

转向压铸件具备竞争优势，新能源车及一体化压铸件是增长点

核心观点

- **公司是国内转向压铸件领域的优势企业。**公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，产品主要应用于汽车转向系统、传动系统、制动系统等。2021年汽车零部件产品收入比重 88.5%，车用模具产品收入比重 7.3%，汽车零部件中转向压铸件产品 2020 年收入比重超过 60%。随着公司产品规模的提升及新能源产品收入比重提高，公司盈利能力有望继续提高。
- **汽车转向压铸件具备竞争力，产能扩张将保障盈利稳定增长。**转向系统产品是营收的主要来源之一，公司已形成先期产品结构设计能力、自主模具设计与制造能力及工艺技术和专利优势，尤其是 EPS 壳体领域具备较强竞争优势。公司主要客户包括博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特等一级供应商及新能源车企。IPO 及可转债新增产能将逐步释放，有利于满足下游客户需求，保障未来收入及盈利增长。
- **新能源车配套产品及一体化压铸产品是增长弹性所在。**公司新能源领域产品包括电机壳体、变速箱壳体、车载充电机壳体、逆变器等。公司借助博世、蒂森克虏伯等客户，将转向系统产品等延伸至新能源领域。公司也获得比亚迪、长城、小鹏等新能源相关订单。公司墨西哥生产基地已投产，将为 Rivian、北美通用等配套新能源三电产品，预计公司将有望开拓更多海外新客户、新订单，为新能源业务快速增长提供保障。公司已布局一体化压铸领域，有望开拓新的增长空间。
- **竞争格局：国内企业规模较小，国际集中度高。**海外压铸件供应商主要包括乔治费歇尔、RYOBI、阿雷斯提、皮尔博格等。乔治费歇尔、NEMAK、Martinrea 单个企业 2021 年营业收入均超过 250 亿元。国内压铸行业参与者众多、集中度较低。2021 年文灿股份、广东鸿图压铸业务营收近 40 亿元，爱柯迪、旭升集团营收超过 25 亿元，其余公司均在 20 亿元以下。

盈利预测与投资建议

- 预测 2022-2024 年 EPS 分别为 0.90、1.38、1.87 元，可比公司为汽车零部件公司，可比公司 2023 年 PE 平均估值为 25 倍，目标价为 34.5 元，首次给予买入评级。

风险提示

汽车零部件配套收入低于预期、新能源车配套产品收入低于预期、募投项目达产时间晚于预期、上游原材料成本上涨影响、假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	991	1,163	1,581	2,156	2,603
同比增长(%)	0.0%	17.3%	35.9%	36.3%	20.8%
营业利润(百万元)	154	117	169	260	355
同比增长(%)	-18.5%	-24.1%	44.5%	53.9%	36.3%
归属母公司净利润(百万元)	128	101	146	224	304
同比增长(%)	-19.3%	-21.3%	45.3%	53.1%	35.9%
每股收益(元)	0.79	0.62	0.90	1.38	1.87
毛利率(%)	32.1%	25.1%	25.4%	26.2%	26.3%
净利率(%)	12.9%	8.7%	9.2%	10.4%	11.7%
净资产收益率(%)	15.9%	8.0%	8.4%	11.7%	14.2%
市盈率	33.3	42.2	29.1	19.0	14.0
市净率	5.0	2.6	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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声明。

投资评级 买入 (首次)

股价 (2022年12月22日)	25.8元
目标价格	34.50元
52周最高价/最低价	39.8/13.39元
总股本/流通A股(万股)	16,219/4,000
A股市值(百万元)	4,184
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2022年12月22日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.15	-3.99	-13.79	-9.58
相对表现	-3.22	-5.75	-12.93	12.36
沪深300	-2.93	1.76	-0.86	-21.94



证券分析师

姜雪晴 jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人

袁俊轩 yuanjunxuan@orientsec.com.cn
唐英韬 tangyingtao@orientsec.com.cn

目录

1 公司是国内转向压铸件领域的优势企业	4
2 汽车转向压铸件具备竞争力，产能扩张保障盈利稳定增长	4
2.1 转向、传动、制动产品在汽车中的运用	4
2.2 铝合金压铸件市场空间较大	5
2.3 在转向系统零部件领域具备核心竞争力	7
2.4 下游客户主要是国际龙头零部件公司及新能源车企	9
2.5 新增产能为盈利增长提供保障	11
2.6 预计汽车零部件收入稳定增长（不含新能源车配套）	12
3 新能源车配套产品及一体化压铸件是增长弹性所在	13
4 竞争格局：国内企业规模较小，国际集中度高	17
4.1 国际竞争格局：集中度较高，收入规模超过国内企业	17
4.2 国内竞争格局：相对分散，且收入规模较小	18
5 盈利预测及估值	20
6 主要风险提示	21

图表目录

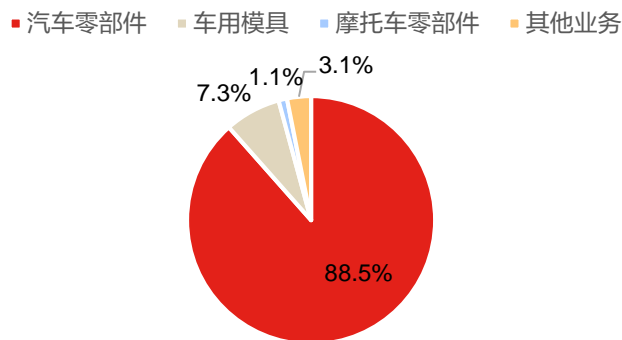
图 1: 公司主要业务收入构成 (2021)	4
图 2: 全球乘用车铝压铸件市场空间及同比增速测算	7
图 3: 中国乘用车铝压铸件市场空间及同比增速测算	7
图 4: 公司转向系统产品营收及同比增速	7
图 5: 公司转向系统产品营收占比	7
图 6: 公司形成先期产品结构设计能力、自主模具设计与制造能力以及工艺技术和专利优势	8
图 7: 公司在转向器壳体领域具备较强竞争优势	9
图 8: 公司与其他可比公司转向系统产品毛利率比较	9
图 9: 2017-2021 年公司前五大客户营收占比	10
图 10: 2017-2021 年公司主要客户营收占比	10
图 11: 公司各年产能利用率	11
图 12: 公司汽车零部件营收及增速预测 (不含新能源车配套产品收入)	13
图 13: 公司顺应新能源汽车发展浪潮, 重点布局新能源汽车领域	13
图 14: 公司将有望凭借海外生产基地先发优势, 提升全球市场份额	14
图 15: 2021 年部分海外压铸件公司营业收入	18
图 16: 国内自主压铸企业 2021 年汽车压铸业务营收	20
表 1: 公司主要产品情况	5
表 2: 全球及中国乘用车总用铝量测算	6
表 3: 公司与转向系统产品主要客户合作情况	10
表 4: 公司转向系统产品部分在手项目情况 (截至 2022 年 3 月)	11
表 5: 公司 IPO 及可转债项目新增产能情况	12
表 6: 公司新能源业务部分项目情况 (截至 2022 年 3 月)	14
表 7: 公司新能源业务与自主品牌客户直接合作情况	15
表 8: 公司新能源业务相关募投项目情况	15
表 9: 整车厂商在一体化压铸领域布局情况	16
表 10: 海外压铸件公司的产品、客户及在中国工厂布局	17
表 11: 国内汽车零部件压铸行业主要公司及产品、客户情况	19
表 12: 收入分类预测表	20
表 13: 可比公司估值比较	21

1 公司是国内转向压铸件领域的优势企业

公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，产品主要应用于汽车转向系统、传动系统、制动系统等领域。2021 年汽车零部件产品收入比重达到 88.5%，车用模具产品收入比重 7.3%，汽车零部件中汽车转向压铸件产品 2020 年收入比重超过 60%。

公司在汽车铝合金精密压铸件中小件特别是转向系统压铸件方面具备竞争实力，下游客户均是国际零部件企业及新能源车企，客户质地优秀，随着公司产品规模的提升及新能源产品收入比重提高，公司盈利能力有望继续提高。

图 1：公司主要业务收入构成（2021）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

2 汽车转向压铸件具备竞争力，产能扩张保障盈利稳定增长

2.1 转向、传动、制动产品在汽车中的运用

公司主要产品为汽车铝合金精密压铸件，产品主要应用于汽车转向系统、传动系统、制动系统等领域。

转向系统是负责改变车辆行驶方向的操纵机构，主要功能是根据驾驶员的意愿控制行驶方向，目前主流的 EPS（电动助力转向系统）主要由转向盘、转向管柱、传感器、转向器、伺服电机、控制模块等组成。转向系统产品是公司的核心业务，主要产品包括转向长壳体、转向管柱、伺服壳体、端盖等，基本覆盖转向系统的主要部件，其中电动助力转向器壳体是公司的优势产品，主要负责支撑并固定转向器，使转向系统能够保持正常工作，同时起到保护、密封、防尘等作用，其产品质量直接关系到汽车驾驶安全，是汽车转向系统重要的安全部件。

传动系统负责将发动机输出的动力传输至驱动车轮，从而完成驱动车辆行驶以及速度调节等功能，主要由离合器、变速器、传动轴、主减速器、差速器、半轴等部件组成。公司传动系统主要产品包括分动箱箱体、箱盖、适配器；变速箱箱体、箱盖；变速箱机油泵泵体、泵盖等，产品领域覆盖变速箱、分动箱、分动箱油泵等传动系统关键部件。

制动系统是使汽车行驶速度强制降低的一系列装置，主要功能包括使行驶中的汽车减速或停止、使下坡行驶的汽车速度保持稳定、使已停驶的汽车保持驻车等，主要由制动踏板、真空助力器、总泵、分泵、制动鼓（或制动盘）以及管路等组成。公司制动系统主要产品包括制动泵阀类壳体、壳盖和制动空气压缩单元阀体等，是形成汽车制动执行、控制功能以及保障制动系统安全的重要组成部分。

表 1：公司主要产品情况

产品领域	主要功能	公司主要产品	主要客户	对应终端整车品牌
转向系统	负责改变车辆行驶方向的操纵机构，主要功能是根据驾驶员的意愿控制行驶方向	转向长壳体、转向管柱、伺服壳体、端盖等	博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特	大众、通用、奔驰、宝马、上汽、沃尔沃、长城等
传动系统	将发动机输出的动力传输至驱动轮，从而完成驱动车辆行驶以及速度调节等功能	分动箱箱体、箱盖、适配器；变速箱箱体、箱盖；变速箱机油泵泵体、泵盖等	博格华纳、采埃孚、爱塞威	一汽解放、广汽、吉利、大众等
制动系统	使汽车行驶速度强制降低的一系列装置，主要功能包括使行驶中的汽车减速或停止、使下坡行驶的汽车速度保持稳定、使已停驶的汽车保持驻车等	制动泵阀类壳体、壳盖和制动空气压缩单元阀体等	威伯科	一汽解放、奥迪、大众、沃尔沃等

数据来源：公司招股说明书、公司公告、汽车维修技术网、东方证券研究所

2.2 铝合金压铸件市场空间较大

根据全球及中国乘用车销量、乘用车单车用铝量、铝合金压铸件占汽车用铝量比例以及车用铝合金压铸件销售价格，测算 2020-2025 年全球及中国乘用车铝合金压铸件市场空间：

（1）全球乘用车销量：2020、2021 年全球乘用车销量分别为 5360 万辆、5640 万辆，据 LMC Automotive 数据，预计 2022 年全球乘用车销量同比增长 1%，2023 年起全球乘用车供给紧张状况有望逐步改善，预计全球乘用车销量增速有望回升；2020、2021 年全球新能源乘用车销量分别为 312 万辆、650 万辆，据 Cleantechnica 数据，2022 年 1-10 月全球新能源乘用车销量 775.07 万辆，其中 10 月销量 93.22 万辆，预计 2022 年全年全球新能源乘用车销量有望达到 1000 万辆左右。预计在全球新能源转型浪潮下，全球新能源乘用车销量将维持较快增长，假设 2023-2025 年全球新能源乘用车销量维持 30%左右的同比增速，并以全球乘用车销量及新能源乘用车销量推算全球燃油乘用车销量。

（2）中国乘用车销量：2020、2021 年中国新能源乘用车销量分别为 120 万辆、332 万辆，据乘联会，预计 2022-2023 年中国新能源乘用车销量将达 650 万辆、850 万辆；预计 2024-2025 年中国新能源渗透率仍将持续提升，中国新能源乘用车销量仍有望保持较快增长。2020、2021 年中国燃油乘用车销量分别为 1854 万辆、1775 万辆，在国内疫情反复、购置税政策刺激等多重因素综合影响下，预计 2022 年中国燃油乘用车销量约为 1705 万辆，同比下滑 3.9%左右；因 2023 年购置税政策退出，部分燃油车需求将在 2022 年被提前透支，预计 2023 年中国燃油乘用车销量将同比下滑约 16%，并假设 2024-2025 年每年同比下滑约 5%。

（3）乘用车单车用铝量：在传统燃油车减排压力及新能源车续航焦虑双重驱动下，汽车轻量化逐步成为汽车发展的主流趋势；铝合金材料具有较低的密度和优异性能，能在降低车身重量的同

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

时保障汽车行驶安全性，在汽车轻量化趋势推动下，预计乘用车单车用铝量有望提升。据 CM Group 测算，2020 年燃油乘用车单车用铝量为 136 千克。预计 2025 年将提升至 180 千克；2020 年新能源乘用车单车用铝量为 158 千克，预计 2025 年将提升至 227 千克。

以此测算，全球乘用车总用铝量将从 2020 年的 738 万吨提升至 2025 年的 1300 万吨，2020-2025 年 CAGR 达 12.0%；中国乘用车总用铝量将从 2020 年的 272 万吨提升至 2025 年的 503 万吨，2020-2025 年 CAGR 达 13.1%。

表 2：全球及中国乘用车总用铝量测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球燃油乘用车销量（万辆）	5047	4990	4696	4624	4649	4459
同比增速	/	-1%	-6%	-2%	1%	-4%
全球新能源乘用车销量（万辆）	312	650	1000	1300	1690	2197
同比增速	/	108%	54%	30%	30%	30%
中国燃油乘用车销量（万辆）	1854	1775	1705	1433	1361	1293
同比增速	/	-4.3%	-3.9%	-16.0%	-5.0%	-5.0%
中国新能源乘用车销量（万辆）	120	332	650	850	1020	1193
同比增速	/	176.0%	95.6%	30.8%	20.0%	17.0%
燃油乘用车单车用铝量（千克）	136	145	154	163	171	180
新能源乘用车单车用铝量（千克）	158	173	188	202	216	227
全球乘用车总用铝量（万吨）	738	837	911	1014	1160	1300
中国乘用车总用铝量（万吨）	272	315	385	404	453	503

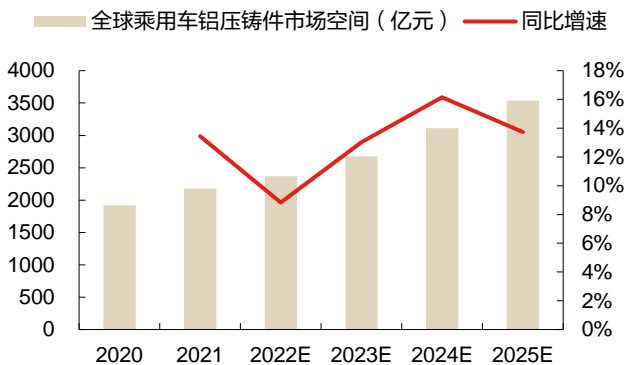
数据来源：CM Group、LMC Automotive、Cleantechnica、中汽协、公司公告、东方证券研究所

（4）铝合金压铸件占汽车用铝量比例：据公司可转债募集说明书，压铸铝合金占汽车用铝量比例约为 65%，并假设在一体化压铸应用渗透率提升趋势下，2023-2025 年压铸铝合金占比将逐年提升 1%。

（5）车用铝合金压铸件销售价格：据爱柯迪招股说明书及公司可转债募集说明书数据，汽车铝合金平均价格为 4 万元/吨。由于铝合金价格受铝价波动、竞争格局变化等因素综合影响，我们假设汽车铝合金均价始终维持不变。

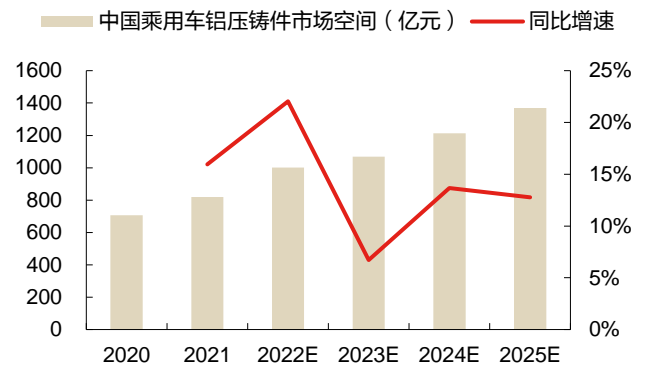
根据以上数据测算，预计 2025 年全球乘用车铝合金压铸件市场空间将达到 3535.88 亿元，2020-2025 年 CAGR 达 13.0%；预计 2025 年中国乘用车铝合金压铸件市场空间将达到 1368.50 亿元，2020-2025 年 CAGR 达 14.1%。根据测算结果，全球及中国乘用车铝合金压铸件市场存在较为广阔的市场空间。

图 2：全球乘用车铝压铸件市场空间及同比增速测算



数据来源：CM Group、LMC Automotive、Cleantechnica、中汽协、公司公告、东方证券研究所

图 3：中国乘用车铝压铸件市场空间及同比增速测算

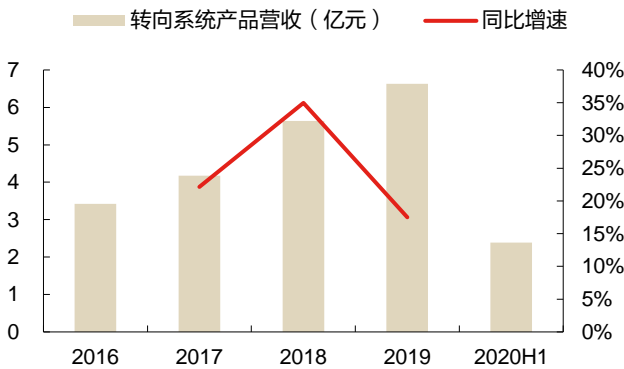


数据来源：CM Group、LMC Automotive、中汽协、公司公告、东方证券研究所

2.3 在转向系统零部件领域具备核心竞争力

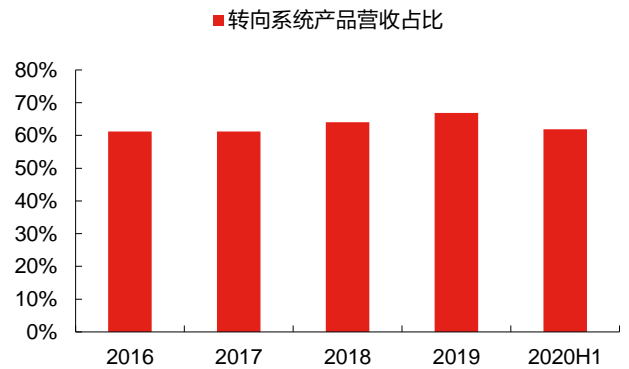
转向系统产品是公司营收的主要来源之一，受益于公司与主要客户业务加深、持续获得新订单以及海外业务开拓，2016-2019 年公司转向系统产品营收维持较快增长，2017-2019 年同比增速分别达 22.1%、35.0%、17.5%。2016-2020H1 公司转向系统产品营收占总营收比例均超过 60%，转向系统业务的持续发展有望为公司业绩增长提供重要支点。

图 4：公司转向系统产品营收及同比增速



数据来源：公司招股说明书、公司公告、东方证券研究所

图 5：公司转向系统产品营收占比



数据来源：公司招股说明书、东方证券研究所

汽车铝合金压铸涉及产品结构设计与模具开发与制造、材料开发与制备、压铸工艺、精密机械加工等多个环节，对压铸企业综合能力要求较高。公司通过多年技术开发与技术积累，形成先期产品结构设计能力、自主模具设计与制造能力以及工艺技术和专利优势，逐步建立铝合金压铸产品技术壁垒。

(1) 先期产品结构设计能力：一般技术实力较为薄弱的企业将根据客户提供的图纸进行生产，产品质量风险较高；公司凭借技术与经验优势，积极参与客户产品先期设计开发工作、进行同步开发。公司在产品设计初期，能够应用计算机数值模拟分析技术预测产品质量风险，并结合压铸及机械加工的工艺特点，对产品提出优化设计、重量减轻、可制造性等建议，满足客户协同开发

需求。公司多次参与博世、蒂森克虏伯等主要客户的前期产品结构及工艺性设计，成功协助客户压缩开发周期、降低制造成本以及后期质量风险。

(2) 自主模具设计与制造能力：压铸模具直接决定压铸件产品及质量，因此压铸模具的设计与制造能力是铝合金压铸企业核心竞争力之一。公司在长期发展过程中建立了自主模具设计、开发和制造能力，并设立专门从事模具制造的子公司嵘泰模具，为压铸件开发与制造提供技术支持与保障，成为少数具备大型、复杂压铸模具自制能力的压铸企业。公司多年来为博世、采埃孚、蒂森克虏伯、威伯科等主要客户开发和制造车用模具，一方面能够压缩项目开发周期及生产成本，同时对客户提出的设计变更等特殊要求能够快速响应，从而在行业竞争中取得优势。

(3) 工艺技术和专利优势：公司建立了经验丰富的专业技术团队，同时与高校展开合作，加快新技术开发与量产应用。公司在熟练掌握局部挤压、高压冷却、真空压铸、红外线光栅定位等常见压铸工艺的基础上，针对部分高强度、高延伸率、高精度要求的压铸件进行技术创新，形成高真空压铸、超低速层流压铸等先进压铸技术；同时公司持续优化生产工艺，运用单件流全自动化加工技术、深孔多主轴加工技术、高效率自动化压铸岛技术等创新生产技术，提高生产效率及质量稳定性，实现产品竞争力提升。专利领域，截至2021年12月31日，公司共拥有专利105项，其中13项自研专利与转向器壳体直接相关，在压铸工艺、工装夹具、生产系统、检测装置等各领域开发专有技术，进一步形成在细分领域的核心技术优势。

图 6：公司形成先期产品结构设计能力、自主模具设计与制造能力以及工艺技术和专利优势



数据来源：公司招股说明书、公司公告、东方证券研究所

在技术壁垒基础上，公司在转向系统零部件，尤其是 EPS 壳体领域具备较强的竞争优势：

(1) 先发优势：公司于 2011 年与博世合作开发 EPS 系统国产化项目（PQ35 平台转向长壳体），并于 2013 年成功量产，成为一汽大众、上汽大众 EPS 首个国产化项目。公司较早地切入 EPS 壳体细分领域并与 EPS 龙头博世形成合作，为公司持续改进技术水平和质量水平、建立自身在细分领域的竞争优势奠定基础。

(2) 客户优势：转向器壳体是汽车转向系统的重要安全件，因此 Tier 1 客户对转向器壳体供应商的研发能力、生产能力、质量控制能力等提出较为严格的要求，并需要对供应商进行长期、严格的测试和验证，因此在供应商通过验证后，双方将建立稳定的供货关系，Tier 1 通常不会轻易调整供应商。公司凭借在转向器壳体细分领域的技术、质量、长期供货优势，与博世、采埃孚、蒂

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

森克虏伯、耐世特等转向系统领域领先 Tier 1 建立长期稳定的合作关系，具备一定的议价能力，并进入大众 MQB/MEB、通用 D2UC、福特 MCA 等主流车企平台配套体系。

(3) 海外拓展优势：公司凭借与博世、蒂森克虏伯等全球知名零部件企业在国内的全资或合资公司的稳定合作关系，逐步取得客户认可并开发海外市场订单。2016 年博世与公司建立《战略供应商合作协议》，优先推荐公司进入博世全球采购系统。公司于 2016 年在墨西哥建立新子公司莱昂嵘泰，主要为北美市场配套转向长壳体等产品，目前已承接博世、采埃孚、耐世特等部分客户海外订单。公司快速建立海外子公司并实现海外配套，为公司进一步提升竞争优势、扩大全球市场份额提供保障。

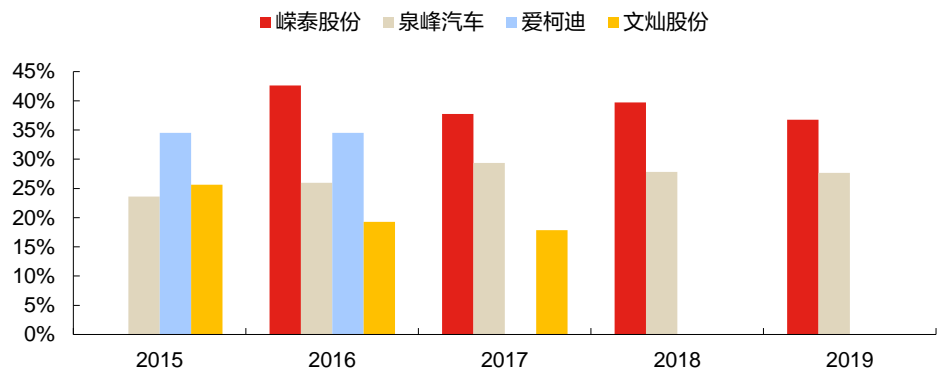
图 7：公司在转向器壳体领域具备较强竞争优势



数据来源：公司招股说明书、公司公告、东方证券研究所

爱柯迪、文灿股份、泉峰汽车等国内知名压铸公司主营业务中亦包括转向系统产品，2016 年公司、泉峰汽车、爱柯迪、文灿股份转向系统产品毛利率分别为 42.6%、26.0%、34.5%、19.3%，且仅嵘泰股份 2016-2019 年转向系统产品毛利率持续保持在 35%以上。凭借在议价能力、技术能力和精细化生产管理等方面的综合优势，公司转向系统产品毛利率领先于国内可比公司。

图 8：公司与其他可比公司转向系统产品毛利率比较



数据来源：Wind、各公司招股说明书、各公司公告、东方证券研究所

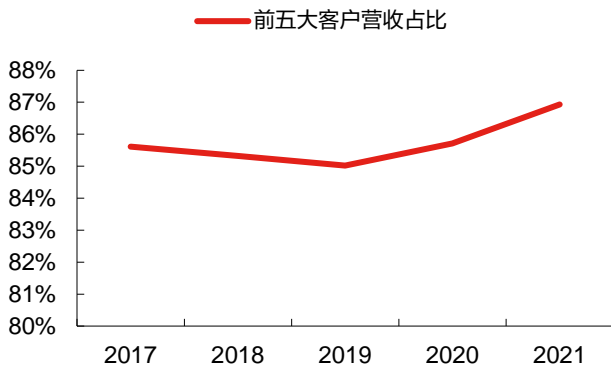
2.4 下游客户主要是国际龙头零部件公司及新能源车企

公司转向系统产品主要客户包括博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特等全球知名转向系统一级供应商，产品最终配套于大众、通用、福特、奔驰、宝马、长城、沃尔沃等主要车企。

公司与博世、采埃孚、蒂森克虏伯、威伯科等全球知名零部件企业建立了长期稳定的合作关系，客户集中度较高，2017-2020年公司前五大客户营收占比分别为85.6%、85.2%、85.0%、85.7%，客户集中度变化不大；2021年公司前五大客户营收占比86.9%，较2020年上升1.2个百分点，预计主要系公司与主要客户合作进一步加深。随着公司新能源业务逐步进入量产阶段，预计未来比亚迪、长城等新客户配套金额将快速提升，客户集中度有望逐步下降。

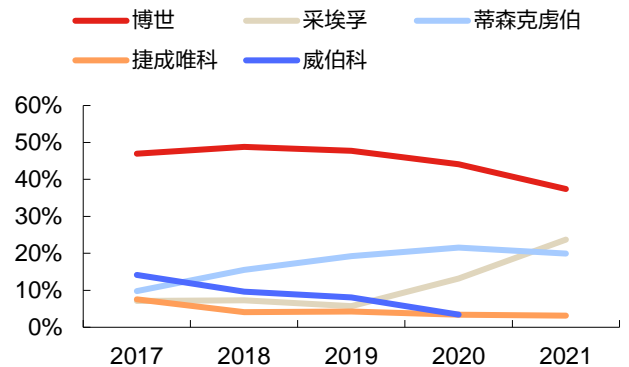
具体客户而言，博世集团是公司的最大客户，主要配套产品包括转向系统产品以及新能源三电产品等，2017-2019年公司向博世集团的销售额占总营收比例达47.0%、48.8%、47.8%，2020-2021年逐步下降至44.1%、37.4%。公司与采埃孚在转向系统、传动系统等领域形成合作，2017-2019年采埃孚营收占比为7.1%、7.3%、5.7%，2020-2021年迅速提升至13.2%、23.7%，成为公司第二大客户。蒂森克虏伯是公司第三大客户，配套产品主要覆盖转向系统及发动机系统领域，2019-2021年蒂森克虏伯营收占比分别为19.2%、21.6%、19.9%。公司其余主要客户包括制动、传动及悬挂系统供应商威伯科、汽车泵类供应商捷成唯科、转向及传动系统供应商耐世特等，2017-2021年威伯科及捷成唯科营收占比呈现下降趋势，耐世特于2021年取代威伯科成为公司第五大客户。整体而言公司前五大客户较为稳定，前三大客户博世、采埃孚、蒂森克虏伯是公司销售收入的主要来源。

图 9：2017-2021 年公司前五大客户营收占比



数据来源：公司招股说明书、公司公告、Wind、东方证券研究所

图 10：2017-2021 年公司主要客户营收占比



数据来源：公司招股说明书、公司公告、Wind、东方证券研究所

公司与博世、采埃孚、蒂森克虏伯等全球头部零部件厂商建立了长期稳定的合作关系，截至2020年上半年，公司与主要客户正在履行的转向系统产品销售框架协议数量达12项，签订的合作协议预计将持续合作至2025年之后，与头部Tier 1稳定的合作关系将成为公司转向系统产品销量及营收稳步增长的重要基础。

表 3：公司与转向系统产品主要客户合作情况

客户名称	开始合作年份	海外合作开始年份	已签订项目的合作到期时间	正在履行的转向系统产品销售框架协议数量（截至2020年上半年）
博世	2011	2015	2027	7
采埃孚	2008	2017	2028	2
蒂森克虏伯	2015	2015	2030	3

数据来源：公司招股说明书、东方证券研究所

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。

凭借先进的技术水平、良好的产品质量以及成本控制能力等优势，公司持续获得博世、采埃孚等主要客户的转向产品订单，2015年起公司与主要客户相继展开海外业务合作，获得博世、万都、耐世特等客户多个项目，终端客户包括大众、通用、福特、日产、丰田等；公司获得的BT1XX转向壳体等新订单主要应用于北美市场大型皮卡和新能源皮卡等车型。

表 4：公司转向系统产品部分在手项目情况（截至 2022 年 3 月）

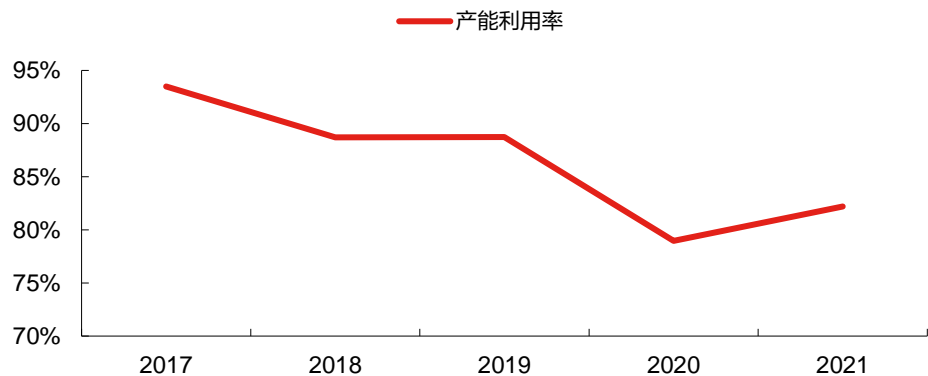
募投项目名称	直接客户	产品名称	终端客户
汽车转向系统关键零件生产建设项目	采埃孚	MK1 项目 Audi PL73、B35 housing、B35 cover； CMA 项目 LHD VOL 左右齿条壳体、左右壳体； MK2 项目 BMW 壳体、壳盖；B30 项目齿条壳体、壳体	奥迪、宝马、吉利、沃尔沃、WEY
墨西哥汽车轻量化铝合金零件扩产项目	北美博世	MQB、L21B、D2UC、15PL 壳体	大众、日产、通用、北美丰田
墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目	万都	GE2 转向长壳体	福特
	耐世特	BT1XX、BV1HX 转向长壳体	北美通用

数据来源：《关于江苏嵘泰工业股份有限公司公开发行可转债申请文件反馈意见的回复》、东方证券研究所

2.5 新增产能为盈利增长提供保障

公司过去几年产能利用率处于相对较高水平。2017年公司产能利用率超过90%，产能利用情况较为饱和，公司扩大产能满足持续增长的订单需求，2018年产能利用率下降预计系公司下属墨西哥子公司进入试生产阶段，产能利用率处于爬坡过程，导致总体产能利用率下降，但产能利用率仍然超过85%，2020年公司产能利用率也有所下降，预计系新冠疫情等导致部分产线停工停产，至2021年公司产能利用率为82.2%，随着疫情逐步缓解，下游客户受疫情拖累将减小，有望进一步加大对零部件产品需求，促进出货量提升。

图 11：公司各年产能利用率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

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。

IPO 及可转债新增产能将逐步释放，有利于满足下游客户需求，保障未来收入及盈利增长。

一方面公司依托于博世、采埃孚、蒂森克虏伯等传统客户，进一步提供转向系统壳体等零部件，满足下游 tier1 供应商配套需求，同时为顺应新能源汽车行业发展趋势，公司在新客户开拓方面也取得较大突破，取得多项新能源车零部件订单，与长城、比亚迪等国内车企建立合作，向比亚迪采购电机壳体等零部件并应用于其新能源车型。

2021 年公司通过 IPO 募集资金，预计总投资额将超过 7 亿元，用于建设汽车精密压铸加工件扩建项目、转向系统关键零件生产建设项目及墨西哥轻量化铝合金零件扩建项目，完全达产后每年有望新增动力总成壳体、新能源电机壳体等产品共计超过 500 万件；此外公司拟发行可转债，预计总投资额将超过 6.5 亿元，用于投向新能源汽车铝合金零部件项目及墨西哥精密铝合金铸件二期扩产项目，预计项目完全达产后每年将新增 110 万件新能源汽车铝合金零部件、86 万件铝合金壳体，上述项目的建设期均在 24 个月以内，随着 IPO 及可转债项目产能逐步爬坡，有助于突破现有产能瓶颈，进一步丰富产品系列，提升竞争力，还能够更好满足燃油车及新能源车客户新增需求，为公司未来发展带来新的利润增长点。

表 5：公司 IPO 及可转债项目新增产能情况

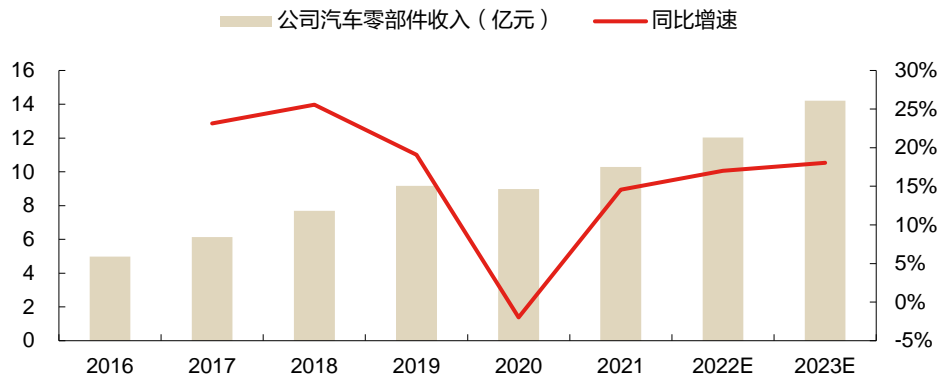
募资方式	项目名称	实施地点	投资额（万元）	建设期	新增产能
IPO 项目	汽车精密压铸加工件扩建项目	扬州	22682.40	18 个月	年产汽车动力总成壳体 39 万件、新能源电机壳体 38 万件
	汽车转向系统关键零件生产建设项目	珠海	25293.31	24 个月	年产 288 万件汽车转向系统关键零件
	墨西哥汽车轻量化铝合金零件扩产项目	墨西哥	22282.14	24 个月	年产 181 万件铝合金壳体生产能力
可转债项目	新能源汽车铝合金零部件项目	扬州	38000.00	18 个月	年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件
	墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目	墨西哥	27067.00	24 个月	新增约 86 万件铝合金壳体的生产能力

数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.6 预计汽车零部件收入稳定增长（不含新能源车配套）

受益于公司与主要客户业务加深、持续获得新订单以及海外业务开拓，预计汽车零部件收入 2022、2023 年分别同比增长 17%、18%左右，维持稳定增长。

图 12：公司汽车零部件营收及增速预测（不含新能源车配套产品收入）



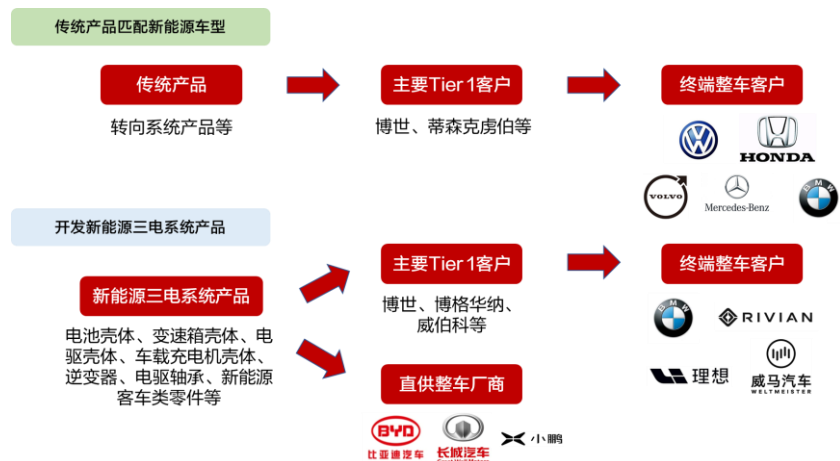
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3 新能源车配套产品及一体化压铸件是增长弹性所在

近年来公司顺应新能源汽车发展浪潮，重点布局新能源汽车领域市场：一方面，新能源汽车与传统汽车主要差别在于动力源不同，在整车构造、零部件构成上一致性较强，因此公司主要汽车零部件产品，尤其是转向系统产品仍然具有通用性，能够匹配新能源车型。公司借助博世、蒂森克虏伯等主要 Tier 1 客户，将转向系统产品等传统产品延伸至新能源领域，目前已应用于大众、本田、沃尔沃、奔驰、宝马等品牌部分新能源车型。

另一方面，公司积极加深新能源领域产品布局，新产品聚焦于新能源三电系统（电池、电驱、电控）领域，具体包括电机壳体、变速箱壳体、车载充电机壳体、逆变器、电驱轴承等。公司与博世、博格华纳、威伯科等现有 Tier 1 大客户建立合作，承接和开发新能源汽车专用产品，取得博世 48V 电池盒、博世电驱动轴承支撑盖、威伯科 E-compressor 曲轴箱、博格华纳逆变器等多项定点项目。此外，公司也已与比亚迪、长城、小鹏等国内自主品牌及新势力车企建立直接合作，获得新能源相关业务订单，部分订单已进入量产阶段。

图 13：公司顺应新能源汽车发展浪潮，重点布局新能源汽车领域



数据来源：公司招股说明书、公司公告、东方证券研究所

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。

公司在新能源三电领域市场开拓迅速，产品已成功应用于大众 MEB 平台、奥迪高端电动车 PPE 平台、宝马 FAAR WE 和 CLAR WE 平台、吉利 CMA 平台新能源、吉利&沃尔沃 PMA 纯电平台、理想 ONE、威马 EX5、戴姆勒奔驰 48V 轻混、比亚迪新能源、宇通客车新能源等新能源平台或车型。据公司公告，公司新能源领域国内订单充裕，为宝马、理想、威马、比亚迪、长城、沃尔沃等终端整车客户配套新能源变速箱体、电机壳体、电机端盖、逆变器等新能源电机、电控相关产品。据公司公告，2022 年上半年公司获得较多直供新能源车企新项目定点，预计未来将增加年销售 3.2 亿元；同时获得转向系统产品应用于新能源车型新项目定点，预计未来将增加年销售 1 亿元，合计将增加年销售 4.2 亿元，预计充裕的在手订单将为公司加快新能源业务发展夯实基础。

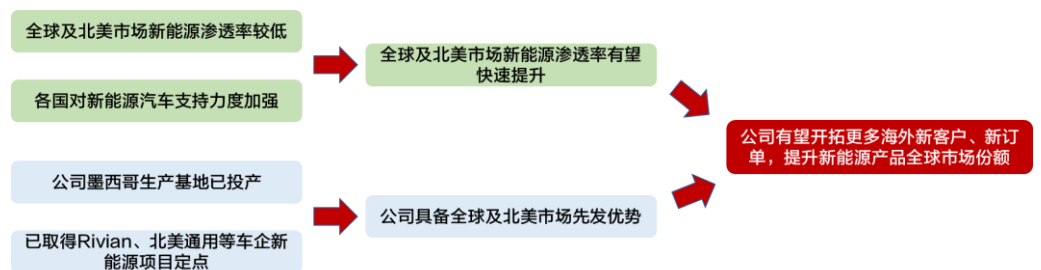
表 6：公司新能源业务部分项目情况（截至 2022 年 3 月）

募投项目名称	直接客户	产品名称	终端客户
新增汽车动力总成壳体 39 万件、 新能源电机壳体 38 万件汽车精密 压铸加工件扩建项目	博格华纳	FE-3ZA 箱体、FE-3ZA 套筒	理想、威马
	沃尔沃	新能源电驱动	沃尔沃
	博格华纳	LEB 逆变器	宝马
年产 110 万件新能源汽车铝合金 零部件项目	比亚迪	DMI DHT30 前后箱体、NRT36 前 后箱体	比亚迪
	长城	DHT CGA 201、204 电机端盖	长城
墨西哥汽车精密铝合金铸件二期 扩产项目	博世	电机壳体、GM L246 转 向壳壳体	Rivian、北美 通用

数据来源：《关于江苏嵘泰工业股份有限公司公开发行可转债申请文件反馈意见的回复》、东方证券研究所

预计公司将有望凭借海外生产基地先发优势，提升新能源车配套全球市场份额。据 Clean Technica 网站数据，2021 年全球新能源车渗透率约为 9%，其中美国新能源车渗透率仅为 4% 左右，全球及北美新能源市场仍存在较大的成长空间，随着各国对新能源汽车的政策支持力度持续加强，预计未来全球及北美新能源渗透率将快速提升，为公司海外业务拓展提供充足的市场基础。另一方面，公司墨西哥生产基地已成功投产，并充分发挥海外生产基地优势，成功开拓海外新能源三电新项目，将为 Rivian、北美通用等车企配套新能源三电产品，在北美及全球市场建立了一定的先发优势。在全球及北美新能源汽车市场蓬勃发展的机遇下，预计公司将有望开拓更多海外新客户、新订单，提升新能源产品全球市场份额，为新能源业务快速增长提供保障。

图 14：公司将有望凭借海外生产基地先发优势，提升全球市场份额



数据来源：公司招股说明书、公司公告、东方证券研究所

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

公司在与 Tier 1 展开合作的基础上，积极开拓比亚迪、长城、小鹏等国内知名自主品牌及新势力车企，取得多项直供整车厂的新能源项目定点，实现从 Tier 2 到 Tier 1 的突破。2021 年公司获得比亚迪 DMI DHT30 前后箱体、NRT36 前后箱体、海豚电机端盖、长城 DHT CGA 201/204 电机端盖、小鹏 P7 BDU 端盖等多个新能源项目定点，已披露订单达产规模年均约 108 万件；2022 年公司获得 E3.0 纯电平台海豹电机壳体项目定点，预计生命周期 5 年，达产后年均收入约 3 亿元，项目将于 2023 年量产。现阶段自主品牌及新势力在国内新能源市场占据主导地位，预计公司在比亚迪、长城、小鹏等自主客户的突破将为公司新能源业务创造新机遇，未来有望取得更多新能源项目。

表 7：公司新能源业务与自主品牌客户直接合作情况

客户名称	产品名称	达产后订单规模	定点时间	预计量产时间
比亚迪	DMI DHT30 前后箱体	前后箱体年均各 20 万件	2021 年 10 月	2022
	NRT36 前后箱体	年均 12 万件	2021 年 10 月	2022
	E3.0 纯电平台（海豚） 电机端盖	-	-	2022
	E3.0 纯电平台（海豹） 电机壳体	预计年均收入约 3 亿元	2022 年 8 月	2023
长城	DHT CGA 201 电机端盖	年均 26 万件	2021 年 12 月	2023
	DHT CGA 204 电机端盖	年均 30 万件	2021 年 12 月	2023
小鹏	P7 BDU 端盖	-	-	2022

数据来源：公司公告、东方证券研究所

为把握新能源市场发展机遇、满足在手订单需求，公司积极推动新能源业务相关产能建设，通过 IPO 及发行可转债等募集资金，投入“新能源电机壳体 38 万件汽车精密压铸加工件扩建项目”“年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件项目”“墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目”等项目建设。据公司公告，部分募投项目产品已经量产，随着公司新建产能逐步释放，预计公司新能源业务营收及收入占比将迎来快速增长，有助于公司优化产品及客户结构、提升综合竞争力，为公司长远发展提供新动能。

表 8：公司新能源业务相关募投项目情况

类型	项目名称	实施主体	投资总额 (亿元)	建设周期	年均新增收入 (亿元)	年均新增利润 (亿元)
IPO 项目	新增汽车动力总成壳体 39 万件、新能源电机壳体 38 万件汽车精密压铸加工件扩建项目	嵘泰压铸	2.27	18 个月	2.01	0.40
可转债项目	年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件项目	嵘泰压铸	3.80	18 个月	4.75	0.66
	墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目	莱昂嵘泰	2.71	24 个月	2.88	0.49

数据来源：公司招股说明书、公司公告、东方证券研究所

公司布局一体化压铸领域，设备预计将于 2023 年 1 季度交付。据压铸周刊，2022 年 6 月公司向力劲科技采购 3 台 9000T 超大型压铸单元，用于超大型一体化压铸结构件生产，正式进军一体化压铸领域。据公司投资者问答，9000T 压铸单元预计将于 2023 年 1 季度交付。

一体化压铸能够实现“降本、增效、减重”。特斯拉是一体化压铸的先行者，2020 年 9 月宣布将于 Model Y 后地板总成应用一体化压铸技术，将 70 个零部件压铸为 2 个大型全铝合金铸件。与传统的冲压、焊接等工艺相比，一体化压铸通过大型压铸机一次压铸成型，能够提升零部件集成度、减少成型与连接环节，从而缩短制造周期、大幅提升生产效率；一体化压铸工艺对制造、管理人员的需求也将大幅减少，从而进一步压缩人力成本；以铝合金一体化车身代替传统冲压钢板后，车身重量亦将大幅减轻。

在特斯拉成功经验带动下，国内新势力及部分传统车企积极布局一体化压铸，蔚来、高合、极氪等品牌已实现一体化压铸量产上车，小鹏、小米、大众、沃尔沃等车企亦将引入一体化压铸工艺。随着一体化压铸技术渐趋成熟、良率逐步提升，预计一体化压铸技术将有望取得更多车企认可，逐步导入更多新车型，渗透率有望迎来快速提升。公司布局一体化压铸领域，有望在一体化压铸市场抢占市场份额，开拓新增长空间。

表 9：整车厂商在一体化压铸领域布局情况

整车厂商	布局模式	一体化压铸布局
特斯拉	自制	<ul style="list-style-type: none"> · 特斯拉在全球 4 大超级工厂均已布局大型压铸设备用于 Model Y 后地板总成一体化压铸 · 下一步计划使用一体化压铸技术制造完整的下车体总成，将约 370 个零部件压铸为 2-3 个大型铸件。
蔚来	合作	<ul style="list-style-type: none"> · 2021 年 10 月，蔚来宣布与帅翼驰联合开发的用于制造大型压铸件的免热处理材料已通过验证，将用于蔚来第二代平台车型； · 蔚来 ET5 采用一体化压铸工艺生产车身后地板 · 蔚来 ES7 采用一体化压铸工艺生产铝副后车架
小鹏	自制+合作	<ul style="list-style-type: none"> · 小鹏武汉工厂将自建一体化压铸车间，购入 2 台 7300T 压铸机并计划引进超大型压铸岛及自动化生产线 · 小鹏与广东鸿图形成合作，开发某车型底盘一体化结构件 · 小鹏将于 2023 年推出两个全新平台（C 级车平台和 B 级车平台）及其首款车型，新平台预计将采用超大型一体化压铸车身
高合	合作	<ul style="list-style-type: none"> · 高合与拓普集团形成合作，2022 年 8 月高合 HiPhi Z 上市，搭载由高合与拓普集团合作开发的一体化压铸车身后舱，成为国内首个基于 7200T 巨型压铸机正向开发的一体化超大压铸车身后舱
极氪	自制	<ul style="list-style-type: none"> · 极氪通过 7200T 压铸机，为极氪 009 打造一体化压铸后端铝车身，极氪 009 预计将于 2023 年 1 月开启交付
小米	自制	<ul style="list-style-type: none"> · 2022 年 4 月发布“大型压铸零件高精度机加工中心”供应商招募公告，预计小米将采用一体化压铸工艺
大众	自制	<ul style="list-style-type: none"> · 大众将在德国沃尔夫斯堡建立新工厂用于生产新一代电动汽车 Trinity 项目，计划引入一体化压铸技术以提升生产效率，首批 Trinity 纯电动汽车计划于 2026 年起生产 · 2022 年 5 月，大众卡塞尔压铸厂基于 4400T 压铸机铸造的车身后地板成功下线
沃尔沃	自制	<ul style="list-style-type: none"> · 沃尔沃宣布将为瑞典 Torslanda 工厂投资 100 亿瑞典克朗，为下一代沃尔沃电动车型引入铝合金一体化铸造工艺

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。

数据来源：广东鸿图公告、压铸周刊、搜狐汽车、腾讯网、东方证券研究所

4 竞争格局：国内企业规模较小，国际集中度高

4.1 国际竞争格局：集中度较高，收入规模超过国内企业

海外压铸件供应商总体数量相对中国较少，头部的海外压铸企业专业化程度高，在资金、技术、客户资源等领域具备一定竞争优势，同时海外很多供应商往往以集团的形式存在，除汽车压铸件业务之外还覆盖其他的业务领域，部分企业生产其他行业压铸件产品，有利于增强规模效应，综合竞争力较强。

海外压铸件供应商主要包括 NEMAK、乔治费歇尔、RYOBI、阿雷斯提、皮尔博格、Handtmann 等，例如 NEMAK 的总部在墨西哥，目前在全球 10 多个国家建立超过 30 家工厂，公司产品包括动力总成等结构件，配套客户包括宝马、戴姆勒、福特、通用、现代起亚等车企；Handtmann 在汽车压铸件、注塑模具、电子控制单元等业务领域均有所布局，汽车压铸件产品包括副车架、变速箱壳体、离合器壳体等，合作客户包括奥迪、奔驰、保时捷、大众等。

海外大型压铸件供应商在国内也展开相关布局。中国汽车压铸件行业的需求相对较大，部分压铸件规模大，需要压铸件供应商就近建厂满足客户需求，海外大型压铸件供应商在国内均设有相关工厂，例如 NEMAK 在南京、重庆建设工厂，Martinrea 在宁波、上海、北京、沈阳等多地建设工厂，海外供应商凭借国内工厂布局能够更好地实现属地化配套，与国内压铸件供应商进行竞争，有利于获取国内车企的压铸件项目。

表 10：海外压铸件公司的产品、客户及在中国工厂布局

公司名称	总部所在地	相关产品	相关客户	国内工厂布局
NEMAK	墨西哥	动力总成、电动汽车结构件等	宝马、戴姆勒、福特、通用、现代起亚、PSA、丰田、大众等	南京工厂、重庆工厂
Handtmann	德国	轴承架、水泵外壳、副车架、变速箱壳体、离合器壳体等	宝马、奥迪、奔驰、保时捷、大众等	天津工厂
Aludyne	美国	变速箱零件、发动机前盖、汽车阀体、汽车转向节、控制臂等	宝马、奔驰、大众、通用、福特等	江苏工厂、武汉工厂
Saint Jean	法国	动力系统、发动机及底盘零部件等	奔驰、宝马、奥迪、大众、本田、通用、福特、沃尔沃等	江苏工厂
Martinrea	加拿大	发动机组部件、变速箱外壳、悬架、底盘部件、车身板件等	克莱斯勒、福特、通用、大众等	宁波工厂、上海工厂、北京工厂、沈阳工厂
RYOBI	日本	气缸体、变速箱、副车架及其他底盘压铸件	福特、通用、本田、现代、马自达、日产、丰田、大众等	大连工厂、江苏工厂
阿雷斯提	日本	发动机缸体、变速箱壳体、前罩壳总成、阀	本田、奥迪、日产、三菱、丰田等	广州工厂、合肥工厂

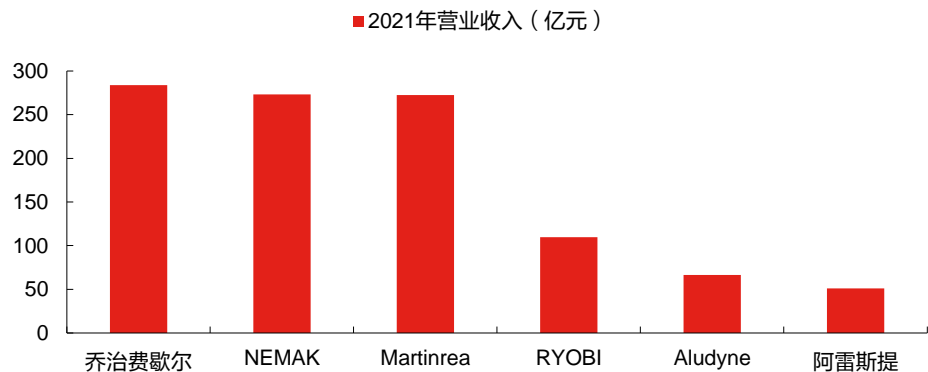
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		体、变速箱端盖等		
皮尔博格	德国	缸体、缸盖、结构件、变速箱壳体、底盘零件等	大众、通用、江淮、奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃等	北京工厂、合肥工厂、江苏工厂、西安工厂
DGS	瑞士	底盘、动力总成及车身相关压铸件	奥迪、宝马、奔驰、大众等	广州工厂、山东工厂
乔治费歇尔	瑞士	转向器支架、缸体、缸盖、变速器壳体、差速器壳体等	宝马、奥迪、沃尔沃、大众、江淮汽车、东风汽车等	江苏工厂

数据来源：公司公告、搜狐汽车、新浪汽车、盖世汽车网、铸造头条、压铸周刊、东方证券研究所

从部分海外压铸件公司营业收入看，不同公司在收入规模上存在一定差距，整体规模超过国内头部压铸件企业。乔治费歇尔、NEMAK、Martinrea 等公司收入规模较大，单个企业 2021 年营业收入均超过 250 亿元，其中乔治费歇尔 2021 年收入达到 283.8 亿元，NEMAK 营业收入达 273.4 亿元，在压铸件行业领域处于较为领先的水平，此外 RYOBI 在 2021 年营业收入超过 100 亿元，达到 109.8 亿元，Aludyne、阿雷斯提 2021 年的营业收入在 50 亿元-100 亿元范围内。

图 15：2021 年部分海外压铸件公司营业收入



数据来源：Wind、公司官网、公司公告、东方证券研究所（注：其他货币已按照兑人民币汇率换算）

4.2 国内竞争格局：相对分散，且收入规模较小

国内汽车零部件压铸行业参与者众多、集中度较低。据美利信招股说明书，2020 年末中国压铸企业数量约 6000 家，主要分布于长三角、珠三角及川陕渝地区，汽车零部件压铸件产量占国内压铸件总产量比例超过 65%。国内规模以上的汽车零部件压铸企业较少，主要可分为两类，一类是从属于下游车企的集团公司，包括长城汽车压铸事业部、一汽铸造、弗迪动力精工等，主要为相关车企提供压铸件产品配套；另一类是独立的自主压铸企业，少部分企业具备出众的研发技术水平、生产能力、质量控制能力、成本控制能力、快速反应能力等，同时能够满足客户的特殊标准和需求，从而与下游整车厂商及 Tier 1 客户建立较为稳定的长期合作关系。

国内领先的自主零部件压铸企业包括文灿股份、广东鸿图、爱柯迪等，大多数自主零部件压铸企业在发动机、传动、转向、制动等多个传统燃油车系统相关领域均有产品布局，产品种类丰富。近年来新能源汽车产业迅速发展，各自主压铸企业均积极布局新能源领域，形成电池构件、电机壳体、电控壳体等新能源三电系统产品配套能力。

自主压铸企业主要客户包括博世、大陆、采埃孚、博格华纳、法雷奥等大型 Tier 1 供应商以及整车企业，整车客户涵盖美系、日系、欧系、自主车企等。凭借在新能源领域的布局，自主压铸企业亦逐步进入比亚迪、特斯拉、蔚来、小鹏、理想、广汽埃安、赛力斯等新能源车企以及宁德时代、蔚然动力等新能源相关 Tier 1 供应商配套体系。

表 11：国内汽车零部件压铸行业主要公司及产品、客户情况

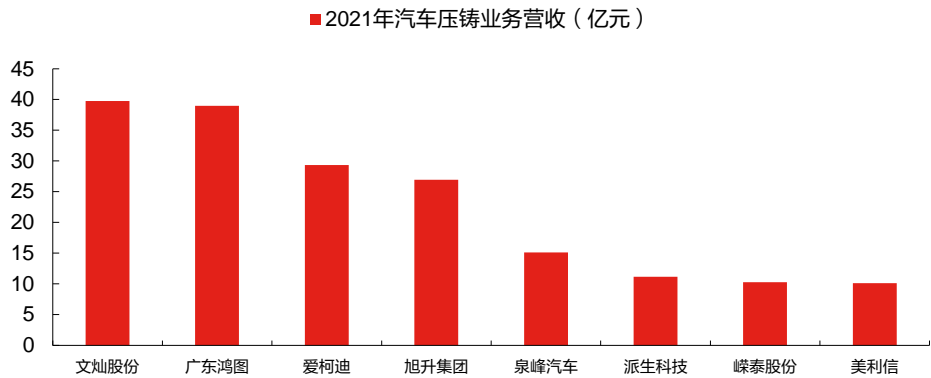
国内压铸企业	发动机系统	传动系统	转向系统	制动系统	车身系统	新能源三电系统	热管理系统	主要客户
文灿股份	●	●	●	●	●	●	●	大众、奔驰、宝马、奥迪、特斯拉、蔚来、小鹏、理想、广汽埃安、比亚迪、吉利、长城、赛力斯等
广东鸿图	●	●	●	●	●	●	●	通用、福特、克莱斯勒、丰田、本田、大众、奔驰、一汽、上汽、广汽、吉利、长城、特斯拉、比亚迪、宁德时代、蔚来、小鹏等
爱柯迪	●	●	●	●		●	●	博世、法雷奥、麦格纳、大陆、耐世特、电产、博格华纳、蔚来、理想、零跑、宁德时代、蜂巢易创等
旭升集团		●				●	●	特斯拉、比亚迪、Rivian、Lucid、Polaris、长城、理想、蔚来、小鹏、零跑等
泉峰汽车	●	●	●	●		●	●	博世、大陆、法雷奥、博格华纳、弗迪动力、蜂巢易创、蔚然动力、特斯拉、宁德时代等
派生科技	●	●			●	●		福特、克莱斯勒、奔驰、本田、康明斯、沃尔沃、吉利、广汽、宁德时代、小鹏等
美利信	●	●	●		●	●		特斯拉、比亚迪、福特、一汽、长安、采埃孚、蒂森克虏伯、爱信精机、舍弗勒等
嵘泰股份		●	●	●	●	●		博世、采埃孚、蒂森克虏伯、博格华纳、耐世特、比亚迪、长城等

数据来源：Wind、各公司公告、各公司官网、东方证券研究所

从自主压铸企业营收规模看，2021 年文灿股份、广东鸿图汽车压铸业务营收近 40 亿元，爱柯迪、旭升集团汽车压铸业务营收超过 25 亿元，其余公司均在 20 亿元以下。整体而言，国内自主压铸企业规模与外资压铸企业差距较大，尚未形成具备国际竞争力的大型零部件压铸企业。

从市场份额角度，根据前文对全球乘用车压铸件市场空间的测算结果推算，2021 年国内主要自主压铸企业在全中国乘用车压铸件市场的市场份额均不足 2%，自主压铸企业市占率提升空间较大。随着中国新能源汽车产业蓬勃发展，国内自主压铸企业有望在新能源三电、一体化压铸等新兴领域发力，通过性价比及快速响应优势抢占市场份额，逐步缩小与外资压铸企业的差距。

图 16：国内自主压铸企业 2021 年汽车压铸业务营收



数据来源：Wind、各公司招股说明书、各公司公告、东方证券研究所

5 盈利预测及估值

随着汽车零部件扩产的产能逐步达产，新能源车配套产品规模的扩大，预计公司盈利将稳定增长。

- (1) 考虑扩产产能的达产及新能源车配套产品销量的增长，预测公司汽车零部件业务 2022-2024 年收入分别增长 38.6%、38.8%、21.3%，预计毛利率分别为 23.8%、24.9%、25.1%；
- (2) 预测车用模具业务 2022-2024 年收入分别增长 15%、15%、15%，预计毛利率分别为 60%、60%、60%；
- (3) 摩托车零部件业务，预测维持稳定增长，预测摩托车零部件业务 2022-2024 年收入分别增长 5%、5%、5%，预计毛利率分别为 5%、5%、5%；
- (4) 预测其它业务 2022-2024 年收入分别增长 20%、15%、15%左右，毛利率分别为 6%、6%、6%。

表 12：收入分类预测表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
汽车零部件					
销售收入（百万元）	898.3	1,029.1	1,426.3	1,979.1	2,401.6
增长率	-2.0%	14.6%	38.6%	38.8%	21.3%
毛利率	31.3%	23.1%	23.8%	24.9%	25.1%
车用模具					
销售收入（百万元）	63.3	85.0	97.8	112.5	129.3
增长率	42.2%	34.4%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	54.2%	61.6%	60.0%	60.0%	60.0%
摩托车零部件					
销售收入（百万元）	12.7	12.8	13.4	14.1	14.8
增长率	-15.5%	0.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	8.2%	1.7%	5.0%	5.0%	5.0%
其它业务					
销售收入（百万元）	16.9	36.3	43.5	50.0	57.5
增长率	13.2%	114.4%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	8.2%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
合计	991.2	1,163.1	1,581.0	2,155.7	2,603.2
增长率	0.0%	17.3%	35.9%	36.3%	20.8%
综合毛利率	32.1%	25.1%	25.4%	26.2%	26.3%

数据来源：Wind、东方证券研究所

可比公司估值方面，因公司产品主要是铝压铸件公司，主要选取了相关的汽车零部件公司，如爱柯迪、文灿股份、旭升集团、拓普集团、伯特利、泉峰汽车等，这些可比公司2023年平均估值为25倍左右，因此给予公司2023年PE 25倍估值，目标价34.5元，首次给予买入评级。

表 13：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
		2022年12月22日								
爱柯迪	600933	18.52	0.35	0.67	0.89	1.16	52.79	27.54	20.84	16.00
文灿股份	603348	58.97	0.37	1.40	2.48	3.49	159.94	42.02	23.82	16.92
旭升集团	603305	34.27	0.62	1.03	1.58	2.12	55.28	33.19	21.74	16.20
拓普集团	601689	59.54	0.92	1.59	2.28	3.08	64.50	37.56	26.08	19.33
泉峰汽车	603982	21.49	0.46	0.35	0.70	1.15	46.54	61.28	30.63	18.66
伯特利	603596	74.74	1.23	1.69	2.52	3.53	61.01	44.11	29.68	21.18
调整后平均							58.40	39.22	25.33	17.78

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

6 主要风险提示

汽车零部件配套收入低于预期。我们预测汽车零部件22年、23年收入分别为14.3亿元、19.8亿元，占总收入比重分别为90.2%、91.8%。若下游客户配套量低于预期，则会影响汽车零部件配套量，进而影响公司盈利增长。

新能源车配套产品收入低于预期。我们预测新能源车配套铸件22年、23年收入分别为2.25亿元、5.58亿元，占总收入比重分别为14.2%、25.9%。若下游客户配套量低于预期，则会影响新能源汽车铝合金铸件配套量，进而影响公司盈利增长。

募投项目达产时间晚于预期。我们根据公司披露的募投项目达产计划，预测相关产品配套量，若公司更改项目达产时间，则将影响我们对产品配套量预测，进而影响对公司盈利的预测。

上游原材料成本上涨影响。若上游原材料铝价上涨超预期，则将影响对公司盈利的预测。

假设条件变化影响测算结果。文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在全球及国内乘用车销量增速、全球及国内新能源乘用车销量增速、压铸件占汽车用铝量比例等假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	97	156	158	216	337	营业收入	991	1,163	1,581	2,156	2,603
应收票据、账款及款项融资	377	386	565	769	908	营业成本	673	871	1,180	1,592	1,919
预付账款	8	11	11	18	22	营业税金及附加	8	6	9	13	16
存货	197	288	341	485	592	销售费用	14	17	24	32	39
其他	23	201	658	261	181	管理费用及研发费用	135	157	196	246	275
流动资产合计	703	1,043	1,733	1,748	2,039	财务费用	17	13	15	22	13
长期股权投资	6	5	6	5	5	资产、信用减值损失	6	3	9	12	8
固定资产	753	783	870	958	879	公允价值变动收益	0	3	0	0	0
在建工程	57	192	294	363	237	投资净收益	(2)	0	1	1	1
无形资产	63	73	69	65	62	其他	20	18	20	21	20
其他	35	71	44	50	54	营业利润	154	117	169	260	355
非流动资产合计	914	1,125	1,283	1,441	1,237	营业外收入	3	2	3	3	3
资产总计	1,616	2,167	3,016	3,190	3,276	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	417	97	686	515	234	利润总额	157	119	172	263	358
应付票据及应付账款	227	308	398	546	662	所得税	29	19	26	39	54
其他	54	41	47	49	46	净利润	128	101	146	224	304
流动负债合计	698	447	1,131	1,110	942	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	22	26	26	26	26	归属于母公司净利润	128	101	146	224	304
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.79	0.62	0.90	1.38	1.87
其他	44	44	38	41	40						
非流动负债合计	66	71	65	67	67	主要财务比率					
负债合计	764	517	1,196	1,177	1,009		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	120	160	162	162	162	营业收入	0.0%	17.3%	35.9%	36.3%	20.8%
资本公积	200	908	929	929	929	营业利润	-18.5%	-24.1%	44.5%	53.9%	36.3%
留存收益	546	607	729	921	1,176	归属于母公司净利润	-19.3%	-21.3%	45.3%	53.1%	35.9%
其他	(14)	(25)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	852	1,650	1,821	2,012	2,267	毛利率	32.1%	25.1%	25.4%	26.2%	26.3%
负债和股东权益总计	1,616	2,167	3,016	3,190	3,276	净利率	12.9%	8.7%	9.2%	10.4%	11.7%
						ROE	15.9%	8.0%	8.4%	11.7%	14.2%
						ROIC	11.0%	7.2%	7.3%	9.5%	12.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	47.3%	23.9%	39.6%	36.9%	30.8%
净利润	128	101	146	224	304	净负债率	40.2%	0.0%	30.4%	16.2%	0.0%
折旧摊销	131	142	188	248	303	流动比率	1.01	2.33	1.53	1.57	2.16
财务费用	17	13	15	22	13	速动比率	0.72	1.68	1.23	1.13	1.53
投资损失	2	(0)	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	(3)	(50)	(148)	(210)	(148)	应收账款周转率	2.9	3.3	3.6	3.5	3.3
其它	3	(82)	56	8	3	存货周转率	3.7	3.5	3.7	3.8	3.5
经营活动现金流	278	124	255	291	474	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
资本支出	(128)	(314)	(372)	(400)	(94)	每股指标(元)					
长期投资	2	1	(1)	1	0	每股收益	0.79	0.62	0.90	1.38	1.87
其他	(18)	(126)	(452)	391	85	每股经营现金流	2.31	0.78	1.57	1.79	2.92
投资活动现金流	(144)	(440)	(826)	(8)	(9)	每股净资产	5.25	10.17	11.23	12.41	13.98
债权融资	(17)	4	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	748	23	0	0	市盈率	33.3	42.2	29.1	19.0	14.0
其他	(86)	(373)	550	(225)	(344)	市净率	5.0	2.6	2.3	2.1	1.9
筹资活动现金流	(103)	380	573	(225)	(344)	EV/EBITDA	14.3	15.9	11.6	8.1	6.4
汇率变动影响	(5)	(16)	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.2	33.1	23.5	15.3	11.8
现金净增加额	25	48	2	57	121						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

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

本证券研究报告（以下简称“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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

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，据此开展发布证券研究报告业务。

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。