

长华集团 (605018)

产品升级+客户突破打造长期核心竞争力

买入 (首次)

2023年02月17日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,496	1,803	2,506	2,982
同比	3%	20%	39%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	156	151	256	308
同比	-22%	-3%	69%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.33	0.32	0.54	0.65
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.24	36.27	21.47	17.84

关键词: #产能扩张

投资要点

- **汽车紧固件与冲焊件领先企业。**长华集团深耕汽车零部件领域近30年,形成以紧固件、冲焊件为核心的产品体系。2021年公司营业收入实现15.0亿元,其中冲焊件收入6.5亿元,冲焊件业务营收占比逐渐提升。受制于原材料价格上涨、疫情导致产能利用率下降,公司利润端承压,2021年实现净利润1.6亿元,同比下滑。公司通过IPO和定向增发扩充核心产品产能,达产后新增营收超20亿元,打开长期成长空间。
- **产品结构优化,在细分领域重大突破。**紧固件领域产品升级,8.8级以上高强度紧固件占比首次超过40%,其中车轮螺母/车轮螺栓系列产品占中国乘用车市场份额30%左右,底盘件、电池包壳体螺栓、电机螺栓都有重大突破,2021年新建年产20亿件汽车高强度紧固件生产线建设项目(一期)已经进入设备调试阶段;冲焊件领域从中小件向中大型集成件发展,传统钢冲压向铝冲压成型领域有较大突破。首发募集汽车冲焊件(武汉)生产基地已于2021年底投产,2021年新建汽车冲焊件(广清产业园)生产基地建设项目部分生产线也已开始进入批量生产阶段。**布局汽车轻量化大型铝部件产品,盈利能力进一步增强。**公司自2019年起布局轻量化铝合金压铸业务,2021年新建“轻量化汽车铝部件智能化生产基地项目”,建设期为两年,引入4000T一体化压铸岛,目前已成功生产多套大型铝压铸件样品,主要产品为一体化铝压铸车身件及底盘件。项目建成后,可年产60万件汽车铝部件,满足客户对于轻量化零部件的需求,具有良好的经济效益。
- **客户矩阵丰富,逐渐开拓新能源客户。**公司长期与合资品牌如东风本田、一汽大众、上汽通用、上汽大众、广汽丰田、一汽丰田等70多家整车厂深度合作,凭借合资品牌车型放量实现产品销量快速上涨。近年来公司客户突破,逐渐形成“合资+自主+新能源”的多维度客户矩阵,其中2021年公司新增造车新势力客户5家,新能源汽车零部件销售额达7322万元,约占营收4.9%,每年翻倍增长,目前合作中的新能源汽车客户厂家包含特斯拉、小鹏、理想、高合、零跑、华为等,客户矩阵优化。
- **盈利预测与投资评级:**公司产品结构升级,客户矩阵逐渐丰富,2023年公司盈利能力有望触底反弹,具备良好长期发展潜力。我们预测公司2022-2024年营收为18.03/25.06/29.82亿元,同比分别为+20%/+39%/+19%,归母净利润为1.51/2.56/3.08亿元,同比分别为-3%/+69%/+20%,对应EPS分别为0.32/0.54/0.65元,对应PE分别为36/21/18倍,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**汽车行业销量不及预期,新产品开发不及预期,芯片短缺引致的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.65
一年最低/最高价	9.93/20.80
市净率(倍)	2.00
流通A股市值(百万元)	1,089.12
总市值(百万元)	5,493.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.82
资产负债率(% ,LF)	16.19
总股本(百万股)	471.51
流通A股(百万股)	93.49

相关研究

内容目录

1. 长华集团——国内领先的汽车零部件厂商	5
1.1. 产品结构“紧固件+冲焊件+铝压铸”，客户实现突破	6
1.2. 产业基地铺开，客户覆盖“自主+合资+新能源”	7
1.3. 收入端稳定，利润端略显承压	8
2. 冲焊件行业扩容，公司产品结构升级	10
2.1. 冲焊件行业：跟随汽车电气化趋势持续扩容	10
2.1.1. 竞争格局分散，先发厂商有望占据更大市场	11
2.1.2. 公司冲焊件产品潜在市场庞大	12
2.2. 研发+募投实现冲焊件产品结构升级，符合行业趋势	12
2.2.1. 着眼电气化&轻量化&集成化，产品结构逐渐优化	13
2.2.2. 冲焊件业务层层铺开，扩大产能+深耕客户保障稳定发展	14
3. 紧固件产能扩张，产品升级	16
3.1. 紧固件是生产制造必需品，景气度跟随下游行业波动	16
3.2. 紧固件全品类覆盖，产能提升凸显规模效应	18
3.2.1. 平台化产品凸显规模效应，募投扩产有望量利齐升	18
3.2.2. 大力布局新能源领域紧固件产品	19
4. 布局轻量化大型铝部件产品，盈利能力进一步增强。	20
4.1. 轻量化是新能源行业趋势	20
4.2. 顺势而为，布局轻量化大型铝部件产品	21
5. 盈利预测与投资建议	22
6. 风险提示	24

图表目录

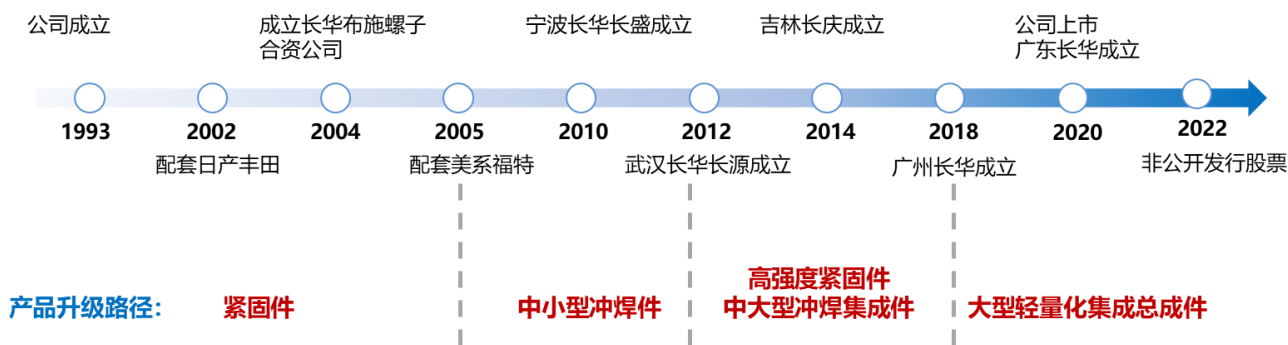
图 1:	长华集团发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构 (截止至 2023 年 2 月)	6
图 3:	公司冲焊件产品主要应用领域——车身.....	6
图 4:	公司冲焊件产品主要应用领域——发动机.....	6
图 5:	公司紧固件产品主要应用领域.....	7
图 6:	公司主要配套客户情况.....	8
图 7:	公司营业收入及 YOY (亿元)	8
图 8:	公司分业务营业收入.....	8
图 9:	公司归母净利润及 YOY (亿元)	9
图 10:	公司盈利能力变化情况.....	9
图 11:	钢材价格指数变动.....	9
图 12:	原材料占营业成本比重变化.....	9
图 13:	公司期间费用率情况.....	10
图 14:	公司各项费用率情况.....	10
图 15:	公司资产负债率情况.....	10
图 16:	公司及可比公司资产负债率情况.....	10
图 17:	制作冲焊件的基本流程.....	11
图 18:	全球金属冲焊件市场规模.....	11
图 19:	冲焊件市场格局 (2021 年营收规模口径)	11
图 20:	公司冲焊件产品潜在市场空间 (亿元)	12
图 21:	冲焊件产品覆盖汽车三大系统.....	13
图 22:	公司布局新能源冲焊件产品.....	13
图 23:	冲焊件产能布局扩展.....	15
图 24:	公司配套本田车型逐步放量 (万辆)	15
图 25:	车身件产品在冲焊件中的占比提高.....	15
图 26:	思域主要配套产品.....	16
图 27:	部分在广州布局的主机厂.....	16
图 28:	广东汽车产量.....	16
图 29:	汽车用紧固件产品示例.....	17
图 30:	紧固件产品分类.....	17
图 31:	汽车紧固件市场空间测算.....	18
图 32:	公司紧固件产品全品类覆盖.....	18
图 33:	紧固件行业公司营收规模对比 (亿元)	19
图 34:	紧固件行业公司毛利率对比.....	19
图 35:	公司紧固件产品全品类覆盖.....	20
图 36:	《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗总体目标.....	21
图 37:	2021-2022 新能源汽车销量渗透率	21
图 38:	铝合金轻量化产品价值量提升.....	21
图 39:	国内铝合金市场空间测算 (亿元)	21
表 1:	公司产业布局情况.....	7

表 2: 公司冲焊件产品募投情况.....	14
表 3: 公司招股书披露的部分冲焊件产品在研项目	14
表 4: 公司紧固件项目募投情况梳理.....	19
表 5: 公司压铸铝件产品募投情况.....	22
表 6: 公司收入拆分及预测.....	23
表 7: 可比公司估值表(截止至 2023 年 2 月 16 日).....	23

1. 长华集团——国内领先的汽车零部件厂商

深耕行业三十年，形成紧固件+冲焊件+铝压铸的产品体系。公司成立于1993年，经过近30年发展逐渐形成了紧固件+冲焊件+铝压铸的产品体系，铝压铸业务有望2023年贡献收入，形态上从生产较小的紧固件、冲焊件发展到配套轻量化、集成化的总成件。公司通过多个产地布局实现了主机厂的就近配套，在东北地区、中部地区、长三角地区、珠三角地区均有产业布局，区位优势明显。

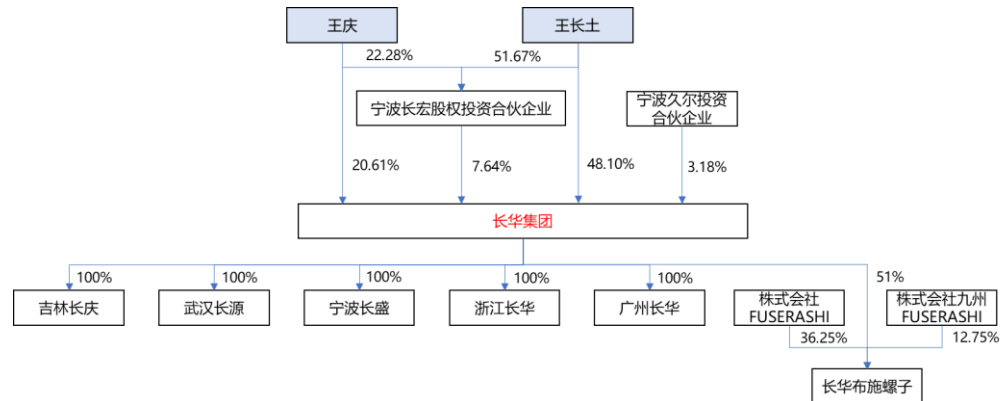
图1：长华集团发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司实控人为王长土、王庆父子，股权激励计划实施提高内部凝聚力。公司于2022年7月发布了2022年限制性股票激励计划(草案)，拟对公司高管及其他核心人员共95人授予限制性股票352.80万股，计划首次授予的限制性股票的授予价格为8.13元/股，业绩考核目标为2022-2024年营业收入分别达到18亿元、25亿元、30亿元，分别同比+20.3%/+38.9%/+20.0%，绑定核心员工，有助于提高内部凝聚力。

图2: 公司股权结构 (截止至 2023 年 2 月)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.1. 产品结构“紧固件+冲焊件+铝压铸”, 客户实现突破

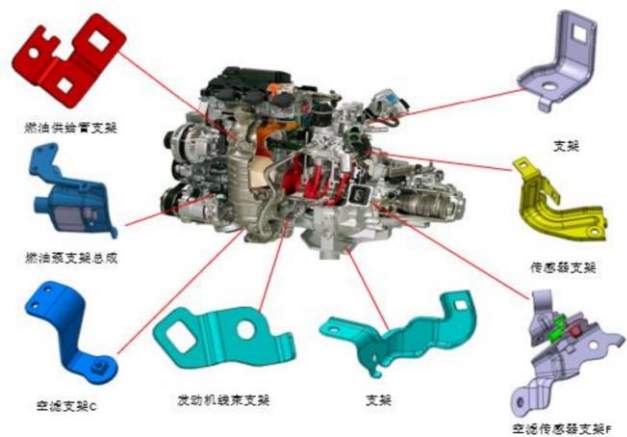
公司形成了“紧固件+冲焊件+铝压铸”的产品结构。公司以紧固件起家, 是国内乘用车领域紧固件头部企业, 产品包括螺栓、螺母和异形件三大类, 应用于汽车车身、底盘及动力总成系统; 冲焊件主要包括汽车覆盖件、支撑件、加强件、一般冲焊件等, 应用于汽车车身、底盘和动力总成等部位; 铝压铸主要产品为一体化铝压铸车身件及底盘件, 目前已成功生产多套大型铝压铸件样品。多年行业深耕, 公司掌握生产 knowhow, 开发出了高强度紧固件、铸铝冲焊总成件等顺应市场趋势的产品。公司通过非公开发行募投轻量化铝压铸项目, 有望成为公司产品结构第三极。

图3: 公司冲焊件产品主要应用领域——车身



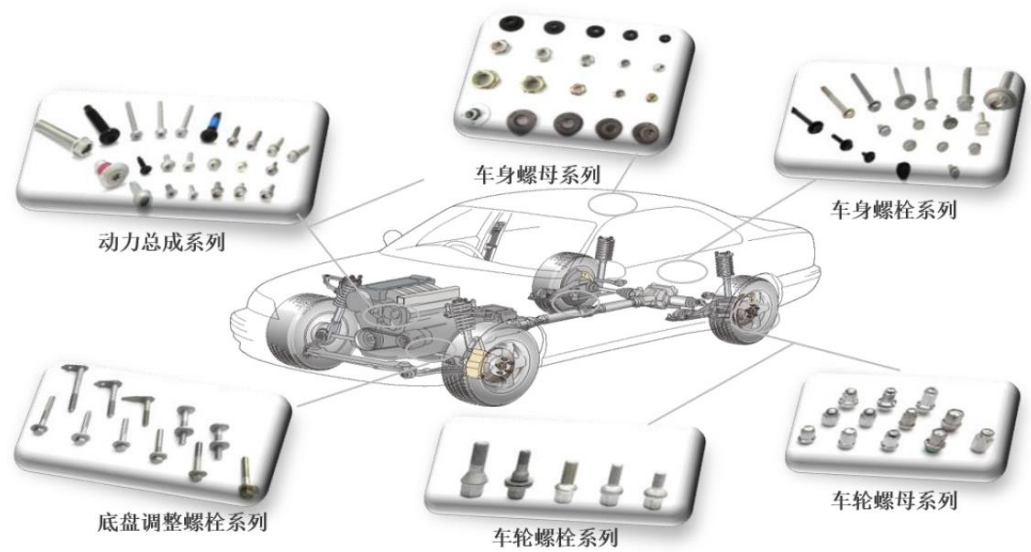
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 公司冲焊件产品主要应用领域——发动机



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司紧固件产品主要应用领域



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 产业基地铺开, 客户覆盖“自主+合资+新能源”

产业基地覆盖四大汽车零部件产业集群, 实现就近配套。公司通过六大子公司实现了四大汽车零部件产业集群的客户覆盖, 尤其是冲焊件产品通常体积较大, 就近配套需求较高, 公司在东北地区、中部地区、长三角和珠三角均设有工厂。

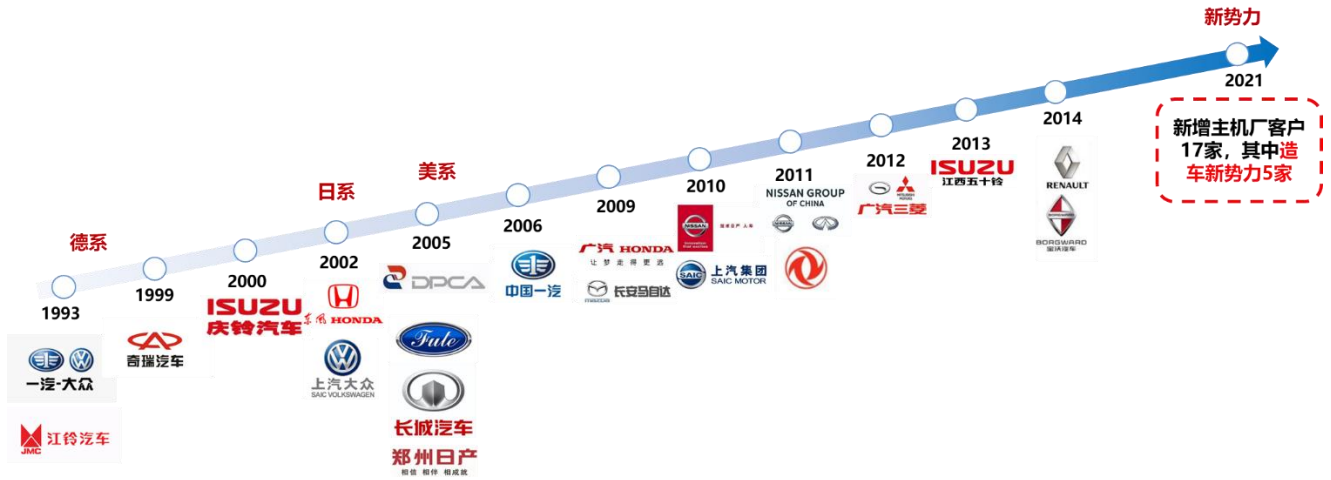
表1: 公司产业布局情况

覆盖汽车零部件产业集群	子公司	产品
东北产业集群	吉林长庆	冲焊件
	武汉长源 (一工厂)	冲焊件
中部产业集群	武汉长源 (二工厂)	铸铝件
	浙江长华	冲焊件
长三角产业集群	长华长盛	紧固件
	长华布施螺子	紧固件
珠三角产业集群	广州长华	冲焊件

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

客户逐步拓展, 新势力客户突破有成。公司成立后逐步突破德系、日系、美系、法系等客户, 发展近 30 年成功进入绝大多数主机厂供应体系。客户持续突破, 2021 年公司加大了对新能源主机厂的营销力度, 新增客户 90 家, 其中新增主机厂客户 17 家, 含造车新势力企业 5 家, 2021 年新能源汽车零部件销售收入约为 7,322 万元, 约占营业收入的 4.89%; 燃油汽车与新能源汽车共用产品的销售收入约为 3.69 亿元, 约占营业收入的 24.66%。公司收入重心在稳定合资客户的基础上, 逐渐向自主品牌、新能源车企拓展。未来 3 年新能源领域相关零部件销售收入都将迎来翻倍式增长。

图6: 公司主要配套客户情况

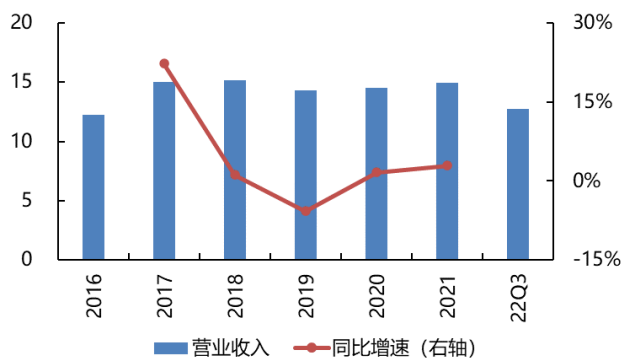


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 收入端稳定, 利润端略显承压

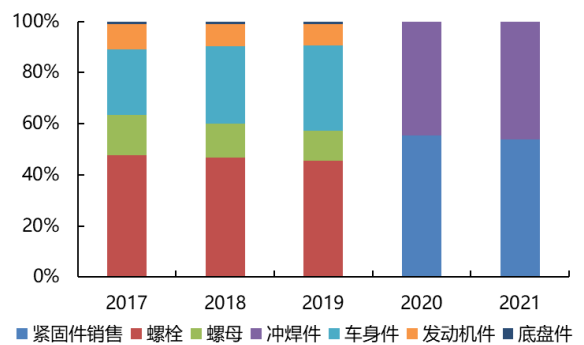
营业收入维持稳定, 冲焊件营收占比逐渐提升。2017 年以来汽车行业整体下行, 公司通过深耕原有客户、拓展新客户实现营收规模稳定。收入结构方面, 得益于核心客户东风本田、广汽本田等配套车型放量、客户逐步拓展, 冲焊件业务收入占比逐渐提升, 2021 年收入占比 44%。

图7: 公司营业收入及 YOY (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 公司分业务营业收入

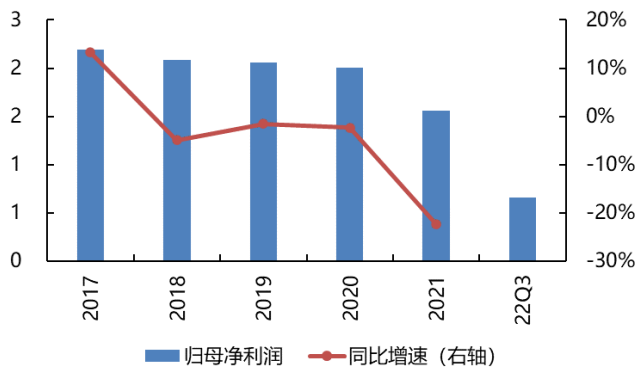


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

利润端受外部扰动影响较大, 盈利能力探底。受原材料价格上涨、新开模具费用增加及疫情导致产能利用率不足等外部因素扰动, 公司归母净利润、毛利率、净利率有所

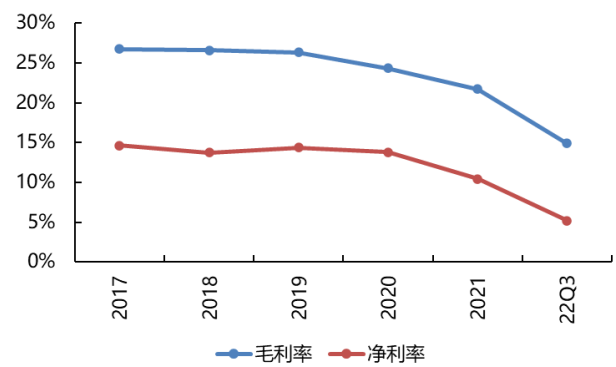
降低，2021 年实现归母净利润 1.56 亿元，同比-22.3%；2022 年三季度毛利率为 14.9%，净利率为 5.2%。

图9：公司归母净利润及 YOY（亿元）



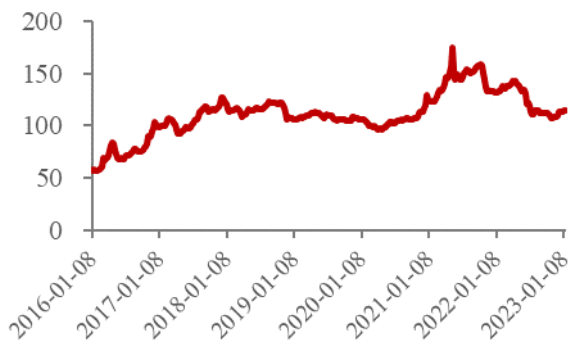
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司盈利能力变化情况



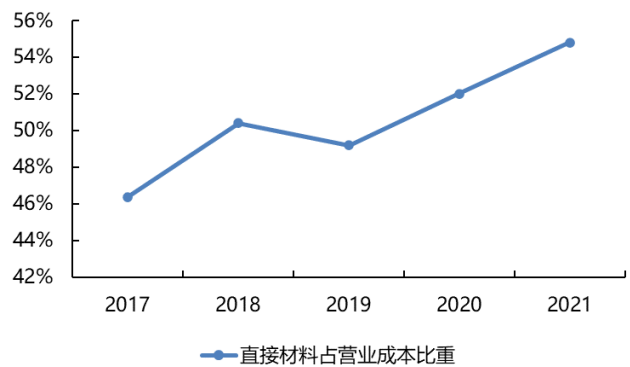
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：钢材价格指数变动



数据来源：中国钢铁工业协会，东吴证券研究所

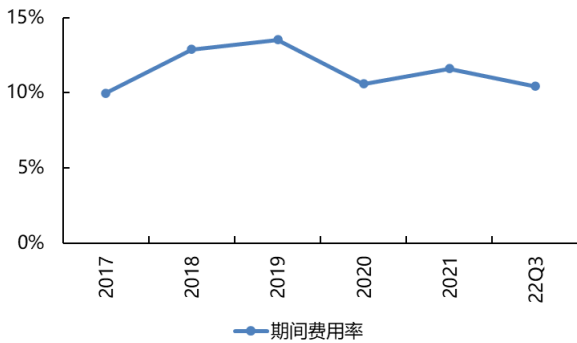
图12：原材料占营业成本比重变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

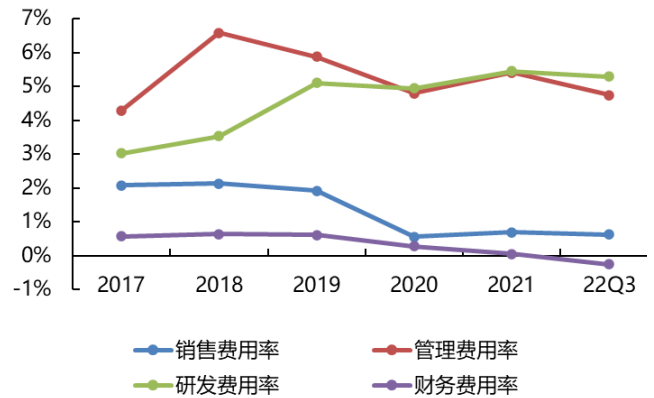
费用端管控有效，研发投入上升。公司上市后内部管控逐渐精细化，期间费率呈下降趋势，其中管理费、销售费率下降明显，研发费率持续上升，维持了公司的核心竞争力。2022 年三季度公司期间费用率 0.63%，相比 2021 年-0.06pct。

图13: 公司期间费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

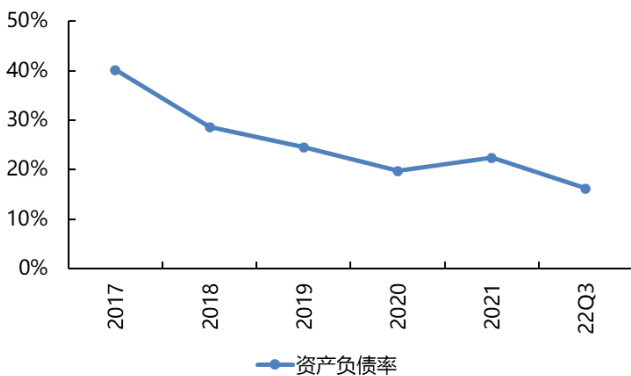
图14: 公司各项费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

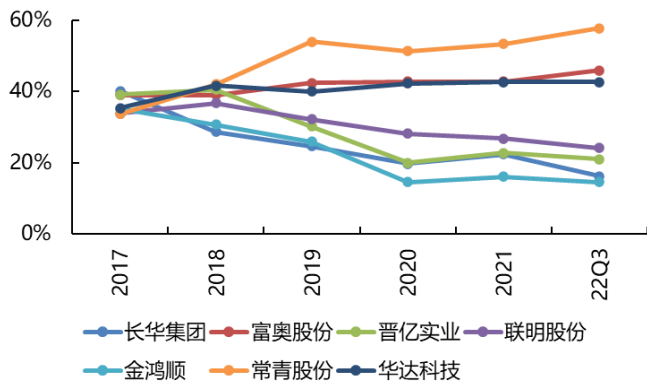
轻装上阵, 负债端压力较小。公司自 2017 年以来资产负债率处于下降趋势, 2022 年三季度公司资产负债率仅为 16%, 负债端压力较小。与同业可比公司相比公司负债率显著低于可比公司, 有利于公司进一步开拓新业务。

图15: 公司资产负债率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 公司及可比公司资产负债率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 冲焊件行业扩容, 公司产品结构升级

2.1. 冲焊件行业: 跟随汽车电气化趋势持续扩容

冲焊件为经过冲压、焊接加工后的金属件, 广泛应用于车身、发动机、底盘等各大汽车系统。根据 Meticulous Research 数据, 全球金属冲焊件市场有望从 2018 年的 2500 亿美元提升至 2023 年的 2852 亿美元, CAGR 达到 3.9%, 其中 2017 年汽车冲焊件领域是冲焊件最大的应用市场。根据华经产业院测算, 平均每辆车上包含 1500 余个冲压件, 单车配套价值超 1 万元, 由此推算得出我国汽车冲焊件市场规模或突破 2000 亿元。

图17: 制作冲焊件的基本流程

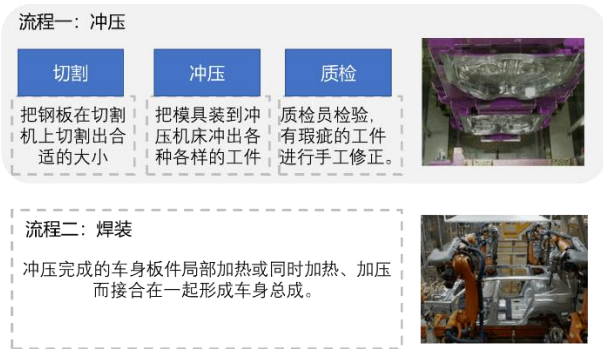
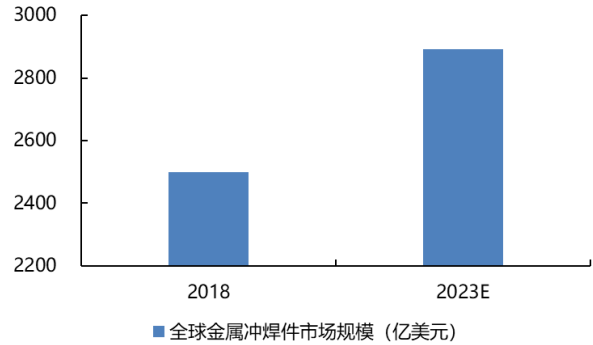


图18: 全球金属冲焊件市场规模



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

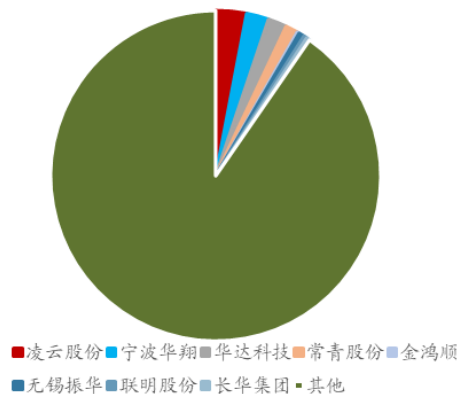
数据来源: Meticulous Research, 东吴证券研究所

2.1.1. 竞争格局分散, 先发厂商有望占据更大市场

冲焊件行业主要重在客户壁垒, 行业集中度较低。冲焊件相关供应商主要包括 1) 主机厂旗下的供应商, 如一汽富维、东风模冲; 2) 第三方供应商, 如华达科技、长华集团, 多数厂商通过深度绑定几家主机厂实现业务收入。

根据营业收入口径, 国内厂商市占率均不超过 5%。假设冲焊件单车价值量达到一万元, 根据 2021 年中国乘用车产量, 全国汽车冲焊件市场规模达到 2000 亿元。根据 2021 年冲焊件产品收入口径测算, 凌云股份 (根据华经产业研究院数据, 冲焊件收入约为 60 亿元)、宁波华翔、华达科技、常青股份隶属国外供应商第一梯队, 收入占比超过 20 亿元; 无锡振华、黎明股份、金鸿顺、长华集团等厂商收入规模超过 5 亿元。多数供应商通过绑定核心客户实现冲压件产品稳定出货, 新的整车格局下对供应商的供应安全、相应速度提出新的需求, 我们认为具有一定规模的冲焊件供应商有望凭借成本优势和客户积累实现市占率提升, 冲焊件市场呈集中趋势。

图19: 冲焊件市场格局 (2021 年营收规模口径)



数据来源: 乘联会, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

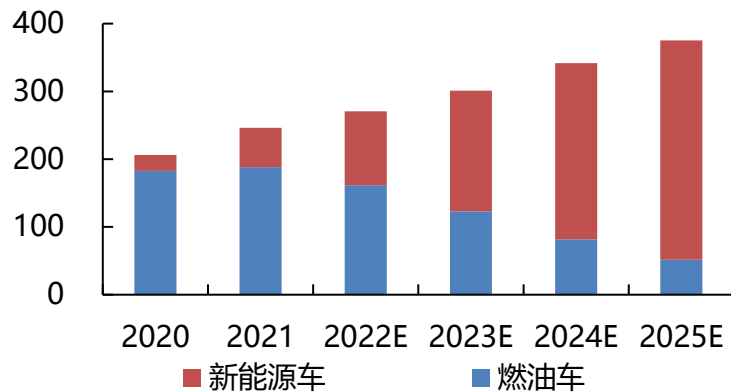
2.1.2. 公司冲焊件产品潜在市场庞大

根据以下假设，我们测算了公司冲焊件产品潜在市场空间：

- 1) 我国乘用车总量保持稳定增长，结构发生较大变化，新能源渗透率有望从 2022 年 30% 提升至 2025 年的 80%。
- 2) 根据公司招股说明书，2017-2019 年公司冲焊件产品配套东风本田实现营业收入为 2.7/3.0/3.3 亿元，主要配套思域和 CR-V 车型，计算得公司冲焊件产品单车价值约为 800 元。
- 3) 单车价值有上升趋势，新能源贡献主要增量。一方面，公司配套冲焊件产品品类持续提升，另一方面，车身轻量化趋势推动铝合金使用量增加，尤其是新能源汽车本身具备减重需求，配套单车价值有望提升至 2000 元左右。

核心结论：根据我们测算，冲焊件产品潜在市场空间有望在 2025 年达到 375 亿元。

图20：公司冲焊件产品潜在市场空间（亿元）



数据来源：公司公告，乘联会，DriveAluminum，产业信息网，东吴证券研究所

2.2. 研发+募投实现冲焊件产品结构升级，符合行业趋势

公司冲焊件产品主要包括汽车覆盖件、支撑件、加强件、一般冲焊件等，应用于汽车车身、底盘和动力总成等部位。其中车身件价值量较高，主要通过武汉工厂配套东风本田、上汽大众、日产中国、上汽通用、东风日产等。

图21: 冲焊件产品覆盖汽车三大系统

产品大类	产品	配套客户	产品大类	产品	配套客户
车身件	行李箱后挡板	东风本田	发动机件	燃油泵支架总成	东风本田
	后地板右上横梁			控制单元支架总成	日产中国
	后地板加强梁			变速箱换挡支架总成	
	天窗加强板总成			燃油管防护支架总成	
	仪表盘总成			传感器支架总成	
	后立柱加强板总成			电池托盘	上汽通用
	行李箱隔板总成			支架	上汽大众
	B 柱内板	上汽大众	底盘件	防撞杆总成	上汽大众
	后围板总成			地板中横梁	东风本田
	锁扣加强板总成			衣帽板总成	上汽通用
	车顶横梁盖板	上汽大众	车身件	车门螺栓板	东风日产
	A 柱支架总成			加油小门	上汽通用

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.1. 着眼电气化&轻量化&集成化, 产品结构逐渐优化

顺应电气化趋势开发新能源车适配的冲焊件产品。产品维度, 公司大力开发新能源冲焊件产品, IPU 固定支架、电动马达支架、VCU 支架、电池快慢充插口支架、ECU 支架、后副车架支撑件、电池防护支架等进入量产前交样阶段。客户维度, 公司的新能源冲焊件产品得到客户认可配套, 2022 年上半年, 公司新能源汽车零部件定点超 250 个。

图22: 公司布局新能源冲焊件产品



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

瞄准电动车时代轻量化的市场需求, 产品向轻量化方向发展。IPO 投产汽车冲焊件(武汉)生产基地(二期)项目, 扩充铸铝冲焊总成件产能, 达产后有望贡献营收 7 亿元;

表2: 公司冲焊件产品募投情况

		投资总额	实施周期	投资地	产能	达产收入	开工	投产(预计)
IPO	汽车冲焊件(武汉)生产基地建设项目	3.9 亿元	3 年	武汉	冲焊件 9431 万件	4.3 亿元	2019	2022
非公开发行	汽车冲焊件(广清产业园)生产基地建设项目(一期)	2.6 亿元	2 年	广东长 华	5100 万 件冲焊 件	5.1 亿元	2021	2023

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司冲焊件产品遵循从小件到中大件、总成件供应的路径。公司往往先通过价值量较小的冲焊件产品切入主机厂供应体系, 产品力得到认可后逐步切换价值量更高的中大件、总成件。以东风本田为例, 公司在 2017 年后供应东风本田的思域、CR-V 车型后备箱、天窗支撑板等车身体及底盘件, 2021 年公司成为东风本田、广汽本田批量供货价值量更大、集成度更高的铸铝冲焊集成副车架。

表3: 公司招股书披露的部分冲焊件产品在研项目

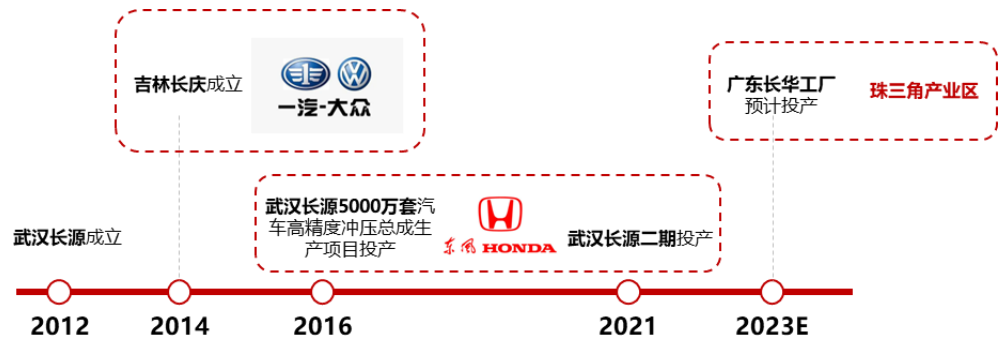
研发项目名称	配套整车厂	拟达到的目标
电池托盘	上汽通用	2020 年下半年量产
后副车架补强板	东风本田	2020 年下半年量产
前副车架横向加强板	上汽大众	2020 年下半年量产
副车架前安装板总成	吉利	2021 年上半年量产
发动机线束支架	上汽通用	2020 年下半年量产
蓄电池支架	东风本田	2020 年下半年量产
前副支架底盘件	东风本田	2021 年上半年量产
副车架补强板	广汽本田	2021 年上半年量产
副支架底盘件	广汽本田	2021 年下半年量产
ESC 模块支架	吉利	2021 年下半年量产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.2. 冲焊件业务层层铺开, 扩大产能+深耕客户保障稳定发展

公司冲焊件产品通过绑定核心客户东风本田实现从 0 到 1。由于冲焊件相对于紧固件单重更大、运输成本更高, 就近配套需求更大, 公司通过募投项目实现产地外扩, 有望实现从 1 到 N:

图23: 冲焊件产能布局扩展

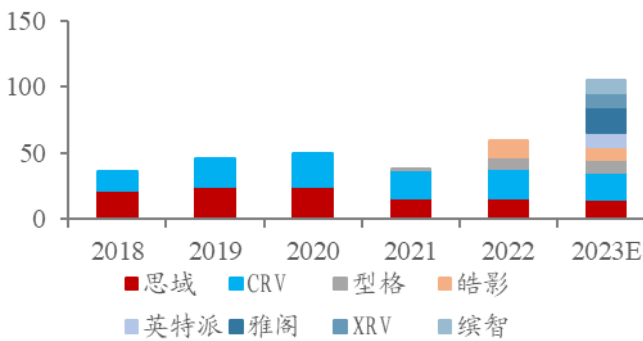


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

起步: 公司子公司武汉长源、吉林长庆分别于 2012、2014 年成立, 主营冲焊件的加工、制造。吉林长庆主要为一汽大众供应冲焊件产品, 体量较小 (2021 年营收 2365 万元); 武汉长源 5000 万套汽车高精度冲压总成生产项目于 2016 年 9 月投产, 配套东风本田。

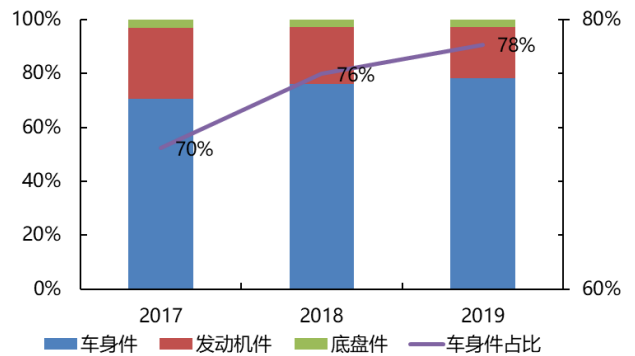
从 0 到 1: 2017 年后, 公司冲焊件业务增量主要由武汉长源贡献, 深度配套东风本田, 并从新车型开始沿用到广汽本田同平台兄弟车型, 受益于东风本田、广汽本田等客户配套主力车型销量增长, 叠加配套产品种类增加推升配套单车价值量, 实现冲焊件业务规模快速提升, 2017-2019 年公司冲焊件产品配套东风本田贡献 2.7/3.0/3.3 亿元营业收入, 2021 年武汉长源营业收入达到 5.6 亿元。

图24: 公司配套本田车型逐步放量 (万辆)



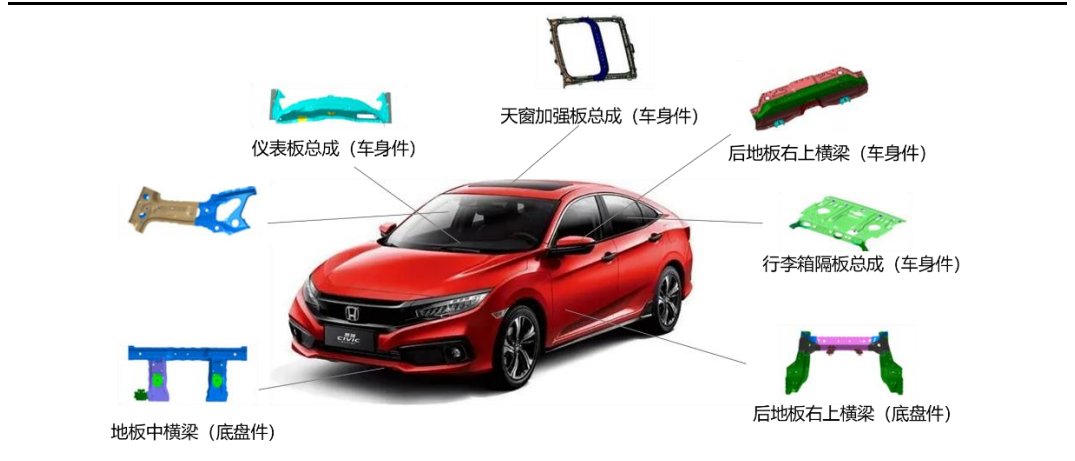
数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图25: 车身件产品在冲焊件中的占比提高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 思域主要配套产品



数据来源: 汽车之家, 公司公告, 东吴证券研究所

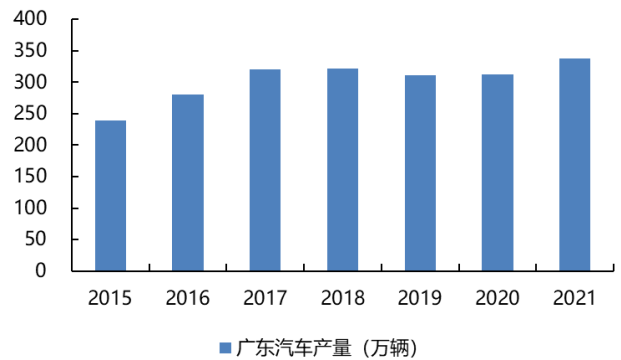
从 1 到 N: 1) 深耕已有客户。公司依托和核心客户东风本田常年合作的优势继续扩大配套规模, 通过 IPO 募投扩充武汉长源生产基地冲焊件产能, 主要配套东风本田第三工厂, 通过深度绑定核心客户, 公司武汉二期工厂有望在达产后迅速贡献收入。2) 产能外扩, 有望配套更多主机厂客户。公司通过非公开发行业股票募投资金扩充广州长华工厂产能, 计划新增冲焊件 5100 万件。广东省规模以上主机厂共计 27 家, 合资品牌本田、丰田、日产、大众及自主品牌比亚迪、广汽、小鹏等主机厂均在广东设厂。据国家统计局数据, 广东省汽车产量常年处于 300 万辆以上, 占全国汽车产量八分之一左右, 居全国首位。公司广州冲焊件工厂有望复制武汉工厂的成熟模式, 实现珠三角汽车产业集群客户快速铺开。

图27: 部分在广州布局的主机厂



数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

图28: 广东汽车产量



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

3. 紧固件产能扩张, 产品升级

3.1. 紧固件是生产制造必需品, 景气度跟随下游行业波动

紧固件渗透到制造行业各个领域, 跟随行业 β 增长。紧固件是指将两个或两个以上

零件(或构件)紧固连接成为一件整体时所采用的一类机械零件的总成,主要用于汽车、电子、机械、建筑、维修市场等各个领域,通俗来讲紧固件为螺栓、螺母、垫圈、异形件等产品。紧固件作为汽车装配的必需品,需求量通常跟随行业景气度变化。

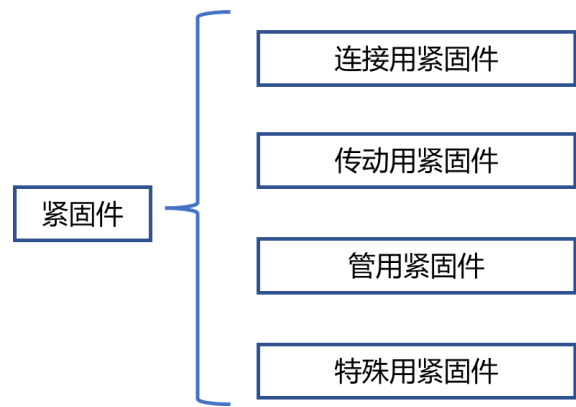
紧固件在汽车上应用广泛,可应用于在天窗、车灯、转向泵、座椅、空调、玻璃升降器、汽车发动机、汽车变速器、新能源三电系统等。分种类看,汽车紧固件可分为四大类:1)连接用紧固件常见的有汽车底盘、车身;2)传动用紧固件有主轴螺母、车轮螺母、车轮螺栓等;3)管用紧固件常见的有水管接头、油管接头、套管等;4)特殊用途紧固件常见的有螺旋、门阀。

图29: 汽车用紧固件产品示例



数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

图30: 紧固件产品分类



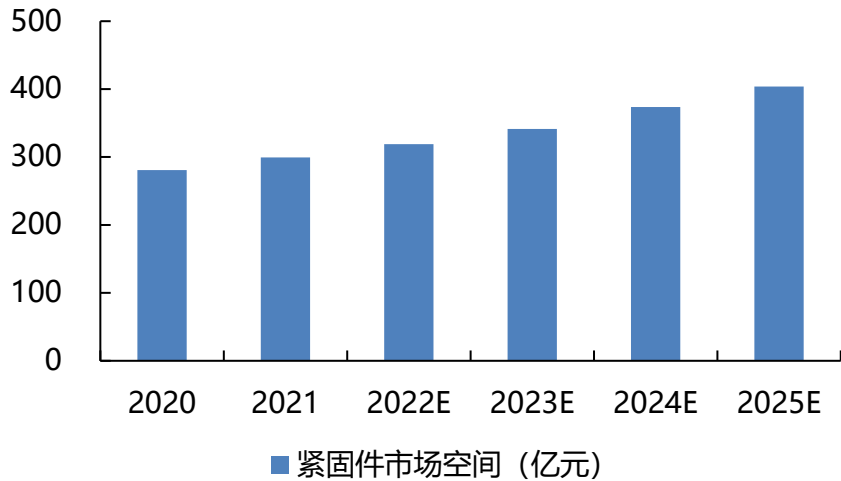
数据来源: 施必牢官网, 东吴证券研究所

根据以下核心假设, 我们测算了汽车紧固件市场规模:

- 1) 我国乘用车总量保持稳定增长, 结构发生较大变化, 新能源渗透率有望从 2022 年 30%提升至 2025 年的 80%。
- 2) 根据普华有策咨询数据, 平均每辆乘用车约需使用紧固件约 5000 件, 重量约 50 千克, 铝合金价格约为 20000 元/吨, 螺纹钢价格约为 4000 元/吨, 2019 年公司紧固件产品占成本比重为 38%, 以此推算紧固件产品单车价值为 500-2500 元。

核心结论: 根据我们测算, 中国汽车紧固件市场规模在 2021 年超过 300 亿元, 有望在 2025 年达到 400 亿元。

图31: 汽车紧固件市场空间测算



数据来源: 公司公告, 普华有策咨询, 乘联会, 东吴证券研究所

3.2. 紧固件全品类覆盖, 产能提升凸显规模效应

公司紧固件产品主要包括螺栓、螺母和异形件, 部分为标准产品, 平台化生产具备规模效应, 部分为非标准化产品, 公司根据客户需求特殊定制, 具备溢价能力。

图32: 公司紧固件产品全品类覆盖

	产品	配套客户	产品	配套客户	
螺栓	六角法兰面螺栓	一汽大众、东风本田、上汽通用、上汽集团、奇瑞汽车、江铃汽车、上汽大众等	螺母	车轮螺母	长城汽车、上汽通用、上汽集团、一汽集团、奇瑞汽车、江铃汽车、上汽大众、一汽大众、长安福特等
	六角头螺栓			焊接螺母	
	焊接螺栓			六角法兰面螺母	
	内六角花型圆柱头螺栓			锁紧螺母	
	车轮螺栓			六角螺母	
	外十二角花型螺栓			盖形螺母	
	内十二角花型螺栓			高附加值非标螺母	
	外六角花型螺栓				
高附加值非标螺栓		异形件	通孔类、花键轴、轴套等	长城汽车、江铃汽车、一汽大众等	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司对紧固件的全品类覆盖, 能够为总成类冲焊件产品提高自制率。公司冲焊件产品向中大型件、总成件方向发展, 其中所需要的紧固件如螺栓、螺母均可做到自制, 通过自制率的提升保证盈利能力。公司在发展冲焊件、铸铝件业务同时, 注重紧固件产品的产能扩张和前瞻研发, 能够有效赋能冲焊件产品。

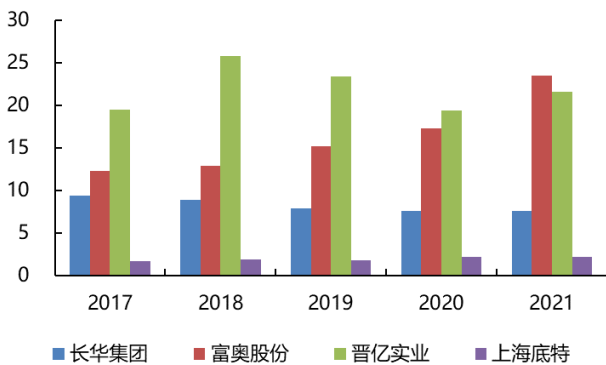
3.2.1. 平台化产品凸显规模效应, 募投扩产有望量利齐升

紧固件标准化程度更高, 更具备规模效应。相较于冲焊件等其他汽车零部件, 紧固件由于体积小、用途广, 往往标准化程度较高, 公司通过平台化、自动化生产工序有望

凸显规模效应。

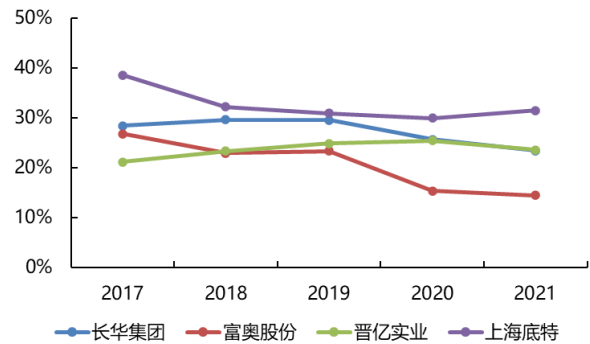
对比行业其他紧固件公司，公司紧固件产品依旧存在较大降本增效空间。由于配套客户及产品结构不同，营收规模未和毛利率呈正向相关关系，主要因为上海底特主要配套客户要求强度较高的商用车紧固件，所以毛利率偏高；公司紧固件全部配套乘用车客户，质量要求普遍较高，同时公司于 2016 年收购长青模具提高模具自制率，所以毛利率相对同行业公司偏高。但总体而言，公司毛利率处于行业中上水平，营收规模较富奥股份、晋亿实业还有较大提升空间，通过规模提升实现降本增效的空间相对较大。

图33: 紧固件行业公司营收规模对比 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图34: 紧固件行业公司毛利率对比



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

通过定增募投，扩充紧固件产品产能。其中 2021 年新建“年产 20 亿件汽车高强度紧固件生产线建设项目（一期）”预计新增紧固件产能 9.25 亿件，2019 年公司紧固件产能约为 27 亿件，此次扩产能够增加产能约三分之一，公司通过紧固件产品全平台生产有望充分发挥规模效应，实现盈利能力的提升。同时高强度紧固件兼具强度和轻量化优势，具备更高的行业壁垒，公司可以复制多年紧固件产品规模化生产的经验，已经能够实现全工序自制，能够在达产后快速交付满足客户需求。

表4: 公司紧固件项目募投情况梳理

非公开发行	投资总额	实施周期	投资地	产能	达产收入	投产(预计)
年产 20 亿件汽车高强度紧固件生产线建设项目（一期）	3.6 亿	2 年	长华集团	9.25 亿件紧固件	5.5 亿	2023

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 大力布局新能源领域紧固件产品

顺应汽车电气化趋势，大力发展新能源紧固件产品。公司新能源相关紧固件产品涵盖 EV 三电领域、传动系统、底盘系统、悬挂系统等，相对于燃油车紧固件市场而言是

蓝海市场，公司提前布局有望占据先发。

图35: 公司紧固件产品全品类覆盖



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 布局轻量化大型铝部件产品，盈利能力进一步增强。

4.1. 轻量化是新能源行业趋势

政策推动，节能减排标准不断提升。“节能减排”成为我国经济发展的主旋律。汽车领域是推进节能减排的重点。2020年中国汽车工程学会组织全行业专家修订编制的《节能与新能源汽车技术路线 2.0》发布，对于乘用车新车的油耗做了具体的要求，2025/2030/2035年乘用车新车的平均油耗需要达到 4.6、3.2、2.0L/100km，节能减排标准持续升级。

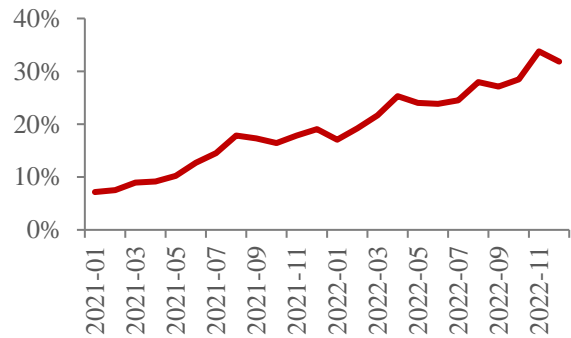
新能源渗透率持续提升，里程焦虑成为消费者核心关注。在政策+市场的双重助推下，国内新能源车渗透率快速提升，从2021年1月的7%提升到2022年12月份的32%，随着新能源汽车普及，消费者“里程焦虑”日益加深，电动车里程问题成为消费者的核心关注。

图36: 《节能与新能源汽车技术路线 2.0》能耗总体目标

分类	2025年	2030年	2035年
乘用车 (含新能源)	4.6L/100km	3.2L/100km	2.0L/100km
商用车 (较2019年)	货车油耗下降8% 客车油耗下降10%	货车油耗下降10% 客车油耗下降15%	货车油耗下降15% 客车油耗下降20%
传统能源 乘用车	5.6L/100km	4.8L/100km	4.0L/100km
混动新车	占比50%	占比75%	占比100%
新能源汽车	占总销量20%	占总销量40%	占总销量50%

数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

图37: 2021-2022 新能源汽车销量渗透率



数据来源: 中汽协, 东吴证券研究所

轻量化助力节能减排, 铝合金材料性价比最佳。根据“布勒中国”的数据, 汽车重量每减轻 10%, 最多可实现节油 5-10%, 整备质量每减少 100kg, 百公里油耗可以降低 0.3-0.6L, 减少 CO2 排放 8.5g/km, 因此轻量化成为节能减排领域的重点发展技术。同时, 在不同的轻量化材料中, 对比多种金属合金和碳纤维, 铝合金的性能、密度以及价格等多方面具备优势, 是最具有性价比的轻量化材料。

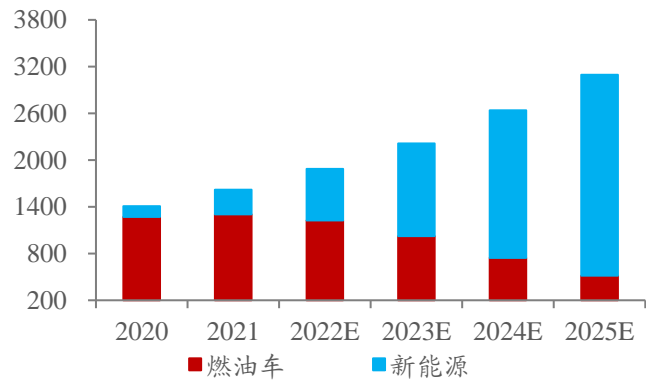
乘用车铝合金市场空间广阔, 2025 年车均用量接近翻倍。根据国际铝业协会发布的数据, 2020 年国内传统乘用车用铝量约为 139kg/辆。工信部《节能与新能源技术路线图》提出我国 2025/ 2030 年单车用铝量目标为 250kg/辆和 350kg/辆。根据我们测算, 2025 年国内新能源铝合金市场空间约为 3095 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 17.1%, 其中三电系统/轻量化底盘/车身结构件 2020-2025 年 CAGR 分别为 62%/25%/72%。

图38: 铝合金轻量化产品价值量提升

产品分类	产品	钢制单价 (元/副)	铝制单价 (元/副)	用量 (副)	增量 (元)	
轻量化底盘	副车架	500	1000	2	1000	1230-1460
	转向节	90	125	2-4	70-140	
	控制臂	120	200	2-4	160-320	
三电系统	电池盒	0	3000	1	3000	4000-5000
	电机壳	0	500	1-2	500-1000	
	电控壳	0	500	1-2	500-1000	
白车身	后底板	800	2000	1	1200	10200
	前底板	800	2000	1	1200	
	左右纵梁	400	1000	2	1200	
	A/B柱总成	800	2000	2	2400	
	C/D柱总成	1500	3000	2	3000	
	侧围外板	400	1000	2	1200	
	总和					

数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

图39: 国内铝合金市场空间测算 (亿元)



数据来源: 乘联会, 国际铝业协会, 工信部, 东吴证券研究所

4.2. 顺势而为, 布局轻量化大型铝部件产品

轻量化产品创新，推出钢铝车身体产品。钢铝混合材料制成的车身体产品质量介于纯钢和纯铝之间，保持一定轻量化优势的同时在制造成本、维修成本、保险费用等方面具备优势。公司武汉长源二期项目投入 5 条新型焊接装配全自动生产线、1800T/2500T/3000T 钢铝混用多工位冲压生产线，持续推进轻量化产品布局。

多年冲焊业务积累助力公司横向拓展，进军压铸大赛道。冲焊件即经过冲压、焊接加工后的金属件，公司多年深耕冲焊领域在冲压方面掌握行业 knowhow，助力公司将生产经验迁移到压铸领域。公司自 2019 年开始布局轻量化铝合金压铸业务，定增募集资金投入“轻量化汽车铝部件智能化生产基地项目”，目前公司安装最大压铸机吨位为 4000T，已成功生产多套大型铝压铸件样品，等待客户验证，主要产品为一体化铝压铸车身体及底盘件。预计 2023 年正式投产，铸铝件产品有望开拓公司成长第三极。

表5：公司压铸铝件产品募投情况

项目名称	投资总额	实施周期	投资地	产能	达产收入	开工	投产（预计）
非公开发行 轻量化汽车铝部件智能化生产基地项目	1.4 亿元	2 年	武汉长源	60 万件汽车铝部件	2.5 亿元	2021	2023

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

营业收入预测：紧固件产品是公司底盘业务，两次募投后产能逐步释放，支撑 2022-2024 年营收实现 9.01/11.28/11.93 亿元；冲焊件业务进入快速发展期，前期通过绑定核心客户东风本田，后期公司通过扩大产能、开拓客户实现收入规模快速提升，2022-2024 年营收有望实现 8.12/10.89/14.00 亿元；铸铝件业务公司自 2019 年开始布局，通过募投项目扩张产能，预计 2023 年贡献收入，预计达产后贡献营收 2.5 亿元，我们预测 2023-2024 年铸铝件业务有望达到 2.00/3.00 亿元。

毛利率预测：2020 年至今公司受原材料价格上涨、疫情导致产能利用率不足等因素影响盈利能力下滑，2022 年前三季度仍被疫情等外部因素扰动，但原材料钢铁的价格已成下滑趋势。我们预计 2023 年后公司盈利能力有望触底反弹，核心业务紧固件、冲焊件毛利率水平有望跟随规模上涨体现规模效应而有进一步上浮。

基于以上核心假设，我们预测公司 2022-2024 年营收为 18.03/25.06/29.82 亿元，同比分别为 +20%/+39%/+19%，归母净利润为 1.51/2.56/3.08 亿元，同比分别为 -3%/+69%/+20%，对应 EPS 分别为 0.32/0.54/0.65 元，对应 PE 分别为 36/21/18 倍。

表6: 公司收入拆分及预测

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
紧固件	销售收入 (百万元)	7.86	7.60	7.56	9.01	11.28	11.93
	YOY		-3.31%	-0.53%	19.22%	25.10%	5.78%
	销售成本 (百万元)	5.53	5.65	5.79	7.04	8.80	9.18
	毛利率	29.64%	25.66%	23.41%	21.91%	22.00%	23.00%
冲焊件	销售收入 (百万元)	5.87	6.13	6.52	8.12	10.89	14.00
	YOY		4.43%	6.36%	24.59%	34.08%	28.55%
	销售成本 (百万元)	4.78	5.17	5.89	7.46	9.69	12.32
	毛利率	18.57%	15.66%	9.66%	8.16%	11.00%	12.00%
铸铝件	销售收入 (百万元)					2.00	3.00
	YOY						50.00%
	销售成本 (百万元)					1.54	2.31
	毛利率					23.00%	23.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	0.58	0.81	0.89	0.89	0.89	0.89
	YOY		39.66%	9.88%	0.00%	0.00%	0.00%
	销售成本 (百万元)	0.22	0.18	0.03	0.09	0.09	0.09
	毛利率	62.07%	77.78%	96.63%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	销售收入 (百万元)	14.31	14.54	14.97	18.03	25.06	29.82
	YOY		1.61%	2.96%	20.42%	39.00%	19.00%
	销售成本 (百万元)	10.53	11.00	11.71	14.59	20.12	23.90
	毛利率	26.42%	24.35%	21.78%	19.08%	19.71%	19.83%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们选取富奥股份、常青股份、华达科技、爱柯迪作为公司的可比公司, 2022-2024年平均PE为29/19/13倍。随着公司产品结构逐渐升级, 客户矩阵逐渐丰富, 公司长期成长空间打开, 业绩确定性较强, 具备良好长期发展潜力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表7: 可比公司估值表(截止至2023年2月16日)

公司简称	证券代码	总市值/ 亿元	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
富奥股份	000030.SZ	88.87	5.01	7.73	9.24	17.76	11.50	9.62
常青股份	603768.SH	35.58	0.82	1.68	2.88	43.42	21.13	12.36
华达科技	603358.SH	94.00	4.17	5.61	8.14	22.57	16.77	11.55
爱柯迪*	600933.SH	215.52	6.40	8.47	11.37	33.67	25.44	18.95
平均值						29.36	18.71	13.12
长华集团*	605018.SH	54.93	1.51	2.56	3.08	36.40	21.48	17.86

数据来源: WIND, 东吴证券研究所 (标注*为东吴覆盖, 采用东吴预测数据, 其余采用市场一致性预期)

6. 风险提示

- 1、汽车行业销量不及预期：**公司紧固件、冲焊件产品直接受下游整车行业景气度影响，若汽车行业销量不及预期会影响公司产品出货。
- 2、新产品开发不及预期：**公司着力开发适配新能源汽车的产品及轻量化产品，技术具备一定前瞻性，若开发进度不及预期会影响公司业务拓展。
- 3、芯片短缺引致的风险：**芯片方面，由于受疫情及灾害影响，加之全球汽车产业复苏和汽车新四化进程加快导致需求扩大等因素，芯片短缺问题仍未有效缓解，给汽车行业带来了严峻的挑战。若芯片危机加重，汽车整车厂商出现持续减产或停产情况，将对公司经营带来一定不利影响。

长华集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,107	1,554	1,869	1,895	营业总收入	1,496	1,803	2,506	2,982
货币资金及交易性金融资产	221	494	413	337	营业成本(含金融类)	1,171	1,455	2,012	2,390
经营性应收款项	396	515	737	775	税金及附加	10	12	17	20
存货	469	502	687	734	销售费用	10	13	17	20
合同资产	0	0	0	0	管理费用	81	97	125	149
其他流动资产	21	43	32	50	研发费用	82	99	137	163
非流动资产	1,493	1,764	2,000	2,204	财务费用	1	-4	-13	-11
长期股权投资	268	298	328	358	加:其他收益	14	17	23	28
固定资产及使用权资产	674	959	1,168	1,328	投资净收益	41	45	69	75
在建工程	216	146	118	107	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	194	214	234	254	减值损失	-25	-20	-20	-20
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	-2	0	0
长期待摊费用	25	30	35	40	营业利润	172	170	283	333
其他非流动资产	116	116	116	116	营业外净收支	-2	0	2	10
资产总计	2,601	3,318	3,869	4,099	利润总额	170	170	284	342
流动负债	519	533	828	751	减:所得税	14	19	28	34
短期借款及一年内到期的非流动负债	64	44	24	4	净利润	156	151	256	308
经营性应付款项	393	415	702	626	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	4	6	7	归属母公司净利润	156	151	256	308
其他流动负债	59	69	95	113	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.32	0.54	0.65
非流动负债	63	63	63	63	EBIT	132	144	221	267
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	246	308	420	498
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.74	19.29	19.71	19.83
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	10.42	8.40	10.21	10.33
其他非流动负债	51	51	51	51	收入增长率(%)	2.89	20.48	39.00	19.00
负债合计	582	596	891	814	归母净利润增长率(%)	-22.34	-2.85	68.92	20.36
归属母公司股东权益	2,018	2,722	2,978	3,285					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,018	2,722	2,978	3,285					
负债和股东权益	2,601	3,318	3,869	4,099					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	280	136	306	295	每股净资产(元)	4.84	5.77	6.32	6.97
投资活动现金流	-350	-392	-365	-351	最新发行在外股份(百万股)	472	472	472	472
筹资活动现金流	-163	529	-22	-21	ROIC(%)	5.80	5.25	6.88	7.61
现金净增加额	-234	273	-81	-77	ROE-摊薄(%)	7.72	5.56	8.59	9.37
折旧和摊销	114	165	199	231	资产负债率(%)	22.40	17.97	23.03	19.85
资本开支	-446	-402	-398	-390	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.24	36.27	21.47	17.84
营运资本变动	23	-161	-100	-181	P/B(现价)	2.41	2.02	1.84	1.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

