

国际产业转移带来投资机会

——广东鸿图（002101）调研快报

2010年5月24日

推荐/维持

广东鸿图

调研快报

杨丽萍 yanglp@dxzq.net.cn 010-66507311

林阳 执业证书编号：S1480208070051

事件：

近日于北京约见广东鸿图董事长、董秘，了解公司生产、经营及未来发展计划等情况。

问题 1：公司目前订单情况？

公司主要产品为汽车零部件与通讯件压铸件，2009年两者营业收入占比为70%：30%。目前汽车压铸件订单饱满，国外订单情况好于国内，国外客户有通用、克莱斯勒等；国内客户为广汽本田、东风本田等。

通讯压铸件订单和去年持平，主要由于CDMA项目投资进程低于预期，华为等部分订单推迟，若未来国家加大投资力度，订单可能会有较大幅度增长。

整体而言，公司2010年产能供不应求，目前在手订单饱满，全年以“三班倒方式”排产，月产销量在1500-1600吨左右，全年总产销量近1.9万吨，同比2009年1.4万吨增长36.7%。

问题 2：公司铝合金压铸件未来增长空间？

2001年以来，我国压铸件年均增长率达13.25%。铝合金压铸件应用范围较广，其中大部分（各国不一样，基本比例在45%-80%之间）应用于汽车工业，因而其增长主要来源于汽车产量的增加及汽车用铝合金件比例的增加。

汽车产量的增加：国内汽车行业中长期增长的理由有三，首先，按照汽车产业发展经验，人均GDP达到3000美元，汽车消费将进入平稳成长期，2008年国内人均GDP达到3300美元，表明中国将进入一个汽车消费的新阶段。其次，2008年中国汽车出口68万辆，占汽车生产量的7.29%，根据国外发展经验，该比例具有较大的提升空间。再次，在国家平衡经济结构、提高居民收入、扩大内需的宏观精神下，汽车消费将在未来较长一段时期内受到政策面的鼓励与支持。

表 1 日本、韩国汽车快速发展阶段总结及中国汽车产量增速预测

	时间区间	经历时间(年)	生产量CAGR%	国内消费CAGR%	出口CAGR%	实际GDPCAGR%
日本	1965年-1990年	26	8.29%	6.55%	13.58%	5.40%
韩国	1989年-1996年	8	12.33%	10.27%	16.42%	7.74%
中国预测	2008年-2018年	10	12.37%	11.18%	22.06%	8.02%

资料来源：CEIC

汽车铝合金件比例的增加: 随着汽车工业节能减排标准的提高, 汽车轻量化将导致铝合金需求量的增加。2006年欧美日的小汽车平均用铝量达到 127kg/辆。欧洲铝协 (EAA) 预测, 在 2015 年前, 欧洲小汽车用铝量将增至 300kg/辆。汽车重量每减轻 10%, 最多可实现节油 8%。每使用 1kg 铝, 可使汽车寿命期减少 20kg 的尾气排放。

在下游需求增长的情况下, 预计我国铝合金压铸件行业未来两年仍有可能保持 10% 以上的增长速度。

问题 3: 国内竞争格局及公司竞争对手情况?

目前国内压铸件企业整体水平较低, 行业集中度非常低, 年收入超过 5 亿的不足 10 家。压铸业发达的国家行业集中度较高, 单个企业规模较大, 如国际规模较大的压铸企业销售收入在 60 亿美元以上。因此国内压铸件行业存在较大的整合机会, 公司成长空间较大。

表 2 压铸件产品主要生产企业

公司	压铸机设备	主要产品	备注
渝江压铸集团	拥有压铸机 135 台, 年产压铸件 8 万吨。其子公司渝美压铸有限公司计划装备 2500 吨至 3500 吨压铸机 13 台。	铝合金: 摩托车、汽油机、高速艇件等	专业压铸厂
广东鸿图	拥有 250 吨至 3000 吨以上压铸机共 30 余台。	铝合金: 汽车件、通讯件、机电件等	专业压铸厂
广东文灿压铸有限公司	拥有日本、瑞士 125 吨至 1650 吨压铸机 62 台, 年生产能力近 2 万吨, 产品 80% 出口	铝合金: 家电件、机械件、通讯件、汽车件等	专业压铸厂
漳州灿坤实业有限公司	压铸机 162 台	铝合金: 家电产品、煎烤器、熨斗、咖啡壶、汽车缸体、缸盖等	为灿坤集团内部配套
上海乾通汽车附件有限公司	25 台 1500 吨-3550 吨 (04 年数据, 无最新数据)	铝合金: 汽车件、机械件等	为上汽配套
东莞长安鸿图制造厂有限公司	125 吨至 1800 吨压铸机 55 台, 压铸件年生产能力逾万吨。	铝合金: 通讯件、汽车件、电器件等	专业压铸厂

资料来源: 公司公告、东兴证券

表 3 广东鸿图分类产品主要竞争对手

汽车类铝合金压铸件	通讯设备类铝合金压铸件	机电类铝合金压铸件
上海乾通汽车附件有限公司、长春一汽联合压铸有限公司、宁波市北仑模具压铸有限公司	广东东莞鸿图制造厂有限公司	广东文灿压铸有限公司

资料来源: 公司公告、东兴证券

问题 4: 公司未来承接国际产业转移的空间有多大?

目前，一些国际汽车巨头淘汰了原南美的供应商而转向中国，国际汽车压铸件生产呈现向中国转移的趋势。这主要是因为中国产品的性价比较高、成本较低，而成本中除人工成本较低外，集群配套的优势也较为明显。

公司目前的国际客户有美国通用、克莱斯勒、日产、康明斯等，由于研发新品得到肯定，公司目前正在与克莱斯勒商谈进行深度合作，主要为克莱斯勒新型凤凰发动机提供油底壳、集油盘压铸件。由于该款发动机节油环保、适用性较广，可配备 1.6-4.6t 排量汽车，因而未来产量较大。广东鸿图是国内该零部件唯一的供应商，供应量占该款零部件全球份额的 60%-70%。该款发动机的量产将为公司带来较大增长空间。除凤凰发动机零部件外，克莱斯勒表示希望能与公司开展更为全面的合作。

问题 5: 公司未来发展规划?

公司目前压铸件产能 2.4 万吨，增发后扩产达到 3.6 万吨，第二步努力实现 5 万吨产量，以每吨 4 万元人民币计算，公司中期产值目标为 20 亿元人民币。

问题 6: 公司毛利率情况?

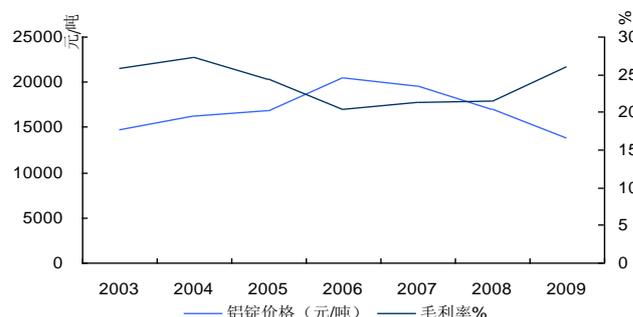
公司生产经营所需的主要原材料为铝合金锭，价格主要受铝锭价格影响。铝合金锭的成本占公司总生产成本 50% 左右。从公司的实际情况来看，铝合金锭价格长期稳定的上涨（或下跌）对公司经营业绩的影响有限；铝合金锭价格短期大幅度的上涨（或下跌）将在短期内对公司的经营业绩产生较大影响。公司 09 年毛利率的提升主要因为加强管理、节能降耗，未来会通过开发新产品提升公司整体毛利率水平。

图 1: 铝锭价格走势



资料来源: wind 资讯, 东兴证券

图 2: 公司毛利率与铝锭价格对比关系



资料来源: wind 资讯, 东兴证券

问题 7: 公司的核心竞争力及装备水平?

公司的核心竞争力为对客户的快速反应能力，公司利用一年时间开发出克莱斯勒新型发动机零部件，令客户非常满意，2009 年获得该公司颁发的“凤凰油底壳/集油盘项目组卓越开发团队奖”。公司装备水平较高，拥有 250 吨至 3000 吨以上压铸机共 30 余台，其中 1250 吨-2150 吨的压机占 70%，在国内同行中居于较高水平。

问题 8: 公司经营的主要风险?

公司产品直接与间接出口比重为 50%，出口的主要风险在于人民币升值。另外铝价上涨也对公司利润形成一定影响。

盈利预测及投资建议:

公司的主要看点为国际产业转移及国内产业集中度提升带来的增长机会，由于国内压铸企业装备、设计及生产工艺不断提高，未来有望进一步提升国际竞争能力。另外，公司目前是国有企业，管理层激励不如民营企业，但公司表示将尽力逐步解决该问题，因而未来公司管理水平有望改善。维持公司 10-12 年 EPS1.02、1.23、1.52 元的盈利预测，对应 PE 为 22.99、19.17、15.47 倍，维持“推荐”评级。

表 4 公司财务指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	559.59	499.90	658.76	795.48	978.51
主营收入增长率	16.23%	-10.67%	31.78%	20.75%	23.01%
EBITDA（百万元）	71.05	93.97	129.05	149.28	171.48
EBITDA 增长率	16.80%	32.26%	37.33%	15.68%	14.87%
净利润（百万元）	28.94	45.87	68.55	82.20	101.87
净利润增长率	-15.69%	58.46%	49.45%	19.92%	23.92%
ROE	7.78%	11.33%	15.14%	16.11%	17.52%
EPS（元）	0.430	0.680	1.023	1.227	1.520
P/E	54.70	34.59	22.99	19.17	15.47
P/B	4.23	3.89	3.48	3.09	2.71
EV/EBITDA	24.20	17.87	13.01	11.09	9.32

表 5 公司盈利预测

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
营业收入	559.59	499.90	658.76	31.78%	795.48	20.75%	978.51	23.01%
营业成本	439.22	370.23	489.68	32.26%	594.92	21.49%	732.84	23.18%
营业费用	34.63	26.69	34.26	28.34%	39.77	16.11%	48.93	23.01%
管理费用	35.24	41.98	46.77	11.42%	56.48	20.75%	70.45	24.74%
财务费用	17.06	10.22	7.58	-25.80%	7.58	0.02%	6.22	-18.01%
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	30.00	50.86	77.47	52.33%	93.20	20.31%	115.86	24.31%
利润总额	33.55	52.72	78.97	49.80%	94.70	19.92%	117.36	23.92%
所得税	4.61	6.85	10.42	52.11%	12.50	19.92%	15.49	23.92%
净利润	28.94	45.87	68.55	49.45%	82.20	19.92%	101.87	23.92%
归属母公司所有者的净利润	28.94	45.87	68.55	49.45%	82.20	19.92%	101.87	23.92%
NOPLAT	40.60	53.13	73.83	38.94%	87.48	18.50%	105.96	21.13%
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	74.67	68.08	85.64	25.79%	103.41	20.75%	127.21	23.01%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	102.97	119.07	126.34	6.10%	152.56	20.75%	187.66	23.01%
预付款项	11.76	15.88	10.98	-30.84%	16.93	54.17%	24.26	43.28%
存货	72.21	85.11	119.40	40.30%	145.06	21.49%	178.69	23.18%

流动资产合计	286.15	298.14	363.68	21.98%	443.71	22.01%	549.49	23.84%
非流动资产	389.15	388.11	425.35	9.60%	426.85	0.35%	397.45	-6.89%
资产总计	675.30	686.25	789.03	14.98%	870.56	10.33%	946.94	8.77%
短期借款	140.18	95.30	111.96	17.48%	103.37	-7.67%	66.38	-35.78%
应付帐款	48.93	77.77	101.96	31.11%	123.87	21.49%	152.59	23.18%
预收款项	0.22	0.18	2.82	1461.20%	6.00	113.02%	9.91	65.26%
流动负债合计	228.91	206.60	258.40	25.07%	279.39	8.12%	281.46	0.74%
非流动负债	74.18	74.97	77.97	4.00%	80.97	3.85%	83.97	3.71%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	372.21	404.67	452.66	11.86%	510.20	12.71%	581.51	13.98%
净营运资本	57.24	91.53	105.28	15.01%	164.32	56.08%	268.02	63.11%
投入资本 IC	515.71	508.22	518.34	1.99%	552.52	6.59%	604.05	9.33%
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
净利润	28.94	45.87	68.55	49.45%	82.20	19.92%	101.87	23.92%
折旧摊销	23.99	32.90	0.00	N/A	48.50	N/A	49.40	1.86%
净营运资金增加	13.57	34.29	13.74	-59.92%	59.04	329.60%	103.71	75.65%
经营活动产生现金流	56.07	96.71	110.51	14.27%	106.10	-3.99%	115.06	8.44%
投资活动产生现金流	(95.51)	(32.56)	(82.50)	N/A	(50.50)	N/A	(20.50)	N/A
融资活动产生现金流	24.70	(65.74)	(10.45)	N/A	(37.83)	N/A	(70.76)	N/A
现金净增 (减)	(14.73)	(1.59)	17.56	N/A	17.77	1.21%	23.79	33.88%

分析师简介

杨丽萍

金融学硕士，2008年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。