

专注中小件，毛利率企稳+产能扩张保障盈利较高增长



核心观点

- **公司是铝合金精密铸件中小件领先企业。**公司主要从事汽车铝合金精密铸件的研发、生产及销售，汽车类产品收入比重达到 95%，公司在汽车铝合金精密铸件中小件具备竞争实力，下游客户均是国际零部件企业，客户质地优秀，订单稳定，随着公司产品规模的提升，公司盈利能力将继续提高。
- **专注中小件，盈利能力高，新能源汽车配套产品是未来增长点。**公司专注中小件，中小件产品单价高，附加值更高，毛利率相对也更高。公司建立了完善产业链布局和精益生产管理。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，已获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒等新能源汽车项目。预计新能源汽车项目成为重要盈利增长点。
- **毛利率：预计逐步企稳向上。**近年来汽车类毛利率呈现下滑趋势，从 2013 43.9% 下降至 2018 年 33.4%，2017 年至 2019 年上半年毛利率下滑主要固定资产折旧增速超过收入增速。随着产能扩张项目结束，今年上半年资本开支为 1.97 亿元，同比下降 37.3%，固定资产为 14.28 亿元，较 2018 年末下滑 1.5%。随着募投项目中大部分产能扩张项目在 2019 年建设完毕，预计 2020 年固定资产折旧增速将较 2019 年降低，预计 2020 年毛利率有望企稳回升。2021 年及之后固定资产折旧增速继续下降，折旧压力继续减轻；毛利率有望持续回升。
- **下游客户质地优秀，主要是国际龙头企业。**公司前五大客户均为国际零部件供应商，包括法雷奥、博世、格特拉克、克诺尔、麦格纳、电产和耐世特等。公司凭借竞争优势及和客户长期稳定的合作关系，持续获得新项目订单。
- **竞争格局：国际集中度高，国内分散，公司具备竞争优势。**在国际上汽车铝合金铸件行业市场集中度较高。国内竞争格局相对分散。公司具备规模优势，经营能力强于竞争对手。

财务预测与投资建议：预测 2019-2021 年 EPS 为 0.53、0.67、0.83 元，可比公司为汽车零部件相关公司，可比公司 19 年 PE 平均估值 25 倍，目标价 13.25 元，首次给予买入评级。

风险提示：汽车铝合金铸件配套收入低于预期、新能源车产品收入低于预期、产能扩张不及预期

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,175	2,507	2,836	3,331	3,834
同比增长	20.0%	15.3%	13.1%	17.4%	15.1%
营业利润 (百万元)	581	577	581	732	914
同比增长	-3.8%	-0.8%	0.6%	26.2%	24.8%
归属母公司净利润 (百万元)	466	468	455	575	710
同比增长	-3.6%	0.6%	-2.9%	26.5%	23.5%
每股收益 (元)	0.54	0.55	0.53	0.67	0.83
毛利率	40.0%	34.2%	33.3%	34.6%	35.8%
净利率	21.4%	18.7%	16.0%	17.3%	18.5%
净资产收益率	17.3%	12.8%	11.5%	13.4%	15.1%
市盈率 (倍)	19.2	19.1	19.6	15.5	12.6
市净率 (倍)	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2019 年 09 月 16 日)	10.93 元
目标价格	13.25 元
52 周最高价/最低价	11.26/7.28 元
总股本/流通 A 股 (万股)	85,672/26,715
A 股市值 (百万元)	9,364
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019 年 09 月 16 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-2.5	32.3	38.4	17.4
相对表现 (%)	-2.1	25.7	30.1	-4.7
沪深 300 (%)	-0.4	6.7	8.3	22.1



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

目 录

1 公司是铝合金精密压铸件中小件领先企业.....	5
2 专注中小件，毛利率企稳+产能扩张保障盈利较高增长.....	5
2.1 公司产品在汽车中的运用.....	5
2.2 铝合金精密压铸件市场空间较大.....	7
2.3 小而精的产品，具备核心竞争力.....	8
2.4 新能源汽车配套产品是未来增长点.....	12
2.5 毛利率：预计逐步企稳向上.....	14
2.6 新建产能保障盈利增长.....	17
2.7 收入有望保持较快增长.....	18
3 下游客户质地优秀，主要是国际龙头企业.....	19
3.1 下游客户是国际龙头零部件公司.....	19
3.2 对核心客户的收入保持稳定增长.....	20
3.3 持续获得客户订单.....	21
4 竞争格局：国际集中度高，国内分散.....	22
4.1 国际竞争格局：集中度较高.....	22
4.2 国内竞争格局：相对分散.....	24
5 盈利预测及估值.....	26
6 主要风险.....	28

图表目录

图 1：公司主要产品收入构成	5
图 2：爱柯迪主要产品情况	6
图 3：公司汽车铝合金精密铸件在汽车中应用广泛	6
图 4：我国汽车行业平均燃料消耗量水平	7
图 5：未来汽车行业平均油耗达标值	7
图 6：国内汽车单车铝使用量情况	7
图 7：国内乘用车铝合金零部件市场规模预测	8
图 8：汽车精密铝合金铸件中小件供应商和大件供应商对比	9
图 9：公司具有完整的产业链布局	10
图 10：公司的分业生产管理模式	11
图 11：公司不同重量汽车铝合金铸件销售收入占比（2014–2016）	11
图 12：爱柯迪与可比公司零部件类别数与单类别收入情况	12
图 13：爱柯迪与可比公司零部件销量与单价情况	12
图 14：公司主要新能源汽车产品	12
图 15：爱柯迪新能源汽车客户情况	13
图 16：公司汽车类毛利率变动情况	14
图 17：汽车类产品单位成本及单位售价情况（元/件）	15
图 18：公司资本开支情况	15
图 19：公司固定资产及增长情况	15
图 20：公司固定资产折旧情况	15
图 21：公司 2014 年来资本开支、固定资产和固定资产折旧增速情况	16
图 22：公司固定资产折旧及增速预测	16
图 23：2013 年至 2016 年公司产能情况	17
图 24：2013 年至 2017 年公司产能利用率情况	17
图 25：公司不同系统产品销量和产能增加规划	18
图 26：汽车类产品收入及增速预测	18
图 27：公司汽车类产品毛利率预测	18
图 28：公司主营业务收入境内外销量占比情况	19
图 29：公司与部分客户合作历史与供应的产品情况	20
图 30：公司前五大客户收入各自占比情况	20
图 31：公司前五大客户收入合计占比情况	20
图 32：公司对核心客户收入情况	21
图 33：公司获取订单情况	22
图 34：国际规模领先的汽车铝合金铸件公司	22

图 35：国际汽车压铸件公司汽车压铸件收入规模	23
图 36：国内大型压铸企业占比情况.....	24
图 37：国内压铸件生产企业综合实力排行（2017 年）	24
图 38：国内主要压铸上市公司汽车铝合金压铸业务收入情况（2018 年）	24
图 39：爱柯迪和行业汽车类压铸件产品毛利率情况.....	26
图 40：爱柯迪和可比公司汽车类压铸件产品毛利率情况	26
图 41：爱柯迪和可比公司净利率情况	26
图 42：爱柯迪和可比公司 ROE 情况	26
表 1：汽车精密铝合金压铸件中小件和大件产品的区别	9
表 2：公司主要客户在全球汽车零部件供应商排行	19
表 3：国际汽车压铸件龙头公司的客户情况	23
表 4：国内汽车压铸件企业汽车铝合金压铸件产品情况	25
表 5：收入分类预测表	27
表 6：可比公司估值比较.....	27

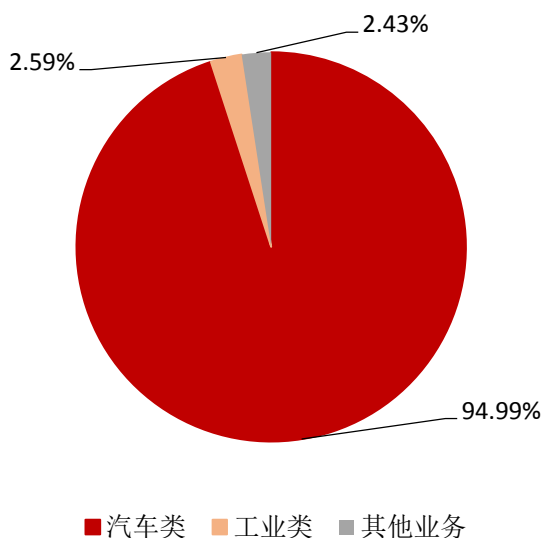
1 公司是铝合金精密压铸件中小件领先企业

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。

汽车类产品收入比重达到 95%，工业类产品收入比重 2.59%，汽车类铝合金精密压铸件是公司主要收入和利润来源。

公司在汽车铝合金精密压铸件中小件具备竞争实力，下游客户均是国际零部件企业，客户质地优秀，订单稳定，随着公司产品规模的提升，公司盈利能力将继续提高。

图 1：公司主要产品收入构成



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 专注中小件，毛利率企稳+产能扩张保障盈利较高增长

2.1 公司产品在汽车中的运用

公司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。公司的产品主要是通过压铸和精密机加工工艺生产的铝制汽车零部件，可以适应汽车轻量化、节能环保需求等要求。

从应用上来看，汽车雨刮系统部件用于构成汽车雨刮器并实现智能化；汽车转向系统零部件覆盖了转向功能的大部分零件，是实现轻量化的关键；汽车发动机系统部件应用于燃油滤清、发动机进气控制、马达和发电机启动、发动机供油和制动、发动机冷却以及驻车加热等；汽车传动系统部件各部件用于汽车动力传输和速度调节；汽车制动系统部件应用于制动执行、控制及制动安全保障；此外，公司其他系列零件主要用于汽车空调和后视系统。

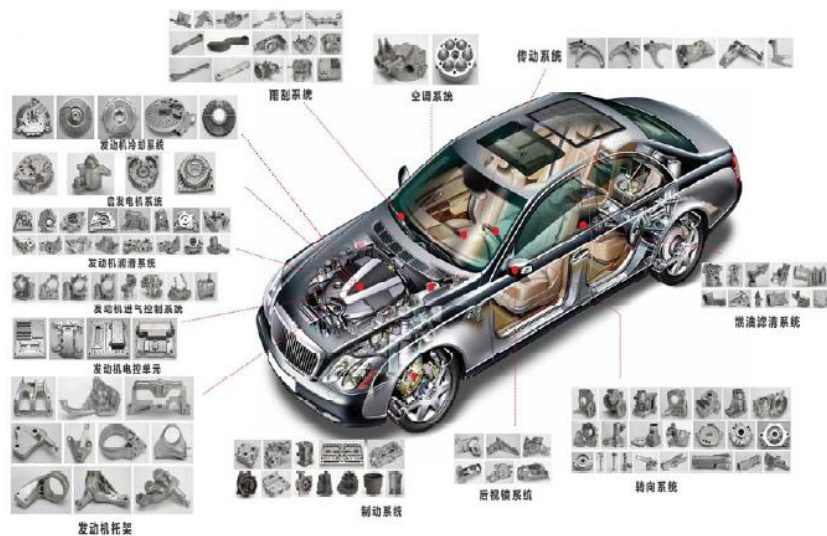
图 2：爱柯迪主要产品情况

所属汽车系统	主要功能	零部件产品	
汽车雨刮系统	构成完整的雨刮器驱动、连杆支架、输出摇臂等功能	雨刮电机壳体、连杆支架、驱动臂	
汽车转向系统	覆盖大部分转向功能部件，实现汽车轻量化	转向支架、助力转向壳体、转向器管柱等	
汽车发动机系统	燃油滤清系统	控制燃油清洁度及温度，确保发动机稳定工作	滤清器壳体、油冷器壳体
	发动机进气控制系统	发动机进气的控制、过滤及尾气循环利用	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、真空泵壳体
	发动机冷却系统	控制发动机工作温度	硅油离合器
	驻车加热系统	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	发动机到各轮胎的动力传输及速度调节	压力盘、后盖、变速拨叉、差速器壳体等	
汽车制动系统	汽车制动执行、控制及制动安全保障	单缸盖、双缸盖、盖板、制动主缸等	
汽车其它系列零件	汽车空调系统	车内温度调节功能	缸体、前盖、后盖
	汽车后视系统	汽车后视及监视功能	后视镜支架、倒车摄像头壳体

数据来源：招股说明书、东方证券研究所

从功能应用上来看，公司不同类型产品功能各不相同，覆盖汽车零部件的范围较广。公司一直以来专注于提供铝合金精密压铸件，目前已经在多个产品系列领域形成了较强的行业竞争力，成为国内领先的铝合金精密压铸件供应商。

图 3：公司汽车铝合金精密压铸件在汽车中应用广泛

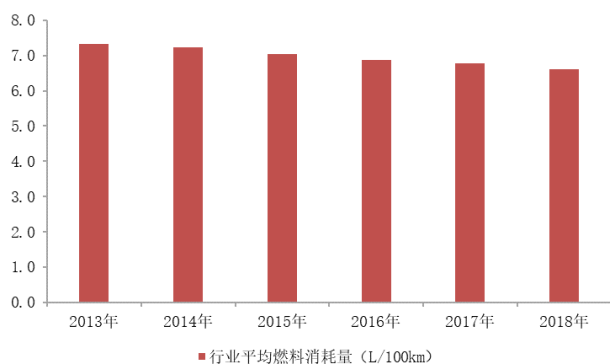


数据来源：招股说明书、东方证券研究所

2.2 铝合金精密压铸件市场空间较大

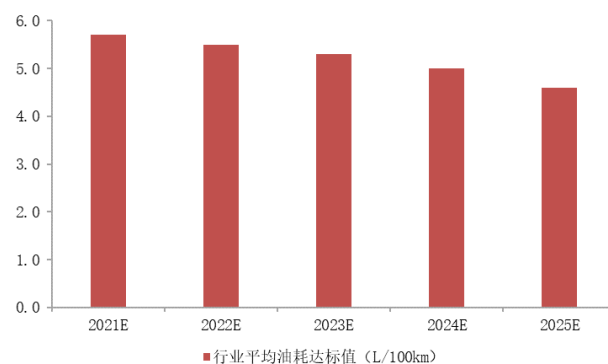
面对能源供需矛盾和对环境保护要求的提升，传统汽车节能减排要求不断提升。国家通过制定各种针对乘用车燃料消耗量标准的法律法规等，推进汽车节能技术的发展，降低乘用车燃料消耗水平。2013年至2018年，我国汽车行业平均燃料消耗量水平从7.3L/km下降到6.6L/km，年均下降2.1%。根据2019年7月工信部发布的《〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉修正案（征求意见稿）》，未来我国汽车行业平均油耗达标值将进一步降低，至2025年将降低至4.6L/km，较2018年年均下降5.0%，未来行业油耗标准要求严格。

图 4：我国汽车行业平均燃料消耗量水平



数据来源：中汽数据中心、东方证券研究所

图 5：未来汽车行业平均油耗达标值

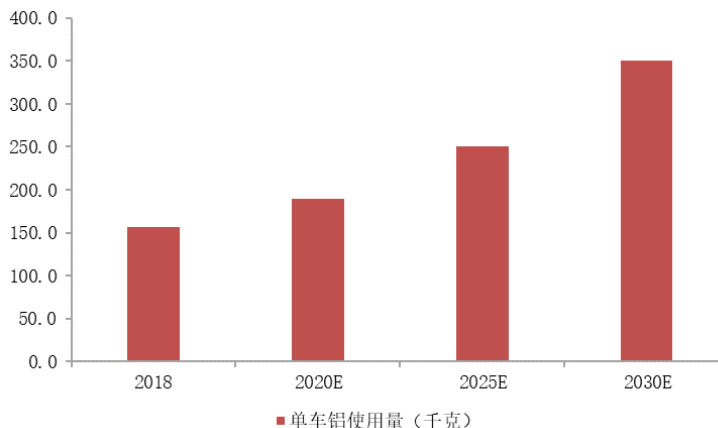


数据来源：中汽数据中心、东方证券研究所

严格的燃油消耗值达标要求对汽车燃料消耗效益提升提出了较大的要求，汽车轻量化将是实现节能减排的重要路径。根据美国铝业协会（Aluminum Association）的数据，汽油乘用车每减重 10% 可以降低 3% 的油耗，轻量化可以有效实现油耗降低。对于新能源汽车而言，动力电池导致车身重量提升较多，为了有效提升续航里程，轻量化需求更加迫切。

汽车轻量化技术包括使用先进材料、优化结构设计以及改进制造工艺等方法，其中使用先进材料应用包括高强度钢、铝合金、镁合金以及碳纤维等。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图》，铝合金技术将是未来重点发展的汽车轻量化技术。根据规划，到 2020 年、2025 年和 2030 年，国内汽车单车铝合金使用量将分别达到 190 千克、250 千克和 350 千克。2018 年，国内乘用车单车铝合金使用量约 156 千克，因此至 2025 年单车铝合金使用量将年均增长 7.0%。

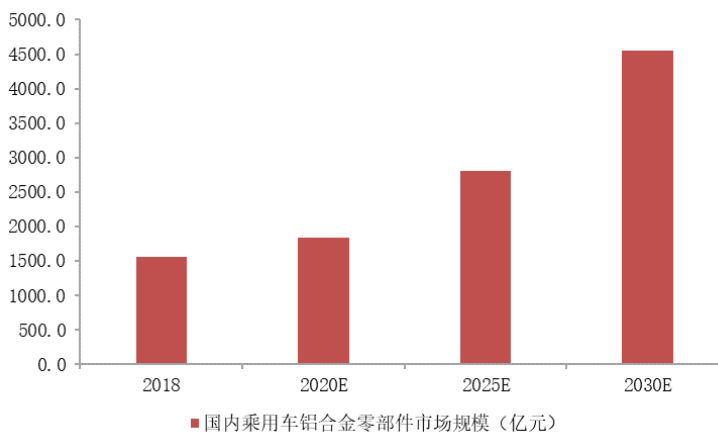
图 6：国内汽车单车铝使用量情况



数据来源：中国汽车工程学会、东方证券研究所

铝合金在汽车轻量化材料中具有较强的竞争优势，研究表明汽车每使用 1kg 铝，可以降低汽车重量 2.25kg，减重效果明显。根据未来国内乘用车销量预计以及单车铝使用量的规划，我们对未来国内乘用车铝合金零部件市场规模进行了预测。到 2020 年，国内乘用车单车铝使用量为 190 千克，预计整体铝合金零部件需求量预计在 438 万吨，以铝合金零部件 4.2 万元/吨的价格为基础计算，预计国内乘用车铝合金市场规模将达到 1840 亿元。以此方法推算，预计 2025 年和 2030 年国内乘用车铝合金市场规模将分别达到 2807 亿元和 4555 亿元。从增速上来看，预计 2018 年至 2025 年的市场规模年均增速在 8.8% 左右。

图 7：国内乘用车铝合金零部件市场规模预测



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

2.3 小而精的产品，具备核心竞争力

2.3.1 压铸件中小件和大件区别

汽车精密铝合金压铸件中小件产品和大件产品区别较大，对公司的生产技术、研发能力以及管理水

平的要求不一。中小件产品的品种类别较多，而大件产品的品种相对较少。在种类多的基础上，中小件产品具有批量小而批次多的特点，批量小是指单次订单数量较小；在批量偏小的情况下，公司总销量大，因此批次相对较多。

在产品具体结构上，中小件产品相对于大件产品结构复杂度更高，对精度要求更高。中小件产品的应用形态往往需要根据车型变化而重新定制，中小件均为非标产品，新产品需要重新设计、试制、量产等，与以标准产品为主的大件产品区别较大。在加工制造方面，中小件产品的对加工精密度要求更高，因此加工难度高，需要耗费更多的人工和制造费用。

中小件和大件产品在产品种类批次、具体结构以及加工制造等多方面的不同，导致中小件产品的产品单价（以重量计）相对大件产品更高，同时其附加值更高，毛利率相对也更高。

表 1：汽车精密铝合金压铸件中小件和大件产品的区别

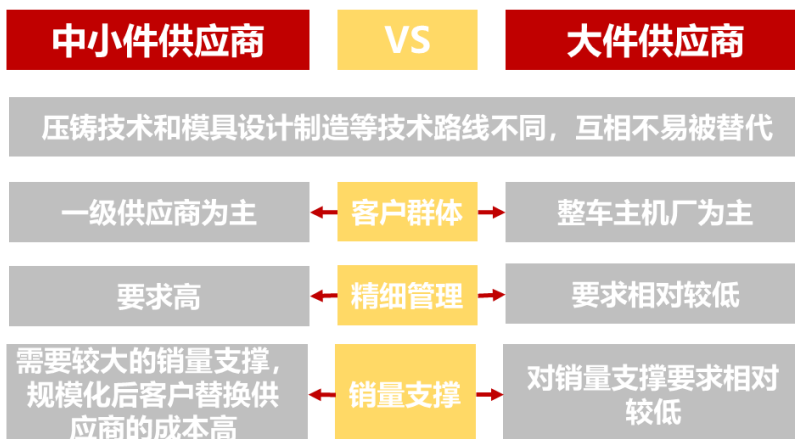
对比标准	中小件产品	大件产品
品种	多	少
批量	小	大
批次	多	少
结构复杂程度	较高	较低
是否标准化	均为非标产品	标准化产品为主
加工精密度要求	较高	较低
加工难度	高	较低
人工及制造费用	较高	较低
产品单价(以重量计)	较高	较低
毛利率	较高	较低

数据来源：公司公告、东方证券研究所

以中小件产品为主的汽车精密铝合金压铸件供应商与以大件产品为主的供应商，在生产经营、客户群体、精益管理等多方面存在较大区别。中小件产品和大件产品的技术壁垒主要是压铸技术和模具设计制造能力，中小件和大件产品的技术路线存在较大区别，经过长期的技术累积和发展后，彼此通常形成较高的技术壁垒，互相不易被替代。大件产品生产制造在前期投入较大，且通常直接与整车主机厂合作，议价压力较大。以大件产品为主的广东鸿图的客户主要为广汽集团、东风本田等整车厂，派生科技的客户主要为福特、克莱斯勒等整车厂；而公司的主要客户为法雷奥、博世、麦格纳等一级零部件供应商。

中小件供应商的产品单价小，因此需要更大的销量支撑；当产销量形成一定规模后，产品将平台化，客户替换供应商的成本将会大幅提升，形成中小件供应商的竞争优势。

图 8：汽车精密铝合金压铸件中小件供应商和大件供应商对比

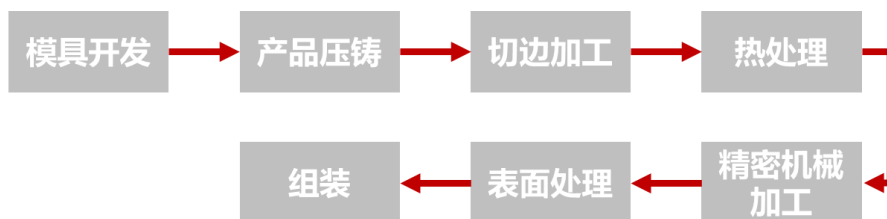


数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.3.2 产业链及管理优势

为适应中小件产品多品种、多批次、非标准以及快速反应的生产需求，公司建立了涵盖模具开发、产品压铸、切边加工、热处理、精密机械加工、表面处理、组装等整个零部件制造环节的完整的产业链布局。公司尤其在模具开发环节具有核心技术优势。压铸件的几何形状、尺寸精度等重要特性均由模具决定，是精密铸件生产的关键环节。公司具备自主研发、设计和开发模具的能力，同时通过和全球领先的零部件供应商的合作，公司积累了丰富的经验，可以运用包括 CAD、流道模拟技术等在内的先进技术对模具方案进行优化改进。通过自主掌握的技术，公司可以对客户产品生产快速反应，同时有效降低成本，形成公司在中小件领域的重要技术优势。

图 9：公司具有完整的产业链布局

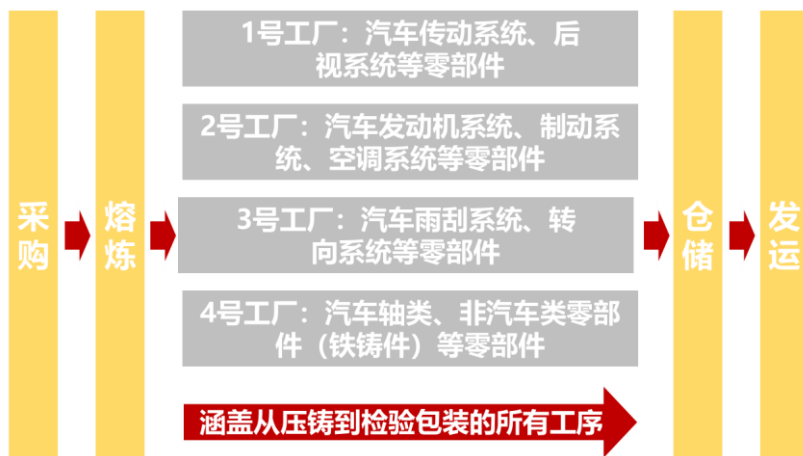


数据来源：招股说明书、东方证券研究所

公司生产中小件产品对精益生产管理要求较高。公司采取扁平化的组织架构，并将信息管理系统应用在技术研发、产品开发等各个环节，有效提升管理精细化程度。

在生产上，公司采取分业生产的管理，即不同系列产品以工厂为单位进行分工。单一工厂可以完成从压铸到检验包装的所有工序，公司设立了 1 号至 4 号共 4 个工厂，分别负责公司不同汽车系统的零部件生产。在此基础上，公司对采购、熔炼、仓储、发运等环节采取集中模式，有效提升效率。运用分业生产模式，同一系类的产品由于生产技术相近，因此对于不同产品无需对机器进行大幅调整，可以有效提升生产效率。

图 10：公司的分业生产管理模式



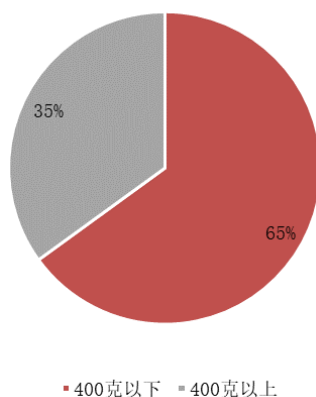
数据来源：招股说明书、东方证券研究所

2.3.3 公司中小件比重高

公司在汽车铝合金压铸件中小件产品领域已经形成较大的竞争优势，公司产品均为依据客户技术参数需求而生产的非标产品。汽车铝合金精密压铸件产品的规格越小，其单位产品的附加值越高，因此公司的毛利率显著高于行业平均水平。

2014 年至 2016 年间，公司 400 克以下产品收入占汽车类收入的比例在 65%以上；400 以上产品收入占汽车类收入的比例则在 35%以下。

图 11：公司不同重量汽车铝合金压铸件销售收入占比（2014–2016）

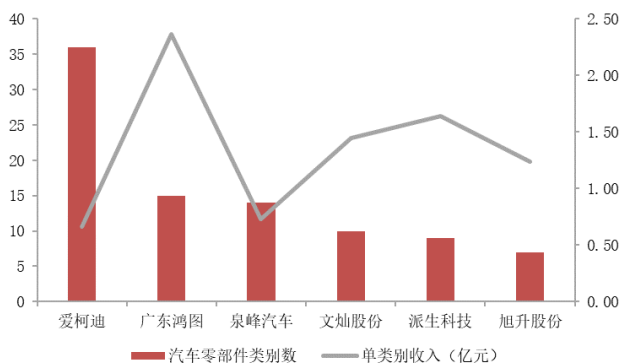


数据来源：公司公告、东方证券研究所

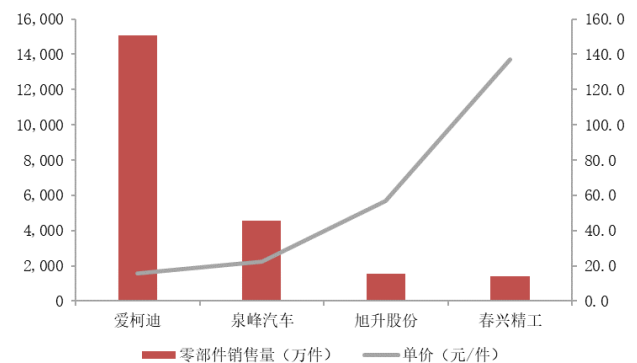
从汽车铝合金精密压铸件类别上来看，公司零部件类别数量显著多于可比公司。公司的汽车铝合金精密压铸件包括汽车雨刮系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车传动系统、汽车制动系统和汽车其它系统 6 大类，每一大类平均包括 6 个小类，因此总计有 36 类以上的压铸件。从零部件销

售数量和单价的角度，可以看出公司在中小件领域的竞争优势。2018年，公司汽车类压铸件销量达到15,053万件，远高于可比公司；而从单价上来看，公司汽车类压铸件的单价为15.8元/件，在可比公司中是最低的。由此可见，公司的产品主要集中在中小件，具有数量大，单价相对较低，但毛利率更高的特点。

从零部件种类和销售量两个方面都可以看出，公司的汽车铝合金精密压铸件业务主要集中在中小件领域。经过多年的发展，公司已经在供应链掌控、产品的研发、生产、交付和售后等多个方面形成了较强的竞争优势和壁垒。

图 12：爱柯迪与可比公司零部件类别数与单类别收入情况


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 13：爱柯迪与可比公司零部件销量与单价情况


数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.4 新能源汽车配套产品是未来增长点

2.4.1 新能源车配套主要产品

公司目前主要的新能源汽车产品包括新能源汽车雨刮系统、传动系统、电控系统、电驱动系统以及电池铝合金 pack 包箱体等产品。其中雨刮系统预计主要包括雨刮电机壳体、连杆支架和驱动臂等零部件产品，传动系统预计主要包括转向支架、助力转向壳体、转向器管柱等零部件产品。电控系统和电驱动系统是电动车的核心系统，公司未来有望生产更多相关部件。电池铝合金 pack 包箱体为公司新开发产品，其主要作用是承载和保护电池模组及各种电子器件。铝合金铸造成型工艺是电池铝合金 pack 包箱体的重要制造工艺，公司具有较强的技术优势，未来销量有望逐步提升。

图 14：公司主要新能源汽车产品



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.4.2 新能源车配套主要客户

新能源汽车的轻量化需求较高，近年来随着新能源汽车的快速发展，公司客户对新能源汽车铝合金精密铸件的需求不断上升。公司近年来陆续与上海汽车变速器有限公司、博世、大陆等客户先期设计和同步开发新能源汽车雨刮、传动等系统零部件产品。公司持续深化在新能源汽车市场的布局，尤其是加大在新能源汽车电控、电驱动系统上的产品开发力度，目前已经获得博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机、李尔等知名汽车零部件供应商的新能源汽车项目。随着公司新能源汽车业务的继续发展，预计未来将会获得更多新能源汽车项目，成为公司未来重要的盈利增长点。

图 15：爱柯迪新能源汽车客户情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.4.3 新能源车产品的产能保障

为了加快新能源汽车业务的发展，公司在 2018 年适时调整了 IPO 募投项目的建设，从原有的“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”中调整部分募集资金用于建设“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”，募集资金投资额将达到 2.71 亿元。该项目的建设周期为 24 个月，建设完成后将新增 1200 万件适用于新能源汽车及汽

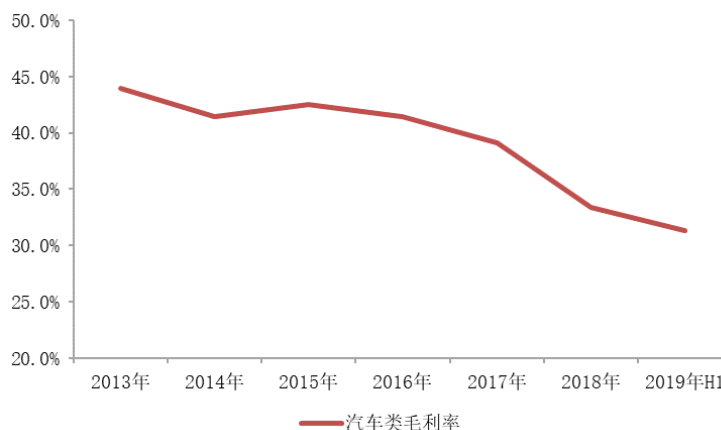
车轻量化铝合金精密压铸件产能，将有效增强公司的新能源汽车产品的供应能力。目前，公司“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”稳步推进，截止 2019 年 6 月项目进度已达 34.1%，预计 2020 年 6 月将完成。

为了进一步拓展新能源汽车产品供应的多元化，2019 年 4 月公司投资成立了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 箱体，全面推进公司新能源汽车业务的发展。

2.5 毛利率：预计逐步企稳向上

近年来，公司汽车类毛利率整体呈现下滑趋势。2013 年，公司汽车类毛利率为 43.9%，至 2018 年下滑至 33.4%，整体下滑 10.5 个百分点；2019 年 H1，汽车类毛利率为 31.3%，较 2018 年继续下滑 2.1 个百分点。

图 16：公司汽车类毛利率变动情况



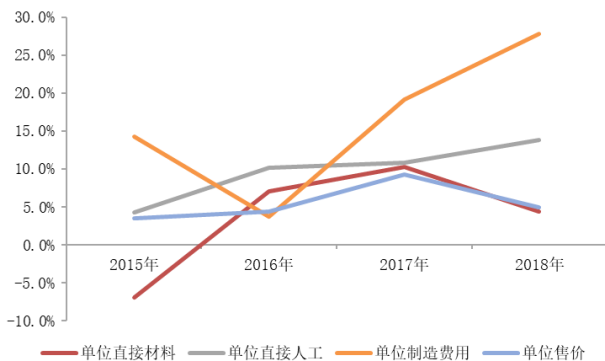
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2017 年至 2019 年 H1，公司毛利率分别同比下滑 2.3、5.7 和 2.6 个百分点，下滑幅度较大。

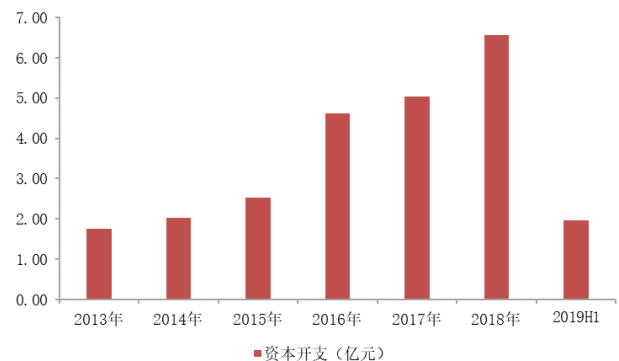
从成本拆分的情况来看，2017 年至 2018 年，单位直接材料增速与单位售价增速基本一致，对毛利率影响不大；单位直接人工增速高于单位售价增速，尤其在 2018 年，是造成毛利率下滑的原因之一；单位制作费用增速分别为 19.1% 和 27.8%，显著高于单位售价增速，是造成毛利率下滑的主要原因。

单位制造费用快速提升主要因为 2016 年来公司为扩张产能而进行大量资本开支和固定资产构建。2016 年资本开支 4.63 亿元，同比增长 82.8%。2017 年、2018 年固定资产折旧同比增加 22.6% 和 41.0%，同时，销量增速分别为 11.1% 和 9.3%，导致毛利率出现较大下滑。

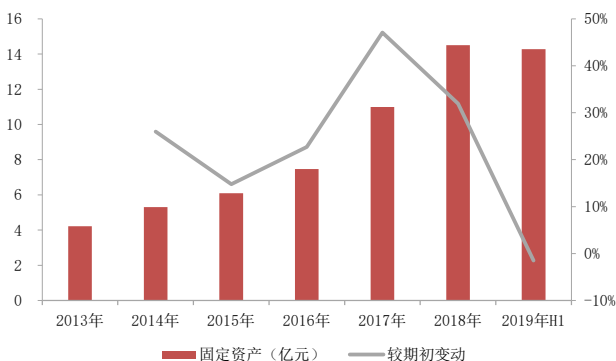
人工成本提升也是毛利率下滑的原因之一。2017年至2018年，公司人均薪酬同比增长19.3%和20.0%，增速较快；造成毛利率下滑。2019年H1，公司固定资产折旧同比增长51.6%，是导致公司毛利率持续下降的主要原因。

图 17：汽车类产品单位成本及单位售价情况（元/件）


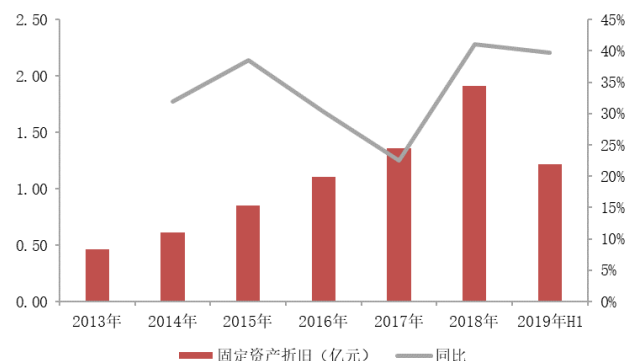
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 18：公司资本开支情况


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 19：公司固定资产及增长情况


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 20：公司固定资产折旧情况


数据来源：公司公告、东方证券研究所

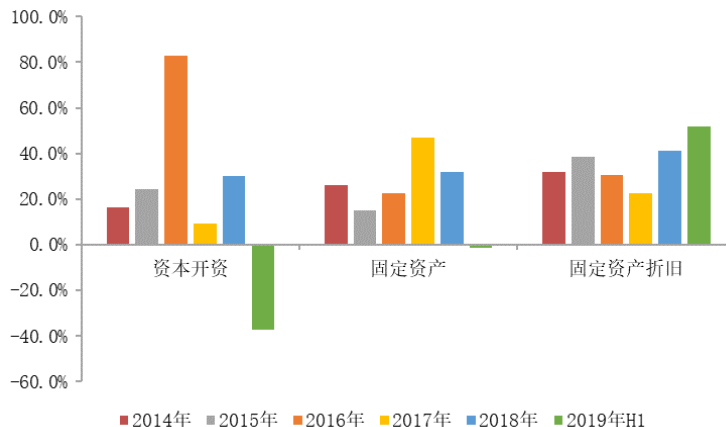
根据公司募投项目的规划，“汽车精密压铸加工件改扩建项目”、“汽车雨刮系统零部件建设项目”和“精密金属加工件建设项目”等3个募投项目将在2019年达到预定可使用状态，产能扩张项目将在2020年结束，其中大部分将在2019年结束。

随着主要产能扩张项目的逐渐结束，2019年H1公司资本开支为1.97亿元，同比下降37.3%。随着资本开支的减少，公司固定资产增速明显下降，2019年上半年末固定资产为14.28亿元，较2018年末下滑1.5%。

2019年H1公司固定资产折旧为1.17亿元，同比增加51.6%，增速较高，主要受2018年新增固定资产总额以及2019年固定资产增加影响。随着募投项目中大部分产能扩张项目在2019年建设

完毕，预计 2020 年公司固定资产折旧增速将较 2019 年降低，由此带来的制造费用成本增速将降低。

图 21：公司 2014 年来资本开支、固定资产和固定资产折旧增速情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

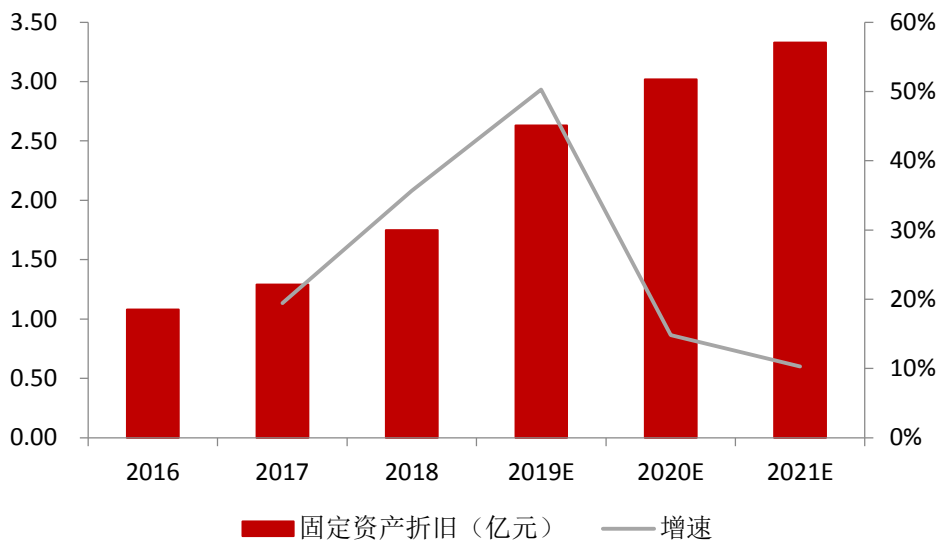
公司固定资产折旧中，房屋及建筑物折旧年限为 20 年，机器设备折旧年限为 5-10 年；公司执行较为严格的固定资产折旧政策，2014 年来固定资产平均折旧年限为 6 年，其中 2016 年年来平均为 5.6 年。在估算固定资产折旧情况时，我们选取的折旧年限 6 年。

2017 年和 2018 年，在固定资产折旧快速增长的阶段，公司收入增速出现下滑，双重效应叠加导致毛利率下滑。2019 年 H1 受汽车行业整体下滑影响，汽车类收入增速下降至 1.1%，而固定资产折旧增速在 39.7% 的高位，毛利率进一步下滑至 31.3% 的低点。

预计 2020 年募投项目产生的固定资产折旧增速较 2019 年将明显下降，同时随着行业进一步复苏，公司销量收入增速较 2019 年将提升；预计 2020 年毛利率将企稳回升。

2021 年及之后，募投项目产生的固定资产折旧增速继续下降，折旧压力继续减轻；随着产销规模稳步扩大，固定资产成本将被有效摊薄，毛利率有望持续回升。

图 22：公司固定资产折旧及增速预测



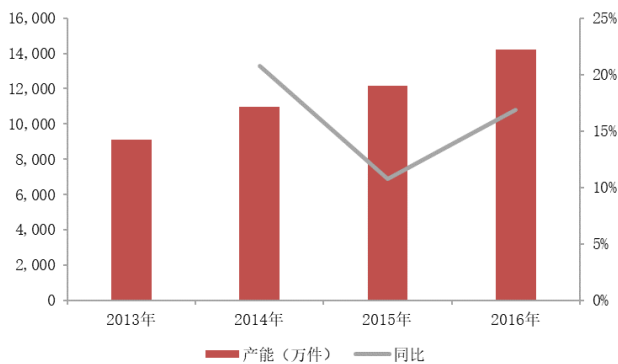
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.6 新建产能保障盈利增长

随着业务的稳定发展，2014年至2016年间，公司产能稳步扩张。根据公司产能利用率和产量推算，公司汽车类零部件和工业类零部件产能合计从2013年的约9100万件增长到2016年的14200万件，年均增长16.1%。

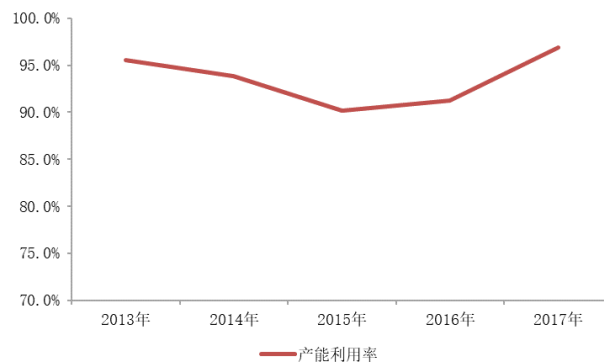
2013年来，公司产能利用率一直维持在90%以上，2013年至2017年的平均产能利用率达到93.5%，其中2017年产能利用率达到96.9%。IPO前，公司产能一直在较高位置运转，产能在一定程度上已经成为制约公司进一步扩张的瓶颈。

图 23：2013 年至 2016 年公司产能情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 24：2013 年至 2017 年公司产能利用率情况

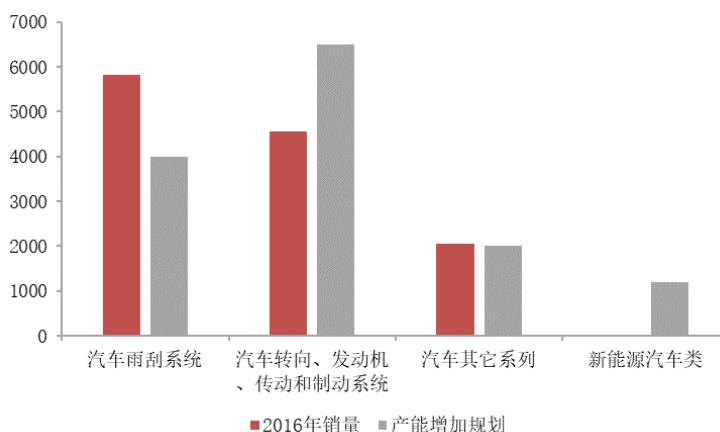


数据来源：公司公告、东方证券研究所

根据公司的募投项目规划，汽车雨刮系统将新增4000万件产能，占2016年销量的比重为68.9%；

汽车转向、发动机、传动和制动系统零部件将合计新增 6500 万件产能，占 2016 年销量合计的比重为 142.9%；汽车其他系列零部件将新增 2000 万件产能，占 2016 年销量的比重为 97.9%。随着新能源汽车的快速发展，客户对新能源汽车零部件的需求不断增长，公司为满足客户的需求同时适应新能源汽车的发展趋势，2018 年对募投项目进行了部分调整，新增“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”，建成后将新增 1200 万件新能源汽车及汽车轻量化铝合金精密铸件产能。

整体来看，公司全部募投项目在 2020 年建成投产后将总计新增 14200 万件零部件产能。

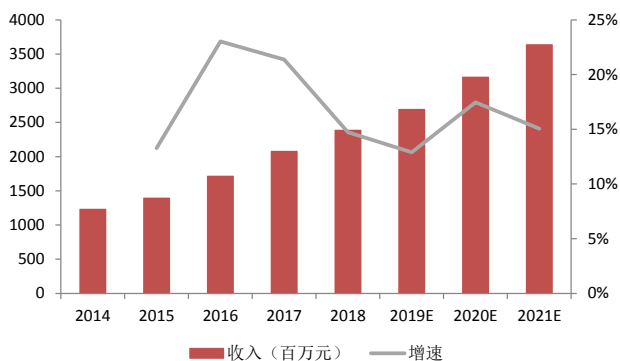
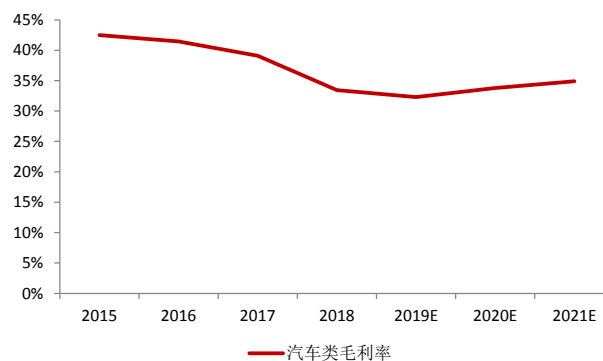
图 25：公司不同系统产品销量和产能增加规划


数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.7 收入有望保持较快增长

随着汽车行业逐步企稳及公司在手订单的逐步实现，预计汽车类产品 19、20 年收入分别为 26.9 亿元、31.6 亿元，分别增长 13%、17.5%左右。

考虑固定资产折旧增速未来将下降，且随着汽车行业企稳及公司在手订单完成，预计汽车类产品毛利率 2019 年是低点，2020 年开始有望逐步企稳向上。

图 26：汽车类产品收入及增速预测

图 27：公司汽车类产品毛利率预测


数据来源：公司公告、东方证券研究所

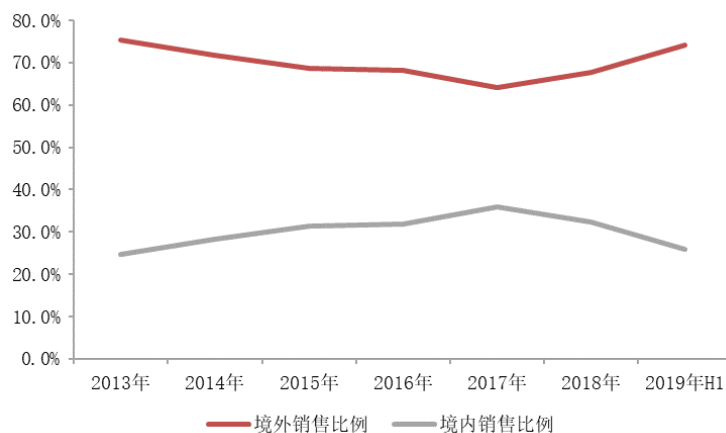
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3 下游客户质地优秀，主要是国际龙头企业

3.1 下游客户是国际龙头零部件公司

爱柯迪出口业务占公司主营业务收入比重较高，是公司的主要营业收入来源。2013年至2018年间，公司出口业务占公司主营业务收入的比重平均达到69.3%。从境外地区分布上来看，公司业务均衡覆盖美洲、欧洲和亚洲等地区，公司海外客户主要为大型跨国汽车零部件供应商。

图 28：公司主营业务收入境内外销量占比情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司拥有优质的客户群体，近年来公司的前五大客户均为海外知名的零部件供应商，主要包括法雷奥、博世、格特拉克（2016年被麦格纳收购）、克诺尔、麦格纳、电产和耐世特等公司。根据《美国汽车新闻》发布的2019全球汽车零部件配套供应商百强榜，博世、麦格纳、法雷奥和耐世特分别位列第1位、第3位、第10位和第60位，客户质量优秀。此外，博格华纳、大陆、马勒、舍弗勒、蒂森克虏伯和采埃孚等知名汽车零部件供应商也是公司的重要客户。

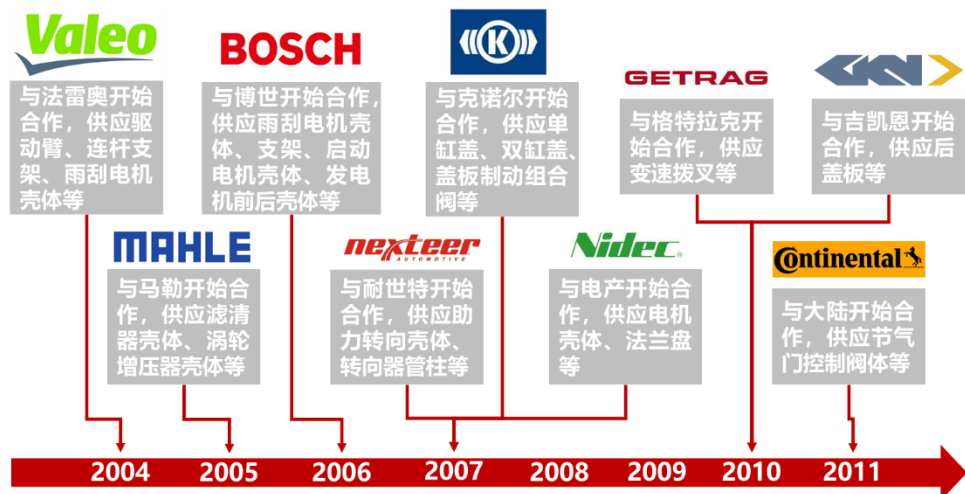
表 2：公司主要客户在全球汽车零部件供应商排行

序号	客户	2019年全球汽车零部件供应商百强排行
1	法雷奥	10
2	博世	1
3	麦格纳	3
4	耐世特	60
5	博格华纳	22
6	大陆	4
7	马勒	17
8	舍弗勒	25
9	蒂森克虏伯	16
10	采埃孚	5

数据来源：公司公告、《美国汽车新闻》、东方证券研究所

公司与主要的全球领先汽车零部件供应商客户均有较长的合作历史，建立了长期稳定的合作关系。公司与第一大客户法雷奥从 2004 年开始合作，法雷奥子公司分布在墨西哥、法国、波兰等地，主要供应雨刮系统中的驱动臂、连杆支架和雨刮电机壳体等。公司与博世的合作开始于 2006 年，主要供应雨刮系统、发动机系统、转向系统等部件。公司与耐世特和电产的合作均开始于 2007 年，主要为前者供应汽车转向系统中的助力转向壳体、转向器管柱等产品，为后者供应发动机系统和制动系统产品。与重要客户的长期合作关系为公司带来稳定的盈利增长来源。

图 29：公司与部分客户合作历史与供应的产品情况



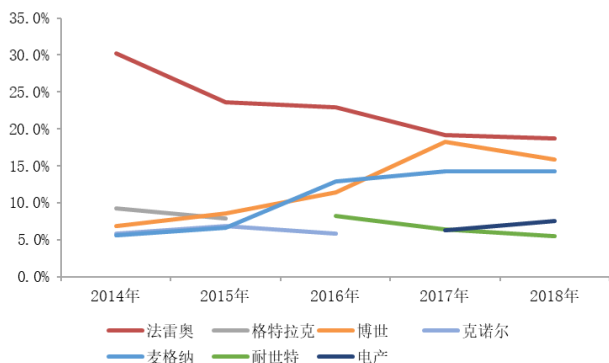
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 对核心客户的收入保持稳定增长

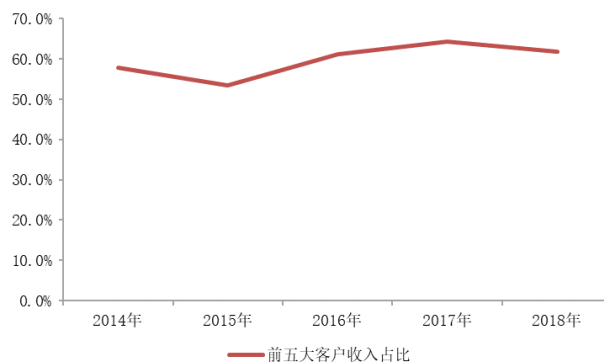
2014 年至 2018 年，公司前五大客户占营收的比重在 53%至 65%之间，客户结构较为稳定，法雷奥、博世、麦格纳、耐世特等公司均长期居于前五大客户中。以上全球知名的汽车零部件供应商对上游零部件供应商拥有严格的质量体系认证标准，随着合作深入，双方合作粘性加强，对产品理解加深，最终形成长期稳定的合作关系。公司凭借在技术、产品、服务等方面的优势，通过和客户的长期紧密合作，可以有效满足客户对不同品种和系列产品的多方面要求，涉及研发、生产、交付和售后等多个方面。优质的客户群体是公司的重要竞争优势之一。

图 30：公司前五大客户收入各自占比情况

图 31：公司前五大客户收入合计占比情况

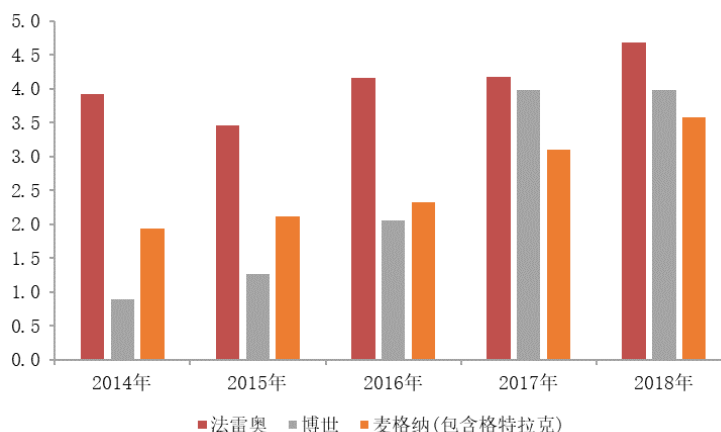


数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司对核心客户的收入保持稳定增长。公司对第一大客户法雷奥主要供应雨刮系统产品，收入从2014年的3.92亿元增长到2018年的4.68亿元，年均增长4.5%。公司对博世供应的产品涉及雨刮系统、发动机系统、转向系统等多个种类的产品，近年来收入增长较快，从2014年的0.89亿元增长到2018年的3.98亿元，年均增速达到45.4%。公司对麦格纳（包含格特拉克）主要供应汽车传动系统等零部件，收入从2014年的1.94亿元增长到2018年的3.58亿元，年均增速达到16.6%。核心客户收入保持较高增速拉动公司整体营收整体增长。

图 32：公司对核心客户收入情况


数据来源：公司公告、东方证券研究所

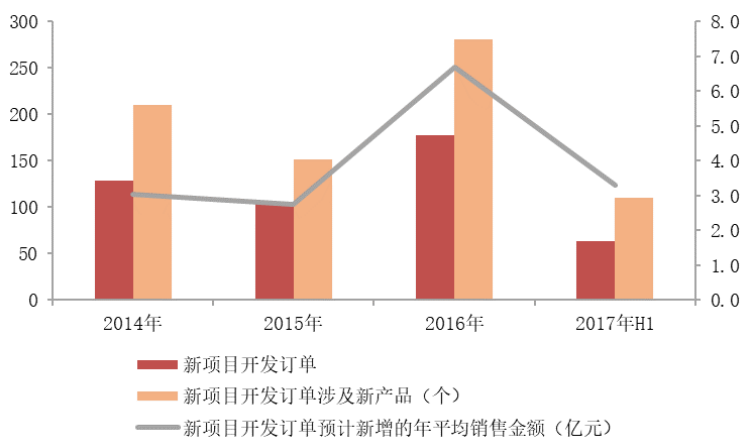
3.3 持续获得客户订单

公司主要客户（一级零部件供应商）根据整车厂的新车型开发需求，在综合考察其合格供应商的价格、研发能力、生产能力、质量控制能力、产品交付能力等综合因素后，确定新零件订单的供应商。公司凭借自身的竞争优势以及和一级零部件供应商长期稳定的合作关系，持续获得新项目订单。

汽车零部件产品量产周期较长，公司新获得订单在未来 5-7 年内实现量产并贡献销售收入。2016

年，公司获得新项目开发订单 178 个，涉及新产品 281 个，较 2014、2015 年增加明显。公司手握充足订单，2016 年新增订单预计带来新增的年平均销售金额达到 6.68 亿元，未来盈利增长确定性强。

图 33：公司获取订单情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

4 竞争格局：国际集中度高，国内分散

4.1 国际竞争格局：集中度较高

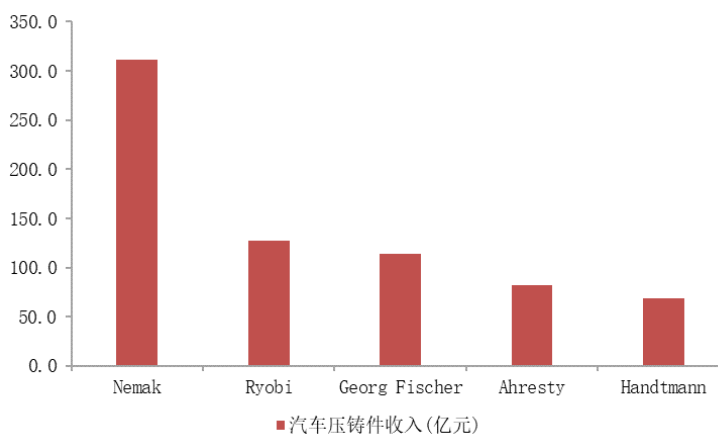
在国际上，汽车铝合金压铸件行业压铸企业数量较少，单个公司规模相对较大，因此市场集中度较高。国际上的汽车铝合金压铸件龙头公司技术实力强，客户资源等较为丰富，在市场竞争中占据领先地位。目前全球规模领先的汽车铝合金压铸件公司包括墨西哥 Nemak 公司、日本 Ryobi 株式会社、日本 Ahresty 公司、瑞士 Georg Fischer 公司、瑞士 DGS 压铸系统股份公司、德国 PIERBURG 公司、德国 Handtmann 公司等。

图 34：国际规模领先的汽车铝合金压铸件公司



数据来源：百度图片、东方证券研究所

国际汽车铝合金压铸件市场中，头部公司经过多年发展，营收规模不断扩大，占据了较大的市场份额，市场集中度较高。与国内汽车铝合金压铸件公司相比，国际头部的营收规模明显较大；2018年，国际汽车铝合金压铸件巨头 Nemak 公司营业收入达到 311.4 亿元，日本压铸件巨头 Ryobi 的汽车压铸件收入达到 127.8 亿元，瑞士 Georg Fischer 公司的汽车压铸件收入达到 114.0 亿元，其余龙头公司的压铸件收入同样较高。与之相比，2018 年国内铝合金压铸件收入最高的广东鸿图的收入只达到 35.4 亿元，与国外龙头公司之间还存在较大差距。

图 35：国际汽车压铸件公司汽车压铸件收入规模


数据来源：各公司公告、东方证券研究所

从客户情况来看，国际汽车压铸件龙头公司的客户资源丰富，主要均为国际整车企业。头部公司中，墨西哥 Nemak 公司的客户涵盖通用、福特、戴姆勒、丰田、大众等全球主要的整车企业，客户资源优势明显；日本的 RYOBI 和 Ahresty 两家公司的客户则主要为日产、丰田、本田、铃木等日本整车企业；瑞士和德国的压铸件龙头公司则主要为大众、奔驰、宝马、福特、通用等欧美系整车企业供货。整体而言，国际汽车压铸件龙头公司的客户均为知名整车企业，占据了最优的客户资源，竞争优势明显。

表 3：国际汽车压铸件龙头公司的客户情况

公司	公司所属	汽车压铸产品	客户
墨西哥Nemak公司	墨西哥	动力总成部件、车身结构件、电动车零部件等	通用、福特、戴姆勒、丰田、大众、标致-雪铁龙、菲亚特-克莱斯勒、宝马以及现代
日本RYOBI株式会社	日本	汽车高品质压铸产品	福特、日产、大众、丰田等
日本Ahresty公司	日恩	汽车发动机和变速箱铝合金压铸件	日产、本田、富士重工、铃木、丰田等
瑞士Georg Fischer公司	瑞士	汽车轻金属及铁质铸造产品	大众等
瑞士DGS压铸系统股份公司	瑞士	汽车结构件	奔驰、宝马、福特等
德国PIERBURG公司	德国	发动机的部件、模块和系统	大众、通用等
德国Handtmann公司	德国	汽车轻金属压铸产品	大众、福特等

数据来源：公司公告、东方证券研究所

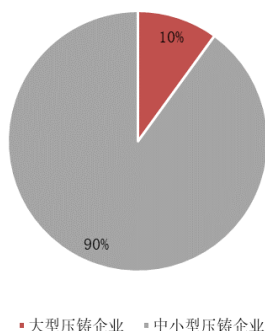
4.2 国内竞争格局：相对分散

4.2.1 国内集中度较低

随着我国汽车、机械、电子等行业的快速发展，对铝压铸件的需求量不断上升，经过多年发展，目前我国铝压铸行业整体规模巨大，压铸件产量居于世界第一位。根据中国铸造协会的数据，我国压铸及关联企业有约 6000-8000 家，其中压铸件生产企业约占 70%，生产压铸合金、压铸机、模具、熔炼设备、检测设备、周边设备等的企业约占 30%。在压铸件生产企业中，根据《中国铸造年鉴（2016 年版）》的数据，大型压铸企业的占比仅在 10% 左右，市场集中度仍较低。随着市场的不断竞争发展，同时环保、安全等要求的提升，众多中小型压铸企业被逐渐淘汰，未来国内压铸行业将逐渐向市场龙头公司集中。

根据中国铸造协会发布的 2017 年国内压铸生产企业综合实力排行，国内压铸件前 10 强包括华域皮尔博格、广东鸿图、重庆渝江压铸有限公司、文灿股份等。其中，华域皮尔博格、广东鸿图、文灿股份、春兴精工、鸿特精密（现为派生科技）和爱柯迪均为独立的上市公司或从属于上市公司。

图 36：国内大型压铸企业占比情况



数据来源：《中国铸造年鉴（2016 版）》、东方证券研究所

图 37：国内压铸件生产企业综合实力排行（2017 年）

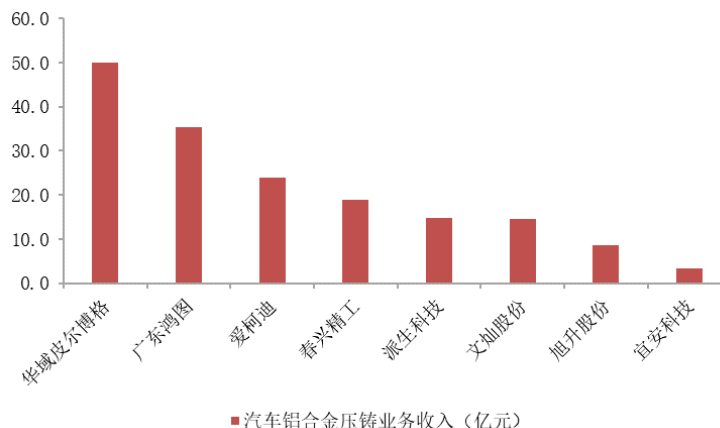
国内压铸件生产企业综合实力排行（2017年）		
1	华域皮尔博格有色零部件有限公司	KPSNC
2	广东鸿图科技股份有限公司	
3	重庆渝江压铸有限公司	
4	广东文灿压铸股份有限公司	WENCAN
5	重庆大江美利信压铸有限责任公司	MILLISON
6	苏州春兴精工有限公司	Chunxing
7	嘉瑞国际（惠州）有限公司	KaShui
8	亚德林机械（苏州）有限公司	
9	广东鸿特精密技术股份有限公司	
10	爱柯迪股份有限公司	IKD

数据来源：中国铸造协会、东方证券研究所

4.2.2 公司具备竞争优势

从汽车铝合金压铸业务的营收规模来看，国内主要压铸件上市公司中华域皮尔博格的营收规模最大，2018 年达到约 50 亿元；广东鸿图和爱柯迪的营收规模分别位列第二和第三位，分别达到 35.4 亿元和 23.8 亿元。因此，从营收规模上来看，爱柯迪在主要上市公司中处于前列位置，在市场中具有较强的竞争力。

图 38：国内主要压铸上市公司汽车铝合金压铸业务收入情况（2018 年）



数据来源：各公司公告、东方证券研究所

4.2.3 公司经营能力强于竞争对手

不同公司的产品结构之间存在较大的差异。爱柯迪的铝合金压铸件产品类别是目前主要汽车压铸件企业中最多的之一，总共涉及 6 大系统，主要品类超过 36 种。与竞争对手各类大型部件壳体、缸体缸盖以及各类总成产品不同，公司产品以中小件居多。以雨刮系统为例，其包含的雨刮电机壳体、连杆支架和驱动臂等产品均为规格较小的产品；公司其他汽车系统产品也主要以中小件为主。

表 4：国内汽车压铸件企业汽车铝合金压铸件产品情况

公司	汽车铝合金压铸件产品情况
广东鸿图	缸盖罩、油底壳、节温器壳体、链条盖、连接水管总成、缸盖罩总成、链条张紧器滑板总成、压缩机支架总成、发动机加强板、离合器壳体、中间壳体、后壳、变速器壳体、齿轮室、汽车空调压缩机壳体等
派生科技	油底壳总成、下缸体、变速箱外延室总成、发动机前盖总成、差速器等
春兴精工	汽车手刹连接杆外壳、汽车空调冷却系统腔体、汽车后视镜支架、汽车安全带卷轴、汽车空调冷却系统腔体、汽车马达外壳等
文灿股份	真空泵/油泵壳体、水泵壳体、汽车发动机缸体、汽车空调压缩机、汽车滤清器壳体、汽车节气门壳体、汽车变速箱壳体、汽车变速箱零件、汽车转向器壳体、制动零件、车门框架、纵横梁、减震塔及其他汽车件
旭升股份	变速箱箱体、电动机变速箱悬挂、电子元件保护外壳、电池组外壳、箱体、冷却系统组件、液压油泵、扭力转向器导轮、车门支架
宜安科技	高强汽车避震支架、汽车连接器、车门内框等
华域皮尔博格	气缸体、气缸盖、结构件、变速箱壳体、底盘零件等
重庆渝江压铸有限公司	转向器壳体、油底壳上体、齿轮室、头盖、泵体、分流器等
爱柯迪	汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车发动机系统、汽车转向系统、汽车制动系统等铝合金精密压铸件

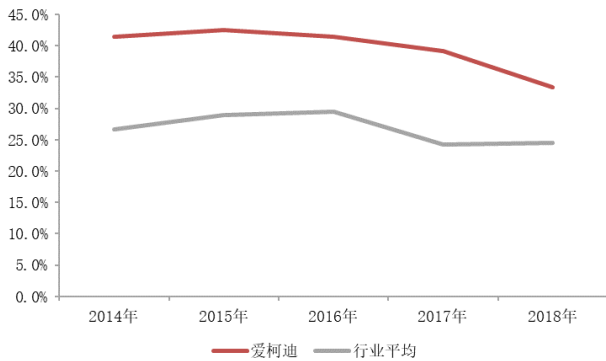
数据来源：公司公告、东方证券研究所

凭借在中小件领域的优势，爱柯迪汽车类铝合金压铸件产品毛利率显著高于行业平均水平。2014 年至 2018 年间，爱柯迪汽车类铝合金压铸件毛利率在 33%至 43%之间，平均毛利率达到 39.6%；同时期行业毛利率在 24%至 30%之间，平均毛利率为 26.8%，爱柯迪毛利率比行业平均高 12.8 个百分点。

从可比公司汽车类铝合金压铸件产品毛利率的情况来看，爱柯迪的毛利率在主要公司中排名靠前。

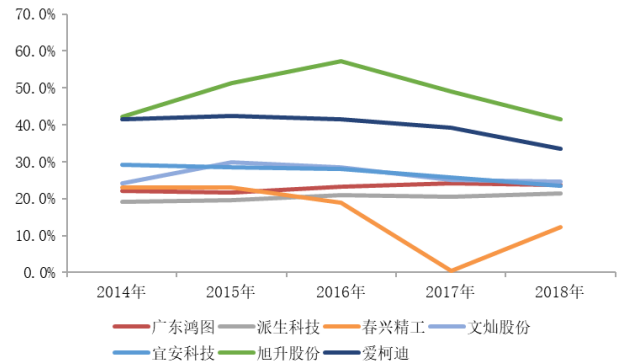
2014年至2018年间，除旭升股份以外，爱柯迪的毛利率高于其他所有公司。

图 39：爱柯迪和行业汽车类压铸件产品毛利率情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：爱柯迪和可比公司汽车类压铸件产品毛利率情况

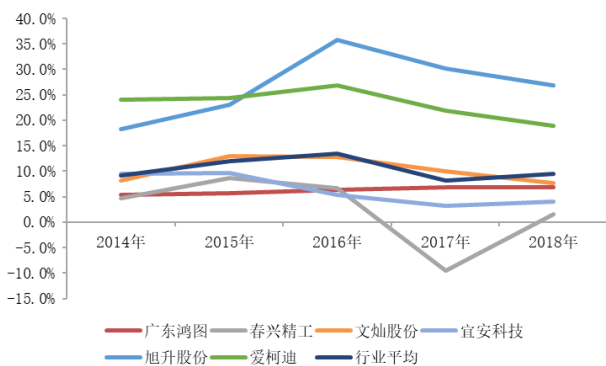


数据来源：公司公告、东方证券研究所

爱柯迪的净利率高于行业平均水平，2014年至2018年间净利率在18%至27%之间，平均净利率达到23.2%，同时期行业平均净利率在8%至14%之间，平均净利率为10.4%，爱柯迪平均净利率比行业高12.8个百分点。爱柯迪的ROE同样高于行业平均水平，2014年至2018年间平均ROE达到24.6%，同时期行业平均ROE为12.7%，爱柯迪平均ROE比行业高11.9个百分点。

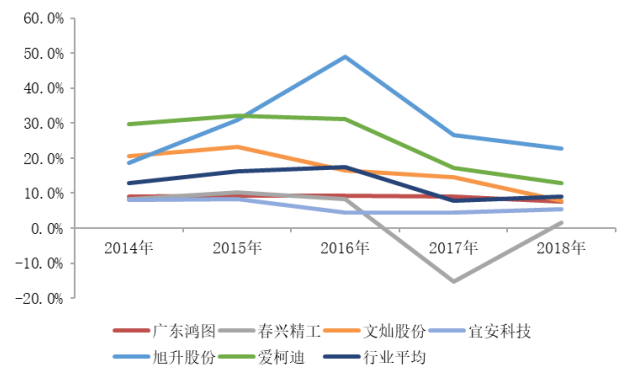
整体而言，凭借在中小件领域的竞争优势，爱柯迪的盈利能力远高于行业平均水平。

图 41：爱柯迪和可比公司净利率情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 42：爱柯迪和可比公司 ROE 情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

5 盈利预测及估值

公司下游客户质地优秀，在手订单有望保障，公司汽车类铸件仍将实现较快增长，在折旧压力放缓、汽车行业逐步企稳下，公司盈利能力有望逐步向上。

- 1) 预测汽车类铸件 2019-21 年收入分别为 26.9 亿元、31.6 亿元、36.3 亿元，分别增长 12.8%、17.5%、15%，考虑折旧增速放缓及汽车类铸件收入增长，预计汽车铸件类产品毛利率分别为 32.3%、33.8%、34.9%；
- 2) 预测工业类铸件业务 2019-21 年收入分别为 0.73 亿元、0.83 亿元、0.94 亿元，分别增长 13.3%、；预计 19-21 年毛利率分别为 35%、35%、35%；
- 3) 预测其它业务 2019-21 年收入分别为 0.73 亿元、0.88 亿元、1.05 亿元；毛利率分别为 65%左右。

在可比公司估值上，公司产品是汽车零部件业务，我们选择了从事汽车零部件业务相关的公司进行比较，如广东鸿图、旭升股份、银轮股份、天成自控、德赛西威、新泉股份、星宇股份等。可比公司 19 年平均估值为 25 倍左右，因此给予公司 2019 年 PE 25 倍估值，目标价 13.25 元，首次给予买入评级。

表 5：收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
汽车类铸件					
销售收入（百万元）	2,077.6	2,384.0	2,689.9	3,159.6	3,634.9
增长率	21.4%	14.8%	12.8%	17.5%	15.0%
毛利率	39.1%	33.5%	32.3%	33.8%	34.9%
工业类铸件					
销售收入（百万元）	47.3	64.9	73.5	83.2	94.3
增长率	-20.9%	37.2%	13.3%	13.3%	13.3%
毛利率	35.8%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其它业务					
销售收入（百万元）	49.8	60.9	73.0	87.6	105.1
增长率	20.5%	22.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	81.0%	64.8%	65.0%	65.0%	65.0%
合计	2,174.6	2,507.5	2,836.4	3,330.5	3,834.4
增长率	20.0%	15.3%	13.1%	17.4%	15.1%
综合毛利率	40.0%	34.2%	33.3%	34.6%	35.8%

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 6：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2019年9月16日	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
星宇股份	601799	74.85	2.21	2.80	3.56	4.43	33.86	26.70	21.03	16.88
旭升股份	603305	27.98	0.73	0.68	0.82	0.99	38.16	41.20	34.26	28.13
银轮股份	002126	7.57	0.44	0.46	0.54	0.66	17.37	16.37	13.91	11.50
天成自控	603085	9.60	0.13	0.32	0.45	0.58	76.43	30.00	21.33	16.55
德赛西威	002920	26.80	0.76	0.53	0.75	1.04	35.42	50.59	35.74	25.80
广东鸿图	002101	7.05	0.63	0.56	0.66	0.80	11.15	12.50	10.67	8.77
新泉股份	603179	14.34	1.24	1.13	1.50	1.78	11.57	12.68	9.58	8.07
	调整后平均						27.28	25.39	20.24	15.90

资料来源：WIND、东方证券研究所

6 主要风险

汽车铝合金铸件配套收入低于预期。我们预测汽车铝合金铸件 19 年、20 年收入分别为 26.8 亿元、31.3 亿元，对盈利影响大。若下游客户配套量低于预期，则会影响汽车铝合金铸件配套量，进而影响公司盈利增长。

新能源车产品收入低于预期。我们预测新能源车铝合金铸件 20 年、21 年收入分别为 0.9 亿元、1.8 亿元，对盈利影响较大。若下游客户配套量低于预期，则会影响新能源汽车铝合金铸件配套量，进而影响公司盈利增长。

募投项目达产时间低于预期。我们根据公司披露的募投项目达产计划，预测固定资产折旧，若公司更改项目达产时间，则将影响我们对折旧的预测，进而影响对汽车毛利率的预测。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	963	956	1,276	1,599	2,233	营业收入	2,175	2,507	2,836	3,331	3,834
应收账款	543	620	691	822	943	营业成本	1,305	1,649	1,893	2,178	2,463
预付账款	2	1	3	3	3	营业税金及附加	20	22	25	29	34
存货	355	474	540	613	701	营业费用	87	101	102	120	138
其他	1,016	793	661	851	802	管理费用	167	244	292	328	357
流动资产合计	2,881	2,843	3,171	3,888	4,682	财务费用	12	(45)	(11)	(14)	(19)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	5	4	7	7
固定资产	1,099	1,450	1,449	1,350	1,189	公允价值变动收益	(9)	0	0	0	0
在建工程	58	109	263	203	173	投资净收益	5	36	40	40	50
无形资产	211	210	189	168	147	其他	7	10	10	10	10
其他	227	243	105	38	0	营业利润	581	577	581	732	914
非流动资产合计	1,595	2,012	2,005	1,759	1,509	营业外收入	36	30	40	50	50
资产总计	4,475	4,856	5,176	5,646	6,192	营业外支出	1	3	3	3	3
短期借款	13	0	4	6	3	利润总额	617	604	618	779	961
应付账款	196	265	298	340	389	所得税	142	129	154	195	240
其他	277	274	317	351	370	净利润	474	475	463	585	721
流动负债合计	486	539	620	697	763	少数股东损益	9	6	8	9	11
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	466	468	455	575	710
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.54	0.55	0.53	0.67	0.83
其他	404	436	378	378	378						
非流动负债合计	404	436	378	378	378	主要财务比率					
负债合计	890	975	998	1,075	1,141		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	59	71	79	88	99	成长能力					
股本	845	850	857	857	857	营业收入	20.0%	15.3%	13.1%	17.4%	15.1%
资本公积	1,750	1,750	1,773	1,773	1,773	营业利润	-3.8%	-0.8%	0.6%	26.2%	24.8%
留存收益	929	1,203	1,462	1,846	2,315	归属于母公司净利润	-3.6%	0.6%	-2.9%	26.5%	23.5%
其他	2	7	7	7	7	获利能力					
股东权益合计	3,585	3,881	4,178	4,571	5,050	毛利率	40.0%	34.2%	33.3%	34.6%	35.8%
负债和股东权益	4,475	4,856	5,176	5,646	6,192	净利率	21.4%	18.7%	16.0%	17.3%	18.5%
						ROE	17.3%	12.8%	11.5%	13.4%	15.1%
						ROIC	16.6%	11.2%	10.6%	12.3%	13.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	19.9%	20.1%	19.3%	19.0%	18.4%
净利润	474	475	463	585	721	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	189	264	348	390	393	流动比率	5.92	5.28	5.12	5.58	6.14
财务费用	12	(45)	(11)	(14)	(19)	速动比率	5.19	4.39	4.24	4.70	5.21
投资损失	(5)	(36)	(40)	(40)	(50)	营运能力					
营运资金变动	(990)	93	67	(327)	(98)	应收账款周转率	4.3	4.1	4.1	4.2	4.1
其它	941	(282)	51	7	6	存货周转率	3.9	4.0	3.7	3.8	3.7
经营活动现金流	621	468	877	600	953	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(437)	(602)	(416)	(143)	(143)	每股指标(元)					
长期投资	0	(0)	0	0	0	每股收益	0.54	0.55	0.53	0.67	0.83
其他	(951)	283	37	42	50	每股经营现金流	0.72	0.55	1.02	0.70	1.11
投资活动现金流	(1,388)	(319)	(378)	(101)	(93)	每股净资产	4.12	4.45	4.79	5.24	5.78
债权融资	(3)	(0)	1	(1)	0	估值比率					
股权融资	1,393	34	(0)	0	0	市盈率	19.2	19.1	19.6	15.5	12.6
其他	(135)	(221)	(180)	(176)	(225)	市净率	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8
筹资活动现金流	1,255	(187)	(179)	(176)	(225)	EV/EBITDA	10.1	10.0	8.6	7.1	6.1
汇率变动影响	(17)	14	0	0	0	EV/EBIT	13.3	14.9	13.9	11.0	8.8
现金净增加额	470	(24)	320	323	635						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

