

国内优质曲轴配套商，内外兼修，成长可期

——福达股份（603166）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2020年06月17日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhqz.com

研究助理

陈兰芳

SAC No: S1150118080005

chenlf@bhqz.com

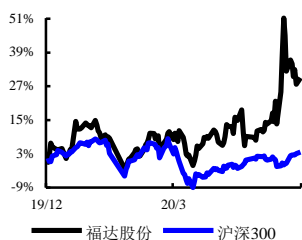
首次评级： 增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 6.40

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 国内优质曲轴配套商，产品与市场多元化发展

1) 公司主营发动机曲轴、汽车离合器、螺旋锥齿轮、高强度螺栓及精密锻造件，为发动机、整车厂及车桥厂提供配套。2) 公司整车客户主要包括宝马、奔驰、沃尔沃等；发动机客户包括东风康明斯、日野中国、玉柴股份等；车桥客户包括汉德车桥等。商用车是公司主要配套市场，2019年配套占比达69.96%。3) 2015-19年公司营收年复合增速为12.87%，对应净利润复合增速达29.69%，整体呈快速增长态势，其中，2019年公司在车市下行的情况下实现逆势增长，净利润同比增长26.87%。

● 新客户及新订单支撑公司收入增长

公司车用曲轴主要用于汽车内燃机，存在1:1配比关系。因此，下游车用内燃机的销量会直接影响配套曲轴的需求。公司积极开发客户，已成为奔驰、宝马、沃尔沃、康明斯、日野、洋马等国际性大企业曲轴及毛坯供应商，并进入上汽通用、中国重汽、福田康明斯等客户供应体系。汽车用曲轴市场规模大，随着公司持续扩大客户群带来新订单，并加大高端产品的研发生产，市场份额预计将持续增长，盈利能力持续改善，其中，国外市场预计将成为公司的中长期增长点。

● 进军大型曲轴领域，未来享受量利齐升

公司与全球最大的大型曲轴独立供应商德国阿尔芬成立合资公司福达阿尔芬布局大型曲轴市场，主要应用于船舶、工程机械及核电发电机组等多个领域，整体市场空间较为可观，同时大型曲轴单价与利润率高。因此，公司积极开发大型曲轴配套市场，有助于未来提升公司的成长空间与利润率。

● 布局精密锻件业务，助力降本增效

全资子公司福达锻造主营精密锻件产品，2015-19年精密锻件产量从66.71万件增至166.45万件，年复合增速达25.68%，对应销量年复合增速达23.17%。福达锻造内外并重，有效延伸了公司产品产业链，提升了公司技术与装备水平，于内有助于降本增效，于外有助于开拓优质客户。随着锻造数字化及智能化锻造技术升级项目完工以及拟定增投建大型曲轴毛坯锻件项目，未来公司精密锻件配套能力将持续明显提升，从而进一步助力公司实现客户开发与降本增效的双重目标。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

综上分析，我们预计公司2020-22年实现营业收入15.67/17.25/19.49亿元，同比增长3.47%/10.06%/12.97%，实现归母净利润1.56/1.75/2.07亿元，同比增长9.88%/11.96%/18.32%，EPS为0.26/0.29/0.35元/股，对应2020-22年PE

为 24/22/18 倍，考虑到积极开发中高端市场并布局大型曲轴领域，未来成长与盈利空间打开，参考 A 股可比公司可适当给予估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：汽车产销低迷超预期；客户及大型曲轴市场开拓低于预期；钢材价格涨幅超预期

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,405	1,515	1,567	1,725	1,949
(+/-)%	5%	8%	3%	10%	13%
经营利润（EBIT）	147	183	193	219	254
(+/-)%	-12%	24%	5%	14%	16%
归母净利润	112	142	156	175	207
(+/-)%	-18%	27%	10%	12%	18%
每股收益（元）	0.19	0.24	0.26	0.29	0.35

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	200	153	235	259	292	营业收入	1405	1515	1567	1725	1949
应收票据	242	32	199	184	165	营业成本	1088	1148	1183	1295	1456
应收账款	346	441	429	466	543	营业税金及附加	11	12	13	14	15
应收款项融资	0	138	138	138	138	销售费用	64	70	74	80	90
预付款项	32	56	69	80	100	管理费用	62	63	66	72	80
其他应收款	2	11	7	8	10	研发费用	68	78	80	88	99
存货	407	415	435	475	535	财务费用	30	30	25	31	31
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	-4	-1	-1	-1
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失	0	-7	1	1	1
其他流动资产	3	1	1	1	1	公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	其他收益	37	51	41	42	42
长期股权投资	60	59	59	59	59	投资净收益	-1	-1	-1	1	5
固定资产	1480	1562	1660	1746	1821	资产处置收益	-1	0	0	0	0
在建工程	256	208	204	197	193	营业利润	118	154	168	188	223
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	0	0	0	0	0
无形资产	82	88	70	53	35	税前利润	117	154	168	188	223
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	5	12	12	13	16
资产总计	3205	3211	3553	3698	3886	净利润	112	142	156	175	207
短期借款	532	462	766	763	790	归属于母公司的净利润	112	142	156	175	207
应付票据	161	209	178	207	239	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	157	161	162	195	207	基本每股收益	0.19	0.24	0.26	0.29	0.35
预收款项	2	2	2	3	3	稀释每股收益	0.19	0.24	0.26	0.29	0.35
应付职工薪酬	12	12	12	12	12	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应交税费	7	14	14	14	14	成长性					
其他应付款	27	15	15	15	15	营收增长率	5.3%	7.8%	3.5%	10.1%	13.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-12.4%	24.5%	5.3%	13.6%	15.8%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	-17.6%	26.9%	9.9%	12.0%	18.3%
负债合计	1099	1052	1326	1386	1457	盈利性					
股东权益合计	2106	2159	2226	2312	2430	销售毛利率	22.6%	24.2%	24.5%	24.9%	25.3%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率	8.0%	9.4%	10.0%	10.1%	10.6%
净利润	112	142	156	175	207	ROE	5.3%	6.6%	7.0%	7.6%	8.5%
折旧与摊销	153	157	123	129	135	ROIC	5.33%	6.47%	6.00%	6.63%	7.34%
经营活动现金流	314	347	94	336	312	估值倍数					
投资活动现金流	-155	-205	-201	-189	-185	PE	34.1	26.8	24.37	21.77	18.4
融资活动现金流	-145	-195	189	-123	-94	P/S	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
现金净变动	14	-53	83	24	34	P/B	1.82	1.76	1.71	1.65	1.57
期初现金余额	122	135	83	165	189	股息收益率	3.1%	3.1%	2.3%	2.3%	2.3%
期末现金余额	135	83	165	189	222	EV/EBITDA	13.9	12.1	13.7	12.4	11.1

目 录

1.公司基本情况	7
2.公司内外兼修，量利齐升可期.....	11
2.1 新客户及新订单支撑公司收入增长.....	11
2.2 进军大型曲轴领域，未来享受量利齐升.....	16
2.3 布局精密锻件业务，助力降本增效.....	20
3.盈利预测与估值讨论	23

图目录

图 1: 公司主要产品	7
图 2: 公司产品获得客户肯定	8
图 3: 前五大客户收入占比下降	8
图 4: 公司股票集中度高	8
图 5: 公司股权结构	8
图 6: 福达股份历年营业收入及增速	9
图 7: 福达股份历年净利润及增速	9
图 8: 公司股利支付率高	9
图 9: 天润股利支付率低	9
图 10: 公司营收低于天润但高于其他可比公司 (单位: 亿元)	10
图 11: 公司总资产周转率低于天润	10
图 12: 公司分产品产能情况 (2019)	10
图 13: 公司资本性开支	10
图 14: 公司配套领域结构改善	11
图 15: 公司研发费用	11
图 16: 近两年车用内燃机销量下降	12
图 17: 商用车产量表现明显好于汽车整体	13
图 18: 公司营收增速表现好于下游汽车销量	13
图 19: 乘用车用内燃机销量	14
图 20: 乘用车用内燃机曲轴市场规模测算	14
图 21: 全球乘用车用曲轴市场规模测算	14
图 22: 商用车用内燃机销量	15
图 23: 国内商用车用曲轴市场规模预测	15
图 24: 全球商用车用曲轴市场规模测算	15
图 25: 公司海外业务发展迅速	16
图 26: 公司海外业务占比提升	16
图 27: 福达阿尔芬结构	16
图 28: 船用内燃机销量	17
图 29: 船用内燃机曲轴市场规模预测	17
图 30: 全球及中国手持船舶订单量	17
图 31: 全球船舶完工量及订单情况	17
图 32: 工程机械用内燃机销量	18
图 33: 工程机械用内燃机曲轴市场规模预测	18
图 34: 农用机械用内燃机销量	18
图 35: 农用机械用内燃机曲轴市场规模预测	18
图 36: 中国核电发电量快速上升	18
图 37: 公司曲轴毛利率走势向上	19
图 38: 公司中重型曲轴毛利率相对较高	19
图 39: 公司曲轴均价走势向上	20
图 40: 公司拟定增项目	20
图 41: 公司精密锻件产量	20
图 42: 公司精密锻件销量	20

图 43: 公司精密锻件(含曲轴毛坯)营收走势	21
图 44: 2019 年公司主业曲轴/齿轮单位成本降低	22
图 45: 公司综合毛利率走势	22
图 46: 公司精密锻件产能利用率持续提升	22
图 47: 公司精密锻件业务内外兼顾	23

表 目 录

表 1: 公司重要在建工程项目侧重于生产线升级改造	11
表 2: 公司近三年新客户新项目开发情况	13
表 3: 公司分业务预测	23
表 4: A 股可比公司估值比较	24

1. 公司基本情况

公司成立于 2000 年，是专业化生产汽车零部件的高新技术企业，主营产品包括发动机曲轴、汽车离合器、螺旋锥齿轮、高强度螺栓及精密锻件，为发动机和整车厂商提供配套产品。其中，曲轴为主要收入来源，2019 年占营收比重 53%。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司公告，渤海证券

公司主要配套客户分为整车、发动机及车桥生产企业。其中，整车客户主要有宝马、奔驰、沃尔沃、雷诺日产、上汽乘用车、三一重工、比亚迪、北汽福田、东风商用车、东风柳汽、东风汽车、吉利汽车、江淮汽车、陕西重汽、济南重汽、上汽依维柯红岩、上汽通用五菱、上汽通用、郑州日产、郑州宇通、安徽华菱；发动机客户主要有东风康明斯、日野中国、洋马中国、上海日野、玉柴股份、MTU、五菱柳机、绵阳新晨动力；车桥客户主要有汉德车桥、红岩车桥、柳州方盛车桥、柳工机械。

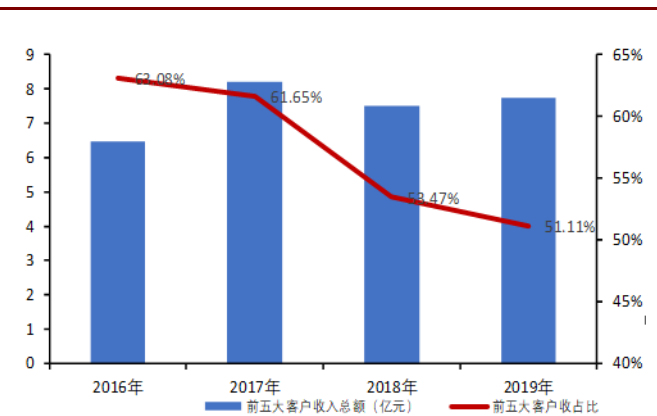
公司产品质量可靠口碑优良，随着销售渠道逐步打开，配套客户集中度下降。2019 年前五大客户销售额占比 51.11%，同比下降 2.36 个百分点，客户结构更加分散合理，目前公司通过多个新产品量产 PPAP 审核、获得新客户供应商定点。

图 2：公司产品获得客户肯定

年份	奖项及审核	客户
2019	优秀供应商	日野、洋马、玉柴、三一、中联重科等 11 家客户
	最佳质量奖、最佳合作奖	东风康明斯、玉柴联合动力、郑州日产、华菱星马、三一专用汽车等8家客户
	通过产品质量审核	宝马、沃尔沃、康明斯、洋马、新展动力、柳汽、吉利、玉柴、上汽柳东等客户审核48次
2018	优秀供应商	东风康明斯、湖南汽车制造有限责任公司、日野等10余家客户
	最佳国产化支持奖、全球供给扩大奖、感谢奖	洋马株式会社、洋马发动机(山东)有限公司、沃尔沃
	通过产品质量审核	沃尔沃、宝马、奔驰、上汽乘用车等客户审核68次
2017	最佳交付奖、优秀供应商奖、先进供应商、先进质量奖	东风康明斯、日野、玉柴、柳汽公司等10余家客户

资料来源：公司公告，渤海证券

图 3：前五大客户收入占比下降

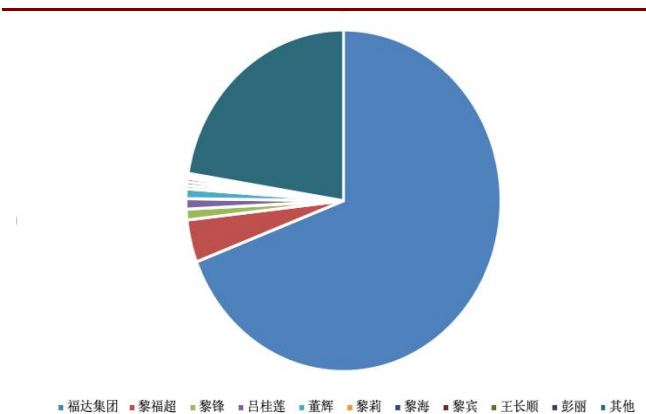


资料来源：公司公告，渤海证券

股权结构方面，控股股东福达控股集团有限公司持有 69.28%的股份，其实际控制人黎福超同时持有福达集团/公司 99%/4.03%的股份。前十大股东中有四位为黎福超子女，与黎福超构成一致行动人，共控制公司 75.32%的股票，股权集中度较高。

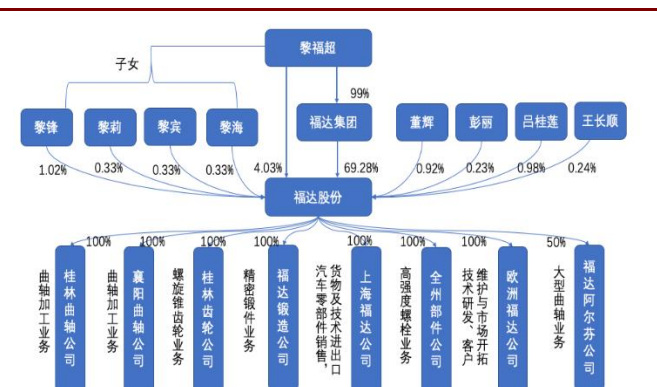
公司共有 7 家全资子公司模块化管理各产业，其中 5 家子公司布局生产曲轴、离合器、齿轮等产品，2 家子公司分别负责销售和技术咨询。唯一的合营公司福达阿尔芬 2019 年开始投入生产，公司持有其 50%的股权。

图 4：公司股票集中度高



资料来源：公司公告，渤海证券

图 5：公司股权结构

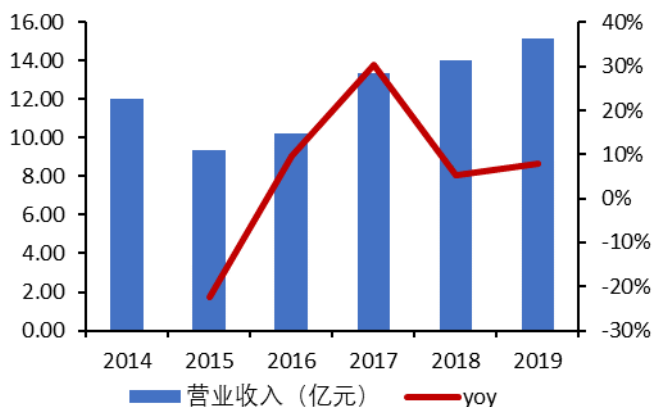


资料来源：公司公告，渤海证券

经营方面，2015-19 年公司营收年复合增速为 12.87%，尤其是在 2018-19 年汽车行业产销下滑的情况下仍实现了稳健增长。2019 年营收增长 7.83%，主要增量来自曲轴与离合器业务。2015-19 年公司净利润复合增速达 29.69%，整体呈快速增长态势，2019 年公司净利润 1.42 亿元，同比增长 26.87%，得益于公司对产品结构调整（上移产业链布局曲轴毛坯等精度锻件）和自动化智能化改造以节约成本。

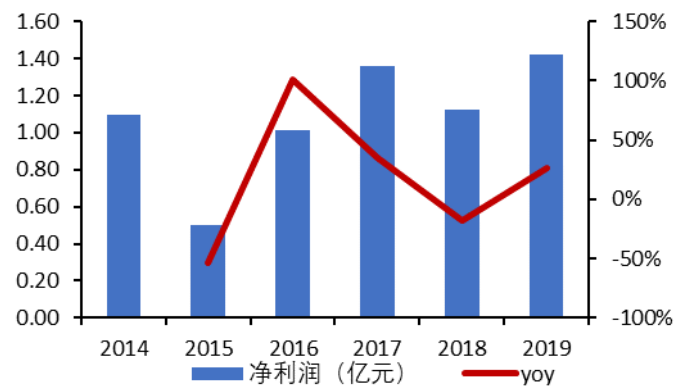
近几年公司分红为 10 股派息 1.5 至 2 元，平均股利支付率 83.27%，其中，2019 年为 62.77%，整体股利支付率较高；而同期天润的股利支付率仅为 10% 多，且现金分红总额明显低于公司。2019 年公司营收规模为天润的 42%，天润的自动化生产线覆盖率已达到 40%，生产与运营效率较高，对应的总资产周转率高于公司。目前公司在加快生产线升级改造，随着自动化信息化改造持续推进，未来公司的生产运营效率存在较大的改善潜力与空间。

图 6：福达股份历年营业收入及增速



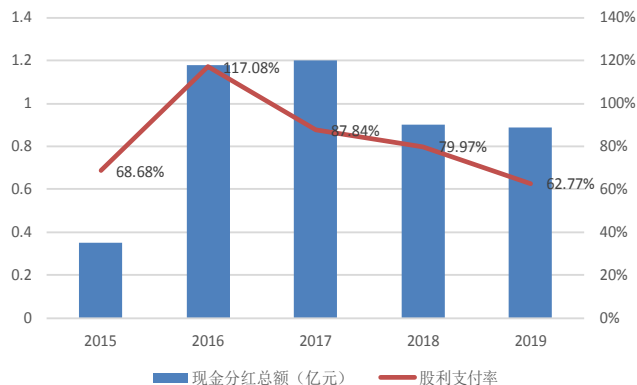
资料来源：公司公告，渤海证券

图 7：福达股份历年净利润及增速



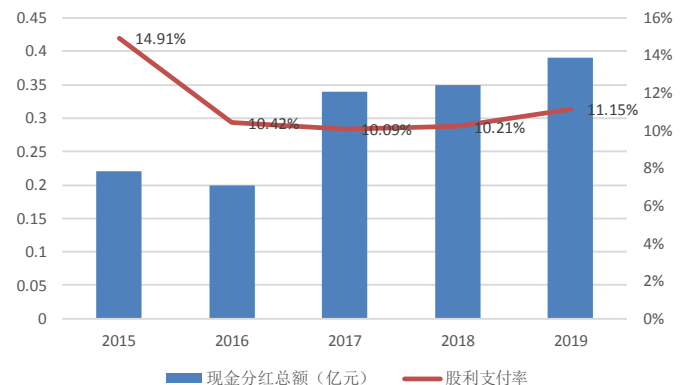
资料来源：公司公告，渤海证券

图 8：公司股利支付率高



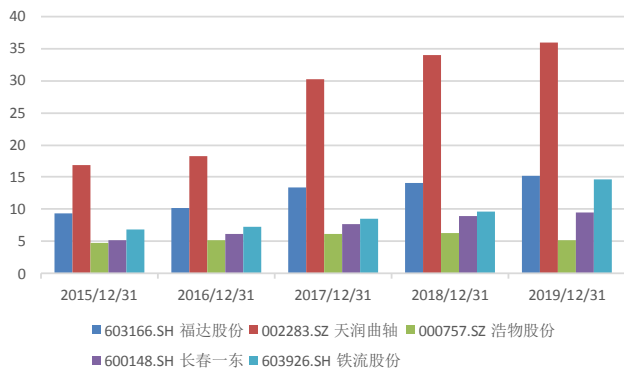
资料来源：公司公告，渤海证券

图 9：天润股利支付率低



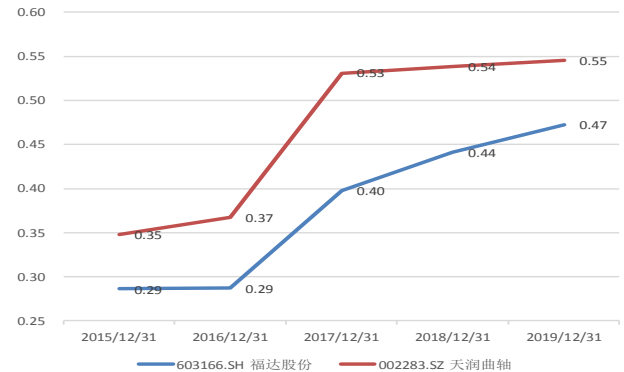
资料来源：公司公告，渤海证券

图 10: 公司营收低于天润但高于其他可比公司 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券 (: 注: 浩物 19 年统计曲轴及其他业务数据)

图 11: 公司总资产周转率低于天润



资料来源: Wind, 渤海证券

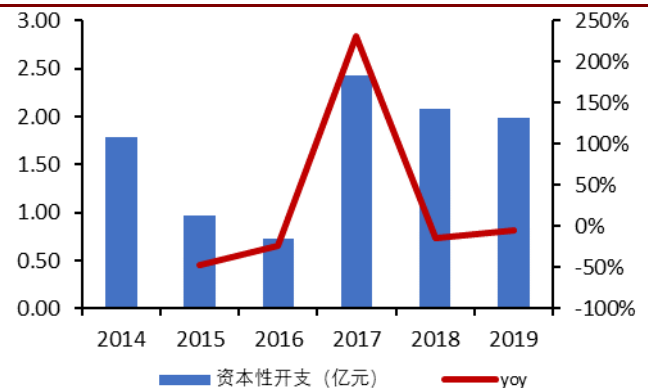
根据 2019 年报, 公司具有 150 万根发动机锻钢曲轴、130 万套汽车离合器、15 万套螺旋锥齿轮、300 万套精密锻件和 1000 万支高强度螺栓的产能。根据在建工程情况, 2017 年公司相对较为集中的开展生产线技术升级改造, 对应资本性开支同比增加 230.88%。其中, 年产 40 万件曲轴自动化生产线技改项目持续时间长, 2019 年完工进度 68.72%, 预计今明年有望完工。

图 12: 公司分产品产能情况 (2019)

主要产品名称	设计产能	报告期内 产能	产能利用 率 (%)
曲轴(万根)	150	87.69	58.46
离合器(万套)	130	56.08	43.14
齿轮(万套)	15	14.73	98.2
精密锻件(万件)	300	166.45	55.48
高强度螺栓(万支)	1000	926.59	92.66

资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 13: 公司资本性开支



资料来源: 公司公告, 渤海证券

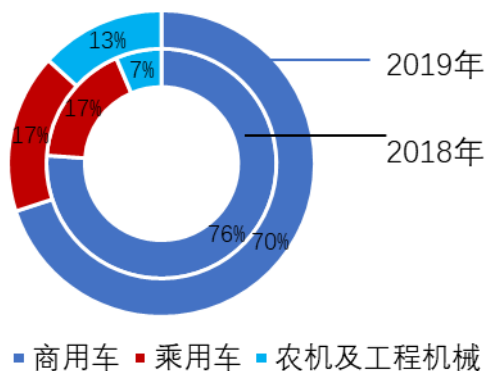
表 1: 公司重要在建工程项目侧重于生产线升级改造

主要项目	预算/万元	2017 年	2018 年	2019 年
年产 40 万件曲轴自动化生产线技术改造项目	28668	34.08%	59.64%	68.72%
公司重型汽车离合器和乘用车离合器升级改造项目	5500	52.49%	97.75%	-
桂林齿轮客车齿轮与乘用车齿轮升级改造项目	7300	50.93%	69.70%	-
福达锻造数字化及智能化锻造技术升级项目	8000	43.26%	90.96%	105.87%
阿尔芬大型曲轴联合厂房	4500	-	67.75%	100%
6K(6T)、6L、A15 曲轴生产线产能提升技术改造投资项目	6292	-	-	92.97%
商用车曲轴生产线产能提升技术	9970	-	-	45.73%

资料来源: 公司公告, 渤海证券

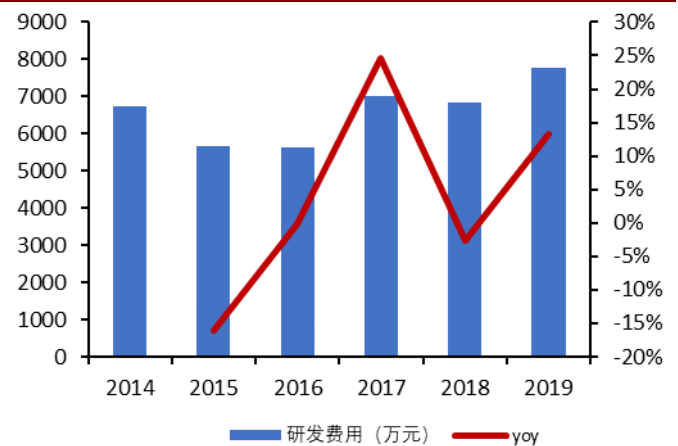
商用车为公司主要配套市场, 正积极开发新市场。由于 2018 年以来汽车产销已连续两年多下滑, 公司积极调整产品配套结构, 开拓船舶与非道路机械配套市场, 其中, 2019 年公司农机及工程机械配套产品比例提升 6.76 个百分点至 13.2%, 商用车/乘用车配套产品比例分别降低 6.17/0.59 个百分点。目前商用车仍是公司主要配套市场, 2019 年配套占比 69.96%, 中重卡等货车市场表现对公司的经营影响仍较大, 中重卡市场近两年的稳健增长帮助公司有效抵御了乘用车市场下滑的风险。2019 年公司研发费用创历年新高 7756.47 万元, 同比增长 13.35%, 解决了 36 项质量、技术难点问题, 在生产效率上有了新的突破, 比如磨削裂纹废品率从 2019 年上半年平均 7.54% 降到年底 0.15%。

图 14: 公司配套领域结构改善



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 15: 公司研发费用



资料来源: 公司公告, 渤海证券

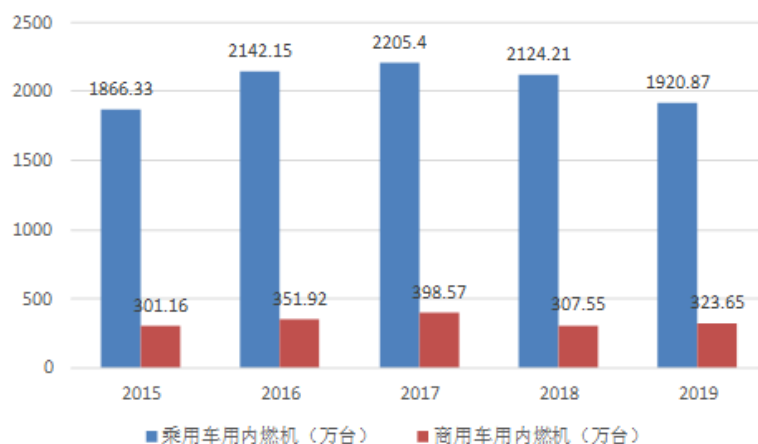
2. 公司内外兼修, 量利齐升可期

2.1 新客户及新订单支撑公司收入增长

公司车用曲轴主要用于汽车内燃机, 存在 1:1 配比关系, 因此, 下游车用内燃机

的销量会直接影响配套曲轴的需求。在过去两年下游汽车产销持续下滑的情况下，公司采取措施积极应对：1）以商用车配套为主，积极开拓客户增加订单；2）研发生产高端曲轴产品，提升产品结构。

图 16：近两年车用内燃机销量下降



资料来源：Wind，渤海证券

客户开发方面，公司设立欧洲福达公司，专门负责技术研发、客户维护与市场开拓，已成为奔驰、宝马、沃尔沃、康明斯、日野、洋马等国际性大企业曲轴及毛坯供应商。国内市场上，公司依靠优良口碑进入上汽通用、中国重汽、福田康明斯等客户供应体系，同时开发了三一、中联等非道路机械客户，进入了非道路机械配套领域。通过持续开发新产品新客户，叠加主要配套领域为商用车（商用车近三年表现稳健，今年以来产量表现明显好于汽车整体，前五个月降幅大幅收窄至 1.38%），公司近两年有效对冲了下游汽车，尤其是乘用车产销持续下滑的影响，2018/2019 年公司营收实现了 5.35%/7.83% 的稳健增长，2020Q1 虽受国内疫情影响营收下滑 19.98%，但仍明显好于同期汽车销量 42.42% 的降幅。

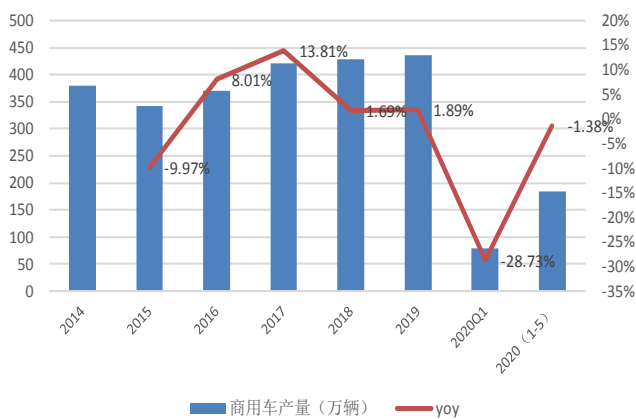
曲轴属于传统发动机的五大核心零部件之一，其性能好坏直接影响发动机的性能，因此，曲轴的生产要求高，属于技术与资金密集型产业，具备行业进入壁垒。下游客户对质量品控要求高，公司积极进行生产线自动化改造升级，意在提升生产效率满足客户需求，同时也可以降低生产成本。未来随着公司持续扩大客户群带来新订单，同时加大高端产品的研发生产，市场份额预计将持续增长，规模效应显现，盈利能力持续改善。

表 2: 公司近三年新客户新项目开发情况

2017 年	2018 年	2019 年
开发新产品 26 项, 新市场 7 个	为现有客户开发新产品 146 项	宝马 B48 曲轴产品正式定点
开发东风雷诺、中国重汽 2 个新客户	开发康明斯国六等 6 项战略性新产品	福田康明斯产品实现批量供货
进入 MTU 和雷诺日产联盟的采购体系	进入上海汽车、三一重卡等 5 个新市场	三一起重机产品实现批量供货
	沃尔沃 VEP4 通过审核正式进入量产阶段	中联重科 3 种产品小批量供货, 洋马 488 曲轴实现量产供货
	戴姆勒奔驰 M282 曲轴毛坯通过审核进入量产	北美康明斯和美驰等多个产品完成报价
	8 系列曲轴生产线通过洋马公司审核进入量产	奔驰和沃尔沃再次开发新产品

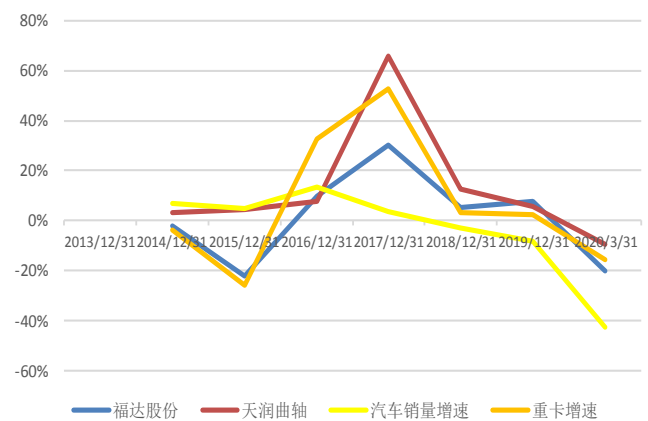
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 17: 商用车产量表现明显好于汽车整体



资料来源: Wind, 渤海证券

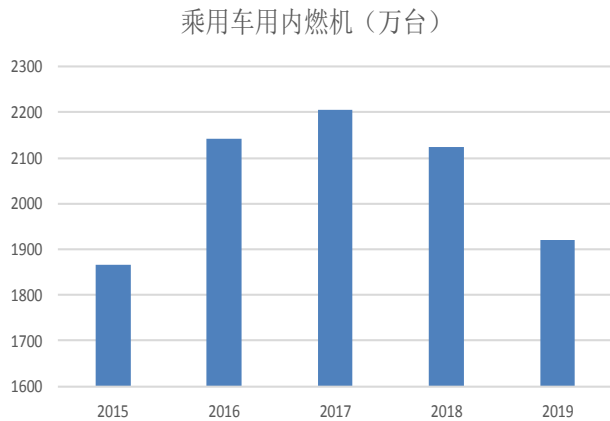
图 18: 公司营收增速表现好于下游汽车销量



资料来源: Wind, 渤海证券

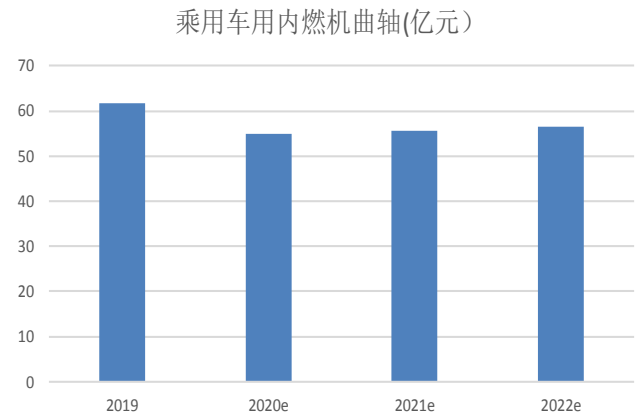
乘用车配套领域: 为了分散下游配套领域, 降低单一领域配套风险, 公司持续开发国内外优质乘用车企客户, 最新 2019 年公司乘用车配套占比达 16.84%。根据对国内外乘用车市场缓慢复苏的判断, 我们测算 2020/2021/2022 年国内乘用车用曲轴市场规模为 55/55.54/56.64 亿元, 全球乘用车用曲轴市场规模为 170.92/160.75/160.73 亿元, 市场空间可观。因此, 随着公司积极开拓国内外乘用车配套领域并已取得成效, 未来在乘用车领域的配套份额有望稳步提升。

图 19: 乘用车用内燃机销量



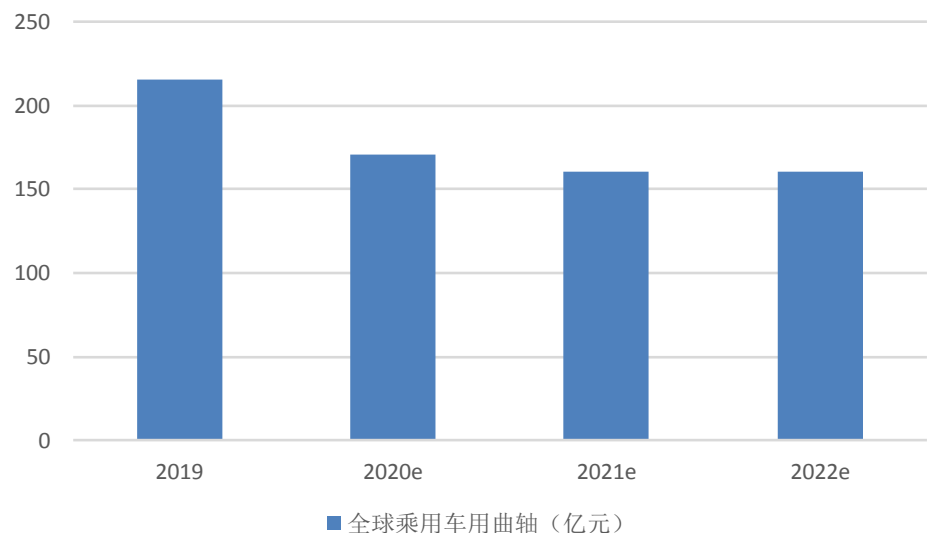
资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 乘用车用内燃机曲轴市场规模测算



资料来源: Wind, 渤海证券

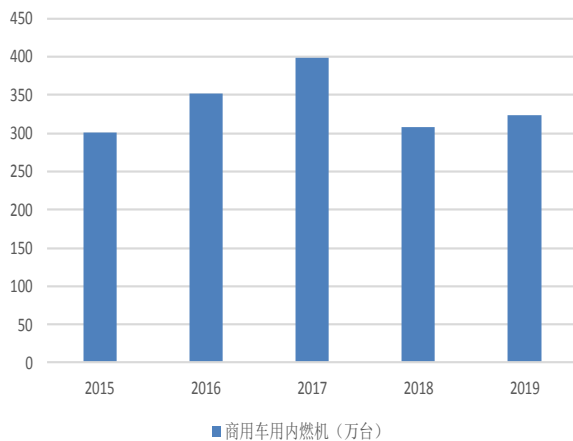
图 21: 全球乘用车用曲轴市场规模测算



资料来源: Wind, 渤海证券

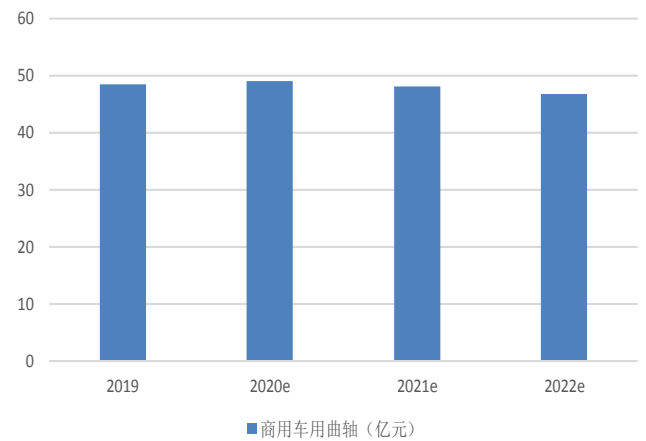
商用车配套领域: 公司商用车配套占比 70%左右, 是公司收入与盈利的主要来源。因此, 商用车市场未来走势对公司的影响较大。我们根据国内外经济环境及政策情况判断未来商用车市场走势相对稳健, 据此, 我们测算 2020/2021/2022 年国内商用车用曲轴市场规模为 49.02/48.05/46.85 亿元, 全球商用车用曲轴市场规模为 329.28/332.51/334.12 亿元。按照收入占比 70%来测算, 公司 2019 年商用车曲轴配套收入仅为 5.6 亿元, 随着公司积极开发新客户新项目, 未来增长潜力仍然较大。

图 22: 商用车用内燃机销量



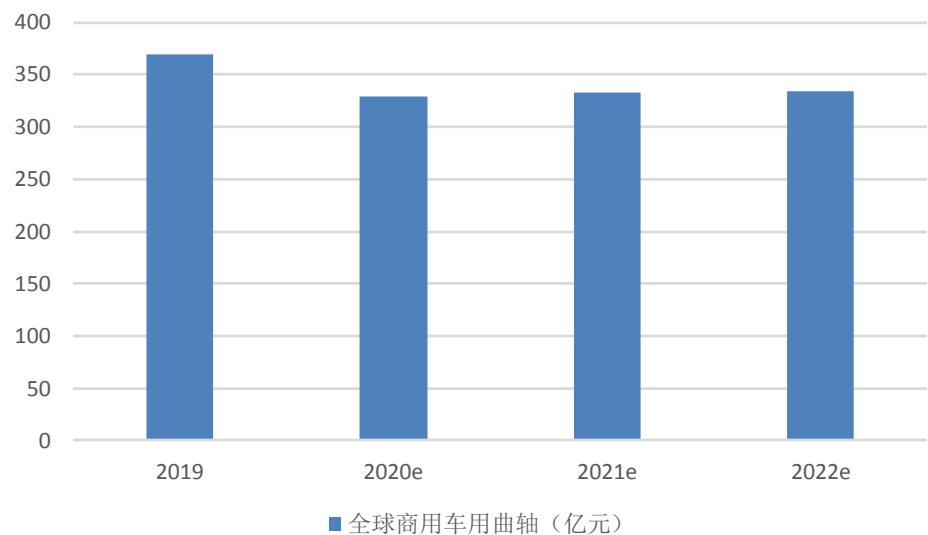
资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 国内商用车用曲轴市场规模预测



资料来源: Wind, 渤海证券

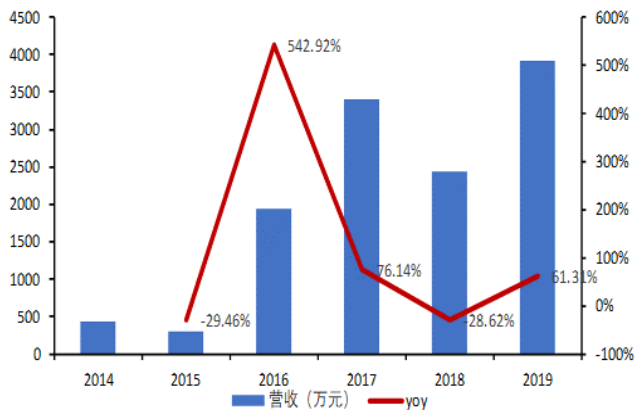
图 24: 全球商用车用曲轴市场规模测算



资料来源: Wind, 渤海证券

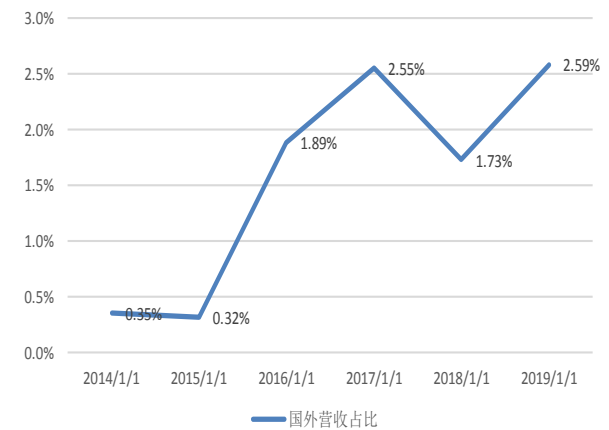
开拓国外市场效果初现: 近几年公司积极开拓国外市场, 以进一步拓展成长空间, 取得了不错的成果, 2014-19 年国外收入年复合增速高达 55.86%, 明显高于整体营收增速。其中, 2019 年国外收入 3921.47 万元, 同比增长 61.31%, 占比提升至 2.59%。随着公司加大对洋马、康明斯、美驰、宝马、奔驰等国际客户的开发, 相应项目订单陆续量产, 未来国外市场预计将成为公司的中长期增长点。

图 25: 公司海外业务发展迅速



资料来源: Wind, 渤海证券

图 26: 公司海外业务占比提升

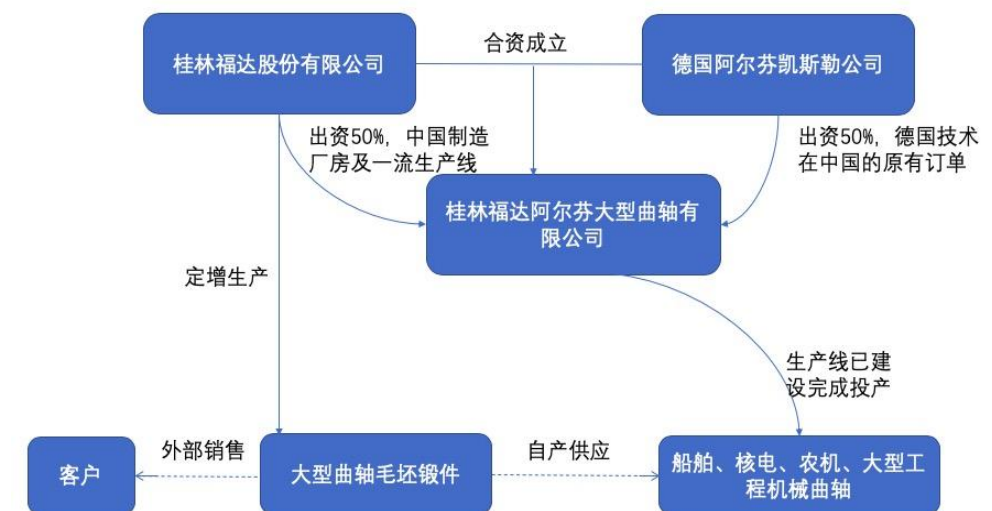


资料来源: Wind, 渤海证券

2.2 进军大型曲轴领域，未来享受量利齐升

公司联手德国大型曲轴龙头阿尔芬投资 4800 万欧元，设立桂林福达阿尔芬大型曲轴有限公司，主营产品为大型曲轴（1.6-8 米曲轴），德国阿尔芬负责技术及海外客户支持，而公司负责生产运营及管理支持，未来双方将各自的大型曲轴业务转移至合资公司。目前阿尔芬大型曲轴联合厂房已建成，合资公司已于 2019 年正式投产，德国阿尔芬将中国原有客户（如中船重工、中船集团、中车集团等）的业务转入的相关工作已在按计划全面推进。项目开发方面，2019 年合资公司已完成 ISO9001 和船级社认证工作，顺利完成德国 MTU 的首批样件交付，完成芬兰瓦锡兰产品的开发工作。

图 27: 福达阿尔芬结构



资料来源: 公司公告, 渤海证券

下游市场分析

请务必阅读正文之后的免责声明

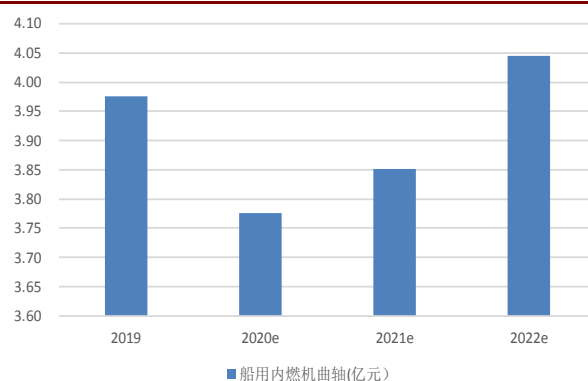
船舶领域：从手持船舶订单量数据来看，近几年我国船舶行业景气度较低，对应船用内燃机销量表现一般，2019/2020 前 4 月销量增长 4.74%/-9.28%。我国是造船大国，存在可观的国内市场，海上丝绸之路对船舶需求增加，同时海外市场受益于“走出去”战略逐步打开，因此，未来国内船舶市场发展前景向好。根据全球经济环境及贸易摩擦情况，我们估算 2020-2022 年国内船用内燃机曲轴市场规模 3.78/3.85/4.04 亿元。根据 Global Market Insights，全球船用发动机市场在 2024 年将达到 130 亿美元的市场规模，对应船用曲轴市场规模也较为可观。因此，中长期来看，国内船用内燃机用曲轴市场依靠性价比，发展前景仍然值得期待。

图 28：船用内燃机销量



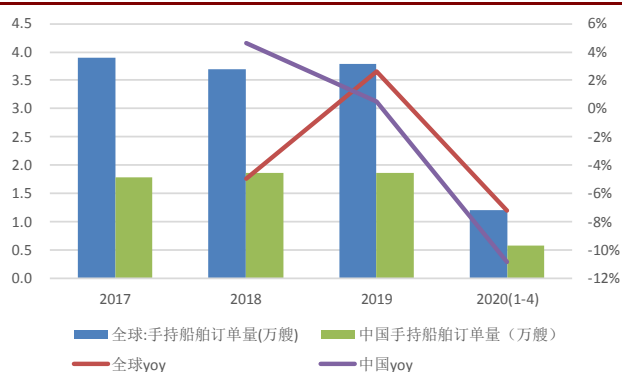
资料来源：Wind，渤海证券

图 29：船用内燃机曲轴市场规模预测



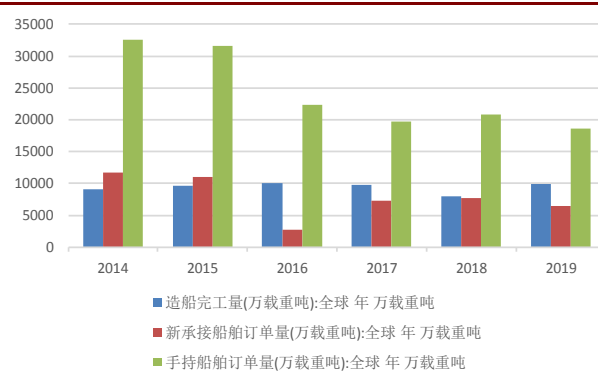
资料来源：Wind，渤海证券

图 30：全球及中国手持船舶订单量



资料来源：Wind，渤海证券

图 31：全球船舶完工量及订单情况

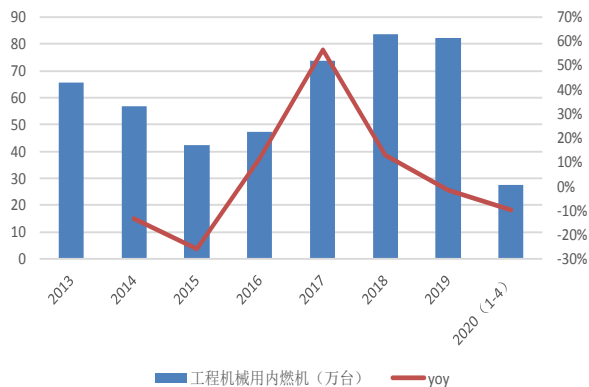


资料来源：Wind，渤海证券

工程机械领域：2016-2018 年工程机械用内燃机销量连续较快增长，2019 年小幅下滑，今年以来受到疫情影响，前四个月同比下降 9.83%，降幅明显收窄，随着国内加码基建稳增长，房地产投资韧性较强，我们预计以挖机为代表的工程机械行业景气度有望至少延续至三季度，全年有望实现较快增长，考虑到新老基建共同发力，预计未来工程机械行业出现断崖式下滑的可能性较小。据此我们测

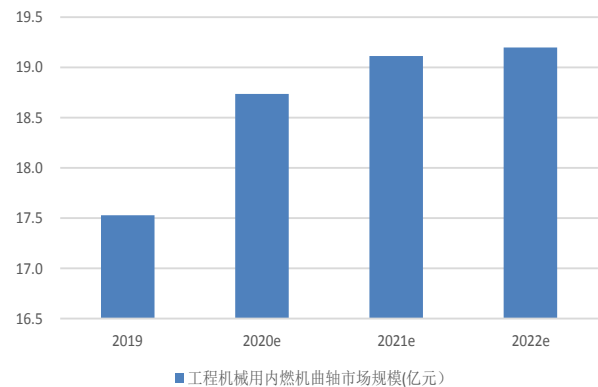
算 2020-2022 年工程机械用内燃机曲轴市场规模为 18.74/19.11/19.20 亿元。

图 32: 工程机械用内燃机销量



资料来源: Wind, 渤海证券

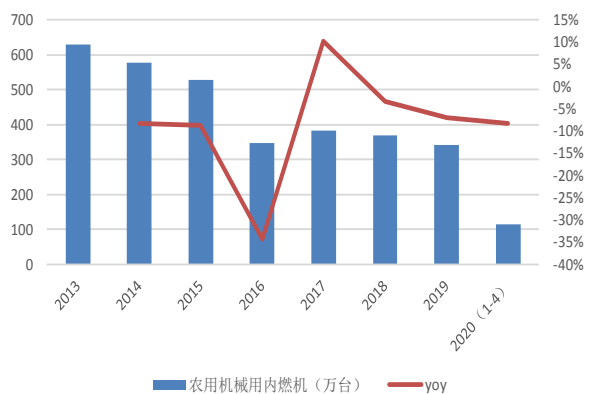
图 33: 工程机械用内燃机曲轴市场规模预测



资料来源: Wind, 渤海证券

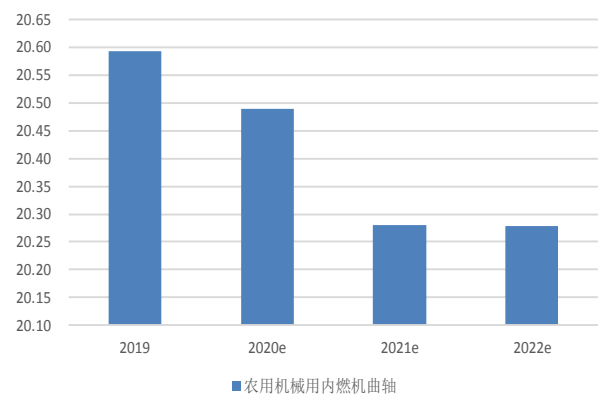
农机领域: 我国农机用内燃机市场景气度较低迷, 连续两年下滑, 今年前四月销量受疫情影响下滑 8%, 其中, 4 月销量恢复至快速增长。考虑到今年经济稳增长诉求高, 我们认为农业整体受疫情的影响较小, 未来农业规模化种植将带动农机的需求保持稳定。据此, 我们测算 2020-22 年农机用曲轴市场规模为 20.49/20.28/20.28 亿元。

图 34: 农用机械用内燃机销量



资料来源: Wind, 渤海证券

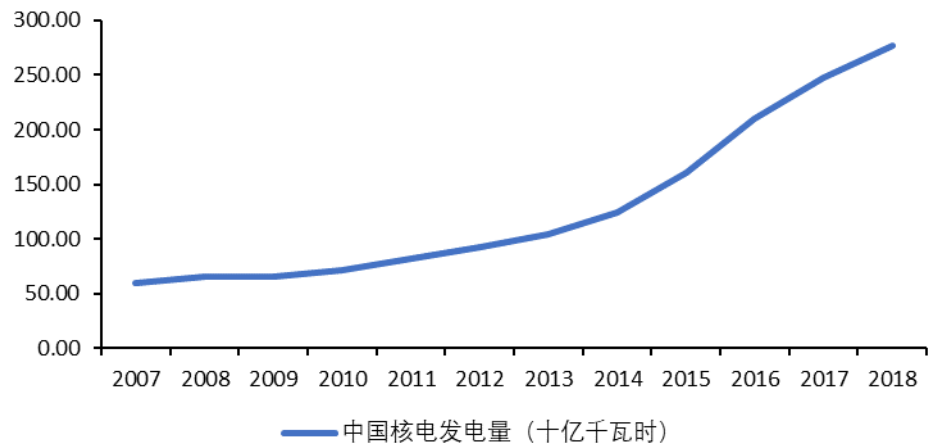
图 35: 农用机械用内燃机曲轴市场规模预测



资料来源: Wind, 渤海证券

核电备用发电机组领域: 核电顺应清洁能源趋势, 为国家重点发展项目, 2013-18 年我国核电发电量年复合增速 21.47%。国内核电体系较为完善, 但核电站比远低于发达国家的 10%, 发展空间大; 海外阿根廷、英国等 20 多个国家与我国达成核电合作, 海外市场处于上升阶段。考虑到“能源安全”及清洁能源战略, 核电未来发展前景广阔, 相应的核电备用柴油发电机组曲轴市场规模预计将稳健增长。

图 36: 中国核电发电量快速上升

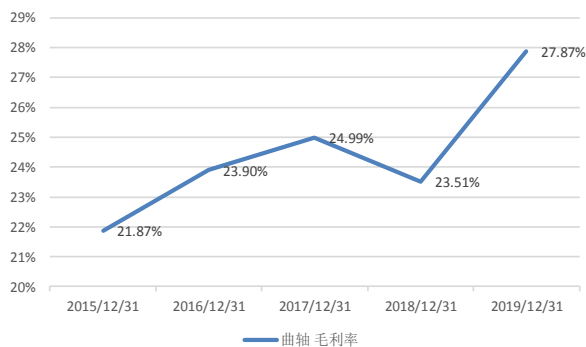


资料来源: Wind, 渤海证券

总体来看,大型曲轴下游的应用领域多,整体市场空间较为可观,同时大型曲轴单价高,相应的利润率也高,比如 2019 年农机及工程机械用曲轴配套占比明显上升,对应公司的曲轴毛利率相比 2018 年上升超 4 个百分点。因此,公司积极开发大型曲轴配套市场,有助于未来提升公司的成长空间与利润率。

整体来看,公司曲轴配套领域广泛,同时正积极开发乘商用车以及工程机械、农机、船舶、核电备用发电机组等各应用市场。随着下游应用市场开发顺利,我们判断,公司未来的成长空间与经营弹性预计将高于天润等国内竞争对手。

图 37: 公司曲轴毛利率走势向上



资料来源: Wind, 渤海证券

图 38: 公司中重型曲轴毛利率相对较高

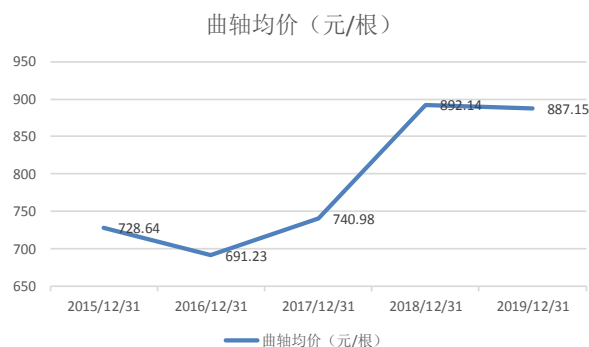
项目	2014 年 1-6 月		2013 年		2012 年		2011 年
	毛利率	变动百分点	毛利率	变动百分点	毛利率	变动百分点	毛利率
重型	34.59%	-4.44	39.03%	9.14	29.89%	4.07	25.82%
中型	29.71%	3.84	25.87%	-3.59	29.46%	1.47	27.99%
轻型	20.63%	-13.33	33.96%	10.24	23.72%	5.42	18.30%
乘用车	24.62%	-11.06	35.68%	1.65	34.03%	6.52	27.51%

资料来源: 公司招股书, 渤海证券

目前合资公司福达阿尔芬大型曲轴主要用于船用发动机,单价过万,远超 2019 年公司曲轴均价 887 元/根。公司今年 3 月公告拟定增募资投资大型曲轴精密锻造项目,达产后将形成年产 11900 根大中型曲轴锻件的生产能力,大幅提升公司对船舶、核电以及工程机械等领域所需大型曲轴锻件的配套能力,缓解合资公司福达阿尔芬大型曲轴锻件供应不足的瓶颈,预计达产后实现年营业收入 7.74 亿元,利润总额 1.35 亿元。随着船用等曲轴产品通过客户陆续验证后配套上量,大型曲轴业务有望成为公司中长期新的增长点,从而推动公司实现产品结构稳步

改善，产品均价不断提升，盈利能力持续显著增强。

图 39：公司曲轴均价走势向上



资料来源：Wind，渤海证券

图 40：公司拟定增项目

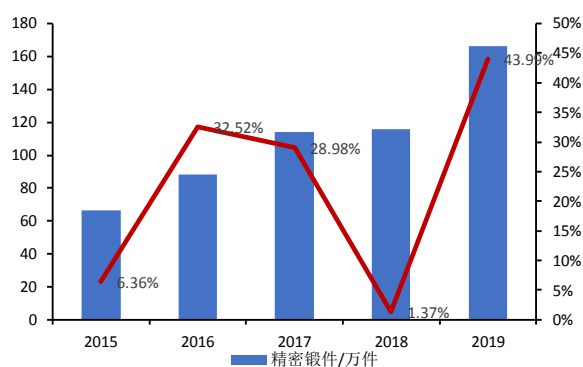
项目名称	总投资额	拟投入募集资金金额
大型曲轴精密锻造生产线项目	91524.00	76000.00
补充流动资金	25000.00	25000.00
合计	116524.00	101000.00

资料来源：公司公告，渤海证券

2.3 布局精密锻件业务，助力降本增效

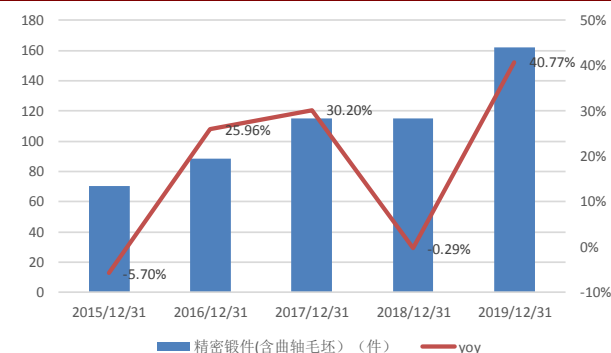
全资子公司福达锻造主营曲轴毛坯锻件、汽车零部件毛坯锻件及工程机械毛坯锻件，具备年产 300 万件精密锻件的生产能力，成为中国目前规模较大、工艺装备水平先进的全自动化精密锻件生产企业，进入了沃尔沃、奔驰、日野等国内外知名汽车及发动机厂家的配套体系。福达锻造内外并重，有效延伸了公司产品产业链，提升了公司的技术与装备水平，于内有助于降本增效，于外有助于开拓优质客户。2015-19 年公司精密锻件产量从 66.71 万件增至 166.45 万件，年复合增速达 25.68%，对应销量年复合增速达 23.17%，内外销整体快速增长，其中，2019 年精密锻件业务快速增长，产销增速高达 43.99%/40.77%。

图 41：公司精密锻件产量



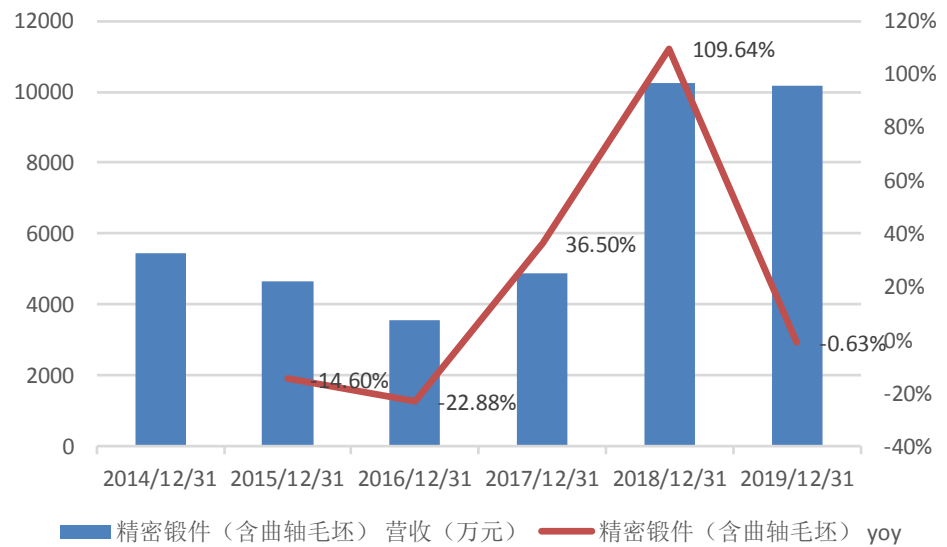
资料来源：公司公告，渤海证券

图 42：公司精密锻件销量



资料来源：公司公告，渤海证券（含内销）

图 43: 公司精密锻件（含曲轴毛坯）营收走势

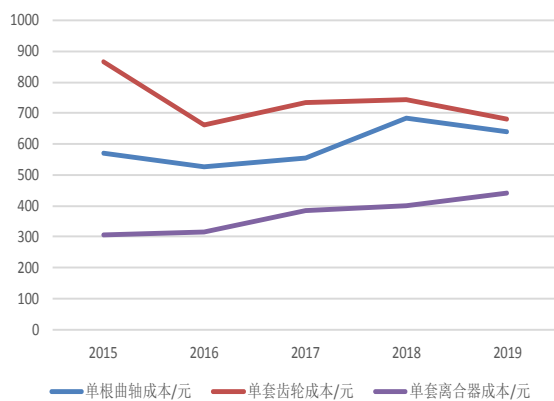


资料来源：公司公告，渤海证券

内销方面：历史数据显示，公司精密锻件（含曲轴毛坯）销量与营收增长走势不一致，我们判断主要是与内销比例有关（内销情况下，在成品端确认收入与成本）。当年度内供比例高时，对应收入增速明显低于销量增速；而当年度外销比例明显上行时，对应收入增速与销量增速相当或者收入高于销量增速。据此，我们发现 2016/2019 年公司精密锻件内销比例占大头，其中，2015 年受中重卡低迷影响，对应公司销量与收入表现均较差。所以在公司精密锻件销量放量的 2016-2019 年期间相应的解释力更强：2016/2019 年公司精密锻件内销占比高，则对应公司的主业曲轴单位成本下降，公司综合毛利率有较为明显的提升，尤其是 2019 年车市明显低迷的情况下公司降本效果明显，利润率改善。相反，2017/2018 年公司精密锻件外销明显上行，则对应主业曲轴的单位成本上行，而公司综合毛利率下行。

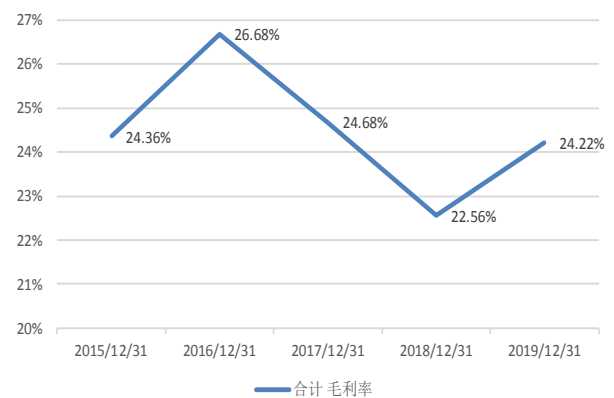
综上分析，我们判断，当公司上移产业链进入精密锻件领域并实现充分的内供时，对应降本增效的效果较为明显。因此，随着公司现有精密锻件产能利用率持续上行，同时锻造数字化及智能化锻造技术升级项目完工、拟定增投建大型曲轴毛坯锻件项目，未来公司精密锻件配套能力将持续明显提升，从而进一步助力公司实现客户开发与降本增效的双重目标，对应公司未来的盈利能力有望稳步提升。

图 44: 2019 年公司主业曲轴/齿轮单位成本降低



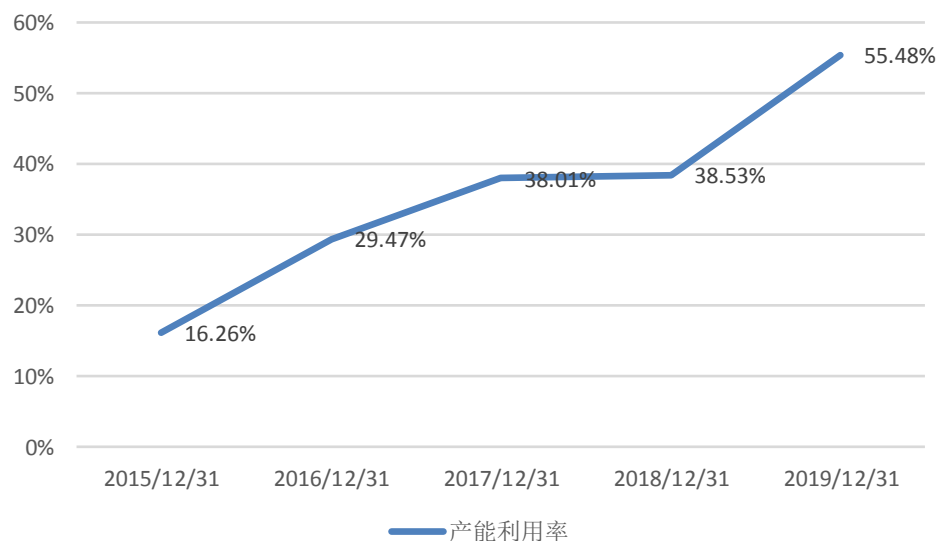
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 45: 公司综合毛利率走势



资料来源: 公司公告, 渤海证券

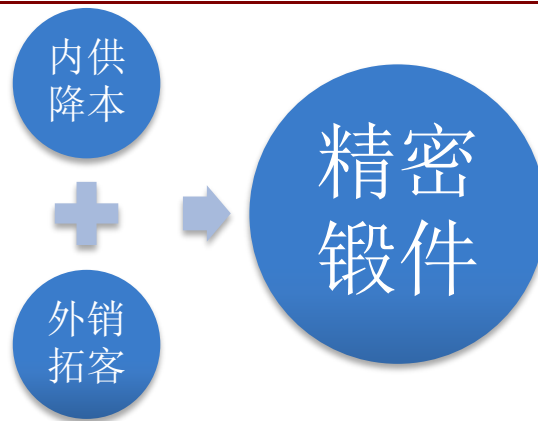
图 46: 公司精密锻件产能利用率持续提升



资料来源: 公司公告, 渤海证券

外销方面: 公司精密锻件产品在实现对桂林曲轴及桂林齿轮公司内销的同时, 也在积极配套外部客户, 目前包括奔驰、沃尔沃、宝马、东风本田、上汽通用等国际性大企业均成为公司曲轴毛坯客户。为满足高端客户对产品的高工艺要求, 公司加大对曲轴生产线技术改造项目投入。2020 年沃尔沃和奔驰曲轴毛坯产量将逐步增加, 对外部客户销售占比将会加大, 公司仍将会持续开拓新的高端客户和产品, 同时伴随着宝马公司等高端客户曲轴产品的加工业务拓展, 锻造产能将会进一步得到释放。未来公司精密锻件预计将配合曲轴/离合器/齿轮等产品持续拓展中高端客户配套市场 (包括大型曲轴市场以及海外市场), 从而进一步打开公司成长空间, 实现中长期客户与产品结构共同改善, 以及盈利能力的稳步提升。

图 47: 公司精密锻件业务内外兼顾



资料来源: 公司公告, 渤海证券

3.盈利预测与估值讨论

假设条件:

- 1.公司曲轴业务依靠产品与客户开发保持稳健较快增长;
- 2.离合器/齿轮/螺栓业务保持稳定增长;
- 3.依靠产品结构改善及内部降本增效, 公司毛利率稳步提升;
- 4.钢材价格无大幅波动, 公司期间费用控制得当。

表 3: 公司分业务预测

		2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
曲轴	营收 (万元)	82393.24	75368.51	80141.55	82561.82	91726.19	104788.00
	yoy	31.31%	-8.53%	6.33%	3.02%	11.10%	14.24%
	营业成本	61804.05	57647.15	57807.46	59444.514	65584.22397	74399.477
	毛利率	24.99%	23.51%	27.87%	28.00%	28.50%	29.00%
离合器	营收 (万元)	28623.43	31168.40	33304.94	33974.37	36029.82	38573.52
	yoy	3.01%	8.89%	6.85%	2.01%	6.05%	7.06%
	营业成本	19751.43	21121.35	24076.39	24461.546	25833.37996	27580.07
	毛利率	31.00%	32.23%	27.71%	28.00%	28.30%	28.50%
齿轮	营收 (万元)	12057.80	12077.81	12325.65	12758.90	13592.05	15026.01
	yoy	80.34%	0.17%	2.05%	3.51%	6.53%	10.55%
	营业成本	10564.11	10875.73	9770.28	10079.53	10696.95	11780.40
	毛利率	12.39%	9.95%	20.73%	21.00%	21.30%	21.60%
精密锻件	营收 (万元)	4884.90	10240.90	10176.86	11306.49	13703.47	17300.63
	yoy	36.50%	109.64%	-0.63%	11.10%	21.20%	26.25%
	营业成本	3849.04	9296.59	9443.68	10175.84	12059.05	15051.55

	毛利率	21.21%	9.22%	7.20%	10.00%	12.00%	13.00%
螺栓	营收（万元）	2542.66	5639.23	5951.91	6070.95	6374.50	7011.95
	yoy	0.00%	121.78%	5.54%	2.00%	5.00%	10.00%
	营业成本	1903.82	4351.15	4497.14	4583.57	4793.62	5258.96
	毛利率	25.13%	22.84%	24.44%	24.50%	24.80%	25.00%
其他业务	营收（万元）	2850.99	5986.13	9576.52	10055.34	11060.88	12166.97
	yoy	76.38%	109.97%	59.98%	5%	10%	10%
	营业成本	2570.68	5494.70	9197.06	9552.58	10507.84	11558.62
	毛利率	9.83%	8.21%	3.96%	5%	5%	5%
合计	营收（万元）	133353.03	140480.98	151477.43	156727.88	172486.91	194867.08
	yoy	30.21%	5.35%	7.83%	3.47%	10.06%	12.97%
	营业成本	100443.12	108786.67	114792.01	118297.58	129475.06	145629.07
	毛利率	24.68%	22.56%	24.22%	24.52%	24.94%	25.27%

资料来源：公司公告，渤海证券

综合分析，我们预计公司 2020-22 年实现营业收入 15.67/17.25/19.49 亿元，同比增长 3.47%/10.06%/12.97%，实现归母净利润 1.56/1.75/2.07 亿元，同比增长 9.88%/11.96%/18.32%，EPS 为 0.26/0.29/0.35 元/股，对应 2020-22 年 PE 为 24/22/18 倍，考虑到积极开发中高端市场并布局大型曲轴领域，未来成长与盈利空间打开，参考 A 股可比公司可适当给予估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：A 股可比公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS			PE			PB	
		2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	LF	2020E	2021E
002283.SZ	天润工业	0.35	0.39	14.51	12.86	11.56	1.09	1.03	0.95
603926.SH	铁流股份			15.30			1.59		
300258.SZ	精锻科技	0.50	0.64	33.85	23.05	18.24	2.34	2.15	1.89
603809.SH	豪能股份	0.73	0.93	20.87	16.97	13.20	1.64	1.51	1.40
	平均值			21.13	17.63	14.33	1.66	1.56	1.41
603166.SH	福达股份	0.26	0.29	30.35	24.37	21.77	1.81	1.71	1.65

资料来源：Wind 一致性预测（截止 2020 年 6 月 16 日收盘），渤海证券

风险提示：汽车产销低迷超预期；客户及大型曲轴市场开拓低于预期；钢材价格涨幅超预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
所长&金融行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

 徐中华
 +86 10 6810 4898
 张源
 +86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 陈兰芳
 +86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 滕飞
 +86 10 6810 4686

电子行业研究

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 邓果一
 +86 22 2383 9154

医药行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 甘英健
 +86 22 2383 9063
 陈晨
 +86 22 2383 9062
 张山峰
 +86 22 2383 9136

非银金融行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845
 王磊
 +86 22 2845 1802

通信行业研究

 徐勇
 +86 10 6810 4602

传媒行业研究

 姚磊
 +86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

 杨旭
 +86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

 刘瑞
 +86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

固定收益研究

 朱林宁
 +86 22 2387 3123
 马丽娜
 +86 22 2386 9129
 张婧怡
 +86 22 2383 9130

金融工程研究

 宋旻
 +86 22 2845 1131
 张世良
 +86 22 2383 9061
 陈菊
 +86 22 2383 9135

金融工程研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 郝惊
 +86 22 2386 1600

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 严佩佩
 +86 22 2383 9070

博士后工作站

 张佳佳 资产配置
 +86 22 2383 9072
 张一帆 公用事业、信用评级
 +86 22 2383 9073

博士后工作站

 苏菲 绿色债券
 +86 22 2383 9026
 刘精山 货币政策与债券市场
 +86 22 2386 1439

综合管理

 齐艳莉 (部门经理)
 +86 22 2845 1625
 李思琦
 +86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995
 王文君
 +86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

 任宪功
 +86 10 6810 4615

风控专员

 张敬华
 +86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn