

证券研究报告—深度报告

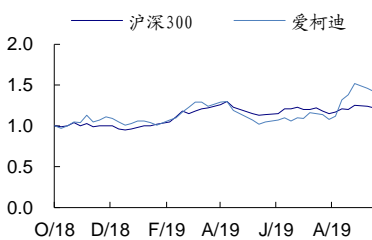
汽车汽配

汽车零部件II

爱柯迪(600933)
增持

合理估值: 13.7-15.6 元 昨收盘: 10.46 元 (维持评级)

2019年10月11日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	858/267
总市值/流通(百万元)	8,969/2,794
上证综指/深圳成指	2,914/9,446
12个月最高/最低(元)	11.53/6.89

相关研究报告:

《爱柯迪-600933-2019年半年报点评: 营收转正, 静候经营周期与需求周期的结合拐点》——2019-08-28

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001

证券分析师: 何俊艺

E-MAIL: hejunyi@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

汽车铝压铸精密件龙头, 经营与需求周期双击

● 投资逻辑: 进入盈利提升通道, 单车配套价值量提升空间大

轻量化是汽车发展趋势, 助推铝合金的使用。行业单车铝用量提升趋势显著, 中国汽车工程学会预计 2020/25/30 年单车铝用量将分别达到 190/250/350kg。我们预计行业 2025 年市场空间可达到 2898 亿, 对应年均复合增速为 7.76%。公司是汽车铝压铸精密小件龙头。我们认为: 中短期看公司从 19H2 开始有望进入经营周期(资本开支向下)与需求周期(向上)结合带来的盈利加速增长。长期看, 公司质地优秀, 细分单品雨刮系统全球市占率 40%, 新产品大幅度提升单车配套价值量打开新成长。

● 中短期看点: 经营周期与需求周期叠加, 后期盈利有望持续改善

经营层面, 16-18 年是公司资本开支高峰期, 19 年开始投入放缓, 后期资产效率有望提升。需求层面, 购置税透支、库存等中观层面因素改善, 汽车刺激政策存在出台可能。销量数据下滑持续收窄, 公司属于重资产模式, 毛利率与产能利用率高度关联, 有望受益成本下降与需求提升带来的毛利率持续改善, 在机械设备账目原值对应产能不变的假设前提下, 我们测算 20/21 年毛利率可分别提升 1.9pct 与 2.1pct。

● 长期看点: 单车配套价值量显著提升, 新能源产品打开新成长

公司目前明星产品雨刮系统单价低, 但全球市占率超过 40%, 其余传动、转向、制动、发动机相关产品目前市占率较低, 提升潜力大。新品新能源电机、电控壳体、PACK 箱体大幅度提升配套价值量, 已获得博世、大陆、联电、马勒、麦格纳、李尔等客户订单, 同时募投 4 亿相关产能可在明年投产。

● 风险提示

汽车行业需求复苏不及预期, 汇率扰动, 新项目投产不及预期。

● 投资建议: 优质成长零部件, 维持“增持”评级

我们预计公司 19-21 年实现净利润 4.53/5.73/7.29 亿(之前预测为 5.20/6.42/7.65 亿, 业绩下调主要由于汽车行业复苏不及预期), 实现每股收益 0.53/0.67/0.86 元。我们上调公司合理估值区间为 13.69-15.56 元(对应 2020 年 PE 22-25x, 相对之前的估值区间 13.50-15.00 元略微上调), 该目标价相对 2019 年 10 月 8 日收盘价存在 31%-49% 的估值空间, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,507	2,658	3,029	3,450
(+/-%)	15.3%	6.0%	13.9%	13.9%
净利润(百万元)	468	453	573	729
(+/-%)	0.6%	-3.2%	26.4%	27.3%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.53	0.67	0.86
EBIT Margin	23.7%	19.0%	20.8%	23.0%
净资产收益率(ROE)	12.3%	11.1%	13.0%	15.2%
市盈率(PE)	19.0	19.6	15.5	12.2
EV/EBITDA	12.5	15.3	12.6	10.3
市净率(PB)	2.33	2.19	2.03	1.85

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是国内汽车行业龙头，盈利能力突出，细分单品雨刮系统全球市占率高达40%，属于典型的细分赛道隐形冠军。中短期视角看，公司重资产的商业模式有望受益自身经营周期资本开支向下以及行业需求周期向上带来的盈利回升。长期来看，公司其余细分单品价值量高但全球市占率相对低，后期潜力大，同时新能源新产品显著提升单车配套价值量，打开新成长空间。我们预计公司2019-2021 分别实现营收 26.58 亿/30.29 亿/34.50 亿，对应同比增速分别为6.0%/13.9%/13.9%，分别实现净利润 4.53 亿/5.73 亿/7.29 亿，对应同比增速分别为-3.2%/26.4%/27.3%。分别实现每股收益 0.53 元/0.67 元/0.86 元。我们上调公司合理估值区间为 13.69 -15.56 元(对应 2020 年 PE 22-25x)，相对 2019 年 10 月 8 日收盘价存在 31%-49%的估值空间，维持“增持”评级。

核心假设或逻辑

第一，毛利率：我们假设 20/21 年机械设备投入分别为 1.5 亿/1.5 亿，单位机械设备原值对应的产能采取往年平均值，产能利用率与毛利率的关系恒定；

第二，营收端：假设新能源工厂在 20/21 年的全年达产率为 60%/90%，贡献营收分别为 1.2 亿/3.0 亿，预计 20/21 年公司营收端的绝对增量分别为 3.7/4.2 亿，对应 20/21 年的营收增速分别为 13.92%/13.93%。

与市场预期的差异之处

短期来看，我们指出影响公司业绩的核心是毛利率，而毛利率的核心影响因素是产能利用率，通过定量测算公司产能利用率从而推算出公司 19-21 年的毛利率情况。长期来看，我们认为公司的成长逻辑为其余单品的市占率提升以及新能源新产品带来配套价值量显著提升，从而打开新成长空间。

股价变化的催化因素

第一，汽车月度销量超预期；

第一，单季度营收或毛利率出现拐点。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，行业风险：汽车行业终端需求跟宏观经济高度相关，目前我们分析的购置税、库存等均均是行业中观层面的影响因素，而后续是否会出台力度更大的汽车刺激政策仍具有不确定性。若是宏观经济未明显起来则汽车终端需求难以较大程度复苏。

第二，汇率风险：汇率从两个层面影响，流量层面影响公司毛利率水平，存量层面影响公司的汇兑损益。公司 2018 年的汇兑损益为-3410.64 万元，2017 年的汇兑损益为 1792.27 万元，2018 年相对 2017 年汇率变动额度为-5202.91 万元，对应 2018 年的利润弹性为-11.17%，因此 2018 年的汇兑损益对利润影响较大。

第三，募投项目投产进度不及预期。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值法.....	6
相对估值法.....	7
投资建议.....	8
股价复盘.....	8
公司概况:汽车铝合金精密压铸件龙头	10
行业分析:铝铸件是汽车轻量化载体,孕育千亿市场	16
汽车铝铸件行业分析:轻量化是节能减排重要途径,铝铸件是当前轻量化最佳选择.....	16
同行对标:公司以精密小件为主,海外业务占比高,盈利能力突出.....	19
投资逻辑:经营与需求周期结合驱动盈利回升,品类与新能源产品扩张带动单车配套价值量提升	23
中短期:经营周期与需求周期的结合拐点,进入盈利回升通道.....	23
长期维度:其余单品市占率提升空间大,新能源新产品显著提升配套价值量.....	30
财务分析:现金流健康,ROE进入上升通道	32
现金流:稳健,含金量高.....	32
ROE:实际被低估,后期提升空间大.....	33
盈利预测	34
假设前提.....	34
未来三年盈利预测.....	36
盈利预测的敏感性分析.....	36
风险提示	36
附表:财务预测与估值	38
国信证券投资评级	39
分析师承诺	39
风险提示	39
证券投资咨询业务的说明	39

图表目录

图 1: 公司 PE-Band	8
图 2: 公司 PB-Band	8
图 3: 公司股价复盘	9
图 4: 股权结构	10
图 5: 公司产品营收占比	11
图 6: 公司产品毛利率	11
图 7: 公司产品在汽车上的应用示意	11
图 8: 公司客户开拓路径	14
图 9: 客户结构 (2018 年)	14
图 10: 营收及同比增速	15
图 11: 归母净利润及同比增速	15
图 12: 毛利率与净利率	16
图 13: 三费率	16
图 14: 2015-2025 年中日欧美燃油车油耗限制 (L/KM)	17
图 15: 乘用车减重能效提升对比	17
图 16: 2018 年国内汽车轻量化产品细分需求结构	18
图 17: 毛利率对标分析 (%)	20
图 18: 毛利率均值对标分析 (%)	20
图 19: 单吨出货量单价对比 (万元/吨)	21
图 20: 成本构成对标分析 (各项成本/营业成本)	21
图 21: 国内外营收占比	22
图 22: 毛利率均值对标分析 (%)	22
图 23: ROE 对标分析	22
图 24: 销售净利率对标分析 (%)	22
图 25: 资产周转率对标分析	22
图 26: 权益乘数对标分析	22
图 27: 资本开支 (单位: 亿元)	23
图 28: 固定资产及同比增速 (单位: 亿元)	23
图 29: 折旧与摊销及同比增速 (单位: 亿元)	24
图 30: 折旧与摊销/营收	24
图 31: 毛利率	24
图 32: 各项营业成本变动情况 (各成本项/营收)	24
图 33: 毛利率下降影响因素分析	24
图 34: 规划募投项目占比	25
图 35: 折旧与摊销/营收 (半年度)	26
图 36: 毛利率 (% , 单季度)	26
图 37: 单季度营收同比增速	26
图 38: 资本开支 (单季度)	26
图 39: 公司国内、国外以及整体营收情况	27
图 40: 公司营收与国内汽车产量关联度 (年度)	27

图 41: 公司营收与国内汽车产量关联度 (季度)	27
图 42: 公司营收与全球汽车产量关联度 (年度)	27
图 43: 公司营收与全球汽车产量关联度 (季度)	27
图 44: 行业月度批发以及零售同比增速	28
图 45: 零售口径年度透支量以及累计透支量	29
图 46: 1.6L 以下批发年度透支量以及累计透支量	29
图 47: 行业库存变动情况	29
图 48: 各项产品全球市占率	31
图 49: 各项产品单车配套价值	31
图 50: 各项产品营收占比	31
图 51: 公司新能源领域新增产品	32
图 52: 经营性现金流量净额	33
图 53: 经营性现金流量净额 (单季度)	33
图 54: 销售商品、提供劳务收到的现金/营收	33
图 55: 经营活动现金流/归母净利润	33
图 56: 销售商品、提供劳务收到的现金/营收 (单季度)	33
图 57: 经营活动现金流/归母净利润 (单季度)	33
图 58: 产能利用率与毛利率以及后续预测	35
图 59: 季度 GDP 同比增速	37
表 1: 估值假设	6
表 2: FCFF 估值表	6
表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析	7
表 4: 可比上市公司估值对标分析	7
表 5: 历次股权激励概要	11
表 6: 公司主要产品概览	12
表 7: 历年各客户营收 (单位: 亿)	13
表 8: 主要客户供应产品明细	14
表 9: 铝合金在汽车轻量化的典型应用	18
表 10: 节能与新能源汽车技术路线图	18
表 11: 汽车用铝市场空间测算	19
表 12: 同行企业对标分析	19
表 13: 公司募投资项目投资项目及进展 (单位: 亿)	25
表 14: 2019 年汽车相关刺激政策梳理	30
表 15: 同行折旧率比较	34
表 16: 毛利率预测	35
表 17: 营收拆分 (单位: 亿)	35
表 18: 盈利预测的敏感性分析	36

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理估值为 14.46 元。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.93	
无风险利率	2.50%	
股票风险溢价	6.50%	
公司股价	10.8	
发行在外股数	850	
股票市值(E)	9184	9184
债务总额(D)	306	306
Kd	5.30%	5.30%
T	21.83%	21.83%
Ka	8.55%	
有杠杆 Beta	0.95	0.95
Ke	8.70%	
E/(D+E)	96.78%	96.78%
D/(D+E)	3.22%	3.22%
WACC	8.56%	

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 2: FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	460.6	580.4	734.6	834.1	976.9	1,141.6	1,331.4	1,488.9	1,665.0	1,861.8	
所得税税率	21.83%	18.77%	15.71%	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%	
EBIT*(1-所得税税率)	360.1	471.5	619.2	706.5	827.4	966.9	1,127.7	1,261.1	1,410.3	1,577.0	
折旧与摊销	164.4	182.6	198.4	214.8	231.5	248.2	264.8	281.5	298.2	314.8	
营运资金的净变动	(34.1)	(161.4)	(188.3)	(181.9)	(208.4)	(236.9)	(268.8)	(302.5)	(341.8)	(385.9)	
资本性投资	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(251.0)	(251.0)	(251.0)	(251.0)	(251.0)	(251.0)	(251.0)	
FCFF	240.4	242.7	379.2	488.4	599.5	727.1	872.7	989.2	1,115.6	1,254.9	19,525.6
PV(FCFF)	221.4	205.9	296.4	351.7	397.7	444.3	491.3	512.9	532.9	552.2	8,591.9
核心企业价值	12,598.7										
减: 净债务	299.3										
股票价值	12,299.4										
每股价值	14.46										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.2\%$ ，则我们计算得出公司估值区间在 12.65-16.92 元，估值中枢为 14.46 元。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

14.4	8.2%	8.4%	8.56%	8.8%	9.0%
2.6%	16.92	16.21	15.55	14.93	14.36
2.4%	16.46	15.79	15.16	14.58	14.03
2.2%	16.03	15.40	14.80	14.24	13.72
2.0%	15.64	15.03	14.46	13.93	13.43
1.8%	15.26	14.69	14.15	13.64	13.16
1.6%	14.91	14.36	13.84	13.36	12.90
1.4%	14.59	14.06	13.56	13.09	12.65

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值法

广东鸿图主业为铝合金压铸件, 主要应用于汽车行业, 细分产品包括汽车发动机、变速箱配件的缸盖罩、油底壳、变速器壳体、离合器壳体、齿轮室以及新能源汽车动力系统和车身结构件的电池箱壳体、减震塔、副车架等。旭升股份主业为铝合金热成型压铸与锻造, 细分产品包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。两者与爱柯迪主业相似, 可作为公司的可比对标公司。爱柯迪与样本标的的差异性主要体现在以下两点:

第一, 未来两年的业绩增速, 爱柯迪增速更快。参考 wind 一致预期给予的盈利预测 (广东鸿图 20/21 年的利润增速分别为 17.33%/21.59%, 旭升股份 20/21 年的利润增速分别为 22.64%/23.96%) 以及我们对爱柯迪的盈利预测 (20/21 年的利润增速分别为 26.4%/27.3%), 公司明后年处于盈利能力上升通道, 业绩增速相对同行更高。

第二, 客户结构来看, 爱柯迪客户结构更加优秀稳定。爱柯迪客户主要为法雷奥、博世、麦格纳等全球一级零部件巨头, 且合作关系长期保持稳定。尤其是来自于博世和麦格纳的收入在 2014-2018 年的四年期间营收持续稳定高增长, 年均复合增速分别达到 45.42%、48.81%。旭升客户主要为特斯拉, 量上来看增速较快但是面临盈利能力下滑压力。广东鸿图客户主要是通用、日产、克莱斯勒, 美系客户占比较高, 短期客户压力相对较大。爱柯迪的优秀客户结构使其营收和盈利均具备长期稳定性, 过去五年营收复合增速达到 17%, 稳态毛利率长期维持在 40%以上水平。

样本标的 2020 年平均市盈率为 21.79x, 我们认为公司从业绩增速以及客户结构两个层面均可享受一定的估值溢价, 我们上调公司合理估值区间为 13.69-15.56 元 (对应 2020 年 PE 22-25x, 相对此前预测估值区间 13.50-15.00 元略微有所上调), 相对 2019 年 10 月 8 日收盘价存在 31%-49% 的估值空间, 维持“增持”评级。

表 4: 可比上市公司估值对标分析

公司	代码	市值 (亿)	股价 (元)	每股盈利 (元)			市盈率			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
爱柯迪	600933.SH	89.69	10.46	0.49	0.62	0.80	21.34	16.81	13.14	买入
广东鸿图	002101.SZ	35.56	6.68	0.56	0.66	0.8	11.93	10.12	8.35	无评级
旭升股份	603305.SH	119	29.77	0.73	0.89	1.11	40.78	33.45	26.82	无评级
平均值							26.35	21.79	17.58	

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

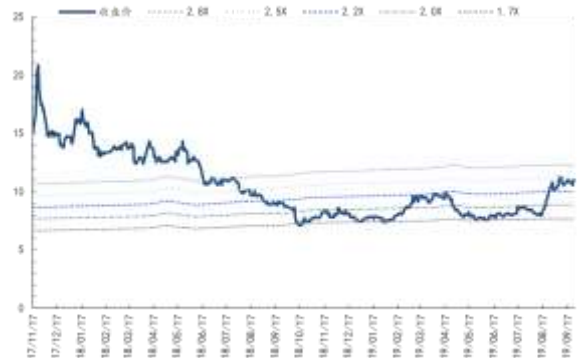
备注: 可比公司盈利预测参考 wind 一致预期, 股价参考 2019 年 10 月 8 日收盘价

图 1: 公司 PE-Band



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 PB-Band



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

投资建议

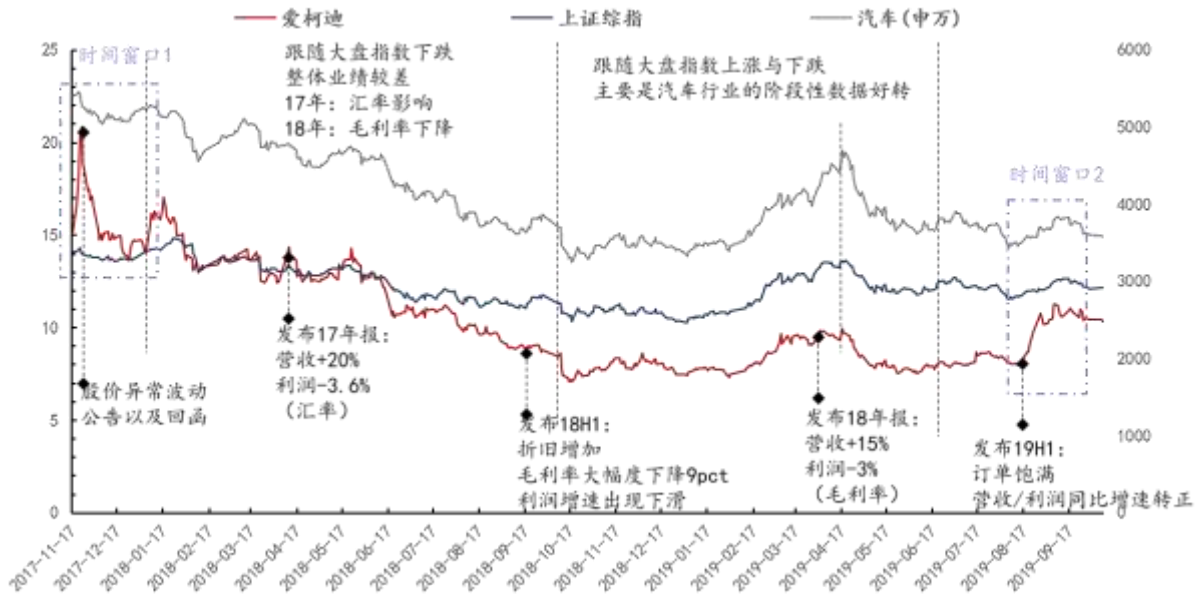
我们预计公司 2019-2021 分别实现营收 26.58 亿/30.29 亿/34.50 亿, 对应同比增速分别为 6.0%/13.9%/13.9%, 分别实现净利润 4.53 亿/5.73 亿/7.29 亿, 对应同比增速分别为 -3.2%/26.4%/27.3%。分别实现每股收益 0.53 元/0.67 元/0.86 元。我们上调公司合理估值区间为 13.69-15.56 元(对应 2020 年 PE 22-25x), 相对 2019 年 10 月 8 日收盘价存在 31%-49% 的估值空间, 维持“增持”评级。

股价复盘

整体来看, 公司股价与汽车(申万)指数的关联性较大, 也就是跟随汽车行业的景气度高度相关, 主要因为公司 95% 业务均在汽车行业。除此之外公司历史股价在两个时间窗口跟汽车(申万)指数有所差距, 时间窗口 1 主要是公司刚刚上市, 短期次新股股价异常波动; 时间窗口 2 是由于公司在 19Q2 季报中逆市实现营收和利润的单价同比转正, 同时也是公司的经营周期(资本开支向下)的拐点, 此外, 公司上半年的订单情况较好, 尤其是新能源领域产品。因此股价表现相对汽车(申万)指数跑出相对收益。

整体而言, 剔除板块性机会的影响, 公司股价主要受到自身业绩的驱动更加显著, 由于公司重资产以及出口导向(海外营收占比 70%), 因此影响业绩的核心因素主要包括自身的经营周期(对应观测财务指标: 资本开支、固定资产、折旧与摊销等)以及行业需求(营收), 此外还包括汇率, 公司 2017 年的营收同比增长 20% 但利润下滑 3.6%, 主要由于汇率影响利润 7156 万(其中汇兑收益同比减少 5565 万, 公允价值变动减少 1591 万), 拖累 2017 年利润弹性约 15pct。

图 3: 公司股价复盘



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司概况:汽车铝合金精密压铸件龙头

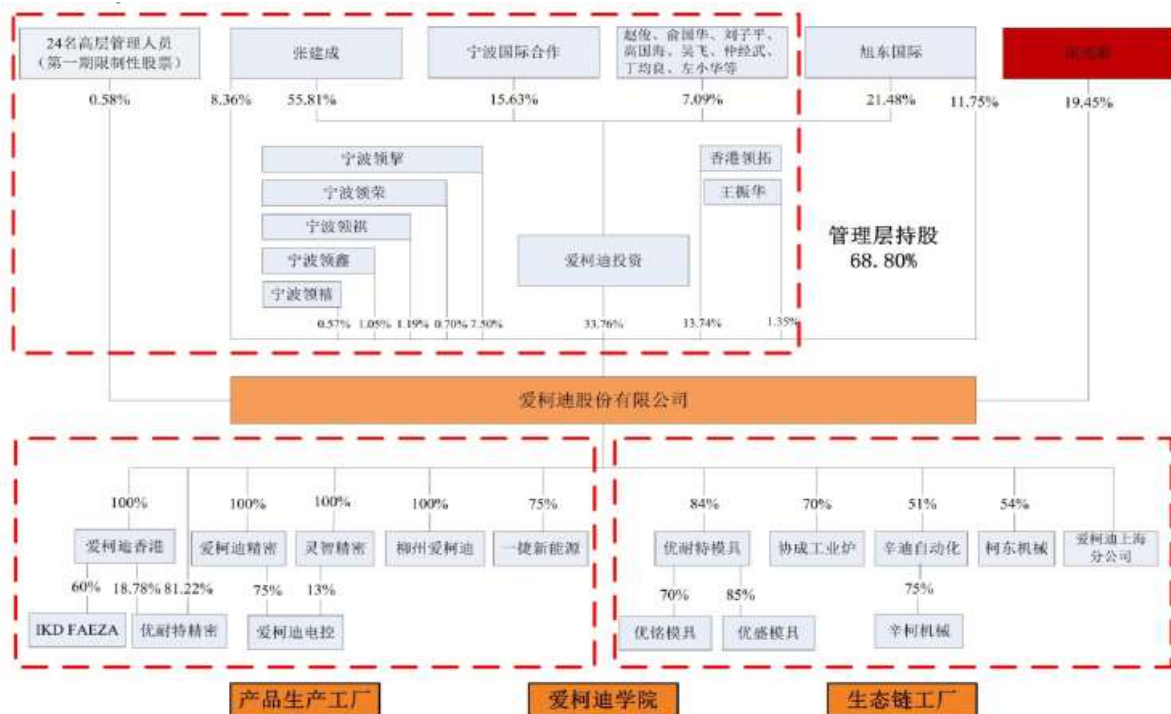
概况: 汽车铝合金精密压铸件龙头

公司主要从事汽车铝合金压铸件的生产制造，尤其是在精密小件领域产品优势突出。公司产品主要包括汽车雨刮系统、传动系统、转向系统、发动机系统、制动系统、新能源汽车三电系统等适应于汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。公司客户主要为全球各知名的一级供应商。2018年公司营收 25.07 亿，利润 4.75 亿，从营收体量来看公司是国内汽车铝压铸行业上市公司第二，从利润体量来看公司是行业第一。

股权以及管理层分析: 公司控股股东为宁波爱科迪投资管理有限公司（直接持股：33.76%），实际控制人为张建成，直接持有公司 8.36%的股权，通过控制爱柯迪投资而间接控制公司 18.84%的股权。公司股权激励完善，累计完成 5 次股权激励，宁波领擎、宁波领荣、宁波领祺、宁波领鑫、宁波领禧均是员工持股平台，合计控制公司 11.01%的股权。张建成直接和间接合计控制公司 53.13%的股权，联合第二大股东香港领拓和高管/员工持股平台，合计控制公司 68.80%的股份，公司前身宁波优耐特压铸有限公司系由国合旭东、山森洋子（日本）、山森文雄（日本）等共同设立，实际控制人张建成由职业经理人出身，前期曾任职国和旭东董事长。

公司旗下子公司核心高管均有持股，旗下子公司包括产品生产工厂和生态链工厂，产业链环节来看，包括模具设备环节的优耐特精模具（84%股权），材料热处理设备环节的宁波江北协成工业炉制造（70%股权）、工业成套设备环节的辛迪自动化（51%股权），涂层技术环节的宁波迈科新材料（46%股权）、压铸设备环节的宁波柯东机械（54%股权）。

图 4: 股权结构



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 5: 历次股权激励概要

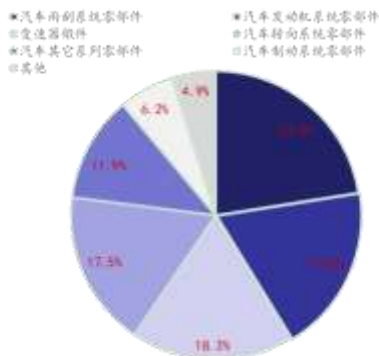
	时间	形式	激励总数占当时总股本比例	授予价格
第一次	2018/9/20	股票	0.5843%	5.00
第二次	2019/1/4	期权	0.5005%	8.30
第三次	2019/6/14	股票	0.8042%	5.77
第四次	2019/9/10	股票	0.1313%	5.77
第五次	2019/9/10	期权	0.5078%	8.12

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品: 精密汽车铝合金压铸件为主, 产品附加值高

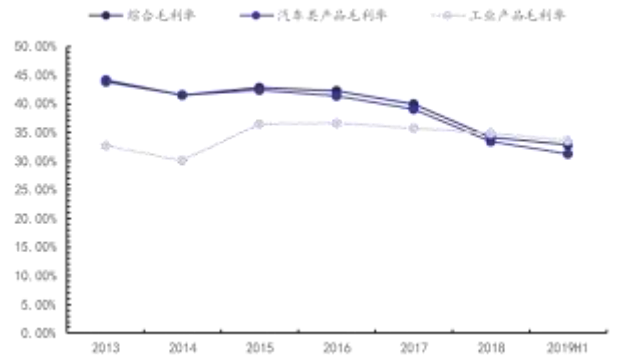
公司主业为汽车铝合金压铸件, 2018 年汽车类压铸件营收为 23.82 亿, 占比达到 95%。目前产品主要包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统等。公司汽车类产品主要产品均是依据客户特定的技术参数设计并生产的非标产品, 并且主要以精密度要求较高中小件为主。2014-2016 年公司销售产品中 400 克以下产品的销售收入占汽车类收入的比例达到 65%以上。而通常情况下, 铝合金精密压铸件产品的精度越高, 加工难度耗用的人工和加工费用就相应越高, 因此单位产品的附加值较大。

图 5: 公司产品营收占比



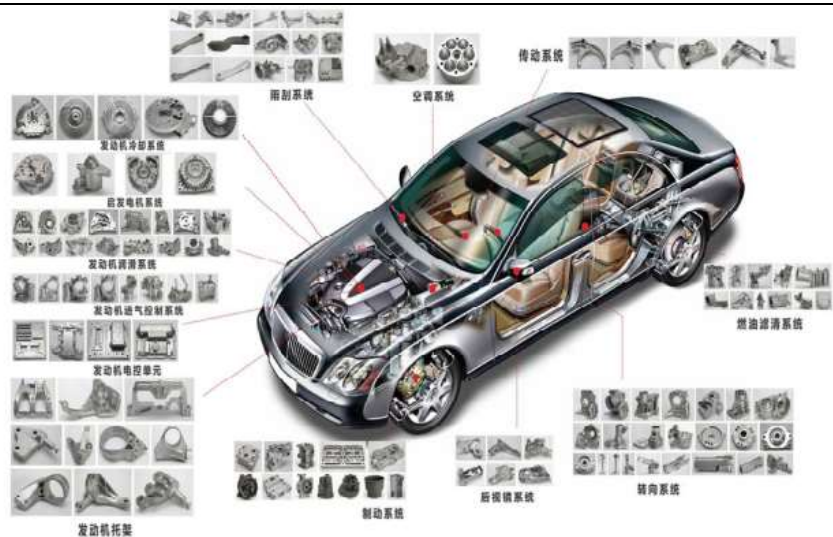
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司产品毛利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理




图 7: 公司产品在汽车上的应用示意



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 6: 公司主要产品概览

功能部件	功能	主要零部件产品	示例图
汽车雨刮系统	包括雨刮电机、连杆支架、驱动臂等铝合金结构件, 这些零件构成完整的雨刮器驱动、连杆支架、输出摇臂等功能, 并辅以电控系统, 实现雨刮系统的智能化	雨刮电机壳体	
		连杆支架	
		驱动臂	
汽车转向系统	包括转向支架、转向管柱、转向电机壳体、转向电控单元等, 这些零件基本覆盖了转向功能的大部分零件, 是汽车轻量化的重要零件	转向支架 助力转向壳体 转向器管柱 转向电机壳体 转向电控单元	
燃油滤清系统	包括滤清器壳体、油冷器壳体等, 这些零件主要功能为控制燃油的清洁度及温度, 确保发动机的稳定工作	滤清器壳体 油冷器壳体	
汽车发动机进气控制系统	包括节气门控制阀体、进气歧管、涡轮增压器壳体等, 与其它零件及控制系统等形成发动机进气的控制、过滤及尾气循环利用等功能	节气门控制阀体 进气歧管 涡轮增压器壳体	
汽车发动 机系统	发动机的启动控制 启动马达、发电机系统 汽车油泵/真空泵系统	启动电机壳体、发电 机前后壳体	
		机油泵体	
		用于发动机供油系统和制动系统	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	包括加热装置热能转换壳体, 鼓风机壳体等。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	包括压力盘、变速凸轮、变速拨叉、差速器壳体及后盖等, 形成从发动机到各轮胎的动力传输及速度调节功能	压力盘 后盖 变速拨叉 差速器壳体	

		ECU 控制单元	
		单缸盖	
		双缸盖	
汽车制动系统	包括单缸盖、双缸盖、盖板、制动主缸、制动组合阀、ABS 阀体、ECU 控制单元、真空助车泵、法兰盘等，形成汽车制动执行、控制及制动安全保障等功能	盖板	
		制动主缸	
		制动组合阀	
		ABS 阀体	
		真空助车泵	
		法兰盘	
汽车空调系统	包括缸体、前盖、后盖等，为轴向活塞式压缩机的关键零件	缸体	
汽车其它系列零件		前盖	
		后盖	
汽车后视镜系统	包括后视镜支架及倒车摄像头壳体等，形成汽车后视及监视功能	后视镜支架	
		倒车摄像头壳体	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

客户：结构优秀，建立长期且稳定的供应关系

公司客户结构优秀，均是国际上的知名一级供应商，主要客户包括法雷奥（Valeo）、博世（Bosch）、格特拉克（Getrag）、克诺尔（Knorr-Bremse）、麦格纳（Magna）、电产（Nidec）、博格华纳（Borgwarner）、大陆（Continental）、马勒（Mahle）、耐世特（Nexteer）、舍弗勒（Schaeffler）、蒂森克虏伯（ThyssenKrupp）、采埃孚（ZF）等。公司客户结构优秀且较为稳定，2018年前五大客户分别为法雷奥（占比 18.7%）、博世（占比 15.9%）、麦格纳（占比 14.3%）、电产（占比 7.5%）以及耐世特（占比 5.5%）。

公司与法雷奥合作始于 2004 年，与博世合作始于 2006 年，已建立深厚的合作关系，尤其是来自于博世和麦格纳的收入在 2014-2018 年的四年期间营收持续稳定高增长，年均复合增速分别达到 45.42%、48.81%。近几年公司在耐世特和电产的项目也取得较好突破。

表 7: 历年各客户营收 (单位: 亿)

	2014	2015	2016	2017	2018	五年 GAGR
法雷奥	3.92	3.46	4.16	4.17	4.67	4.47%
博世	0.89	1.26	2.06	3.97	3.98	45.42%
格特拉克	1.2	1.15				
克诺尔	0.76	1	1.05			
麦格纳	0.73	0.96	2.33	3.09	3.58	48.81%
耐世特			1.49	1.39	1.37	
电产				1.35	1.87	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

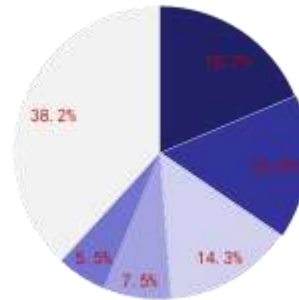
图 8: 公司客户开拓路径



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 9: 客户结构 (2018 年)

■ VALEO (法雷奥) ■ BOSCH (博世) ■ MAGNA (麦格纳)
 ■ NIDEC (电产) ■ NEXTEER (研世特) ■ 其他



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 8: 主要客户供应产品明细

客户名称	所属集团	所属国家/地区	合作历史	主要销售产品类型	属于产品大类
Delmex de Juarez S.de RL de C.V	Valeo (法雷奥)	墨西哥	2004 年至今	驱动臂、连杆支架	汽车雨刮系统
Valeo Systemes d'Essuyage	Valeo (法雷奥)	法国	2004 年至今	雨刮电机壳体、连杆支架	汽车雨刮系统
Valeo Autosystemy Sp. z o.o	Valeo (法雷奥)	波兰	2006 年至今	驱动臂, 雨刮电机壳体, 连杆支架	汽车雨刮系统
Valeo Sistemas Eléctricos, SA de CV	Valeo (法雷奥)	墨西哥	2004 年至今	雨刮电机壳体、连杆支架	汽车雨刮系统
GETRAG Transmission Manufacturing de Mexico SA de CV	Getrag (格特拉克)	墨西哥	2012 年至今	变速拨叉	汽车传动系统
GETRAG S.p.A.	Getrag (格特拉克)	意大利	2010 年至今	变速拨叉	汽车传动系统
Knorr-Bremse Systemes Pour Vehicules	KB(Knorr-Bremse, 克诺尔)	法国	2007 年至今	单缸盖、双缸盖、盖板制动组合阀、法兰盘	
Utilitaires France S.A.S					
Mahle Filtersysteme	Mahle (马勒)	奥地利	2005 年至今	滤清器壳体、涡轮增压器壳体	汽车发动机系统
Austria GmbH					
GKN Driveline Newton LLC	GKN (吉凯恩)	美国	2010 年至今	后盖板	汽车制动系统
博世汽车部件(长沙)有限公司	Bosch (博世)	中国	2006 年至今	雨刮电机壳体、支架、启动电机壳体、	

博世华域转向系统(烟台)有限公司	Bosch (博世)	中国	2013 年至今	发电机前后壳体 助力转向壳体	汽车转向系统
耐世特汽车系统(苏州)有限公司	Nexteer (耐世特)	中国	2007 年至今	助力转向壳体、转向器管柱	汽车转向系统
耐世特汽车系统(柳州)有限公司	Nexteer (耐世特)	中国	2015 年至今	助力转向壳体	汽车转向系统
大陆汽车电子(芜湖)有限公司	Continental (大陆)	中国	2011 年至今	节气门控制阀体	汽车发动机系统
日本电产汽车马达(浙江)有限公司	Nidec (电产)	中国	2007 年至今	电机壳体、法兰盘	汽车制动系统
哈金森工业橡胶制品(苏州)有限公司	Hutchinson (哈金森)	中国	2004 年至今	发动机减震托架	汽车发动机系统
格特拉克(江西)传动系统有限公司	Getrag (格特拉克)	中国	2011 年至今	变速拨叉	汽车传动系统

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

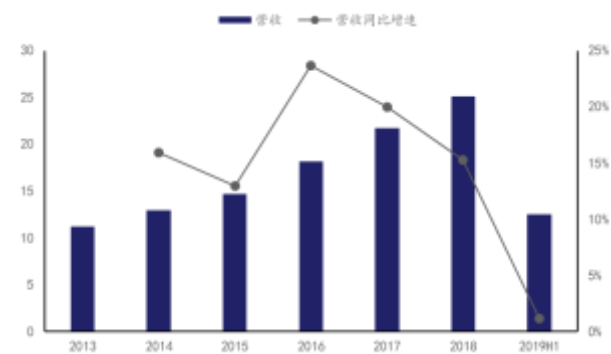
财务情况: 历年增速稳健, 显著跑赢全球以及国内车市

2013-2018 年期间公司营收年均复合增速为 17.42%, 利润年均复合增速为 15.07%。期间国内市场汽车销量年均复合增速为 5.75%, 全球汽车销量年均复合增速为 4.34%。公司营收增速显著跑赢国内以及全球车市增速。

公司 2018 年实现营收 25.07 亿, 同比增长 15.31%, 实现归母净利润 4.68 亿, 同比增长 0.57%。2019 年上半年公司实现营收 12.53 亿, 同比增长 1.19%, 实现归母净利润 2.02 亿, 同比下滑 13.49%。2018 年公司海外营收同比增长了 21.39%, 国内同比增长 3.99%, 2019H1 海外营收同比增长 12.70%, 国内同比下滑 22.03%, 因此公司主要受到国内市场 2018 年以及 2019 年上半年国内车市销量下滑影响(2018 年: -4.07%, 2019H1: -9.58%)。

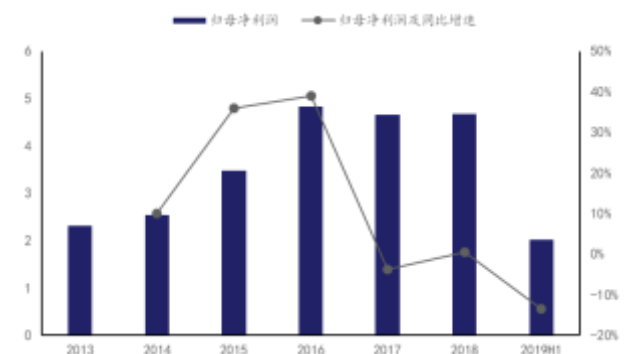
公司毛利率从 2015 年开始持续下降, 从 2015 年的 42.88% 下降到 2019H1 的 32.83%, 主要由于制造费用成本增加所致。公司三费率从 2016 年开始提升主要由于管理费用率的提升导致。

图 10: 营收及同比增速



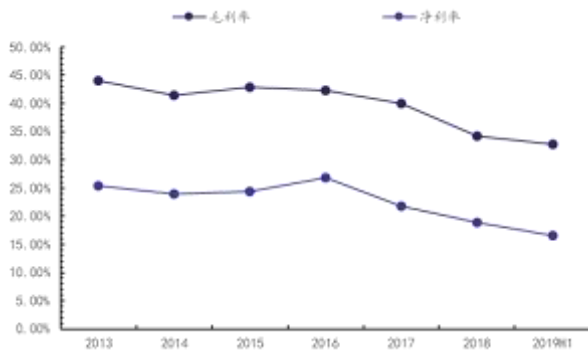
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 11: 归母净利润及同比增速



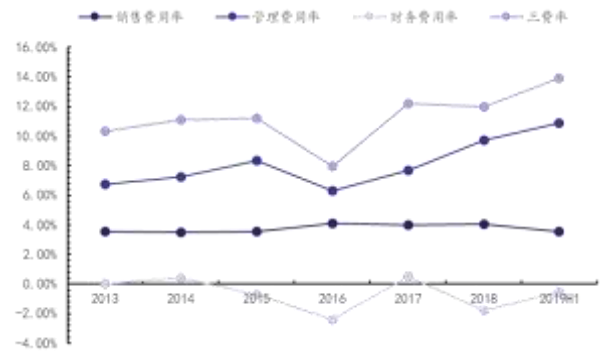
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 毛利率与净利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 13: 三费率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

行业分析:铝铸件是汽车轻量化载体, 孕育千亿市场

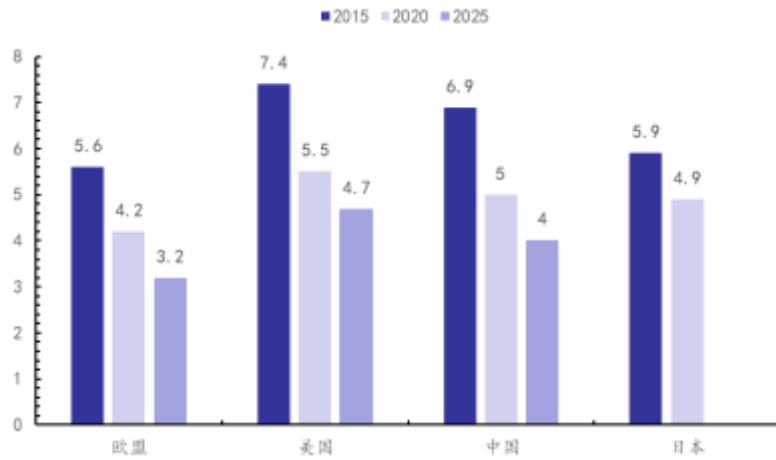
核心观点: 燃油车油耗限制逐渐趋严, 新能源续航里程是制约其发展的重要因素。汽车轻量化不管是对于传统燃油车还是新能源汽车均可达到节能减排的效果。铝压铸件替代传统铁件是实现轻量化的重要手段, 按中国汽车工程协会发布的节能与新能源汽车技术路线, 预计 2020/2025/2030 年单车用铝量将分别达到 190/250/350kg, 我们预计 2025 年行业市场空间有望达到 2898 亿, 2020-2025 年期间对应年均符合增速为 7.76%。同行来看, 爱科迪是铝铸件小件领域龙头, 由于专注精密小件, 产品附加值高, 高盈利的海外业务占比高以及客户结构优秀, 盈利能力和 ROE 均显著领先同行。

汽车铝铸件行业分析: 轻量化是节能减排重要途径, 铝铸件是当前轻量化最佳选择

汽车铝铸件是指用压铸的工艺方式成形的零部件, 汽车用铝主要以压铸、挤压和压延三种工艺投入使用, 其中压铸件的用量占比达到约 80%。

各国对于燃油车的油耗限制逐步趋严, 我国工信部制定了最新《乘用车燃料消耗量限值》和《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》两项国标, 其中规定我国乘用车的油耗水平需在 2025 年下降至 4L/100km。同时测试循环由 NEDC 测试法改为 WLTC 测试法。按规定的降耗标准来看, 2020 年相对 2015 年年均需要下降 4.2%, 2025 相对 2020 年年均需要下降 4.4%, 而该标准目前对于主流的汽车厂商而言均存在较大的难度。

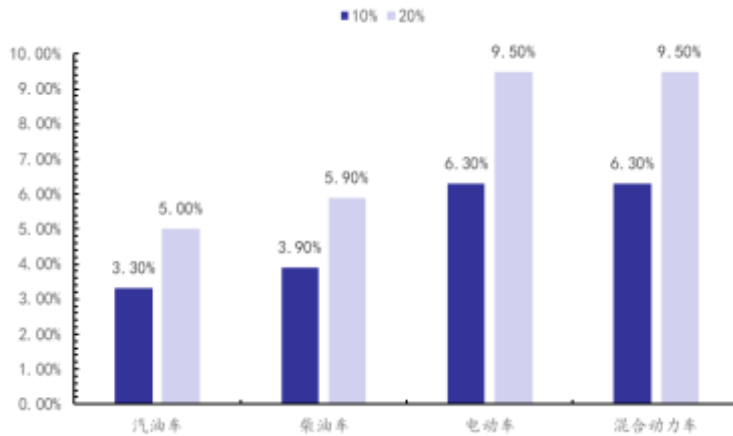
图 14: 2015-2025 年中日欧美燃油车油耗限制 (L/KM)



资料来源:国务院, 国际清洁交通委员会, 联邦环保署, 国信证券经济研究所整理

汽车轻量化与发动机节油技术是两种主要的实现途径。对于汽车轻量化技术而言, 汽车重量每降低 100kg, 燃油车每公里可以节约 0.5L 燃油, 在汽油车减重 10%与 20%的情况下, 能效分别提升 3.3%与 5.0%。新能源汽车减重对于能效提升更加显著, 电动车减重 10%与 20%的情况下, 能效分别提升 6.3%与 9.5%, 主要由于新能源汽车目前使用的动力电池与传统汽车使用的液体燃料的比能量差距较大且动力电池展整车总体质量较高, 基本可以达到 30-40%。

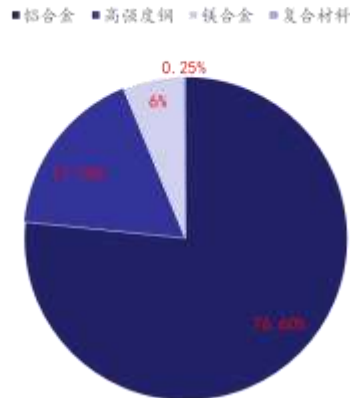
图 15: 乘用车减重能效提升对比



资料来源:国务院, 国际清洁交通委员会, 联邦环保署, 国信证券经济研究所整理

汽车轻量化材料主要分为铝合金、镁合金、钛合金等, 基于当前市场及技术水平, 镁铝合金以及碳纤维技术尚未完全成熟, 市场价格昂贵不具备大面积推广的条件, 目前汽车轻量化主要是集中在铝合金材料。铝合金可以广泛应用与汽车的发动机系统、传动系统、底盘系统、车身系统、热交换系统等。

图 16: 2018 年国内汽车轻量化产品细分需求结构



资料来源:华经产业研究, 国信证券经济研究所整理

表 9: 铝合金在汽车轻量化的典型应用

部件	零件
发动机系统	发动机缸体、缸盖、活塞、进气管、水泵壳、发动机壳、启动机壳、摇臂、摇臂盖、滤清器底座、发动机托架、正时链轮盖、发动机支架、分电器座、汽化器等。
传动系统	变速箱壳、离合器壳、连接过滤板、换挡拨叉、传动箱换挡端盖。
底盘系统	横梁、上下壁、转向机壳、制动分泵壳、制动钳、车轮、操纵等。
车身系统部件	发动机罩、车顶篷、车门、翼子板、行李箱盖、地板、车身骨架及覆盖件。
热交换系统	发动机热交换器、机油散热器、中冷器、空调冷凝器和蒸发器等。
其他系统部件	离合器踏板、刹车踏板、方向盘、转向节、发动机框架、ABS 系统部件、冲压车轮、座椅、保险杠、车厢底板及装饰件等。

资料来源:华经产业研究, 国信证券经济研究所整理

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可见, 后期铝合金将是在汽车轻量化推进过程中得到大力应用, 2020 年单车用铝目标为 190kg, 2025 年单车用铝目标为 250kg, 2030 年单车用铝量目标为 350kg。初步测算, 若是单车用铝量达到 250kg, 相当于减少了 500kg 的汽车用钢量。对于一个 1.5 吨的乘用车则相当于减少了 30%左右的重量, 从而使得燃油效率提高了 20%。

表 10: 节能与新能源汽车技术路线图

	2020	2025	2030
车辆整备质量	较 2015 减重 10% (1530kg)	较 2015 年减重 15% (1445kg)	较 2015 年减重 40%
高强度钢	强度在 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 以上的钢材有一定比例应用
铝合金	单车用铝量达到 190kg (12%)	单车用铝量达到 250kg (17%)	单车用铝量达到 350
镁合金	单车用镁量达到 15KG	单车用镁量达到 25KG	单车用镁量达到 45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量, 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: 中国汽车工程学会, 国信证券经济研究所整理

市场空间: 预计 2025 年达到 2898 亿, 2020-2025 期间符合增速为 7.76%

我们测算汽车用铝行业市场空间 2025 年可达到 2898 亿, 对应年均复合增速为 7.76%。2030 年可达到 3840 亿, 主要基于以下假设:

第一, 乘用车销量情况: 参照我们前期报告《存量与增量, 汽车行业空间与机会》中的测算结论, 我们假设未来汽车增量市场行业年均复合增速为 2%;

第二，单车用铝量：参照中国汽车工程协会发布的指引目标，2020 年单车用铝目标为 190kg，2025 年单车用铝目标为 250kg，2030 年单车用铝量目标为 350kg；

第三，汽车用铝价格：我们取样本公司的平均价格 4.57 万元/吨，由于受到铝价波动影响，我们假设后期价格保持不变。

表 11：汽车用铝市场空间测算

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
乘用车销量 (万辆)	2252	2297	2343	2390	2438	2487	2537	2587	2639	2692	2746	2801
乘用车销量同比增速	-5.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
单车用铝量 (kg)		190	201	212	224	237	250	259	269	279	289	300
单车用铝量同比增速			5.64%	5.64%	5.64%	5.64%	5.64%	3.71%	3.71%	3.71%	3.71%	3.71%
汽车用铝量价格 (万元/吨)	4.57	4.57	4.57	4.57	4.57	4.57	4.57	4.57	4.57	4.57	4.57	4.57
汽车用铝市场空间 (亿元)	1995	2150	2316	2496	2690	2898	3066	3243	3431	3630	3840	
汽车用铝市场空间同比增速			7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%

资料来源：中汽协，中国汽车工程协会，国信证券经济研究所测算

同行对标：公司以精密小件为主，海外业务占比高，盈利能力突出

国内对标企业主要是广东鸿图、文灿股份、旭升股份、派生科技、宜安科技等公司。从营收体量来看公司是国内上市公司第二，从利润体量来看公司是行业第一。与同行对标，公司主要有以下几个特点：**第一，产品以精密小件为主；第二，海外业务占比高；第三，客户主要是全球一级汽车供应商巨头。**

表 12：同行企业对标分析

对标企业	营收体量	利润体量	概况	客户结构	产品
爱科迪	25.07	4.14	成立于 2003 年 12 月，专业生产铝合金精密压铸件的股份制企业。	雷奥 (Valeo)、博世 (Bosch)、格特拉克 (Getrag)、克诺尔 (Knorr-Bremse)、麦格纳 (Magna)、电产 (Nidec) 以及博格华纳 (Borgwarner)、大陆 (Continental)、马勒 (Mahle)、耐世特 (Nexteer)、舍弗勒 (Schaeffler)、蒂森克虏伯 (ThyssenKrupp)、采埃孚 (ZF) 等	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、新能源汽车三电系统等
广东鸿图	35.44	3.37 (整体)	成立于 2003 年，产品布局覆盖汽车类、通讯类、机电类压铸件等领域产品，2017 年 1-6 月，广东鸿图完成对宁波四维尔工业股份有限公司 100% 股权收购，新增汽车饰件业务。	通用、日产、克莱斯勒、格特拉克、本田等	用于汽车发动机、变速箱配件的缸盖罩、油底壳、变速器壳体、离合器壳体、齿轮室以及新能源汽车动力系统 and 车身结构件的电池箱壳体、减震塔、副车架等，用于通讯基站发射机的箱体、散热器、盖板等以及各类电机零部件。
文灿股份	16.2	1.25	公司成立于 1998 年，公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售。	威伯 (WABCO)、大众、采埃孚天合 (ZF TRW)、格特拉克 (GETRAG)、特斯拉 (TESLA)	变速箱系统、发动机系统、底盘系统、车身结构件、制动系统、空气管理系统、传动系统等，具体包括中高档汽车的转向器、真空泵/油泵、变速箱、空调压缩机及其他汽车零部件
旭升股份	10.96	2.94	公司成立于 2003 年，主要从事压铸成型的精密铝合金汽车零部件和工业铝合金零件的研发、生产、销售，产品主要应用于新能源汽车行业及其他机械制造行业	特斯拉、上海艾热性能泵有限公司、海天塑机集团有限公司、AmTech International、凯驰清洁技术 (常熟) 有限公司	传动系统 (变速箱箱体、电动机外壳、电动机端盖)、悬挂系统 (变速箱悬挂、车架支座)、电池系统 (小铝价、充电器壳体、充电器端盖)
派生科技	34.42	3.7	公司成立于 2000 年，公司主营业务是开发、生产和销售用于汽车发动机、变速箱及底盘制造的铝合金精密铸件及其总成，2017 年鸿特精密新设 3 家互联网金融公司，新增互联网金融服务业	为奔驰、宝马、福特、东本汽车、菲亚特、康明斯及克莱斯勒等国内外著名整车 (整机) 厂商的一级供应商，并与广汽集团、江铃汽车等自主品牌厂商也开展了长期合作。	油底壳总成、下缸体、变速箱外延室总成、发动机前盖总成、差速器等铝合金铸件
宜安科技	9.86	0.54	主要从事镁合金、铝合金等轻质合金精密压铸件的研发、设计、生产	括新能源汽车零部件、笔记本电脑等消费电子结构件、液态金属产品、高端	汽车：特斯拉、比亚迪吉、TKP、HBA、TRW、GKN、国轩、江淮、LG 等

和销售,主要用于消费电子、LED、LED 幕
 医疗器械、汽车零部件、电动工具、墙及工业配件、精密模具
 工业配件等多个领域。

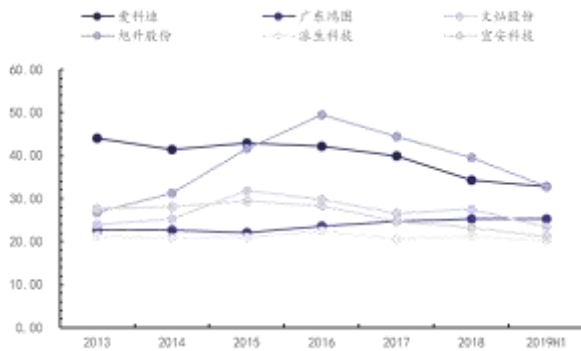
消费电子: 华为、联想、三星、纬创、和硕、联宝、京瓷、Idealens、parrot、Gopro、歌尔声学、BOE
 液态金属: 与特斯拉、格力、小米、华为、OPPO、蓝思科技、ABB

资料来源:各公司官网,公司公告,国信证券经济研究所整理

精密小件附加值高, 高盈利的海外业务占比高, 毛利率水平显著高于同行

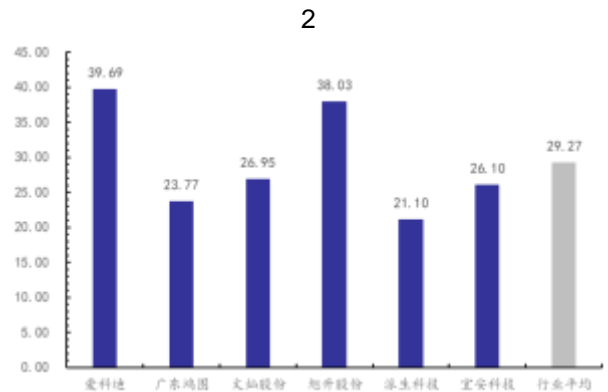
同行对标来看,公司的毛利率水平显著高于同行,公司过去 5 年的毛利率均值为 39.69%,行业的均值为 29.27%,显著高于行业水平。

图 17: 毛利率对标分析 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 18: 毛利率均值对标分析 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

我们认为公司毛利率高于同行主要由于以下几个因素构成:

精密小件工艺复杂, 产品附加值更高;从各公司铝合金铸件的单吨出货量来看, 2014-2016 年公司的出货单价为 5.64 万元/吨, 显著高于行业平均的 4.57 万元/吨的水平。

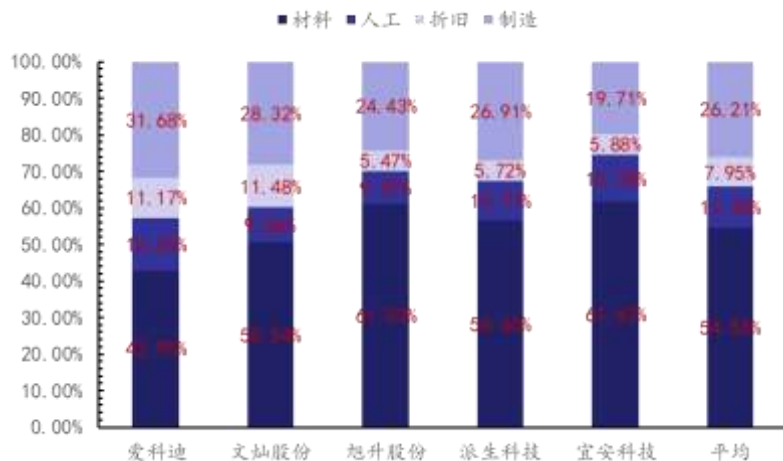
而从各个公司的成本构成来看,公司的原材料成本占比为 42.95%, 行业平均水平为 54.55%, 为行业最低且显著低于行业均值。公司人工成本为 14.20%, 行业平均水平为 11.30%, 为行业最高且显著高于行业均值。公司剔除折旧的制造费用占比为 31.68%, 行业均值为 26.21%, 显著高于行业水平。公司折旧与摊销占比为 11.17%。高于行业均值的 7.95%, 主要由于公司目前处于产能投放周期所致。**整体而言, 由于小件形态壁薄且结构复杂, 加工精度更高, 加工难度更大, 耗用的人工及加工费用相应更高, 因此单位产品的附加值更大。**

图 19: 单吨出货量单价对比 (万元/吨)



资料来源:各公司年报, 国信证券经济研究所整理

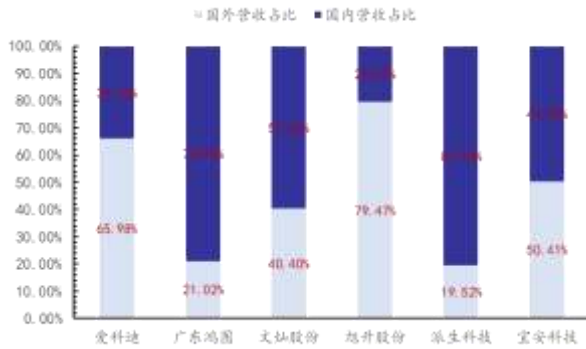
图 20: 成本构成对标分析 (各项成本/营业成本)



资料来源:各公司年报, 国信证券经济研究所整理

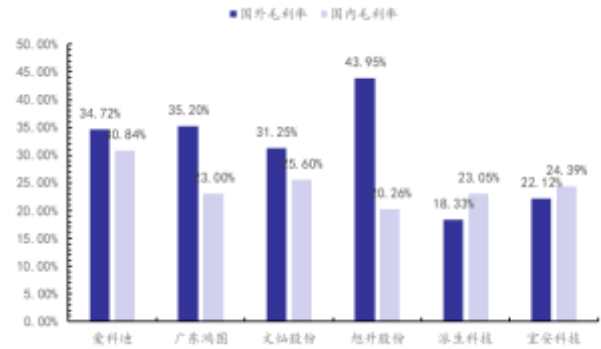
出口占比高,海外业务毛利率水平更高;2018 年公司海外业务占比达到 65.98%,仅次于旭升股份,显著高于同行。而从各公司披露的国内与海外毛利率情况来看,一般情况海外业务的毛利率水平平均高于国内水平。我们认为主要由于海外零部件的本土采购体系的成本相对国内较高,主要体现在人工、效率、产业链自制率等因素,而国内的零部件供应商在成本把控层面优势明显,因此在面对国外竞争对手时可以获得相对国内更高的报价,同时其价格相对国外同行仍然具有优势。另外,海外整车厂供应体系一般也会盈余一定的利润空间给零部件以保证其做到同步研发。

图 21: 国内外营收占比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 22: 毛利率均值对标分析 (%)

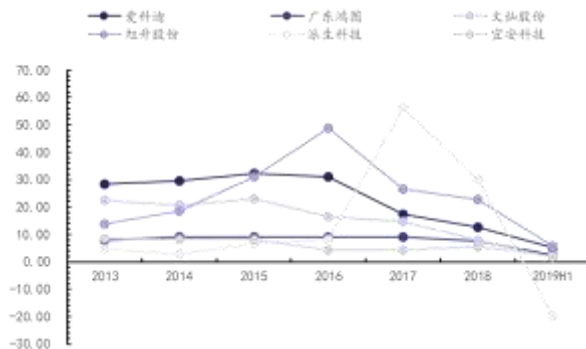


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

高毛利率使得 ROE 水平显著领先同行, 周转率与权益乘数仍有提升空间

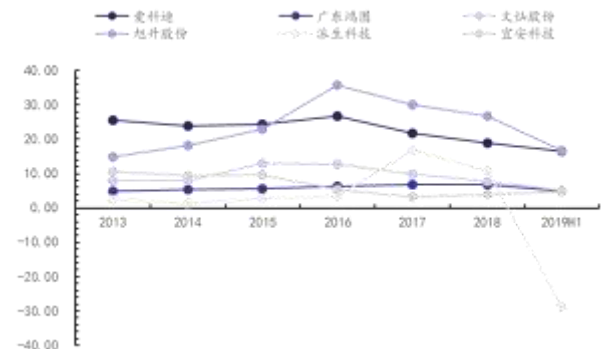
以 2013-2018 年期间的 ROE 情况来看, 公司的 ROE 显著高于同行, 2013-2018 年 ROE 均值达到 25.24%, 显著高于同行的 17.16%。拆分来看, 公司的销售净利率为 23.57%, 行业水平为 12.92%, 公司的资产周转率为 0.74, 低于行业水平的 0.78, 公司的权益乘数为 1.48, 低于行业均值的 1.88。公司的 ROE 高于行业水平主要由于销售净利率较高, 进一步来看主要由于销售毛利率高于行业水平。后期公司的资产周转率水平有望进一步提升, 主要受益于产能释放后产销爬坡以及精益化改造带来设备效率提升。

图 23: ROE 对标分析



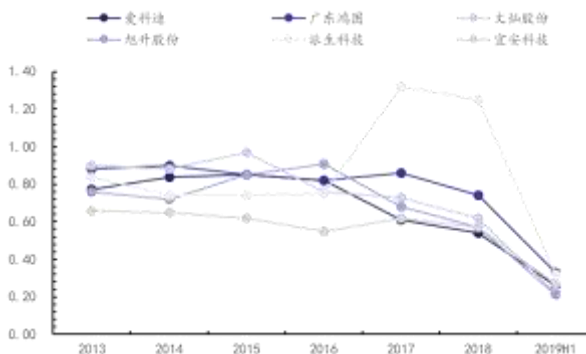
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 24: 销售净利率对标分析 (%)



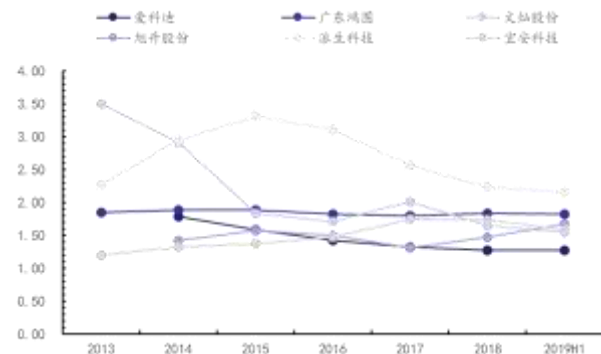
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 25: 资产周转率对标分析



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 26: 权益乘数对标分析



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

投资逻辑:经营与需求周期结合驱动盈利回升, 品类与新能源产品扩张带动单车配套价值量提升

核心观点: 中短期来看, 公司有望经历经营周期(资本开支向下)与需求周期(需求向上)的结合拐点, 2016-2018 年是公司资本开支高峰期, 2019 年资本开支同比显著下滑, 对于重资产商业模式的企业而言, 后期产能利用率有望显著回升从而拖动毛利率回升。长期来看, 公司目前在低价值量的两刮单品上具备绝对优势, 全球市占率高达 40%, 而公司其余产品目前全球渗透率均较低, 此外, 新开拓的新能源产品有望实现单车配套价值量的显著提升。

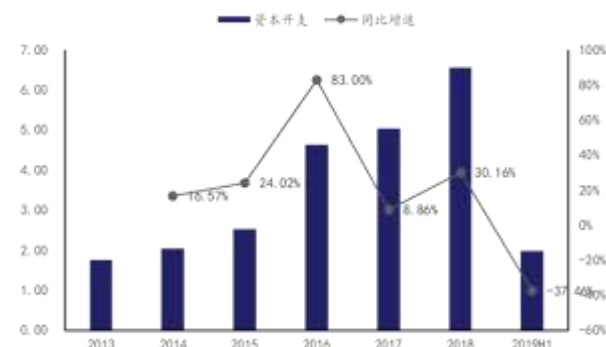
中短期: 经营周期与需求周期的结合拐点, 进入盈利回升通道

经营周期: 16 开始进入资本密集投入期, 资本开始从 19Q1 开始放缓

公司属于重资产商业模式, 因此产能利用率对于公司毛利率的影响较为显著。

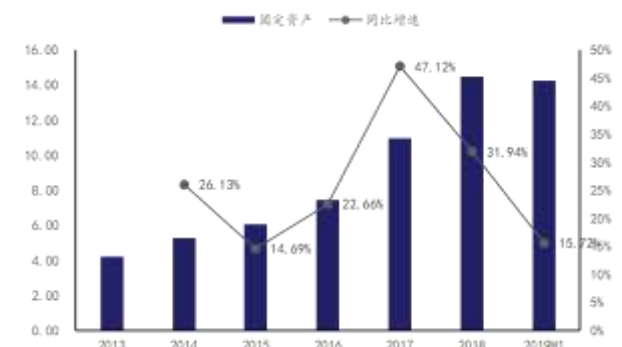
2016-2018 年公司进入到产能扩张周期, 2016-2018 年的年度资本开支分别为 4.63 亿、5.04 亿、6.56 亿, 而此前公司的年度投资额度基本维持在 2 亿左右, 2013-2015 年的年平均资本开支为 2.11 亿, 公司资本开支在 2016 年开始显著提速。2018 年公司的资本开支达到顶峰, 在 2017 年高基数上同比增加 30.16% 达到 6.56 亿, 与之对应的固定资产项目从 2017 年开始显著提升, 尤其是在 2018 年在 2017 年高基数上同比增长 31.94% 达到 14.50 亿, 2018 年对应的折旧与摊销项目达到 2.80 亿, 同比增长 43.59%。折旧与摊销率(折旧/营收)从 2018 年开始显著提升, 2018 年达到 11.17%, 同比 2017 年提升 2.3pct, 2019H1 持续提升达到 13.17%。

图 27: 资本开支(单位: 亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 28: 固定资产及同比增速(单位: 亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 29: 折旧与摊销及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 30: 折旧与摊销/营收



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司毛利率从2016年开始进入显著下行通道, 2018年相对2016年毛利率下滑8.05pct, 我们对成本项进行了拆分, 2018年相比2016年直接材料仅同比上升0.19pct, 由于铝价本身波动, 因此该细分项可以忽略不计。其他项目来看, 制造费用率同比提升4.58pct, 折旧与摊销同比提升1.95pct, 人工成本上涨0.78pct。因此影响公司毛利率的核心从成本端来看, 主要是由于产能投放周期使得折旧与摊销, 以及相关的辅料、模具等制造费用导致。

图 31: 毛利率



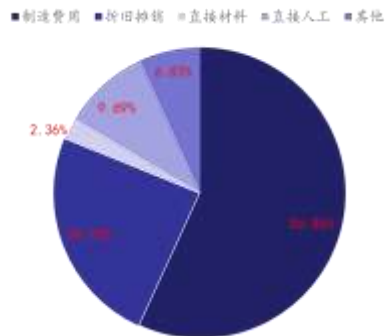
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 各项营业成本变动情况 (各成本项/营收)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 33: 毛利率下降影响因素分析



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

资本开支指标领先于固定资产以及折旧摊销项目，从公司历史数据也可以验证。公司资本开支从 2016 年开始提速，固定资产在 2017-2018 年开始显著增加，折旧以及折旧摊销率从 2018 年开始显著提升。2019Q1 开始资本开支同比下降，2019H1 同比 2018H1 下滑 37.46%。

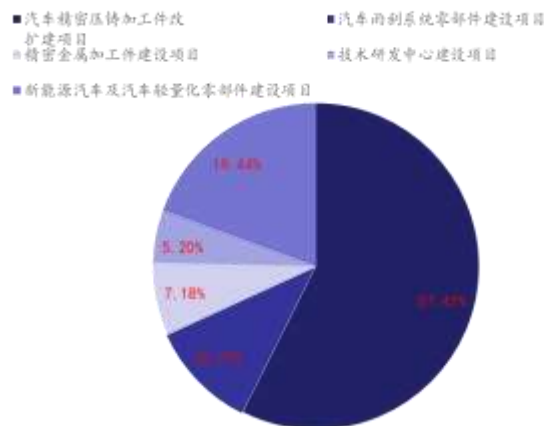
另外从公司的各项募投项目进展也可以发现，截止 2019H1，投入占比最大的“汽车精密压铸加工件改扩建项目”完成度达到 90.61%，“汽车雨刮系统零部件建设项目”以及“技术研发中心建设项目”已经完成，后期主要是“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”，剩余需要完成投资额度为 1.7856 亿。因此我们认为从 2019 年开始，公司的密集产能投放期高峰期已过，后续的资本开支有望持续下降。从半年度或是单季度来看，公司的折旧率是在 2018H2 显著提升，毛利率在 2018Q2 显著下降，因此从折旧项目的同比增速情况来看，我们预计 2019Q3 该项目有望同比大幅改善。

表 13: 公司募投项目投资项目及进展 (单位: 亿)

项目名称	实施单位	项目总投资额	2018 年		2019H1	
			额度	进度	额度	进度
汽车精密压铸加工件改扩建项目	爱柯迪股份有限公司	79975.92	63376.69	79.24%	72463.70	90.61%
汽车雨刮系统零部件建设项目	宁波爱柯迪精密部件有限公司	15000.00	15182.29	101.22%	15667.14	104.45%
精密金属加工件建设项目	宁波优耐特精密零部件有限公司	10000.00	6909.76	69.10%	7565.05	75.65%
技术研发中心建设项目	爱柯迪股份有限公司	7247.00	6859.51	94.65%	7324.79	101.07%
新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目	爱柯迪股份有限公司	27089.00	5704.18	21.06%	9233.86	34.09%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 34: 规划募投项目占比



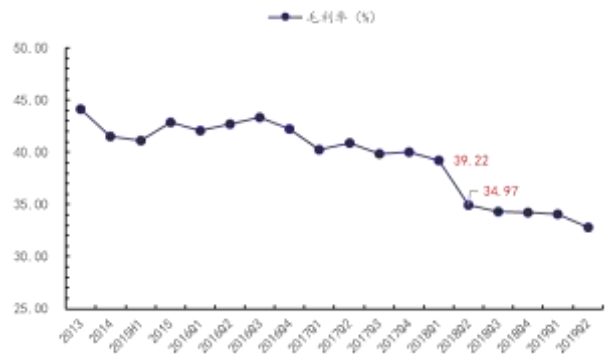
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 35: 折旧与摊销/营收 (半年度)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 36: 毛利率 (%) (单季度)



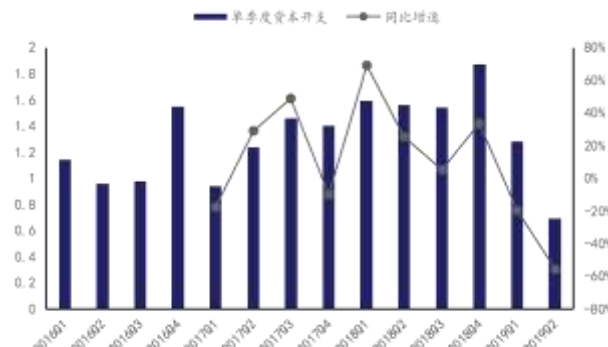
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 37: 单季度营收同比增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 38: 资本开支 (单季度)

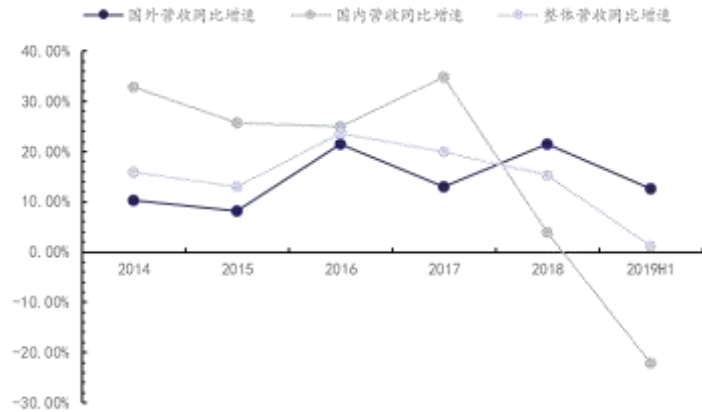


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

需求周期: 国内侧下滑是核心影响因素, 行业中观层面影响因素在改善

公司年度营收同比增速与国内汽车年度产量同比增速的相关系数为 0.84, 与全球汽车年度产量同比增速相关系数为 0.87, 公司季度营收同比增速与国内汽车季度产量同比增速的相关系数为 0.59, 与全球汽车季度产量同比增速的相关系数为 0.52。公司海外侧的营收增长较为稳健, 2013-2018 年的年均复合增速为 14.76%, 且历年波动较小。公司国内侧的营收增速在 2013-2017 年的年均复合增速为 29.54%, 期间增速波动较小, 但是在 2018 年和 2019 年上半年受到国内车市影响, 对应同比增速分别为 3.93%以及-22.03%, 因此虽然公司海外业务占比达到 70% (2019H1), 但是影响公司需求下滑的核心是在国内侧, 公司的营收端能否起来的关键是国内侧汽车行业终端需求能否企稳或是复苏。

图 39: 公司国内、国外以及整体营收情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 40: 公司营收与国内汽车产量关联度 (年度)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 41: 公司营收与国内汽车产量关联度 (季度)



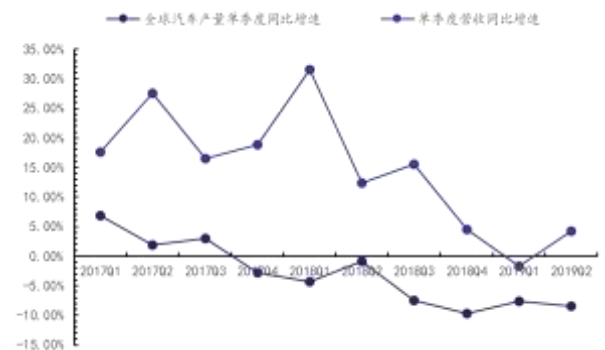
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 42: 公司营收与全球汽车产量关联度 (年度)



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

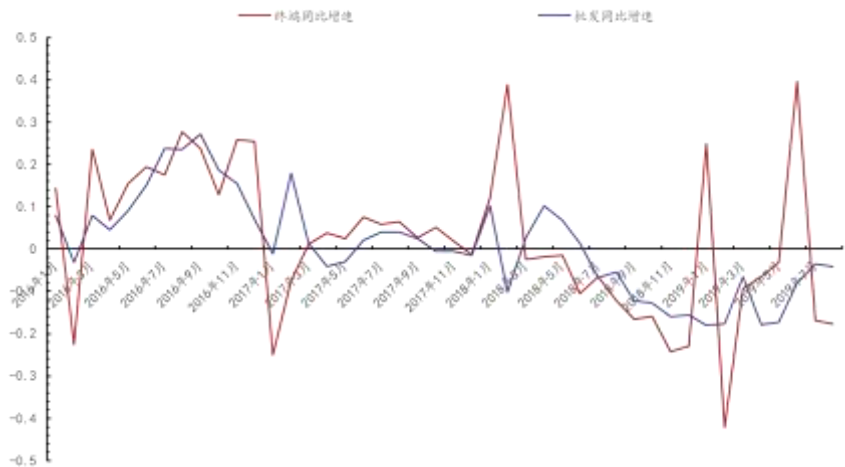
图 43: 公司营收与全球汽车产量关联度 (季度)



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

我们认为，汽车行业需求最根本的影响因素是宏观经济，短期虽然我们无法对宏观经济做出较为准确的预测。但是从行业（中观）层面来看，类似于购置税透支、库存等中观层面的影响因素在逐渐趋好，同时也存在出台刺激汽车行业需求政策的潜在可能。从行业销量的批发侧数据来看，行业从19年4月开始持续收窄，从单月下滑17.89%收窄至19年8月下滑4.15%，终端数据年初至今由于受到春节、国六升级切换等影响，月度波动较大，但是从累计数据来看，2019年1-8月终端数据仅下滑3.18%，2018年终端数据下滑8.46%，下滑呈现收窄。

图 44：行业月度批发以及零售同比增速



资料来源:中汽协, 上险数, 国信证券经济研究所整理

购置税：透支缺口得到逐渐弥补

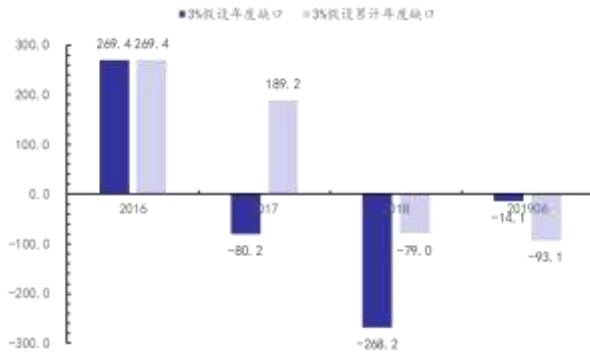
购置税是中期维度影响汽车行业周期性变动的重要原因，2016年实行的汽车购置税减半政策使得终端需求被透支。2018-2019年汽车行业的下滑我们认为综合了偿还购置税透支需求、宏观经济较弱等各方面的影响，若是不考虑宏观经济的影响，对于透支需求的偿还量，我们做了以下测算：

假设 1，按乘用车实际零售数据；若是按照零售口径，2016年-2019年6月期间的实际终端的累计销量为785.61万辆，若是按3%的年均符合增速（即假设没有购置税影响的情况），2016-2019年6月的假设终端累计销量为794.93万辆，假设的终端累计销量略微大于实际的终端累计销量情况，即购置税产生的需求透支缺口已经2019年6月前得到弥补。

假设 2，按 1.6L 以下乘用车的销量数据；若是按照 1.6L 以下乘用车的批发侧数据来看，2016年-2019年6月期间的实际终端累计销量为581.59万辆，若是按3%的年降符合增速（即假设没有购置税影响的情况），2016-2019年6月的假设终端累计销量为600.93万辆。假设的终端累计销量略微多于实际的终端累计销量约19万辆，即购置税产生的需求透支缺口有可能将在2019Q3前得到弥补。

不管是基于假设条件1还是假设条件2，我们的结论都是购置税透支的效应已经消除或是短期内将被消除，但是由于存在宏观经济的影响，因此后期购置税的透支缺口得到一定程度的弥补，在不考虑宏观经济的变动情况下，汽车行业有望回归到合理的增速水平。

图 45: 零售口径年度透支量以及累计透支量



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所测算

图 46: 1.6L 以下批发年度透支量以及累计透支量



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所测算

库存: 处于历史低位, 有望开启新一轮补库周期

渠道库存存在月度之间有周期, 一般是年初是库存的低点, 年末是库存的高点。但从中期(2-3年)维度来看, 2015-2018年期间行业整体库存水平持续向上, 并且在2018年11月达到了近3年的累计库存最高值, 行业去库从2018年12月开始, 目前整体库存处于近3年的历史低点, 若是后期行业增速下滑企稳或是明显复苏, 有望开启新一轮的补库存周期从而拖动整车厂批发数据提升。

图 47: 行业库存变动情况



资料来源: 中汽协, 上险数, 国信证券经济研究所整理

政策: 系列刺激政策频繁出台

2019年年初至今, 国家与地区层面出台了包括老旧汽车报废补贴、取消或放宽限购、购置税调整、诸多形式的汽车行业刺激政策。包括2019年1月国家出台的《进一步优化供给推动消费平稳增长》, 指出有序推进老旧汽车报废更新、促进农村汽车更新换代、稳步推进放宽皮卡车进城限制范围、进一步优化地方政府机动车管理措施等措施, 同时贵阳市取消限购, 海南省与广州、深圳等地区增加购车指标等措施。

表 14：2019 年汽车相关刺激政策梳理

政策	时间	部门	核心	概况
《进一步优化供给推动消费平稳增长》促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）	2019 年 1 月	国家发展改革委、工业和信息化部、民政部、财政部、住房城乡建设部、交通运输部、农业农村部、商务部、国家卫生健康委、市场监管总局	有序推进老旧汽车报废更新 持续优化新能源汽车补贴结构。 促进农村汽车更新换代。 稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。 加快繁荣二手车市场。 进一步优化地方政府机动车管理措施。	按规定放开报废汽车“五大总成”再制造再利用。有条件的地方可依托市场交易平台，对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主，给予适当补助。 对淘汰更新老旧柴油货车、推广使用新能源汽车等大气污染治理措施成效显著的地方，中央财政在安排相关资金时予以适当倾斜支持。 坚持扶优扶强的导向，将更多补贴用于支持综合性能先进的新能源汽车销售，鼓励发展高技术水平新能源汽车。落实新能源车差异化通行管理政策，提供通行便利，扩大通行范围 有条件的地方，可对农村居民报废三轮汽车，购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车，给予适当补贴，带动农村汽车消费。 在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡车进城限制试点政策效果基础上，稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。 进一步落实全面取消二手车限迁政策，严防限迁政策出现回潮。对二手车经销企业销售二手车，落实适用销售旧货的增值税政策，依照 3%征收率减按 2%征收增值税 已实施汽车限购政策的地方，要结合本地实际情况，优化机动车限购管理措施，有条件的地方可适度盘活历年废弃的购车指标，更好满足居民汽车消费需求
《关于车辆购置税有关具体政策的公告》	2019 年 5 月	中国财政部、国家税务总局	购置税调整	纳税人购买自用应税车辆实际支付给销售者的全部价款，依据纳税人购买应税车辆时相关凭证载明的价格确定，不包括增值税税款。《关于车辆购置税有关具体政策的公告》自 2019 年 7 月 1 日起正式实施。新的购置税税法主要变化在于计税的依据。目前购置税是根据厂商指导价或者开具的发票金额进行计算，新购置税法则是根据新车的成交价格来计算。新税法实施后，对于终端有优惠的车型，消费者承担的税费将减少，对于加价销售的车型则将缴纳更多税费。
《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	2019 年 8 月	国务院办公厅	放宽或取消限购	实施汽车限购的地区要结合实际，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。
《关于落实汽车消费政策措施》	2019 年 8 月	海南省发改委等部门	放松限购	2019 年 8 月至 12 月，在原定普通小客车增量指标数量的基础上，每月适量增加普通小客车增量指标
《贵阳市取消小客车专段号牌摇号》	2019 年 9 月	贵阳市政府	取消摇号	于 2019 年 9 月 10 号取消购车摇号政策
《广东省完善促进消费体制机制实施方案》	2019 年 5 月	广东省政府办公厅	放松限购	提出逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模。广州将从 2019 年 6 月至 2020 年 12 月，共增加投放中小客车增量指标 10 万个，深圳 2019 年至 2020 年共增加投放普通小汽车增量指标 8 万个。

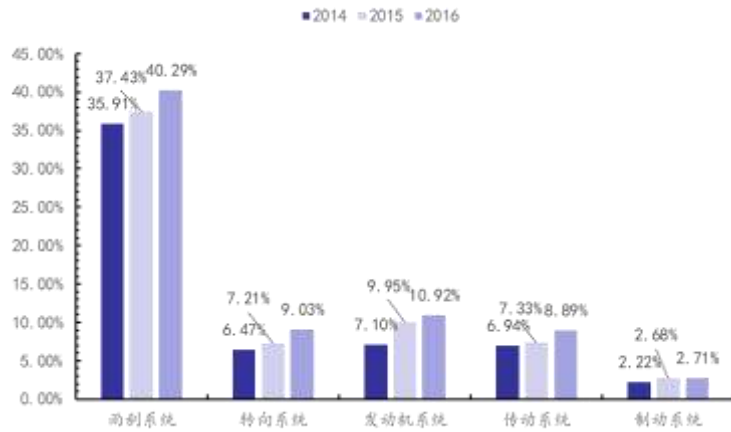
资料来源：财政部，发改委，各地方政府公告，国信证券经济研究所整理

长期维度：其余单品市占率提升空间大，新能源新产品显著提升配套价值量

公司目前产品中雨刮系统零部件中的主导产品雨刮电机壳体 2016 年销量为 2582.94 万件，2016 年全球乘用车产量为 7210.54 万辆，若是按每辆车通常配套一个雨刮电机壳体，可推算出 2016 年公司产品雨刮电机壳体的全球市占率为 35%以上，属于绝对的细分领域全球龙头。公司在这些高市占率的明星产品上具备较强的客户粘性和议价权。

若是按系统来看，2016 年雨刮系统部件产品的全球市占率达到 40.29%，该系统产品同时也是公司目前营收核心支撑，2016 年营收 4.95 亿，营收占比为 27.32%。从产品单价来看，雨刮系统单车配套价值为 17.04 元，在公司的产品类型中价值量较低，公司的转向系统单车配套价值 26.19 元，全球市占率 9.03%，发动机系统单车配套价值 18.6 元，全球市占率 10.92%，传动系统单车配套价值 21.37 元，全球市占率 8.89%，制动系统单车配套价值 29.17 元，全球市占率 2.71%。相对目前的雨刮系统零部件产品，价值量更高的其余单品仍有较大提升空间。

图 48: 各项产品全球市占率



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 49: 各项产品单车配套价值



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 50: 各项产品营收占比

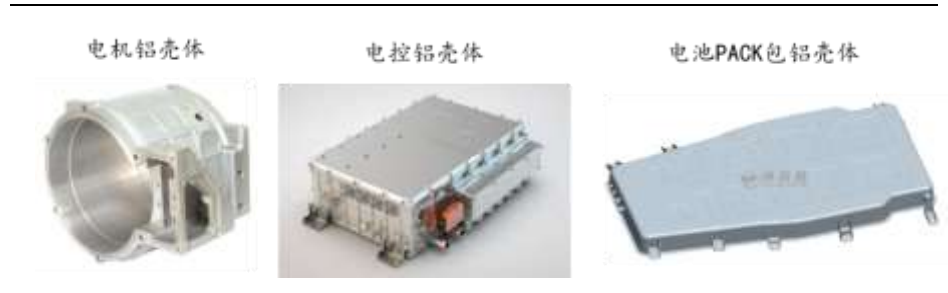


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

扩展新能源电机电控壳体以及 PACK 包箱体等新产品：续航里程是当前新能源汽车的重要问题，轻量化设计是新能源汽车降重减耗的主要措施，新能源汽车主要使用铝制零部件实现轻量化。目前公司在新能源汽车领域的产品围绕**新能源电控、电驱动壳体**，相应产品已经获得了博世、大陆、联合电子、麦格纳、马勒、三菱电机、李尔等新能源汽车项目订单。公司新能源电机壳体与电控壳体单车配套价值约 270 元，目前原有产品的单车配套价值量约为 112.37 元，价值量实现大幅提升。新能源产品的技术要求相比燃油车更高，包括表面处理要求精度更高、抗电磁干扰处理等，因此产品附加值更高。

此外，公司于 2019H1 投资 1500 万成立爱科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 PCAK 包箱体。产能层面来看，公司规划投资 35890 万元用于建设“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”，对于产值约 4 亿元，在建的 6 号工厂占地 100 亩地，第一期 33 亩地已经全部建设完毕，后期剩余的 67 亩全部用于新能源相关领域，预计 2020 年 6 月竣工投产。

图 51：公司新能源领域新增产品



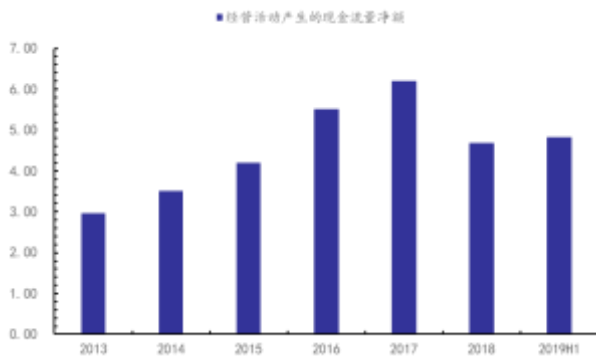
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析：现金流健康，ROE 进入上升通道

核心观点：公司账上现金充足，经营性现金流较好，现金流与营收和利润的匹配度高，公司的 ROE 目前处于历史低位水平，同时账上现金较多使得公司的 ROE 实际虚低，后期有望随着毛利率提升（带动销售净利率提升）以及资产周转率提升而进入持续上行通道。

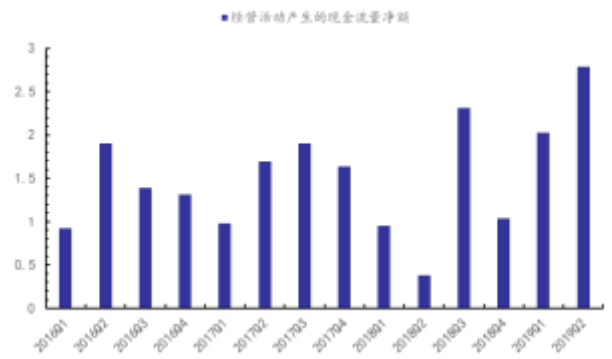
现金流：稳健，含金量高

图 52: 经营性现金流量净额



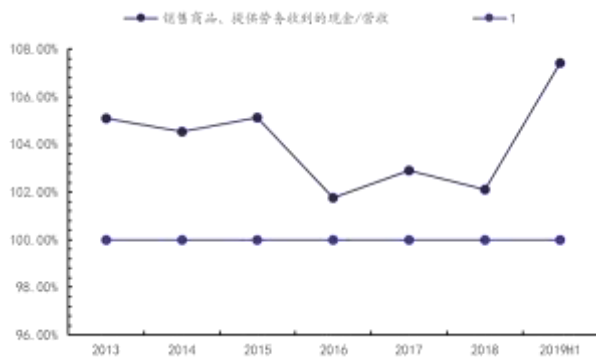
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 53: 经营性现金流量净额 (单季度)



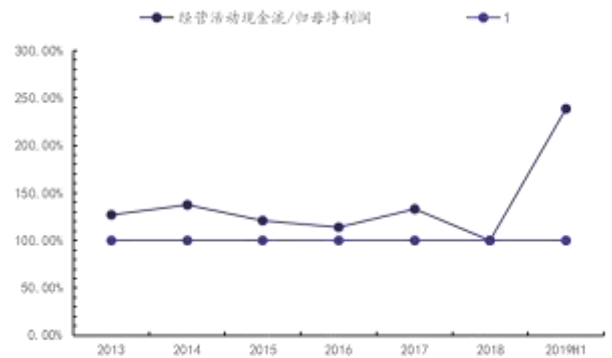
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 54: 销售商品、提供劳务收到的现金/营收



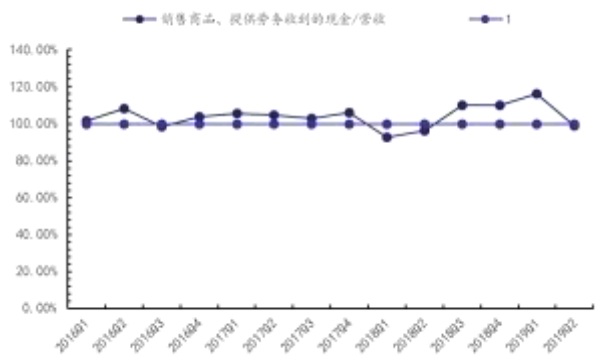
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 55: 经营活动现金流/归母净利润



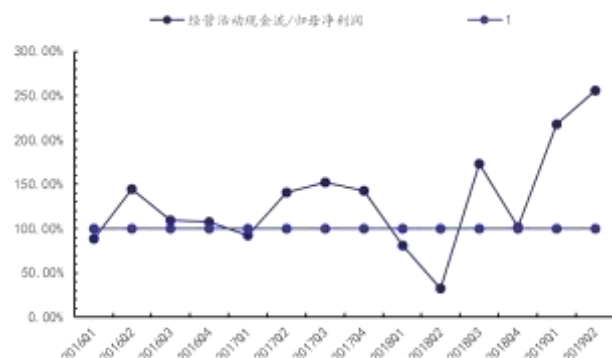
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 56: 销售商品、提供劳务收到的现金/营收 (单季度)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 57: 经营活动现金流/归母净利润 (单季度)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

ROE: 实际被低估, 后期提升空间大

目前公司账上现金充足, 后期 ROE 的提升主要由两个层面驱动: 第一, 产能利用率提升带来毛利率提升(后续部分有论述), 从而驱动销售净利率提升; 第二, 智能化改造带来设备效率提升, 以及公司本身采取稳健的折旧政策, 后续效果就是设备的账面固定资产虚低带来总资产周转率提升。

账上现金充足：公司账上现金充足，19H1 账上现金达到 13.89 亿，公司在 2013-2016 期间账上现金均值为 2.98 亿，由于账上现金资产回报率低，拖低了 ROE 水平。

资产周转率：智能化改造以及稳健保守的折旧政策，资产周转率后期有望提升：一方面公司持续推进数字化工厂改造，公司在自动化以及精益化改造（不包括机器人项目）的预算投入是 7000-8000 万，目前累计投入 3000-4000 万，2019 年目标是实现所有机器设备的全面链接。此外，公司的 5 号智能化工厂已经取得初步成效，存货周转率可达到 12 天，高于公司目前所有工厂 17-18 天的平均水平。

折旧政策稳健：公司的固定资产折旧政策在同行中更加稳健，尤其是各类型设备的折旧，后期公司的实际在运营资产将高于账面资产，因此后期资产周转率水平有望持续提升。

表 15：同行折旧率比较

	房屋建筑物	机器设备	电子和其他设备	运输设备
广东鸿图	2.77-4.85%	8.08%	-	12.13%
鸿特精密	4.50%	9.00%	18%	18%
宜安科技	3.17%	6.79%	19%	19%
文灿股份	4.75%	9.50%-11.88%	31.67%	19%-23.75%
旭升股份	4.75%	9.5%-19%	9.5%-31.67%	19%
爱科迪	4.50%	9%-18%	18%-30%	18%-22.50%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

营收端：从总量来看，根据公司在手订单情况，基本可以支撑每年约 3-4 个亿的营收增量。对于其中的新能源订单，新能源工厂一期满产产值为 4 个亿，预计投产时间为 2020 年 6 月，我们假设 2020 年 6 月到 2021 年 6 月达成率为 60%、2021 年 6 月到 2022 年 6 月达产率为 90%，2022 年 6 月到 2023 年 6 月达成率为 100%，因此 2020 年的新能源一期工厂可贡献 $4 \times 30\% = 1.2$ 亿营收，2021 年新能源一期工厂可贡献 $4 \times 75\% = 3$ 亿营收。我们预计 2019-2021 年的整体营收分别为 26.58 亿 / 30.29 亿 / 34.50 亿，对应同比增速分别为 6.02% / 13.92% / 13.93%。

毛利率：随产能利用率提升而进入上行通道

公司商业模式为重资产类型，毛利率与产能利用率高度相关，而产能利用率又由产能和营收决定。由于公司资本开支即包括厂房建筑、设备、无形资产等，而公司的产能增加主要还是与机械设备的原值增加更加线性相关。我们基于以下前提条件或假设对后期公司的产能利用率和毛利率进行测算：

第一，公司 19 年的资本开支已经在上半年完成，预计明年新能源一期工厂将会增加 1.5 亿新能源设备，我们假设后年新能源二期工厂增加 1.5 亿新能源设备；
第二，单位机械设备原值对应的产能采取往年均值；

第三，产能利用率与毛利率的比值，由于我们测算的产能利用率在 68%-80% 区间，和 2017 与 2018 年的产能利用率水平较为接近，因此产能利用率与毛利率

的线性关系参照 2017 与 2018 年的情况。

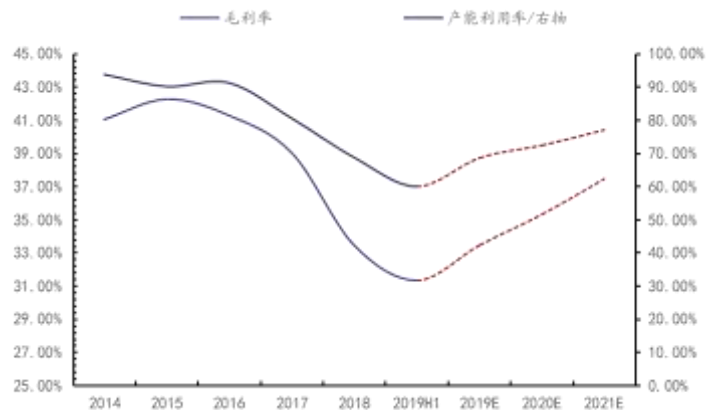
基于上述测算，我们认为公司后续 19-21 年的产能利用率有望持续回升，分别为 68.79%、72.58%、77.00%，对应毛利率分别为 33.49%、35.34%、37.09%。

表 16: 毛利率预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
机械设备原值 (亿)	5.24	6.74	8.73	11.87	16.04	16.95	16.95	18.45	19.95
营收 (亿)	12.98	14.66	18.12	21.75	25.08	12.53	26.59	30.29	34.51
产能利用率	93.80%	90.18%	91.26%	80.56%	68.75%	60.00%	68.79%	72.58%	77.00%
产能 (亿)	13.84	16.26	19.86	27.00	36.48	20.88	38.66	41.74	44.82
单位机械设备原值对应产能 (亿)	2.64	2.41	2.27	2.27	2.27	2.46	2.39	2.39	2.39
毛利率	41.05%	42.27%	41.28%	39.04%	33.47%	31.36%	33.49%	35.34%	37.49%
产能利用率与毛利率线性关系	2.29	2.13	2.21	2.06	2.05	1.91	2.05	2.05	2.05

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

图 58: 产能利用率与毛利率以及后续预测



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所预测

表 17: 营收拆分 (单位: 亿)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
总营收	11.18	12.98	14.66	18.12	21.75	25.08	12.53	26.59	30.29	34.51
总体营收增速		16.10%	12.94%	23.60%	20.03%	15.31%	1.21%	6.02%	13.92%	13.93%
营业成本	6.36	7.59	8.37	10.46	13.05	16.49	8.41	17.35	19.21	21.16
综合毛利率	43.07%	41.51%	42.88%	42.27%	40.00%	34.23%	32.86%	34.77%	36.58%	38.69%
压铸件										
营收	11.01	12.77	14.45	17.71	21.25	24.47	12.20	25.93	29.53	33.64
同比增速		15.99%	13.16%	22.56%	19.99%	15.15%	1.08%	5.97%	13.89%	13.90%
营业成本	6.19	7.53	8.34	10.40	12.95	16.28	8.37	17.25	19.10	21.03
毛利率	43.74%	41.05%	42.27%	41.28%	39.04%	33.47%	31.36%	33.49%	35.34%	37.49%
其他业务										
营收	0.17	0.21	0.21	0.41	0.50	0.61	0.33	0.66	0.76	0.87
同比增速		23.53%	0.00%	95.24%	21.95%	22.00%	6.45%	8.00%	15.00%	15.00%
营业成本	0.17	0.06	0.03	0.06	0.10	0.21	0.04	0.10	0.11	0.13
毛利率	0.00%	69.48%	85.15%	85.19%	80.95%	64.85%	88.02%	85.00%	85.00%	85.00%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

未来三年盈利预测

基于上述假设,我们预计公司 2019-2021 分别实现营收 26.58 亿/30.29 亿/34.50 亿,对应同比增速分别为 6.02%/13.92%/13.93%,分别实现净利润 4.53 亿/5.73 亿/7.29 亿(此前预测 19-21 年净利润分别为 5.20/6.42/7.65 亿元,业绩有所下调主要是汽车行业复苏不及预期),对应同比增速分别为 -3.2%/26.4%/27.3%。分别实现每股收益 0.53 元/0.67 元/0.86 元,维持“增持”评级。

盈利预测的敏感性分析

表 18: 盈利预测的敏感性分析

乐观情况				
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2507.47	2661.51	3039.45	3471.19
(+/-%)	15.31%	6.14%	14.20%	14.20%
净利润(百万元)	468.19	489.84	616.93	781.87
(+/-%)	0.57%	4.62%	25.95%	26.74%
每股收益(元)	0.55	0.58	0.73	0.92
中性情况				
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2507.47	2658.49	3028.60	3450.36
(+/-%)	15.31%	6.02%	13.92%	13.93%
净利润(百万元)	468.19	453.12	572.80	729.24
(+/-%)	0.57%	-3.22%	26.41%	27.31%
每股收益(元)	0.55	0.53	0.67	0.86
悲观情况				
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2507.47	2655.46	3017.77	3429.61
(+/-%)	15.31%	5.90%	13.64%	13.65%
净利润(百万元)	468.19	416.84	529.29	677.07
(+/-%)	0.57%	-10.97%	26.97%	27.92%
每股收益(元)	0.55	0.49	0.62	0.80

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所预测

风险提示

第一, 行业风险: 汽车行业终端需求跟宏观经济高度相关,目前我们分析的购置税、库存等均是行业中观层面的影响因素,而后续是否会出台力度更大的汽车刺激政策仍具有不确定性,若是宏观经济未明显起来则汽车终端需求难以较大程度复苏。

图 59: 季度 GDP 同比增速



资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

第二，汇率风险：汇率从两个层面影响，流量层面影响公司毛利率水平，存量层面影响公司的汇兑损益。公司 2018 年的汇兑损益为-3410.64 万元，2017 年的汇兑损益为 1792.27 万元，2018 年相对 2017 年汇率变动额度为-5202.91 万元，对应 2018 年的利润弹性为-11.17%，因此 2018 年的汇率波动对于 2018 年的利润影响较为显著。

第三，募投项目投产进度不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	956	1389	1389	1389	营业收入	2507	2658	3029	3450
应收款项	720	763	870	991	营业成本	1649	1734	1921	2115
存货净额	474	514	569	628	营业税金及附加	22	27	31	36
其他流动资产	688	729	831	946	销售费用	101	95	108	123
流动资产合计	2843	3401	3664	3960	管理费用	142	298	338	384
固定资产	1559	1648	1720	1775	财务费用	(45)	(22)	(23)	(23)
无形资产及其他	210	201	193	184	投资收益	36	36	36	36
投资性房地产	243	243	243	243	资产减值及公允价值变动	(4)	(4)	(4)	(4)
长期股权投资	0	1	1	2	其他收入	(93)	0	0	0
资产总计	4856	5495	5821	6164	营业利润	577	557	684	846
短期借款及交易性金融负债	0	292	192	15	营业外净收支	27	27	27	27
应付款项	419	455	504	556	利润总额	604	584	711	873
其他流动负债	119	138	154	171	所得税费用	129	125	131	134
流动负债合计	539	885	850	742	少数股东损益	6	6	8	9
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	468	453	573	729
其他长期负债	436	469	502	534					
长期负债合计	436	469	502	534	现金流量表 (百万元)				
负债合计	975	1354	1351	1276	净利润	468	453	573	729
少数股东权益	71	74	79	84	资产减值准备	(1)	1	0	0
股东权益	3810	4067	4391	4804	折旧摊销	197	164	183	198
负债和股东权益总计	4856	5495	5821	6164	公允价值变动损失	4	4	4	4
					财务费用	(45)	(22)	(23)	(23)
关键财务与估值指标					营运资本变动	114	(37)	(166)	(194)
每股收益	0.55	0.53	0.67	0.86	其它	5	3	4	5
每股红利	0.24	0.23	0.29	0.37	经营活动现金流	787	588	598	743
每股净资产	4.48	4.78	5.16	5.65	资本开支	(587)	(250)	(250)	(250)
ROIC	13%	10%	11%	14%	其它投资现金流	(4)	0	0	0
ROE	12%	11%	13%	15%	投资活动现金流	(591)	(250)	(250)	(250)
毛利率	34%	35%	37%	39%	权益性融资	41	0	0	0
EBIT Margin	24%	19%	21%	23%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	25%	27%	29%	支付股利、利息	(203)	(196)	(248)	(316)
收入增长	15%	6%	14%	14%	其它融资现金流	162	292	(100)	(177)
净利润增长率	1%	-3%	26%	27%	融资活动现金流	(203)	95	(348)	(493)
资产负债率	22%	26%	25%	22%	现金净变动	(7)	433	0	0
息率	2.3%	2.2%	2.8%	3.6%	货币资金的期初余额	963	956	1389	1389
P/E	19.0	19.6	15.5	12.2	货币资金的期末余额	956	1389	1389	1389
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	189	273	281	425
EV/EBITDA	12.5	15.3	12.6	10.3	权益自由现金流	351	582	200	267

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032