

泉峰汽车 (603982.SH)

营收短期承压，电池构建业务拓展顺利

买入

核心观点

2021 年营收小幅增长，21Q4、22Q1 营收短期承压。公司发布 2021 年年报及 2022 年一季度报，公司 2021 年实现营收 16.15 亿元，同比+16.53%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比+0.76%。其中 Q4 实现营收 4.25 亿元，同比-10.47%，实现归母净利润 0.11 亿元，同比-80.93%。进入 2022 年，公司 Q1 实现营收 4.07 亿元，同比-3.72%，实现归母净利润 0.18 亿元，同比-62.54%。

原材料价格上涨，毛利率承压。公司 2021 年毛利率为 20.80%，同比下降 5.27pct，净利率为 7.55%，同比下降 1.18pct。2021 年 Q4 毛利率为 8.77%，同比下降 21.02pct，环比下降 14.30pct；净利率为 2.61%，同比下降 9.63pct，环比下降 5.84pct。2022 年 Q1 毛利率为 15.93%，同比下降 11.72pct，环比上升 7.16pct；净利率为 4.35%，同比下降 6.82pct，环比上升 1.74pct。

车身用铝前景广阔，公司先发优势明显、电池构建业务拓展顺利。轻量化作为汽车节能的关键技术之一，铝合金是轻量化的最佳解决材料。2013 年布局新能源汽车业务以来，公司在新能源汽车零部件领域获得了丰富的技术积累和客户资源积累，并取得了一定的行业先发优势。2021 年公司成功成为宁德时代、欣旺达、亿纬锂能、国轩高科等主要电池厂商供应商，并获多个电池端板、电池托盘等电池构件定点，实现新能源“三电系统”业务领域的全覆盖。

战略布局压铸一体化，中长期发展战略清晰。2021 年，公司全力布局压铸一体化相关业务，将着重拓展新能源“多合一”铝合金压铸件、电池构件及车身构件领域。目前公司“多合一”铝合金压铸件业务，部分产品已经开始量产，技术和工艺正在逐步成熟，中心进料等工艺投入应用，并着力突破电池托盘一体化压铸业务的工艺替代，以及车身结构件业务的技术攻坚和业务拓展。公司预计 2022 年底前将完成 7 台 3000T 以上大型压铸机的安装和调试。

风险提示：疫情拖累汽车产量，客户及品类拓展不及预期，新能源政策收紧。

投资建议：下调盈利预测，维持评级。考虑到 2022 年行业缺芯持续以及原材料涨价影响，我们下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 1.66/2.52/4.14 亿元（前次预测 2022-2023 归母净利润 2.54/3.40 亿元）。公司作为优质铝压铸企业，新能源客户优质、布局早、产品拓展全，更新一年期目标股价 18.8-22.5 元（前次目标价为 38-44 元），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,386 | 1,615 | 2,567 | 3,450 | 4,818 |
| (+/-%) | 10.8% | 16.5% | 59.0% | 34.4% | 39.6% |
| 净利润(百万元) | 121 | 122 | 166 | 252 | 414 |
| (+/-%) | 40.8% | 0.8% | 36.5% | 51.6% | 64.2% |
| 每股收益(元) | 0.60 | 0.61 | 0.83 | 1.25 | 2.05 |
| EBIT Margin | 10.3% | 6.1% | 8.6% | 9.7% | 11.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 7.8% | 6.6% | 8.5% | 11.9% | 17.1% |
| 市盈率 (PE) | 29.2 | 29.0 | 21.2 | 14.0 | 8.5 |
| EV/EBITDA | 16.2 | 22.2 | 15.9 | 12.4 | 9.8 |
| 市净率 (PB) | 2.27 | 1.93 | 1.81 | 1.66 | 1.46 |

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

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：戴仕远

daishiyuan@guosen.com.cn

S0980521060004

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | 18.80 - 22.50 元 |
| 收盘价 | 16.58 元 |
| 总市值/流通市值 | 3333/1360 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 51.81/14.70 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 103.33 百万元 |

市场走势



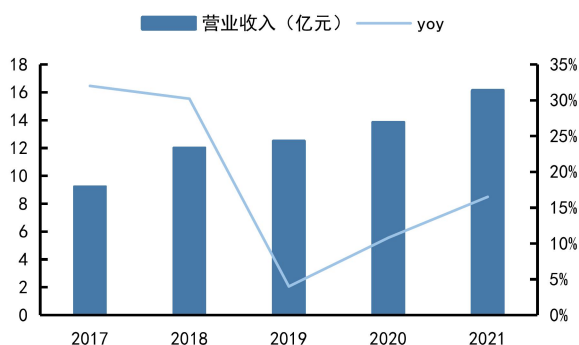
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《国信证券-汽车汽配行业-泉峰汽车-603982-深度报告：前瞻布局新能源业务及一体化压铸》——2022-01-21

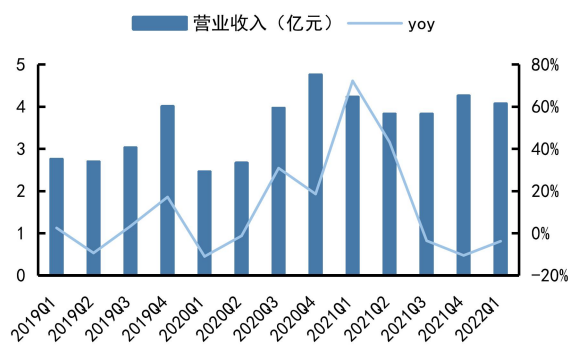
22021 年营收小幅增长，21Q4、22Q1 营收短期承压。泉峰汽车发布 2021 年年报及 2022 年一季度报，公司 2021 年实现营收 16.15 亿元，同比+16.53%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比+0.76%。其中 Q4 实现营收 4.25 亿元，同比-10.47%，实现归母净利润 0.11 亿元，同比-80.93%。2022 年 Q1，公司实现营收 4.07 亿元，同比-3.72%，实现归母净利润 0.18 亿元，同比-62.54%。

图1：公司营业收入及增速



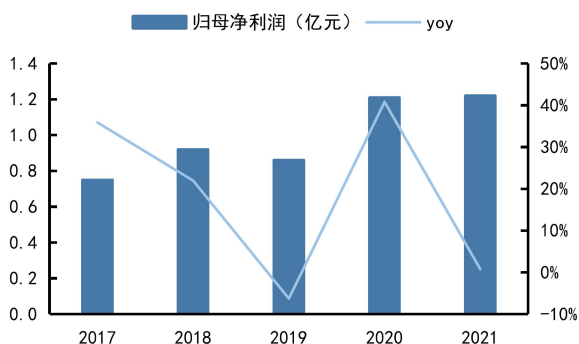
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



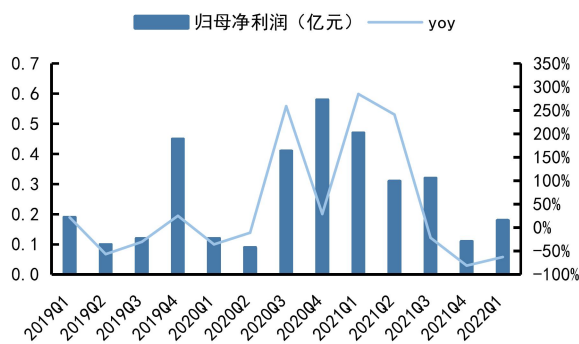
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润及增速

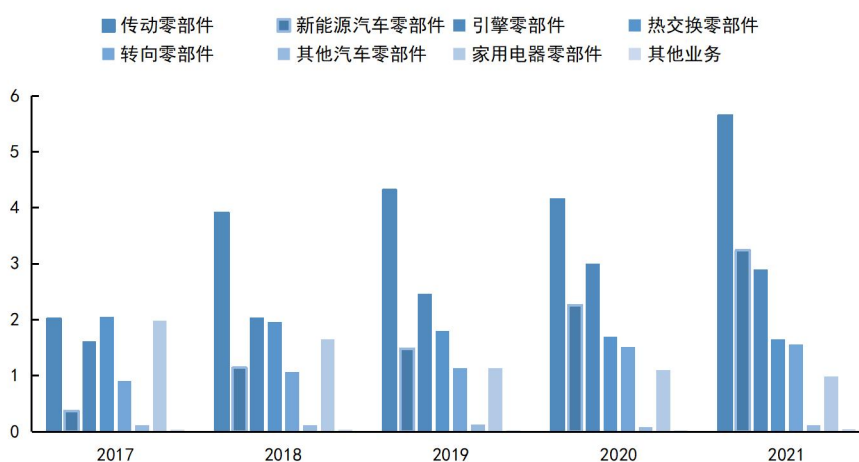


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分产品看，2021 年公司传动零部件实现营收 5.65 亿元（同比+36.14%）；新能源汽车零部件实现营收 3.24 亿元（同比+43.36%）；引擎零部件实现营收 2.9 亿元（同比-3.33%）；热交换零部件实现营收 1.65 亿元（同比-2.94%）；转向零部件实现营收 1.56 亿元（同比+3.31%）；其他汽车零部件实现营收 0.11 亿元（同比+37.5%）；家用电器零部件实现营收 0.99 亿元（同比-10%）；其他业务实现营收 0.05 亿元（同比+150%）。

公司新能源汽车零部件营收增速迅猛，主要原因为 2021 年公司成功通过相关电池领域客户准入审核，成为宁德时代、欣旺达、亿纬锂能、国轩高科等主要电池厂商的合格供应商，并获多个电池端板、电池托盘等电池构件项目的客户定点，实现新能源“三电系统”业务领域的全覆盖。

图5: 公司单车净利润 (万元)

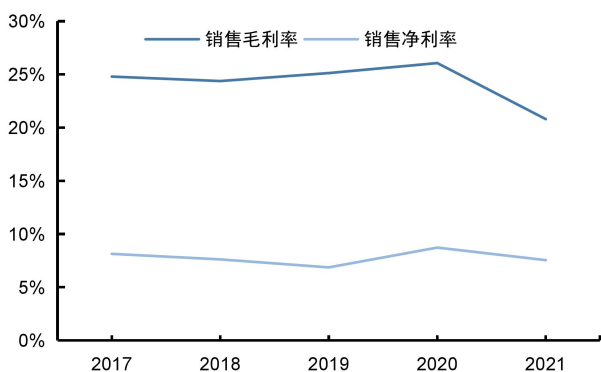


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

原材料价格上涨导致产品利润率下降。公司 2021 年毛利率为 20.80%，同比下降 5.27pct，净利率为 7.55%，同比下降 1.18pct。2021 年 Q4 毛利率为 8.77%，同比下降 21.02pct，环比下降 14.30pct；净利率为 2.61%，同比下降 9.63pct，环比下降 5.84pct。2022 年 Q1 毛利率为 15.93%，同比下降 11.72pct，环比上升 7.16pct；净利率为 4.35%，同比下降 6.82pct，环比上升 1.74pct。

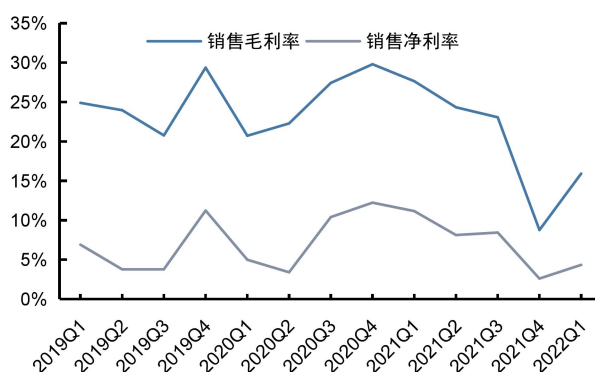
研发投入持续增长，研发费用率屡创新高。2021 年公司四费率为 15.17%，同比下降 0.99pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.50/6.07/7.74/0.87pct，同比变动-2.46/+0.01/+1.75/-0.29pct。研发费用变动较大，主要原因为新项目增多，相关研发投入增长。

图6: 公司毛利率和净利率



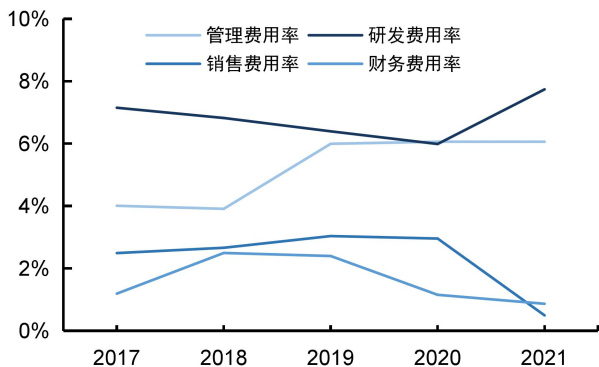
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度毛利率和净利率



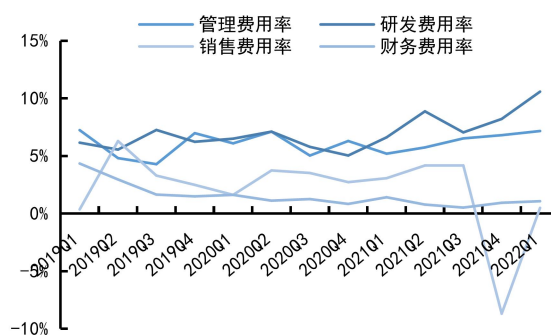
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司四项费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司主要从事铝合金及黑色金属类汽车零部件的研发、生产、销售，产品主要应用于中高端汽车的热交换系统、传动系统、引擎系统以及新能源汽车电机、电驱系统等，是汽车“轻量化”、“电气化”、“智能化”积极践行者。

车身用铝前景广阔，公司先发优势明显

轻量化作为汽车节能的关键技术之一，有显著的节能效果，铝合金是轻量化的最佳解决材料。2016年乘用车单车用铝约为110kg，预计到2025年将达到187kg，到2030年将达到242kg，我们预计2030年我国车身用铝规模为1611亿元。2013年布局新能源汽车业务以来，公司在新能源汽车零部件领域获得了丰富的技术积累和客户资源积累，并取得了一定的行业先发优势。以自动变速箱控制阀体为代表的核心产品，除通过系统供应商广泛配套于长城、上汽、一汽、长安外，公司已获得比亚迪、长城等多家整车厂的直供订单。

战略布局压铸一体化，电池构建业务拓展顺利

2021年，公司全力布局压铸一体化相关业务，将着重拓展新能源“多合一”铝合金压铸件、电池构件及车身构件领域。目前公司“多合一”铝合金压铸件业务，部分产品已经开始量产，技术和工艺正在逐步成熟，中心进料等工艺投入应用，并着力突破电池托盘一体化压铸业务的工艺替代，以及车身结构件业务的技术攻坚和业务拓展。预计2022年底前将完成7台3000T以上大型压铸机的安装和调试，安徽马鞍山生产基地将成为公司压铸一体化的生产中心。

盈利预测：考虑到2022年行业缺芯持续以及原材料涨价影响，我们下调公司盈利预测，预计2022-2024年公司实现归母净利润1.66/2.52/4.14亿元（前次预测2022-2023归母净利润2.54/3.40亿元）。公司未来盈利预测假设条件如下：

表1：公司分业务收入及毛利率拆分（亿元）

| | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营收 | | 13.86 | 16.15 | 25.68 | 34.50 | 48.18 |
| | 新能源 | 3.61 | 3.36 | 5.98 | 8.30 | 12.17 |
| | 其他零部件 | 11.60 | 12.91 | 14.67 | 16.19 | 17.87 |
| 毛利 | | 3.61 | 3.36 | 5.98 | 8.30 | 12.17 |
| | 新能源 | 0.68 | 0.76 | 2.75 | 4.58 | 7.88 |
| | 其他零部件 | 2.93 | 2.60 | 3.23 | 3.72 | 4.29 |
| 毛利率 | | 26% | 21% | 23% | 24% | 25% |
| | 新能源 | 30% | 23% | 25% | 25% | 26% |
| | 其他零部件 | 25% | 20% | 22% | 23% | 24% |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

估值建议：我们选取布局早、管理优质汽车轻量化赛道的公司进行比较，选取拓普集团、爱柯迪、文灿股份为可比公司。公司作为优质铝压铸企业，新能源客户优质、布局早、产品拓展全，更新一年期目标股价 18.8-22.5 元（前次目标价为 38-44 元），对应 2023 年 PE 为 15-18 倍，当前股价距目标估值有 13%-36%的提升空间，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表（20220248）

| 证券简称 | 最近收盘价 | 总市值 | ROE (%) | 每股收益 | | | 市盈率 | | |
|------|-------|-----|---------|------|------|------|-----|-----|-----|
| | | | | 21A | 22E | 23E | 21A | 22E | 23E |
| 拓普集团 | 50.83 | 560 | 11.07 | 0.92 | 1.46 | 1.97 | 55 | 35 | 26 |
| 爱柯迪 | 9.70 | 84 | 6.94 | 0.36 | 0.63 | 0.82 | 27 | 16 | 12 |
| 文灿股份 | 36.18 | 95 | 3.67 | 0.37 | 1.17 | 2.07 | 98 | 31 | 17 |
| 平均 | | | 7.23 | 0.55 | 1.08 | 1.62 | 60 | 27 | 18 |
| 泉峰汽车 | 16.58 | 33 | 7.18 | 0.61 | 0.83 | 1.25 | 27 | 20 | 13 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示：疫情拖累汽车产量，客户及品类拓展不及预期，新能源市场政策收紧。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 271 | 310 | 300 | 300 | 300 | 营业收入 | 1386 | 1615 | 2567 | 3450 | 4818 |
| 应收款项 | 377 | 450 | 703 | 945 | 1320 | 营业成本 | 1025 | 1279 | 1970 | 2620 | 3601 |
| 存货净额 | 297 | 489 | 608 | 807 | 1120 | 营业税金及附加 | 11 | 7 | 15 | 21 | 29 |
| 其他流动资产 | 213 | 162 | 257 | 345 | 482 | 销售费用 | 41 | 8 | 13 | 17 | 24 |
| 流动资产合计 | 1156 | 1611 | 2068 | 2598 | 3422 | 管理费用 | 84 | 98 | 155 | 204 | 279 |
| 固定资产 | 949 | 1532 | 1957 | 2365 | 2734 | 研发费用 | 83 | 125 | 193 | 252 | 352 |
| 无形资产及其他 | 81 | 142 | 129 | 116 | 102 | 财务费用 | 16 | 14 | 45 | 68 | 91 |
| 投资性房地产 | 46 | 204 | 204 | 204 | 204 | 投资收益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | (6) | (11) | (17) | 资产减值及公允价值变动 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 2231 | 3490 | 4353 | 5272 | 6446 | 其他收入 | (80) | (84) | (193) | (252) | (352) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 178 | 579 | 1336 | 1847 | 2341 | 营业利润 | 133 | 128 | 179 | 271 | 445 |
| 应付款项 | 352 | 351 | 557 | 740 | 1026 | 营业外净收支 | 1 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 120 | 236 | 300 | 399 | 554 | 利润总额 | 134 | 127 | 179 | 271 | 445 |
| 流动负债合计 | 649 | 1165 | 2193 | 2986 | 3922 | 所得税费用 | 13 | 6 | 13 | 19 | 31 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 460 | 230 | 230 | 230 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 23 | 31 | (20) | (71) | (122) | 归属于母公司净利润 | 121 | 122 | 166 | 252 | 414 |
| 长期负债合计 | 23 | 491 | 210 | 159 | 109 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 672 | 1657 | 2403 | 3145 | 4030 | 净利润 | 121 | 122 | 166 | 252 | 414 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 1 | (1) | 39 | 8 | 8 |
| 股东权益 | 1560 | 1833 | 1950 | 2126 | 2416 | 折旧摊销 | 116 | 136 | 151 | 200 | 238 |
| 负债和股东权益总计 | 2231 | 3490 | 4353 | 5272 | 6446 | 公允价值变动损失 | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 16 | 14 | 45 | 68 | 91 |
| 每股收益 | 0.60 | 0.61 | 0.83 | 1.25 | 2.05 | 营运资本变动 | 3 | (252) | (207) | (291) | (426) |
| 每股红利 | 0.22 | 0.16 | 0.25 | 0.38 | 0.62 | 其它 | (1) | 1 | (39) | (8) | (8) |
| 每股净资产 | 7.74 | 9.10 | 9.68 | 10.56 | 12.00 | 经营活动现金流 | 239 | 4 | 109 | 160 | 225 |
| ROIC | 12% | 10% | 13% | 15% | 19% | 资本开支 | 0 | (715) | (601) | (601) | (601) |
| ROE | 8% | 7% | 9% | 12% | 17% | 其它投资现金流 | 81 | (200) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 26% | 21% | 23% | 24% | 25% | 投资活动现金流 | 81 | (916) | (595) | (595) | (595) |
| EBIT Margin | 10% | 6% | 9% | 10% | 11% | 权益性融资 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 19% | 14% | 15% | 16% | 16% | 负债净变化 | (183) | 0 | (230) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 11% | 17% | 59% | 34% | 40% | 支付股利、利息 | (44) | (32) | (50) | (76) | (124) |
| 净利润增长率 | 41% | 1% | 36% | 52% | 64% | 其它融资现金流 | 210 | 1014 | 757 | 511 | 494 |
| 资产负债率 | 30% | 47% | 55% | 60% | 63% | 融资活动现金流 | (244) | 951 | 477 | 436 | 370 |
| 息率 | 1.3% | 0.9% | 1.4% | 2.1% | 3.5% | 现金净变动 | 75 | 39 | (10) | 0 | 0 |
| P/E | 29.2 | 29.0 | 21.2 | 14.0 | 8.5 | 货币资金的期初余额 | 195 | 271 | 310 | 300 | 300 |
| P/B | 2.3 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 货币资金的期末余额 | 271 | 310 | 300 | 300 | 300 |
| EV/EBITDA | 16.2 | 22.2 | 15.9 | 12.4 | 9.8 | 企业自由现金流 | 0 | (738) | (451) | (379) | (293) |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 277 | 34 | 69 | 118 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数±10%之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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