

爱柯迪 (600933)

中小铝压铸件龙头，产能落地打开增长空间 买入（首次）

2021年07月07日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,591	3,204	4,070	5,002
同比（%）	-1.4%	23.7%	27.0%	22.9%
归母净利润（百万元）	426	577	758	936
同比（%）	-3.1%	35.4%	31.4%	23.5%
每股收益（元/股）	0.50	0.67	0.88	1.09
P/E（倍）	25.81	19.06	14.51	11.75

投资要点

- 公司简介：**国内领先汽车铝合金精密压铸件专业供应商。爱柯迪是全球范围内铝合金中小件的领先企业，客户资源优质。**财务方面公司经营稳健，盈利能力处于同业前列，现金流充足。**公司2013-2020年营收复合增长率为12.7%，2020年疫情影响下营收25.9亿（同比-1.4%）。由于主营产品中小件附加值高+公司境外业务占比高，公司整体毛利率位于行业前列，2020年为30.3%。公司现金流稳定充沛，2020年报经营性现金流/营业收入在30%左右，处于行业前列，为公司稳定经营和业务拓展提供安全垫。
- 公司核心竞争优势：全面出色的精益管理能力。在生产方面，**1)公司积极推动数字化工厂建设，于2016年启动“IKD精益数字化工厂战略”，2019年建成了宁波首个应用5G的数字化工厂，深度融合现场生产管理和质量管理，运营效率提高显著；2)公司不断提高生产设备配置，推动设备运行自动化智能化，精简生产用工同时稳定产品质量，我们预计人均产值将进入上行通道。**在员工管理方面，**1)公司2018年以来共实行五期股权激励计划，股权激励计划落地深度绑定员工利益。2)公司结合阿米巴原则划小核算单元，进行组织变革，长期来看有利于降本增效，提高库存周转。
- 未来核心看点：受益汽车轻量化行业东风，产能落地打开业绩增长空间。行业东风：**传统车节能环保要求下汽车轻量化政策持续深化，新能源车轻量化需求迫切+用铝密集度高+销量渗透率提高，**汽车铝合金市场规模呈现持续提升趋势。**我们预计2021-2023年传统燃油车铝合金市场规模为5324/6246/6908亿元，同比增速为19%/17%/11%，新能源车铝合金2021-2023年市场规模为271/426/718亿元，同比增速为30%/57%/69%。**公司亮点：短期：资本支出高峰已过，产能落地盈利能力有望提升。**截至2020年年报，除柳州项目外募投项目均已转固，项目投产将新增14,200万件产能，我们预计将摊薄折旧摊销费用率，叠加规模效应降低成本，毛利率有望进入上行通道。同时公司持续优化生产工艺，精益管理保障市场份额提升。**长期：布局完善新能源项目，打开业绩新成长空间。**公司新能源项目已竣工交付，新增1,200万件产能，产销配合我们预计未来新能源项目将不断放量。
- 盈利预测与投资评级：**短期我们预计产能落地将带来业绩增长和盈利能力恢复；长期公司受益于汽车轻量化行业东风，同时布局新能源项目，打开业绩新成长空间。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为32.04/40.70/50.02亿元，归属母公司净利润5.77/7.58/9.36亿元，同比+35.4%/+31.4%/+23.5%，对应EPS为0.67/0.88/1.09元，对应PE为19/15/12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**铝合金价格波动风险；运价上涨风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.78
一年最低/最高价	12.12/19.12
市净率(倍)	2.56
流通A股市值(百万元)	10954.74

基础数据

每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	23.42
总股本(百万股)	860.95
流通A股(百万股)	857.18

相关研究

内容目录

1. 铝合金精密压铸件领先企业，经营稳健布局全球	5
1.1. 铝合金精密压铸件领先企业，客户优质分布全球	5
1.2. 盈利能力高于同业，现金流充足	6
2. 多角度创新管理技术，精细化管理构筑核心竞争力	9
2.1. 生产端：数字化工厂提升运营效率	9
2.2. 员工管理：阿米巴原则绑定员工利益	11
3. 受益汽车轻量化行业东风，产能落地打开业绩增长空间	12
3.1. 节能环保带来轻量化趋势，车用铝合金市场有望持续增长	12
3.2. 公司持续优化生产工艺，项目落地贡献业绩新增长点	17
3.2.1. 短期：资本支出高峰已过，产能落地盈利能力有望提升	17
3.2.2. 长期：布局完善新能源项目，打开业绩新成长空间	19
4. 盈利预测与投资评级	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 爱柯迪主要产品图示.....	5
图 2: 爱柯迪营收 (左轴/亿元) 及增速 (右轴) 情况.....	7
图 3: 爱柯迪分地区营收情况 (单位: 亿元).....	7
图 4: 爱柯迪归母净利润 (左轴/亿元) 及增速 (右轴).....	7
图 5: 可比公司毛利率情况 (%).....	7
图 6: 2014 年-2017H1 公司各汽车类产品累计销售占比 (右轴, %) 及销售单价 (左轴, 万元/吨) 情况.....	8
图 7: 2020 年可比公司境内外业务营收占比 (左轴) 及毛利率对比情况 (右轴).....	8
图 8: 可比公司经营现金流/营收对比.....	8
图 9: 公司现金分红金额 (左轴/亿元) 及股利支付率 (右轴).....	8
图 10: 爱柯迪股权结构图 (截至 2020 年年报).....	9
图 11: 爱柯迪精益数字化工厂实现框架图.....	10
图 12: 爱柯迪人均创收 (左轴/万元) 及增速 (右轴/%) 情况.....	10
图 13: 公司引进叉车式 AGV 小车及自主研发的调度系统节省人工搬运.....	10
图 14: 阿米巴经营理念.....	11
图 15: 阿米巴经营目的.....	11
图 16: 2021 年-2025 年中国乘用车燃料消耗量目标.....	12
图 17: 主要国家和地区燃料消耗量 (L/100km) 标准目标.....	12
图 18: 汽车惯性质量对油耗的影响.....	13
图 19: 汽车惯性质量与 NO _x 排放量的关系.....	13
图 20: 分阶段测算不同材质车辆温室气体排放量.....	14
图 21: 达到与 400kg 钢材同样强度所需不同材料质量.....	14
图 22: 新能源车与燃油车相比单车用铝量变化情况 (kg).....	15
图 23: 国内新能源车销量 (左轴/万辆) 及增速.....	16
图 24: 全球新能源车销量 (左轴/万辆) 及增速.....	16
图 25: 公司成本项占比 (各成本项/营收) 及毛利率分析.....	17
图 26: 折旧政策对比情况.....	17
图 27: 公司在建工程增速及固定资产增速情况.....	17
图 28: 半固态成型工艺方案示意图.....	18
图 29: 半固态成型技术的特性.....	18
图 30: 公司原材料成本 (左轴/万元) 及占营业成本比 (右轴) 情况.....	21
图 31: 沪铝指数变化情况.....	21
图 32: 公司运费 (左轴/万元) 及占营收比 (右轴) 情况.....	21
图 33: 中国出口集装箱运价指数: 综合指数.....	21
表 1: 海内外主要铝压铸件上市公司产品情况.....	6
表 2: 爱柯迪主要客户及所获客户奖项.....	6
表 3: 公司数字化工厂所获奖项情况.....	11
表 4: 爱柯迪股权激励情况.....	11
表 5: 乘用车减重后效能提升效果.....	13
表 6: 汽车轻量化政策梳理.....	14
表 7: 新能源汽车轻量化应用案例.....	15
表 8: 电动车 2018-2030 分部件用铝转化率情况.....	15

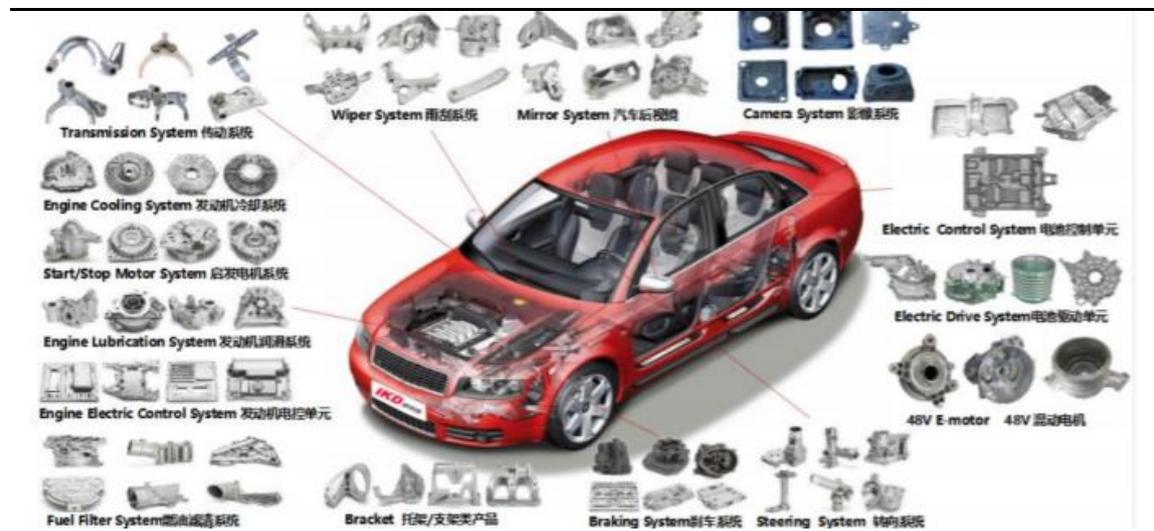
表 9: 传统车及新能源车铝合金市场规模测算.....	16
表 10: 公司各项目产能转固及理论产能情况.....	18
表 11: 爱柯迪盈利预测关键假设.....	20
表 12: 公司主要预测指标情况.....	20
表 13: 可比公司估值情况 (2020.7.6)	20

1. 铝合金精密压铸件领先企业，经营稳健布局全球

1.1. 铝合金精密压铸件领先企业，客户优质分布全球

爱柯迪是国内领先的汽车铝合金精密压铸件专业供应商。爱柯迪主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，于2003年12月成立，2014年9月在墨西哥建立第一个海外生产基地，缩短客户服务半径，2017年11月在上交所成功上市。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，新能源汽车三电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 1：爱柯迪主要产品图示



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

铝压铸行业细分品类多竞争充分，爱柯迪为全球范围内铝合金中小件的领先企业。车用铝零部件品类繁多同时供应链层级较多，产品各具特点，且有较强的本地配套需求。根据公司招股说明书数据显示2017年我国压铸企业有3000多家，但绝大多数规模都比较小，产量一万吨以上的仅有几十家，竞争格局分散。发达国家的压铸企业数量较少规模大，2020年全球龙头NEMAK营收规模约为爱柯迪8倍左右。但细分铝压铸件大件和中小件来看，爱柯迪坚持技术性强、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，是全球范围内铝合金中小件的领先企业。

表 1: 海内外主要铝压铸件上市公司产品情况

公司代码	公司	产品	
		大件	小件
5851	Ryobi	发动机缸盖 (10kg)、发动机缸体 (12kg)、悬臂架 (5kg)	发动机壳 (0.2kg)
5852	Ahresty	发动机缸盖 (10kg)、发动机缸体 (12kg)、悬臂架 (5kg)、变速器 (3-6kg)	后变速器壳 (0.4kg)
NEMAKA	Nemak	发动机缸体 (12kg)、发电机支架 (1.1kg)	发动机壳 (0.2kg)、机油泵外壳 (0.22kg)
FINz	Georg Fischer	发动机缸盖 (10kg)、发动机缸体 (12kg)、进气歧管 (2kg)	水泵泵体 (0.5kg)
603348	文灿股份	发动机缸体 (12kg)、离合器壳 (4.5kg)、汽车空调压缩机	油泵 (1kg)、后变速器壳 (0.4kg)
002101	广东鸿图	发动机缸体 (12kg)、发动机缸盖 (10kg)、离合器壳 (4.5kg)	滤油器 (0.6kg)
300176	派生科技	发动机缸体 (12kg)、进气歧管 (2kg)	滤油器 (0.6kg)、转向齿轮壳 (0.7kg)
603305	旭升股份	变矩器壳 (4.5kg)、离合器壳 (4.5kg)、发电机支架 (1.1kg)	后变速器壳 (0.4kg)
600933	爱柯迪	进气歧管 (2kg)	滤油器 (0.6kg)、连杆 (0.5kg)、转向盘 (0.6kg)、滤油器 (0.6kg)、启动电机 (0.5kg)、制动踏板 (0.5kg)、制动盘盖 (0.4kg)

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司客户资源优质稳定, 严格认证标准提高准入门槛。爱柯迪销售采用直销模式, 业务均衡覆盖美洲、欧洲以及亚洲的汽车工业发达地区, 客户主要为全球汽车产业链上的一级供应商, 包括法雷奥 (Valeo)、博世 (Bosch)、麦格纳 (Magna)、电产 (Nidec)、耐世特 (Nexteer) 等。由于汽车整车的高安全性要求, 全球各大整车制造商或汽车零部件供应商在选择上游零部件配套供应商过程中质量体系认证标准严格, 准入门槛较高, 同时合作年限越长在新产品开发时双方的合作粘性就越强。爱柯迪自 2004 年切入法雷奥, 2006 年切入博世, 一直积极参与客户产品的先期研发工作, 形成公司研发质量与品牌信赖度不断提升的良性循环。

表 2: 爱柯迪主要客户及所获客户奖项

客户	奖项
 博世	2010 年至 2014 年, 公司连续五年荣获博世 (Bosch) 优选供应商认证
 博格华纳	2014 年获得年度创新奖; 2020 年获得 2020 最佳合作奖
 耐世特	2014 年获得卓越客户服务奖; 2016 年获得最佳客户服务奖; 2018 年获得最佳客户合作奖; 2019 年获得最佳客户服务奖
 法雷奥	2015 年获得供应商质量改进奖; 2016 年获得全球供应商奖
 格特拉克	2015 年获得年度零 PPM 奖、年度新产品开发贡献奖; 2016 年获得全球供应商奖; 2019 年获得优秀供应商
 大陆	2015 年获得优质供应商奖; 2019 年获得质量精益日最佳合作供应商
 舍弗勒	2015 年获得优质供应商奖
 上海汽车变速器有限公司	2016 年获得优秀开发供应商奖; 2017 年获得优秀供应商及 A 类供应商奖

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 盈利能力高于同业, 现金流充足

公司经营稳健，除 2020 年外营收保持正增长。公司 2013-2020 年营收复合增长率为 12.74%，2020 年新冠疫情影响下，公司销售规模仍然基本保持稳定，实现营收 25.9 亿，同比微降 1.38%。分业务看，公司专注中小型汽车铝合金精密压铸件，汽车类营收占比保持 90%以上；分地区看，公司国际化布局绑定全球 Tier1 供应商，海外营收占比稳定在 65%以上。

图 2: 爱柯迪营收 (左轴/亿元) 及增速 (右轴) 情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 爱柯迪分地区营收情况 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 其他业务(地区)指中国港澳台地区

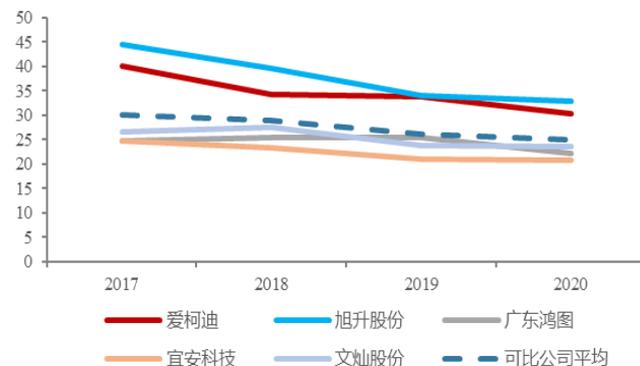
主营产品附加值高+境外业务占比高，公司盈利能力强于同业。公司 2020 年毛利率为 30.34%，由于 2017 年起公司大量扩产厂房设备，折旧摊销费用较高，同时下游汽车行业景气度下滑，毛利率承压呈现下滑趋势，影响公司归母净利润小幅下滑。但公司毛利率仍始终高于行业平均水平，主要原因为：1) 公司坚持技术性强、工艺复杂、附加值高的中小型汽车铝合金精密压铸件为主的产品路线，产品端为多品种、小批量、多批次的非标产品，根据公司招股说明书数据显示，小件产品相对附加值更高，毛利表现领先行业整体；2) 公司业务覆盖全球，境外业务毛利率高。公司毛利率低于旭升股份的原因因为旭升股份深度绑定特斯拉，客户结构较为优质。

图 4: 爱柯迪归母净利润 (左轴/亿元) 及增速 (右轴)



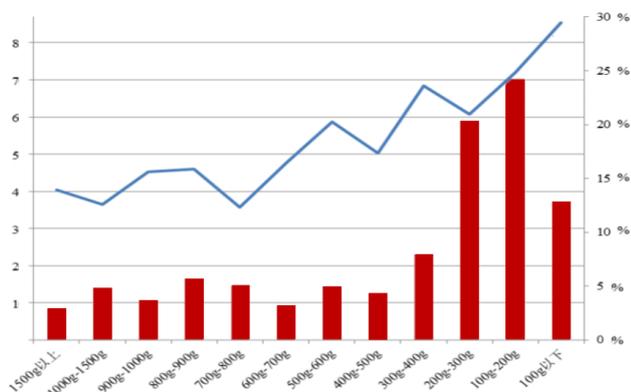
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 5: 可比公司毛利率情况 (%)



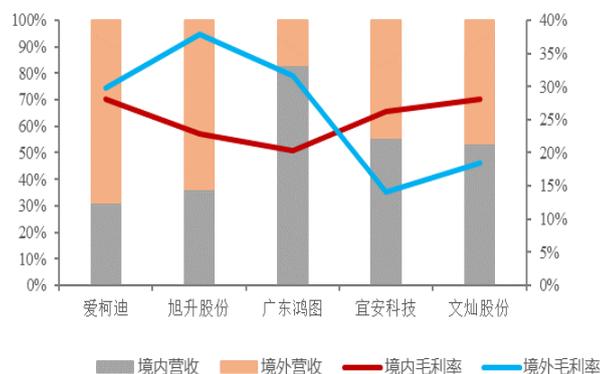
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 2014 年-2017H1 公司各汽车类产品累计销售占比 (右轴, %) 及销售单价 (左轴, 万元/吨) 情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

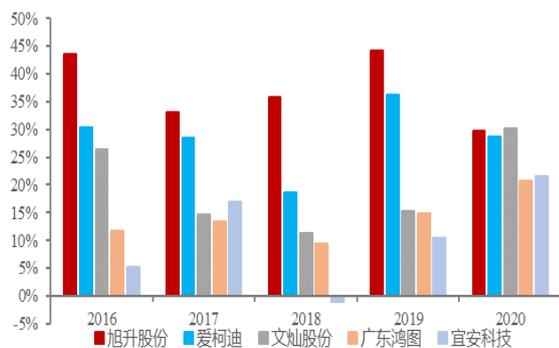
图 7: 2020 年可比公司境内外业务营收占比 (左轴) 及毛利率对比情况 (右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司现金流充沛保障业务拓展, 高现金分红比例保障股东权益。公司现金流稳定充沛, 截至 2020 年报, 公司货币资金达到 19.41 亿元, 经营性现金流/营业收入在 30% 左右, 处于行业前列, 为公司稳定经营业务拓展提供坚实安全垫。同时公司自上市以来保持高现金股利分红政策, 近年来股利支付率维持在 50% 左右, 进一步体现公司现金流状况良好以及保障股东权益的决心。

图 8: 可比公司经营现金流/营收对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

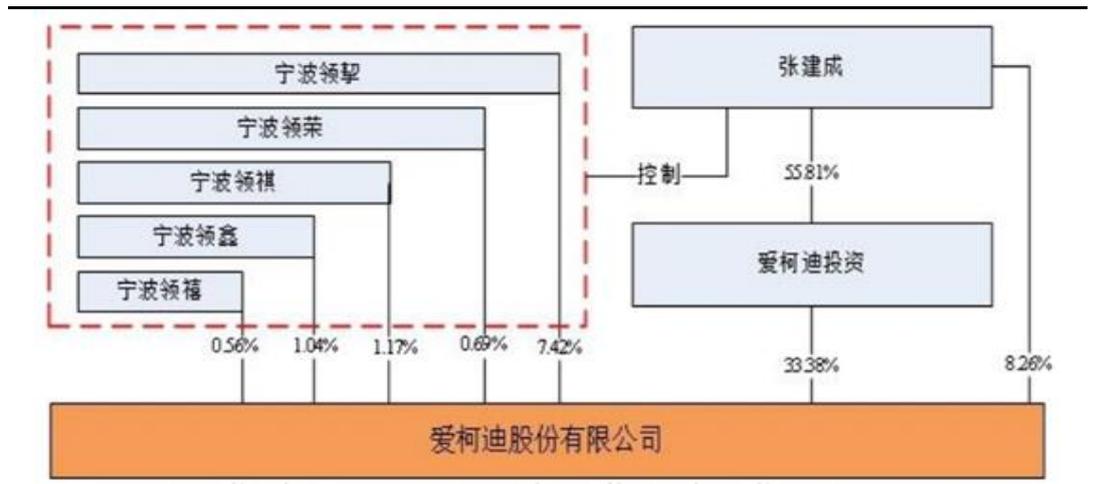
图 9: 公司现金分红金额 (左轴/亿元) 及股利支付率 (右轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司股权集中结构稳定。公司实际控制人为张建成, 截至 2020 年报直接和间接合计控制公司 52.52% 的股权, 股权集中。张建成多年深耕于铝压铸产业, 获得多项荣誉成就, 2018 年获得浙江省“绿叶奖”、“2018 年江北区金鹰奖”、“宁波市拔尖人才”、“2016-2018 年度宁波市劳动模范”荣誉称号。2019 年获得“江北区优秀共产党员”、“2019 年江北区金鹰奖”荣誉称号。2020 年获得 e-works 数字化企业网颁发的“2019 年度中国推进智能制造杰出 CEO”, “2020 年江北区金鹰奖”。

图 10: 爱柯迪股权结构图 (截至 2020 年年报)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2. 多角度创新管理技术, 精细化管理构筑核心竞争力

汽车属于耐用消费品, 其零部件的质量关系到整车的使用寿命, 因此对精益管理、制造过程信息管理、信息透明化要求较高, 同时中小型零部件具有产品数量巨大, 品种繁多, 多批次小批量、同家客户多工厂发运等特点, 进一步提高了对精益管理要求。公司持续创新管理技术, 具备全面出色的精益管理能力, 构筑公司核心竞争优势。

2.1. 生产端: 数字化工厂提升运营效率

公司积极推动数字化工厂建设, 实现数据全面采集, 制造过程透明化。公司于 2016 年 7 月启动“IKD 精益数字化工厂战略”, 2019 年建成了宁波首个应用 5G 的数字化工厂, 也是目前国内汽车行业规模最大的数字化工厂。工厂全面覆盖有线和无线网络, 使用可人机交互的智能终端与设备 PLC 直联, 实现生产与测量设备的状态自动监控和工艺参数的自动采集, 数据快速上传, 通过与 ERP 数据库的实时对接, 做到所有工厂制造过程透明化, 深度融合现场生产管理和质量管理, 自动形成大数据报表和大数据分析平台以促进生产工厂管理 PDCA 循环。

图 11: 爱柯迪精益数字化工厂实现框架图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司不断提高生产设备配置, 推动设备运行自动化智能化。公司大批引进国外先进的压铸设备、高精度及高效率的精密机械加工设备、铝液加热系统、检测设备等。同时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, 根据生产需求设计制造定制化各种规格型号的由机器人与压铸设备、加工设备集成的自动化智能生产线, 并广泛应用于压铸、精密机加工、去毛刺、抛光、装配等各生产工序。全面提高压铸、精密机加工设备运行的自动化、智能化程度, 精简生产用工同时稳定产品质量, 我们预计人均产值将进入上行通道。

图 12: 爱柯迪人均创收 (左轴/万元) 及增速 (右轴/%) 情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 13: 公司引进叉车式 AGV 小车及自主研发的调度系统节省人工搬运



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司推动智能工厂建设成效显著, 广受认可。数字化工厂项目实施以来, 通过设备 OEE 监控, 大数据分析形成派工推荐, 提高设备利用率, 据 e-works 数据, 降低工厂运营成本 8%; MES 实现了流程防错、不合格品流出防错、漏序防错、过程检验不合格产品冻结防错、物理锁机防错等 JIDOKA 功能, 降低产品不良率 15%, 运营效率提高显著。同时公司也获得行业及政府认可, 取得多项奖项。在 2017 年被评为宁波市两化深度融合示范企业、宁波市工业物联网应用试点项目, 2018 年 11 月获得第二届

ROI 中国工业 4.0 杰出贡献奖，2019 年 1 月取得两化融合管理体系认证，2019 年 2 个车间分别被评为市级和省级数字化车间。

表 3: 公司数字化工厂所获奖项情况

年份	奖项
2017 年	宁波市两化深度融合示范企业、宁波市工业物联网应用试点项目
2018 年	第二届 ROI 中国工业 4.0 杰出贡献奖
2019 年	两化融合管理体系认证
2019 年	2 个车间分别被评为市级和省级数字化车间。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 员工管理：阿米巴原则绑定员工利益

股权激励计划落地绑定员工利益。公司 2018 以来共实行五期股权激励计划，深度绑定员工利益。2020 年 5 月公布第五期股权激励计划，涉及对象共计 646 人，计划授予股票期权数量为 5,269 万份，占公司股本总额的 6.15%。行权考核年度为 2021-2023 年，考核指标为以 2018、2019 年营收平均值为基数的实际营收增长率，2021/2022/2023 年营收预设最低和最高目标分别为 27.5/29.3/31.7 亿元以及 28.9/30.8/33.4 亿元。

表 4: 爱柯迪股权激励情况

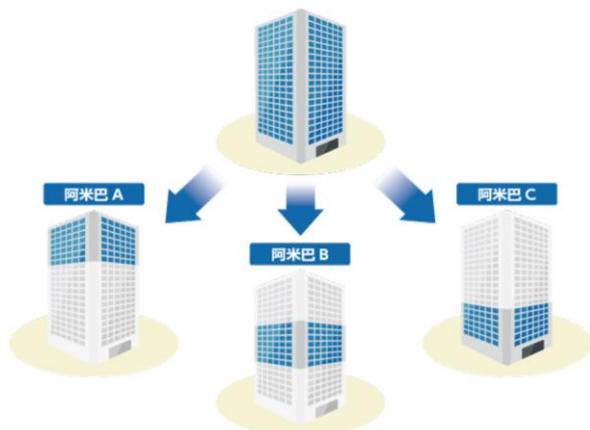
序号	时间	激励人数	授予股数 (万股)	授予价格 (元/股)	考核年度营收要求(亿元)					
					2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	2018/7/6	24	512	6	24.4-25.7	26.2-27.5	27.9-29.5			
2	2018/11/22	127	425.5	8.3		26.2-27.5	27.9-29.5	30.1-31.6		
3	2019/2/26	87	786	5.77		26.2-27.5	27.9-29.5	30.1-31.6		
			50	-		26.2-27.5	27.9-29.5	30.1-31.6		
4	2019/7/16	154	435	7.87		25.1-23.9	25.5-26.9	27.5-28.9		
5	2020/4/15	646	5269	10.23				27.5-28.9	29.3-30.8	31.7-33.4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司结合阿米巴原则划小核算单元，坚持降本增效策略。阿米巴模式是由日本京都陶瓷株式会社（京瓷）创始人稻盛和夫提出的经营模式，该模式下将大组织进行细分，各小组采用独立核算的方式经营，自行制定计划进行业务处理，目的为提升经营收入、降低费用开支，同时培养领导型人才，员工能够清楚地把握自身创造的附加值，自觉提高经营意识，增强责任感和凝聚力。公司利用阿米巴原则进行组织变革，长期来看有利于降本增效，提高库存周转，从员工管理角度提高公司精益管理能力。

图 14: 阿米巴经营理念

图 15: 阿米巴经营目的



数据来源：京瓷官网，东吴证券研究所



培养具备经营者意识的领导者

阿米巴内，设立全权负责经营的领导者。领导者将在运营阿米巴的过程中，成长为具备经营者意识的人才。



与市场挂钩的部门核算制度

采用根据市场价格计算的部门独立核算制度，明确自身部门的实绩。



全员参与经营

各阿米巴分别制作经营计划，然后依靠全员的智慧与协作来达成目标。

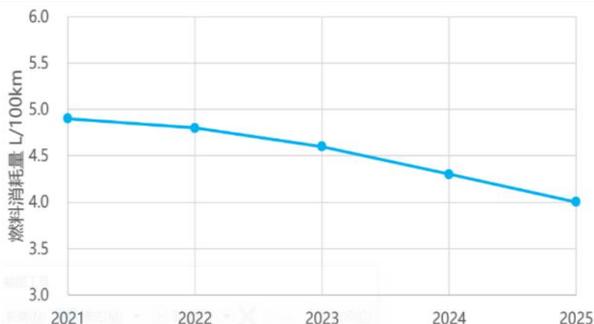
数据来源：京瓷官网，东吴证券研究所

3. 受益汽车轻量化行业东风，产能落地打开业绩增长空间

3.1. 节能环保带来轻量化趋势，车用铝合金市场有望持续增长

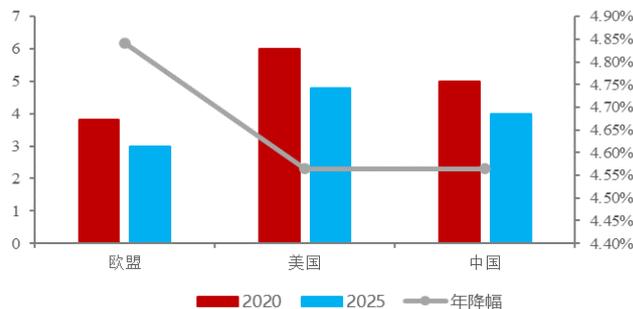
汽车污染减排是“十四五”期间重点任务，乘用车燃料消耗量标准法规提高汽车燃料经济性要求。据生态环境部 2021 年 2 月披露数据显示，拉抬 PM2.5 浓度上升的主要成分是氮氧化物排放转化成的硝酸盐，而机动车等移动源排放氮氧化物已经占到排放总量的 60%左右，挥发性有机物占 23%左右。因此机动车等移动源已经成为我国大中城市 PM2.5 污染的主要来源，且其对污染的贡献有不断增加的趋势，汽车污染减排将成为“十四五”期间的重难点任务。2019 年底颁布的我国乘用车五阶段燃料消耗量标准要求乘用车平均燃料消耗量在 2025 年下降至 4L/100km (NEDC 工况)，节能减排为汽车发展重要方向。全球范围来看，为缓解能源供需矛盾以及适应环境保护的现实需求，全球各国均出台乘用车燃料消耗量标准法规，以推动和促进汽车节能技术发展、提高汽车燃料经济性水平。

图 16: 2021 年-2025 年中国乘用车燃料消耗量目标



数据来源：全国汽车标准化技术委员会，东吴证券研究所

图 17: 主要国家和地区燃料消耗量 (L/100km) 标准目标

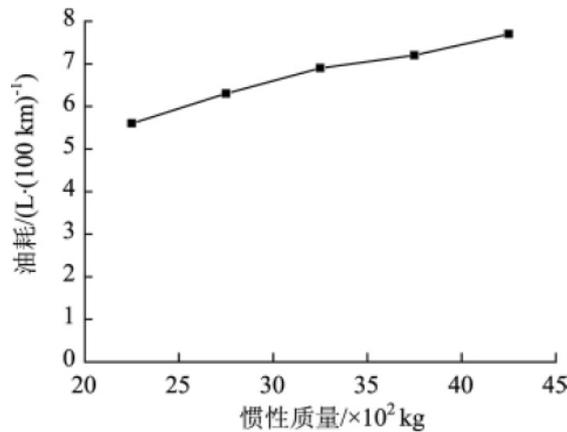


数据来源：工信部，东吴证券研究所

汽车轻量化是降低能耗、减少排放的最有效措施之一，同时可提高汽车行驶性能。据《汽车车身轻量化的研究和应用现状》、《汽车轻量化及铝合金在现代汽车生产中的

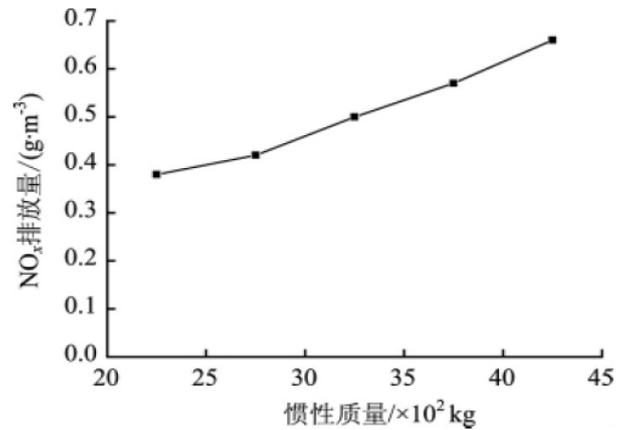
应用》等学术论文测试研究，在 NEDC 工况下，整车减重 100kg 将节油 0.39L，可减少 CO₂ 排放 8~11 g/(100 km)；汽车每减重 10%，其燃油经济性可提高 2%~4%，CO₂ 排放量减少 0.09g/km。同时汽车轻量化可降低动力和动力传动系统的负荷，提高汽车行驶平稳性和舒适性，使汽车在较低牵引负荷的状态下即可表现出同样或更好的性能，根据美国铝业协会测试，车重每减轻 25%，就能够使汽车加速到 96.56 km · h⁻¹ 的时间从原来的 10s 减少到 6s。

图 18: 汽车惯性质量对油耗的影响



数据来源:《汽车轻量化及铝合金在现代汽车生产中的应用》，东吴证券研究所

图 19: 汽车惯性质量与 NO_x 排放量的关系



数据来源:《汽车轻量化及铝合金在现代汽车生产中的应用》，东吴证券研究所

表 5: 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	
	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	3.3%	6.5%
柴油	3.9%	6.3%
EV	6.3%	/
PHEV	6.3%	/
分类	乘用车减重 15%的效能提升效果	
	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	5.0%	10.0%
柴油	5.9%	9.5%
EV	9.5%	/
PHEV	9.5%	/

数据来源: 国际铝业协会, 东吴证券研究所

汽车轻量化政策密集发布，轻量化是未来汽车行业发展的方向。近年来，我国工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部等相继出台一系列汽车轻量化行业的鼓励政策，明确提出引导轻量化、小型化乘用车的研发和消费，同时相关轻量化材料应用被列入国家鼓励发展产业名单。政策大力推动下我们预计汽车轻量化趋势将进一步深化。

表 6: 汽车轻量化政策梳理

发布时间	政策名称	发布机构	相关内容
2019年10月	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	发改委	将汽车轻量化材料应用列为国家鼓励发展产业
2018年12月	《汽车产业投资管理规定》	发改委	新能源汽车领域重点发展非金属复合材料、高强度轻质合金、高强度钢等轻量化材料的车身、零部件和整车等
2017年7月	《外商投资产业指导目录》	发改委、商务部	将汽车、摩托车轻量化及环保型新材料研发与制造(专用铝板、铝镁合金材料、摩托车铝合金车架等)列为鼓励类外商投资产业。
2017年4月	《汽车产业中长期发展规划》	工信部、发改委、科技部	引导创新主体协同攻关整车及零部件系统集成、动力总成、轻量化、先进汽车电子、自动驾驶系统、关键零部件模块化开发制造、核心芯片及车载操作系统等关键核心技术,增加基础、共性技术的有效供给
2016年8月	《装备制造业标准化和质量提升规划》	质检总局、国家标准委、工信部	提出研制汽车轻量化用铝合金材料和镁合金材料等相关标准,推动重点领域标准化突破,提升装备制造业质量竞争力

数据来源: 发改委、商务部、工信部、国家标准委、质检总局官网, 东吴证券研究所

汽车轻量化要求在汽车减重的同时兼顾质量、性能和价格, 汽车轻量化材料主要有两类: 一类是高强度材料, 主要指高强度钢; 一类是轻质材料: 主要包括铝合金、镁合金、塑料、复合材料等, 其中**汽车铝合金应用为汽车轻量化主要途径**, 据《汽车车身轻量化的研究和应用现状》、《汽车轻量化及铝合金在现代汽车生产中的应用》等学术论文, **主要因为**, 1) **轻质**: 铝合金的比重为 2.68g/cm³, 钢铁材料的比重为 7.8g/cm³, 理论上铝制汽车可以比钢制汽车减轻重量达 30%-40%, 其中铝质发动机可减重 30%, 铝散热器比铜的轻 20%-40%, 全铝车身比钢材减重 40%以上, 汽车铝轮毂可减重 30%; 2) **吸收冲击能力强**: 承受同样冲击的情况下, 铝板比钢板多吸收冲击能 50%; 3) **易于回收**: 铝合金熔点低, 便于重熔回收, 回收率高于 80%; 4) **减排效果好**: 根据国际铝业协会测算, 考虑整个生命周期(原材料生产及车辆生产阶段、车辆使用阶段和报废阶段)内温室气体排放, 铝材车辆单车 CO₂ 排放量较常规材料以及先进高强度钢分别低 2899kg/819kg。

图 20: 分阶段测算不同材质车辆温室气体排放量

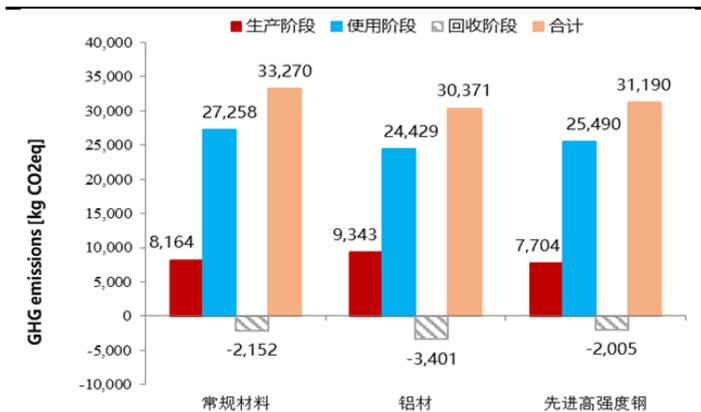
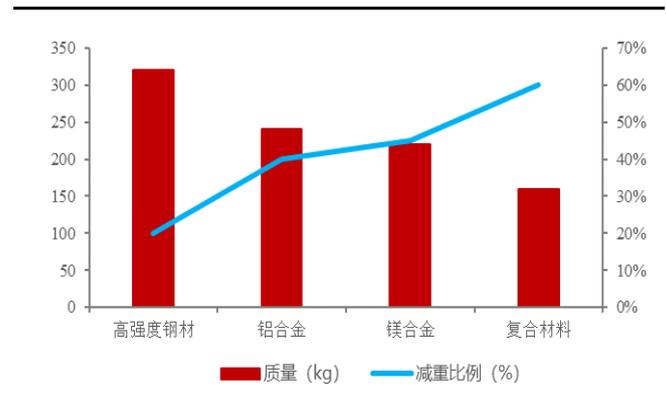


图 21: 达到与 400kg 钢材同样强度所需不同材料质量



数据来源：国际铝业协会，东吴证券研究所

数据来源：科技导报，东吴证券研究所

新能源车轻量化需求迫切，加大汽车铝合金压铸件比例是新能源汽车轻量化的主要措施。当前续航能力问题是新能源车发展关键掣肘之一，平均来看，纯电动车的整备重量比内燃机车重约 100-250kg，以特斯拉 Model S 为例，其总重为 2108kg，电池重量超过 500kg，续航里程 400km 左右，而汽车整备质量每减重 10 kg，在无制动能量回收的情况下，新能源汽车续航里程可提升 2.5km。因此，加大汽车铝合金压铸件比例是新能源汽车轻量化的主要措施。

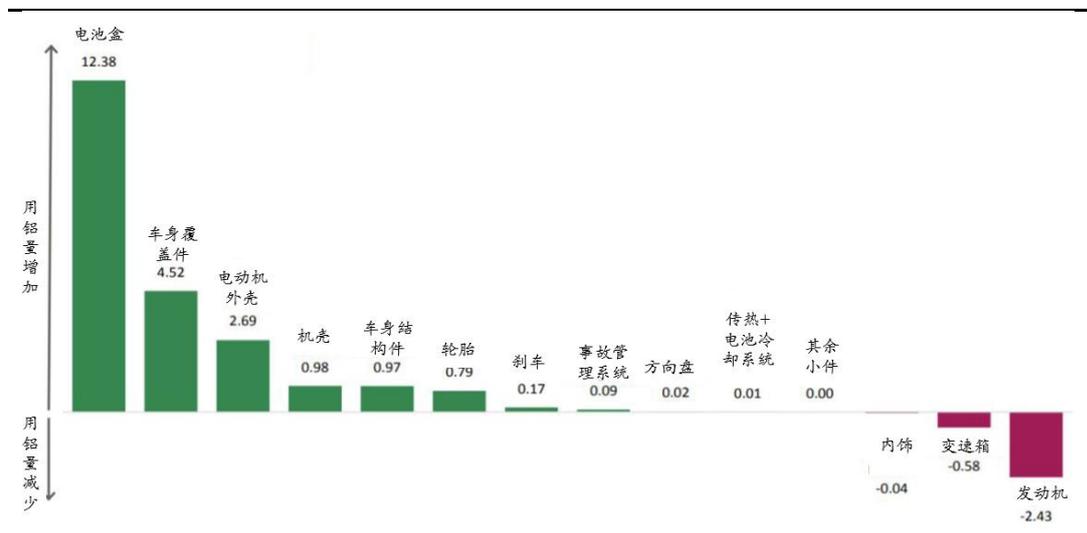
表 7: 新能源汽车轻量化应用案例

企业	车型	轻量化设计
特斯拉 (TESLA)	Model S	全铝设计, 95%结构采用铝合金材料
宝马	I 系列	铝制底盘 (碳纤维车身)
比亚迪	腾势	铝合金减速机支架、电机壳体、电池组外壳
江淮汽车	iEV 5	铝合金动力总成箱体
北京汽车	E150 II	铝合金动力总成箱体、电机壳体
长安汽车	逸动电动版	安全横梁、控制臂
上海蔚来	ES8	车身、底盘

数据来源：文灿股份可转债募集说明书，东吴证券研究所

新能源汽车的铝密集度高于传统汽车，新能源汽车发展进一步提高车用铝件需求。新能源汽车与燃油车相比减少了对于发动机铝件需求，但增加电池外壳部件对铝件需求较高，由国际铝业协会测算新能源汽车平均单车用铝量高于燃油车约 19.53kg。2018 年新能源汽车的平均铝消耗量为 128.5kgpv，国际铝业协会预计到 2030 年将达到 283.5kgpv，单车用铝量复合增速 7%。

图 22: 新能源车与燃油车相比单车用铝量变化情况 (kg)



数据来源：国际铝业协会，东吴证券研究所

表 8: 电动车 2018-2030 分部件用铝转化率情况

	2018		2025E		2030E	
	单车用铝量(kg)	用铝转化率(%)*	单车用铝量(kg)	用铝转化率(%)	单车用铝量(kg)	用铝转化率(%)
底盘和悬架	11.6	26	39.5	70	59.4	94
轮毂&刹车系统	24.6	66	44.7	96	49.7	96

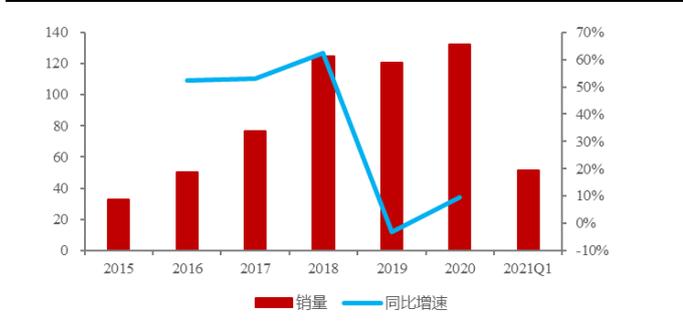
电池系统	42.2	100	53.3	100	59.3	100
传动系统	9.8	66	17.4	93	19.4	93
热交换系统	11.1	90	14.9	96	16.6	96
车身结构	9.9	8	18.5	11	25.3	14
车身开闭件	8	12	23.3	28	36.3	39
碰撞管理系统	6.9	66	9.4	71	11.1	75
其他部件	4.4	93	5.8	97	6.4	97
合计	128.5	31	226.8	50	283.5	56

数据来源：国际铝业协会，东吴证券研究所

*注：用铝转化率=实际用铝量/最大可能用铝量

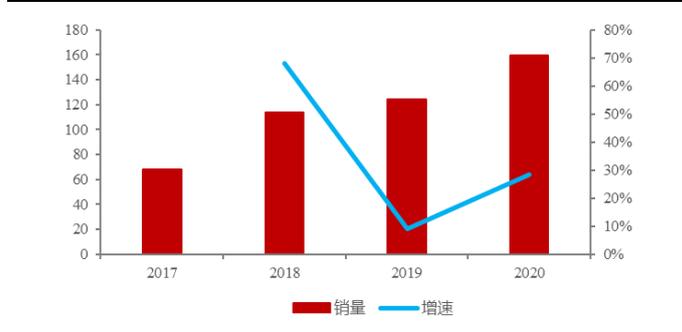
政策化消费演变为市场化消费，供给驱动需求，新能源汽车有望迎来持续快速增长。 中国市场从供给端发力，从直接购车补贴支持到实施“双积分政策”鼓励车企生产新能源汽车，并以需求端“牌照限购”政策率先在国内几大高消费城市试点推广。发展至今，新能源汽车消费已经从纯政策驱动演变为市场化驱动，2020年在疫情影响下新能源汽车产业仍表现出强劲增长动力，全年新能源汽车产销分别完成136.6万辆和136.7万辆（中汽协数据），同比分别增长7.5%和10.9%；全球市场来看，欧洲碳排放、美国 ZEV 法案等政策压力是全球新能源汽车发展的推动力，在全球趋严的碳排放标准下，全球主要整车厂及 Tier 1 近几年陆续向新能源领域转型，新能源汽车市场有望保持持续快速增长。

图 23：国内新能源车销量（左轴/万辆）及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 24：全球新能源车销量（左轴/万辆）及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

综上，传统车节能环保要求下汽车轻量化政策持续深化，新能源车轻量化需求迫切+用铝密集度高+销量渗透率提高，汽车铝合金市场规模呈现持续提升趋势。我们分别计算了传统车以及新能源市场铝合金市场规模，我们预计 2021-2023 年传统燃油车铝合金市场规模为 5324/6246 /6908 亿元，同比增速为 19%/17%/11%，新能源汽车铝合金 2021-2023 年市场规模为 271 /426 /718 亿元，同比增速为 30%/57%/69%。

表 9：传统车及新能源车铝合金市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
燃油车单车用铝量 (kg)	115.7	118.7	127.6	136.4	145.2	153.9	162.5	171.2	179.8
YOY	4.9%	2.6%	7.5%	6.9%	6.5%	6.0%	5.6%	5.3%	5.1%
电动车单车用铝量 (kg)	117.9	128.4	143.0	157.9	173.1	188.2	201.9	215.5	226.8
YOY	10.1%	8.9%	11.4%	10.4%	9.7%	8.7%	7.3%	6.7%	5.2%
单价 (万元/吨)	4.0	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7

传统车销量 (万辆)	9566	9506	9130	7797	8469	9192	9435	9678	9922
新能源车销量 (万辆)	122	201	221	313	362	512	789	1249	2001
传统车市场规模 (亿元)	4426	4603	4847	4514	5324	6246	6908	7613	8363
YOY	6.9%	4.0%	5.3%	-6.9%	17.9%	17.3%	10.6%	10.2%	9.9%
新能源车市场规模 (亿元)	58	105	132	209	271	426	718	1237	2126
YOY		83.0%	24.9%	59.2%	29.6%	56.9%	68.6%	72.3%	72.0%
中小件传统车市场规模 (亿元)	1328	1381	1454	1354	1597	1874	2072	2284	2509
中小件新能源车市场规模 (亿元)	17	32	39	63	81	128	215	371	638

数据来源：国际铝业协会，Marklines，爱柯迪招股说明书，东吴证券研究所

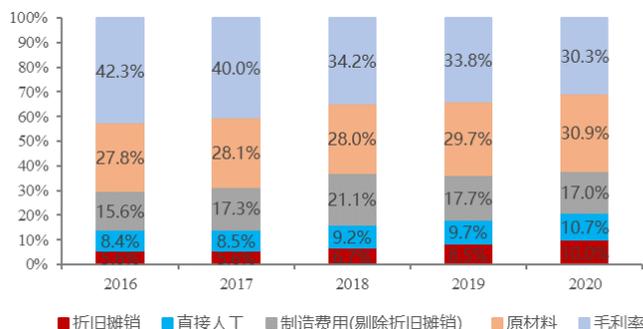
注：单车用铝量数据均来自国际铝业协会预测，传统车及新能源车销量预测数据以东吴汽车 2021 年 02 月 25 日发布报告《长城汽车（601633）：看好欧拉品牌崛起》为基础进行预测

3.2. 公司持续优化生产工艺，项目落地贡献业绩新增长点

3.2.1. 短期：资本支出高峰已过，产能落地盈利能力有望提升

公司折旧摊销会计政策较保守，产能扩建推高折旧摊销额，拉低公司毛利率。公司会计政策较为保守，机器设备平均年折旧率为 13.5%，高于可比公司均值 11.54%。2017 年公司上市以来积极推动产能扩建，折旧摊销费用拉低公司毛利率，2020 年公司毛利率同比下滑 3.4pct，其中折旧摊销费用率同比增加 1.5pct，影响较大。

图 25：公司成本项占比（各成本项/营收）及毛利率分析



数据来源：wind，东吴证券研究所

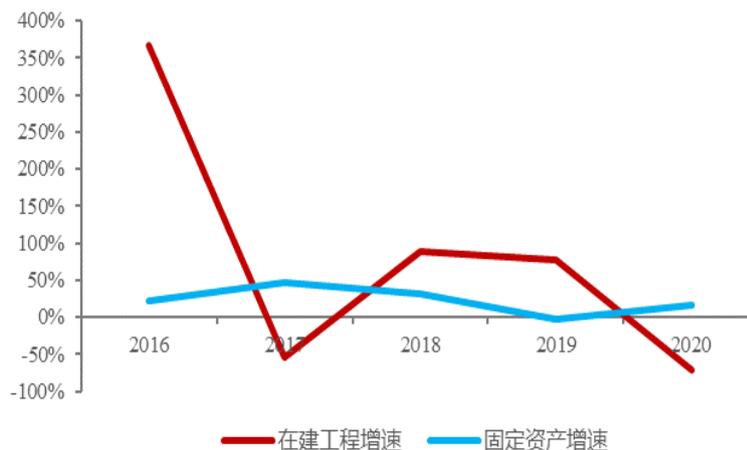
图 26：折旧政策对比情况

公司	房屋及建筑物	机器设备	办公及电子设备	运输设备
旭升股份	4.75%	9.5%-19%	19.00%	9.5%-31.67%
广东鸿图	2.71%-4.85%	7.92%-8.08%	11.88%-12.13%	19%-19.4%
宜安科技	3.17%	6.79%	19.00%	19.00%
文灿股份	2.38%-6.67%	9.5%-20%	31.67%-50%	19%-25%
可比公司平均	4.09%	11.54%	23.95%	20.37%
爱柯迪	4.50%	9%-18%	18%-30%	18%-22.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司资本支出高峰已过，产能投产摊薄折旧摊销费用率，我们预计公司盈利能力将进入上行空间。截至 2020 年年报，除柳州项目外募投项目均已转固，资本支出高峰已过。项目投产将带来产能爬坡，总计新增 14200 万件（规划产能 4000 万件雨刮系统零部件、6500 万件转向系统零部件、2000 万件其他系列零部件、500 万件工业类零部件以及 1200 万件新能源汽车零部件），我们预计将摊薄折旧摊销费用率，叠加产能落地规模效应降低其他生产成本，毛利率有望进入上行通道。

图 27：公司在建工程增速及固定资产增速情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

表 10: 公司各项目产能转固及理论产能情况

工厂	转固时间/工程进度	理论生产件数 (万件)
汽车精密压铸加工件改扩建项目厂房工程	2020 年	6500
精密金属加工件建设项目厂房工程	2020 年	2000
汽车雨刮系统零部件建设项目厂房工程	2020 年	500
新能源汽车零部件生产线项目厂房工程	2020 年	4000
汽车轻量化铝合金精密压铸件项目	2020 年	1200
汽车轻量化铝合金精密压铸件项目	1.10% (截至 2020 年报工程进度)	3000
爱柯迪科技产业园项目	暂未披露	暂未披露

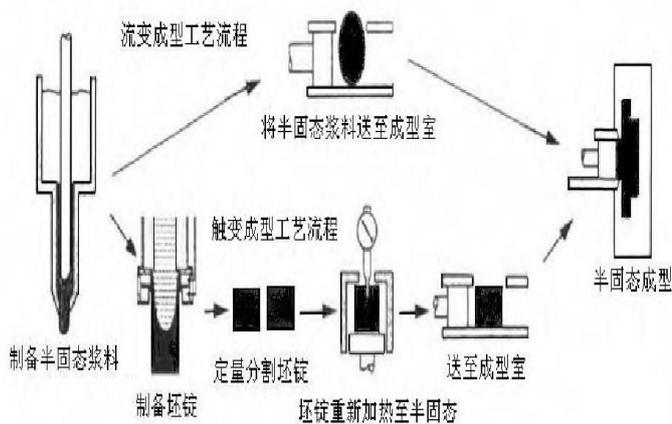
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

精细化管理构筑公司核心竞争优势，市场份额有望提升。随着汽车市场竞争日益激烈，整车制造商不断加快新车型研发和投放，这就要求汽车精密压铸件生产企业必须不断引进先进设备、扩大生产规模、提升管理水平与客户节奏匹配，对行业内公司的技术先进水平及规模化、专业化生产程度要求将进一步提升，同时叠加疫情影响，市场加速出清，行业有望进一步整合。公司持续创新管理技术，深度绑定员工利益，具备全面出色的精益管理能力，市场份额有望进一步提升。

公司收购银宝山压铸公司，丰富半固态成型技术路线。2020 年 6 月公司收购银宝山压铸 51% 的股权，成为其控股股东。银宝山压铸专注于铝合金高固相半固态成型技术开发及产品加工，具备半固态新材料开发、产品优化设计、模具设计制造、压铸、CNC 加工、后处理等全序的制程能力。高固相半固态成型技术可用于制备高致密性、高力学性能的铸件，易于实现复杂零部件成形，减少机械加工量，同时可显著提高模具寿命。此次收购将进一步丰富公司的技术路线，推广高固相半固态成型技术在汽车轻量化、新能源汽车等领域的应用，将弥补公司在高力学性能产品的空白。

图 28: 半固态成型工艺方案示意图

图 29: 半固态成型技术的特性



数据来源：《半固态成型技术的发展与应用现状》，东吴证券研究所

特性	潜在工业应用价值
液固混合共存	1. 减少凝固潜热，降低铸型的热蚀，可用于高速零件、高熔点合金成型以及高速连铸。 2. 减少凝固收缩，减少缩孔，降低偏析，细化晶粒，可进行后续热处理。
流动应力比固态金属低	1. 变形抗力非常小，可成型复杂零件，提高零件成型速度，缩短加工周期，提高材料利用率，降低成本。 2. 可实现连续形状的高速成型。
黏度比液态金属高且容易控制	1. 充型平稳，减少气体卷入和氧化，改善材料加工性能。 2. 减少粘模倾向，可进行更高速的零件成型，改善零件表面光洁度，易实现自动化。
易混入异种材料	制备复合材料及成型

数据来源：《半固态成型技术的发展与应用现状》，东吴证券研究所

3.2.2. 长期：布局完善新能源项目，打开业绩新成长空间

公司新能源项目已竣工交付，在手新项目充足。产能方面，公司投资 3.6 亿元的新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目已于 2020 年 6 月厂房竣工交付，新增 1,200 万件新能源汽车三电系统等铝合金精密压铸件产能。在手订单方面，公司目前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（MitsubishiElectric）、李尔（Lear）、舍弗勒（Schaeffler）、博泽（Brose）、埃贝赫（Eberspaeche）、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，公司在年报中预计 2020 年度公司获得的新能源项目寿命期内新增销售收入占比约为 28%。产销配合我们预计未来新能源项目将不断放量，成为公司新的增长亮点。

搭建创业工厂，完善新能源产品矩阵。公司于 2019 年投资 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，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。

4. 盈利预测与投资评级

基于以下核心假设，对爱柯迪 2021-2023 年盈利进行预测。1) 截至 2020 年年报，除柳州项目外募投项目均已转固，总计新增 14200 万件产能，随产能爬坡我们预计营收收入同比增速分别为+23.7%/+27.0%/+22.9%。2) 公司产能投产摊薄折旧摊销费用率，我们预计公司盈利能力将进入上行空间，因此我们预计公司综合毛利率 2021-2023 年假

设分别为 34.7%/35.9%/36.2%。3) 管理费用占比 2021-2023 年假设分别为 13.7%/13.8%/13.8%; 研发费用占比假设分别为 5.5%/5.6%/5.6%; 销售费用占比分别为 1.5%/1.5%/1.5%。

表 11: 爱柯迪盈利预测关键假设

	2020	2021E	2022E	2023E
营收增速 (%)	-1.4%	+23.7%	+27.0%	+22.9%
毛利率 (%)	30.3%	34.7%	35.9%	36.2%
销售费用率 (%)	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用率 (%)	12.9%	13.7%	13.8%	13.8%
研发费用率 (%)	5.0%	5.5%	5.6%	5.6%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 32.0/40.7/50.0 亿元, 其中汽车类业务营收分别为 30.4/38.7/47.7 亿元, 工业类营收分别为 1.6/2.0/2.3 亿元, 归属母公司净利润 5.8/7.6/9.4 亿元, 同比+35.4%/+31.4%/+23.5%, 对应 EPS 为 0.67/0.88/1.09 元, 对应 PE 为 19/15/12 倍。

表 12: 公司主要预测指标情况

	2020	2021E	2022E	2023E
汽车类收入 (亿元)	24.2	30.4	38.7	47.7
YOY (%)	-2.9%	26.0%	27.0%	23.4%
工业收入 (亿元)	1.0	1.6	2.0	2.3
YOY (%)	35.2%	67.3%	26.9%	13.7%
合计毛利 (亿元)	7.9	11.1	14.6	18.1
归母净利润 (亿元)	4.26	5.77	7.58	9.36

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们选取产品涉及汽车轻量化铝合金精密压铸件的公司作为可比公司, 其 2021/2022/2023 年估值均值分别为 27/19/15 倍。公司为国内领先汽车铝合金精密压铸件专业供应商, 持续优化生产工艺, 具有全面出色的精益管理能力。短期来看, 公司资本支出高峰已过, 我们预计产能落地将带来业绩增长和盈利能力恢复; 长期来看, 公司受益于汽车轻量化行业东风, 精益管理保障市场份额提升, 同时公司布局完善新能源项目, 打开业绩新成长空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值情况 (2021.07.07)

代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603348	文灿股份	31.50	1.23	1.79	2.34	25.61	17.60	13.46
603305	旭升股份	32.48	1.16	1.54	1.95	28.00	21.09	16.66
	平均值					26.80	19.34	15.06
600933	爱柯迪	12.78	0.67	0.88	1.09	19.06	14.51	11.75

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (可比公司盈利预测来自 wind 一致预期)

注: 可比公司中宜安科技和广东鸿图近半年市场覆盖较少因此未列入估值对比中

5. 风险提示

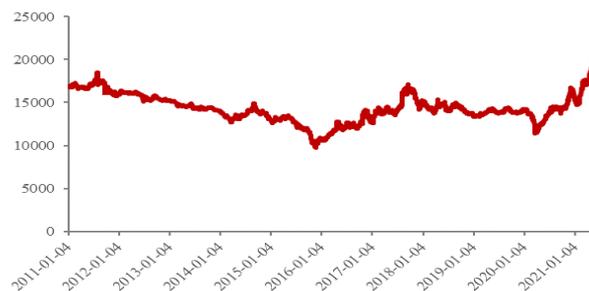
铝合金价格波动风险。公司产品的主要原材料为铝合金，若铝价在短期内发生剧烈波动，可能给公司的当期经营业绩带来一定的不利影响。目前铝下游市场消费旺盛，近期供给端受限电等扰动较多，长期来看碳达峰碳中和政策背景下我们预计产能增长有限，供需结构相对偏紧。

图 30: 公司原材料成本 (左轴/万元) 及占营业成本比 (右轴) 情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 31: 沪铝指数变化情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

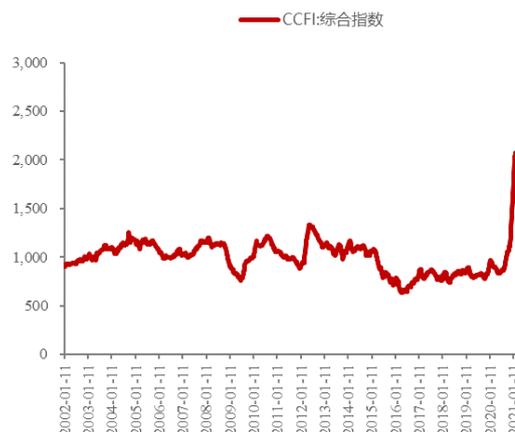
运价上涨风险。若境外疫情持续蔓延，集装箱船运力和空集装箱供需矛盾加剧，运价将有持续上涨风险，提高公司营业成本。由于疫情影响下全球港口人力及运力供给短缺，同时国内疫情自 2020 年 Q3 起控制良好，需求端旺盛，导致出口运价自 2020 年 Q3 起不断攀升。2020 年公司运费同比+16%，运费占营收比+0.5pct，受运费上涨影响较大。2021 年叠加苏伊士运河堵塞影响以及印度疫情爆发影响船员供给，运价攀升态势持续，集装箱高运价可能延续至三季度。

图 32: 公司运费 (左轴/万元) 及占营收比 (右轴) 情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 33: 中国出口集装箱运价指数: 综合指数



数据来源: wind, 东吴证券研究所

爱柯迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020								
	A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2023E
流动资产	3,371	3,752	4,274	4,918	营业收入	2,591	3,204	4,070	5,002
现金	1,941	2,188	2,112	2,548	减: 营业成本	1,804	2,097	2,609	3,191
应收账款	768	772	1,223	1,265	营业税金及附加	23	77	81	80
存货	465	589	721	881	营业费用	36	48	61	75
其他流动资产	198	203	217	224	管理费用	334	439	562	690
非流动资产	2,286	2,390	2,597	2,863	研发费用	129	176	228	280
长期股权投资	17	29	41	54	财务费用	-27	-119	-114	-117
固定资产	1,616	1,716	1,916	2,094	资产减值损失	-2	0	0	0
在建工程	55	63	73	84	加: 投资净收益	21	22	26	23
无形资产	332	383	442	504	其他收益	18	12	14	15
其他非流动资产	267	199	125	127	资产处置收益	-0	-0	-0	-0
资产总计	5,658	6,143	6,872	7,781	营业利润	475	698	916	1,127
流动负债	641	752	912	1,070	加: 营业外净收支	16	25	23	22
短期借款	4	4	4	4	利润总额	490	724	939	1,149
应付账款	462	537	700	819	减: 所得税费用	53	134	164	189
其他流动负债	176	211	208	247	少数股东损益	12	13	17	24
非流动负债	568	568	568	568	归属母公司净利润	426	577	758	936
长期借款	0	0	0	0	EBIT	432	662	875	1,079
其他非流动负债	568	568	568	568	EBITDA	765	997	1,275	1,474
负债合计	1,209	1,320	1,480	1,638	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	76	89	106	130	每股收益(元)	0.50	0.67	0.88	1.09
归属母公司股东权益	4,373	4,734	5,285	6,013	每股净资产(元)	5.08	5.50	6.15	6.99
负债和股东权益	5,658	6,143	6,872	7,781	发行在外股份(百万股)	860	860	860	860
					ROIC(%)	13.5%	18.3%	20.2%	23.4%
					ROE(%)	9.8%	12.2%	14.4%	15.6%
					毛利率(%)	30.3%	34.6%	35.9%	36.2%
					销售净利率(%)	16.4%	18.0%	18.6%	18.7%
					资产负债率(%)	21.4%	21.5%	21.5%	21.1%
					收入增长率(%)	-1.4%	23.7%	27.0%	22.9%
					净利润增长率(%)	-3.2%	34.7%	31.5%	23.8%
					P/E	25.81	19.06	14.51	11.75
					P/B	2.51	2.32	2.08	1.83
					EV/EBITDA	12.55	9.39	7.42	6.14

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>