

产业链延伸精益生产，加速成长的铸件龙头

公司是国内少数具备跨行业、多品种、规模化生产能力的综合型铸造企业之一。公司通过铸造及机加工等方式生产的金属构件、金属零部件等产品广泛应用于白色家电压缩机、工程机械、汽车零部件、泵阀管件及电力件等零部件。截止 2021 年底，公司已具备铸造产能 30 万吨/年、机加工产能 2.5 亿件/年，在供给侧出清，下游客户加大外协比例等背景下，公司积极扩产，生产端持续精益改善提升效率，快速增长可期。

向下游扩张增加机加工能力，盈利能力提升。压缩机零部件、汽车零部件和工程机械零部件在形成铸件后可直接销售，也可以进一步机加工后进行销售，通常同类零部件的机加工产品较毛胚件具备更高附加值，2020 年公司压缩机零部件和汽车零部件以纯毛坯件对外出售的占比分别为 41.09% 和 92.19%，机加工比例较低。公司 2020 年及 2021 年相继 IPO 及发行可转债，达产后实际增加压缩机零部件粗加工产能 12,356.96 万件、精加工产能 4,265.80 万件，增加汽车件机加工产能 372.06 万件，公司两次募投大幅增加机加工能力，将显著增厚利润。

收购晋源实业，短流程生产降本增效。公司主营业务需要将生铁原料熔化为铁水后浇筑成型，单位成本受电价与原料价格影响较大，以 2020 年为例，公司耗电量达到 4.46 亿度，电费总计 1.91 亿元，占营业总成本的 11%。2021 年 4 月公司子公司翼城新材料完成对晋源实业 100% 股权的收购，晋源实业以冶炼生铁为主要经营业务，收购晋源实业后，公司在确保原材料供应的同时可以实现短流程生产，较常规铸造流程省去了耗电量较高的生铁重熔环节，可以显著减少电力消耗，降本增效。

牵手特变电工布局光伏，绿电提供新增长点。2022 年 2 月，公司与特变电工新疆新能源股份有限公司、洪洞县政府签署了《1GW 光伏发电及配套项目投资框架协议》，拟建设洪洞县 1GW 光伏发电项目及光伏支架产品生产项目，公司持股 49%。光伏发电项目带来的低价电力，将有利于公司降低能源采购成本，满足未来高能耗企业绿电使用要求，同时产生可观的投资收益。此外光伏支架产品生产项目的实施将为公司布局光伏零部件产业提供契机，拓展收入来源。

股权激励落地，绑定员工利益行稳致远。公司于 2021 年 2 月 3 日发布股权激励计划草案，共计授予激励对象限制性股票 1221.28 万股，对象为包含董事、高级管理人员及核心骨干人员在内的 265 人，对应的考核目标为 2021-2023 年营业收入不低于 22/30/40 亿元或者净利润不低于 1.8/2.2/2.7 亿元。

盈利预测：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别达 4.43、5.98 和 7.79 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，汇率波动，疫情影响

华翔股份 (603112)

首次评级

买入

秦基粟

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执业编号：S1440518100011

发布日期：2022 年 05 月 17 日

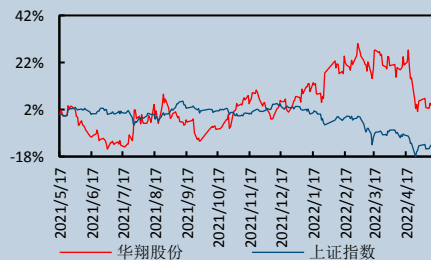
当前股价：13.43 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.5/-5.22	-12.34/-1.02	10.0/21.93
12 月最高/最低价 (元)		16.32/10.43
总股本 (万股)		43,715.07
流通 A 股 (万股)		15,386.49
总市值 (亿元)		58.71
流通市值 (亿元)		20.66
近 3 月日均成交量 (万股)		270.48
主要股东		
山西临汾华翔实业有限公司		62.01%

股价表现



目录

公司介绍：国内领先的综合型铸造企业	1
铸造行业总量稳定增长，集中度提升是趋势	4
白电、工程机械、汽车下游需求总体稳中有增	7
产业链延伸，持续增长可期	9
增加机加工能力	9
收购晋源实业展现协同效应，短流程生产降本增效	11
牵手特变电工布局光伏，绿电提供新增长点	12
发布股权激励，绑定员工利益行稳致远	13
盈利预测	14

图目录

图 1：2021 年公司主营业务收入构成	2
图 2：公司 2016-2022Q1 营业收入及增速	3
图 3：公司 2016-2022Q1 归母净利润及增速	3
图 4：公司 2016 至 2021ROE（加权）	3
图 5：公司 2016 至 2022Q1 毛利率与净利率	3
图 6：公司股权穿透图（截至 2022 年一季报）	4
图 7：2011-2020 年中国及全球铸件产量	5
图 8：全国各领域铸件需求占比	5
图 9：全国各类铸件生产占比图	5
图 10：全球制冷压缩机市场规模	7
图 11：亚太地区制冷压缩机市场规模	7
图 12：我国空调及冰箱产量（亿台）	8
图 13：我国冰箱压缩机销量（万台）	8
图 14：北美与西欧工程机械销量及销售额（单位：万台、亿美元）	8
图 15：我国汽车销量	9
图 16：核心产品价值链	10
图 17：重工事业部工艺流程图	11
图 18：2022-2030 年全球光伏新增装机预测（GW）	13

表目录

表 1: 公司产品分类	1
表 2: 公司前五大客户情况	2
表 3: 公司 IPO 募投项目	3
表 4: 公司可转债发行募投项目	4
表 5: 我国与德国劳动生产率比较 (吨/人)	6
表 6: 第三届中国铸造行业百强企业前十名	6
表 7: 毛坯件销售情况	10
表 8: 达产后新增机加工产能 (万件)	10
表 9: 可转债募投项目“机加工扩产升级及部件产业链延伸项目”效益测算	11
表 10: 电力在公司能源采购成本中占比最大	12
表 11: 公司股权激励授予名单	13
表 12: 激励计划业绩考核目标	14

公司介绍：国内领先的综合型铸造企业

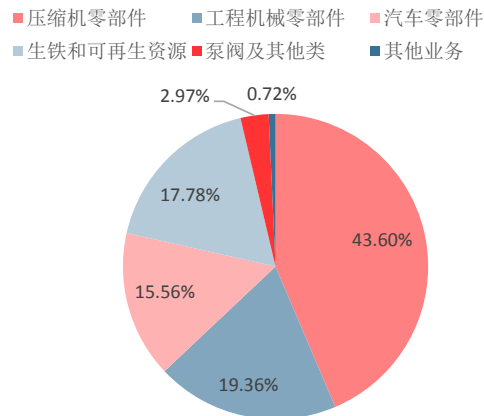
公司主要从事各类定制化金属零部件的研发、生产和销售业务，材质全部系铸铁件，具体包括灰铸铁、球墨铸铁、合金铸铁和特种铸铁件等。公司通过铸造及机加工等方式生产的金属构件、金属零部件等产品，广泛应用于白色家电压缩机、工程机械、汽车零部件、泵阀管件及电力件等零部件。

表 1：公司产品分类

应用领域	应用分类	主要产品	用途及性能
白色家电压缩机	空调压缩机（转子式压缩机）	曲轴、气缸、上下轴承、活塞、隔板等	灰铁件及球铁件，转子系统的核心部件，起到带动转子旋转压缩空气用途，产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的抗拉强度、耐磨性能、耐疲劳度、抗腐蚀性等
	冰箱压缩机（活塞式压缩机）	曲轴、机座等	灰铁件及球铁件，作用为带动活塞压缩空气，产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的抗拉强度、耐磨性能、耐疲劳度、减震性等
	涡旋压缩机	动涡旋、定涡旋、上下支撑等	灰铁件为主，起到隔绝空气并在动力作用下压缩空气用途，产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的耐磨性能、耐疲劳度等
工程机械	平衡重	叉车、高空作业车、装载机、挖掘机、港口堆高机、农用拖拉机等平衡重	灰铁件为主，对工程机械起到平衡增重作用，产品表面粗糙度达到 μm 级别，加工精度达到 $10\mu\text{m}$ 级，重量公差最小达到 1%
	车桥	客车、卡车减速器等壳体	球铁件为主，通过悬架与车架相连，两端安装车轮，用以在车架与车轮之间传递各向作用力和力矩，产品表面粗糙度达到 μm 级别，加工精度达到 $10\mu\text{m}$ 级，要求具备良好的抗拉强度和耐疲劳度
	桥壳	叉车减速器等壳体	球铁件为主，支撑并保护主减速器、差速器和半轴等，产品表面粗糙度达到 μm 级别，加工精度达到 $10\mu\text{m}$ 级，要求具备良好的抗拉强度和耐疲劳度
汽车零部件	制动系统	支架、制动钳等	球铁件为主，产生制动力矩、用以阻碍车辆运动或运动趋势的力的部件，产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的抗拉强度、耐磨性能、耐疲劳度等
	离合器系统	飞轮、压盘	灰铁件及球铁件，离合器组成部件，产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的抗拉强度、耐磨性能、耐疲劳度等
	转向系统	转向节	球铁件为主，转向桥中的重要零件之一，能够使汽车稳定行驶并灵敏传递行驶方向，产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的抗拉强度、耐疲劳度等
	底盘连接	连接杆	球铁件为主，用于连接稳定杆与转向柱，位于稳定杆和悬挂臂之间，提高稳定杆的稳定效果，产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的抗拉强度、耐疲劳度等
泵阀管件	热泵零部件	轴承座	灰铁件为主，轴承座是用来支撑轴承、固定轴承的外圈，仅让内圈转动，外圈保持不动，始终与传动的方向保持一致，并且保持平衡；产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的抗拉强度、耐磨性能、耐疲劳度等
电力件	高压线绝缘子	绝缘子	球铁件为主，高压及特高压输电电路上起电气绝缘、机械连接及承载导线载荷多重作用，产品精度达到 μm 级别，要求具备非常好的抗拉强度、耐疲劳度

资料来源：公司年报，中信建投

公司下游领域中白电占比最大，2021 年营收占比达到 43.60%，在白色家电压缩机零部件市场，公司处于国内行业龙头地位，该产品于 2018 年被工信部和铸造协会评选为“制造业单项冠军示范企业”和“中国铸造行业单项冠军企业”，客户包括格力、美的等。此外公司工程机械零部件与汽车零部件分别占 21 年营收的 19.36% 与 15.56%，2021 年 4 月公司将晋源实业正式归入合并报表，新增生铁、再生资源销售业务，21 年新增生铁和再生资源销售收入 5.84 亿元，收入占比 17.78%。

图 1：2021 年公司主营业务收入构成


资料来源：Wind，中信建投

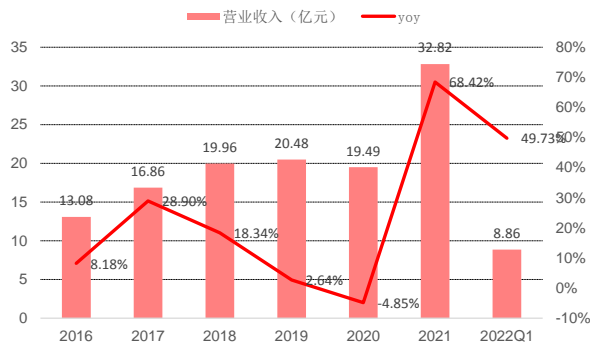
表 2：公司前五大客户情况

期间	客户名称	主要销售产品	销售金额	占同期营收比例
2021 年 1-6 月	格力集团	压缩机零部件	21,361.83	14.40%
	美的集团	压缩机零部件	15,152.80	10.22%
	瑞智	压缩机零部件	14,861.28	10.02%
	丰田	工程机械零部件	8,000.35	5.39%
	尼得科	压缩机零部件	6,722.88	4.53%
	小计	-	66,099.14	44.56%
2020 年度	美的集团	压缩机零部件	28,252.05	14.50%
	格力电器	压缩机零部件	25,123.74	12.89%
	瑞智	压缩机零部件	22,269.22	11.43%
	丰田集团	工程机械零部件	11,852.66	6.08%
	尼得科	压缩机零部件	10,540.90	5.41%
	小计	-	98,038.58	50.31%

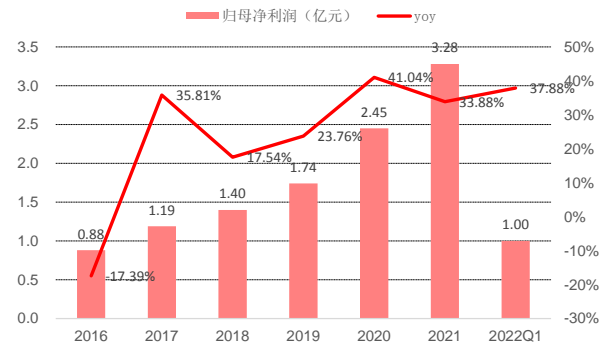
资料来源：公司可转债说明书，中信建投

公司发展稳健，营业收入由 2016 年的 13.08 亿元增长至 2021 年的 32.82 亿元，CAGR 达到 20.20%，其中 19 年与 20 年分别受到中美贸易摩擦与疫情影响增长乏力，21 年重回增长轨道，同比增速达到 68.42%；归母净利润由 2016 年的 0.88 亿元增长至 2021 年的 3.28 亿元，CAGR 达到 30.12%。2022 年第一季度公司延续增长趋势，实现营业收入 8.86 亿元，同比增长 49.73%，实现归母净利润 1.00 亿元，同比增长 37.88%。净资产收益率

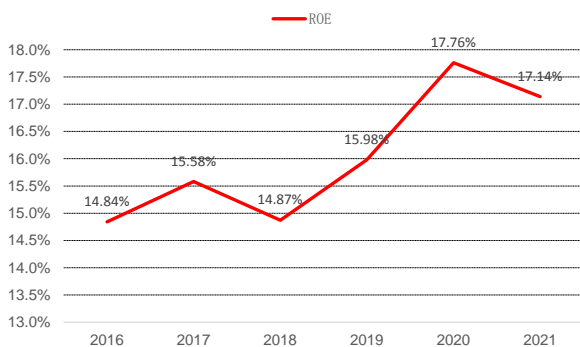
稳中有升，2021 年 ROE 达到 17.14%。

图 2：公司 2016-2022Q1 营业收入及增速


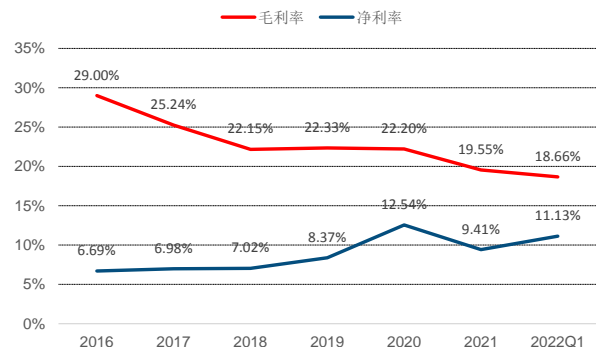
资料来源: Wind, 中信建投

图 3：公司 2016-2022Q1 归母净利润及增速


资料来源: Wind, 中信建投

图 4：公司 2016 至 2021ROE（加权）


资料来源: Wind, 中信建投

图 5：公司 2016 至 2022Q1 毛利率与净利率


资料来源: Wind, 中信建投

公司于 2020 年 9 月在上交所上市，募集资金 3.65 亿元主要用于精加工智能化扩产升级项目与智能化升级项目；2021 年 12 月 20 日公开发行面值总额 8.00 亿元可转换公司债券，主要用于机加工扩产升级及部件产业链延伸项目、铸造产线智能化升级与研发能力提升项目。

表 3：公司 IPO 募投项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟募投资金额 (万元)
1	华翔精加工智能化扩产升级项目	27,809.03	24,450.98
2	华翔精密制造智能化升级项目	9,889.24	2,000.00
3	补充流动资金项目	10,000.00	10,000.00
合计		47,698.27	36,450.98

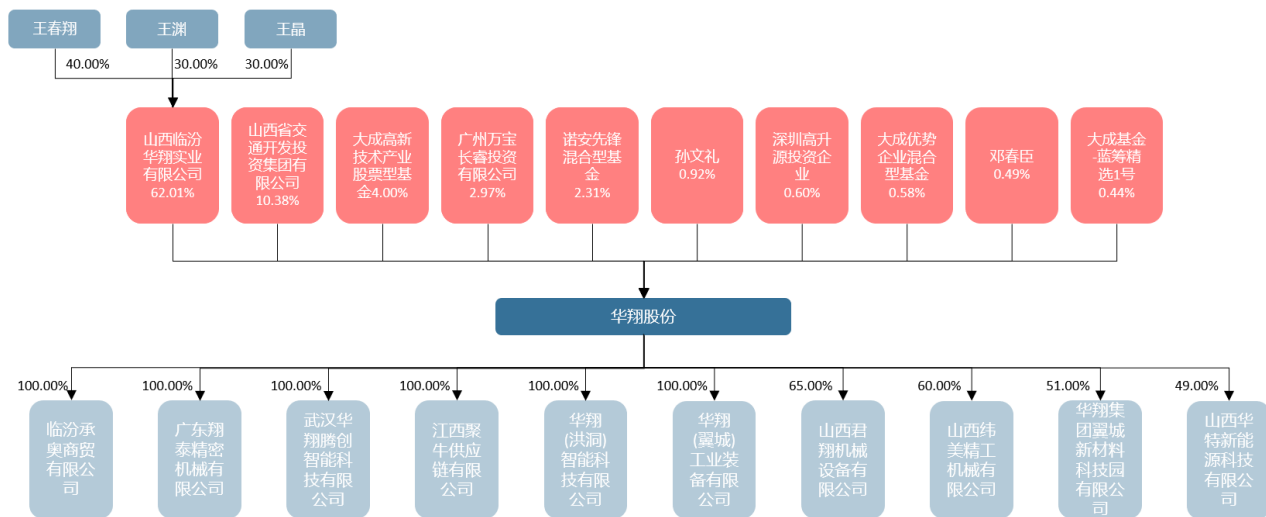
资料来源: 公司招股说明书, 中信建投

表 4：公司可转债发行募投项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟募投资金额（万元）
1	机加工扩产升级及部件产业链延伸项目	56,437.53	24,450.98
2	铸造产线智能化升级与研发能力提升项目	7,612.80	2,000.00
3	补充流动资金项目	21,000.00	10,000.00
合计		233,600	233,600

资料来源：公司可转债说明书，中信建投

公司控股股东为山西临汾华翔实业有限公司，持有公司 62.17% 的股份，王春翔及其子王渊、其女王晶分别持有公司控股股东华翔实业 40%、30%、30% 股权，为公司实际控制人。

图 6：公司股权穿透图（截至 2022 年一季报）


资料来源：Wind，中信建投

铸造行业总量稳定增长，集中度提升是趋势

铸造是一种金属成型的热加工工艺，即：熔炼金属、制造铸型（芯），并将熔融金属浇入铸型，凝固后获得具有预定形状、尺寸和性能的金属制品（铸件）的过程。

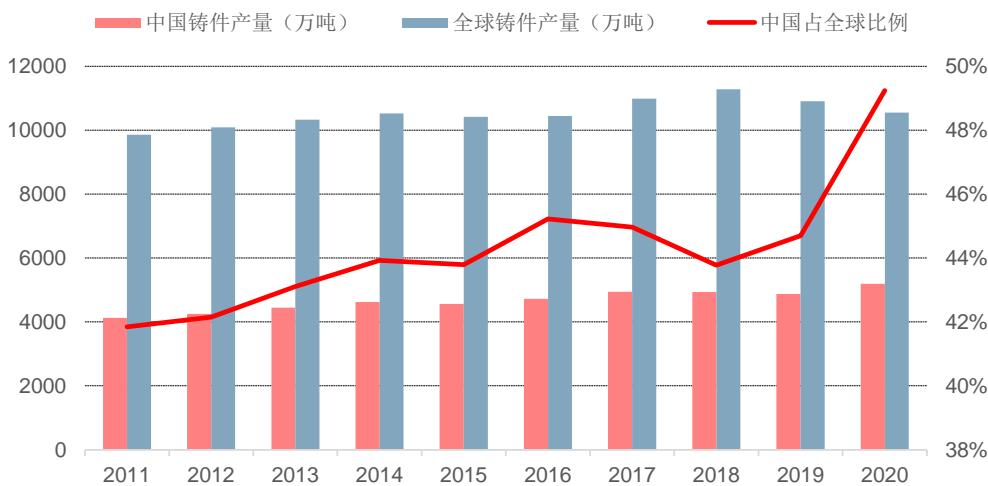
相对于一般制造行业来说，铸件生产对生产工艺经验积累的要求较高，各环节均需运用到长期积累的生产工艺经验。铸造是一项涉及物理、化学、冶金学、电工学、热力学、流体力学、机械制造等多学科、多领域的综合性技术，生产技术种类多且具有难度，产品质量直接影响下游应用行业核心部件性能，在材料成分、模具设计制造、毛坯浇注、机加工和表面处理等任何一个环节出现瑕疵都可能使整个产品报废，这要求铸造企业具备非常高水平的工艺管理和质量控制能力。

铸造行业下游应用的各类产品在抗拉性、耐磨性等金属材质性能方面均有不同要求，且主要为定制化产品，因此下游需求呈现定制化、多品种、小批次的特点。公司从事铸造生产超过二十年，掌握潮模砂自动造型（垂直分型、水平分型）、真空密封造型（V 法）、树脂砂造型等铸造生产工艺，能够生产小到几百克、大到数十

吨重的铸件产品，在材质方面涉及灰铸铁、合金铸铁、球墨铸铁和特种铸铁等。

2011-2014 年随着全球经济的回暖，全球铸件产量连续增长，并于 2012 年突破 1 亿吨。2015 年增速有所下滑，但在 2017 年具有较大增长，并且近几年全球铸件产量维持在 1.1 亿吨左右。根据中国铸造协会统计数据，自 2000 年至今，我国已连续 18 年位居世界铸件产量第一大国，铸造产量从 2011 年的 4150 万吨增长至 2020 年 5195 万吨，我国铸件产量占全球铸件产量的比例从 2011 年的 40% 左右增长到 2019 年的 49% 左右。

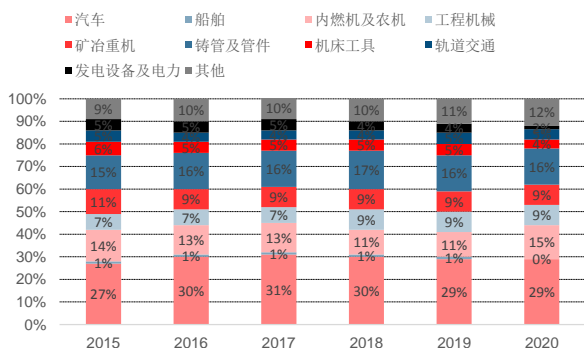
图 7：2011-2020 年中国及全球铸件产量



资料来源: Modern Casting, 中信建投

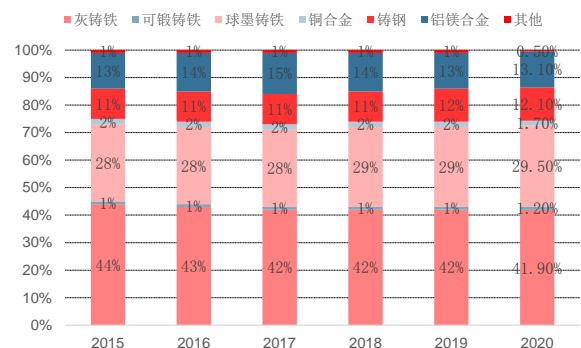
铸件主要分为黑色铸件和有色铸件两大类，其中黑色铸件可分为灰铸铁、球墨铸铁、可锻铸铁和铸钢等，有色铸件可分为铝（镁）合金、铜合金等。据中国铸造协会数据，黑色铸件占铸件总量比例常年高居在 80% 以上，是铸造行业的主要品类。按应用领域，汽车、铸管和管件、内燃机和农机、矿冶和重机及工程机械等是铸件需求的主要领域，是支撑我国铸件生产的基础，其中 2020 年我国对汽车类铸件的需求量占比已达到 28.87%，在各领域中位列第一。

图 8：全国各领域铸件需求占比



资料来源: 公司可转债说明书, 中信建投

图 9：全国各类铸件生产占比



资料来源: 公司可转债说明书, 中信建投

行业集中度提升是趋势。我国的铸造件产量远超过其他国家，但单位企业平均产量低于发达国家，大量的小型铸造厂拖累了我国铸造行业的产能结构。我国铸造行业整体呈现大而不强的局面，行业集中度较低，未来

随着铸造行业供给侧结构调整加快，落后产能加速淘汰，行业集中度将大幅提高。此外，国家环保督查力度加大，出台包括《京津冀大气污染防治强化措施》等在内的一系列环保新政，部分企业因环保或安全方面原因停工或限产，在新一轮行业变革重整中，公司的行业地位效果凸显。

表 5：我国与德国劳动生产率比较（吨/人）

	1950	1970	1980	1990	1996	2015
德国生产率	10	30	43	51	68	92
我国五家内燃机铸件生产厂劳动生产率	-	-	-	-	-	A: 60 B: 30~60 C: 73 D: 78 E: 52

资料来源：中国铸造协会，中信建投

由于不同材质在铸造技术、工艺和设备等方面存在较大差异，我国铸造企业一般专注于单一材质，少部分综合实力较强的铸造企业在立足于原有铸造产品基础上拓展其他材质产品。我国铸造行业在竞争上呈现两极分化局面，大型铸造企业在规模、技术和工艺等方面具备优势，竞争力较强，下游应用方向一般在两到三种以上，细分应用领域更多，而小型铸造企业一般只生产一到两种单一应用产品。

公司是国内少数具备跨行业、多品种、规模化生产能力的综合型铸造企业之一，产品在抗拉强度、疲劳强度、耐磨性等要求高，且精度误差小，尤其体现在白色家电压缩机零部件、汽车零部件上。根据中国铸造协会于 2018 年 5 月公布的第三届中国铸造行业百强企业及排头兵企业评选结果，公司排名第七。

表 6：第三届中国铸造行业百强企业前十名

综合排序	企业名称	铸造分类	应用领域	主要产品
1	中信戴卡股份有限公司	铝合金 铸件	汽车	铝合金轮毂、铝制底盘等汽车零部件、生产设备、模具
2	新兴铸管股份有限公司	铸铁件、铸钢件	铸管及管件	离心球墨铸铁管及配套管件、复合管、特种钢管等
3	天津新伟祥工业有限公司	铸铁件	汽车、内燃机等	涡轮增压器用涡轮壳、中间壳以及排气管系列产品
4	华域皮尔博格有色零部件（上海）有限公司	铝合金 铸件	汽车	铝合金缸体、缸盖、结构件、变速箱壳体、底盘零件等
5	玫德集团有限公司	铸铁件、铸钢件	铸管及 管件	螺纹管件、沟槽管件和管卡、阀门、接管和接头、管夹和线夹等
6	一汽铸造有限公司	铸铁件、铝合金 铸件等	汽车、 内燃机	缸体、缸盖、曲轴等发动机类铸件和变速箱壳体、离合器壳等变速箱类铸件及后桥壳等底盘铸件
7	山西华翔集团股份有限公司	铸铁件	白色家电、工程机械和汽车制造等	曲轴、气缸、轴承、活塞等压缩机铸造件；平衡重、车桥、桥壳等工程机械铸造件；制动钳、转向节、压盘、飞轮、平衡轴等汽车铸造件
8	潍柴动力（潍坊）铸锻有限公司	铸铁件	汽车、内燃机和农机、工程机械等	气缸体、气缸盖、曲轴箱、齿轮室、飞轮、飞轮壳、车桥、阀体、中心支撑、转换轮毂等
9	天津立中集团股份有限公司	铝合金 铸件	汽车	铝合金车轮和模具

10	中钢集团邢台机械轧辊有限公司	铸铁件、铸钢件	矿业和 重机	冶金轧辊和冶金成套设备
----	----------------	---------	--------	-------------

资料来源：公司招股说明书、各企业官方网站，中信建投

白电、工程机械、汽车下游需求总体稳中有增

公司的下游应用领域主要集中在白电、汽车、工程机械领域，其中以白电为主。

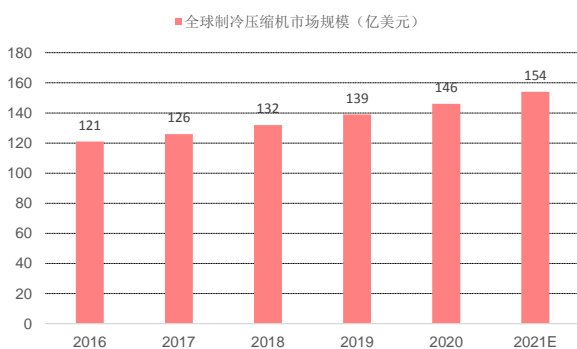
①白电

公司在白色家电领域的铸造件产品主要为针对空调和冰箱的转子式压缩机曲轴、气缸、活塞、法兰、活塞式压缩机曲轴、机座、涡旋压缩机动涡旋、定涡旋、上下支撑、活塞等，涵盖了压缩机所使用的全部铸铁件产品。

受益于工业化、城镇化进程以及冷链运输业的快速发展，我国已发展成为压缩机、尤其是制冷压缩机产品的制造与消费大国。全球压缩机制造重心逐渐向中国大陆转移，国际主要的压缩机或空调、空压机整机生产企业纷纷进入中国市场，在中国建立生产基地，同时国内企业也投入巨资研发新技术、提升产品品质，我国已成为亚太地区最大的压缩机市场。根据 Technavio 的数据，2016 年全球制冷空调压缩机的市场规模为 121 亿美元，预计到 2021 年将达到 154 亿美元，其中亚太地区 2016 年制冷空调压缩机的市场规模为 81 亿美元，预计到 2021 年将达到 105 亿美元。

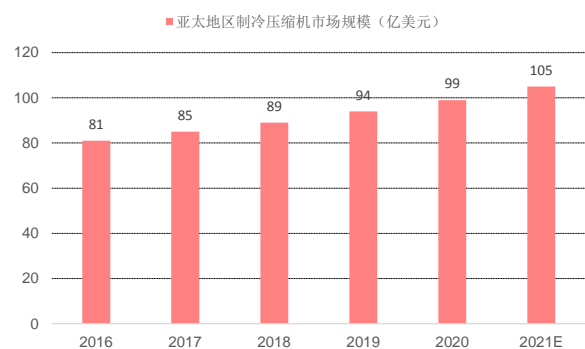
目前市场上使用最多的是转子式压缩机和全封闭活塞式压缩机产品，占据了全部压缩机品类销量 90% 以上。我国空调产量自 19 年达到 2.19 亿台之后维持高位，21 年产量为 2.18 亿台；冰箱产量则一直维持在 9000 万台上下波动。根据产业在线，我国冰箱（全封闭活塞式）压缩机销量从 2012 年的 10,936 万台增长至 2020 年的 21,099.50 万台，年均复合增长率达 8.56%。

图 10：全球制冷压缩机市场规模



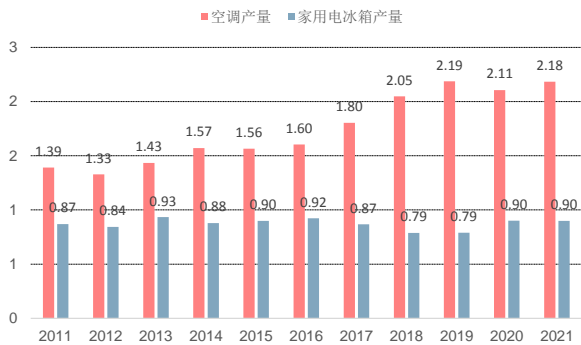
资料来源：Technavio，中信建投

图 11：亚太地区制冷压缩机市场规模



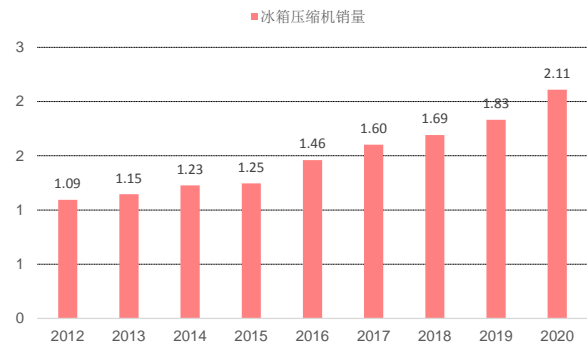
资料来源：Technavio，中信建投

图 12：我国空调及冰箱产量（亿台）



资料来源：Wind，中信建投

图 13：我国冰箱压缩机销量（万台）



资料来源：产业在线，中信建投

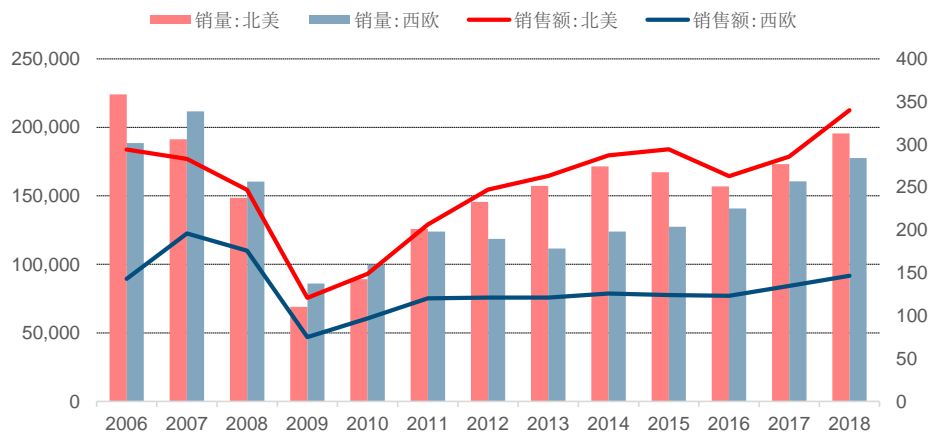
②工程机械

公司在工程机械领域的铸造件产品为叉车、高空作业车、装载机等使用的平衡重，卡车、工程机械车辆等减速器壳体上车桥以及叉车减速器壳体上桥壳。公司工程机械零部件产品主要以境外客户为主，主要客户涉及法国、意大利、美国、芬兰、波兰等国家，与丰田集团、特雷克斯、曼尼通、卡哥特科、皓乐特、斗山等全球知名工程机械企业建立了稳固的合作关系。

经历 2008 年全球经济危机后，全球经济复苏迟缓，2011 年至 2016 年全球工程机械销量和销售额总体下降，2017 年后逐步上升，2011 年全球工程机械产品销量和销售额分别为 102.67 万台和 1,071.50 亿美元，2018 年全球工程机械产品销量和销售额分别为 112.94 万台和 1,100.80 亿美元。

2011 年后西欧和北美工程机械市场发展相对平稳，西欧市场工程机械产品销量先降后升，2018 年销量已达到 17.77 万台，销售额整体保持稳定，2011 年至 2017 年维持在 120 亿至 130 亿美元，2018 年达到 146.50 亿美元；而美国工程机械行业市场在建筑业等下游行业拉动及政府基建方面政策刺激下保持温和复苏态势，销量和销售额整体均有所提高，2018 年分别达到 19.55 万台和 339.90 亿美元。预计未来几年，全球工程机械市场将呈缓慢持续增长趋势。

图 14：北美与西欧工程机械销量及销售额（单位：万台、亿美元）



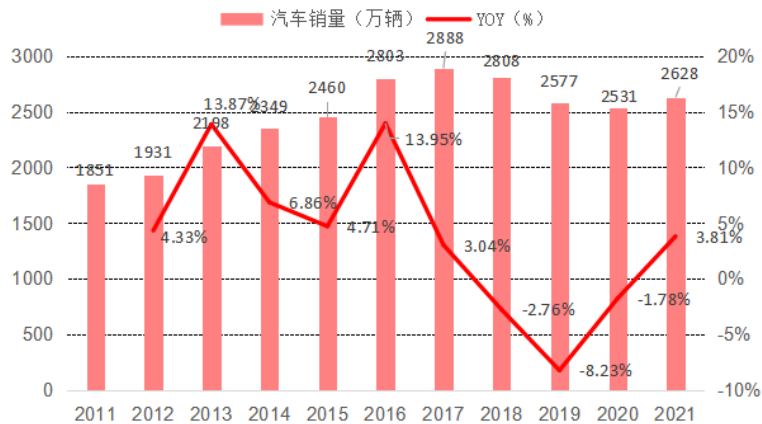
资料来源：Wind，中信建投

③汽车

公司在汽车制造领域的铸造件产品为制动系统的支架、制动钳、转向系统的转向节、离合器系统的飞轮、压盘等。铸造件在汽车零部件领域应用广泛，平均每辆汽车约有 10% 至 20% 重量的零部件为铸造件产品。随着新能源汽车的崛起，整车行业竞争格局发生较大变化，车型迭代速度加快使得车企对零部件企业响应服务效率的要求大幅提升，再加上“汽车轻量化”和“一体化成型工艺应用”的行业趋势，过去固化的整零关系有望打破。2022 年，公司将稳步推进商用车制动系统等新产品的投资、建设。

我国汽车行业 2021 年销量为 2628 万台，同比略增 3.81%，短期内较难恢复较快增长态势，会在一定程度上对相关零部件企业造成冲击，但汽车行业对铸造件需求仍然较大，目前仍是铸件消费需求占比最高的业务领域，对市场消化冲击相对较小，而且公司主要定位于取代合资或外资铸造企业的市场份额，并逐步提高机加工件的生产比例，因此公司的需求有望持续增长。

图 15：我国汽车销量



资料来源: Wind, 中信建投

产业链延伸，持续增长可期

增加机加工能力

公司核心品类产品为压缩机零部件、工程机械零部件及汽车零部件，其中从生产工艺上看，压缩机零部件、汽车零部件和工程机械零部件在形成铸件后可直接销售，也可以进一步机加工后进行销售，通常同类零部件的机加工产品较铸件产品具备更高附加值。

图 16：核心产品价值链



资料来源：公司公开发行可转债申请文件反馈意见的回复，中信建投

公司目前机加工产能较少，IPO 及可转债两轮扩产将大幅增加机加工产能，增厚公司利润。2020 年公司压缩机零部件和汽车零部件以纯毛坯件对外出售的占比分别为 41.09% 和 92.19%，机加工环节仍有较大缺口。IPO “精加工智能化扩产升级项目”和转债“机加工扩产升级及部件产业链延伸项目”均涉及公司压缩机零部件和汽车零部件机加工产能提升。在毛坯基础上先进行粗加工，进一步延伸到精加工，两次募投项目达产后实际增加压缩机零部件粗加工产能 12,356.96 万件、精加工产能 4,265.8 万件，增加汽车件机加工产能 372.06 万件。

表 7：毛坯件销售情况

产品类型	毛坯件销量	销量	毛坯件销量占比
压缩机零部件	46,450.92	113,048.22	41.09%
汽车零部件	43,368.60	47,041.95	92.19%

资料来源：公司公开发行可转债申请文件反馈意见的回复，中信建投

表 8：达产后新增机加工产能（万件）

分类	加工环节	IPO 募投项目“精加工智能化扩产升级项目”	可转债募投项目“机加工扩产升级及部件产业链延伸项目”	合计
压缩机零部件	粗加工	5,266.8	7,090.16	12,356.96
	精加工	646.8	3,619	4,265.8
	小计	5,913.6	10,709.16	16,622.76
汽车零部件	机加工	63.14	308.92	372.06
合计		5,976.74	11,018.08	16,994.82

资料来源：公司公开发行可转债申请文件反馈意见的回复，中信建投

表 9：可转债募投项目“机加工扩产升级及部件产业链延伸项目”效益测算

序号	产品类别	产能（万件）	不含税单价（元/件）	达产年营业收入
1	压缩机零部件	10,709.16	2.92	31,317.87
2	汽车零部件	308.92	14.95	4,616.90
	合计	11,018.08	-	35,934.77

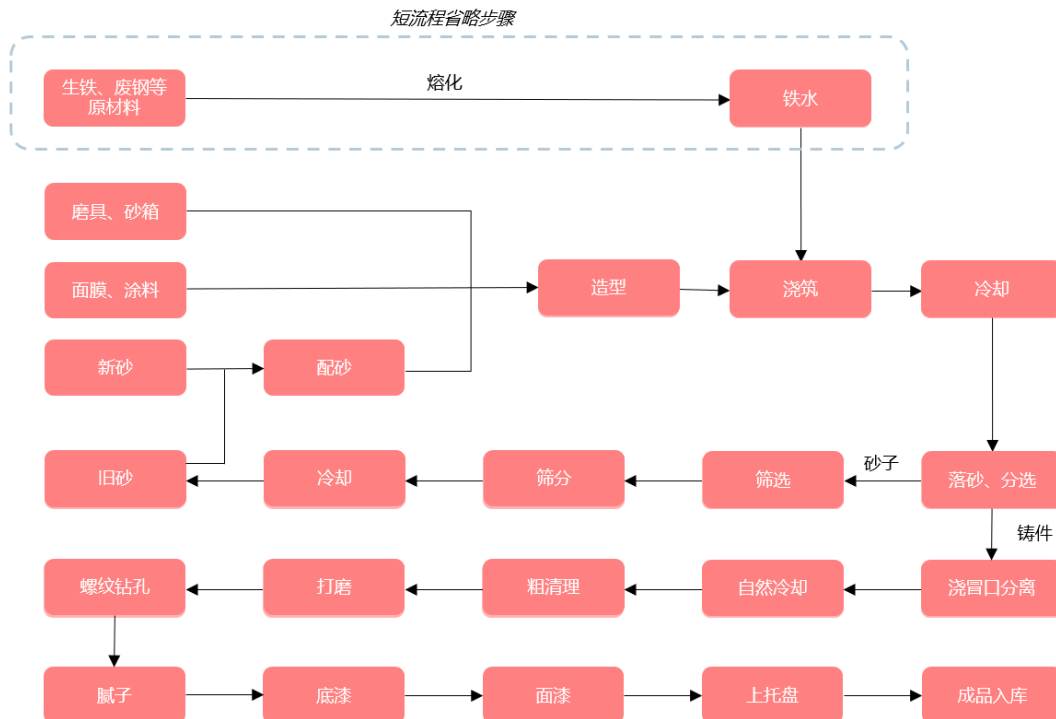
资料来源：公司公开发行可转债申请文件反馈意见的回复，中信建投

收购晋源实业展现协同效应，短流程生产降本增效

成立子公司，收购上游晋源实业，保障原材料供应的同时短流程生产可以省电提效。20 年 12 月，公司新设子公司翼城新材料，注册资本 4.08 亿元，公司以现金出资 2.0808 亿元，占比 51%；翼城县投资集团有限公司以现金出资 1.9992 亿元，占比 49%。合资公司成立后将充分利用翼城地区的政策及短流程铸造优势，建设发展 20 万吨新材料短流程科技园项目。项目总体规划分三期建设，一期建设实现年产 10 万吨工程机械零部件，一期建设规划中拟以现金方式收购晋源实业有限公司；二期建设实现年产 10 万吨精密零部件；三期项目以引进战略投资者，整合临汾铸造产业，打造产业集群为目标。

2021 年 4 月公司子公司翼城新材料完成对晋源实业 100% 股权的收购，公司将晋源实业归入合并报表。晋源实业以冶炼生铁为主要经营业务，收购晋源实业后，公司实现对上游的战略布局，确保生铁资源供应，实现短流程生产，即高炉将铁矿粉直接熔炼出的铁液经过调质，温控等处理直接进行浇注，较常规铸造流程省去了生铁再进行重熔的环节，达到节能减排，降低电费成本的目的。

图 17：重工事业部工艺流程图



资料来源：公司公开发行可转债申请文件反馈意见的回复，中信建投

牵手特变电工布局光伏，绿电提供新增长点

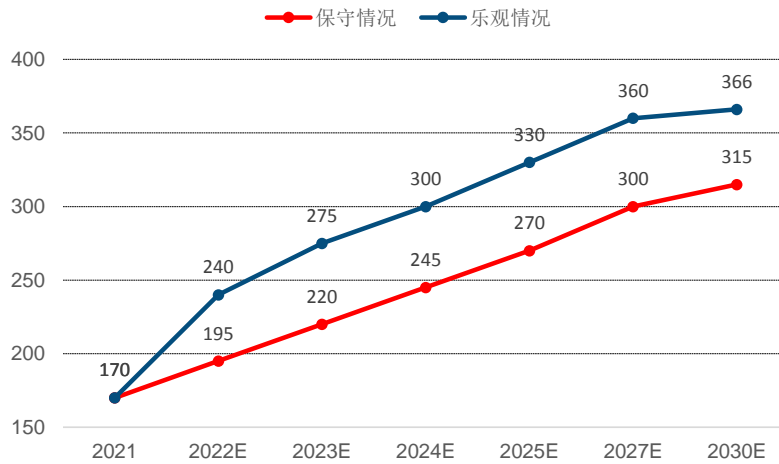
2022年2月16日，公司与特变电工新疆新能源股份有限公司、洪洞县政府签署了《1GW光伏发电及配套项目投资框架协议书》，拟建设洪洞县1GW光伏发电项目及光伏支架产品生产项目。项目总投资额43亿元，其中1GW光伏发电项目投资额40亿元；配套光伏支架生产项目投资额3亿元，以公司为主进行投资。光伏发电项目合资公司3月22日成立，注册资本为1亿元，其中公司以现金出资4900万元，占注册资本的49%；特变电工新疆新能源股份有限公司以现金出资5100万元，占注册资本的51%。

公司生产过程中需要将钢材原料熔化为铁水后浇筑成型，营业成本中电力占比较高，以2020年为例，公司耗电量达到4.46亿度，电费总计1.91亿元，占公司营业总成本的11%。根据IRENA可再生能源拍卖和PPA数据库，将于2022年投产的公用事业规模光伏发电项目平均LCOE低至0.04美元/kWh，相较于燃煤成本低27%。此次光伏项目华翔不仅能够分享未来的发电受益，还能部分满足公司自身经营用电需求，降低用电成本；同时也将推动公司生产光伏发电所需支架等产品的产能建设，为公司布局光伏零部件产业线提供契机。

表 10：电力在公司能源采购成本中占比最大

能源类别	项目	2021年1-6月	2020年度	2019年度	2018年度
焦炭	采购额总计（万元）	8,201.10	2.53	391.17	6,559.86
	采购吨数总计（万吨）	3.52	0	0.16	2.79
	平均单价（元/吨）	2,329.86	5,090.54	2,520.72	2,350.80
电	电费总计（万元）	8,167.25	19,089.93	22,889.79	16,069.04
	耗用量（万度）	27,684.35	44,621.44	46,398.31	30,609.45
	平均单价（元/度）	0.3	0.43	0.49	0.52
天然气	天然气费总计（万元）	368.82	578.31	563.57	523.83
	耗用量（万立方米）	122.68	186.61	180.57	178.08
	平均单价（元/立方米）	3.01	3.1	3.12	2.94
原煤	采购额总计（万元）	800.16	-	-	-
	采购吨数总计（万吨）	1.02	-	-	-
	平均单价（元/吨）	784.47	-	-	-
清洗煤	采购额总计（万元）	1,341.29	-	-	-
	采购吨数总计（万吨）	1.38	-	-	-
	平均单价（元/吨）	971.95	-	-	-

资料来源：公司可转债说明书，中信建投

图 18：2022-2030 年全球光伏新增装机预测（GW）


资料来源：CPIA，中信建投

发布股权激励，绑定员工利益行稳致远

公司于 2021 年 2 月 3 日发布股权激励计划草案，于 2021 年 3 月 22 日完成首次授予，2022 年 1 月 20 日完成预留部分限制性股票的授予，共计授予激励对象的限制性股票数量 1221.28 万股，对象为包含董事、高级管理人员及核心骨干人员在内的 265 人，此次股权激励已考核目标为 2021-2023 年营业收入不低于 22/30/40 亿元或者净利润不低于 1.8/2.2/2.7 亿元。

表 11：公司股权激励授予名单

姓名	职位	限制性股票数量（万股）	占授予总数比例	占总股本比例
陆海星	董事、副总经理	27.00	2.21%	0.06%
张杰	董事、副总经理	27.00	2.21%	0.06%
张敏	董事、董事会秘书	27.00	2.21%	0.06%
郭永智	副总经理	27.00	2.21%	0.06%
张宇飞	副总经理	27.00	2.21%	0.06%
任瑞	副总经理	23.50	1.92%	0.06%
廖洲	财务总监	27.00	2.21%	0.06%
核心技术人员/核心业务人员		923.55	75.62%	2.22%
预留部分		112.23	9.19%	0.26%
合计		1,221.28	100.00%	2.92%

资料来源：公司公告，中信建投

表 12：激励计划业绩考核目标

解除限售期		业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2021 年营业收入不低于 220,000.00 万元；（2）2021 年净利润不低于 18,000.00 万元。
	第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2022 年营业收入不低于 300,000.00 万元；（2）2022 年净利润不低于 22,000.00 万元。
	第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2023 年营业收入不低于 400,000.00 万元；（2）2023 年净利润不低于 27,000.00 万元。
预留授予的限制性股票	第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2021 年营业收入不低于 220,000.00 万元；（2）2021 年净利润不低于 18,000.00 万元。
	第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2022 年营业收入不低于 300,000.00 万元；（2）2022 年净利润不低于 22,000.00 万元。
	第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：（1）2023 年营业收入不低于 400,000.00 万元；（2）2023 年净利润不低于 27,000.00 万元。

资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别达 4.43、5.98 和 7.79 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，汇率波动，疫情影响。公司当前享受 0.3 元/度左右的优惠电价，若电价恢复到 0.4 元/度以上，假设 2024 年用电量 9 亿度，度电费每增加 0.1 元预计增加九千万元的用电成本，影响当年约 1.4pct 的毛利率。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,948.87	3,282.34	4,388.12	5,310.72	6,393.98
增长率(%)	-4.85	68.42	33.69	21.03	20.40
归属母公司股东净利润	245.00	328.02	443.49	597.92	779.43
增长率(%)	41.04	33.88	35.20	34.82	30.36
销售毛利率	22.20	19.55	20.43	21.53	22.30
销售净利率	12.57	9.99	10.11	11.26	12.19
净资产收益率(ROE)	13.71	12.94	16.24	18.20	19.43
EPS(摊薄/元)	0.58	0.75	1.02	1.37	1.79
市盈率(P/E)	23.30	17.85	13.21	9.80	7.51
市净率(P/B)	3.21	2.66	2.30	1.89	1.53

报表预测

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1948.87	3282.34	4388.12	5310.72	6393.98

请参阅最后一页的重要声明

减: 营业成本	1516.25	2640.69	3491.84	4167.07	4967.99
营业税金及附加	10.78	8.60	13.16	15.93	19.18
销售费用	24.70	30.58	39.49	47.80	57.55
管理费用	72.68	128.53	177.72	210.84	250.00
研发费用	88.53	98.33	144.81	175.25	211.00
财务费用	8.43	31.39	32.72	47.07	52.87
资产减值损失	-4.07	-22.71	-17.55	-21.24	-25.58
公允价值变动损益	0.00	0.07	0.02	0.02	0.03
其他收益	57.17	37.84	38.09	40.12	44.15
投资净收益	1.10	7.13	9.09	28.33	50.64
营业利润	278.47	353.46	503.60	680.60	888.25
营业外收入	0.13	4.67	5.56	3.57	3.48
营业外支出	0.90	5.76	2.74	1.39	1.70
利润总额	277.70	352.37	506.42	682.78	890.04
减: 所得税	33.24	43.48	62.49	84.26	109.83
净利润	244.46	308.89	443.93	598.52	780.21
减: 少数股东损益	-0.54	-19.13	0.44	0.60	0.78
归属母公司股东净利润	245.00	328.02	443.49	597.92	779.43
资产负债表					
流动资产	1690.76	3128.09	3492.65	4058.56	4930.21
货币资金	457.56	1294.93	859.14	796.61	959.10
应收票据及应收账款合计	658.28	865.70	1208.11	1518.56	1818.66
其他应收款	3.37	4.12	5.89	6.22	8.36
预付账款	10.49	30.43	24.28	41.94	37.78
存货	290.66	546.55	723.21	943.62	1170.42
其他流动资产	270.40	386.35	672.03	751.62	935.89
非流动资产	939.63	1695.02	1936.50	2159.58	2383.21
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	777.00	1209.28	1528.67	1728.58	1947.04
无形资产	78.89	163.38	173.91	187.42	204.48
其他非流动资产	83.74	322.35	233.92	243.58	231.69
资产总计	2630.39	4823.11	5429.16	6218.14	7313.42
流动负债	630.56	1154.17	1495.67	1765.50	2137.06
短期借款	7.04	22.64	33.01	61.50	111.90
应付票据及应付账款合计	559.70	890.79	1140.82	1359.42	1562.93
其他流动负债	63.81	240.73	321.83	344.59	462.23
非流动负债	217.27	1281.40	1200.58	1164.38	1161.86
长期借款	20.02	404.10	323.28	287.07	284.56
其他非流动负债	197.25	877.30	877.30	877.30	877.30

负债合计	847.82	2435.57	2696.25	2929.88	3298.92
少数股东权益	7.01	187.79	188.23	188.83	189.61
股本	425.00	436.09	436.09	436.09	436.09
资本公积	799.75	881.37	881.37	881.37	881.37
留存收益	550.76	804.66	1115.41	1534.37	2080.52
归属母公司股东权益	1775.55	2199.74	2544.67	3099.42	3824.89
负债和股东权益合计	2630.39	4823.11	5429.16	6218.14	7313.42

现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	162.65	227.16	297.97	546.42	630.84
投资性现金净流量	-146.40	-833.03	-556.50	-522.14	-431.77
筹资性现金净流量	162.57	1409.24	-177.26	-113.07	-86.99
现金流量净额	178.67	791.72	-435.79	-88.80	112.09

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

秦基粟：上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券，现任中小市值组首席分析师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第 3 名，2020 年“新财富”最佳分析师港股及海外市场研究第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk