化（单位：磅）



资料来源：DuckerWorldwide，渤海证券

图 8：欧洲平均每辆车用铝量变化（单位：kg）



资料来源：公司招股书，DuckerWorldwide，渤海证券

表 1：《节能与新能源汽车技术路线图》涉及轻量化的主要内容

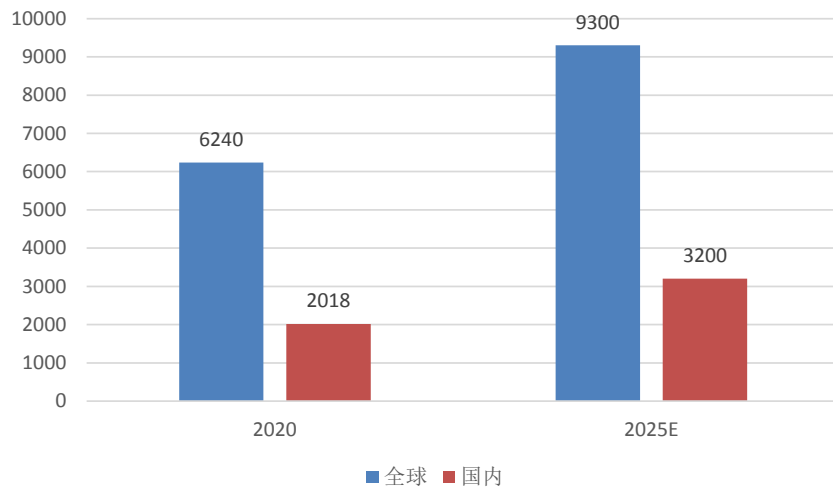
项目	1.0 版本（2016）		2.0 版本（2020）
	2025 年	2030 年	2035 年
车辆重量	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%	预计燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低 35%
铝合金	单车用铝量超过 250kg	单车用铝量超过 350kg	

资料来源：永茂泰招股书，搜狐网等公开信息，渤海证券

车用铝合金市场规模测算

1) 根据疫情情况以及主要国家汽车产量情况，我们预计 2020 年全球汽车产量为 7800 万辆，中汽协披露 2020 年国内汽车产量为 2522.5 万辆。在全球疫苗逐步推广的预期下，我们假设全球车市逐步复苏，到 2025 年全球/国内汽车产量达 9300/3200 万辆。2) 最近上市的嵘泰股份招股书披露单车铝合金零配件为 8000 元。我们依据欧美及中国的单车用铝量规划，预计单车铝合金配套价值随用铝量增加而持续上涨，假设配套价值涨幅略快于用铝量的增幅（考虑通胀因素），预计到 2025 年单车铝合金零配件配套价值涨到 1 万元左右。据此测算，到 2025 年，全球与国内车用铝合金市场规模分别为 9300 亿元和 3200 亿元，2020-25 年复合增速达 8.31%/9.66%，车用铝合金市场空间广阔！

图 9: 全球及国内车用铝合金市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

2019/2020 年公司营收 26.27/25.91 亿元, 相比全球及国内的车用铝合金市场规模依然很小, 主要是由于整车铝合金部件种类复杂繁多, 且资产属性重 (铝合金压铸件公司的营收/固定资产比明显低于汽车与零部件行业), 各家汽车铝合金压铸件配套商根据各自资金及技术优势只能专注于某几种类型部件进行生产配套, 从而导致整体汽车铝合金压铸件市场的集中度很低。

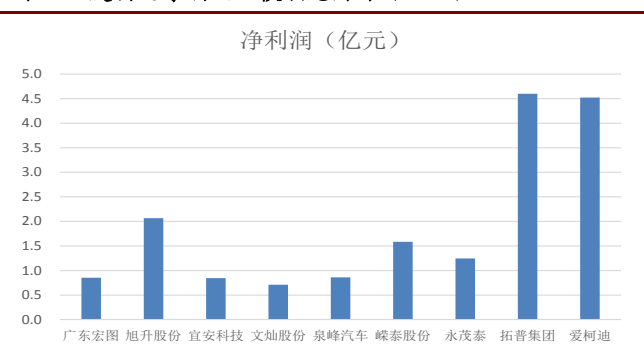
公司在汽车铝合金压铸件领域深耕多年, 配套产品种类多元, 国内外客户丰富且优质, 经过多年成长, 2019 年公司营收与净利润规模与国内同行比较整体处于领先地位 (2019 年广东宏图汽车压铸件营收 36 亿元, 拓普底盘系统营收 10 亿元), 拥有一定的相对比较优势, 公司整体上的盈利能力也强于同行 (仅次于旭升股份)。整体上看, 公司在国内汽车铝合金压铸件领域拥有相对比较优势, 加上海外布局 (墨西哥基地) 及出口占比高 (2020 占比 66.49%), 未来有望充分受益于全球及国内汽车轻量化趋势, 成长潜力大。

图 10: 可比公司及行业营收/固定资产比情况 (2019, 亿元)

代码	公司名称	营收	固定资产	营收/固定资产
002101	广东宏图	59.06	26.49	2.23
603305	旭升股份	10.97	7.46	1.47
300328	宜安科技	10.25	6.22	1.65
603348	文灿股份	15.38	13.68	1.12
603982	泉峰汽车	12.51	9.09	1.38
605133	嵘泰股份	9.91	7.14	1.39
605208	永茂泰	26.43	8.44	3.13
601689	拓普集团	53.59	39.41	1.36
可比标的平均值				1.72
	CS汽车	25433.36	5186.05	4.90
	CS汽车零部件III	7378.91	2073.53	3.56
600933	爱柯迪	26.27	13.98	1.88

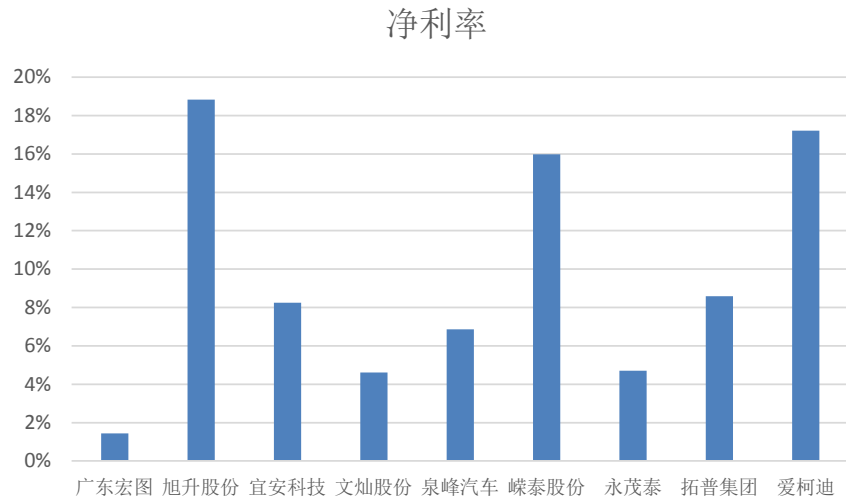
资料来源: Wind, 渤海证券

图 11: 爱柯迪净利润规模领先同行 (2019)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 12: 爱柯迪净利率在同行中处于领先地位 (2019)

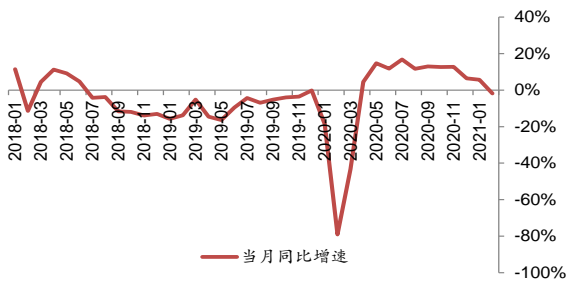


资料来源: 公司公告, 渤海证券

2.2 国内+海外汽车市场复苏预期强, 公司经营改善可期

首先, 国内疫情防控措施得当, 生产生活自去年 Q2 开始逐步有序恢复, 实际上常态化防控下具备较好优势的私家车出行替代了部分公共出行需求, 自去年 4 月开始汽车恢复同比正增长, 5 月开始乘用车恢复正增长, 复苏态势一直延续到目前, 尽管今年 2 月因疫情、倡议就地过年以及芯片短缺导致汽车销量同比 19 年同期有所下滑, 但我们认为, 随着全球及国内疫苗陆续普及, 未来生产生活有望实现较好的恢复, 芯片生产供应问题有望最迟下半年逐步得到缓解, 短期事件不会影响汽车行业整体的复苏形势, 预计今年国内汽车产销将实现较好的正增长。

图 13: 我国汽车销量增速



数据来源: Wind, 渤海证券 (注: 21 年 1/2 月与 19 年同期比)

图 14: 我国乘用车销量增速



数据来源: Wind, 渤海证券 (注: 21 年 1/2 月与 19 年同期比)

公司国内收入占比一直不高, 2019/2020 为 26.93%/30.43%, 主要是由于公司直接客户大多是国际零部件巨头, 故配套主要以出口为主。国内收入增长虽有波动, 但自 2013 年以来整体还是有比较明显的增长, 2013-20 年复合增速达 16.48%, 明显高于国内同期汽车产销增速 (1.90%/2.03%), 反映公司积极开拓国内配套市

场的成效比较明显。目前公司国内生产基地有宁波基地和柳州基地，柳州基地2020年上半年投建，按照一般工程建设进度，预计今年年底或明年初投产，加上公司积极投资银宝山新、迪升动力等公司，布局新产品新业务探索“二次成长”，有望带动公司实现国内业务的持续增长、市场份额的持续提升。

表 1: 近几年公司陆续成立国内子公司开展业务

年份	子公司	注册资本(万元)	股权份额	主要业务及布局
2018	柳州爱柯迪精密部件有限公司	3000	100%	投资汽车转向系统精密零部件项目，预计项目总投资不超过 2 亿元；在满足柳州现有客户需求的前提下，以柳州地区为中心，辐射中国西南部汽车市场。
2019	爱柯迪三未(宁波)科技有限公司	3,000	100%	探索 1.5 公斤以下低压铸件业务的低成本生产。
2019	实捷新能源汽车科技(宁波)有限公司	1500	75%	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
2020	深圳市银宝山新压铸科技有限公司	10000	51%	银宝压铸在高固相半固态成型技术具备一定的先行经验，专注制备高致密性、高力学性能的铸件，能有效实现产品的低成本和高性能的结合。
2020	南京迪升动力科技有限公司	6250	40%	围绕汽车、工业用无油涡旋空压机产品(协同效应的总成部件)展开“二次成长曲线”的探索
2020	爱柯迪(柳州)科技	10000	100%	实施“汽车轻量化铝合金精密铸件项目”，打造专业化生态链产业，旨在满足现有客户需求的前提下，以柳州地区为中心，辐射中国西南部、甚至东南亚汽车市场

资料来源：公司公告，渤海证券

表 2: 公司 IPO 以来的主要项目

年份	项目	主要内容
2017	技术研发中心建设项目	加大对研发场地、研发设备、配套专业软件等方面的投入，完善技术研发创新体系，提升公司模具等工装研发能力和压铸、机加工等工艺技术水平，进一步提高公司与客户的联合开发能力，增强公司整体研发水平及技术实力
2017	精密金属加工件建设项目	新增 2000 万件汽车类铝合金精密压铸件和 500 万件工业类金属精密加工件的机加工产能
2017	汽车精密压铸加工件改扩建项目	新增 6500 万件汽车铝合金精密压铸件产能，产品主要包括汽车转向系统、发动机系统、传动系统、制动系统等几大系统的中小型铝合金精密压铸件
2017	汽车雨刮系统零部件建设项目	新增 4000 万件汽车雨刮系统铝合金精密压铸件产能
2018	新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目	计划投入 35890 万元，项目预计于 2020 年 6 月竣工投产。
2020H1	柳州汽车轻量化铝合金精密压铸件项目	公司先后在柳州市柳东新区取得土地使用权 90.62 亩，计划建设汽车轻量化铝合金精密压铸件项目

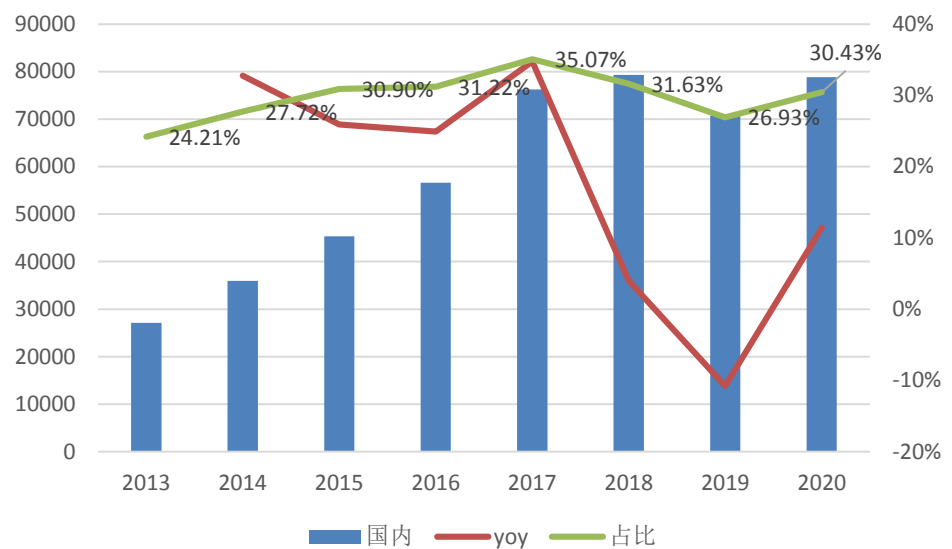
资料来源：公司公告，渤海证券

表 2：2020 年报公司在建工程进展

项目名称	实施主体	预算数	工程进度
汽车精密压铸加工件改扩建项目	爱柯迪	8	100%
精密金属加工件建设项目	宁波优耐特	1	100%
新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目	爱柯迪	2.71	100%
汽车轻量化铝合金精密铸件项目	爱柯迪（柳州）科技	5	1.10%

资料来源：公司公告，渤海证券

图 15：公司国内营收及占比情况（单位：万元）

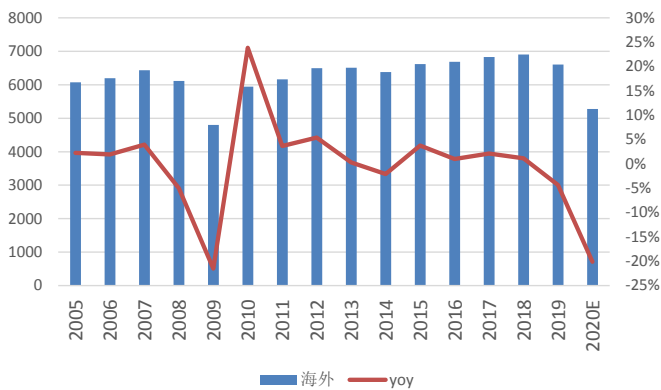


数据来源：公司公告，渤海证券

其次，海外汽车市场主要以欧美日韩等市场为主，2005-19 年产销复合增速为 0.60/0.61%，成熟市场整体表现平稳。2020 年因受到疫情肆虐影响，产销预计下滑超 20%。随着今年全球疫苗接种持续推进，国外生产生活有望逐渐恢复，汽车产销活动亦有望逐步好转，我们预计今年海外汽车产销有望出现比较明显的复苏，未来 3-5 年有望延续复苏态势。

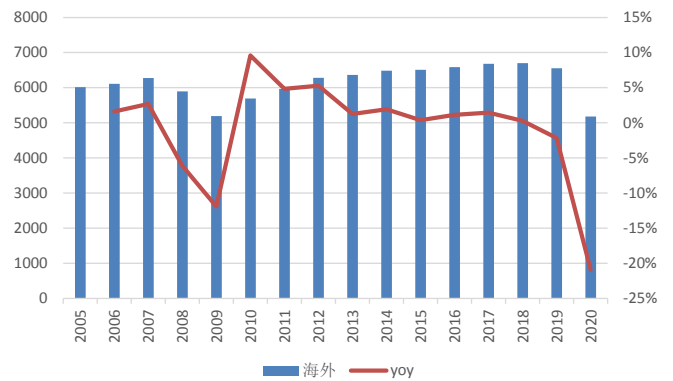
国外是公司营收与利润的主要来源，根据有数据披露的 2013 年以来国外收入占比一直维持在 6-7 成左右，2013-20 年国外收入年复合增速达 10.98%，实现了持续较快增长。2020 年因受疫情影响，国外收入同比下降 6.85%，但明显小于海外汽车产销降幅。国外业务的毛利率整体上高于国内，所以国外业务的毛利占比略高于收入占比，基本上也在 6-7 成左右。整体来看，国外业务对公司未来的成长非常重要，我们认为，随着海外疫情逐步缓和，汽车产销复苏，今年开始公司国外业务收入有望触底回升，从而带动公司整体经营实现较好的增长。

图 16: 海外汽车产量走势 (单位: 万辆)



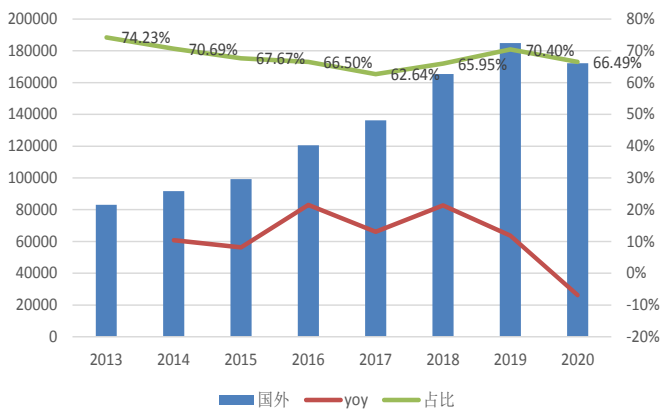
数据来源: Wind, INSIDEEVS, 渤海证券

图 17: 海外汽车销量走势 (单位: 万辆)



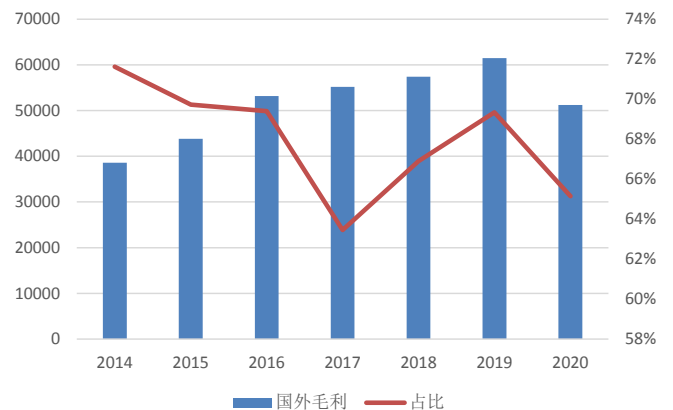
数据来源: Wind, INSIDEEVS, 海证券

图 18: 公司国外收入及占比情况 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 19: 公司国外业务毛利占比高



数据来源: 公司公告, 海证券

公司深耕海外市场多年, 目前已经形成了国内国外双循环的基本布局, 国内主要研发生产基地在宁波总部和深圳 (今年 1 月在深圳成立 IKD 产品研发中心), 柳州基地主要投建汽车轻量化铝合金精密压铸件项目, 计划总投资 5 亿元, 目前仍处于在建状态; 国外主要有墨西哥工厂以及欧洲研发与项目中心, 为及时服务欧美客户提供有利保障。因此, 公司较为成熟与完善的国际化布局将为公司受益于海外需求复苏提供有力保障。

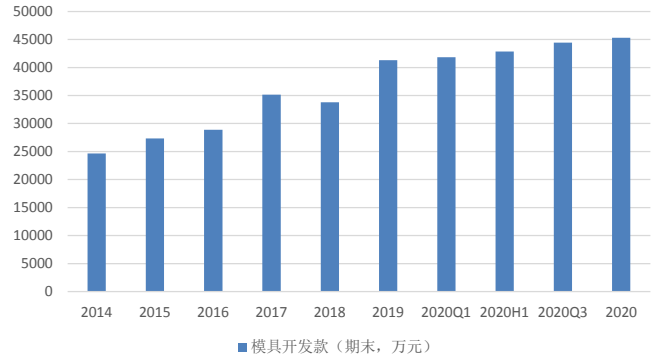
订单方面, 客户一般会为相应产品订单预先支付模具开发款, 所以模具开发款可以充分反映公司的在手订单情况。从 2014 年以来, 公司的模具开发款金额稳步走高, 最新截止 2020 年末达到 4.53 亿元的历史新高, 相比 2019 年底增长 9.67%, 表明公司在手订单较为充足, 未来持续增长无虞。

图 20: 公司国内外布局较为完善



数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 21: 公司模具开发款稳步走高



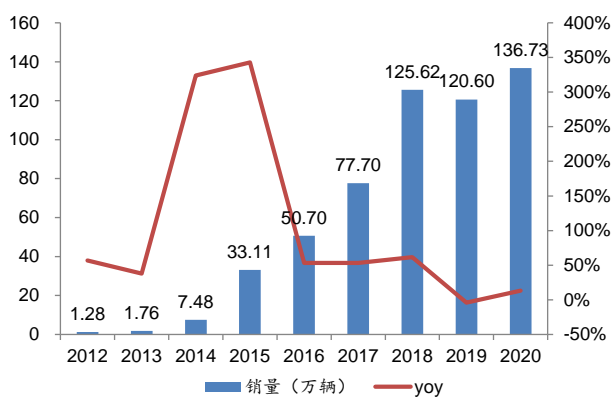
数据来源: 公司公告, 渤海证券

2.3 积极布局新能源汽车市场, 放量增长在即

全球汽车电动化趋势明显, 产销持续快速增长, 2013-20 年全球新能源汽车销量年复合增速达 52%, 其中, 最新 2020 年全球新能源汽车销量达 324 万辆, 同比增长 42%。同期国内新能源汽车销量年复合增速高达 86%, 其中, 最新 2020 年国内销量 136.73 万辆, 同比增长 13.38%。随着新能源汽车销量快速增长, 对应渗透率持续上行, 全球从 2013 年的 0.2% 上升至 2020 年的 4.2%, 国内从 0.08% 上升至 5.4%。

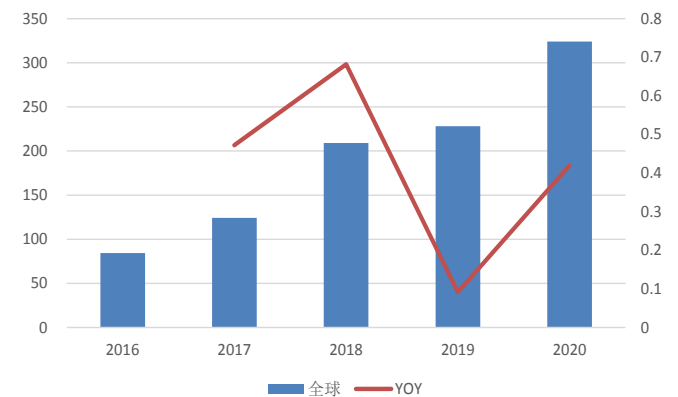
在“碳中和”的大背景下, 当前各国政府从政策层面持续扶持各自新能源汽车产业发展, 各大车企及电池企业纷纷加大研发投入, 不断提升技术与产品迭代升级, 优化终端产品供给, 未来全球新能源汽车产销预计将保持持续快速增长, 渗透率将持续提升。

图 22: 我国新能源汽车销量走势



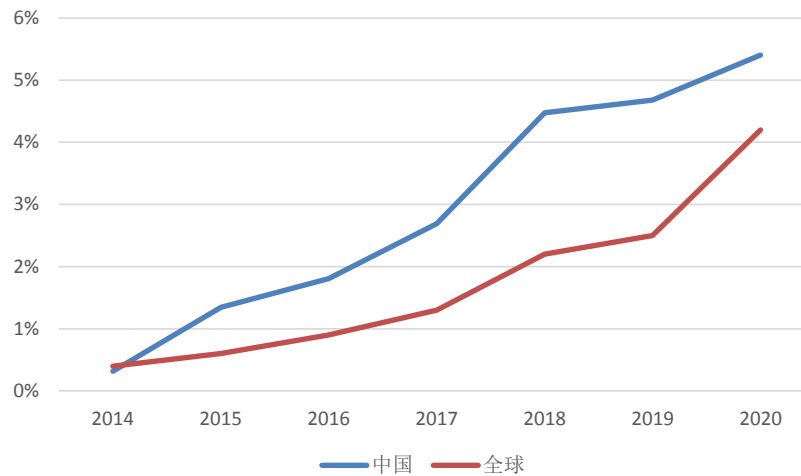
资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 全球新能源汽车销量走势 (单位: 万辆)



资料来源: INSIDEEVS, 渤海证券

图 24: 中国及全球新能源汽车渗透率持续上行



资料来源: Wind, INSIDEEVS, 渤海证券

表 3: 各国电动化政策

政策	产业政策规划	补贴及优惠	其他支持政策
中国	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》提出, 到 2025 年, 新能源汽车约占新车销量的 20%。	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》提出, 补贴标准在 2020 年基础上退坡 10%。	实施双积分政策, 建立企业平均油耗和新能源汽车积分管理机制。
美国	美国奥巴马总统曾宣布, 要在 2015 年之前, 美国纯电动汽车销量达到 100 万辆, 但并未达到预期。目前美国没有全国统一的规划。	税收抵免	为车企进行技术研发提供资金支持
欧盟	欧盟发布《2019/631 文件》, 规定 2025、2030 年乘用车 CO2 排放分别在 2021 年基础上分别减少 15%、37.5%。	税收优惠和购车补贴	对新生产的碳排放超标汽车采取高额罚款制度

资料来源: 政府网站, 渤海证券

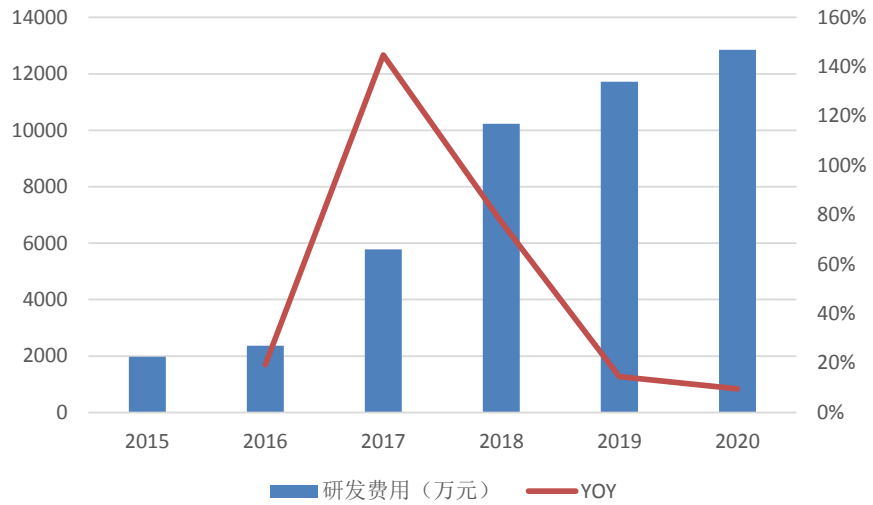
表 4: 各大车企电动化规划

车企	电动化规划
通用	到 2025 年，通用汽车将在全球推出 30 款电动汽车。
福特	到 2025 年，福特将在电气化方面投资至少 220 亿美元，几乎是该公司此前对电动汽车承诺的两倍。
大众	大众品牌计划到 2030 年将欧洲市场销售车型的 70% 以上实现电气化；2030 年美国和中国电动汽车销量比例目标为 50%。
宝马	到 2030 年，至少 50% 的销量来自电动车型，约 90% 的细分市场将拥有纯电动车型；Mini 品牌到 2030 年代初期将转型为纯电动品牌；到 2030 年预计实现电动车累计销量 1000 万辆。
奔驰	至 2025 年，实现 25% 以上的销量为纯电动车型；到 2030 年，插电式混合动力及纯电动车型将占全球销量的 50% 以上。
丰田	到 2025 年，丰田在全球电动车销量要在 550 万辆以上。

资料来源：车企官网，汽车之家，爱卡汽车，电车汇，盖世汽车，渤海证券

为了积极开发新产品新市场，提升市场占有率，公司积极加大研发投入，2015-2020 年公司研发费用持续快速增长，年复合增速达 45.41%，最新 2020 年研发费用 1.29 亿元，同比增长 9.63%。尤其要提的是公司积极研发新能源汽车三电系统部件，包括电驱、电池、电控系统部件，积极布局新能源汽车领域，包括成立实捷新能源汽车科技（宁波）有限公司生产配套电池铝合金 pack 包箱体；六号工厂投建新能源汽车及汽车轻量化零部件项目（2020 年报项目进度已达 100%）。市场开发方面，截止 2020 年底，公司已获得或已开发博世（Bosch）、大陆（Continental）、联合电子（UAES）、麦格纳（Magna）、马勒（Mahle）、三菱电机、李尔（Lear）、舍弗勒（Schaeffler）、博泽（Brose）、埃贝赫（Eberspaechle）、Proterra、伟创力、采埃孚（ZF）、日本电产（Nidec）、Stellantis、Romeo Power 等新能源汽车新客户或新项目，新能源汽车项目占新项目的比重持续提高，2020 年公司获得的新能源项目寿命期内预计新增销售收入占比约为 28%。随着这些新能源汽车新项目的不断增加及订单的不断放量，配合公司新工厂产能投放，我们预计今年开始新能源汽车配套收入将放量增长，成为公司新的增长亮点。

图 25: 公司研发费用走势



数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 26: 公司生产的电池包部件产品



资料来源: 公司官网, 渤海证券

图 27: 公司生产的电驱部件产品



资料来源: 公司官网, 渤海证券

图 28: 公司新能源汽车配套部件项目

爱柯迪一捷新能源汽车科技(宁波)有限公司

- 公司于2019年4月25日注册成立该子公司, 注册资本人民币2,000万元, 公司出资1,500万元持有其75%的股权, 该公司主要业务为新能源汽车零部件及配件制造、销售, 专业生产新能源汽车电池铝合金 pack 包箱体, 丰富公司在新能源汽车领域的产品供应。

新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目

- 该项目按期建设, 已于2020年6月厂房竣工交付, 设备安装工程正在进行中。截至2020年末, 该项目工程进度已达100%。

数据来源: 公司公告, 渤海证券

图 29: 公司新能源汽车配套项目越来越多

2018

- 获得博世 (Bosch)、大陆 (Continental)、联合电子 (UAES)、麦格纳 (Magna)、马勒 (Mahle)、三菱电机等新能源汽车项目

2019

- 获得博世 (Bosch)、大陆 (Continental)、联合电子 (UAES)、麦格纳 (Magna)、马勒 (Mahle)、三菱电机、李尔 (Lear)、舍弗勒 (Schaeffler) 等新能源汽车项目

2020

- 公司获取新项目寿命期内预计新增销售收入再创新高, 已获得或已开发博世 (Bosch)、大陆 (Continental)、联合电子 (UAES)、麦格纳 (Magna)、马勒 (Mahle)、三菱电机 (Mitsubishi Electric)、李尔 (Lear)、舍弗勒 (Schaeffler)、博泽 (Brose)、埃贝赫 (Eberspaecher)、Proterra、伟创力、采埃孚 (ZF)、日本电产 (Nidec)、Stellantis、Romeo Power 等新能源汽车新客户或新项目, 新能源汽车项目占新项目的比重持续提高, 2020年度公司获得的新能源项目寿命期内预计新增销售收入占比约为28%。

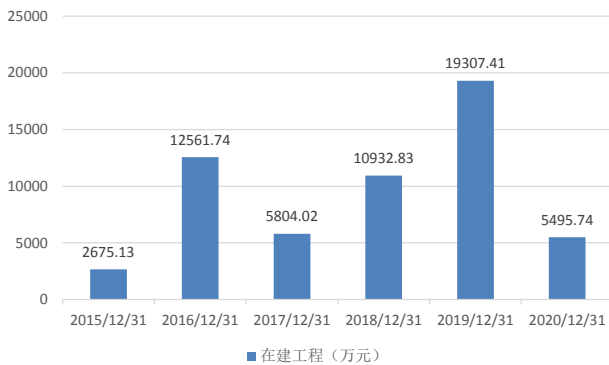
数据来源: 公司公告, 渤海证券

2.4 公司在建工程大幅转固，折旧摊销压力有望缓解

截止 2020 年末，公司在建工程金额仅剩 5495.74 万元，相比年初大幅下降 71.54%，处于上市以来的低位。按细分项来看，公司 IPO 募投项目基本都已转固投产并产生效益，值得注意的是新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目去年上半年开始大幅转固，整体已按计划于去年 6 月厂房竣工交付，目前项目工程进度已达 100%。随着设备安装调试工程持续推进，预计今年有望正式批量投产，从而满足公司前期获取的新能源汽车项目订单的交付，实现公司新能源汽车部件配套业务的快速增长。

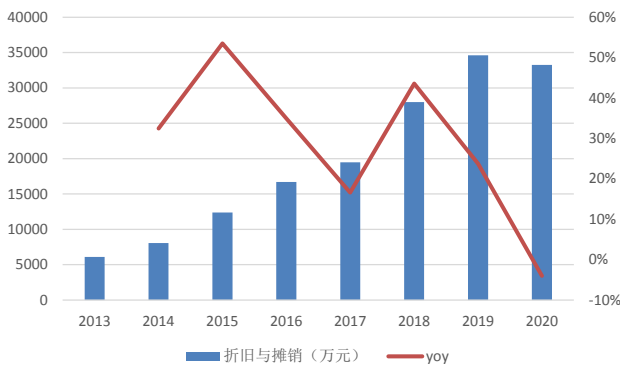
同时，去年在建工程大幅转固，加上柳州基地项目处于刚刚投建阶段，预计今年公司转固金额少，对应折旧与摊销的新增压力明显减小。随着国内外需求回暖叠加新能源汽车项目放量，折旧与摊销占公司营收的比重有望延续 2020 年走低的趋势，从而助力公司业绩加速复苏。

图 30: 公司在建工程大幅走低



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 32: 公司折旧与摊销情况



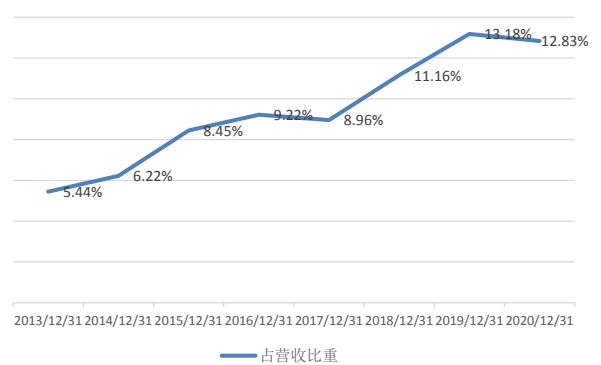
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 31: 在建工程细分项目 (单位: 万元)

项目	2017	2018	2019	2020
技术研发中心建设项目	2.97	85.93	0.00	
精密金属加工件建设项目	87.02	6.50	391.02	
其他项目	1424.76	827.40	258.94	
汽车精密压铸加工件改扩建项目	293.13	1023.78	553.81	
汽车轻量化铝合金精密压铸件项目				5495.74
汽车雨刮系统零部件建设项目	241.70	13.97	0.00	
设备安装工程				
新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目		8975.26	18103.64	
新能源汽车零部件生产线项目	3754.44	0.00		
合计	5804.02	10932.84	19307.41	5495.74

资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 33: 公司折旧与摊销占营收比重持续上行



资料来源: 公司公告, 渤海证券

3.盈利预测与估值讨论

假设条件

- 1.汽车类压铸件业务在国内外需求复苏及新能源汽车项目带动下保持较快增长;
- 2.原材料价格与汇率波动在合理范围内,公司毛利率相对稳定;
- 3.公司期间费用控制得当。

表 5: 公司分项业务盈利预测

业务分项	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
汽车类压铸件	营收(万元)	238176.57	248584.60	241485.77	277708.64	347135.80	416562.96
	yoy	14.64%	4.37%	-2.86%	15%	25%	20%
	营业成本(万元)	158565.71	168161.00	171864.78	188841.88	232580.99	277014.37
	毛利率	33.43%	32.35%	28.83%	32.00%	33.00%	33.50%
工业类压铸件	营收(万元)	6484.67	7068.51	9584.41	10542.85	11597.14	12756.85
	yoy	37.23%	9.00%	35.59%	10%	10%	10%
	营业成本(万元)	4217.50	4301.41	5853.20	6536.57	7190.22	7909.25
	毛利率	34.96%	39.15%	38.93%	38%	38%	38%
压铸件类主业	营收(万元)	244661.24	255653.11	251070.19	288251.49	358732.94	429319.81
	yoy	15.14%	4.49%	-1.79%	14.81%	24.45%	19.68%
	营业成本(万元)	162783.21	172462.41	177717.99	195378.44	239771.21	284923.62
	毛利率	33.47%	32.54%	29.22%	32.22%	33.16%	33.63%
	其他业务收入(万元)	6085.48	7012.00	7980.27			
	其他业务成本(万元)	2139.18	1563.88	2726.96			

	营收 (万元)	250746.72	262665.11	259050.46	288251.49	358732.94	429319.81
合计	yoy	15.31%	4.75%	-1.38%	11.27%	24.45%	19.68%
	营业成本 (万元)	164922.39	174026.30	180444.95	195378.44	239771.21	284923.62
	毛利率	34.23%	33.75%	30.34%	32.22%	33.16%	33.63%

数据来源: Wind (公司公告), 渤海证券

鉴于国内外汽车市场复苏预期较强、公司订单充足、新能源汽车配套产能释放以及精益管理提升效率,我们预计公司 2021-2023 年实现营收 28.83/35.87/42.93 亿元,同比增长 11.27%/24.45%/19.68%;实现归母净利润 4.81/6.19/7.56 亿元,同比增长 12.99%/28.65%/22.18%,对应 EPS 分别为 0.56/0.72/0.88 元/股,2021-2023 年 PE 分别为 31/24/20 倍,维持“增持”评级。

表 6: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS			PE	
		2021E	2022E	TTM	2021E	2022E
603348.SH	文灿股份	1.41	2.01	58.42	15.70	11.00
603305.SH	旭升股份	1.13	1.50	41.76	27.48	20.78
603982.SH	泉峰汽车	0.69	0.83	29.31	22.74	18.81
	平均值			43.16	21.97	16.86
600933.SH	爱柯迪	0.56	0.72	34.84	30.83	23.97

数据来源: Wind 一致性预期 (截止 2021 年 3 月 29 日收盘), 渤海证券

风险提示: 经贸摩擦风险; 订单与收入增长低于预期; 新能源汽车项目进展低于预期; 费用成本增长超预期; 原材料涨价超预期; 提质增效进展低于预期; 汇率风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn