

公司研究/首次覆盖

2020年06月07日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 12.02
合理价格区间(元): 15.68~16.80

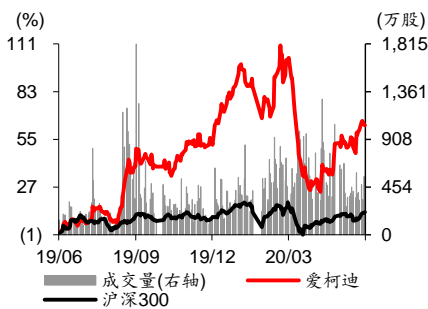
王涛 执业证书编号: S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

邢重阳 021-38476205
联系人 xingchongyang@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

中小铝压铸件龙头，发力新能源产品 爱柯迪(600933)

汽车中小铝压铸件全球龙头

爱柯迪是全球汽车铝压铸中小件领先企业，将受益于碳排放政策趋严和延长新能源汽车续航里程而带来的单车用铝量提升。我们认为公司未来增长来源于国产替代、募投产能释放带来的原有产品市占率提升和新能源产品放量。其次，2019年折旧摊销达到新高，我们认为高峰已过，产能利用率提高、资本开支降低，有助于毛利率回升。预计公司20-22年EPS为0.56、0.68、0.81元，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价15.68-16.80元。

轻量化受益于节能减排趋势和新能源汽车发展

汽车轻量化材料以铝合金为主，铝合金兼具轻量化、高性能和低成本特点。根据公司招股说明书，汽油车和柴油车减重10%分别可以减少3.3%和3.9%的油耗，而新能源汽车减重10%、15%可以提升效能6.3%、9.5%。根据我们的预测，2022年全球车用铝合金市场预计为7703亿元（较2020年增长32%），我国新能源汽车车用铝合金市场预计达308亿元（较2020年增长79%）。

柔性化生产，为全球优质跨国零部件企业供货

公司主要产品包括雨刮系统的连杆支架、驱动臂、电机壳体，转向系统的电机壳体、转向支架、支架管柱，发动机系统的滤清器壳体、油冷器壳体等。产品以中小部件为主，具有多品种、小批量、多批次的特点，所以产品附加值大于大部件。公司产品利润率在行业处于较高水平，主要原因是单一产品规模较大，具备完整的产业链布局、精益化生产和较强的成本控制能力。公司下游客户皆为优质跨国零部件龙头，主要有法雷奥、博世、麦格纳、格特拉克、电产、耐世特，对产品质量要求较高但价格敏感度低。

布局新能源汽车铝合金压铸件和电池箱体

公司布局新能源产品主要跟随客户脚步。客户处于新产品开发的快速增长期，根据2019年报，公司凭借优异的研发和产品供货能力参与联合开发，目前已获得客户新能源汽车相关项目。其次，布局新能源汽车电池轻量化，宁德时代Pack使用7系铝合金用于电池包下箱体，公司成立子公司爱柯迪一捷新能源专业研究和生产铝合金Pack包箱体。根据2019年报，公司预计募投项目将在2020年全部完成，将提高公司产品供应能力。

汽车中小铝压铸件领先企业，首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司20-22年实现收入27/32/36亿元（同比+2.4/17.4/15.5%），归母净利润分别为4.8/5.8/6.9亿元（同比+8.6/21.9/19.2%），对应EPS分别为0.56、0.68、0.81元，对应PE为22、18、15倍。可比公司2020年PE估值Wind一致预期均值为33倍，鉴于传统业务的市占率提升和新能源业务需要爬坡期，综合考虑，给予2020年28-30倍PE估值，对应目标价15.68-16.80元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汽车行业周期性波动风险；市场竞争加剧的风险；出口业务风险；原材料价格波动风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	857.38
流通A股(百万股)	269.76
52周内股价区间(元)	7.53-15.82
总市值(百万元)	10,306
总资产(百万元)	5,470
每股净资产(元)	4.87

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,507	2,627	2,690	3,157	3,646
+/-%	15.31	4.75	2.40	17.39	15.47
归属母公司净利润(百万元)	468.19	439.42	477.36	581.73	693.30
+/-%	0.57	(6.14)	8.63	21.86	19.18
EPS(元, 最新摊薄)	0.55	0.51	0.56	0.68	0.81
PE(倍)	22.07	23.51	21.64	17.76	14.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资概要	4
主要推荐逻辑	4
与市场不同的观点	4
盈利预测和投资建议	4
催化剂和主要风险	4
汽车铝合金精密压铸件专业供应商	5
轻量化受益于节能减排趋势和新能源汽车发展	7
碳排放全球趋严，汽车轻量化大势所趋	7
汽车轻量化以铝合金为主，全球市场 2022 年有望达 7703 亿元	8
柔性化生产，优质模具厂增厚毛利率	11
质量控制好，客户为全球优质跨国零部件企业	11
研发能力强，生产工艺及技术创新达国际水平	12
多品种、小批量、多批次生产模式决定较高的毛利率	13
未来增长来自于新客户、新产品、新能源市场	15
布局新能源汽车铝合金压铸件	15
布局电池箱体轻量化，募投保证产能供给	16
盈利预测	18
风险提示	20
PE/PB - Bands	20

图表目录

图表 1：爱柯迪主要产品为汽车铝合金精密压铸件	5
图表 2：爱柯迪：中小型汽车铝合金精密压铸件领先企业	5
图表 3：2015-2019 年营业收入复合增速为 15.7%	6
图表 4：2015-2019 年归母净利润复合增速为 6.1%	6
图表 5：实控人张建成直接和间接控制公司 52.7% 股权	6
图表 6：2025 年我国乘用车平均油耗降至 4.0L/100km	7
图表 7：2020 年我国乘用车平均油耗降至 5.0L/km	7
图表 8：新能源汽车轻量化节能效果更显著	7
图表 9：欧洲各国相继出台节能减排政策	8
图表 10：奥迪 e-tron 示意图	8
图表 11：BWM i3 示意图	8
图表 12：2018 年我国汽车轻量化产品中铝合金占比 76.60%	9
图表 13：车用铝合金市场空间测算	9
图表 14：新能源车车用铝合金市场空间测算	10
图表 15：我国铝压铸行业集中度较低，前五名企业市占率 13%	10

图表 16: 全球汽车用铝合金市场集中度较高, 前四强企业市占率达 26%	10
图表 17: 公司质量控制好, 多年来获得客户一致好评	11
图表 18: 2019 年前五大客户营收占比降至 46.9%.....	11
图表 19: 公司研发费用及占营收的比例持续增长.....	12
图表 20: MEB 平台车型具有较大内部空间	12
图表 21: 公司具备与客户联合开发实力	13
图表 22: 智慧工厂有助于提升设备利用率.....	13
图表 23: 2016 年公司汽车类产品质量和价格分布	14
图表 24: 同行业公司毛利率对比	14
图表 25: 大众集团新能源汽车研发规划	15
图表 26: 大众集团新能源 2025 年将达到 300 万辆, 占比超过 20%	15
图表 27: 大众集团 MEB 平台示意图	15
图表 28: MEB 平台车型具有较大内部空间	15
图表 29: 客户在中国成立子公司, 布局新能源汽车领域.....	16
图表 30: 电控产品.....	16
图表 31: 电驱动产品	16
图表 32: 拟投资 5 亿元建设柳州工厂	16
图表 33: 公司 2019 年新成立两家子公司, 扩张品类	17
图表 34: 公司在建项目规划	17
图表 35: 爱柯迪各业务拆分及预测	18
图表 36: 爱柯迪毛利率预测	18
图表 37: 爱柯迪费用率预测	19
图表 38: 汽车铝合金行业比较 (2020/06/05)	20
图表 39: 爱柯迪历史 PE-Bands	20
图表 40: 爱柯迪历史 PB-Bands	20

投资概要

主要推荐逻辑

我们认为公司作为全球汽车铝压铸中小件领先企业，将受益于排放政策趋严和延长新能源汽车续航里程而带来的单车用铝量提升。我们认为公司未来增长来源于国产替代、募投产能释放带来的原有产品市占率提升和新能源产品放量。其次，2019 年折旧摊销达到新高，高峰已过，2020-2022 年随着产能利用率的提高、资本开支逐步降低，毛利率将企稳回升。

与市场不同的观点

市场认为爱柯迪目前的业务主要还是供应传统车型，未看到新的确定增长点。新能源业务还没有确定性供货，订单量和出货量具有不确定性。公司毛利率太高，上市后会面临毛利率持续下降的压力。我们认为：

1. 精细化管理，铝压铸中小件全球龙头

公司生产模式是多品种、小批量、多批次，凭借精细化管理和柔性生产，拥有较高的毛利率。公司在模具领域拥有较强实力，与客户同步研发，具备选择客户和高毛利率项目的能力。其次，资本开支高峰已过，随着募投项目产能利用率提升、折旧摊销下降，毛利率有望企稳回升。

2. 发展战略清晰，积极布局新能源汽车相关产品

公司专注于汽车轻量化铝合金压铸件，积极布局新能源汽车产品，2018 年变更部分募集资金至新能源项目，2019 年成立子公司爱柯迪一捷生产电池 Pack 包箱体，主要是看好新能源汽车未来的发展。新能源项目今年即将投入使用，具备承接较大订单的能力。

3. 轻量化大势所趋，行业集中度有望持续提升

目前国内铝压铸市场竞争激烈，大部分企业规模小，集中度较低。根据中国产业信息网报告，2018 年中国车用铝合金压铸件前五名市场份额总和为 13%，行业集中度较低；2018 年全球车用铝合金前四家企业市场份额总和达 26%，集中度比国内高。参考国外压铸行业格局，我国压铸行业集中度有望进一步提升，龙头企业仍有较大增长空间。

盈利预测和投资建议

我们预计公司 20-22 年实现收入 27/32/36 亿元（同比+2.4/17.4/15.5%），归母净利润分别为 4.8/5.8/6.9 亿元（同比+8.6/21.9/19.2%），对应 EPS 分别 0.56、0.68、0.81 元，对应 PE 为 22、18、15 倍。可比公司 2020 年 PE 估值 Wind 一致预期均值为 33 倍，鉴于传统业务的市占率提升和新能源业务需要爬坡期，综合考虑，给予 2020 年 28-30 倍 PE 估值，对应目标价 15.68-16.80 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

催化剂和主要风险

催化剂：国产零部件加速替代，公司细分领域产品市占率提升；新能源产品接到大订单；新能源电池 Pack 包箱体接到大订单。

主要风险：汽车行业周期性波动风险；市场竞争加剧的风险；出口业务风险；原材料价格波动风险。

汽车铝合金精密压铸件专业供应商

汽车铝合金精密压铸件领先企业，产品销往全球。公司成立于 2003 年，主营业务为汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车雨刮系统、传动系统、转向系统、发动机系统、制动系统及其他系统，新能源汽车三电系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。覆盖客户主要为全球知名的跨国汽车零部件供应商，包括法雷奥 (Valeo)、博世 (Bosch)、麦格纳 (Magna)、格特拉克 (Getrag)、电产 (Nidec)、耐世特 (Nexteer)、大陆 (Continental)、博格华纳 (Borgwarner) 上汽集团、舍弗勒 (Schaeffler)、采埃孚 (ZF) 等国内外优质客户。

图表1：爱柯迪主要产品为汽车铝合金精密压铸件



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

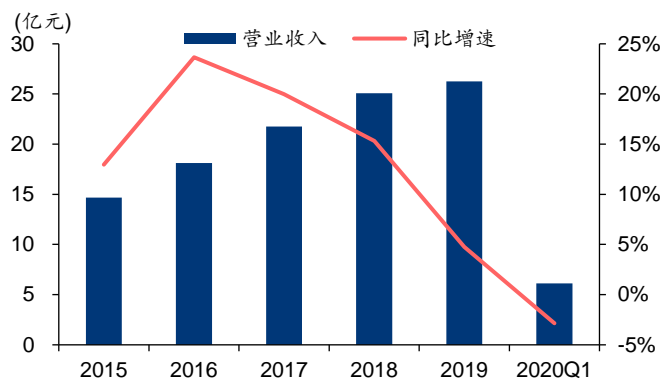
图表2：爱柯迪：中小型汽车铝合金精密压铸件领先企业

模块	功能	主要产品
汽车雨刮系统	构成完整的雨刮器驱动、连杆支架、输出摇臂等功能，并辅以电控系统，实现雨刮系统的智能化	连杆支架、驱动臂、雨刮电机壳体
汽车转向系统	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	转向电机壳体、转向电控单元、转向器支架管柱、转向支架、助力转向壳体
燃油滤清系统	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	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
启动马达、发电系统	发动机的启动控制	启动电机壳体、发电机前后壳体
汽车油泵/真空泵系统	用于发动机供油系统和制动系统	机油泵体、真空泵壳体
发动机冷却系统	控制发动机工作温度	硅油离合器
驻车加热系统	对车厢、发动机进行预热	热能转换壳体、鼓风机壳体
汽车传动系统	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
汽车制动系统	形成汽车制动执行、控制及制动安全保障等功能	单缸盖、双缸盖、盖板、制动主缸、制动组合阀、ABS 阀体、真空助车泵
汽车空调系统	轴向活塞式压缩机的关键零件	缸体、前盖、后盖
汽车后视镜系统	形成汽车后视镜及监视功能	后视镜支架、倒车摄像头壳体

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

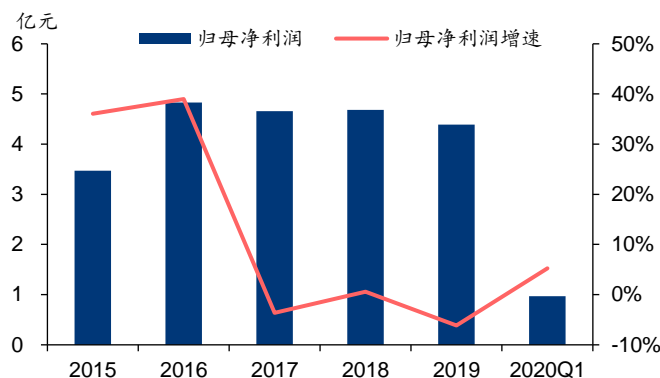
公司营业收入持续保持正增长。公司 2015-2019 年营收和归母净利润复合增速分别为 15.7%、6.1%，归母净利润复合增速低于营业收入主要原因是毛利率下降和费用率上升。公司 1Q20 营业收入和归母净利润同比增长-2.9%、5.2%，新冠疫情影下，业绩表现好于中汽协公布的 1Q20 中国整车销量同比下滑 42.4%。

图表3： 2015-2019 年营业收入复合增速为 15.7%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

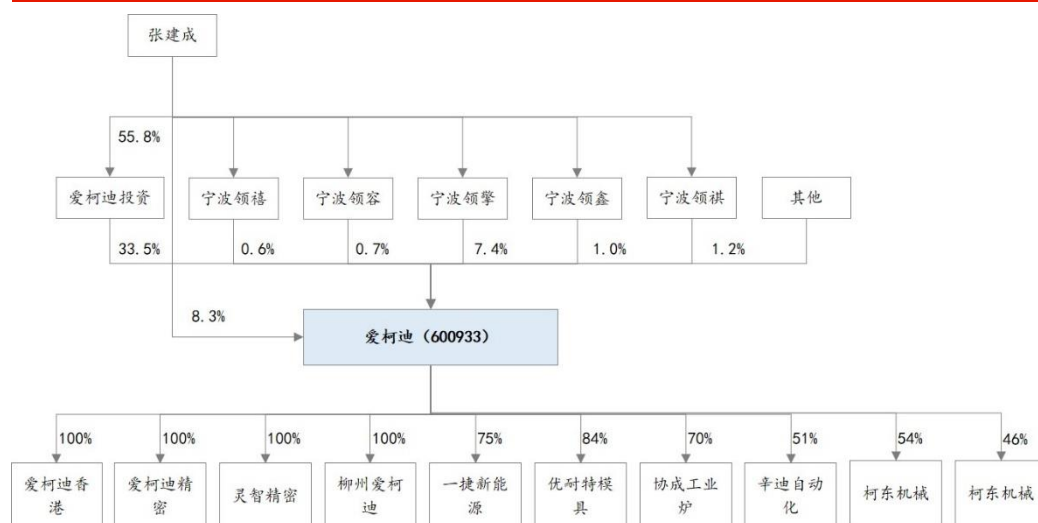
图表4： 2015-2019 年归母净利润复合增速为 6.1%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

实际控制人为公司董事长张建成。公司于 2017 年 11 月 17 日上市，以 11.01 元/股价格发行 13,824 万股，募集资金 15.22 亿元，用于汽车精密压铸加工件改扩建项目、汽车雨刮系统零部件建设项目、精密金属加工件建设项目、技术研发中心建设项目和新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目（2018 年 6 月 19 日变更新增项目）。公司实控人为董事长张建成，根据 2019 年报，截止 2019 年 12 月 30 日，张建成先生直接和间接控制公司 52.7% 的股权。

图表5： 实控人张建成直接和间接控制公司 52.7%股权

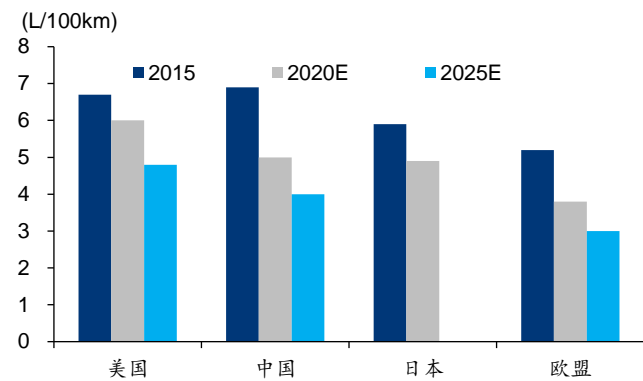


资料来源：Wind，华泰证券研究所

轻量化受益于节能减排趋势和新能源汽车发展 碳排放全球趋严，汽车轻量化大势所趋

全球主要经济体推动节能减排，提升燃料经济性。随着全球变暖和空气质量恶化，推动汽车节能减排有助于环境保护和缓解能源供需矛盾，各主要经济体陆续出台汽车燃料消耗法规。美国要求 2020 年轻型车的国际标准油耗 6L/100km，比 2015 年的 6.7L/100km 下降 10.4%；日本提出到 2020 年乘用车的国际标准油耗 4.9L/100km，相比于 2015 年的 5.9L/100km 下降 16.9%；欧盟法律要求在 2020 年乘用车的国际标准油耗 3.8L/100km，相比于 2015 年的 5.2L/100km 下降 26.9%。我国国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划》规定，2020 年乘用车平均燃料消耗量降至 5.0L/100km，相较于 2015 年的 6.9L/100km 下降 27.5%。根据工信部制定的两项最新国标，我国乘用车平均油耗水平需在 2025 年下降至 4.0L/100km。

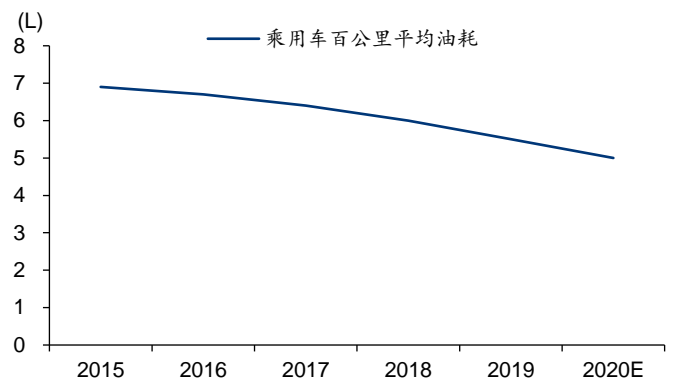
图表6：2025 年我国乘用车平均油耗降至 4.0L/100km



备注：日本 2025 年数值缺失

资料来源：中汽协、招股说明书、华泰证券研究所

图表7：2020 年我国乘用车平均油耗降至 5.0L/km



资料来源：工信部网站、华泰证券研究所

轻量化是节能减排主要方式，新能源汽车效果更为显著。汽车轻量化是实现节能减排的重要途径之一，在保持或提升汽车强度和安全性的前提下，尽可能降低整车质量和减少燃料消耗。根据美国铝业协会（Aluminum Association）下属的铝业交通组（Aluminum Transportation Group）的数据显示，汽油乘用车减重 10%可以减少 3.3%的油耗；柴油车减重 10%则可以减少 3.9%的油耗。其中新能源乘用车（EV 和 PHEV 车型）轻量化的节能效果更显著，在减重 10%及 15%的情况下，效能提升效果分别达 6.3%和 9.5%，远高于汽油和柴油车。

图表8：新能源汽车轻量化节能效果更显著

分类	乘用车减重 10%的效能提升效果		乘用车减重 15%的效能提升效果	
	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	3.3%	6.5%	5.0%	10.0%
柴油	3.9%	6.3%	5.9%	9.5%
EV	6.3%	/	9.5%	/
PHEV	6.3%	/	9.5%	/

资料来源：美国铝业协会，招股说明书，华泰证券研究所

欧洲燃油车调控力度加大，挪威最早 2025 年全部新能源化。在节能减排政策制定方面欧洲一直走在世界前列，根据 International Council on Clean Energy Transportation 的汇总，2017 年挪威在《运输计划》中明确提出 2025 年起乘用车和轻型货车销售零排放的目标，为最早淘汰燃油车的国家；丹麦、冰岛、爱尔兰荷兰、斯洛文尼亚、瑞典将在 2030 年相继实现新能源汽车全覆盖；2020 年英国公开征求意见，拟将淘汰燃油车目标由 2040 年提前至 2035 年；法国和西班牙通过立法确定 2040 年起实现 100%电动乘用车。

图表9： 欧洲各国相继出台节能减排政策

国家	时间	文件名称	具体内容
挪威	2017 年	《运输计划》	2025 年起，乘用车和轻型货车销售为零排放
丹麦	2018 年	《气候和空气计划》	2030 年停止销售新汽油和柴油汽车
冰岛	2018 年	《气候行动计划》	2030 年后禁止注册新的汽油和柴油汽车
爱尔兰	2019 年	《气候行动计划》	2030 年立法禁止销售新的化石燃料汽车
荷兰	2019 年	《气候协议》	最晚 2030 年实现销售乘用车 100% 无排放
斯洛文尼亚	2017 年	《市场发展战略》	2025 年后禁止每公里二氧化碳排放超 100 克新型乘用车和轻型商用车上牌照，2030 年后限制指标调整至 50 克每公里
瑞典	2019 年	《气候政策行动计划》	研究 2030 年开始禁止销售新的汽油和柴油汽车销售可行性
苏格兰	2018 年	《气候变化计划》	2032 年前逐渐取消汽油和柴油汽车市场销售
英国	2020 年	征求公开意见	拟将淘汰燃油车目标由 2040 年提前至 2035 年
法国	2019 年	《交通指导法》	2040 年后停止销售使用化石燃料新型乘用车和轻型商用车
西班牙	-	《气候变化与能源转型法》	在 2040 年实现 100% 销售电动乘用车

资料来源：International Council on Clean Energy Transportation，华泰证券研究所

欧洲碳排放政策加速各大整车厂商新能源汽车研发力度。大众集团 2016 年起新能源战略不断加速升级，2019 年 3 月在大众集团年度媒体会议上规划 2023 年前拟投资 300 亿欧元用于新能源汽车研发，将在 2028 年前推出 70 款纯新能源电动车、生产电动车 2200 万辆，2030 年计划旗下公司在欧洲与中国生产汽车中新能源车占比 40% 以上。根据电动邦收集整理资料显示，宝马新能源汽车 BMW i3 最早于 2013 年发布，后续逐步推出 i8 等车型，并计划 2025 年推出 25 款新能源汽车。传统整车厂商在新能源领域纷纷布局，新能源汽车领域发展空间广阔。

图表10： 奥迪 e-tron 示意图

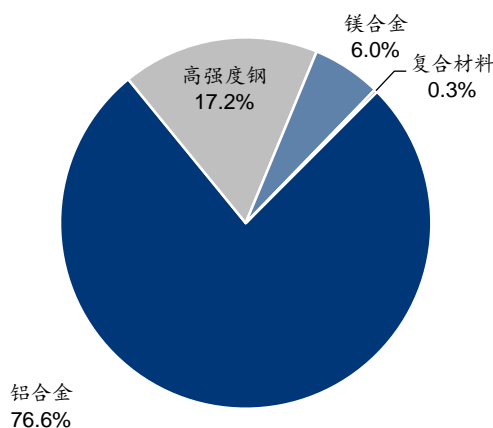
资料来源：奥迪官网，华泰证券研究所

图表11： BMW i3 示意图

资料来源：宝马官网，华泰证券研究所

汽车轻量化以铝合金为主，全球市场 2022 年有望达 7703 亿元

铝合金兼具轻质量、高性能和低成本特点，是汽车轻量化的主要材料。铝合金是汽车轻量化的主要使用材料，具备易加工、轻质量、吸能效果好、低价、高回收率等特点，性价比突出。车身重量降低，有助于汽车加速变快、过弯倾斜角度变小、惯性变小。根据华经产业研究院的数据，2018 年我国汽车轻量化使用前三的材料分别有铝合金（76.6%）、高强度钢（17.2%）、镁合金（6.0%），铝合金在汽车轻量化应用材料中占据大部分份额。

图表12： 2018 年我国汽车轻量化产品中铝合金占比 76.60%

资料来源：华经产业研究院，华泰证券研究所

单车用铝量受益于轻量化的持续推进，2022 年全球车用铝合金市场预计为 7703 亿元。根据 LMC Automotive 预测，2020-2022 年全球轻型车销量分别为 7661.4 万辆、8593.0 万辆和 9170.4 万辆，我国轻型车销量分别为 2237.9 万辆、2502.7 万辆和 2665.5 万辆。根据中国汽车工程协会发布的参考目标，2020 年单车用铝量为 190kg，2025 年单车用铝量为 250kg，假定 2020-2022 年单车铝合金用量分别为 190kg、200kg、210kg。若按照爱柯迪招股说明书中车用铝合金 4 万元/吨单价测算，2022 年全球和中国车用铝合金市场空间分别为 7703 亿元、2239 亿元，相较于 2019 年增长 15.2%、18.8%。

图表13： 车用铝合金市场空间测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
全球轻型车销量（万辆）	9444.8	9032.5	7661.4	8593.0	9170.4
全球轻型车销量增速	-0.8%	-4.4%	-15.2%	12.2%	6.7%
我国轻型车销量（万辆）	2774.9	2547.6	2237.9	2502.7	2665.5
我国轻型车销量增速	-3.0%	-8.2%	-12.2%	11.8%	6.5%
单车铝合金用量（kg）	170	185	190	200	210
单车铝合金用量增速	-	8.8%	2.70%	5.26%	5.00%
铝合金单价（万元/吨）	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
全球车用铝合金市场空间（亿元）	6422.5	6684.1	5822.7	6874.4	7703.1
全球车用铝合金市场空间增速	-	4.1%	-12.9%	18.1%	12.1%
我国车用铝合金市场空间（亿元）	1886.9	1885.2	1700.8	2002.2	2239.0
我国车用铝合金市场空间增速	-	-0.1%	-9.8%	17.7%	11.8%

备注：数据为小型车（乘用车+车全重 6t 及以下轻型商用车）的数据

资料来源：LMC Automotive “Global Automotive Sales Forecast Quarter 1 2020”，中国汽车工程协会，招股说明书，华泰证券研究所

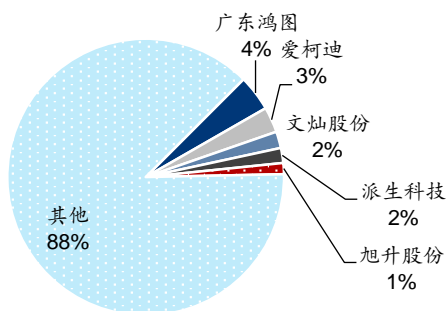
新能源汽车单车铝合金用量大，2022 年我国新能源汽车车用铝合金市场预计达 308 亿元。新能源车受限锂电池容量，对汽车轻量化需求更多，单车铝合金用量更大。根据 EVTank 预测，2020 年和 2022 年全球新能源汽车销量分别为 285.0 万辆和 490.0 万辆，三年复合增长率 19.8%；2020 年和 2022 年中国新能源汽车销量分别为 145.0 万辆和 235.0 万辆，三年复合增长率 17.5%。新能源汽车铝合金用量远超传统燃油车，根据中国汽车工业协会预测，2015 年传统燃油车单车用铝量为 160kg 时，新能源汽车单车用铝量将为 250kg，二者比例约为 1.56，以该比例测算新能源汽车 2020-2022 年单车铝合金用量分别为 297、313 和 328kg。若按照爱柯迪招股说明书中车用铝合金 4 万元/吨单价测算，2022 年全球新能源车车用铝合金市场空间为 643 亿元，我国新能源车车用铝合金市场空间为 308 亿元。

图表14： 新能源车车用铝合金市场空间测算

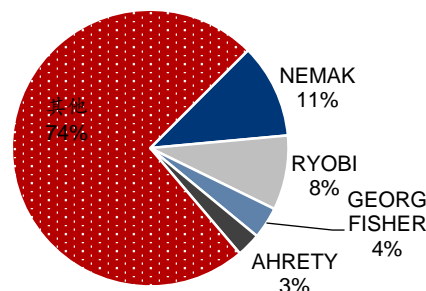
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
全球新能源汽车销量 (万辆)	190.0	221.0	285.0	362.0	490.0
全球新能源汽车销量增速	-	16.3%	29.0%	27.0%	35.4%
我国新能源汽车销量 (万辆)	125.6	120.6	145.0	182.0	235.0
我国新能源汽车销量增速	-	-3.3%	20.2%	25.5%	29.1%
单车铝合金用量 (kg)	170	185	190	200	210
新能源汽车铝合金用量 (kg)	266	289	297	313	328
新能源汽车铝合金用量增速	-	8.6%	2.8%	5.4%	4.8%
车用铝合金单价 (万元/吨)	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
全球新能源车用铝合金市场空间 (亿元)	202.2	255.5	338.6	453.2	642.9
全球新能源车用铝合金市场空间增速	-	26.4%	32.5%	33.9%	41.8%
我国新能源汽车铝合金市场空间 (亿元)	133.6	139.0	172.0	228.0	308.0
我国新能源汽车铝合金市场空间增速	-	4.3%	23.5%	32.3%	35.3%

资料来源：EVTank，伊维经济研究院，招股说明书，华泰证券研究所

国内铝压铸市场竞争激烈，行业集中度有望持续提升。目前我国压铸行业集中度较低，大部分企业规模小，呈现分散格局。据中国铸造协会统计，目前国内有 3000 多家压铸企业，但仅有几十家企业产量在万吨以上，整体规模呈分散格局。根据中国产业信息网报告，2018 年中国车用铝合金压铸件前五名市场份额总和为 13%，行业集中度较低；2018 年全球车用铝合金前四家企业市场份额总和达 26%，比国内高。参考国外压铸行业格局，我国压铸行业集中度有望进一步提升，龙头企业仍有较大增长空间。

图表15： 我国铝压铸行业集中度较低，前五名企业市占率 13%

资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

图表16： 全球汽车用铝合金市场集中度较高，前四家企业市占率达 26%

资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

柔性化生产，优质模具厂增厚毛利率

爱柯迪在行业内具有较强综合实力强，产品供应全球知名跨国企业。公司综合实力主要体现在产品质量保证、交付能力、研发能力、价格竞争力、服务能力等方面，受到全球跨国零部件企业的认可。公司大力推进新制造（精益化、自动化、无人化、智能化、数字化工厂的统合建设），主要优势在于全产业链和“多品种、小批量、多批次”的柔性化生产，毛利率水平高于国内竞争对手。

质量控制好，客户为全球优质跨国零部件企业

对生产的全过程进行质量管控，科学管控有助于不断提升产品质量。公司推行全员参与、全程覆盖的质量管理体系，借助 MES 系统记录从原材料入库、生产环节到成品入库的质量控制节点，对接 ERP 系统。质量管控有助于追溯质量问题，及时与客户沟通并提出改进意见，提高客户粘性。公司科学管控系统获得了客户的一致好评。

图表17： 公司质量控制好，多年来获得客户一致好评

时间	客户	成就
2010-2014	博世 (Bosch)	优选供应商认证
2014	博格华纳 (Borgwarner) 及耐世特 (Nexteer)	年度创新奖 卓越客户服务奖
2015	法雷奥 (Valeo) 格特拉克 (Getrag) 大陆 (Continental) 和舍弗勒 (Schaeffler)	供应商质量改进奖 年度零 PPM 奖、年度新产品开发贡献奖 优质供应商将
2016	法雷奥 (Valeo) 格特拉克 (Getrag) 上海汽车变速器有限公司 耐世特 (Nexteer)	全球供应商奖 优秀供应商奖 优秀开发供应商奖 最佳客户服务奖
2017	格特拉克 (Getrag) 上海汽车变速器有限公司 株式会社日铝全综 (UACJ)	优秀供应商奖 优秀供应商及 A 类供应商奖 2017 年度品质管理优良企业表彰优秀奖
2018	埃贝赫 (Eberspacher) 耐世特 (Nexteer) 上海汽车变速器有限公司	优选供应商奖 最佳客户合作奖 优秀供应商
2019	耐世特 (Nexteer) 东芝空调 () 格特拉克 (Getrag) 大陆 (Continental) 博世华域转向	最佳客户服务奖 品质银奖 优秀供应商 质量精益日最佳合作供应商 智能制造突出贡献奖

资料来源：Wind，华泰证券研究所

前五大客户皆为优质跨国零部件龙头，占比持续下降显示公司对大客户依赖降低。公司客户主要为全球知名跨国汽车零部件供应商，包括法雷奥 (Valeo)、博世 (Bosch)、麦格纳 (Magna)、格特拉克 (Getrag)、电产 (Nidec)、耐世特 (Nexteer)、大陆 (Continental)、博格华纳 (Borgwarner)、上汽集团、舍弗勒 (Schaeffler)、蒂森克虏伯 (ThyssenKrupp)、采埃孚 (ZF) 等。公司不断优化客户结构，对大客户依赖逐步降低，2018 年前五大客户营收占比 61.8%，同比下降 2.5pct，2019 年前五大客户营收占比 46.9%，同比下降 14.9pct。

图表18： 2019 年前五大客户营收占比降至 46.9%

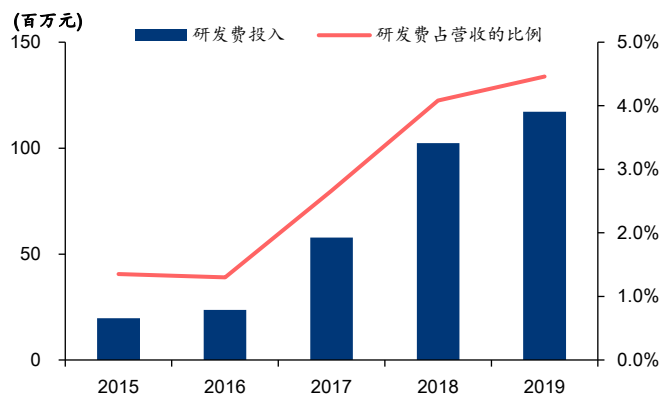
公司名称	2017		2018		2019	
	营收(亿元)	营收占比	营收(亿元)	营收占比	营收(亿元)	营收占比
VALEO(法雷奥)	4.2	19.2%	4.7	18.7%	4.3	16.4%
BOSCH(博世)	4.0	18.3%	4.0	15.9%	2.4	9.0%
MAGNA(麦格纳)	3.1	14.2%	3.6	14.3%	2.3	8.1%
NIDEC(电产)	1.4	6.4%	1.9	7.5%	1.9	7.3%
NEXTEER(耐世特)	1.4	6.2%	1.4	5.5%	1.6	6.2%
合计	14.0	64.3%	15.5	61.8%	12.5	46.9%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

研发能力强，生产工艺及技术创新达国际水平

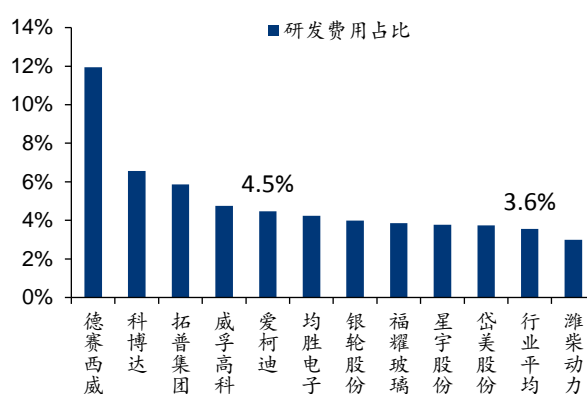
公司重视研发投入，2019 年研发费用占比创五年新高。根据 2019 年报，公司 2019 年研发费用为 1.2 亿元，同比增长 14.6%，占营业收入比为 4.5%，创 2015 年以来新高。其次，募资投入“技术研发中心建设”，加大对研发场地、设备、配套软件等投入，截止 2019 年 12 月 31 日，研发人员 504 人，占员工总数 11.3%。公司重视与客户的联合开发能力，持续投入研发费用以提升整体研发水平和技术实力。

图表19： 公司研发费用及占营收的比例持续增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20： MEB 平台车型具有较大内部空间

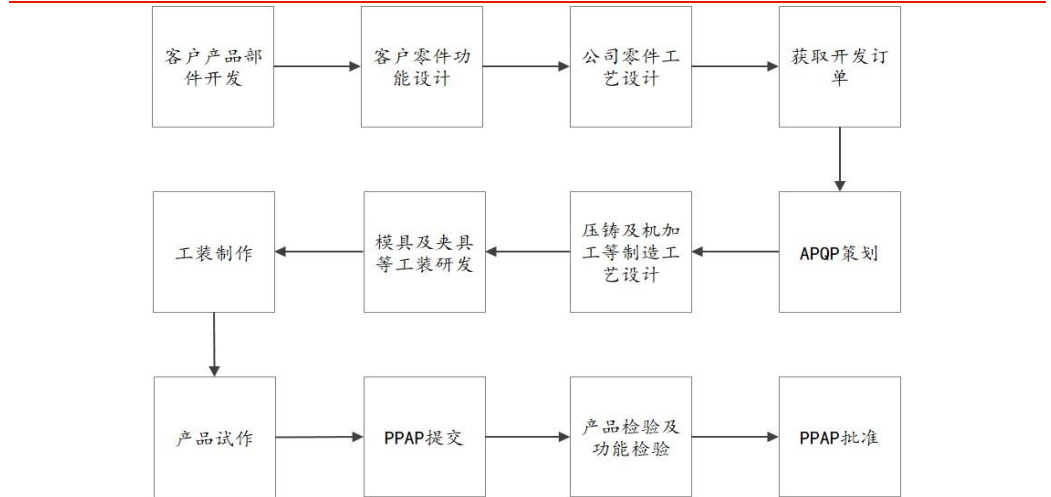


资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司的研发能力主要体现在模具自制和配套客户联合开发的能力。模具、加工夹具的设计与制造是中小部件车用铝合金研发、量产的最核心环节，模具决定产品的尺寸精度、表明质量、内部组织等等方面。公司可以按照客户要求自主设计、生产模具和加工夹具。子公司优耐特模具 2017 年、2019 年被中国铸造协会评为“中国压铸模具生产企业综合实力 20 强”。优秀的模具研发生产能力是开发符合客户要求和量产的关键。其次，公司与客户联合开发的经验丰富，具备从生产工艺角度完善产品结构、降低生产成本的能力，也可以更好的把握未来研发投入方向。比如对新能源汽车领域市场的布局，充分体现出公司把握未来研发方向的能力，顺应行业发展趋势，加大对电控、电驱动系统产品的开发力度。

公司引进国外先进设备，拥有多项核心生产工艺和技术。产品以中小件产品为主，生产特点是精度要求高、技术工艺复杂。公司将企业创新研发能力建设列入长期发展战略规划，鼓励技术创新，研发人员均具备专业背景，并在与全球知名汽车零部件供应商的合作中积累了丰富的经验，总结发展出先进高效的设计理念和工艺技术。公司在熔炼、保温、压铸、精密机加工、自动化及高精度检测等方面拥有数十项核心工艺技术，并从国外引进先进的压铸、加工等设备，由专业技术团队将其熟练应用于产品的研发设计和生产等各个环节。

图表21： 公司具备与客户联合开发实力



备注：APQP 策划指产品质量先期策划，PPAP 指生产件批准程序

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

多品种、小批量、多批次生产模式决定较高的毛利率

积极打造“5G+智慧工厂”，精益管理保证设备利用率。公司产品具有品种繁多、非标准、多批次的特点，精益化生产管理有助于提高生产效率和降低废品率。公司积极引入国外先进制造技术和智能生产装备，采用扁平化组织架构系统化管理生产中的各个环节。通过 MES 系统和 ERP 系统对接，将生产过程数字化，打造一体化生产的“数字化工厂”。根据公司官网，2020 年 5 月 17 日，5 号工厂被中国移动授予全国首个“5G+智慧工厂”示范基地荣誉称号。公司大力推进“机器换人”和设备联网，2015 年成立子公司辛迪自动化，至今已投入 4500 多万元，预计 2020 年底达到 2300 台设备联网。

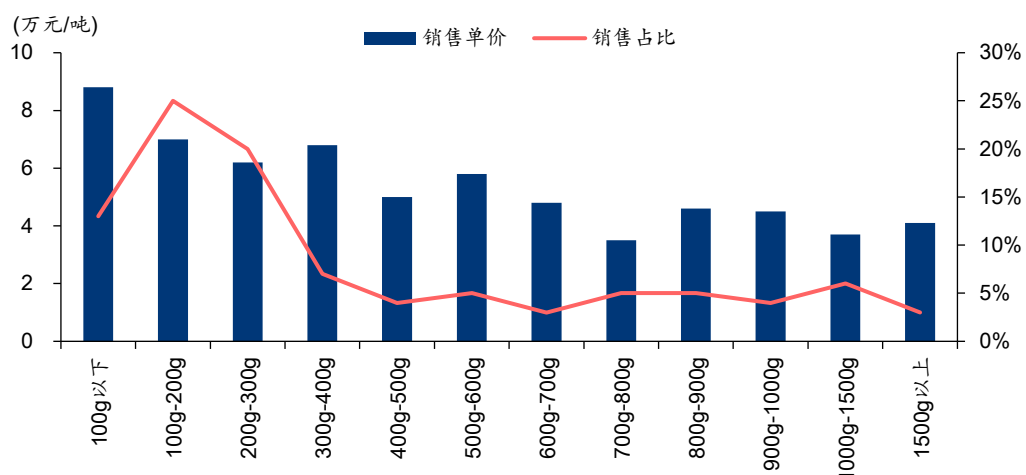
图表22： 智慧工厂有助于提升设备利用率



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

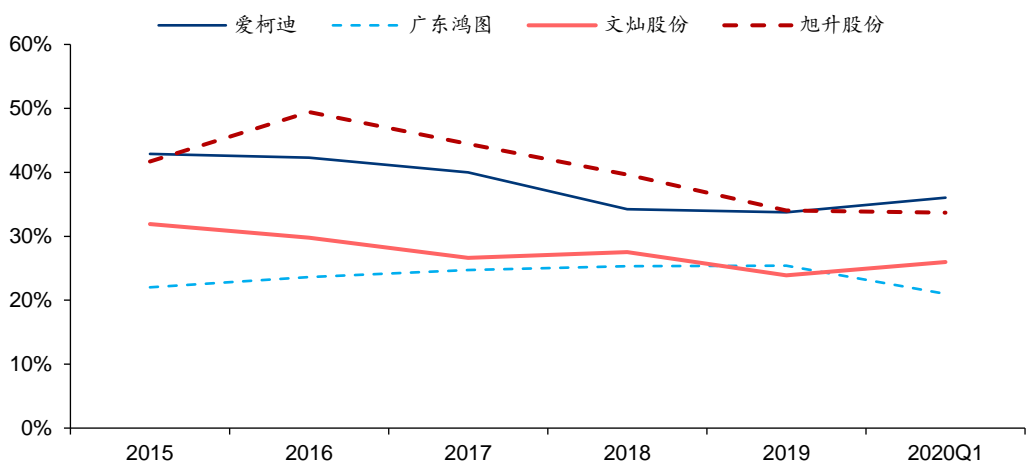
多品种、小批量、多批次生产模式造就产品高毛利率。公司主要产品为客户特定技术参数的非标产品，具有多品种、小批量、多批次的特点。高压铸铝产品受到传统工艺水平的限制，小部件产品附加值大于大部件产品附加值，根据招股说明书中显示，2016 年公司 400g 以下产品销售收入占汽车类收入比值 65% 以上，远高于同行业竞争者。另一方面，公司拥有较大的业务规模、完成的产业链布局、精益化生产和成本控制能力，毛利率处于行业较高水平。2018 年和 2019 年毛利率下降主要是资本开支大幅增加导致，随着资本开支平稳，毛利率有望企稳回升。

图表23： 2016 年公司汽车类产品质量和价格分布



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表24： 同行业公司毛利率对比



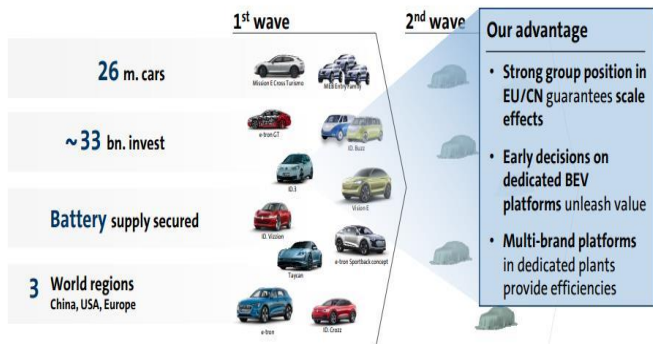
资料来源：Wind，华泰证券研究所

未来增长来自于新客户、新产品、新能源市场 布局新能源汽车铝合金压铸件

公司看好新能源汽车高速增长态势，积极布局新能源相关产品。根据 2019 年报，公司的判断是：1) 新能源汽车长期增长和占比不断提升，《汽车产业中长期发展规划》给出的目标是 2025 年新能源汽车占汽车产销比达 20%；2) 新能源汽车出于延长续航里程短的原因，需要通过轻量化设计来达到减重降耗的目的。相应的，公司成立技术攻关小组，在新能源产品关键技术、工艺的研发、改良创新上努力。

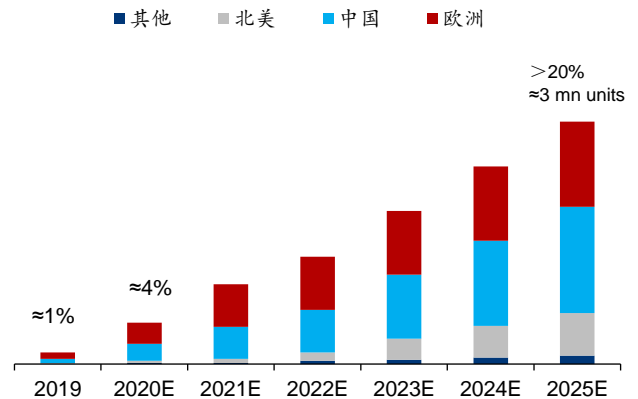
在全球趋严的碳排放标准下，各大整车厂加大新能源车投入和布局。中国的双积分政策、欧洲碳排放、美国 ZEV 法案等政策压力是新能源汽车发展的推动力。大众集团是目前新能源车规划车型最多的整车厂之一，根据大众集团官网公布的规划，我们获得的信息有：1) 2020 年新能源汽车销售量占比约 4%，2025 年将达到 300 万辆，占大众总销量比超过 20%；2) 2022 年底将有 18 个工厂生产电动车；3) 10 年规划中提出到 2029 年推出 75 款电动车型、60 款混动汽车，销售量达 2600 万辆。

图表25：大众集团新能源汽车研发规划



资料来源：大众集团官网，华泰证券研究所

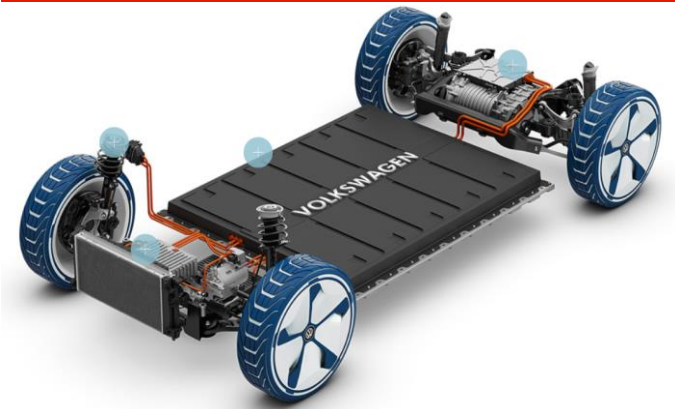
图表26：大众集团新能源 2025 年将达到 300 万辆，占比超过 20%



资料来源：大众集团官网，华泰证券研究所

MEB 为大众新能源车平台，全新设计、优势明显。MEB 平台全称为“电动车模块化平台”，基于大众模块化生产概念，柔性化生产不同尺寸和续航里程的车型。平台最大特点是围绕电池生产制造，设计电池组、电机等核心部件位置，达到具备较长轴距和较短前后悬的目的。相较于普通电动汽车，MEB 平台生产车型在汽车内部空间、动力性能和车联网等方面具有显著的优势。

图表27：大众集团 MEB 平台示意图



资料来源：大众集团官网，华泰证券研究所

图表28：MEB 平台车型具有较大内部空间



资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

公司大客户纷纷布局新能源产品，在国内成立相关子公司。公司主要客户法雷奥、博世、麦格纳、电产等企业均在国内成立子公司布局新能源产品，产品有望随着大众集团、宝马等新能源车型放量而大幅增长。客户处于新产品开发的快速增长期，根据 2019 年报，公司凭借优异的研发和产品供货能力参与联合开发，目前已获得客户新能源汽车相关项目。

图表29： 客户在中国成立子公司，布局新能源汽车领域

客户	业务布局	成立时间	新能源汽车相关业务和产品
法雷奥	法雷奥西门子新能源（常熟）	2017.07	电动管理系统；DC/DC 转换器；驱动电机；电控集成
	法雷奥西门子新能源（深圳）	2016.08	车载充电机；逆变器；电机；DC/DC 转换器
	西门子电动汽车动力总成（上海）	2016.06	新能源动力总成
	法雷奥西门子电动车动力总成（天津）	2017.08	电动汽车及轻型商用车中的高压电动机
	法雷奥凯佩科液力变矩器（南京）	2006.01	混合动力变速器；自动变速器；无级变速器
博世	博世柴油系统	1995.02	燃料电池
	博世汽车系统（无锡）	2015.01	车用电子控制系统；混合动力和电动汽车动力系统
	博世汽车部件（长沙）	2004.11	起动电动机；发电机；电子驱动
麦格纳	麦格纳卫蓝新能源汽车技术（镇江）	2018.12	电动汽车业务开发
	华域麦格纳电驱动系统	2018.03	新能源汽车电驱动系统的研发和制造
	格特拉克亚太传动系统技术（上海）	2011.09	混合动力和电动变速箱等汽车传动系统
电产	日本电产（大连）	1992.02	新能源汽车电机；“三合一”电驱动系统

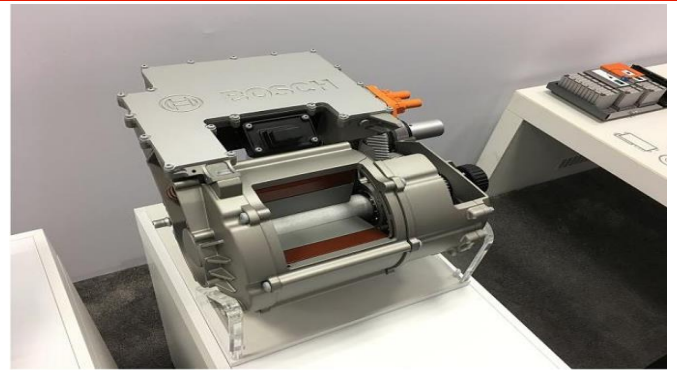
资料来源：盖世汽车论坛，华泰证券研究所

图表30： 电控产品



资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表31： 电驱动产品



资料来源：盖世汽车论坛，华泰证券研究所

布局柳州生产基地，增强客户紧密度。2020 年 3 月 2 日公司发布公告，拟在柳州建设汽车轻量化铝合金精密压铸件项目，项目总投资 5 亿元。柳州地处中国华南地区，广西最大的工业城市，是全国五大汽车城市之一，拥有一汽、东风、上汽和重汽四大整车集团，汽车工业级上下游产业链。柳州工厂辐射西南地区、东南亚和欧洲地区，生产贴近客户有助于提高效率和长期稳定供货能力。

图表32： 拟投资 5 亿元建设柳州工厂

项目名称	投资周期	投资金额	项目	预计生产规模
汽车轻量化	占地 90 亩，5 亿元		成立柳州投资公司，购置土地、修建厂房，并投资	实现年产能 3,000 万
铝合金精密	建设周期为		培育约 5 家控股子公司，用于进行高压压铸及其他	件铝合金精密压铸
铸件	2 年		成型技术、模具生产、铝液加工等	件，营业收入 6 亿元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

布局电池箱体轻量化，募投保证产能供给

丰富产品品类，扩大相关产品供给。公司 2019 年 4 月成立了爱柯迪一捷新能源汽车科技（宁波）有限公司（占股 75%），主要生产新能源汽车铝合金 Pack 包箱体，丰富新能源产品种类。2019 年 8 月成立爱柯迪三末（宁波）科技有限公司（占股 75%），探索 1.5 公斤以下低压铸件业务低成本生产。公司充分挖掘客户资源，延伸产品线，扩大服务范围，培育新的增长点。

图表33： 公司 2019 年新成立两家子公司，扩张品类

公司	成立时间	注册资本	投入资本	产品	状态
爱柯迪一捷（宁波）	2019 年	2000 万元	1500 万元	新能源汽车电池铝合金 pack 包箱体	生产
爱柯迪三未（宁波）	2019 年	4000 万元	3000 万元	1.5 公斤以下低压铸件业务的低成本生产	在研

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

根据中国汽车工业信息网发布的《我国纯电动汽车 Pack 技术发展趋势》的报告，当前乘用车 Pack 集成效率在 60% 左右，未来的目标是提升系统集成效率达到 85%，目前可行途径主要是优化 Pack 内部结构设计减少组件和使用轻量化材料。比如宁德时代 Pack 轻量化，选择了 7 系铝合金用于电池包下箱体。公司看好新能源汽车电池轻量化对铝合金产品的需求，成立子公司爱柯迪一捷新能源专业研究和生产铝合金 Pack 包箱体，我们认为公司的客户基础、产品口碑较好，新产品将给公司带来业绩增量，成为新的增长点。

募投产能陆续落地，产品放量提高市占率。公司募投项目预计将在 2020 年全部完成，项目陆续落地将扩大公司现有产能，提高公司产品供应能力。另一方面，公司看好新能源汽车的发展机会，2018 年变更 2.7 亿元募集资金用于建设项目“新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目”；根据 2020 年 4 月 15 日公告，公司将部分募集资金投资项目结项并将结余 6324.5 万元用于新项目爱柯迪（柳州）科技产业有限公司。

图表34： 公司在建项目规划

项目名称	实施单位	项目主要建设内容	项目预算（亿元）	预计达产时间
汽车精密压铸加工件改扩建项目	爱柯迪	新增 6,500 万件汽车铝合金精密压铸件产能	8.0	2020 年
汽车雨刮系统零部件建设项目	爱柯迪精密部件	新增 4,000 万件汽车雨刮系统铝合金精密压铸件产能	1.2	2019 年
精密金属加工件建设项目	优耐特精密零部件	新增 2,000 万件汽车类铝合金精密压铸件和 500 万件工业类金属精密加工件的机加工产能	0.8	2019 年
技术研发中心建设项目	爱柯迪	加大对研发场地、研发设备、配套专业软件等方面的投入	0.7	2019 年
新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目	爱柯迪	新增 1,200 万件适用于新能源汽车及汽车轻量化铝合金精密压铸件产能	2.7	2020 年
汽车轻量化铝合金精密压铸件	爱柯迪（柳州）	实现年产能 3,000 万件铝合金精密压铸	5	2022 年

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：累计投资进度以项目累计投入总额除以项目计划总投资额测算

盈利预测

公司采取柔性化生产方式，以中小部件为主，客户为跨国零部件龙头企业。我们认为公司未来增长来源于国产替代、募投产能释放带来的原有产品市占率提升和新能源产品放量。

公司 2017 年上市后不再拆分汽车类产品各产品明细。公司募投项目除了结转资金新投的柳州工厂外，将在 2020 年全部完成。公司目前产能供给能力大幅提升，业务增长放缓主要受制于需求端，2019 年整车行业不景气，以及 2020 年爆发的新冠疫情对整车行业的产销量均有较大影响。公司近几年积极布局新能源产品，培育业务新的增长点，我们认为公司 2021 年将进入收获期。

汽车类：公司汽车类业务主要受行业整车销售量、产品市占率提升、新产品放量的影响。从目前了解到的中国、欧洲等政府对汽车市场的刺激来看，2020 年下半年的销售将大幅好于上半年，2020-2022 年汽车整体销量保持平稳，我们认为公司传统产品、老业务保持持续增长，新产品增长主要来自于新能源汽车。公司 2017 年上市募投项目将在 2020 年全部完工，新产能未来逐步贡献收入，我们假设公司传统产品 2020-2022 年保持 0%（疫情因素）、15%、10% 的增长（根据招股说明书，募投项目扩张产能约为 2016 年销售量的 1 倍，2018 年变更部分项目为新能源项目，预计 2021 年传统产品满产，2022 年增长 10% 主要来自于效率提升）。公司 2020 年 6 月份新能源汽车及汽车轻量化零部件建设项目将完成，下半年开始产能可以爬坡，该项目量产 1200 万件新能源汽车精密压铸件，预计 2020 年将实现销售收入 3 亿元，2020-2022 年达产率分别为 15%、40%、100%。加总之后，2020-2022 年汽车类收入预计分别为 25.3、29.8、34.5 亿元，增速为 1.8%、17.7%、15.6%。

工业收入及其他：公司非重点业务，过去 5 年公司比例皆低于 6%，参考 2017-2019 年工业收入、其他收入的复合增速分别为 23% 和 18%，随着基数增大，我们预计增速会有所下降，参考 2019 年增速，预计两块非重点业务每年分别保持 10%、15% 的增速。

图表35：爱柯迪各业务拆分及预测

报告期	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车类（百万元）	2,078	2,382	2,486	2,486	2,859	3,145
现有产品						
新能源产品				45	120	300
营业收入（百万元）	2,175	2,508	2,627	2,690	3,157	3,646
汽车类	2,078	2,382	2,486	2,531	2,979	3,445
增长率	21.4%	14.6%	4.4%	1.8%	17.7%	15.6%
工业收入	47	65	71	78	86	95
增长率	-21.7%	38.3%	9.2%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	50	61	70	81	93	106
增长率	22.0%	22.0%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：招股说明书，Wind，华泰证券研究所

毛利率假设：公司汽车类产品以小批量、多批次的中小部件为主，毛利率处于汽车铝合金第一梯队，该模式保证了公司毛利率水平。公司 2018 年毛利率下滑 5.7pct 主要是由于固定资产折旧大幅增长有关，2018-2019 年折旧摊销 2.80、3.46 亿元，占营业收入比为 11.2%、13.9%，2019 年折旧摊销达到新高，随着今年剩余募投项目的完工，我们判断资本开支高峰已过，2020-2022 年随着产能利用率的提高、资本开支逐步降低，毛利率将企稳回升。对于业务占比较小的“工业收入、其他”，业务没有变化，我们假设 2020-2022 年毛利率维持 2019 年毛利率水平。

图表36：爱柯迪毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车类	39.1%	33.4%	32.4%	33.5%	34.5%	35.5%
工业收入	35.8%	35.0%	39.2%	39.2%	39.2%	39.2%
其他	81.0%	64.9%	77.7%	77.7%	77.7%	77.7%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

费用率假设：

营业费用率：参考 2017-2019 年 3.99%、4.03%、4.25%，呈上升趋势，主要原因是产品运费增加较多，我们认为随着公司业务拓展和覆盖范围扩大，产品运费还将保持合理增长，我们预计 2020-2022 年营业费用率为 4.26%、4.28%、4.30%；

管理费用率：参考 2017-2019 年管理费用率 7.67%、5.66%、6.26%，2017 年管理费用率较高主要是公司上市，2019 年比 2018 年高主要是工资薪酬增长较多，而收入规模未有较大增长。随着 2020 年募投项目完工和新能源产品逐步放量，我们认为管理费用率将逐步下降。我们预计 2020-2022 年管理费用率为 6.24%、6.22%、6.20%；

财务费用率：参考 2017-2019 年财务费用率 0.5%、-1.8%、-1.3%，财务收入主要来自于汇兑损益和利息收入，随着募集资金逐步投入，我们认为财务收入将逐步减少。我们预计 2020-2022 年财务费用率-1.29%、-1.43%、-1.42%；

研发费用率：参考 2017-2019 年研发费用率 2.66%、4.08%、4.46%，研发费用中职工薪酬和折旧摊销增长较快，具备可持续性，我们认为研发费用率还将不断提升。预计 2020-2022 年研发费用率为 4.48%、4.50%、4.52%。

图表37：爱柯迪费用率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用率	3.99%	4.03%	4.25%	4.26%	4.28%	4.30%
管理费用率	7.67%	5.66%	6.26%	6.24%	6.22%	6.20%
财务费用率	0.5%	-1.8%	-1.3%	-1.29%	-1.43%	-1.42%
研发费用率	2.66%	4.08%	4.46%	4.48%	4.50%	4.52%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计公司 20-22 年实现收入 27/32/36 亿元（同比+2.4/17.4/15.5%），归母净利润分别为 4.8/5.8/6.9 亿元（同比+8.6/21.9/19.2%），对应 EPS 分别 0.56、0.68、0.81 元，对应 PE 为 22、18、15 倍。

可比公司的选择

从客户角度来说，我们选择了岱美股份、福耀玻璃、精锻科技、新泉股份作为可比公司，原因是：1）分别专注于各自细分领域，比如岱美股份专注于遮阳板、福耀玻璃专注于汽车玻璃、精锻科技专注于齿轮；2）供货众多品牌，包括海外品牌；3）未来产品在全球范围内市占率还将继续提升。从产品的角度，我们选择了文灿股份、旭升股份作为可比公司，原因是：1）与公司产品一样，涉及汽车轻量化铝合金精密铸件；2）受益于节能减排、新能源汽车对铝合金材料的使用量提升。

可比公司 2020 年 PE 估值 Wind 一致预期均值为 33 倍，鉴于公司传统燃油车业务的市占率提升，盈利改善，新能源汽车业务拓展带来新增量，相对于传统可比公司估值给溢价，但考虑到新能源业务产能投放后，产能有爬坡期，市场拓展和客户认可度需要一定时间，相对于供货新能源业务可比公司估值给折价，综合考虑，我们给予公司 2020 年 28-30 倍 PE 估值，对应目标价 15.68-16.80 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38： 汽车铝合金行业比较（2020/06/05）

代码	证券简称	EPS			PE		
		20E	21E	22E	20E	21E	22E
从客户角度							
603730.SH	岱美股份	1.61	2.00	2.28	18	15	13
600660.SH	福耀玻璃	1.08	1.33	1.53	20	16	14
300258.SZ	精锻科技	0.5	0.64	0.74	22	17	15
603179.SH	新泉股份	0.81	1.08	1.34	27	20	16
从产品角度							
603348.SH	文灿股份	0.38	0.53	0.64	49	35	29
603305.SH	旭升股份	0.66	0.86	1.13	60	46	35
均值					33	25	
600933.SH	爱柯迪	0.56	0.68	0.81	22	18	15

注：同类可比公司估值来自于 Wind 一致预期，公司估值来自于我们预测

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

汽车行业周期性波动风险：汽车行业受宏观经济影响较大，公司客户为大型跨国汽车零部件供应商，全球宏观环境恶化将影响公司经营和盈利能力；

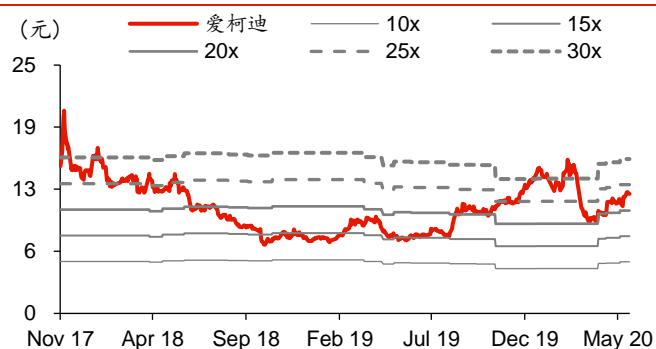
市场竞争加剧的风险：汽车轻量化发展前景吸引众多竞争者扩张产能，未来全球竞争者涌入导致竞争加剧，将会影响公司客户开拓及产能利用率提升；

出口业务风险：公司出口占比较大，受人民币兑美元、欧元波动影响，公司产品竞争力有可能下降，其次也有可能对汇兑损益有所影响；

原材料价格波动风险：原材料铝合金价格波动影响公司业绩，如果波动较大，公司产品价格未及时调价，将对当期盈利产生影响。

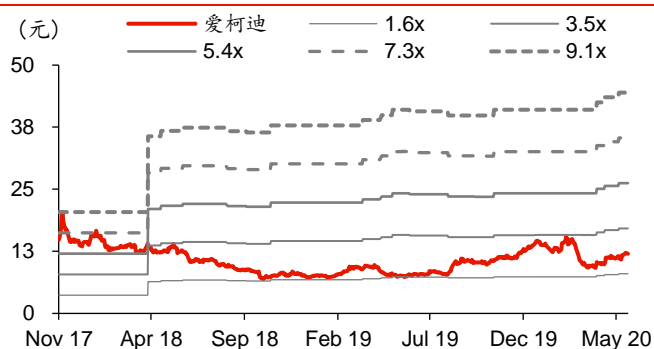
PE/PB - Bands

图表39： 爱柯迪历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表40： 爱柯迪历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,843	3,213	3,526	4,123	4,718
现金	956.07	1,962	2,022	2,311	2,809
应收账款	619.65	641.00	618.72	869.64	850.34
其他应收账款	51.38	23.77	58.50	35.91	73.93
预付账款	1.05	1.12	1.81	1.41	2.24
存货	474.09	441.74	459.49	586.62	606.16
其他流动资产	741.24	142.44	365.40	318.99	376.02
非流动资产	2,012	2,084	2,012	1,983	1,903
长期投资	0.39	4.77	6.98	9.53	12.24
固定投资	1,450	1,398	1,369	1,306	1,216
无形资产	209.50	211.77	235.32	255.02	259.56
其他非流动资产	352.47	470.20	400.11	412.95	415.18
资产总计	4,856	5,297	5,537	6,107	6,621
流动负债	538.82	639.00	659.87	823.99	826.55
短期借款	0.00	36.97	50.00	50.00	50.00
应付账款	264.76	241.88	260.12	323.67	339.57
其他流动负债	274.06	360.15	349.75	450.32	436.98
非流动负债	436.34	540.54	483.01	494.41	498.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	436.34	540.54	483.01	494.41	498.30
负债合计	975.16	1,180	1,143	1,318	1,325
少数股东权益	70.76	39.30	53.56	71.24	92.68
股本	850.38	857.38	857.38	857.38	857.38
资本公积	1,779	1,824	1,824	1,824	1,824
留存公积	1,203	1,447	1,716	2,041	2,425
归属母公司股东权益	3,810	4,078	4,341	4,717	5,203
负债和股东权益	4,856	5,297	5,537	6,107	6,621

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	468.22	949.25	465.27	621.11	794.90
净利润	474.66	452.08	491.62	599.41	714.74
折旧摊销	279.85	346.27	290.42	226.93	243.92
财务费用	(45.12)	(34.36)	(34.80)	(43.33)	(48.56)
投资损失	(35.78)	(24.69)	(25.17)	(26.78)	(25.89)
营运资金变动	(307.98)	137.71	(245.41)	(143.53)	(92.56)
其他经营现金	102.59	72.25	(11.37)	8.42	3.26
投资活动现金	(319.01)	239.11	(197.95)	(176.28)	(141.94)
资本支出	655.73	383.91	244.64	189.34	159.58
长期投资	295.67	585.18	(2.21)	(2.55)	(2.71)
其他投资现金	632.39	1,208	44.48	10.50	14.94
筹资活动现金	(186.78)	(189.29)	(207.79)	(155.90)	(155.03)
短期借款	(12.97)	36.97	13.03	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	4.94	7.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	29.27	44.59	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(208.02)	(277.85)	(220.82)	(155.90)	(155.03)
现金净增加额	(24.06)	1,008	59.53	288.93	497.94

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,507	2,627	2,690	3,157	3,646
营业成本	1,649	1,740	1,749	2,024	2,303
营业税金及附加	22.15	27.03	26.90	31.57	36.46
营业费用	100.98	111.71	114.58	135.14	156.77
管理费用	142.03	164.45	167.83	196.39	226.04
财务费用	(45.12)	(34.36)	(34.80)	(43.33)	(48.56)
资产减值损失	(4.66)	(0.98)	(3.43)	(3.38)	(3.73)
公允价值变动收益	0.26	(4.01)	(3.40)	(2.99)	(3.30)
投资净收益	35.78	24.69	25.17	26.78	25.89
营业利润	576.91	534.96	580.25	709.74	845.92
营业外收入	30.07	27.40	29.71	29.00	28.97
营业外支出	3.10	3.71	3.02	3.27	3.26
利润总额	603.88	558.65	606.93	735.47	871.64
所得税	129.22	106.57	115.32	136.06	156.89
净利润	474.66	452.08	491.62	599.41	714.74
少数股东损益	6.47	12.66	14.26	17.68	21.44
归属母公司净利润	468.19	439.42	477.36	581.73	693.30
EBITDA	874.17	886.96	879.38	942.99	1,092
EPS (元, 基本)	0.55	0.51	0.56	0.68	0.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.31	4.75	2.40	17.39	15.47
营业利润	(0.78)	(7.27)	8.47	22.32	19.19
归属母公司净利润	0.57	(6.14)	8.63	21.86	19.18
获利能力 (%)					
毛利率	34.23	33.75	34.99	35.89	36.83
净利率	18.67	16.73	17.75	18.42	19.02
ROE	12.23	10.98	11.19	12.52	13.50
ROIC	14.60	17.12	17.41	20.64	24.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.08	22.27	20.64	21.59	20.01
净负债比率 (%)	(14.88)	(35.54)	(35.28)	(38.28)	(43.94)
流动比率	5.28	5.03	5.34	5.00	5.71
速动比率	3.12	4.12	4.19	3.93	4.61
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.52	0.50	0.54	0.57
应收账款周转率	4.05	4.01	4.08	4.05	4.05
应付账款周转率	4.28	4.22	4.22	4.23	4.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.51	0.56	0.68	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.70	0.54	0.72	0.93
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.76	5.06	5.50	6.07
估值比率					
PE (倍)	22.07	23.51	21.64	17.76	14.90
PB (倍)	2.71	2.53	2.38	2.19	1.99
EV_EBITDA (倍)	11.23	10.03	10.04	9.08	7.40

免责声明

分析师声明

本人，王涛、林志轩、刘千琳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师王涛、林志轩、刘千琳本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司