

# 【广发海外】鹰普精密 (01286.HK)

## 百舸争流, “鹰” 击长空

### ● 由中国迈向全球的精密零部件综合制造商

鹰普精密是一家高精密度、高复杂性的关键铸件和机加工零部件综合制造商, 主要业务为熔模铸造、精密机加工、砂型铸造及表面处理。根据招股书资料, 公司是全球第七大独立熔模铸造制造商, 及全球第四大精密机加工企业。2018 年公司收入 37.5 亿港元, 其中熔模铸造板块收入 15.8 亿港元, 占比 42.2%, 是公司最主要的业务。公司实施“内生+外延”双轮驱动战略, 积极扩张全球布局, 2018 年来自美国、欧洲、中国的收入比例分别为 42.0%、32.6%、22.9%。

### ● 多优势构筑核心竞争力, 逐步向航空、医疗领域拓展

公司的下游客户集中于各行业的领先企业, 合作年限平均达 14 年, 并提供产品生命周期内的一站式解决方案, 这些优势构成公司的核心竞争力。在企业经营方面, 公司的收入规模、人均产值与全球龙头相比还有较大差距; 但成长速度较快, 2018 年收入增速 23%, 且毛利率保持稳定。公司现有业务的终端市场包括汽车、液压设备、工程机械、大马力发动机等, 近年来公司围绕技术研发, 向航空、医疗领域突破, 近三年航空市场收入复合增长率 34%, 有望提高发展空间。

**盈利预测和投资评级:** 作为精密零部件综合制造商, 随着国内工厂制造过程持续优化, 墨西哥和土耳其工厂陆续释放产能, 公司有望提升盈利能力和全球范围内的市占率。我们预测公司 19-21 年的营业收入有望达到 42/46/49 亿港元; EPS 分别为 0.351, 0.418 和 0.467 港币/股。公司经营稳定, 业务全球化布局, 拥有国内较高的产业地位, 积极布局终端行业, 参照可比公司的估值水平, 给予公司 2019 年 13 倍 PE 的合理估值, 对应合理价值 4.56 港元/股。首次覆盖给予“买入”的投资评级。

**风险提示:** 中美贸易摩擦风险; 终端市场受宏观经济影响而周期性变化; 原材料的快速上涨影响公司盈利能力; 海外市场业务风险及汇率风险。

### 盈利预测:

货币: 港币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3049.1	3749.1	4153.9	4550.9	4934.9
增长率 (%)	19.71	22.96	10.80	9.56	8.44
利润总额 (百万元)	410.80	481.49	487.38	795.14	945.35
净利润 (百万元)	401.56	409.60	661.95	787.00	879.14
增长率 (%)	18.32	2.00	61.61	18.89	11.71
EPS (元/股)	0.21	0.22	0.35	0.42	0.47
市盈率 (P/E)	—	—	10.73	9.02	8.08
市净率 (P/B)	—	—	1.45	1.34	1.22

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

### 买入

当前价格	3.59 港元
合理价值	4.56 港元

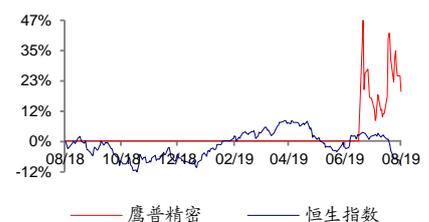
报告日期

2019-08-14

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1883.3/1883.3
总市值/流通市值 (百万港元)	6761/6761
一年内最高/最低 (港元)	4.42/3.01
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.81/22.19
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	19.27/19.27

### 相对市场表现



### 分析师:

罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

### 分析师:

刘芷君



SAC 执证号: S0260514030001



SFC CE No. BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

请注意, 罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

### 联系人:

孙柏阳 021-60750636

sunboyang@gf.com.cn

## 目录索引

一、公司概况：全球第七大独立熔模铸造制造商 .....	5
1.1 历史沿革：由中国走向世界的精密零部件综合制造商 .....	5
1.2 股权结构与管理层团队 .....	7
二、精密零部件应用领域广泛，市场空间广阔 .....	8
2.1 精密零部件加工位于产业链中游，工艺繁多 .....	8
2.2 熔模铸造精度较高，下游应用带来强劲增长动力 .....	9
2.3 多类加工工艺为补充，市场较为分散 .....	10
三、砥砺前行，打造一站式解决方案提供商 .....	13
3.1 四大业务，收入增速领先行业 .....	13
3.2 竞争优势：7大优势构筑核心竞争力 .....	14
3.3 同行业竞争分析：百舸争流，“鹰”击长空 .....	18
四、持续提升产品线，面向更广阔市场 .....	25
4.1 从相关企业，看鹰普的发展模式 .....	25
4.2 技术提升，面向航空、医疗等高端市场 .....	27
五、盈利预测及投资评级 .....	32
六、风险提示 .....	35

## 图表索引

图 1: 鹰普精密发展历史.....	5
图 2: 鹰普精密 2018 年分类业务收入结构.....	6
图 3: 鹰普精密组织机构框架图.....	6
图 4: 鹰普精密股权及企业构架.....	8
图 4: 精密零部件加工产业链.....	9
图 6: 全球熔模铸造下游市场空间 (十亿美元).....	9
图 7: 全球外包的精密机加工市场 (十亿美元).....	11
图 8: 2018 年全球铸造产量 (百万公吨).....	12
图 9: 鹰普精密营业收入 (百万港币) 及增速.....	13
图 10: 鹰普精密经调整后的净利润 (百万港币)、增速及净利率.....	14
图 11: 鹰普精密各业务市场地位.....	14
图 12: 鹰普精密全球业务布局.....	16
图 13: 整体解决方案价值链.....	17
图 14: 2018 鹰普精密下游终端收入构成.....	17
图 15: 鹰普精密外延式并购.....	18
图 16: Arconic 营业收入构成 (百万美元) 及增速.....	19
图 17: Arconic 净利润 (百万美元) 及净利率.....	19
图 18: Arconic 2018 年地区收入构成.....	19
图 19: PCC 营业收入构成 (百万美元) 及增速.....	20
图 20: PCC 净利润 (百万美元) 及净利率.....	20
图 21: PCC 2015 年地区收入构成.....	20
图 22: 恩恩股份收入 (百万美元).....	21
图 23: 恩恩股份 2018 年地区收入构成.....	21
图 24: 人均产值对比 (万美元/人).....	22
图 25: 毛利率对比 (%).....	23
图 26: 研发费用率对比 (%).....	23
图 27: 前五大客户收入比例 (%).....	24
图 28: 装备制造企业与汽车零部件企业发展模式对比.....	25
图 29: 应流股份主要产品应用领域.....	26
图 30: 恒立液压营业收入构成 (百万元).....	27
图 31: 恒立液压产品结构调整.....	27
图 32: 熔模铸造下游应用市场空间 (十亿美元).....	28
图 33: 熔模铸造 2011-2023E 下游应用市场空间复合增速 (CAGR).....	28
图 34: 鹰普精密来自航空、医疗领域的收入 (百万港币) 及增速.....	29
图 35: 鹰普精密终端应用占比变化.....	29
图 36: 精密零部件企业 2016 年综合毛利率对比.....	30
图 37: 相关企业毛利率对比.....	31
图 38: 相关企业净利润对比 (百万港币).....	31
图 39: 相关企业经营性现金流净额 (百万港币).....	31

表 1: 鹰普精密管理团队.....	7
表 2: 2018 年全球熔模铸造竞争格局 (按 2018 年总收入计算, 百万美元) .....	10
表 3: 2018 年全球精密机加工市场前十企业 (仅包括汽车、航空与液压市场, 百万美元) .....	11
表 4: 2018 年全球复杂高性能铁砂型铸造市场七大参与者 (百万美元) .....	12
表 5: 2018 年中国电镀前十企业 (百万美元) .....	13
表 6: 鹰普精密下游客户梳理 .....	15
表 7: 鹰普精密生产基地信息梳理 .....	16
表 8: 鹰普精密与全球主要同行企业或下游客户财务对比.....	21
表 9: 鹰普精密与全球同行企业财务对比 .....	24
表 10: 鹰普精密及相关企业新产品及未来主攻市场.....	26
表 11: 应流股份主要产品及客户 .....	26
表 12: 鹰普精密分项业务的预测情况 (金额单位: 百万港币) .....	33
表 13: 可比公司估值 (金额单位: 百万元) .....	34

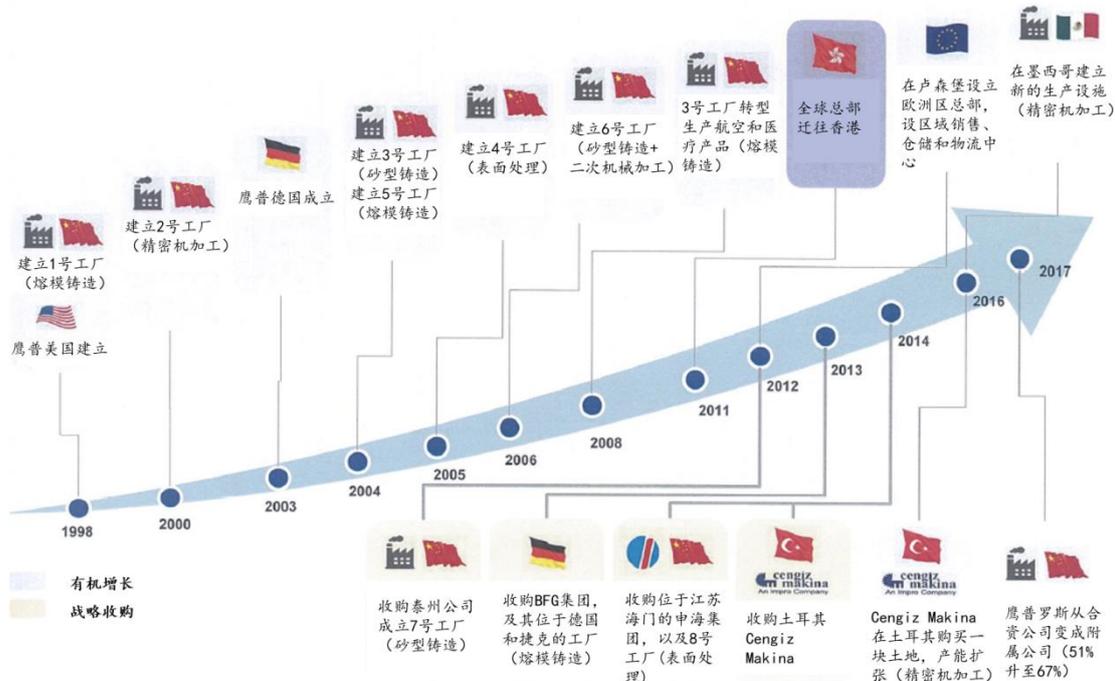
## 一、公司概况：全球第七大独立熔模铸造制造商

### 1.1 历史沿革：由中国走向世界的精密零部件综合制造商

鹰普精密是一家高精密度、高复杂性及性能关键的铸件和机加工零部件综合制造商，为全球客户提供定制化铸造和机加工产品和表面处理服务，其垂直整合业务模式及一站式解决方案的综合能力确立了其市场领先地位。

**公司的发展历史：**鹰普精密1998年成立于中国无锡，并扎根中国市场逐步扩张，相继成立了9个国内工厂。为配合全球化战略，公司于2011年将其全球总部搬至香港。2012年以来，公司实施“内生+外延”双轮驱动战略，相继收购中国、德国、土耳其等8家公司，提升公司业务能力并逐步渗透海外市场。经过20年的发展，公司目前已经成为全球领先的精密零部件制造商之一。据罗兰贝格统计，以2018年总收入排名，公司是全球第七大独立熔模铸造制造商，中国最大的熔模铸造商，同时也是汽车，航空及液压终端市场的全球第四大精密机加工公司。

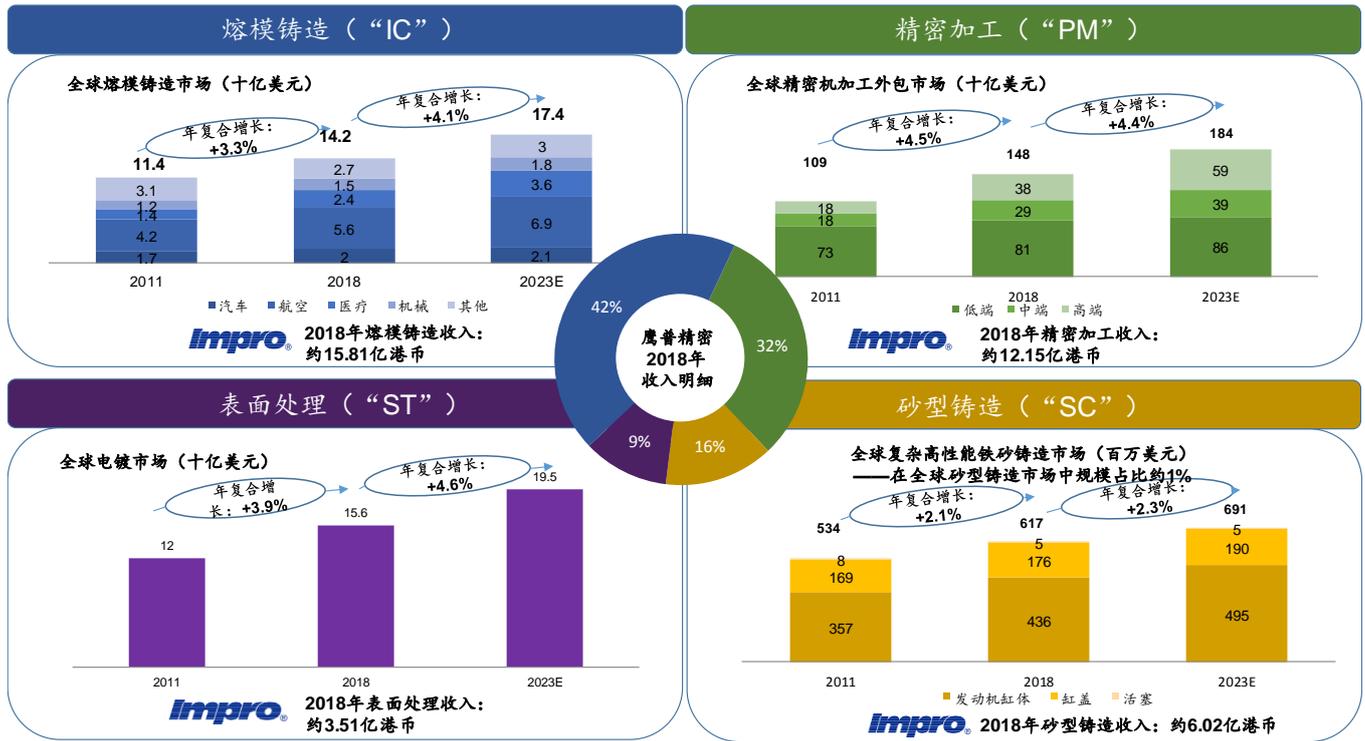
图 1：鹰普精密发展历史



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

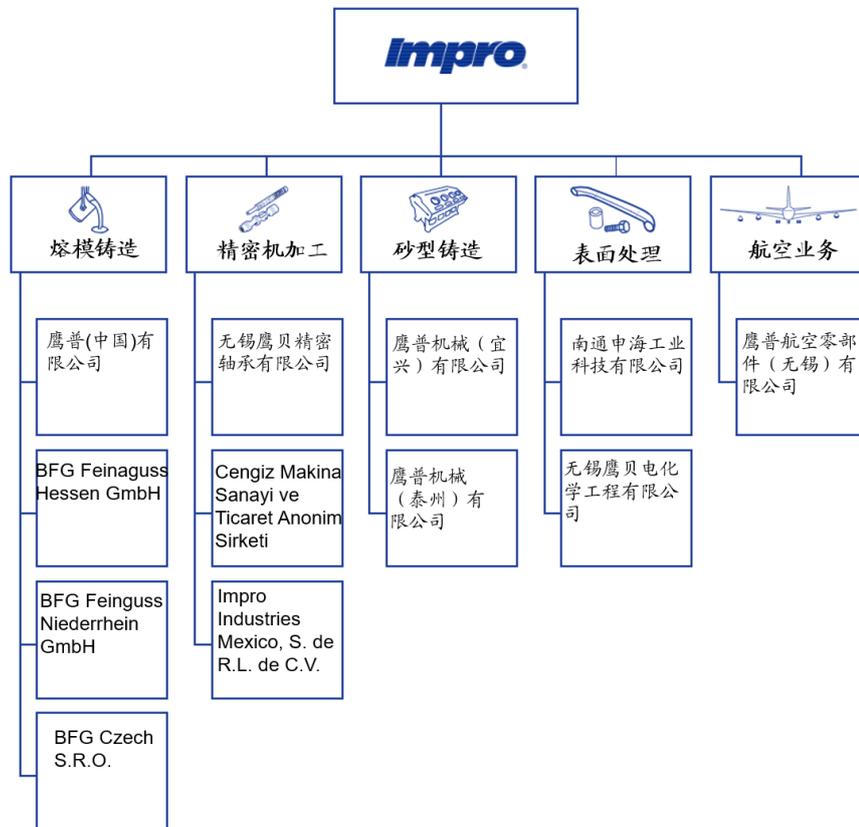
公司的业务主要分为四大类：熔模铸造、精密机加工、砂型铸造及表面处理，2018年收入占比分别为42.2%、32.4%、16.0%及9.4%。加工的金属材料包括不锈钢、碳钢、合金钢、高温合金等，表面处理业务（改变物体表面以提升外观或性能的工艺）包括锌、镍、镉及锌铝涂层，用于防腐、耐磨及装饰用途。其中，熔模铸造是公司最主要的业务板块，也是未来的重点发展方向。2013年，公司通过收购BFG集团以开展海外投资，并强化在熔模铸造领域的优势。

图 2: 鹰普精密2018年分类业务收入结构



数据来源: 罗兰贝格, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 3: 鹰普精密组织机构框架图



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

## 1.2 股权结构与管理层团队

当前，公司的实际控制人为陆瑞博先生。管理层团队均深耕于设备铸造及机加工领域，尤其是创始人兼主席陆先生在该领域拥有超过30年的运营和管理经验。此外，公司的高级管理团队由来自中国、德国、土耳其的成员所组成，在制造业方面拥有平均近18年的经验并具备相关运营经历。自1998年创立至今，公司将业务版图由中国延伸至北美及欧洲，公司本身由中国本土的小型铸造工厂转型为具有全球业务的领先企业。

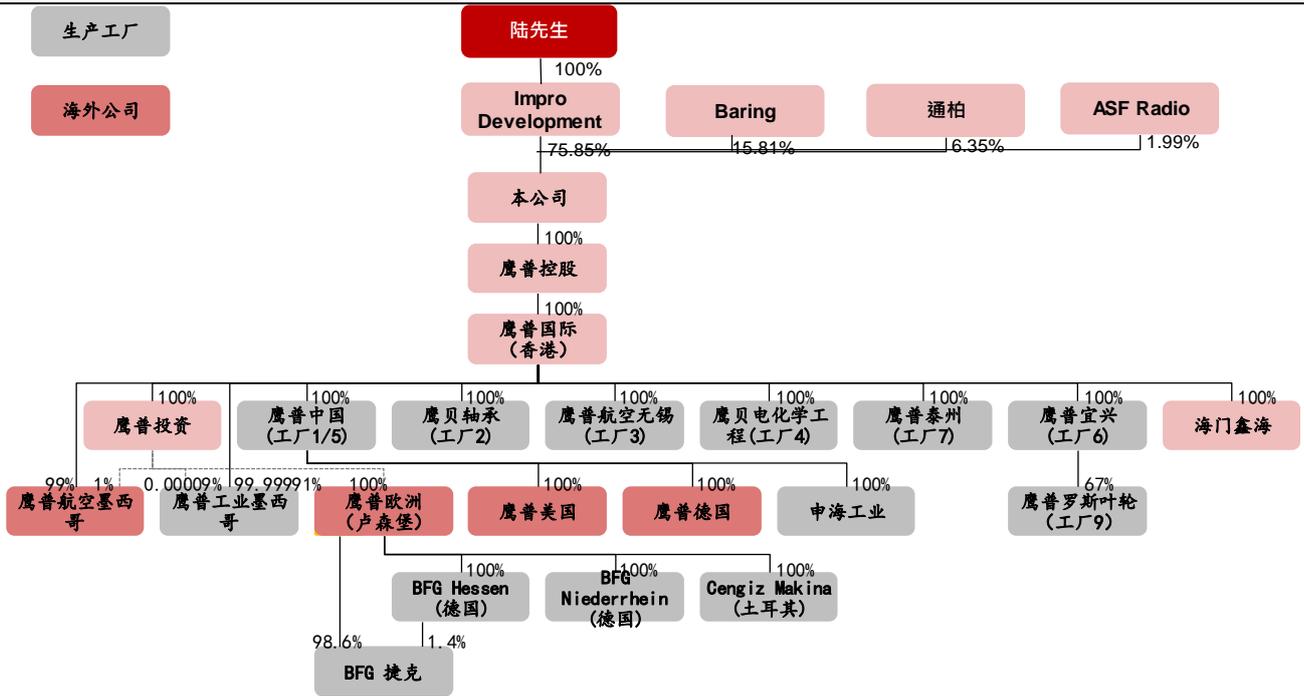
表 1: 鹰普精密管理团队

姓名	加入鹰普日期	年龄	职务
<b>执行董事</b>			
陆瑞博	1998年9月	55	董事会主席、CEO、执行董事
王辉	1999年3月	48	执行董事
余躍鹏	1998年9月	48	执行董事
朱力微	1998年9月	50	执行董事
王东	2001年10月	43	执行董事
<b>高级管理人员</b>			
Yilmaz Koray Mert	2009年10月	41	集团副总裁，主管精密机加工。Impro Industries Mexico 总裁、CM 总裁及 Impro USA 副总裁
叶汇荣	2016年12月	43	CFO, 公司秘书、CM 及 Impro Industries Mexico 董事
孙啸昊	2018年1月	42	集团副总裁，主管业务战略、投资、并购和整合
庄绪雷	1998年9月	45	鹰普航空无锡 MD 兼总工程师
沈昆	2014年11月	49	申海工业执行董事及总经理
湛开良	2017年11月	38	多家 BFG 子公司董事总经理
张明媚	2001年5月	42	业务发展总监
邓明泉	2017年8月	40	鹰普泰州执行董事及六厂、七厂、九厂总经理
张让利	2019年3月	43	一厂董事总经理

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

**股权结构：**2011年在公司将总部迁至香港之际，公司获得了Baring及GE Capital的股权投资，并用Baring的资金购回Lehman及DEG持有的余下股份。根据公司招股书的披露，截止2019年4月，陆瑞博通过Impro Development持有该公司75.85%的股份，是实际控制人，Baring公司持有15.81%股份，通柏公司持有6.35%股份，剩余1.99%则由ASF Radio持有，公司的股权结构清晰简单，不存在控制人变更的风险。

图 4：鹰普精密股权及企业构架



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心（截止招股书披露时间）

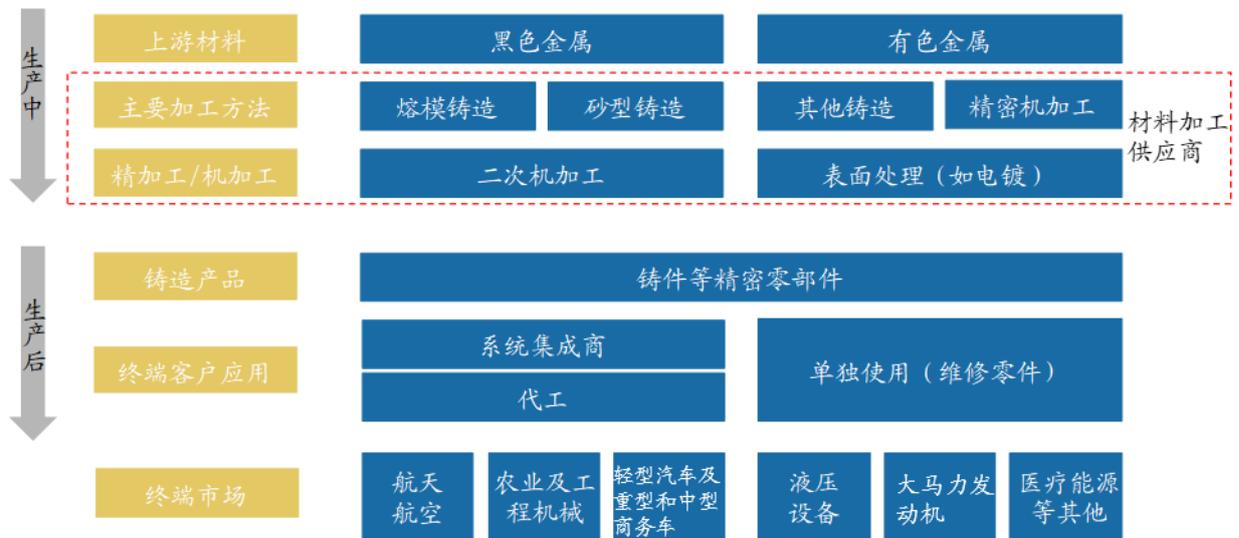
## 二、精密零部件应用领域广泛，市场空间广阔

### 2.1 精密零部件加工位于产业链中游，工艺繁多

精密零部件主要采用金属铸造及精密机加工等金属加工技术对各种金属进行生产，随后进行二次机加工及表面处理，处于产业链的中游。

精密零部件的加工方法主要包括铸造、精加工、表面处理等。铸造为金属成型及形变的主要方法之一，是将熔融金属倒入包含所需形状空腔的模具中，使其凝固的工艺，最后将固化零件从模具中取出。铸造方法有许多种，可以生产出具有不同体积、尺寸、重量及精密度的产品，而熔模铸造主要用于生产具有优质表面的高精度及复杂产品；砂型铸造是一种较通用、具成本效益及高效的铸造方法，但产品精准度较低及表面光洁度不理想。对于高端及性能关键的复杂零部件，通常须进行二次机加工、铸造后处理及表面处理。

图 5：精密零部件加工产业链

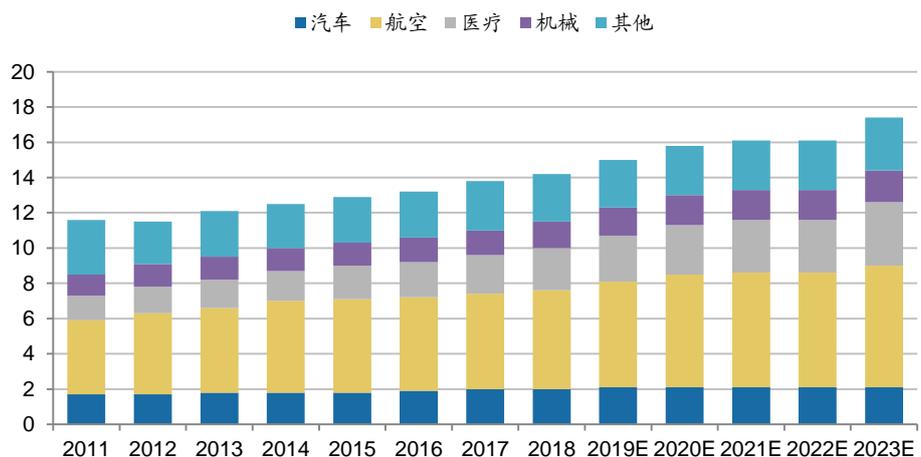


数据来源：通用零部件工业协会，广发证券发展研究中心

## 2.2 熔模铸造精度较高，下游应用带来强劲增长动力

根据罗兰贝格的报告，熔模铸造为最精密的铸造工艺之一，可生产复杂形状的铸件，同时仍可保持高尺寸精度及优质表面。从下游来看，汽车、航空、医疗及机械市场有望成为支撑熔模铸造市场稳步增长的重要来源。熔模铸造广泛应用于汽车市场具有精密结构或一定特殊性能的零部件，包括轻型商用内燃机汽车、新能源汽车等车型中的燃油系统零件、涡轮增压器、废气循环等。航天行业中有大量涉及熔模铸造技术的零部件及系统，如发动机、机翼及机身零件、飞行控制系统、空调系统等；机械市场的熔模铸造应用包括发动机系统、传动系统及液压系统。

图 6：全球熔模铸造下游市场空间（十亿美元）



数据来源：罗兰贝格，公司招股书，广发证券发展研究中心

熔模铸造行业的进入壁垒较高，主要体现在业务的开展需要前期高额先进设备成本、对劳动力进行培训、相应的技术能力与综合性知识，且下游客户往往需要其供应商取得对应行业零部件的质量认证资质，这种认证过程通常需要至少一年。

因此，具备规模优势的供应商将具有较强的竞争优势。2018年排名前十的熔模铸造企业主要包括Arconic、PCC等，排名前三的企业总营业收入明显高于其他制造商。公司也位列前十，并且是收入规模最大的国产企业。

表 2: 2018年全球熔模铸造竞争格局（按2018年总收入计算，百万美元）

排名	公司	总部国家	总营业收入
1	Arconic	美国	14014
2	PCC	美国	11823
3	HITACHI	日本	9364
4	KSB	德国	2575
5	Doncasters	英国	710
6	CPP	美国	696
7	KITAGAWA	日本	549
8	Zollern	德国	527
9	鹰普	中国	478
10	Hitchiner	美国	255

数据来源：罗兰贝格，公司招股书，广发证券发展研究中心

注：1.HITACHI 与 KSB 均为非独立制造商。独立制造商指主要向众多独立第三方客户提供铸造产品以产生收入，而不是主要向其母公司或集团公司提供铸造产品的公司。2.HITACHI 为 2017 年全球总收入数据；3.2018 年，CPP 收购 Selmet，收入约有 135 百万美元；4.若仅考虑独立制造商，则鹰普全球名列第 7，而 HITACHI 与 KSB 为非独立制造商。5.收入数据为当年全球总收入（包括熔模铸造及其他细分业务）。

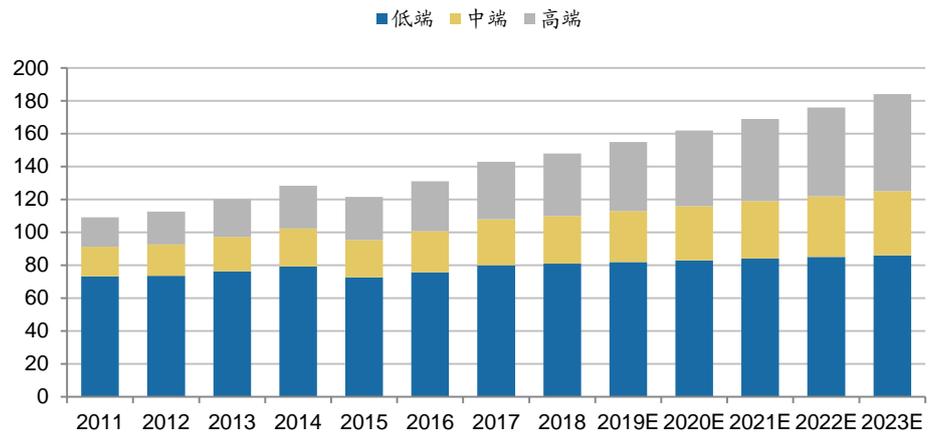
### 2.3 多类加工工艺为补充，市场较为分散

精密机加工、砂型铸造与表面处理（主要为电镀）是另外三种较为重要的精密零部件加工方式，其整体市场较为分散，但高端产品仍有较高的壁垒。

**1.精密机加工：**通过自身工件上去除部分材料方式生产高精度及良好表面质量的精密零部件的工艺，涉及车削、钻削、齿轮切削、研磨、磨削工艺的组合，还包含渗碳、淬火及回火等热处理工艺。根据罗兰贝格报告，精密机加工的下游领域主要涉及航空、医疗、汽车、消费电子及其他；从地域分布来看，北美、中国和欧洲是主要的精密机加工业务的市场。2011-2018年精密机加工市场复合增速为0.2%，整体市场稳定上升，中国市场的复合增速高达7.5%，主要在于几点因素：（1）整体宏观经济增长；（2）中国制造业转型升级带来的机床设备需求；（3）中国机床普遍较高的更换频率。

**精密机加工市场按照设备价值可大致划分成三个区间。**高端加工设备是指超过50万欧元的机器设备，主要是全流程覆盖、自动化程度高、速度及可靠性高并能够制造不同产品的高精密机加工中心。中端加工设备是指为25万欧元至50万欧元的机器设备，主要是流程及产品覆盖较广的一般自动化机加工中心；低端设备是指低于25万欧元的机器设备，主要是处理单一工艺的单轴机器。由于终端市场对高精密零部件的需求强劲，全流程覆盖的高端设备变得越来越关键。因此，全流程覆盖的高端设备精密机加工业务空间有望迎来迅速增长。

图 7: 全球外包的精密机加工市场 (十亿美元)



数据来源: 罗兰贝格, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

**全球精密机加工市场高度分化。**由于低端精密机加工技术壁垒低, 但需求较大, 因此该类业务主要由区域性的中小企业所主导, 竞争格局分散。而中高端精密机加工则有着较高技术壁垒, 同样需要前期的大量投入与劳动力、数字化自动化的技术支持等, 市场参与者相对少。2018年, 相对高端的汽车、航空及液压市场的精密机加工领域, 排名前十中有三家中国企业。

表 3: 2018年全球精密机加工市场前十企业 (仅包括汽车、航空与液压市场, 百万美元)

排名	公司	总部国家	总营业收入
1	KERN-LIEBERS	德国	880
2	NN Inc.	美国	771
3	恒立液压	中国	638
4	鹰普	中国	478
5	Berger	德国	311
6	Paradigm	美国	227
7	Häring	德国	224
8	Burgmaier	德国	152
9	Brovedani	意大利	142
10	国际精密	中国	120

数据来源: 罗兰贝格, 公司招股书, 广发证券发展研究中心

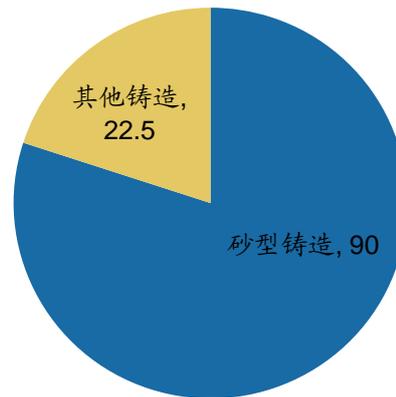
注: 1.由于精密机加工是一项高度专注于下游应用的业务, 故仅选取了相同竞争行业(汽车、航空及液压市场)的供应商; 2.2018年, KERN-LIEBERS收购 Schnöring GmbH, 后者为弹簧制造商, 收益约15百万美元; 3.2018年, NN Inc收购 Paragon Medical及 Bridgemedica, 两者皆从事医疗器械, 收入分别约有190百万美元及9百万美元; 4.恒立超过80%的销售来自集成设备(如液压缸); 5. Paradigm数据为2017年全球总收入; 6.有关公司收入数据为2018年全球总收入, 包括精密机加工与其他细分业务。

**2.砂型铸造:** 是一种金属成型的工艺, 特点是利用砂作为模具材料, 可加工铁、特种合金钢、钛合金等多种金属及合金。砂型铸造是一种具成本效益并且高效率的技术, 其工艺通常可灵活适应产品大小及几何设计的变动。然而与熔模铸造相比, 砂型铸造的产品精度较低、表面处理较粗糙, 通常需要额外的二次机加工, 以

提高产品精度。砂型铸造的市场空间很大，据罗兰贝格估计，砂型铸造的产量占全球铸造市场产量的80%（即每年约90百万公吨）。

根据罗兰贝格报告，2018年，全球砂型铸造总市场规模约为2740亿美元，而2011年为1930亿美元，复合年增长率为5.1%，其庞大的市场规模及增长很大程度上归因于汽车行业（砂型铸造最大的下游应用行业）的强劲增长。全球超过65%的砂型铸造市场是由亚太国家贡献。

图 8: 2018年全球铸造产量（百万公吨）



数据来源：罗兰贝格，公司招股书，广发证券发展研究中心

尽管砂型铸造的整体市场大，且参与者众多，但复杂高性能铁砂型铸造市场的准入门槛相对较高，主要在于工艺及产品精度、发动机缸体模拟能力。因此，复杂高性能铁砂型铸造市场相对集中，由少数顶级参与者主导。根据罗兰贝格的报告，中国2万多家铁砂型铸造厂中仅有约不到5%的铸造厂能够满足关键产品需求及交付复杂高性能铁砂型铸造产品。就竞争格局来看，在复杂高性能铁砂型铸造产品领域，全球主要有7家参与者，但占总体铸造市场的份额较小。

表 4: 2018年全球复杂高性能铁砂型铸造市场七大参与者（百万美元）

排名	公司	总部国家	复杂高性能砂型铸造营业收入	占全球砂型铸造市场份额
1	Fritz Winter	德国	732	0.267%
2	Gienanth	德国	189	0.069%
3	共享集团	中国	183	0.067%
4	Heger	德国	84	0.031%
5	鹰普	中国	77	0.028%
6	Ashok	印度	65	0.024%
7	普什集团	中国	35	0.013%

数据来源：罗兰贝格，公司招股书，广发证券发展研究中心

注：1.2018年，Gienanth收购SLR Austria，后者是熔模铸造集团，收入约有50百万美元；2.Heger为2017年收入；3.市场份额按照2018年砂型铸造市场规模2740亿美元计算而得。

3.表面处理一般是指改变物体表面以提升其外观或功能特性的工艺。其中，电镀是使用最广泛的表面处理技术之一，成本效益高。电镀中常用的材料包括锌、镍、铜及铬，而钢是最常见的基层金属。电镀表面处理通常是供应商向下游应用范围较广的零部件客户提供的一项增值服务，通用机械及电子行业是两个主要应用。

电镀行业的准入门槛主要包括政府批文、环境监管问题等。行业高度分散，各地市场主要由当地的小型本地参与者构成。据罗兰贝格，中国排名前十的电镀企业供应商包括苏州市华婷、鹰普等，前十整体市场份额仅占国内的7.21%。

表 5: 2018年中国电镀前十企业（百万美元）

排名	公司	电镀业务营业收入	占中国电镀市场份额
1	苏州市华婷	76	1.54%
2	昆山同心	45	0.93%
3	鹰普	45	0.91%
4	杭州菜源	42	0.86%
5	昆山世冠	33	0.68%
6	上海鹏雷	30	0.62%
7	珠海玛斯特	29	0.61%
8	南通恒瑞	26	0.52%
9	无锡鼎亚	15	0.31%
10	常州君合	11	0.23%

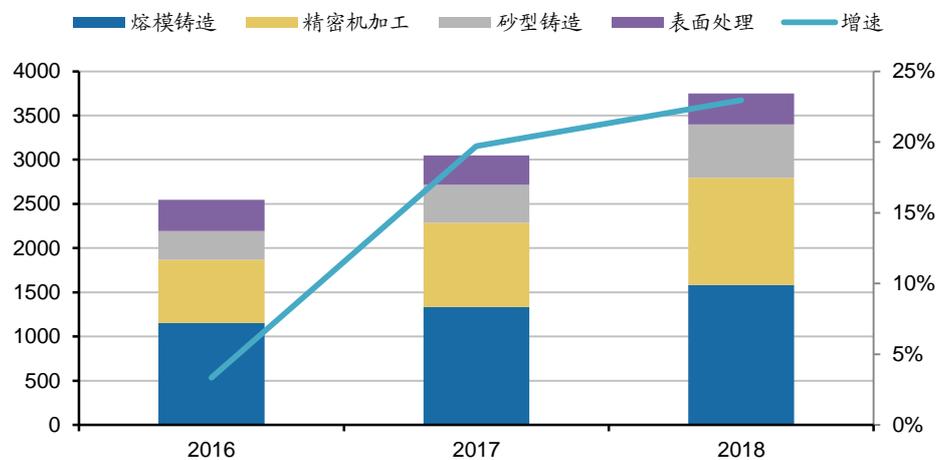
数据来源：罗兰贝格，公司招股书，广发证券发展研究中心

### 三、砥砺前行，打造一站式解决方案提供商

#### 3.1 四大业务，收入增速领先行业

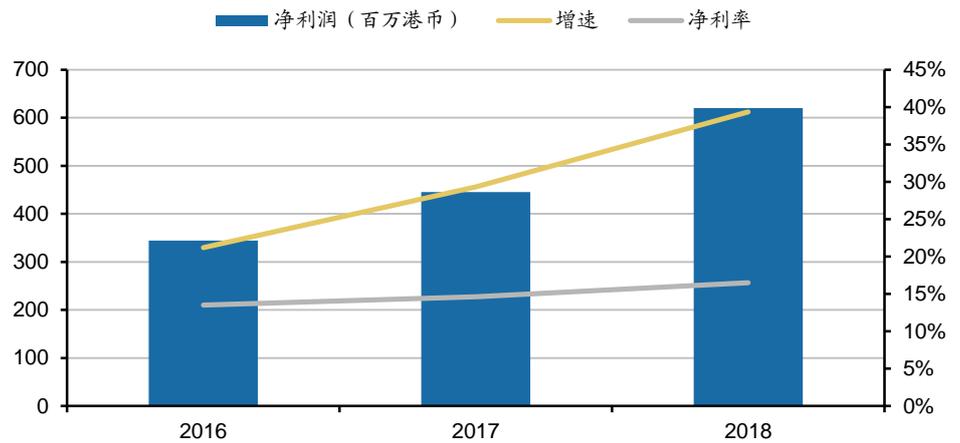
公司的营业收入由2016年的2547.2百万港币增长至2018年的3749.1百万港币，复合年均增长率21.3%。2018年，公司收入3749.1百万港币，毛利率32.2%，主要在于终端市场需求增长。另外，更先进的技术要求及行业高标准拉动了对于公司高端产品的需求，带动净利润上行。公司经调整后的净利润由2016年的344百万港币增加至2018年的620百万港币，年均复合增长率34.2%。经调整后的净利率由2016年的13.5%上升至2018年的16.5%，主要在于各业务线条毛利率的提升，2018年综合毛利率为32.2%，相比2016年提升2个百分点。

图 9: 鹰普精密营业收入（百万港币）及增速



数据来源：鹰普精密招股说明书，广发证券发展研究中心

图 10: 鹰普精密经调整后的净利润 (百万港币)、增速及净利率



数据来源: 鹰普精密招股说明书, 广发证券发展研究中心

注: 公司经调整后的净利润的指的是扣除税务影响、上市开支、和商誉减值亏损 (2014 年收购中海集团及 Cengiz Makina 产生的摊销) 等非经常性项目后的净利润。具体会计调整科目详见公司招股书资料。

### 3.2 竞争优势: 7 大优势构筑核心竞争力

公司较快的业绩增速主要得益于 7 大优势构筑的核心竞争力:

**1. 行业地位: 全球领先和中国最大的高精度、高复杂性和性能关键铸件制造商。** 根据罗兰贝格的报告, 按照 2018 年总体收入计算, 公司是全球第七大独立熔模铸造商、中国最大的熔模铸造制造商; 同时也是汽车、航空及液压终端市场全球第四大精密机加工企业, 是全球领先的铸件制造商中唯一中国公司。公司在大批量生产的同时, 也能满足小批量、多品种订单的需求, 2016-2018 年期间, 公司已经开发超过 3600 个定制工程件号。

图 11: 鹰普精密各业务市场地位



数据来源: 鹰普精密招股说明书, 广发证券发展研究中心

**2.下游客户：与全球行业领先企业建立长期战略合作关系，并通过质量认证。**  
 公司的下游客户集中于各自行业的全球领导者，包括Benteler、Bosch、Caterpillar、Cummins、Honeywell以及Parker-Hannifin。根据公司招股书的披露，2018年公司44%的收入来源于五大客户，其中来自A客户（主营汽车、工业及消费产品）的收入为超13%。不过，下游主要客户与公司有较为稳定的业务关系，合作最短的客户也有12年之久（Bosch自Cengiz Makina成立以来为其客户），一定程度上降低了大客户流失风险。

一般而言，精密零部件转换供应商的成本和风险较高，特别是在产品可靠性较为关键的情况下，这些行业领导者会精挑细选新供应商。公司是少数不仅具有特定行业资质，同时还通过客户内部供应商资格认证的企业，其中10个工厂已经取得ISO9001质量管理认证，并获得卡特彼勒、GE、奔驰等多个供应商奖项。

表 6：鹰普精密下游客户梳理

客户	国家	创立	关键数据	收入拆分	合作时间
博世集团	德国	1886	2018 收入：779 亿欧元 2018 净利润：53 亿欧元	移动解决方案：61%；工业技术：8%；消费品：24%；能源和建筑：7%	23 年
卡特彼勒	美国	1925	2018 收入：547 亿美元 2018 净利润 68.17 亿美元	工程机械：42%；资源行业：16%；能源和运输：35%；金融产品：7%	15 年
康明斯	美国	1919	2018 收入：238 亿美元 2018 净利润：24.58 亿美元	发动机：33% 部件：21%；动力系统：12%	14 年
Benteler	澳大利亚	1876	2018 收入：80.72 亿欧元 2018 净利润：0.31 亿欧元	汽车：78%；钢/管：13%；分布：9%	11 年
Parker-Hannifin	美国	1917	2018 收入：143 亿美元； 2018 净利润：13.60 亿美元	多元化工业：81%；航空航天：19%	14 年
Modine	美国	1916	2018 收入：21 亿美元 2018 净利润：38.5 百万美元	汽车：31%；商用车：25%；越野：13%；HVAC & R：27%	14 年

数据来源：鹰普精密招股说明书，Bloomberg，各公司年报，广发证券发展研究中心

**3.全球化业务布局：**目前，公司在中国、土耳其、德国、捷克共和国及墨西哥拥有15个工厂，在中国、北美、卢森堡、土耳其、德国及香港有九个销售办事处。公司的大部分产能均位于中国，能够实现规模效应，实现较低的生产成本、稳定的原材料供应；另一方面，北美和欧洲的工厂则专注于为当地或区域性海外客户提供服务。这种全球化布局能使公司妥善分配内部资源，降低运输成本及减少交货时间，及时为全球客户提供服务。根据公司招股书，2018年公司来自美国、欧洲、中国及亚洲（不包括中国）的收入分别占总收入的42.0%、32.6%、22.9%及2.5%。

图 12: 鹰普精密全球业务布局



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

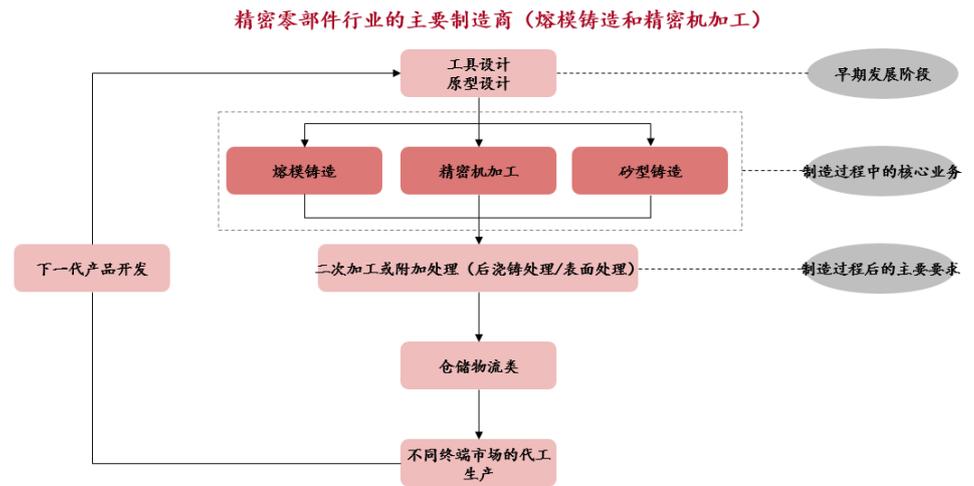
表 7: 鹰普精密生产基地信息梳理

地点	编号	在鹰普监控下商业生产的设立年份	业务	产能	方式
<b>中国大陆</b>					
江苏无锡	工厂 1	1998	熔模铸造	4307 吨	设立
江苏江阴	工厂 2	2000	精密机加工	926000 小时	设立
江苏无锡	工厂 3	2004	熔模铸造	980 吨	设立
江苏江阴	工厂 4	2005	表面处理	17095 吨	设立
江苏无锡	工厂 5	2006	熔模铸造	3572 吨	设立
江苏宜兴	工厂 6	2006	熔模铸造; 砂型铸造	2419 吨; 17122 吨	设立
江苏泰州	工厂 7	2012	砂型铸造	4562 吨	收购
江苏南通	工厂 8	2014	表面处理	59088 吨	收购
江苏宜兴	工厂 9	2011	铝真空铸造	460 吨	设立
<b>国外基地</b>					
德国莱茵州	BFGM	2013	熔模铸造	244 吨	设立
德国黑森州	BFGH	2013	熔模铸造	549 吨	收购
捷克	BFGCZ	2013	熔模铸造	N/A	收购
土耳其 Kocaeli	CMTR-1	2014	精密机加工	128.9 万小时	收购
土耳其 Kocaeli	CMTR-2	2Q19E	精密机加工	N/A	设立
墨西哥	IMMX	2017	精密机加工	88000 小时	设立

数据来源：鹰普精密招股说明书，广发证券发展研究中心

**4.整体解决方案能力:** 公司已经建立垂直整合业务模式，提供产品生命周期内的一站式解决方案。一般而言，公司尽早在原型设计和开发阶段与客户合作，并提供模具设计和制造服务，从而增强客户粘性；凭借早期阶段的合作，公司能够深化客户关系，凭借以往高精密可靠产品的交货记录，逐渐扩大对其他分部以及终端市场的采购，以便于商业化生产阶段能够提前锁定采购订单。

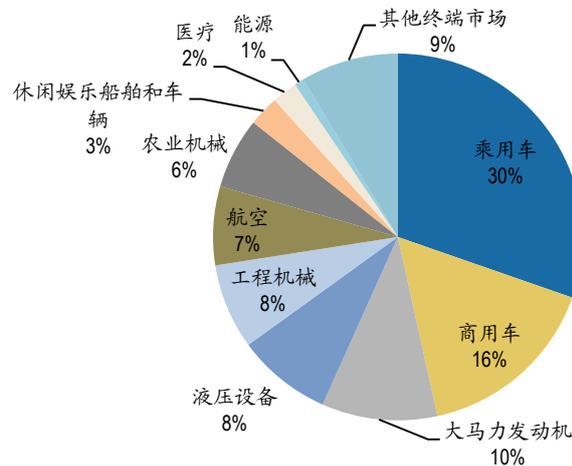
图 13: 整体解决方案价值链



数据来源：鹰普精密招股说明书，广发证券发展研究中心

**5.终端市场多样化：**公司产品销往的终端市场范围广阔，根据公司招股书的披露，2018年公司为全球30多个国家和地区超过1000名客户提供产品和服务，其终端市场主要包括乘用车、商用车、大马力发动机、液压设备、工程机械、航空和农业机械等，广泛的覆盖范围降低了公司对单一客户或市场周期的波动性，提高了抗风险能力。此外，公司有针对性的拓展具备较高盈利能力和增长潜力的终端市场，例如公司来自航空市场的收入由2016年的144.5百万港币增加至2018年的282百万港币，年均复合增速为39.7%。另一方面，公司还在扩大终端市场新产品范围，包括混合动力车辆和全电力车辆，例如涡轮增压器、燃料喷射系统和新能源汽车。

图 14: 2018鹰普精密下游终端收入构成



数据来源：鹰普精密招股说明书，广发证券发展研究中心

**6.并购+内生的双轮驱动战略：**公司自创立以来持续扩张、提升产能，逐步进军熔模铸造、精密机加工、砂型铸造和表面处理业务，通过内生增长扩展全球生产网络，并拥有九个工厂（内生设立9个工厂，叠加并购工厂共计15个）。除了内生增长以外，2012年6月，公司收购了鹰普泰州，以拓展砂型铸造产能和能力。2013年3月，公司收购了BFG集团，巩固熔模铸造分部的领导地位，并渗透欧洲市场。随后公司相继收购了中海集团和Cengiz Makina，增强表面处理和精密机加工能力。

公司的每个业务分部均处于高度分散的行业。根据罗兰贝格报告，2016年全球有超过48000间金属铸造厂，其中超过26000个工厂位于中国，大部分没有能力全球化供应或提供一站式解决方案。另一方面，分散的竞争格局导致每间铸造厂的年产量有限，这表明存在大量潜在的整合机会，给公司通过并购扩张市场份额提供机遇。

图 15: 鹰普精密外延式并购



数据来源：鹰普精密招股说明书，广发证券发展研究中心

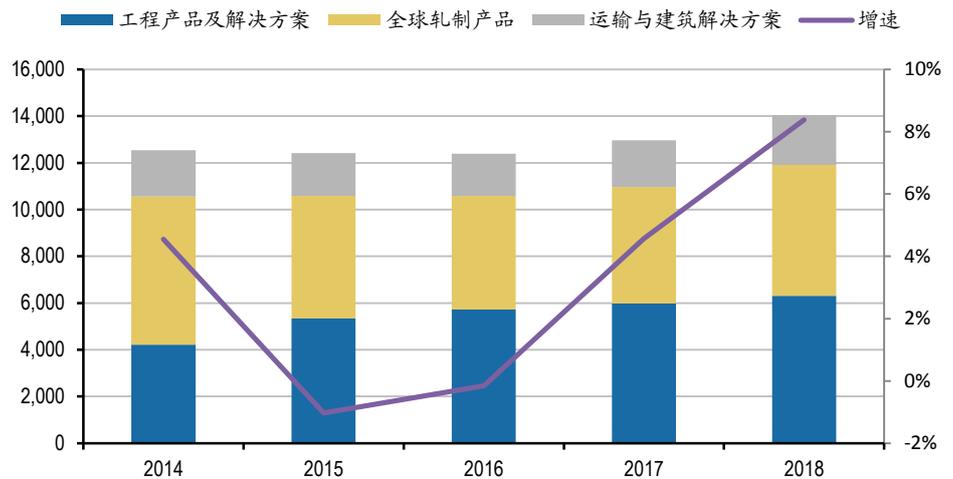
**7. 经验丰富的管理团队。**公司创始人陆先生拥有超过30年行业经验，高管团队来自中国大陆、香港、德国、美国，在制造业拥有平均近18年的从业经验。

### 3.3 同行业竞争分析：百舸争流，“鹰”击长空

竞争格局：熔模铸造和精密机加工是鹰普精密最主要的两个业务板块，占主营业务收入的75%左右。在熔模铸造领域，全球龙头企业是美国的Arconic（奥科宁克）和PCC公司；在精密机加工领域，美国的恩恩股份处于领先地位。

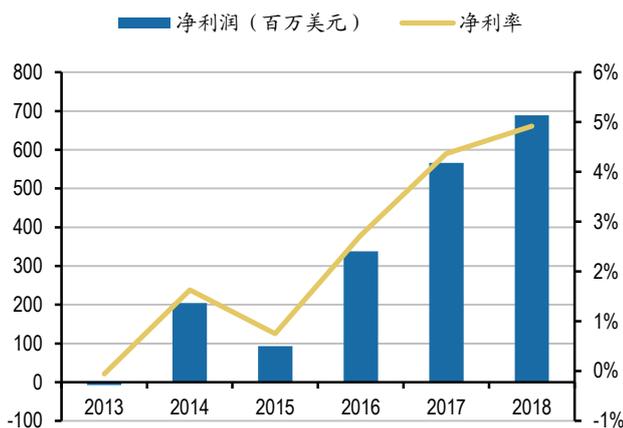
**1. 奥科宁克公司 Arconic** 是于2016年从美国铝业分拆出来独立上市的主营复合材料产品的公司，总部位于美国纽约，其复合材料产品广泛应用于航空航天、汽车、交通运输、建筑和建设市场。Arconic有三大事业部，分别为全球轧制产品（主要生产铝板、板材和无菌箔）、工程产品和解决方案（生产紧固系统、无缝轧环、熔模铸件，包括机翼和锻造喷气发动机部件，以及各种锻造，挤压和机械加工的金属产品）、运输和建筑解决方案（生产一体化铝结构体系，建筑型材，锻铝商用车轮以及工业产品用铝制品），2018年公司营业收入140.5亿美元，同比增长8.38%；实现净利润6.89亿美元，同比增长21.7%。

图 16: Arconic营业收入构成 (百万美元) 及增速



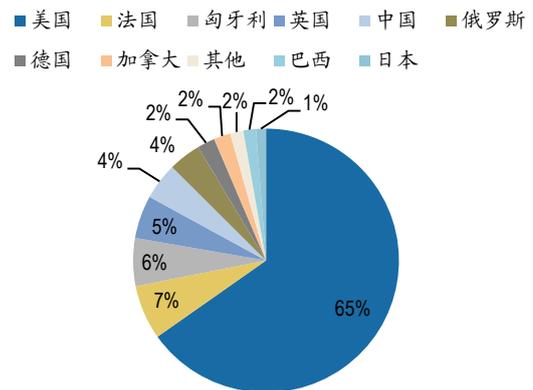
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 17: Arconic净利润 (百万美元) 及净利率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 18: Arconic 2018年地区收入构成

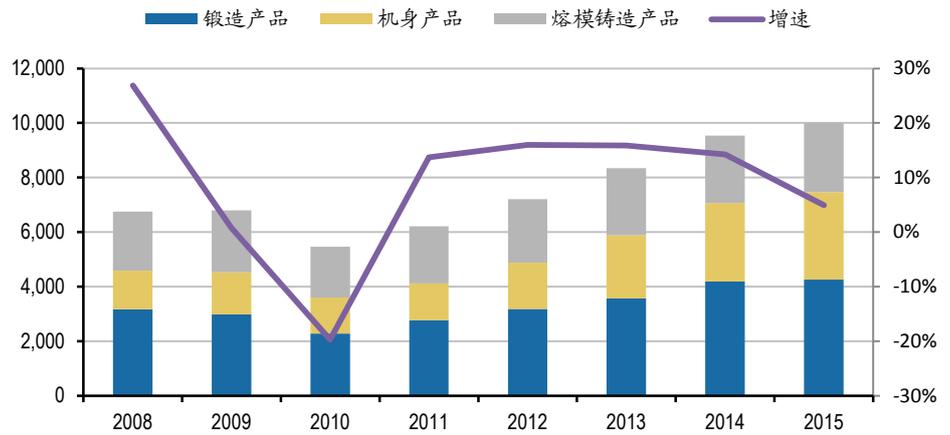


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

奥科宁克是先进技术解决方案的领先者，它的主要客户均是相关行业的领先企业，这将成为公司市场份额提升的主要驱动力。根据公司年报的披露，来自航空航天领域的收入，约占奥科宁克总收入的40%。公司开发和生产高性能工程产品，为机体结构和发动机提供解决方案，目前该公司可供应90%以上的喷气发动机组件。根据年报的披露，公司2018年65%的收入来自于北美市场。

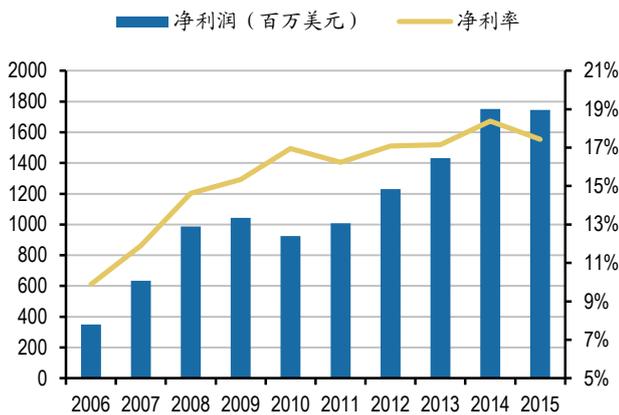
**2.精密机件Precision Castparts (PCC)** 创立于1949年，总部位于美国波特兰，是一家精密金属零件制造公司，主要产品包括航天喷射引擎、飞机结构控制、起落架、客货舱门、发动机盖及其他机身结构部件用的各类锻件及精密铸件，其产品应用在航天工业及一般工业上，是波音、劳斯莱斯、空客公司、庞巴迪、赛斯纳、古德里奇等的指定零配件制造商。2016年伯克希尔哈撒韦以370亿美金收购PCC公司。

图 19: PCC营业收入构成(百万美元)及增速



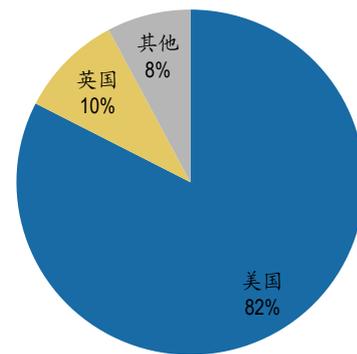
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 20: PCC 净利润(百万美元)及净利率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 21: PCC 2015年地区收入构成

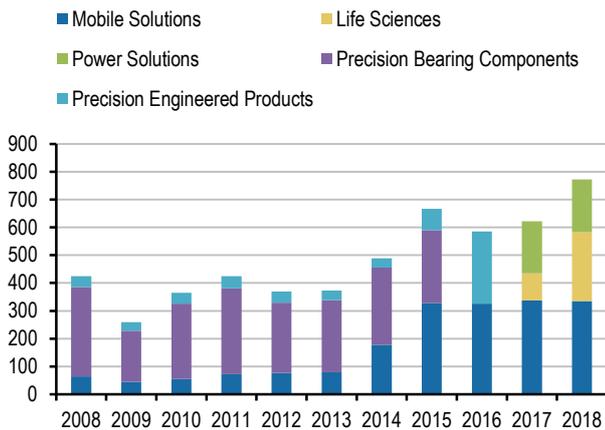


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

根据PCC被收购前公布的年报数据, 2015年PCC实现营业收入100亿美元, 同比增长5%; 实现净利润17.45亿美元, 净利率17.44%, 其收入主要集中于美国。

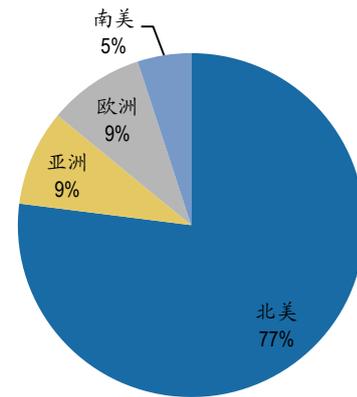
**3. 恩恩股份: NN Inc.**最初于1980年10月在美国特拉华州注册成立, 是精密球、圆柱圆锥滚子、轴承承托架、注塑成型产品、精密轴承密封和精密金属部件制造商。公司主要包含两个业务, 一个是注塑成型产品, 主要应用于轴承组件、汽车零部件、电子仪器; 另一大业务是精密金属零部件, 下游领域涉及到空调、汽车、流体动力和柴油发动机行业。2018年公司营业收入7.73亿美元, 同比增长24.3%, 主要集中于北美和亚洲地区; 实现净利润155万美元。

图 22: 恩恩股份收入 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 23: 恩恩股份2018年地区收入构成



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我们从多个维度来梳理公司与这三家同行企业的经营情况:

在收入规模方面, 四家企业出现分层, 其中奥科宁克和PCC公司的收入在100亿美元以上, 而鹰普精密和恩恩股份的收入规模在10亿美元以下, 但是鹰普2016-2018年的收入复合增长率为20.5%, 是四家企业中最高的。考虑到海外市场仍是主要收入来源, 我们认为, 未来几年鹰普的收入有望加快, 主要在于伴随着墨西哥工厂进入稳定的量产阶段, 北美地区有望继续成为最大的收入贡献地区(根据公司招股书的披露, 2018年北美地区占鹰普总收入的42%, 占比最高)。同时, 随着中国汽车工业的增长, 中国市场有望继续稳步增长; 另外, 由于欧洲制造业需求增加, 公司土耳其工厂新产能有望逐步释放, 带动欧洲地区快速增长。

由于产品终端领域的不同, PCC的净利润相对最高, 2015年达到17.45亿美元; 但是净利率方面, 根据公司招股书的披露, 鹰普精密2018年调整后的净利率16.5%, 仅次于PCC的17.44%, 高于奥科宁克(2018年净利率4.9%)和恩恩股份(2018年净利率2.0%)。我们进一步梳理了四家企业的经营性现金流净额, 可以看到, 鹰普精密的经营性现金流净额在4家企业中是唯一保持增长的, 并且高于当年的净利润, 表明鹰普创造自由现金流的能力高于其他企业, 盈利质量较好。

表 8: 鹰普精密与全球主要同行企业或下游客户财务对比

	鹰普精密	Arconic	PCC	恩恩股份
<b>营业收入 (百万美元)</b>				
2015		12413.00	10005.00	667.28
2016	328.67	12394.00		584.95
2017	392.93	12960.00		619.79
2018	477.58	14,014.0		770.60
<b>收入增速 (%)</b>				
2015		-1.03%	4.95%	36.57%
2016	3.35%	-0.15%		-12.34%
2017	19.71%	4.57%		5.96%
2018	21.54%	8.13%		24.33%

经调整后的净利润 (百万美元)

2015		93.39	1744.96	26.25
2016	44.41	338.14		1.14
2017	57.36	566.00		1.77
2018	79.01	688.83		15.48

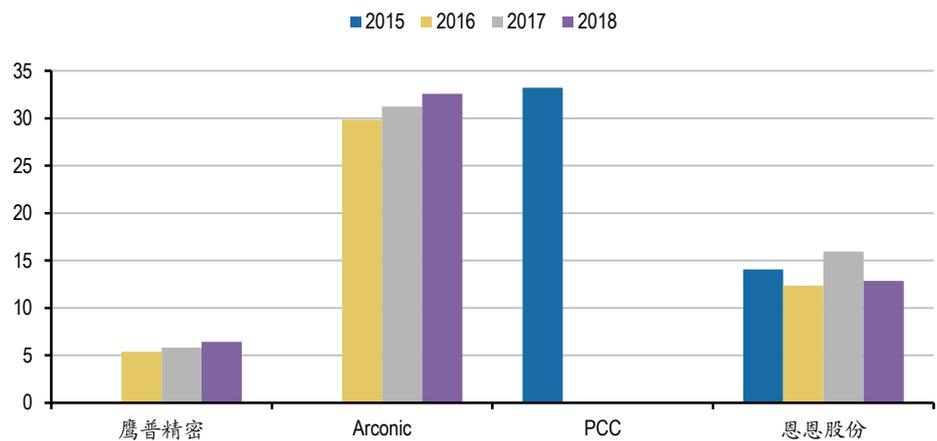
经营性现金流净额 (百万美元)

2015		1582.00	1702.00	33.31
2016	81.74	870.00		69.30
2017	96.90	701.00		-59.82
2018	99.06	217.00		40.94

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

在经营效率方面, 鹰普与全球龙头企业存在着较大的差距。我们以公司的收入除以当年员工数量来计算人均产值, 四家企业的经营能力均保持稳定, 奥科宁克与PCC的人均产值保持在30万美元/人以上, 恩恩股份在15万美元左右, 而鹰普精密在5万美元/人, 表明公司的经营效率还存在较大的提升空间。

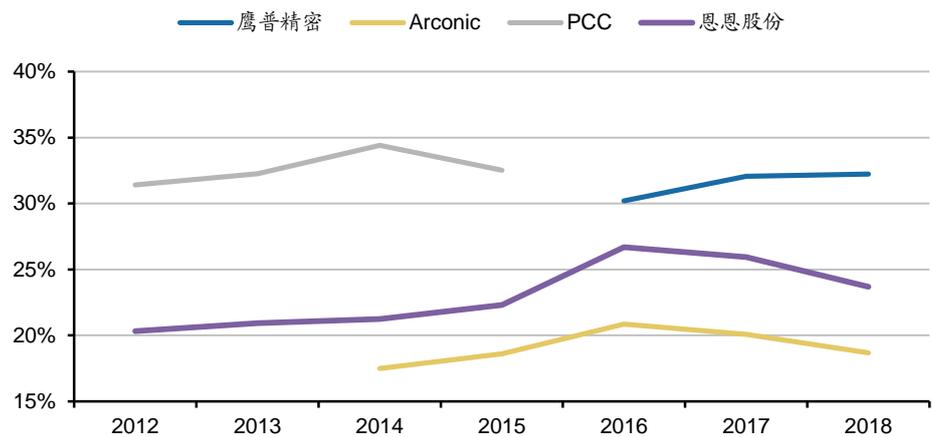
图 24: 人均产值对比 (万美元/人)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

毛利率方面, 鹰普精密和PCC的毛利率显著高于另外两家企业, 其中鹰普的毛利率在32%以上。鹰普熔模铸造, 精密加工和砂型铸造的毛利率呈现稳定提升的趋势, 带动公司综合毛利率从2016年的30.2%提高至2018年的32.2%。伴随着公司规模效应的提升和制造过程的逐步优化, 我们认为公司未来三年的毛利率将保持稳中有升的态势。2018年以来, 中国地区钢材价格出现一定幅度的震荡, 鹰普有望通过三种方式来抵消原材料价格上涨带来的负面影响: (1) 明确产品和服务价格的成本加成方法; (2) 实现价格调整机制, 将原材料压力一定程度上转移到下游客户, 实现风险分摊; (3) 改善产品结构, 将产品组合向高利润产品调整。

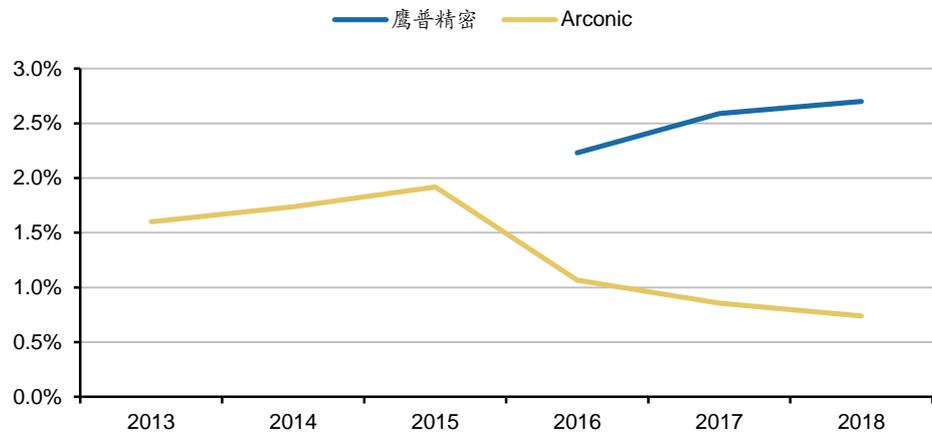
图 25: 毛利率对比 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

在研发投入方面, 鹰普的研发费用率显著高于同行企业奥科宁克, 根据公司招股书的披露, 公司2018年研发费用率达到2.70%。公司主要产品是高精密度、高复杂性零部件铸造, 这对制造能力、管理能力、工程师技术熟练程度提出了较高要求, 公司持续的研发投入有助于提高产品的议价能力, 使其未来的市场整合能力更强。根据公司招股书的披露, 截至2018年底, 公司在全球市场拥有572名研发及工程人员, 占全体员工数量的8%, 在中国地区拥有297项专利和93项专利申请。

图 26: 研发费用率对比 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从营运能力来看, 鹰普的应收账款周转率和固定资产周转率相对较低, 存货周转率与其他企业持平。根据公司招股书的披露, 2016-2018年鹰普的应收账款分别为549、756、919百万港币, 应收账款周转率在4次左右, 相对低于奥科宁克和恩恩股份, 若未能及时结算或产生额外的大量减值, 其流动资金、盈利能力将会受到负面影响。另外, 相比其他三家企业, 鹰普的固定资产相对较高, 并且其产能也在持续的扩充中, 固定资产周转率相对较低, 使得折旧成本提升。

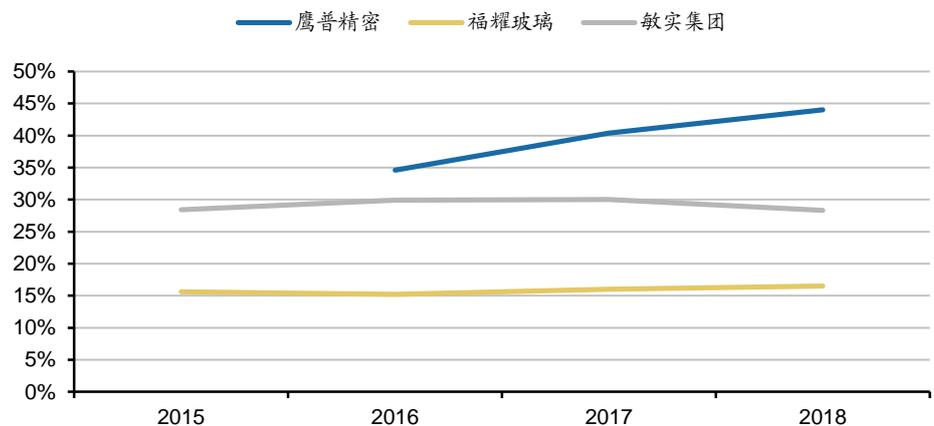
表 9: 鹰普精密与全球同行企业财务对比

	鹰普精密	Arconic	PCC	恩恩股份
<b>应收账款周转率</b>				
2015		16.48	6.09	6.05
2016	4.64	10.71		6.35
2017	4.03	12.90		5.00
2018	4.56	13.46		6.37
<b>存货周转率</b>				
2015		5.54	1.91	4.98
2016	4.95	3.45		5.29
2017	4.87	4.38		4.65
2018	3.65	4.58		5.73
<b>固定资产周转率</b>				
2015		1.44	4.17	2.23
2016	0.78	1.22		2.60
2017	0.84	2.34		2.13
2018	0.69	1.16		2.48

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**前5大客户收入比例较高。**鹰普的下游客户集中于相应行业的知名全球龙头,包括博世(汽车)、卡特彼勒(工程机械)、康明斯(商用车发动机)和霍尼韦尔(航空航天)。我们选择了A股/港股的两家上市公司作对比,分别是福耀玻璃和敏实集团。根据公司招股书的披露,在过去三年中,鹰普的最大客户仅占其收入的12-15%,而五大客户贡献了其收入的约35-45%。根据年报的披露,福耀玻璃和敏实集团2018年前五大客户收入比例分别为16.5%、28.3%。鹰普精密的客户集中度相对较高。

图 27: 前五大客户收入比例 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

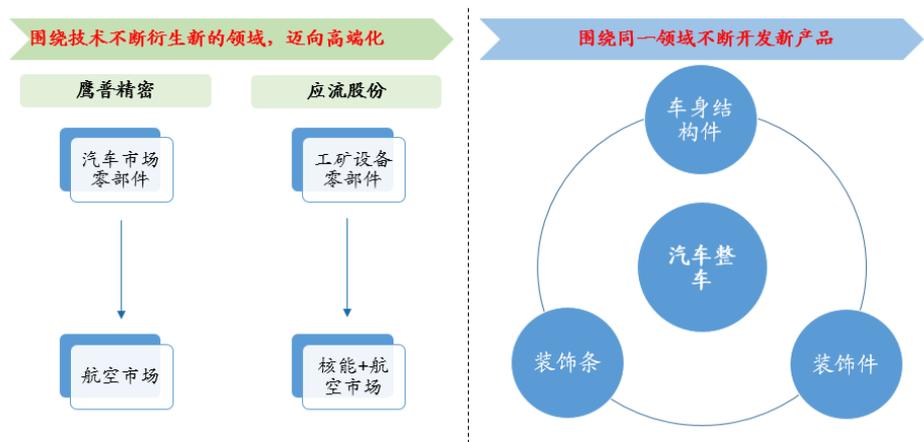
## 四、持续提升产品线，面向更广阔市场

### 4.1 从相关企业，看鹰普的发展模式

两种发展路径的对比。制造业企业一般有两类典型的发展路径，一种是以技术相关性为导向，围绕技术不断衍生出新的领域，实现价值链的延伸，典型企业如装备制造业的应流股份、恒立液压。另一种是以产业相关性为导向，开发客户所需的新产品，实现横向拓展，典型企业如汽车零部件的敏实集团。这两种模式，对于企业经营和未来发展路径会产生不同的影响。

敏实集团发展模式的特点为客户产品的一体化。敏实集团于1997年进入汽车外饰件市场，1998年通用汽车及大众汽车成为其首批客户。随后，公司于1999-2002年先后进入马自达、本田、福特铃木汽车采购系统，并逐步成为中国汽车装饰件龙头，形成了三类核心业务：装饰条、装饰件、车身结构件。敏实集团围绕汽车整车开发内饰市场，这种发展模式能够最大程度的满足客户需求，并不断提升企业市占率。根据公司年报的披露，敏实集团在中国市场占有率约为30%，全球市场占有率9%，已形成稳固的竞争优势。

图 28：装备制造企业与汽车零部件企业发展模式对比



数据来源：鹰普精密招股说明书，应流股份、敏实集团公司年报，广发证券发展研究中心

而鹰普精密是一家高精密关键零部件的综合制造商，其发展模式的特点为围绕技术不断开拓终端市场，实现产业链延伸。

装备制造行业具备工业品属性，其成长性往往伴随下游的产能扩张周期或是景气周期，但是中长期的持续发展离不开产品竞争力的构筑，而后者能在一定程度上克服行业的周期波动。这种竞争力体现在业务上，就是产品结构的不断优化，其显性结果就是市场份额的提升；体现在财务上，就是不断提高的利润率。

鹰普精密在A股市场的类似企业是应流股份、恒立液压。对比这些企业的发展历程，其获得持续增长的关键因子就是以研发为支点，不断衍生新的市场，或者向高端市场突破。

表 10: 鹰普精密及相关企业新产品及未来主攻市场

公司	既有优势业务	新产品	新市场
恒立液压	工程机械油缸	液压泵、阀	专用非标油缸、非工程机械液压系统
应流股份	工矿设备零部件	航空发动机、燃气轮机和核能领域新材料和核心零部件	航空航天、核能市场
鹰普精密	汽车市场零部件	大马力发动机、机翼及机身零部件	航空等高端市场

数据来源: 鹰普精密招股说明书, 应流股份、敏实集团公司年报, 广发证券发展研究中心

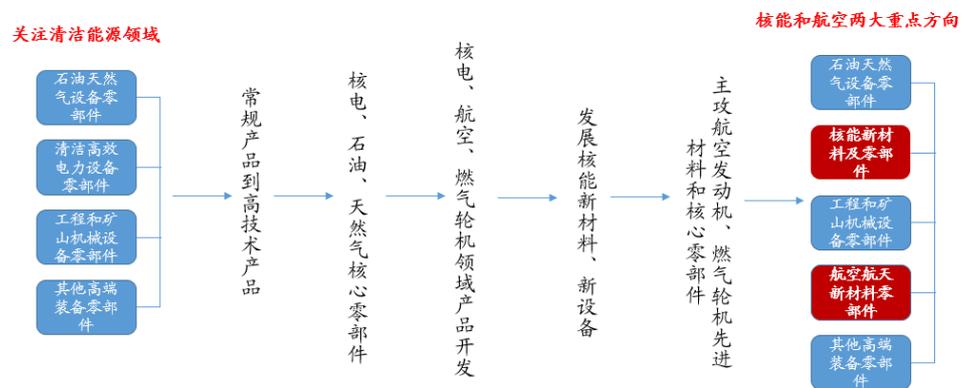
**先来看应流股份:** 其传统业务下游主要是石油天然气、清洁高效发电行业, 由于过去几年大宗商品价格低迷, 下游厂商固定资产投资减少, 导致公司业绩压力较大。近年来, 公司确立了核能和航空两大重点延伸方向, 逐步开发出燃气轮机、航空发动机和核能关键零部件。核能和航空领域使用条件苛刻、技术壁垒较高, 公司期望通过高附加值产品给业绩带来积极影响。

表 11: 应流股份主要产品及客户

应用领域	产品用途	主要产品	客户
石油天然气设备	油气钻采设备	海上及陆地钻机零部件、深海钻采设备零部件	斯伦贝谢
	炼油石化设备	流体控制零件	艾默生、KSB
清洁高效发电设备	大型火电机组	泵阀、汽轮机零件	通用电气、西门子
	核电	核岛设备支承件	上海电气、东方电气
工程机械	大型矿山机械	高效采矿设备零部件	久益环球、山特维克
	工程机械	特大型重载机械零部件	卡特彼勒、特雷克斯
其他高端行业	医疗设备	医用核磁共振成像系统零件	西门子
	自动控制系统	环境安全自动化	霍尼韦尔
	节能环保设备	流体控制零部件	丹佛斯

数据来源: 应流股份年报, 广发证券发展研究中心

图 29: 应流股份主要产品应用领域

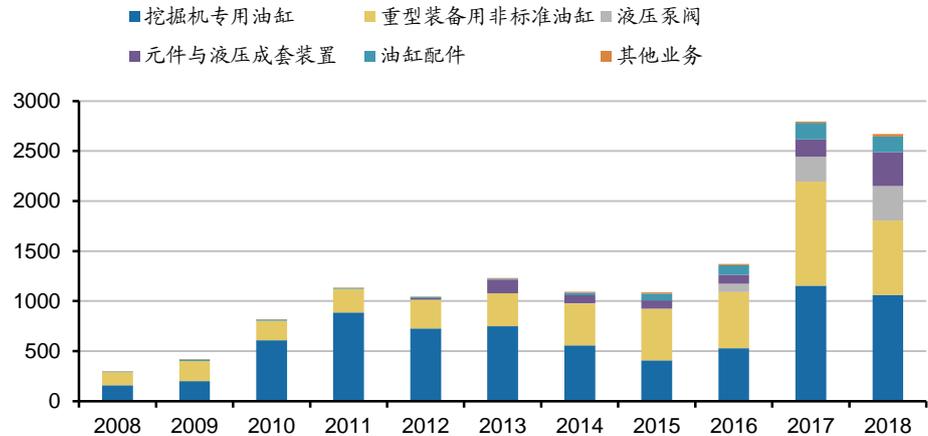


数据来源: 应流股份年报, 广发证券发展研究中心

**再来看恒立液压:** 公司传统液压油缸市占率不断提高, 根据我们的测算, 恒立液压挖机油缸市占率由2011年的26.6%提升到2017年的48.84%。同时, 公司还在逐步向重型非标油缸、液压泵阀业务突破。根据年报的披露, 2014-2015年公司泵

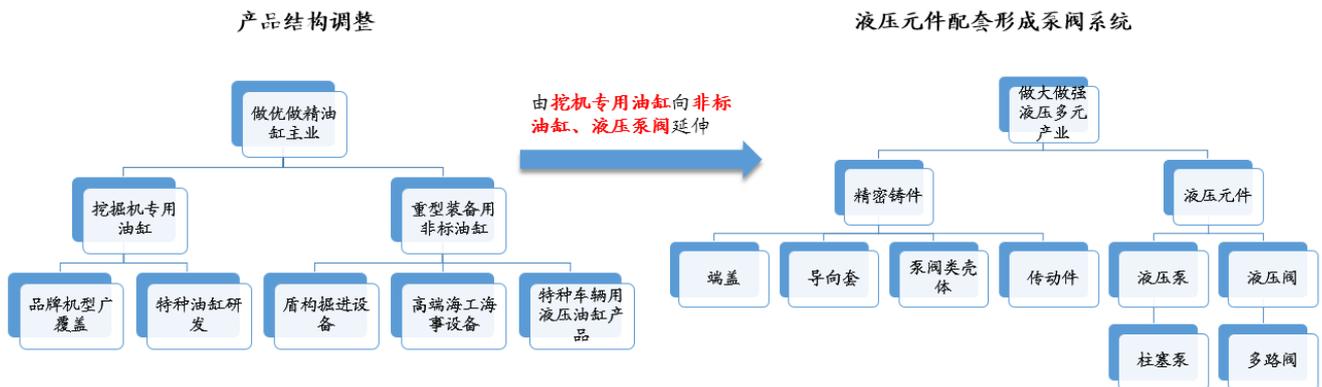
阀业务还处于起步阶段，而2016-2017年已经开始进入中批量供货阶段。2018年实现进一步提升，泵阀业务收入3.45亿元，同比增长38.9%。

图 30：恒立液压营业收入构成（百万元）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 31：恒立液压产品结构调整



数据来源：恒立液压年报，广发证券发展研究中心

## 4.2 技术提升，面向航空、医疗等高端市场

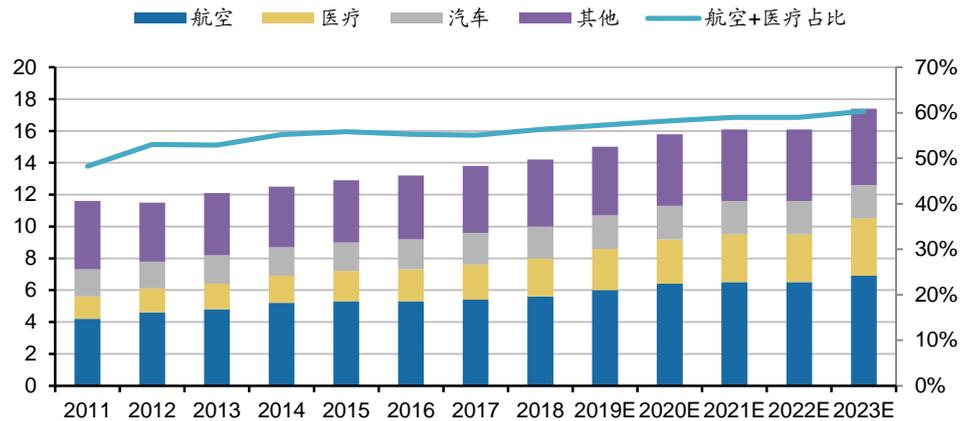
鹰普精密的发展特点是以技术研发为支点，实现技术驱动和产品终端市场的高端化。公司的研发投入和生产设备整体达到世界先进水平，掌握了从熔模铸造到表面处理的高端零部件制造工艺一体化，技术优势突出。2018年，鹰普为全球30多个国家及地区超过1000名客户提供产品及服务，下游应用领域广泛，主要终端市场包括乘用车、商用车、大马力发动机、液压设备、工程机械、航空、农业机械、休闲娱乐船舶和车辆、医疗和能源。

近年来，公司开始将航空、医疗市场作为战略发展方向，无论是为了打破周期性，还是传统业务出现瓶颈，企业选择的新领域大多是具备良好发展前景的高端市场，而航空和医疗领域就具备高盈利、高空间的特征。

**航空市场：**该行业有大量涉及熔模铸造、精密机加工技术的零部件和系统，例

如发动机、机翼及机身零件、飞行控制系统、空调系统、辅助动力设备等。由于未来全球航空旅行需求的增长，同时飞机轻量化需求提升，导致熔模铸造应用比例进一步提升，航空市场将继续保持增长态势。根据罗兰贝格的报告，全球航空市场的熔模铸造销售额将有望从2018年的1900亿美元升至2023年的2240亿美元，年均复合增速3.3%。另外，由于空客及波音等全球飞机OEM制造商正在将部分工艺及供应商转移至亚洲（特别是中国），亚洲地区的精密零部件市场有望迎来结构性机遇。

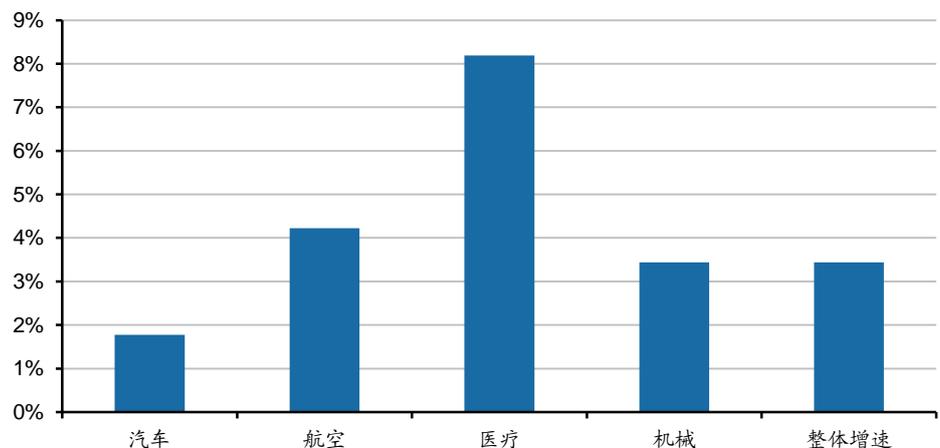
图 32: 熔模铸造下游应用市场空间（十亿美元）



数据来源：罗兰贝格，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**医疗市场：**受到人口老龄化、微创手术增加、医疗基础设施投资增加的推动，医疗器械的需求将快速增长。据罗兰贝格的报告，全球医疗设备市场规模在2022年预计达到5520亿美元，而骨科植入物市场可由2018年的540亿美元提到至2023年的750亿美元，有望带动医疗用精密零部件的高速发展。我们对比了熔模铸造各个终端市场空间的增速，医疗器械2018-2023年的复合增速有望达到8.6%（有望在2023年达到36亿美元），而同期行业整体增速为3.8%。

图 33: 熔模铸造2011-2023E下游应用市场空间复合增速（CAGR）



数据来源：罗兰贝格，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

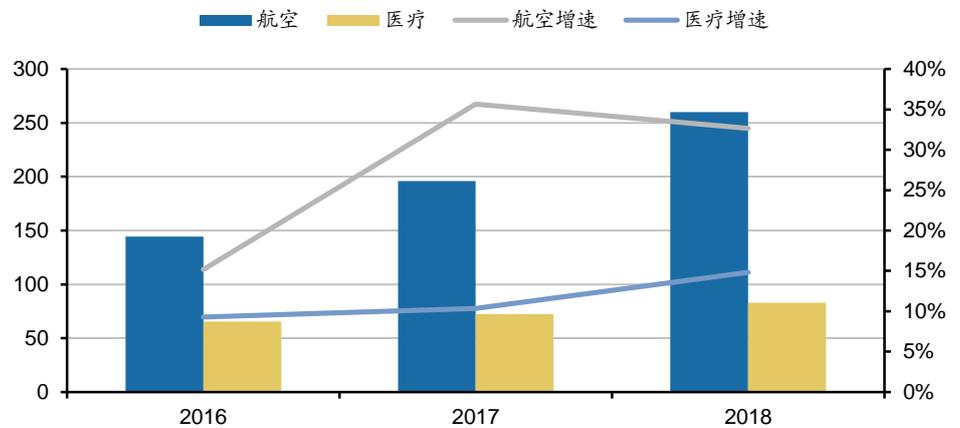
具体到公司来说，鹰普已经在乘用车、商用车、大马力发动机及液压设备取得了显著的市场份额，并把握汽车轻量化、内燃发动机传动系统优化所带来的机遇，

以巩固这些领域的领导地位。

公司积极开拓航空和医疗领域。根据公司招股书的披露，公司已取得AS 9100及NADCAP认证（对航空客户而言均为主要的必备认证），并开始为包括波音737 Max、波音787、空客A320 Neo及空客A350等不同型号的飞机的液压系统、流体系统配套零部件。公司来自航空终端市场的收入由2016年的144.5百万港元增加至2018年的281.9百万港元，复合年增长率为39.7%；2018年同比增长43.9%。从占比来看，航空领域占比由2016年的5.7%提升到2018年的7.5%。

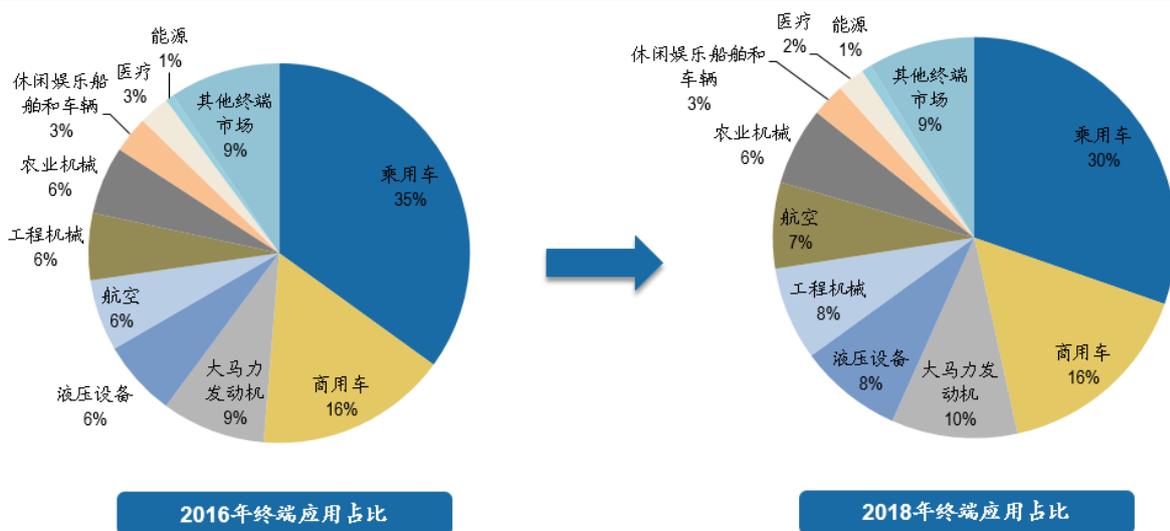
在医疗方面，公司积极通过参加医疗展会获得新客户，并招募更多针对医疗终端市场的销售人员。2018年公司来自医疗领域收入83百万港币，同比增长14.6%，占同期总收入的2.2%，2016-2018年复合增速为30.8%。

图 34: 鹰普精密来自航空、医疗领域的收入（百万港币）及增速



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 35: 鹰普精密终端应用占比变化

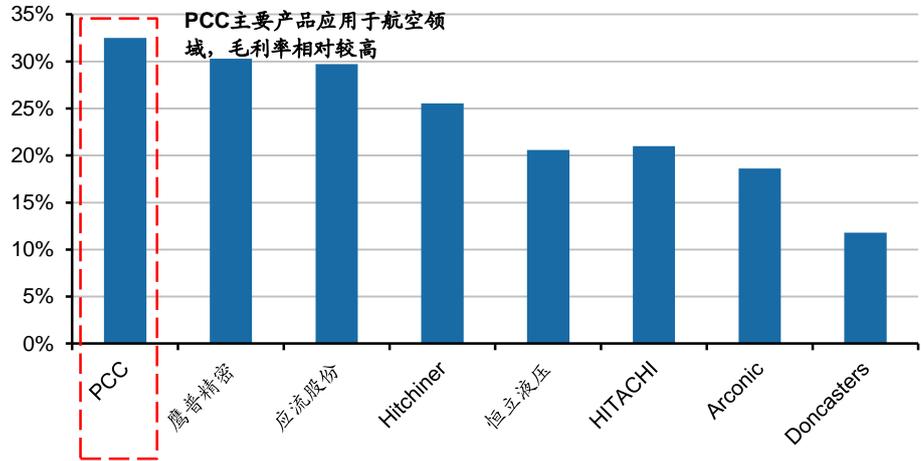


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

一般而言，入行门槛较高的产品，如更高精度、更复杂工艺的产品，其价格和毛利率更高。尽管航空设备产量相比汽车少，但使用精密零部件较多，质量要求和

价格较高，导致该领域产品毛利率相对更高。我们以全球龙头企业PCC为例，根据PCC官网及年报的披露，其主要产品包括航天喷射引擎、飞机结构控制等各类锻件及精密铸件，主要应用于航天工业，是波音、劳斯莱斯、空客、庞巴迪等的零配件制造商。2015年，PCC综合毛利率达到32.5%，是精密零部件同行企业中最高的。

图 36: 精密零部件企业2016年综合毛利率对比



数据来源：公司招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

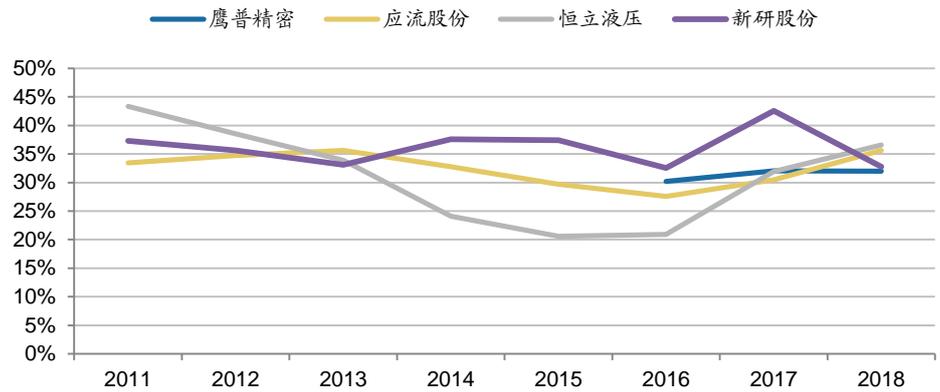
注：PCC2015年被伯克希尔哈撒韦收购，故取当年数据以便对比；由于数据可得性，鹰普精密采用2016年数据

相比其他几家装备制造企业，鹰普的经营情况相对稳定。鹰普在发展过程中，有选择性地向高端市场发展，重点研发高毛利率、高技术壁垒产品，逐步形成了自己的核心竞争力。随着航空业务的逐步拓展，公司综合毛利率在2016-2018年间提升了接近2个pct；2018年公司净利润总额4亿港币，同比增长2.4%，近3年呈现逐步提升的趋势。

其他几家企业也在逐步向高端市场突破、或推出新产品，但其传统业务受到周期的影响，企业经营也呈现出一定的波动性。以应流为例，根据公司年报的披露，其传统业务受到周期性影响后，针对高端行业的布局，2016年以来开始体现效果：核电逐渐和新材料已经开始批量供货，航空发动机、燃气轮机的核心零部件多项新产品已经通过了专家审核，这些产品积极贡献增量业绩，叠加周期业务的回暖，应流的毛利率和经营性现金流净额出现了显著回升。

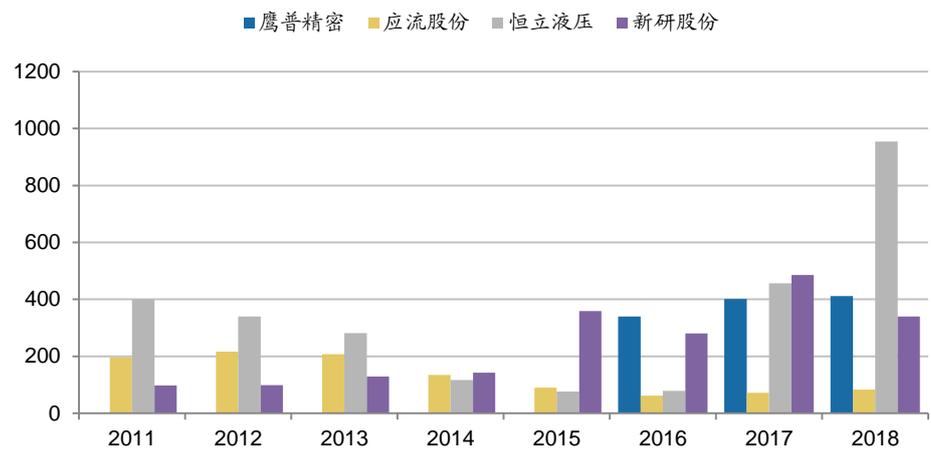
从经营性净现金流来看，鹰普的稳定性凸显。2018年鹰普经营性净现金流7.78亿港币，同比增长3.4%，是同类企业中现金流状况相对更好的。

图 37: 相关企业毛利率对比



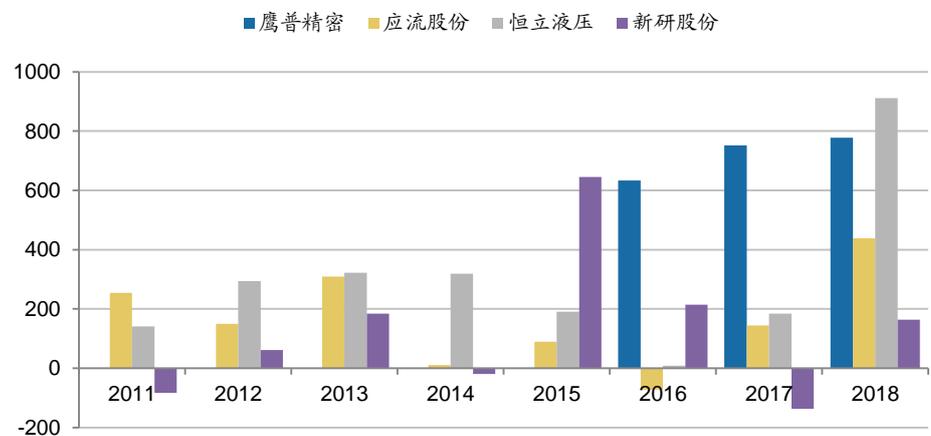
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 38: 相关企业净利润对比 (百万港币)



数据来源: 公司招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心

图 39: 相关企业经营性现金流净额 (百万港币)



数据来源: 公司招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心

鹰普的发展特点是围绕技术衍生新的领域。当前，汽车、机械、液压和大马力发动机等市场是鹰普精密的主要收入来源，随着终端市场的不断丰富，以及航空、医疗市场的拓展，公司的发展空间有望进一步提升。这种有选择性的产业链延伸，是企业保持产品竞争力的核心，有助于弱化业绩对于单一终端领域的波动。

## 五、盈利预测及投资评级

**盈利预测：**公司的主营业务分为四个板块：熔模铸造、精密机加工、砂型铸造和表面处理，我们详细分析了19-21年公司各板块的成长逻辑。

**1. 熔模铸造：**根据罗兰贝格的报告，预计2018-2023年全球熔模铸造市场规模复合增长率为4.1%左右，中国市场占世界总市场的份额将不断增长，其主要驱动因素是自主研发的商用飞机的需求快速增长。熔模铸造是公司最主要的收入来源，我们认为该业务未来增速将高于行业增速，主要基于几个原因：（1）公司在中国拥有较高的行业地位，市场份额有望扩张；（2）公司积极布局航空市场，根据公司招股书的披露，航空占公司2018年终端市场收入的7.5%。考虑到2018年公司熔模铸造业务收入增长18.6%、毛利率为32.7%，我们预测该业务19-21年的收入增速有望达到13%、10%、10%，毛利率维持在33%左右。

**2. 精密机加工：**在当前高端市场外包需求不断扩大的背景下，自动化、数字化程度更高、设备先进的制造商有望获得更多份额。鹰普精密是全球第四大、中国最大的精密机加工企业，具备较强的研发能力和一站式解决方案供应能力，有望获得更多客户的青睐。未来，随着中国制造业转型的深入，自动化设备投资有望快速增长，同时公司土耳其和墨西哥工厂的产能逐步释放，公司该业务有望快速扩张。综合以上因素，我们预测公司精密机加工业务19-21年的收入增速有望达到10%、10%、8%，毛利率保持在32%-33%左右。

**3. 砂型铸造：**该业务的下游应用领域相对分散，竞争激烈程度较高；但是高端砂型铸造市场相对集中，尤其是，根据招股书中罗兰贝格报告，中国20000多家砂型铸造场中仅有5%的厂商能满足关键产品需求。公司定位于高端市场，业务规模较高，国内较多的小型企业给公司提供了行业整合空间，随着高马力发动机应用的不断推广，以及工程机械行业的复苏，我们预测公司砂型铸造业务19-21年的增速分别为10%、10%、8%。

**4. 表面处理：**由于海外大型客户倾向与通过严格环境合规标准的知名表面处理企业合作，因此与客户的关系是一个重要准入门槛。公司的下游主要客户与公司有较为稳定的业务关系，合作最短的客户也有12年之久，保障了该业务的收入来源。我们预测该业务在19-21年保持3%-5%的稳定增长，毛利率方面实现探底回升。

综合四大业务的分拆情况，我们预测公司19-21年的营业收入有望达到42/46/49亿港币，对应的增速分别为11%、10%、8%。随着国内工厂制造过程持续优化，墨西哥和土耳其工厂产能逐步释放，我们预测公司综合毛利率有望保持稳定。

表 12: 鹰普精密分项业务的预测情况 (金额单位: 百万港币)

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,547.21	3,049.14	3,749.11	4,153.91	4,550.88	4,934.92
增长率 (YoY)		19.71%	22.96%	10.80%	9.56%	8.44%
营业成本	1,777.69	2,071.86	2,540.89	2800.92	3047.30	3291.81
毛利	769.52	977.28	1,208.22	1352.99	1503.58	1643.11
毛利率	30.21%	32.05%	32.23%	32.57%	33.04%	33.30%
<b>业务拆分</b>						
<b>熔模铸造</b>						
销售收入	1,151.87	1,333.14	1,581.17	1,786.72	1,965.39	2,161.93
增长率 (YOY)	—	15.74%	18.60%	13.00%	10.00%	10.00%
毛利率	30.70%	32.50%	32.70%	33.00%	33.50%	33.50%
销售成本	798.24	899.87	1,064.12	1,197.10	1,306.98	1,437.68
毛利	353.62	433.27	517.04	589.62	658.41	724.25
占总销售额比重	45.22%	43.72%	42.17%	43.01%	43.19%	43.81%
占主营业务利润比重	45.95%	44.33%	42.79%	43.58%	43.79%	44.08%
<b>精密机加工</b>						
销售收入	713.76	953.09	1,215.21	1,336.73	1,470.40	1,588.04
增长率 (YOY)	—	33.53%	27.50%	10.00%	10.00%	8.00%
毛利率	27.20%	31.20%	31.90%	32.00%	32.50%	33.00%
销售成本	519.62	655.72	827.56	908.98	992.52	1,063.98
毛利	194.14	297.36	387.65	427.75	477.88	524.05
占总销售额比重	28.02%	31.26%	32.41%	32.18%	32.31%	32.18%
占主营业务利润比重	25.23%	30.43%	32.08%	31.62%	31.78%	31.89%
<b>砂型铸造</b>						
销售收入	325.75	429.86	601.84	662.03	728.23	786.49
增长率 (YOY)	—	31.96%	40.01%	10.00%	10.00%	8.00%
毛利率	31.70%	34.60%	33.00%	34.00%	34.50%	35.00%
销售成本	222.48	281.13	403.23	436.94	476.99	511.22
毛利	103.26	148.73	198.61	225.09	251.24	275.27
占总销售额比重	12.79%	14.10%	16.05%	15.94%	16.00%	15.94%
占主营业务利润比重	13.42%	15.22%	16.44%	16.64%	16.71%	16.75%
<b>表面处理</b>						
销售收入	355.84	333.06	350.90	368.44	386.86	398.47
增长率 (YOY)	—	-6.40%	5.36%	5.00%	5.00%	3.00%
毛利率	33.30%	29.40%	29.90%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本	237.35	235.14	245.98	257.91	270.80	278.93
毛利	118.50	97.92	104.92	110.53	116.06	119.54
占总销售额比重	13.97%	10.92%	9.36%	8.87%	8.50%	8.07%
占主营业务利润比重	15.40%	10.02%	8.68%	8.17%	7.72%	7.28%

数据来源: 鹰普精密招股说明书, 广发证券发展研究中心

综上, 我们预计公司2019-2021年分别实现营业收入4,154、4,551和4,935百万港币, 实现归母净利润662,787和879百万港币, 对应EPS分别为0.351, 0.418

和0.467港币/股。

**投资评级：**可比公司估值情况：

- 在A股具有相似铸造业务的两家公司2019年平均PE为24.1倍。（应流股份估值偏高主要因为受公司新业务拓展带来的财务压力，盈利能力减弱，净利润偏低）。
- 在港股，没有与公司业务完全相同的可比公司。我们在制造业相关公司中选择了两家同样是优质零部件制造企业，其2019年平均估值水平为11.30倍。
- 国际上，公司海外竞争对手在2019年的平均估值水平为12.50倍

鹰普精密作为全球第七大独立熔模铸造制造商，同时也是汽车、航空及液压终端市场的全球第四大精密机加工公司，在国内拥有较高的产业地位。在中国市场稳步增长的背景下，公司积极布局快速增长的终端行业，有望提升全球范围内的市占率，进而发挥出规模优势。参照竞争可比公司的估值水平，我们给予公司2019年13倍PE的合理估值，对应合理价值4.56港元/股。首次覆盖给予公司“买入”的投资评级。

**表 13：可比公司估值（金额单位：百万元）**

公司	代码	市值	货币	净利润			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
<b>港股相关公司</b>									
敏实集团	00425.HK	23095	HKD	1,895.27	2,183.88	2,580.31	12.19	10.58	8.95
福耀玻璃	03606.HK	52806	HKD	4,702.05	4,391.77	4,874.48	11.23	12.02	10.83
<b>A 股相关公司</b>									
恒立液压	601100	25463	CNY	836.64	1,252.00	1,463.00	30.44	20.34	17.40
应流股份	603308	3791	CNY	73.14	135.67	195.33	51.83	27.94	19.41
<b>国际相关公司</b>									
Arconic	ARNC US	11102	USD	594.80	637.70	799.50	18.66	17.41	13.89
恩恩股份	NNBR US	286	USD	43.50	47.50	67.60	6.58	6.03	4.24
Timken	TKR US	3150	USD	208.30	327.60	368.60	15.12	9.62	8.55
阿勒格尼	ATI US	2316	USD	38.70	226.80	309.80	59.85	10.21	7.48
凯撒铝业	KALU US	1502	USD	87.70	109.00	124.10	17.13	13.78	12.11
木匠技术	CRS US	2217	USD	47.30	112.70	158.40	46.86	19.67	13.99
日立金属	5486 JP	4468	USD	407.50	412.20	440.10	10.96	10.84	10.15

数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：数据统计截止 2019 年 8 月 12 日；恒立液压盈利预测来源于广发证券，敏实集团、福耀玻璃、应流股份盈利预测来源于 Wind 一致预期，其余国际公司盈利预测来源于 Bloomberg。

## 六、风险提示

目前公司最大的风险点来自于中美贸易争端。根据公司招股书的披露，公司2018年涉及第一批及第二批关税清单中，出口至美国的产品分别占公司销售总额的30%，其中第一批清单占比约10%，第二批清单占比约20%。公司已经实施PRC计划，其海关出口价格要比第三方机构低20%，以减轻额外关税的影响。根据美国政府发布的公告信息，第一批与第二批清单加征25%的关税，其中第二批关税升至25%于2019年6月1日起实施，那么第二批25%的关税对于全年业绩影响的时间周期为7/12。另外，第二批关税在2019年6月之前按照10%征收，则影响时间周期为5/12。在这种情况下，中美贸易争端对于公司EBITDA利润率的边际影响为：

$$10%*(1-20%)*25%+20%*(1-20%)*25%*7/12+20%*(1-20%)*10%*5/12=5%$$

如果下游客户承担一半的关税压力，则贸易争端对利润率的负面影响为-2.5%。除了向下游传导压力外，当前人民币贬值、改变出口地点和进出口退税会一定程度上缓解贸易争端的负面影响。

**其他风险因素：**终端市场受宏观经济影响而周期性变化；碎片化的行业特征可能会对公司盈利能力产生影响；原材料、零部件成本的快速上涨影响公司盈利能力；海外市场业务风险及汇率风险。

单位: 百万港币					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,708</b>	<b>2,003</b>	<b>3,975</b>	<b>3,840</b>	<b>3,987</b>
货币资金	242	236	2,143	1,841	1,819
应收及预付	832	1,021	1,036	1,128	1,223
存货	627	738	785	850	915
其他流动资产	7	7	10	20	30
<b>非流动资产</b>	<b>3,626</b>	<b>3,565</b>	<b>3,774</b>	<b>4,054</b>	<b>4,249</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,639	2,762	3,144	3,398	3,579
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	915	709	536	536	536
其他长期资产	73	94	95	120	135
<b>资产总计</b>	<b>5,334</b>	<b>5,568</b>	<b>7,749</b>	<b>7,893</b>	<b>8,237</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,680</b>	<b>1,892</b>	<b>1,806</b>	<b>1,507</b>	<b>1,315</b>
短期借款	1,001	1,096	624	259	0
应付及预收	652	736	1,132	1,199	1,265
其他流动负债	27	59	50	50	50
<b>非流动负债</b>	<b>1,125</b>	<b>992</b>	<b>1,029</b>	<b>1,059</b>	<b>1,089</b>
长期借款	796	699	699	699	699
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	329	294	330	360	390
<b>负债合计</b>	<b>2,805</b>	<b>2,884</b>	<b>2,834</b>	<b>2,566</b>	<b>2,403</b>
股本	0	0	1,883	1,883	1,883
资本公积	2,515	2,669	3,014	3,425	3,927
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,515	2,669	4,898	5,308	5,811
少数股东权益	14	15	17	19	23
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,334</b>	<b>5,568</b>	<b>7,749</b>	<b>7,893</b>	<b>8,237</b>

单位: 百万港币					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3049</b>	<b>3749</b>	<b>4154</b>	<b>4551</b>	<b>4935</b>
营业成本	2071	2541	2801	3047	3292
其它收入及收益	-15	-123	24	69	80
销售费用	122	162	166	182	197
管理费用	285	348	374	410	444
财务费用	76	87	41	36	31
其它费用	0	0	0	0	0
应占联营公司损益	1	0	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>481</b>	<b>487</b>	<b>795</b>	<b>945</b>	<b>1051</b>
所得税	80	76	131	156	168
<b>净利润</b>	<b>402</b>	<b>411</b>	<b>664</b>	<b>789</b>	<b>883</b>
少数股东损益	0	2	2	2	4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>402</b>	<b>410</b>	<b>662</b>	<b>787</b>	<b>879</b>
EBITDA	848	867	1048	1191	1315
EPS (港币)	0.21	0.22	0.35	0.42	0.47

单位: 百万港币					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>837</b>	<b>871</b>	<b>899</b>	<b>975</b>	<b>1,084</b>
净利润	402	411	664	789	883
折旧摊销	291	292	218	246	269
营运资金变动	-106	-245	-55	-100	-104
其它	250	412	72	41	36
<b>投资活动现金流</b>	<b>-398</b>	<b>-588</b>	<b>-424</b>	<b>-520</b>	<b>-460</b>
资本支出	-403	-563	-424	-520	-460
投资变动	3	-27	0	0	0
其他	2	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-294</b>	<b>-196</b>	<b>1,433</b>	<b>-757</b>	<b>-647</b>
银行借款	0	0	3	20	20
股权融资	0	0	1,943	0	0
其他	-194	-193	-41	-412	-408
<b>现金净增加额</b>	<b>145</b>	<b>86</b>	<b>1,908</b>	<b>-302</b>	<b>-22</b>
期初现金余额	182	242	236	2,143	1,841
期末现金余额	320	335	2,143	1,841	1,819

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	19.7	23.0	10.8	9.6	8.4
归母净利润增长	18.3	2.0	61.6	18.9	11.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	32.1	32.2	32.6	33.0	33.3
净利率	13.2	11.0	16.0	17.3	17.9
ROE	16.0	15.3	13.5	14.8	15.1
ROIC	22.1	22.3	32.8	34.4	36.1
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	52.6	51.8	36.6	32.5	29.2
净负债比率	61.5	58.1	-16.7	-16.6	-19.2
流动比率	1.02	1.06	2.20	2.55	3.03
速动比率	0.60	0.61	1.70	1.90	2.23
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.61	0.69	0.62	0.58	0.61
应收账款周转率	4.67	4.47	4.56	4.56	4.56
存货周转率	3.63	3.72	3.65	3.65	3.65
<b>每股指标 (港币)</b>					
每股收益	0.21	0.22	0.35	0.42	0.47
每股净资产	1.34	1.42	2.60	2.82	3.09
<b>估值比率</b>					
P/E	—	—	10.73	9.02	8.08
P/B	—	—	1.45	1.34	1.22

## 广发机械行业研究小组

罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。  
刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。  
代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。  
王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。  
周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。  
孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与鹰普精密(01286)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。