

**评级：买入（维持）**

市场价格：39.67元

分析师：何俊艺

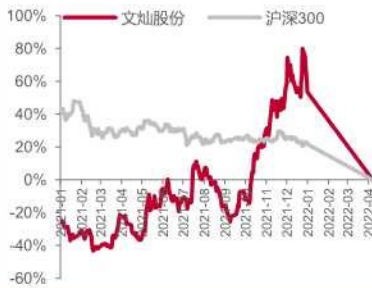
执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

**基本状况**

总股本(百万股)	264
流通股本(百万股)	261
市价(元)	39.67
市值(百万元)	10,454
流通市值(百万元)	10,361

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,112	5,230	5,957	7,855	9,073
增长率 yoy%	58%	27%	14%	32%	16%
净利润(百万元)	97	238	325	567	778
增长率 yoy%	16%	145%	37%	75%	37%
每股收益(元)	0.37	0.90	1.23	2.15	2.95
每股现金流量	1.58	2.20	1.45	3.64	4.66
净资产收益率	4%	8%	10%	15%	17%
P/E	107.6	44.0	32.2	18.4	13.4
P/B	3.8	3.4	3.1	2.7	2.3

备注：数据截止 2023/4/28

**投资要点**

- **事件：公司发布 2022 年报&2023 一季报，22 年营收 52.3 亿元，YOY+27.2%，归母净利润 2.4 亿元（业绩预告中位数），YOY+144.5%。23Q1 收入 12.7 亿元，同比+2.3%，归母净利润 254W，同比-96.8%。**
- **22 年新能源放量驱动本部量利齐升，海外经营波动及减值影响百炼盈利。**22 年百炼收入 26.4 亿元，同比+20.5%；本部 25.9 亿元，同比+34.8%，主要是新能源汽车订单增长驱动。2022 年净利润 2.38 亿元，同比+144.5%，扣除收购百炼以及股权激励相关行为产生的影响，本部实现净利润 2.08 亿元，同比+186.46%，主要是需求恢复+业务结构优化+铝价缓和等带来本部盈利修复。百炼盈利下滑主要是减值及墨西哥新工厂爬坡影响：①Q4 百炼对尚未判决的铝材进口涉及的增值税缴纳诉讼事项计提预计负债，预计减少公司合并报表利润总额 5243 万（2022.12.30 日公告已发，此为一次性非经营性因素，为百炼收购前遗留问题）；②百炼墨西哥部分新产线因为部件短缺、熔炼炉损坏等原因影响正常生产经营；③欧洲能源价格较高致成本端承压。
- **23Q1 收入同比+2.3%，环比-5.1%，好于行业，但多重因素致盈利短期承压。**Q1 毛利率 14.3%，同比-5.1pct，环比-1.6pct，归母净利润同比-96.8%，我们判断原因为：1) 重要客户蔚来 ES6/ES8 更新换代减产；2) 新能源客户 Q1 排产不及预期；3) 百炼墨西哥高压铸造新工厂目前处于亏损阶段，Q1 产品质量费用支出、人工成本等同比有所增长，致短期盈利承压。
- **新能源催生一体化压铸工艺革命，是从 0 到 1 的潜在千亿市场。**一体化压铸本质上是高压铸造工艺，由特斯拉率先推广，在原本设计中多个单独、分散的小件经过重新设计高度集成，再利用大型压铸机进行一次成型。一体化压铸的优势主要体现为降本、轻量化和生产效率的提升，在特斯拉示范效应下，蔚来、理想、小鹏、华为/赛力斯、极氪均已跟进该工艺，根据产业链信息，大众、小米、奔驰、长安等车企都在规划，汽车行业正在掀起一体化压铸工艺革命。根据特斯拉规划，车身一体化应用范围将从后地板渗透至前舱以及底盘电池托盘，我们判断单车价值至少可看向 8000 元，市场前景广阔。
- **工艺领先+前瞻布局+全产业链优势铸就一体化压铸龙头，23 年一体压铸率先兑现业绩。**一体化压铸产品的本质是对车身件的进一步整合，公司作为铝压铸车身体件龙头具备转型先发优势。公司是国内最早研究及使用真空高压铸造工艺生产铝合金的企业，是国内大规模量产铝合金车身体结构件的领先企业，产品基本覆盖全部铝合金车身体结构件，先后为特斯拉、奔驰、蔚来等中高端车型供应铝压铸车身体件，积累了丰富的技术和量产经验。公司 2020 年开始储备车身一体化技术，目前已获得 3 个主机厂订单，2023 年公司一体化压铸后地板率先放量、一体化压铸前舱也率先量产，一体化压铸率先兑现业绩，预计客户突破进度有望再超预期，将充分享受新产业趋势红利。
- **盈利预测和投资建议：一体化压铸是从 0 到 1 的潜在千亿市场，工艺领先+前瞻布局+全产业链优势铸就一体化压铸龙头。**同时公司产品线自 2020 年发生重要变化，新增底盘、大三电、电池托盘/储能箱体产品，全面拥抱新能源，打开成长性。考虑整车竞争加剧，客户需求存在一定不确定性，调整公司 23-24 年公司归母净利润为 3.3、5.7 亿元（前值为 6、8.5 亿元），新增 25 年归母净利润 7.8 亿元，23-25 年增速依次为 37%、75%、37%，对应当前 PE 32X、18X、13X，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：新能源车需求不及预期、海外经营不及预期、铝价反弹**

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	459	893	1,178	1,361	营业收入	5,230	5,957	7,855	9,073
应收票据	21	12	21	26	营业成本	4,264	4,834	6,249	7,106
应收账款	1,296	1,594	2,005	2,331	税金及附加	23	36	47	54
预付账款	27	31	40	46	销售费用	75	85	112	130
存货	723	852	1,039	1,213	管理费用	281	322	424	490
合同资产	0	0	0	0	研发费用	160	182	240	277
其他流动资产	244	336	407	465	财务费用	70	76	92	91
流动资产合计	2,771	3,718	4,690	5,442	信用减值损失	-10	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-57	-57	-57	-57
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,558	2,611	2,717	2,868	投资收益	0	0	0	0
在建工程	811	911	911	811	其他收益	25	25	25	25
无形资产	395	456	510	559	<b>营业利润</b>	<b>314</b>	<b>380</b>	<b>649</b>	<b>883</b>
其他非流动资产	816	857	948	1,008	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	4,580	4,835	5,086	5,247	营业外支出	51	20	20	20
<b>资产合计</b>	<b>7,351</b>	<b>8,553</b>	<b>9,776</b>	<b>10,689</b>	<b>利润总额</b>	<b>264</b>	<b>361</b>	<b>630</b>	<b>864</b>
短期借款	931	1,696	1,855	1,588	所得税	26	36	63	86
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>238</b>	<b>325</b>	<b>567</b>	<b>778</b>
应付账款	1,543	1,493	1,945	2,326	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>238</b>	<b>325</b>	<b>567</b>	<b>778</b>
合同负债	97	110	145	168	NOPLAT	301	394	650	859
其他应付款	58	85	75	72	EPS (摊薄)	0.90	1.23	2.15	2.95
一年内到期的非流动负债	395	317	321	344					
其他流动负债	154	173	220	250					
流动负债合计	3,177	3,872	4,560	4,748					
长期借款	788	969	990	989					
应付债券	113	113	113	113					
其他非流动负债	226	226	226	226					
非流动负债合计	1,127	1,308	1,329	1,328					
<b>负债合计</b>	<b>4,304</b>	<b>5,180</b>	<b>5,889</b>	<b>6,077</b>					
归属母公司所有者权益	3,047	3,373	3,888	4,613					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,047</b>	<b>3,373</b>	<b>3,888</b>	<b>4,613</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,351</b>	<b>8,553</b>	<b>9,776</b>	<b>10,689</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>580</b>	<b>382</b>	<b>958</b>	<b>1,227</b>
现金收益	701	831	1,121	1,365
存货影响	-209	-128	-188	-174
经营性应收影响	-244	-236	-372	-280
经营性应付影响	636	-23	442	378
其他影响	-304	-62	-45	-62
<b>投资活动现金流</b>	<b>-973</b>	<b>-686</b>	<b>-713</b>	<b>-657</b>
资本支出	-1,167	-644	-622	-596
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	194	-42	-91	-61
<b>融资活动现金流</b>	<b>254</b>	<b>738</b>	<b>40</b>	<b>-387</b>
借款增加	376	867	184	-243
股利及利息支付	-115	-180	-258	-303
股东融资	9	0	0	0
其他影响	-16	51	114	159

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	27.2%	13.9%	31.9%	15.5%
EBIT 增长率	78.4%	30.9%	65.1%	32.3%
归母公司净利润增长率	144.5%	36.7%	74.6%	37.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.5%	18.9%	20.5%	21.7%
净利率	4.5%	5.5%	7.2%	8.6%
ROE	7.8%	9.6%	14.6%	16.9%
ROIC	7.9%	7.5%	11.0%	13.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.5%	43.4%	58.6%	60.6%
债务权益比	80.5%	98.4%	90.1%	70.7%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	80	87	82	86
应付账款周转天数	102	113	99	108
存货周转天数	52	59	54	57
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.90	1.23	2.15	2.95
每股经营现金流	2.20	1.45	3.64	4.66
每股净资产	11.56	12.80	14.75	17.50
<b>估值比率</b>				
P/E	44	32	18	13
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	31	26	19	15

来源: wind, 中泰证券研究所

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。