

预期海外订单进入爆发增长期

研究结论

- 汽车用非核心铝合金压铸件市场的特点：大市场、小公司。汽车轻量化是汽车节能减排的重要技术手段，而采用铝合金压铸件则是达成汽车轻量化目标的重要手段。目前，发达国家的各种档次的汽车正在大量使用铝合金压铸零件；中国市场上的整车企业开始在中高级轿车上应用铝合金压铸件产品。对于全球汽车用非核心铝合金压铸件市场而言，尽管潜在市场规模大，成长性好也于其他零部件，但是无论是发达国家市场，还是中国市场，市场集中度都非常低。在欧、美、日发达国家市场上，市场领先企业的份额不超过 5%，在中国市场上，行业龙头企业的市场份额不超过 3%。
- 预计汽车用非核心铝合金压铸件制造业向以中国为代表的发展中国家转移已经到了爆发式增长阶段。关于发达国家的汽车 OEM 零部件的制造向中国转移的提法已经存在了相当长的时间，但是大量的 OEM 零部件，如外观件、内饰件、功能件，鲜有大规模转移到中国生产然后应用于发达国家的整车制造的案例；而非核心铝合金压铸件向中国转移生产不仅已经实施了，而且转移到中国制造的产量正进入爆发式增长的阶段。这种现象的核心驱动因素在于：1) 汽车用非核心铝合金压铸件属于典型的非标准化、非通用化、个性化、低价值量、无法大规模量产的零件。由于高昂的人力成本、环境成本，发达国家的企业制造这种零件越来越缺乏竞争力；2) 以中国为代表的非核心铝合金压铸件制造企业，经过近十年时间的技术和制造工艺的提升，所生产的产品已经能达到跨国车企的要求，3) 由于价值量低，发达国家的相关企业的产销规模也不大，遭遇双反调查的概率也比较低；4) 发达国家的汽车用压铸件制造业的产品结构已经明显上移，镁合金压铸正在成为他们的产品开发重点。
- 预期公司的海外订单进入爆发式增长期。公司是国内铝合金压铸件制造业的龙头企业，其销售收入主要来自于汽车用非核心铝合金压铸件业务。公司经过多年的技术积淀和工艺提升，已经进入国内外多家知名汽车企业的配套体系。公司通过不断为北美通用汽车、克莱斯勒汽车、康明斯和雷诺日产汽车等公司同步开发全新零件，并不断利用募集资金和自筹资金扩充产能、提升工艺和技术水平，牢牢抓住了产业转移的历史机遇，使得公司的海外订单进入爆发式增长阶段。公司的海外订单爆发式增长取决于三个驱动因素：1) 发达国家汽车销量恢复性快速增长；2) 公司在老的配套零件上配货系数不断提升；3) 全新的配套零件不断贡献新增订单。
- 盈利预测与估值定价。我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.71、1.10、1.61 元，鉴于公司是汽车非核心铝合金压铸制造业龙头公司，未来三年盈利水平具有良好的成长性，我们认为在 2011 年盈利水平的基础上给予公司 0.7 倍 PEG 的估值水平是合理的，对应公司合理股价为 22.37 元，首次给予公司买入的投资评级。
- 风险提示。1) 原材料价格大幅度上涨、人民币大幅度升值削弱公司产品的毛利水平；2) 海外车企订单大幅度下滑。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业资深分析师

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

朱达威

8621-63325888 × 6024

zhudawei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 6 月 15 日)	17.19 元
目标价格	22.37 元
总股本/A 股 (亿股)	1.64
A 股市值 (亿元)	28.5
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011 年 6 月 16 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
(百万元人民币)	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	894	1,240	1,713	2,293
税前利润	86	137	212	311
归属母公司净利润	85	117	181	265
EBITDA	168	223	300	400
每股收益 (元)	1.04	0.71	1.10	1.61
净资产收益率	13.74%	13.14%	17.63%	21.38%
每股经营现金 (元)	(0.57)	0.79	0.82	1.40
市盈率 (X)	16.72	24.47	15.81	10.78
市净率 (X)	1.70	3.04	2.57	2.09
EV/EBITDA	7.42	12.27	9.01	6.42

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

正文目录

1、汽车非核心铝合金压铸件的生产正在向中国转移.....	4
1.1、铝合金压铸工艺简介	4
1.2、汽车用铝合金压铸件的分类：核心零件 VS.非核心零件	4
1.3、中国企业的汽车非核心铝合金压铸件的海外需求迅速增长	5
2、汽车用非核心铝合金压铸件的制造能转移到中国的原因.....	6
2.1、汽车用铝合金压铸件是典型的非标准件产品	6
2.2、价值量在汽车产品成本中的比重偏低	6
2.3、在中国的制造成本显著低于欧美制造商	6
2.4、中国的非核心铝合金压铸件的质量不断提高	7
2.5、遭遇双反调查的概率较低	7
2.6、发达国家的压铸企业的产品结构显著上移	8
3、汽车用非核心铝合金压铸件的潜在市场规模.....	8
4、市场竞争结构.....	8
5、广东鸿图：海外订单进入爆发增长期.....	9
5.1、公司是国内铝合金压铸行业的龙头企业	9
5.1.1、收入主要来自汽车类压铸件	9
5.1.2、技术水平和产能均处于行业领先地位	10
5.1.3、公司的国内汽车铝合金压铸件业务处于市场领先地位	10
5.2、海外汽车类客户的订单进入爆发式增长阶段	10
5.2.1、公司承接海外客户订单可谓占尽天时、地利	10
5.2.2、把握市场机遇、海外销售收入进入跨越式增长阶段	11
6、盈利预测及估值	12
7、风险提示	12

图表目录

图 1 典型汽车用非核心铝合金压铸件图片	5
图 2 广东鸿图（002101）和万向钱潮（000559）的海外销售收入比重的对比	6
图 3 典型汽车用铝合金压铸件产品成本结构	7
图 4 中国汽车用铝合金压铸件的产量及增速变化趋势	9
图 5 公司主营业务收入的来源	9
图 6 金融危机后，美国汽车市场需求快速回升（2011 年销量为前 5 个月的销量）	11
表 1 汽车用铝合金压铸件的分类	4
表 2 汽车用非核心铝合金压铸件和其他汽车零部件属性差异的对比	7
表 3 公司产能投放情况	10
表 4 公司海外汽车铝合金压铸件销售收入及总的销售收入预测	12
附表：财务报表预测与比率分析	13

1、汽车非核心铝合金压铸件的生产正在向中国转移

1.1、铝合金压铸工艺简介

铝合金压铸是指熔融铝合金在高压、高速条件下填充模具型腔，并在高压下冷却成型的铸造方法，是铸造工艺中应用最广、发展速度最快的金属热加工成形工艺方法之一。由于铝合金具有很好的流动性和可塑性，而且铸造加工是在有压力的压铸机中进行，因此铝合金压铸件可以做出各种较复杂的形状，也可做出较高的精度和光洁度，从而很大程度的减少了铸件的机械加工量和铸造余量，不仅节约了电力、金属材料、还大大节约了劳动成本，适应了现代制造业中产品复杂化、精密化、轻量化、节能化的要求，应用领域不断拓宽。铝合金压铸工艺被广泛应用于机动车制造、工业设备制造、精密仪器、建筑装饰等各个行业。而在实际应用中，考虑铝合金压铸零件的应用的数量、品种、技术和质量要求等因素，汽车工业是铝合金压铸行业需求量最大、产品质量和性能要求最高的下游行业。

1.2、汽车用铝合金压铸件的分类：核心零件 VS.非核心零件

汽车用铝合金压铸件主要以零件的形式应用于汽车的制造。按照重要程度可以分为，核心零件和非核心零件。其中发动机的缸体、缸盖，是发动机的核心零件，发动机的工作过程的发生场所；发动机缸盖罩、发动机前盖、发动机油底壳、发动机轴承座、发动机排水罩、发动机或变速箱支架、变速箱壳体、变速箱外延室、差速器外壳等零件，为相应的功能件提供保护、容纳功能，利用铝合金良好的散热性能，快速为功能件散热，属于非核心零件，对汽车整车的质量、性能影响程度相对较弱。

表 1 汽车用铝合金压铸件的分类

零件分类	零件名称	零件功能
核心零件	发动机缸体、发动机缸盖	发动机工作过程的发生场所
非核心零件	发动机缸盖罩、发动机前盖、发动机油底壳、发动机轴承座、发动机排水罩、发动机或变速箱支架、变速箱壳体、变速箱外延室、差速器外壳	为功能件提供保护、容纳功能，利用铝合金良好的散热性能，快速为功能件散热。

数据来源：中国铸造协会 东方证券研究所

图 1 典型汽车用非核心铝合金压铸件图片

发动机缸盖罩



变速箱壳体



发动机油底壳



发动机前盖



离合器壳体

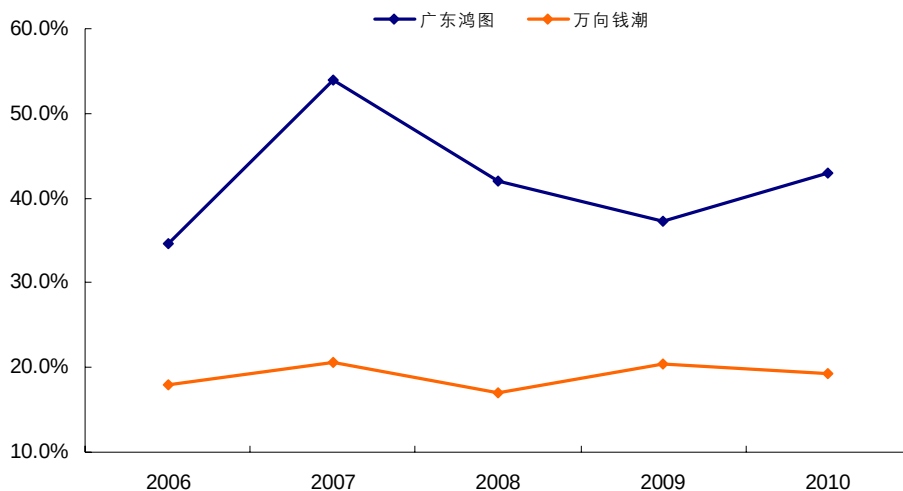


发动机支架

数据来源：广东鸿图公司网站

1.3、中国企业的汽车非核心铝合金压铸件的海外需求迅速增长

中国的汽车类铝合金压铸件产品，主要是一些功能件壳体、保护罩和支架等非核心铝合金压铸件。五年前，通用、福特、克莱斯勒和康明斯等欧美汽车巨头就已经在中国采购该类铝合金压铸件，用于 OEM 生产。特别是欧美汽车巨头的本土供应商受金融危机冲击大量破产倒闭之后，这些汽车制造商加大了在华的采购力度。受益于这一进程，近年来以广东鸿图、鸿特精密为代表的中国铝合金压铸件制造企业，海外市场的销售收入比重不断提高，成为这些企业销售收入和盈利增长的重要驱动力。与此形成鲜明对应的是：在其他零部件领域，鲜有企业在海外 OEM 市场取得较大突破。

图 2 广东鸿图（002101）和万向钱潮（000559）的海外销售收入比重的对比


数据来源：广东鸿图、万向钱潮年报 东方证券研究所

2、汽车用非核心铝合金压铸件的制造能转移到中国的原因

2.1、汽车用铝合金压铸件是典型的非标准件产品

如上图所示，汽车用铝合金压铸件往往是尺寸较大，空间造型复杂的非核心零件，非常适合使用铸造工艺生产。由于造型复杂，所以对铸造时使用的模具的开发能力要求非常高。另外，不同的整车企业，对铝合金压铸件产品的外观形状、性能指标往往有不同的要求，铝合金压铸件供应商需要根据不同整车客户的要求进行定制生产。因此，汽车用铝合金压铸件属于典型的非标准件产品，无法大规模生产，也就意味着就某一具体的汽车压铸件而言，无法获得生产的规模效应，对于汽车用铝合金压铸件制造商而言，无法和汽车内饰、轮胎、轮毂以及功能件制造商一样，形成明显的规模优势，也就很难产生产销规模很大的公司。因为是非标准件，同时不合适使用切削、研磨等机械加工工艺，所以每生产一个零件就得开发一套压铸模具，导致发达国家制造该类产品的成本非常高。

2.2、价值量在汽车产品成本中的比重偏低

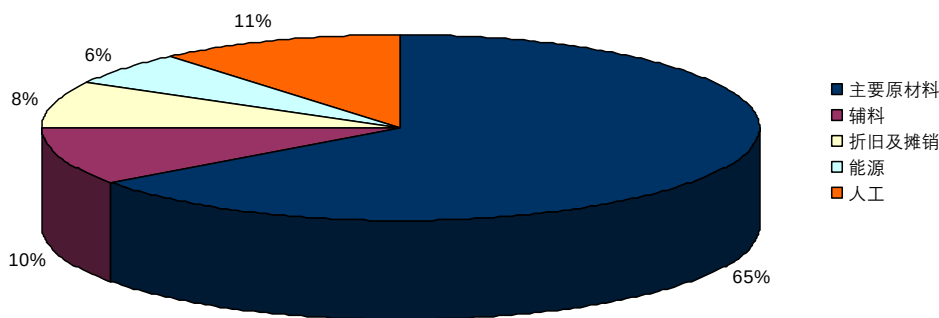
一辆汽车上全部非核心铝合金压铸件的价值总量平均不超过 1000 元人民币，占乘用车产品成本的比重一般不超过 2%。由于汽车用非核心铝压铸件的产品价值量比较低，产品非标准化的特点决定了无法进行大规模生产，这两个特点决定了在这个领域里很难诞生汽车内饰件领域的伟世通、轮胎领域的米其林、传动轴领域的 GKN 那样的细分行业巨头。

2.3、在中国的制造成本显著低于欧美制造商

铝合金压铸产品的主要成本是原材料，其次是制造费用。对于汽车用铝合金压铸件而言，由于是非标准件，单件产品生产批量小，无法大规模批量化生产，而且每一个零件需要开发一套专用的生产

模具。所以，在人工费用高企的欧美发达国家，生产这样的零件的成本是非常高的。与此相对应，中国相对低廉的人工成本，在应对这种非标准化、小批量、频繁开发、更换生产模具的产品制造时，则充分显示了自己的竞争优势。

图 3 典型汽车用铝合金压铸件产品成本结构



数据来源：中国铸造行业协会 东方证券研究所

2.4、中国的非核心铝合金压铸件的质量不断提高

经过数十年的制造经验积累，中国的非核心铝合金压铸行业的产品种类、技术水平、产品质量、工艺装备和检测手段等方面，都取得了长足的进步。汽车用非核心铝合金压铸件的尺寸精度、良品率、质量稳定性已经达到欧美同行的制造水平；一些行业龙头企业，已经尝试采用超低速压铸、真空压铸、半固态压铸等先进的生产工艺；在产品拓展方面，一些行业领先企业已经开始采用铝合金压铸工艺生产核心的发动机缸体和缸盖产品。目前，中国企业制造的汽车用非核心铝合金压铸件的质量已经达到欧美汽车制造商的要求，已经大规模进入这些跨国公司的配套体系。

2.5、遭遇双反调查的概率较低

由于汽车用非核心铝合金压铸件属于非核心零件，产品价值量很低，又是非标准件，无法规模化量产。所以，即使在北美，汽车用铝合金压铸行业也是一个非常小的行业，行业内的制造商的产销规模普遍偏小，对政府的影响力非常有限。所以，中国制造的铝合金压铸件进入北美市场，遭遇双反调查的概率比较低。

表 2 汽车用非核心铝合金压铸件和其他汽车零部件属性差异的对比

	非核心铝合金压铸零件	内饰系统零部件	变速箱、传动轴、车灯等功能件
产品价值量	低	高	高
产品市场潜在规模	小	大	大
产品标准化程度	低	中等	高
产品对消费者体验的影响	无	高	高
不同产地制造成本差异	高	中等	中等
进入发达国家市场的障碍	低	高	高

数据来源：东方证券研究所

2.6、发达国家的压铸企业的产品结构显著上移

压铸业发达国家的企业由于在装备和技术水平上领先，当前以生产通讯、汽车、航空等高质量和高附加值的压铸件为主。由于镁合金特有的优点，在航空、汽车、消费电子等领域应用的比例近年来快速提高。因此，压铸业发达国家的企业将产品升级和制造工艺升级的重点放在了镁合金压铸件产品上，同时正在逐步退出铝合金压铸件中附加值较低的零件的生产。

3、汽车用非核心铝合金压铸件的潜在市场规模

汽车轻量化是汽车节能减排的重要手段，而铝合金材料则是达成汽车轻量化目标的主要应用材料。根据大众汽车的实验数据，汽车重量每减轻 10%，最多可实现节油 8%；而汽车每使用 1kg 铝合金，可降低自身重量的 2.3kg，减重效应非常明显，由此带来的节能效果非常显著。汽车轻量化带来的燃油的节省的同时，也显著降低了汽车尾气的排放。根据大众汽车的实验数据，每使用 1kg 铝合金，可在汽车全部使用期内减少 22kg 的尾气排放，如果汽车上凡是可用铝合金制造的都用铝合金替代，那么每辆车的铝合金平均使用量将达到 455kg，最多每辆车在全部使用期内平均可降低 9.2 吨的尾气排放。鉴于汽车采用铝合金制造带来的明显的节能减排效果，目前发达国家的汽车行业已经开始大规模采用铝合金材料替代钢材、铸铁等材料，其中，中高级乘用车的铝合金材质的使用量在迅速提高。

根据中国铸造协会压铸分会的数据，目前世界范围内典型的乘用车铝合金压铸件的使用量平均大约在 100KG 左右，其中非核心铝合金压铸件（不包括发动机的缸体、缸盖）的使用量平均大约在 50KG 左右。按照 40 元/KG 的平均价格估算，预计每辆乘用车上非核心铝合金压铸件的价值量大约在 2000 元左右。根据国际汽车制造商协会 2010 年 4 月 5 日公布的数据，2010 年，全球乘用车产量约为 5826 万辆。据此推算，2010 年，全球乘用车用铝合金非核心铝合金压铸件的潜在市场需求规模约为 1165 亿元人民币。其中，对于中国企业而言，可能的潜在市场包括：中国 280 亿元人民币；北美地区 200 亿元人民币；欧洲 270 亿元人民币。

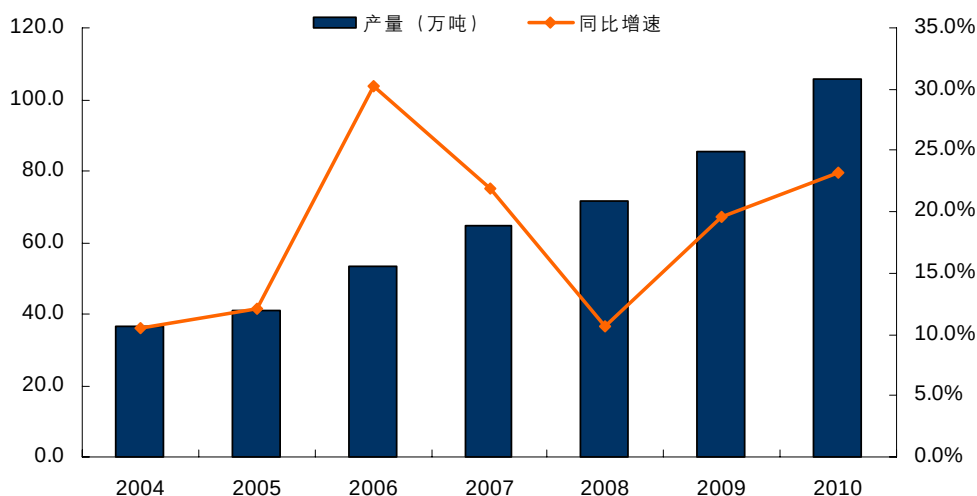
4、市场竞争结构

由于铝合金压铸件是非标准件，产品个性化、专用化突出，所以在世界范围内，从事铝合金压铸产品制造的企业众多，但是产销规模普遍偏小。

中国目前产销规模相对较大的汽车铝合金压铸件制造商有广东鸿图、东莞鸿图、广东鸿特、一汽联合铸造、上海乾通、大连亚明、大连朗明等企业。但是产销规模都在 5 万吨/年以下，市场份额都不超过 3%，各自有自己配套的整车客户和车型，彼此之间的正面竞争很少，市场份额极度分散。

世界范围内，汽车用铝合金压铸件制造行业同样鲜有像伟世通、德尔福、法雷奥那样的细分行业巨头。美国的 JL French、德国的凯世曼、日本的 RYOBI 静冈工场等企业，是世界范围内汽车用铝合金压铸件制造行业产销规模较大的企业，这些企业在相应的市场上，获取的份额也比较低，几乎都不超过 5%。

图 4 中国汽车用铝合金压铸件的产量及增速变化趋势



数据来源：中国铸造协会压铸分会 东方证券研究所

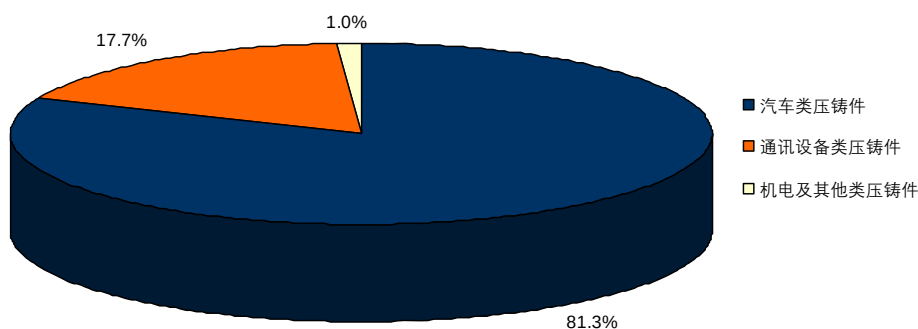
5、广东鸿图：预期海外订单进入爆发增长期

5.1、公司是国内铝合金压铸行业的龙头企业

5.1.1、收入主要来自汽车类压铸件

公司的主营业务是铝合金压铸件业务，产品广泛应用于汽车、通讯、工业设备等下游行业产品的制造。目前，公司的产品主要应用于汽车产品的制造。

图 5 公司主营业务收入的来源



数据来源：公司 2010 年年报 东方证券研究所

5.1.2、技术水平和产能均处于行业领先地位

自成立以来，公司承接了控股股东高要鸿图十余年来从事铝合金压铸件开发、设计、生产的技术力量，并不断吸收计算机虚拟设计与制造、材料、现代质量管理等方面的最新成果，形成了包括压铸模具设计开发、生产工艺、材料和检测技术在内的较为完整的先进压铸技术体系。其中，压铸模具设计开发、真空压铸技术、超低速压铸技术、三轴数控全自动冷碾铆接技术和汽车压铸件气密性检测技术等方面，在国内铝合金压铸行业处于领先水平。

由于公司的生产管理水平和技术水平的不断提高，东风日产乘用车有限公司授予公司“2010 年度优秀供应商”的称号；重庆康明斯发动机有限公司授予公司“2010 年度合格供应商”的称号；东风本田发动机有限公司授予公司“质量提高显著供应商奖”；2010 年，本田汽车（中国）有限公司授予公司“特别协助奖”。

到 2008 年 5 月份，公司的 IPO 募投项目产能已经全部建成投产；自筹资金建设项目南通工厂预计在 2012 年上半年建成投产；2010 年 11 月份的非公开增发项目的产能预计在 2013 年投产。预计到 2013 年，公司的设计产能可达 4.5 万吨。及时的产能扩张，为公司扑捉来自汽车铝合金压铸件市场的机会奠定了坚实的基础。

表 3 公司产能投放情况

	2010	2011	2012
既有产能（万吨/年）	2.3	2.3	3.0
新增产能（万吨/年）	0.0	0.7	1.5
总产能（万吨/年）	2.3	3.0	4.5

数据来源：公司公告

5.1.3、公司的国内汽车铝合金压铸件业务处于市场领先地位

公司国内汽车行业的主要客户包括东风本田发动机、东风日产、东风康明斯等业内著名公司。这些公司的产品在市场上具有很强的竞争力，市场表现非常出色，来自这些客户的订单，驱动公司的国内汽车铝合金压铸件的销售收入快速增长。根据 2010 年公司的产量和行业的产量数据，我们估计公司在中国汽车用铝合金压铸件市场上的份额大约在 1.5% 左右，处于行业领先水平。我们认为，凭借公司的技术水平和生产能力，未来公司在国内汽车铝合金压铸件市场上的份额还有很大的拓展空间。

5.2、海外汽车类客户的订单进入爆发式增长阶段

5.2.1、公司承接海外客户订单可谓占尽天时、地利

公司已经和海外著名汽车公司进行汽车铝合金压铸件产品方面的合作已经持续多年。目前，公司主要的海外的汽车客户包括：通用汽车、克莱斯勒汽车、雷诺日产汽车、本田汽车、康明斯等。

在和这些跨国公司合作之初，由于公司在产品质量和技术水平上和跨国公司的本土供应商相比还有一定的差距，当时来自这些跨国公司的订单并不多。随着时间的推移，公司为满足这些跨国公司的

严格甚至苛刻的产品质量要求，不断提升模具开发设计水平、装备工艺水平，自身的产品质量和技术水平不断提升，大部分产品已经达到甚至超过客户的技术要求。

汽车的非核心铝合金压铸件的非标准化、非通用化、低价值量、无法大规模量产的特点，以及越来越高的环境成本，决定了发达国家生产这种零件越来越不具备成本优势。与此同时，以中国为代表的发展中国家的铝合金压铸件制造企业的产品质量和工艺水平已经能完全满足跨国车企的要求。于是，这些跨国汽车公司开始显著加快了铝合金压铸件的制造向中国等发展中国家转移的步伐。2008 年，金融危机袭来，发达国家的汽车产品需求大幅度下滑，发达国家的许多汽车零部件供应商订单锐减，运营举步维艰。汽车铝合金压铸件制造商，都是一些小型企业，很多由于无法渡过金融危机而破产倒闭。本土铝合金压铸企业的倒闭也驱动跨国车企把更多的订单转移到以中国为代表的发展中国家。

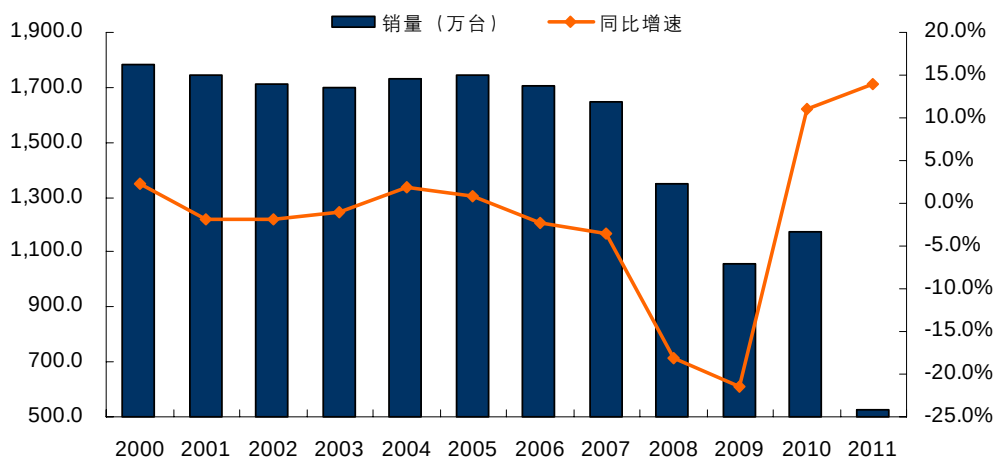
5.2.2、把握市场机遇、海外销售收入进入跨越式增长阶段

公司目前已经成为北美通用汽车、克莱斯勒汽车、雷诺日产汽车和康明斯发动机的非常重要的铝合金压铸件供应商，被认可度越来越高。北美通用汽车公司授予公司“2010 年度全球优秀供应商”的殊荣，这是公司连续第四年获颁此奖项；日产（中国）投资有限公司授予公司“物流改善活动贡献奖”；克莱斯勒公司还为其 2011 年新车型“大切诺基”成功投产授予公司“特别贡献奖”。

公司的海外销售收入的增长取决于三个驱动因素：1) 已经实现批量供货的零件配套的整车销量能持续增长；2) 已经实现批量供货的零件获得的配货系数不断提高；3) 公司拿到全新的配套零件的订单。

由于海外客户对公司的认可度不断提高，我们预计已经实现批量供货的零件获得的配货系数将呈现逐年上升的趋势；金融危机后，欧、美、日等发达国家的汽车需求快速增长，将带动公司已经实现批量供货的零件的销量迅速提升。

图 6 金融危机后，美国汽车市场需求快速回升（2011 年销量为前 5 个月的销量）



数据来源：美国汽车经销商协会网站

公司从 2007 年开始，每年为海外整车企业同步开发全新的铝合金压铸件超过 200 个，直到现在，这一同步开发进程一直在持续。公司为海外整车企业同步开发的这些零部件，两年后都会带来生产订单。我们预计，只要海外整车企业的新车型按时投放，公司的海外汽车类压铸件业务就会不断有新增的销售收入，所以，即使公司此前为海外车企配套的旧的零件的配货量有所下降，公司总体的汽车类压铸件的海外销售收入依然是持续增长的。

表 4 公司海外汽车铝合金压铸件销售收入及总的销售收入预测

万元人民币	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海外汽车用铝合金压铸件	12,460.71	30,353.11	60,706.22	97,129.95	145,694.93
YOY (+/-%)	-25.8%	143.6%	100.0%	60.0%	50.0%
国内汽车用铝合金压铸件	20,944.40	40,339.84	42,356.83	50,828.20	58,452.43
YOY (+/-%)	-10.0%	92.6%	5.0%	20.0%	15.0%
通讯设备用铝合金压铸件	12,877.92	15,352.78	17,655.69	19,774.38	21,356.33
YOY (+/-%)	18.8%	19.2%	15.0%	12.0%	8.0%
机电类及其他铝合金压铸件	1,050.87	865.49	778.94	701.05	630.94
YOY (+/-%)	-53.3%	-17.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
合计	47,333.90	86,911.22	121,497.69	168,433.57	226,134.62
YOY (+/-%)	-11.0%	83.6%	39.8%	38.6%	34.3%

数据来源：公司财报 东方证券研究所

6、盈利预测及估值

公司主要的销售收入和利润来源是汽车用铝合金压铸件。其中来自国内的汽车用铝合金压铸件未来三年将进入平稳增长的阶段；公司的产能扩张、技术实力和工艺水平的不断提升，以及持续多年为海外车企同步开发铝合金压铸件的坚持不懈的努力，使得公司的海外汽车铝合金压铸件业务终于从 2010 年开始进入大规模收获期。我们预计，未来三年，来自北美通用汽车、克莱斯勒汽车、康明斯发动机和雷诺日产的订单将驱动公司海外汽车铝合金压铸件业务的收入复合增长率超过 60%；未来三年，公司总体的收入增速复合增长率有望接近 40%；净利润复合增长率有望超过 45%。

我们预测公司 2011–2013 年每股收益分别为 0.71、1.10、1.61 元，鉴于公司未来三年盈利水平良好的成长性，我们认为在 2011 年盈利水平的基础上给予公司 0.7 倍 PEG 的估值水平是合理的，对应公司合理股价为 22.37 元，目前公司股价为 17.40 元，首次给予公司买入的投资评级。

7、风险提示

- 1) 原材料价格大幅度上涨、人民币大幅度升值削薄公司产品的毛利水平；
- 2) 海外汽车市场需求大幅度下滑，海外车企新车型投放进度显著低于预期，海外车企订单大幅度下滑。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	894	1,240	1,713	2,293	经营活动现金流	(47)	130	134	230
营业成本	671	916	1,254	1,662	税后利润	85	117	181	265
主营业务税金及附加	2	5	7	9	经常性非现金支出	65	79	84	88
销售费用	64	87	117	154	非经常性现金支出	(3)	(0)	(0)	(1)
管理费用	54	74	99	131	营运资金变动	(194)	(65)	(130)	(122)
财务费用	16	21	24	26	少数股东损益	0	0	0	0
资产减值损失	1	2	2	3	投资活动现金流	(98)	(62)	(62)	(61)
投资收益	0	0	0	1	资本开支	(98)	(62)	(62)	(62)
营业利润	86	135	210	309	投资与投资收益	0	0	0	1
非经常性损益	0	2	2	2	筹资活动现金流	380	(40)	(32)	(35)
税前利润	86	137	212	311	贷款增加	46	0	0	0
所得税	1	21	32	47	支付股利利息	(11)	(37)	(32)	(34)
净利润	85	117	181	265	其他融资	0	(3)	0	(1)
少数股东损益	0	0	0	0	现金净流量	235	28	40	133
归属母公司净利润	85	117	181	265	现金期初余额	63	298	326	366
EPS (元/股)	1.04	0.71	1.10	1.61	现金期末余额	298	326	366	499

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	798	943	1,228	1,622	增长能力				
货币资金	303	331	371	504	营收增长率(%)	78.85%	38.69%	38.17%	33.81%
应收账款及票据	343	414	571	764	EBITDA 增长率(%)	54.03%	33.00%	34.10%	33.44%
存货	134	168	245	301	EBIT 增长率(%)	64.28%	44.89%	45.07%	40.85%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	86.04%	36.77%	54.77%	46.53%
非流动资产合计	521	527	531	534	盈利能力				
长期投资	0	0	0	0	毛利率(%)	24.93%	26.10%	26.80%	27.53%
固定资产	394	368	346	328	净利率(%)	9.54%	9.41%	10.54%	11.54%
在建工程	36	84	128	168	EBITDA 利润率(%)	18.78%	18.01%	17.48%	17.43%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	8.51%	8.37%	11.19%	13.52%
无形资产	21	20	18	17	ROE(%)	13.7%	13.1%	17.6%	21.4%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	10.23%	12.40%	15.60%	18.39%
资产总计	1,319	1,469	1,759	2,156	偿债能力				
流动负债合计	392	442	559	701	资产负债率(%)	36.5%	36.2%	36.9%	36.7%
短期借款	128	128	128	128	流动比率(倍)	2.04	2.13	2.20	2.31
应付账款及票据	221	247	339	449	速动比率(倍)	1.69	1.75	1.76	1.88
预收账款	0	0	0	0	营运能力				
一年内到期非流动负债	0	0	0	0	总资产周转率	0.89	0.89	1.06	1.17
其他应付款	14	21	29	38	应收账款周转率	3.80	2.29	1.74	1.72
非流动负债合计	90	90	90	90	存货周转率	6.12	6.07	6.08	6.09
长期贷款	90	90	90	90	应付账款周转率	4.43	3.92	4.28	4.22
应付债券	0	0	0	0					
负债合计	481	532	649	790	价值评估				
股本	82	164	164	164	P/B(倍)	1.70	3.04	2.57	2.09
资本公积	508	426	426	426	P/E(倍)	16.72	24.47	15.81	10.78
未分配利润	208	296	450	680	EV/收入(倍)	1.39	2.21	1.58	1.12
股东权益合计	838	938	1,110	1,366	EV/EBITDA(倍)	7.42	12.27	9.01	6.42
负债和股东权益	1,319	1,469	1,759	2,156	EV/EBIT(倍)	10.82	16.43	11.16	7.53

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

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

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn