

# 爱柯迪（600933）：深耕铝合金精密压铸件的全球隐形冠军

2021年08月04日

推荐/首次

爱柯迪 公司报告

公司是铝合金精密压铸件的全球隐形冠军。公司是全球领先的中小件铝合金压铸制造企业。据测算，公司汽车雨刮系统零部件产品的全球市场份额约30%，主要配套客户包括法雷奥、博世等。2019年公司获得中国铸造协会颁发的“第二届中国铸造行业压铸件生产企业综合实力50强”。

**铝合金市场规模增长，公司作为领先企业将受益。**中国双碳目标的完成时点明确，对汽车行业提出了更高的要求，轻量化是汽车节能减排的重要手段之一。铝合金是理想的汽车轻量化材料，能够在提高车辆安全性和燃油经济性的同时，最大程度减少汽车全生命周期的碳排放量。随着新能源汽车的渗透率提升和汽车轻量化的加速推进，我们测算2025年中国铝合金市场规模在乐观/中性/悲观预期下将分别达到2,147/2,045/1,946亿元，对应2020-2025年CAGR分别为6.1%/5.1%/4.0%，公司作为国内市场的领先企业将受益。

**成熟的中小件压铸工艺、精益化的管理模式和优质稳定的客户资源，是公司发展的竞争优势。**（1）公司从事铝压铸件业务已有18年，专注于中小件铝合金压铸件，优秀的同步开发能力和产品质量获得了客户认可；（2）公司采用分业生产模式和柔性制造技术，提高了生产效率，也利于各单位加深对产品的理解；（3）公司拥有优质的客户资源，与全球知名的汽车零部件Tier 1建立了稳定的合作关系，并及时响应客户的新业务需求。

**长期看，新能源汽车项目将贡献业绩增量，产能释放带动公司的盈利能力回升。**为拓展新能源汽车零部件市场，满足客户的需求，公司将部分募集资金投资“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”，规划产能1,200万件，预计可实现收入30,000万元。公司公告称，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%。我们认为，公司的新能源产品订单充足，单件价值较原产品有较大提升，有望成为业绩新增量。随着公司产能建设的落地，以及汽车需求回暖，产能利用率提升带动公司整体盈利能力的回升。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是铝合金精密压铸件的全球隐形冠军。我们认为，公司可以凭借先进的研发生产水平、优质稳定的客户资源、优秀的精益化管理能力，在巩固现有市场份额的同时，把握行业增长带来的市场空间。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为5.40、6.87和8.15亿元，对应EPS分别为0.63、0.80和0.95元。当前股价对应2021-2023年PE值分别为23、18和15倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**全球乘用车市场销量不及预期；原材料价格上涨；汇率波动；运价上涨风险。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,627	2,591	3,340	3,941	4,650
增长率(%)	4.75%	-1.38%	28.95%	17.99%	17.99%
归母净利润(百万元)	439	426	540	687	815
增长率(%)	-6.14%	-3.08%	26.78%	27.19%	18.64%

## 公司简介：

公司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。（资料来源：Wind）

## 未来3-6个月重大事项提示：

2021-08-19 预计披露2021年中报

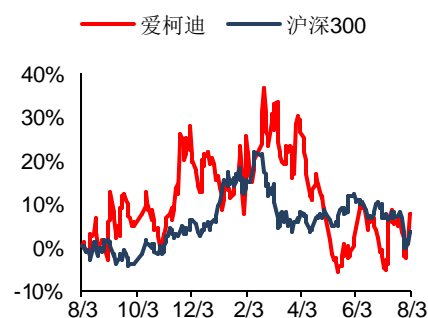
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间(元)	12.4-18
总市值(亿元)	122
流通市值(亿元)	122
总股本/流通A股(万股)	86,098/85,721
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.73%

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：李金锦

lij-y.js@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

## 分析师：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070004

---

净资产收益率 (%)	10.78%	9.74%	10.98%	12.32%	12.82%
每股收益(元)	0.52	0.50	0.63	0.80	0.95
PE	27.25	28.34	22.58	17.75	14.96
PB	2.98	2.79	2.48	2.19	1.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 铝合金精密压铸件的全球隐形冠军 .....	4
1.1 公司产品以中小件铝合金压铸件为主，具有高附加值 .....	4
1.2 业务全球化布局，客户资源优质稳定 .....	6
1.3 精益化管理，生产效率高 .....	8
2. 汽车轻量化大势所趋，铝压铸件市场空间广阔 .....	9
2.1 轻量化是汽车行业完成双碳目标的重要手段 .....	9
2.2 铝是重要的轻量化材料 .....	10
2.3 电动车渗透率提升，带动铝轻量化行业增长 .....	12
3. 新能源项目贡献增量，产能释放带动盈利能力回升 .....	14
4. 投资建议 .....	15
5. 风险提示 .....	16
相关报告汇总 .....	18

## 插图目录

图 1： 公司主要产品 .....	4
图 2： 公司营收按产品分 .....	4
图 3： 可比公司汽车类铝合金产品毛利率 .....	5
图 4： 2017H1 公司汽车类产品平均单价与毛利率 .....	5
图 5： 公司营业收入与 YOY .....	5
图 6： 公司归母净利润与 YOY .....	5
图 7： 公司营收按地区分 .....	6
图 8： 公司全球化布局 .....	6
图 9： 公司主要客户 .....	6
图 10： 公司业务单元 .....	8
图 11： 公司分业生产模式 .....	8
图 12： 世界主要国家或地区的二氧化碳排量（单位：百万吨） .....	9
图 13： 汽油 M1 类乘用车碳排放量与整备质量的关系 .....	10
图 14： 纯电动乘用车碳排放量与整备质量的关系 .....	10
图 15： 中国乘用车主要轻量化材料占比变化 .....	11
图 16： 中国乘用车单车用铝量（单位：kg） .....	12
图 17： 北美轻型车单车用铝量（单位：kg） .....	12
图 18： 北美轻型车平均单车用铝量：纯电动车 vs 燃油车（单位：磅） .....	12
图 19： 2016 年北美轻型车主要零部件的用铝量占比 .....	13
图 20： 2026 年北美轻型车主要零部件的用铝量占比预测 .....	13
图 21： 公司毛利率 .....	14
图 22： 截至 2020 年底公司项目累计投资额（单位：百万元） .....	14
图 23： 公司汽车类产品销量与产销率 .....	15

## 表格目录

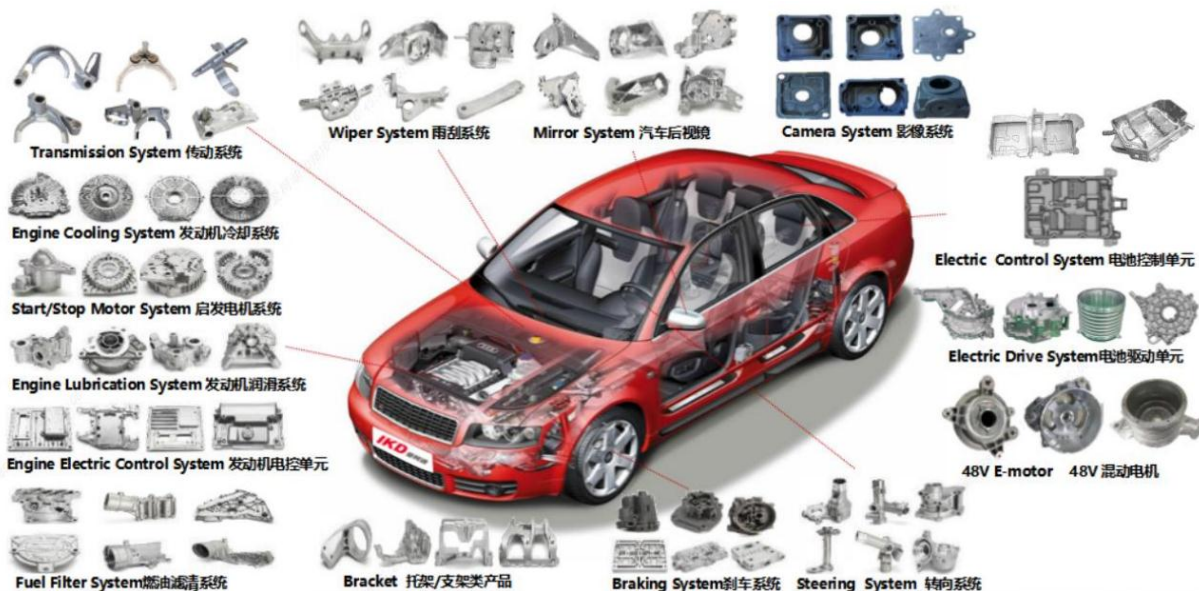
表 1： 公司销售额前五名的客户.....	7
表 2： 公司所获的部分荣誉.....	7
表 3： 燃料消耗量目标.....	9
表 4： 我国轻量化技术发展路线.....	10
表 5： 我国新能源汽车销量目标.....	13
表 6： 2025 年我国铝合金市场规模测算.....	13
表 7： 公司募资所投项目.....	14

# 1. 铝合金精密压铸件的全球隐形冠军

## 1.1 公司产品以中小件铝合金压铸件为主，具有高附加值

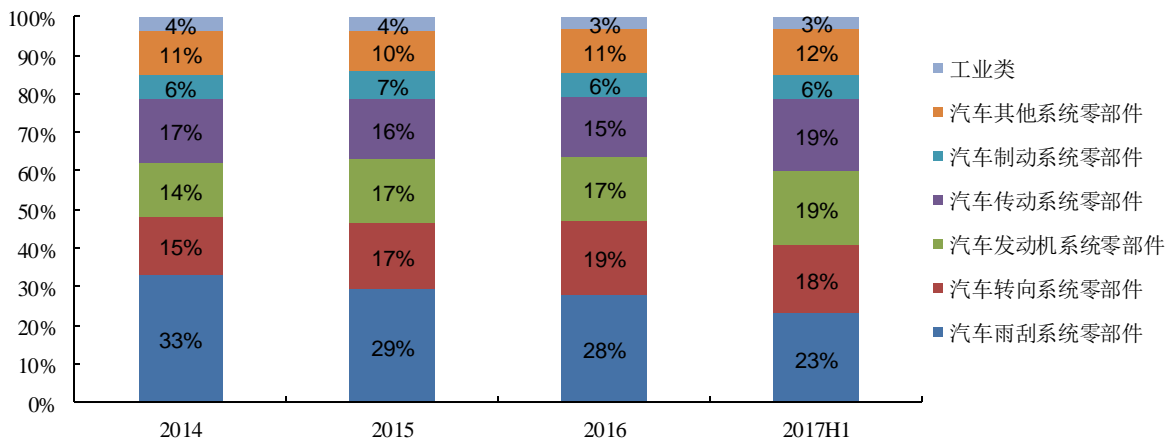
公司是国内领先的汽车铝合金精密压铸件供应商。公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品应用于汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统，新能源汽车三电系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。据测算，公司汽车雨刮系统零部件产品的全球市场份额约 30%，其主要的配套客户法雷奥、博世、特瑞科是知名的雨刮器品牌企业。2019 年公司获得中国铸造协会颁发的“第二届中国铸造行业压铸件生产企业综合实力 50 强”。

图1：公司主要产品



资料来源：Wind，东兴证券研究所

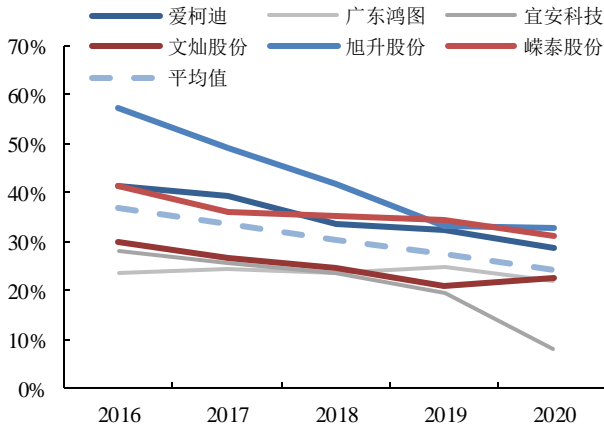
图2：公司营收按产品分



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司主营产品具有非标、小件的特点，附加值较高。公司的主要产品依据客户特定的技术参数设计和生产，并且以壁薄、技术工艺复杂、精密度要求较高的中小件产品为主。一般来说，铝合金精密压铸件产品的精度越高，加工难度和耗用的人工成本也越高，单位产品的附加值较大。我们对比了 2016-2020 年公司 with 同行业公司可比公司的汽车类铝合金产品毛利率，公司毛利率均高于行业平均水平。

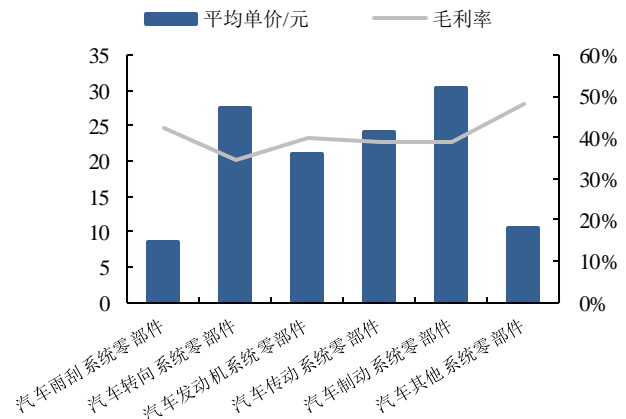
图3: 可比公司汽车类铝合金产品毛利率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

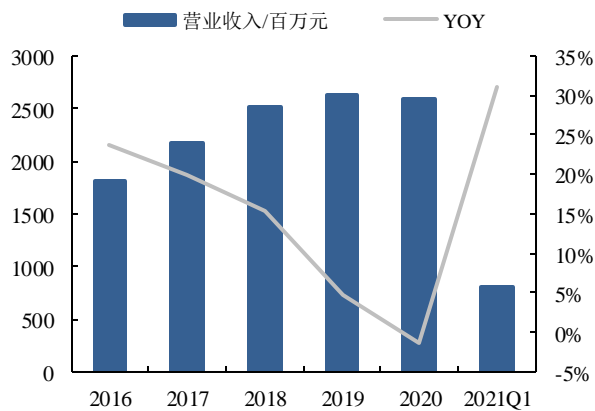
注: 文灿股份2016、2017年未单独披露汽车压铸件类毛利率, 取其2016、2017年的压铸件类总毛利率

图4: 2017H1 公司汽车类产品平均单价与毛利率



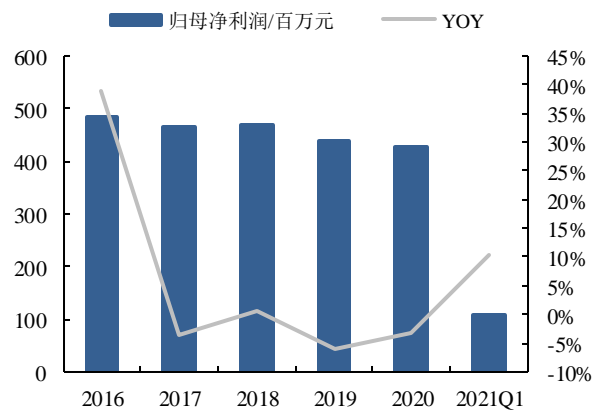
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图5: 公司营业收入与 YOY



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图6: 公司归母净利润与 YOY



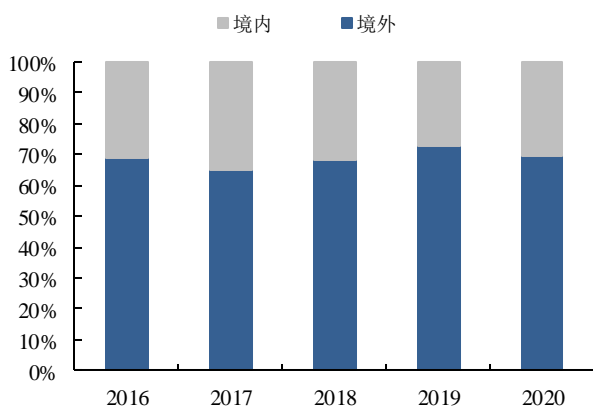
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司具备完整的产业链布局，能够实现模具的自主研发、设计和生产。模具决定了压铸件的形状、尺寸、质量和内部组织，是精密压铸件生产过程中的关键环节。公司可以根据客户的要求自主设计和生产模具，既降低了成本，又提高了生产效率。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”。

## 1.2 业务全球化布局，客户资源优质稳定

公司境外收入约七成，具备全球竞争力。公司的业务覆盖美洲、欧洲以及亚洲的汽车工业发达地区，全球化市场布局提升了公司抵抗单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，启动建立第一个海外生产基地，可以减少物流成本，规避汇率风险，有效辐射北美市场，提升服务效率，增强客户黏性。

图7：公司营收按地区分



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图8：公司全球化布局



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司拥有优质的客户资源，与许多 Tier 1 建立了稳定的合作关系。公司客户主要是全球知名的一级汽车零部件供应商，包括法雷奥、博世、麦格纳、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、采埃孚、翰昂等。根据《美国汽车新闻》(Automotive News)发布 2020 年全球汽车零部件百强榜排名，公司 2020 年销售额前五名的客户——博世、大陆、麦格纳、法雷奥和翰昂，分别位列第 1 位、第 3 位、第 6 位、第 12 位和第 47 位。

图9：公司主要客户



资料来源：公司官网，东兴证券研究所



表1: 公司销售额前五名的客户

客户	2020年销售额占公司销售总额的比例	2020年全球汽车零部件百强排名	所属国家
法雷奥	14.72%	12	法国
博世	13.81%	1	德国
麦格纳	10.81%	6	加拿大
大陆	5.78%	3	德国
翰昂	5.44%	47	日本

资料来源: Wind, Automotive News, 东兴证券研究所

公司同步开发能力强, 成熟的技术与良好的产品质量获客户认可。公司产品以中小型零部件为主, 具有品种繁多、非标准化等特点, 在研发制造时需要满足多个客户的不同需求。公司已经基本形成客户提供产品设计图, 公司从模具设计制造、压铸、精密机械加工和组装等全生产环节的工艺性角度完善产品结构、降低生产成本的联合开发模式。凭借高质量的品控和高效的执行力, 公司在行业中树立了口碑, 并且连年获得了客户颁发的多项荣誉。

表2: 公司所获的部分荣誉

客户	年份	公司所获奖项
博世	2010-2014年	优选供应商认证
	2014年	年度创新奖
博格华纳	2020年	最佳合作奖
	2014年	卓越客户服务奖
耐世特	2016年、2019年	最佳客户服务奖
	2018年	最佳客户合作奖
法雷奥	2015年	供应商质量改进奖
	2016年	全球供应商奖
大陆	2019年	质量精益日最佳合作供应商
大陆、舍弗勒 (共同颁发)	2015年	优质供应商奖
格特拉克	2015年	年度零 PPM 奖、年度新产品开发贡献奖
	2016年、2017年、2019年	优秀供应商奖
上海变速器有限公司	2016-2017年	优秀开发供应商奖
	2017年	A类供应商奖
株式会社日铝全综	2018年	优秀供应商奖
	2017年	品质管理优良企业表彰优秀奖
埃贝赫	2018年	优选供应商奖
东芝空调	2019年	品质银奖
博世华域转向	2019年	智能制造突出贡献奖

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.3 精益化管理，生产效率高

扁平化的组织架构利于公司快速做出响应，提高经营效率。公司将信息管理系统有机地融入到日常经营管理的各个环节当中，建立了涵盖技术研发、产品开发、采购、制造、销售、仓储、物流、人事以及财务等各环节的综合管理体系。公司较高的精益化管理能力使分业生产模式和柔性制造技术得以运用。

图10：公司业务单元

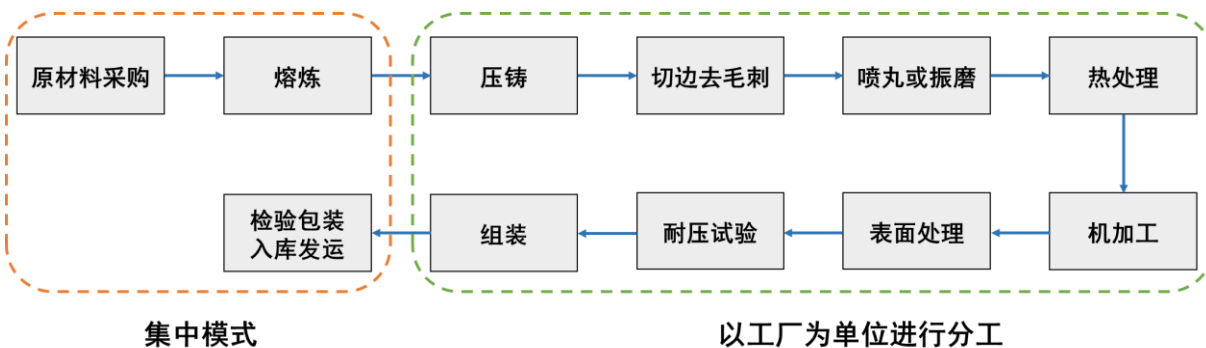


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

分业生产模式有效提高了公司的生产效率。公司产品以中小件为主，具有种类多样、非标化和多批次等特点，对精益化管理提出了更高的要求。分业生产是指不同产品以工厂为单位进行分工，除采购、熔炼、仓储、发运采用集中模式外，各生产工厂均涵盖从压铸到检验包装的所有工序。

分业生产的好处有：（1）同一系列产品在技术控制节点上相同或相似，故生产不同产品时无需对机器设备进行大幅度的校调，提高生产效率，降低废品率；（2）使各生产单位对各自负责的产品有更深入的理解，利于产品工艺的持续不断改进。

图11：公司分业生产模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

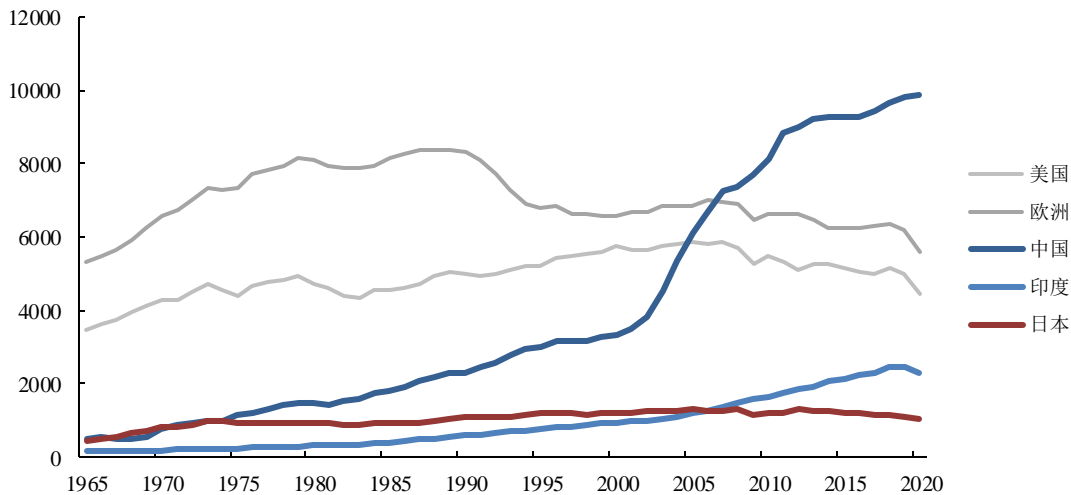
柔性制造技术进一步提升公司的产能利用率。公司在机械精密加工环节中采用柔性制造技术,将多面的加工工序集中在单台设备上完成,减少一个产品的机台占用数,并对工装的更换采用快速精定位装置,以最快的时间完成生产产品的切换,使公司的设备资源的利用率得以大幅提高。

## 2. 汽车轻量化大势所趋,铝压铸件市场空间广阔

### 2.1 轻量化是汽车行业完成双碳目标的重要手段

双碳目标的完成时点明确,对国内汽车行业提出了更高的要求。2020年9月,国家主席习近平提出中国“二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和”。我国的二氧化碳排放量从2001年开始进入快速增长阶段,目前还未达到峰值,而欧洲、美国和日本都已经实现了碳达峰。《节能与新能源汽车技术路线图2.0》指出,我国汽车行业的发展目标是“产业碳排放总量先于国家碳减排承诺于2028年左右提前达到峰值,到2035年排放总量较峰值下降20%以上”。

图12: 世界主要国家或地区的二氧化碳排量(单位:百万吨)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

在汽车行业节能减排的大趋势下,多国都给出了减少碳排放或者油耗的目标。2019年4月欧盟发布《2019/631文件》,规定2025、2030年新登记乘用车CO<sub>2</sub>排放量在2021年(95g/km)基础上分别减少15%(81g/km)、37.5%(59g/km),对应2025年、2030年平均油耗约为3.4L/100km、2.5L/100km(按2.37kg CO<sub>2</sub>/L的燃油汽油转换系数)。《节能与新能源汽车技术路线图2.0》给出我国新车的油耗目标,至2025、2030、2035年乘用车平均油耗分别达到4.6L/100km、3.2L/100km、2.0L/100km。

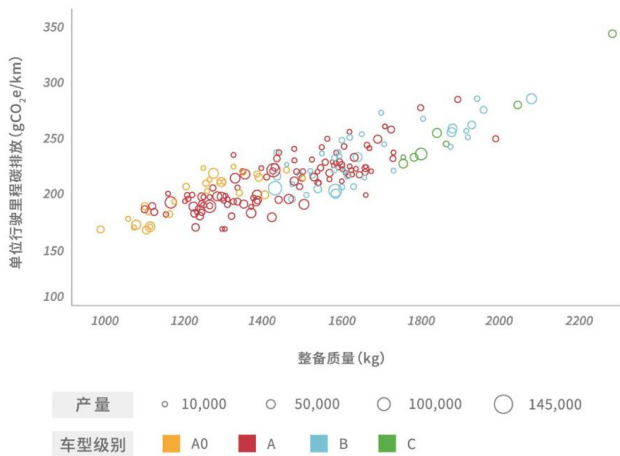
表3: 燃料消耗量目标

	2025年	2030年	2035年
中国	4.6 L/100km	3.2 L/100km	2.0 L/100km
欧盟	3.4L/100km	2.5/100km	-

资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图2.0》、欧盟政府文件,东兴证券研究所

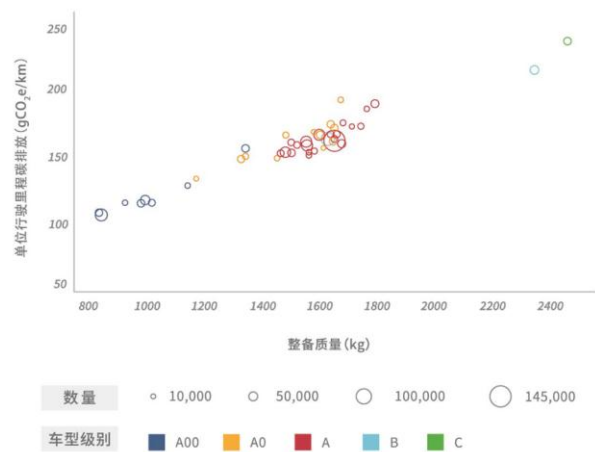
轻量化是减少汽车二氧化碳排放量的重要手段之一。汽车的碳排放量受到整车整备质量、燃油经济性（包括油耗与电耗）等因素的影响。随着汽车轻量化程度和电气化水平的提升，汽车全生命周期（车辆周期+燃料周期）碳排放量将减少。

图13：汽油 M1 类乘用车碳排放量与整备质量的关系



资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

图14：纯电动乘用车碳排放量与整备质量的关系



资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

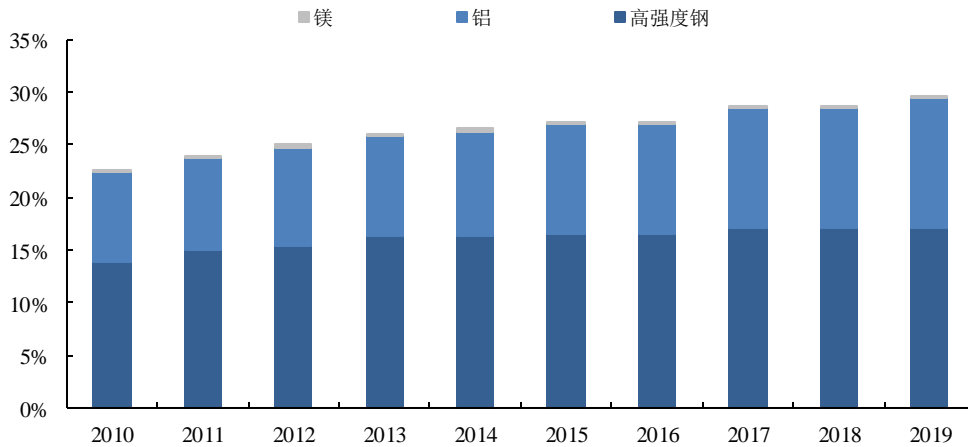
## 2.2 铝是重要的轻量化材料

汽车轻量化的实现包括：1) 加大车身、底盘、动力系统和内外饰等部分的轻量化设计；2) 加大高强度钢、铝合金和碳纤维复合材料等轻量化材料的应用；3) 采用先进的轻量化材料成型技术，以减少零部件使用数量。目前我国乘用车使用的轻量化材料以高强度钢和铝合金为主，据中汽数据统计，2019 年我国乘用车单车使用高强度钢和铝的平均质量为 430kg，占车身质量的 29.5%。

表4：我国轻量化技术发展路线

	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 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 级以上钢材有一定比例的应用
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 55kg
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%

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，东兴证券研究所

**图15：中国乘用车主要轻量化材料占比变化**


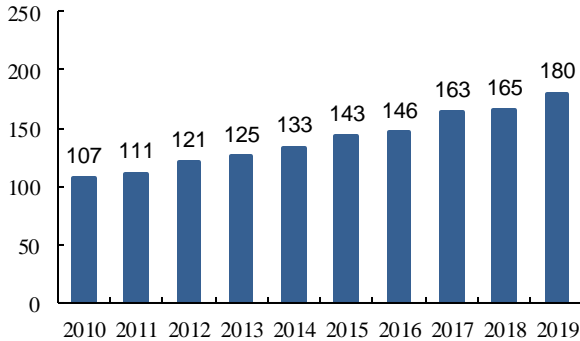
资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

铝合金是理想的汽车轻量化材料，能够在提高车辆安全性和燃油经济性的同时，最大程度减少汽车全生命周期的碳排放量。根据美国铝业协会测算，至2025年、2030年美国轻型车的单车用铝量将分别达到505kg、570kg。美国铝业协会指出，在汽车制造上采用铝合金主要有以下优势：

- 安全性：1) 铝吸收的碰撞能量是钢的两倍，可以提高车辆前后端防撞缓冲区的能量吸收能力，在不增加车身质量的前提下提高安全性；2) 铝具有强度高和质量轻的特性，在其他因素相同的情况下，铝制车辆的制动距离更短。
- 耐用性：铝制零部件能够和钢制的一样坚固，而且铝具有耐腐蚀性，有助于延长车辆使用寿命。
- 可持续性：一辆铝密集度高的汽车全生命周期的能源消耗最多可减少20%，二氧化碳排放量最多可减少17%。
- 燃料高效性：高强度、轻质的铝合金取代钢材，可以让车辆在保持尺寸的同时仍减轻重量。车身质量每减轻10%，可以节省5%-7%的燃料消耗量。在相同电量下，纯电动车每减少10%的质量，可以多行驶10%的距离。
- 车辆性能：铝的机械性好，结构的刚性使得车辆可以提供更好的稳定性和响应能力。

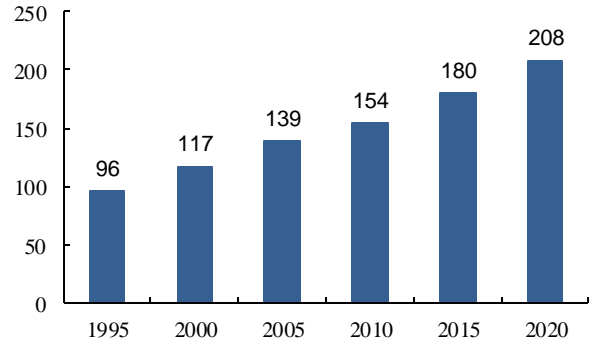
我国的单车用铝量增长较快，正逐步缩小与美国等发达国家的差距。2010年我国乘用车单车用铝量为107kg，而美国轻型车2000年单车用铝量已达到117kg。随着我国汽车轻量化进程的推进，2019年我国乘用车单车用铝量达到180kg，正逐步缩小与美国的差距。

图16：中国乘用车单车用铝量（单位：kg）



资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

图17：北美轻型车单车用铝量（单位：kg）



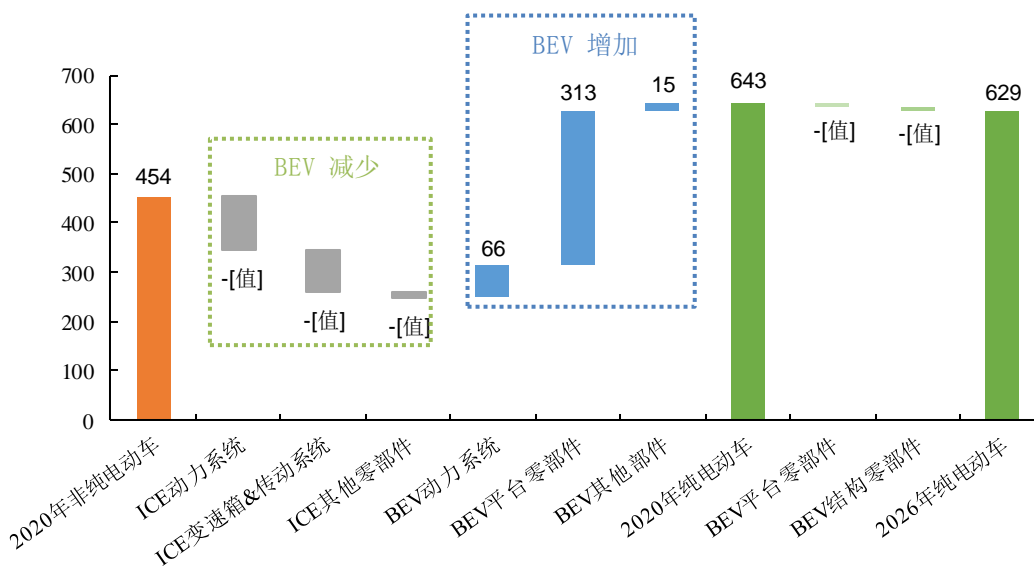
资料来源：DuckerFrontier，东兴证券研究所

### 2.3 电动车渗透率提升，带动铝轻量化行业增长

电动车对汽车轻量化的需求更高，以提高续航里程。纯电动车的车主里程焦虑是影响其渗透率提升的主要原因之一。根据美国铝业协会，相同电量下电动车行驶里程的增加量与重量的减少量大致呈相同比例，即减少10%的重量可以使车辆在相同电量下多行驶10%的距离。由于电动车的电池净增重量超过300kg，那么在现有电池能量密度的情况下，车身质量减少是提升电动汽车续航里程的有效手段。

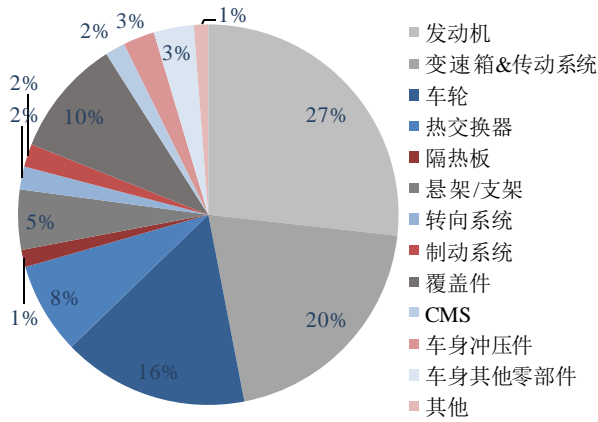
当前纯电动车的平均单车用铝量高于燃油车。根据DuckerFrontier统计测算，2020年北美轻型车中纯电动车型比燃油车型的平均单车用铝量多189磅，其中内燃机和变速箱等非纯电动车的必需零部件减少了205磅，而大量运用铝的电池壳体、电机壳体、车身等零部件增加了394磅。随着纯电动车的级别下探，2026年纯电动车的单车用铝量将比2020年减少14磅。

图18：北美轻型车平均单车用铝量：纯电动车 vs 燃油车（单位：磅）

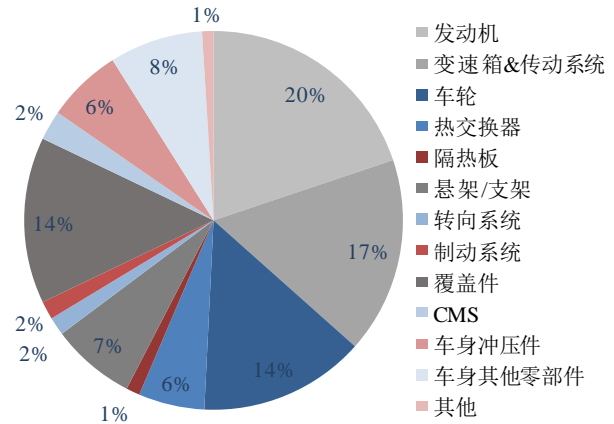


资料来源：DuckerFrontier，东兴证券研究所

注：平台零部件包括白车身、覆盖件、底盘、悬架、车架等；结构零部件包括动力系统、传动系统、变速箱、内饰、热交换器等。

**图19: 2016年北美轻型车主要零部件的用铝量占比**


资料来源: DuckerFrontier, 东兴证券研究所

**图20: 2026年北美轻型车主要零部件的用铝量占比预测**


资料来源: DuckerFrontier, 东兴证券研究所

**节能和新能源汽车将实现对燃油车的逐步替代, 渗透率稳步提升。**根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》, 至 2025、2030 年我国节能和新能源汽车渗透率至少达到 58%、83%。我们测算对应销量将分别至少达到 1345 万辆、2028 万辆, 对应 2020-2025 年 CAGR 为 53%。

**表5: 我国新能源汽车销量目标**

	2025 年	2030 年	2035 年
BEV 和 PHEV 销量占汽车总销量	15%-25%	30%-40%	50%-60%
BEV 占新能源车销量	90%以上	93%以上	95%以上
混动新车占传统能源乘用车销量	50%-60%	75%-85%	100%

资料来源: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》, 东兴证券研究所

**我国 2025 年铝合金市场规模有望超千亿规模。**考虑到中国新能源汽车渗透率的快速提升和节能减排计划的持续推进, 我们预计乐观情况下, 2025 年中国乘用车的单车用铝量将与同期美国轻型车单车用铝量持平。对 2025 年国内铝合金市场进行敏感性测算, 乐观/中性/悲观预期下市场规模将分别达到 2,147/2,045/1,946 亿元, 对应 2020-2025 年的 CAGR 分别为 6.1%/5.1%/4.0%。

**表6: 2025 年我国铝合金市场规模测算**

	乐观	中性	悲观
单车用铝量较 2020 年的 CAGR	3%	2%	1%
单车用铝量 (kg)	229	219	208
乘用车市场用铝量 (万吨)	537	511	487
铝合金单价 (万元/吨)	4.0	4.0	4.0
铝合金市场规模 (亿元)	2147	2045	1946
铝合金市场规模较 2020 年的 CAGR	6.1%	5.1%	4.0%

资料来源: 中汽协、中汽数据、DuckerFrontier, 东兴证券研究所

注: 考虑乐观情况下, 2025 年中国乘用车单车用铝量达到同期美国轻型车水平

### 3. 新能源项目贡献增量，产能释放带动盈利能力回升

针对市场需求，公司将募集的资金用于扩大产能、丰富产品结构和提高生产效率，大部分项目建设已落地完工。目前公司投资的项目中，“汽车精密压铸加工件改扩建项目”、“汽车雨刮系统零部件建设项目”和“精密金属加工件建设项目”已投产并在 2020 年度共实现效益 9,419 万元。“汽车轻量化铝合金精密压铸件项目”预计在 2022 年投产。

表7：公司募资所投项目

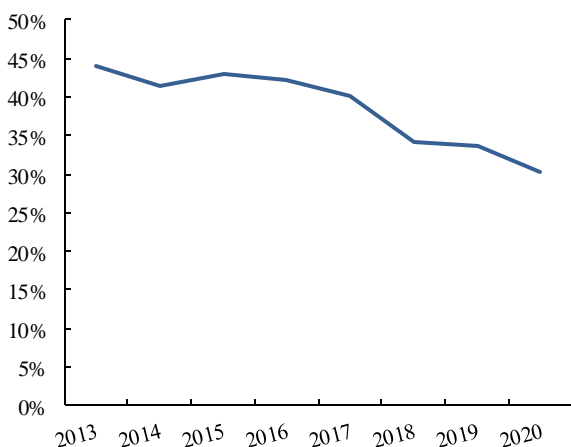
项目	达到预定可使用状态日期	2020 年度实现的效益/万元	是否达到预计效益	产能规划/万件	预计可实现收入/万元
汽车精密压铸加工件改扩建项目	2020 年	5,369.70	是	6,500	120,250
汽车雨刮系统零部件建设项目	2019 年	2,519.63	是	4,000	31,200
精密金属加工件建设项目	2019 年	1,529.66	是	2,500	20,500
技术研发中心建设项目	2019 年	不适用	不适用	不适用	不适用
新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目	2020 年	—	—	1,200	30,000
汽车轻量化铝合金精密压铸件项目	2022 年	—	—	3,000	60,000

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**新能源汽车项目有望贡献业绩新增量。**公司“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”于 2020 年 6 月完成厂房竣工交付，目前已获得或已开发博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机、李尔、舍弗勒、博泽、埃贝赫、Proterra、伟创力、采埃孚、日本电产、Stellantis、Romeo Power 等新能源汽车新客户或新项目。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%，预计新能源项目的投资回收期为 6.38 年。

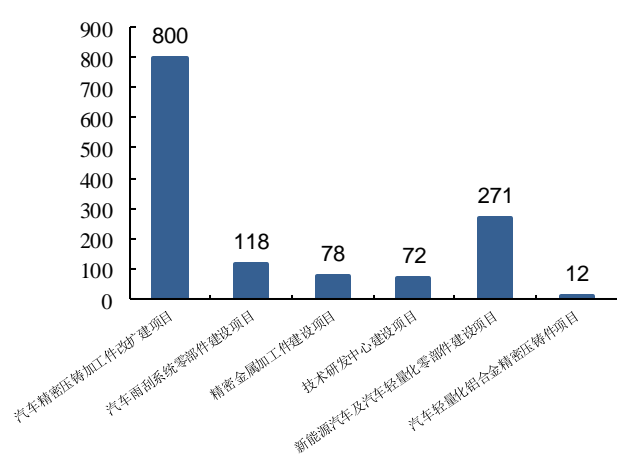
**产能利用率将提升，带动公司盈利水平回升。**近年公司毛利率出现下滑，我们认为主要原因有：1) 公司上市以来加速产能扩建，固定资产的折旧摊销影响到公司的毛利率；2) 受疫情影响，全球车市下滑，导致公司产能利用率不达预期。我们认为，随着公司的产能建设相继落地，以及汽车需求回暖，产能利用率提升将带动公司整体盈利能力的回升。

图21：公司毛利率



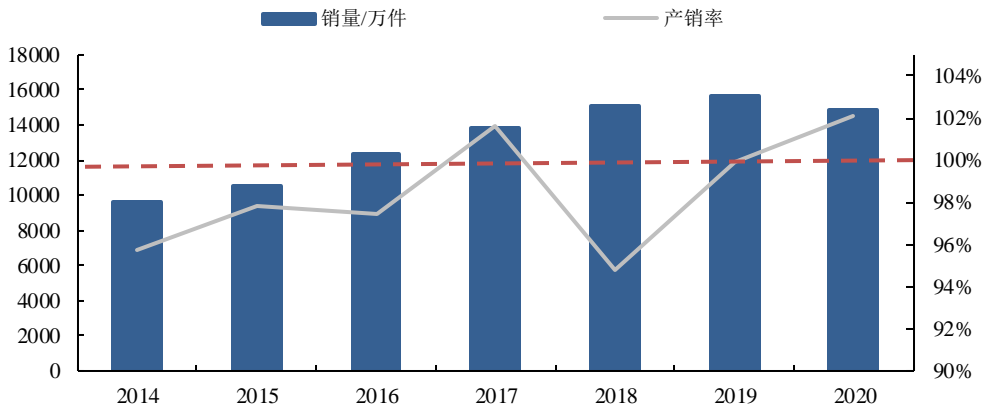
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图22：截至 2020 年底公司项目累计投资额（单位：百万元）



资料来源：公司官网，东兴证券研究所



**图23: 公司汽车类产品销量与产销率**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所 注: 产销率=销量/产量

## 4. 投资建议

**公司是铝合金精密压铸件的全球隐形冠军。**公司是全球领先的中小件铝合金压铸制造企业。公司拥有优质的客户资源，与国际知名的汽车零部件 Tier 1 建立了稳定的合作关系。据测算，公司汽车雨刮系统零部件产品的全球市场份额约 30%，主要配套客户包括法雷奥、博世等。2019 年公司获得中国铸造协会颁发的“第二届中国铸造行业压铸件生产企业综合实力 50 强”。

**铝合金市场规模增长，公司作为领先企业将受益。**中国双碳目标的完成时点明确，对汽车行业提出了更高的要求，轻量化是汽车节能减排的重要手段之一。铝合金是理想的汽车轻量化材料，能够在提高车辆安全性和燃油经济性的同时，最大程度减少汽车全生命周期的碳排放量。随着新能源汽车的渗透率提升和汽车轻量化的加速推进，我们测算 2025 年中国铝合金市场规模在乐观/中性/悲观预期下将分别达到 2,147/2,045/1,946 亿元，对应 2020-2025 年 CAGR 分别为 6.1%/5.1%/4.0%，公司作为国内市场的领先企业将受益。

**成熟的中小件压铸工艺、精益化的管理模式和优质稳定的客户资源，是公司发展的竞争优势。**(1) 公司从事铝压铸件业务已有 18 年，专注于中小件铝合金压铸件，优秀的同步开发能力和产品质量获得了客户认可；(2) 公司采用分业生产模式和柔性制造技术，提高了生产效率，也利于各单位加深对产品的理解；(3) 公司拥有优质的客户资源，与全球知名的汽车零部件 Tier 1 建立了稳定的合作关系，并及时响应客户的新业务需求。

**长期看，新能源汽车项目将贡献业绩增量，产能释放带动公司的盈利能力回升。**为拓展新能源汽车零部件市场，满足客户的需求，公司将部分募集资金投资“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”，规划产能 1,200 万件，预计可实现收入 30,000 万元。公司公告称，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%。我们认为，公司的新能源产品订单充足，单件价值较原产品有较大提升，有望成为业绩新增量。随着公司产能建设的落地，以及汽车需求回暖，产能利用率提升带动公司整体盈利能力的回升。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是铝合金精密压铸件的全球隐形冠军。我们认为，公司可以凭借先进的研发生产水平、优质稳定的客户资源、优秀的精益化管理能力，在巩固现有市场份额的同时，把握行业增长带来

的市场空间。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.40、6.87 和 8.15 亿元, 对应 EPS 分别为 0.63、0.80 和 0.95 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 23、18 和 15 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

全球乘用车市场销量不及预期; 原材料价格上涨; 汇率波动; 运价上涨风险。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	3213	3371	3859	4370	5121	<b>营业收入</b>	2627	2591	3340	3941	4650
货币资金	1962	1941	2305	2642	3294	<b>营业成本</b>	1740	1804	2255	2562	2999
应收账款	641	768	824	843	868	营业税金及附加	27	23	104	122	144
其他应收款	24	30	39	46	54	营业费用	112	36	130	166	195
预付款项	1	3	6	10	15	管理费用	164	205	84	99	116
存货	442	465	498	625	663	财务费用	-34	-27	-39	-34	-34
其他流动资产	86	48	70	88	109	研发费用	117	129	184	217	256
<b>非流动资产合计</b>	2084	2286	2386	2577	2717	资产减值损失	1	-2	0	0	0
长期股权投资	5	17	20	23	25	公允价值变动收益	-4	23	0	0	0
固定资产	1398	1616	1704	1853	1959	投资净收益	25	21	27	27	27
无形资产	212	332	376	412	442	加:其他收益	14	18	14	14	14
其他非流动资产	47	33	0	0	0	<b>营业利润</b>	535	475	665	852	1015
<b>资产总计</b>	5297	5658	6245	6946	7838	营业外收入	27	20	26	26	26
<b>流动负债合计</b>	639	641	687	711	797	营业外支出	4	4	4	4	4
短期借款	37	4	0	0	0	<b>利润总额</b>	559	490	687	874	1037
应付账款	242	271	280	302	422	所得税	107	53	131	166	197
预收款项	1	0	0	0	0	<b>净利润</b>	452	438	557	708	840
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	13	12	17	21	25
<b>非流动负债合计</b>	541	568	547	547	547	归属母公司净利润	439	426	540	687	815
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	1180	1209	1234	1259	1344	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	39	76	92	114	139	营业收入增长	4.75%	-1.38%	28.95%	17.99%	17.99%
实收资本(或股本)	857	860	860	860	860	营业利润增长	-7.27%	-11.28%	40.13%	28.09%	19.12%
资本公积	1824	1888	1888	1888	1888	归属于母公司净利润增长	-6.14%	-3.08%	26.78%	27.19%	18.64%
未分配利润	1226	1394	1874	2485	3211	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	4078	4373	4918	5574	6355	毛利率(%)	33.75%	30.34%	32.50%	35.00%	35.50%
<b>负债和所有者权益</b>	5297	5658	6245	6946	7838	净利率(%)	17.21%	16.89%	16.66%	17.96%	18.06%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元						总资产净利润(%)	8.30%	7.53%	8.65%	9.89%	10.39%
						ROE(%)	10.78%	9.74%	10.98%	12.32%	12.82%
<b>经营活动现金流</b>	949	741	712	828	1147	<b>营运能力</b>					
净利润	452	438	557	708	840	总资产周转率	0.52	0.47	0.56	0.60	0.63
折旧摊销	346	332	212	250	294	应收账款周转率	4	4	4	5	5
财务费用	-34	-27	-39	-34	-34	应付账款周转率	10.37	10.09	12.12	13.56	12.85
应收账款减少	0	-127	-56	-19	-26	<b>每股指标(元)</b>					
预收账款增加	0	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.50	0.63	0.80	0.95
<b>投资活动现金流</b>	239	-445	-369	-505	-504	每股净现金流(最新摊薄)	1.17	0.02	0.16	0.16	0.53
公允价值变动收益	-4	23	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.08	5.72	6.48	7.39
长期投资减少	0	0	-3	-3	-2	<b>估值比率</b>					
投资收益	25	21	27	27	27	P/E	27.25	28.34	22.58	17.75	14.96
<b>筹资活动现金流</b>	-189	-277	-205	-190	-187	P/B	2.98	2.79	2.48	2.19	1.92
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.35	6.27	11.05	8.43	6.61
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	7	3	0	0	0						
资本公积增加	45	64	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	1008	-25	137	133	456						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	【东兴汽车】汽车行业研究报告：智能驾驶之路	2021-05-18
行业普通报告	汽车行业报告：智能电动化下自主企业大机遇	2021-04-20
行业深度报告	汽车行业：OTA 催化乘用车消费大变革	2021-01-13
行业普通报告	汽车行业：如何看五菱宏光 MINIEV 月销量破 3 万辆？	2020-12-06
行业普通报告	汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环	2020-11-18
行业普通报告	汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展	2020-11-04
行业普通报告	汽车行业：增值业务谁与争锋，且看经销商的突围	2020-09-25
行业深度报告	从小鹏汽车看全栈开发，能否撑到春暖花开？	2020-09-08

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526