

长源东谷(603950)

汽车

发布时间: 2023-03-24

证券研究报告 / 公司深度报告

深耕发动机缸体缸盖，混动开启新增长极

买入

首次覆盖

报告摘要:

公司主营业务为缸体、缸盖和连杆等发动机核心零部件的研发、生产及销售。深耕行业 20 余年，公司成立之初即专注于柴油发动机缸体缸盖加工，为行业内隐形领先企业，与福田康明斯、东风康明斯、东风商用车等核心客户深度绑定，市占率超过 20% 并且逐年提升，行业壁垒高格局稳定。2022 年公司凭借技术和产能优势顺利切入新能源汽车大客户混动缸体缸盖供应链，打开新一轮成长空间。我们认为公司当前核心投资逻辑在于传统主业伴随商用车复苏迎来自上拐点+新能源混动绑定核心大客户开启新增长曲线，同时公司逐步切入连接器壳体、汽车电子、空气悬挂等汽车零部件领域，品类拓展打开长期成长天花板。

商用车行业复苏拐点已至，传统主业迎向上周期。经历 2021 年国五切换国六透支需求及 2022 年疫情影响导致物流不畅、需求低迷等诸多因素影响，商用车销量自 2021 年 5 月起连续下滑，2022 年全年销量 330 万辆，同比下降 31.2%。2023 年随着疫情影响消退叠加经济刺激政策效应显现，商用车市场特别是重卡市场活力逐步增强。2023 年 2 月，商用车销量 32.4 万辆，同比环比呈现两位数增长，终结连降趋势，拐点已至。公司为柴油发动机行业内头部客户的独供或核心供应商，市占率逐年提高。预计伴随稳增长政策刺激、疫情影响减弱、物流恢复等利好因素加持下，公司传统主业将受益于商用车需求复苏开启新一轮向上周期。

绑定核心大客户，新能源混动开启新增长极。2022 年下半年公司顺利切入某能源汽车大客户混动车型的发动机缸体、缸盖供应链，当前产能快速爬坡中。根据公告，一期 30 万套预计在 2023 年 5 月前投产，二期 30 万套预计在 2024 年 2 月前投产，产值达 10 亿元以上。混动车具备燃油经济型和无里程焦虑的优势，头部品牌纷纷布局混动，供给与需求共振有望带动混动车型销量及渗透率进一步提升。公司绑定核心大客户，新能源汽车相关业务将为公司贡献较大业绩增量，体量有望并肩传统主业。**投资建议:** 预计公司 2022-2024 年实现营收 9.51/18.14/24.32 亿元，实现归母净利润 1.00/2.51/3.67 亿元，同比-59.86%/150.78%/46.17%，对应 PE 分别为 46.39/18.50/12.65X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 产能进度不达预期，需求下滑，业绩和估值判断不达预期

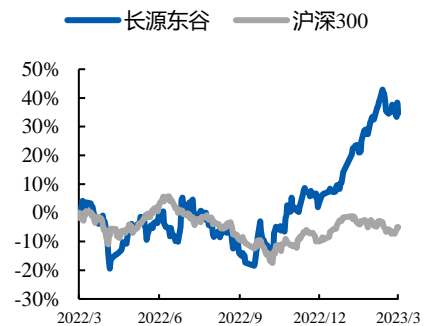
财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,678	1,582	951	1,814	2,432
(+/-)%	45.25%	-5.75%	-39.87%	90.69%	34.10%
归属母公司净利润	315	249	100	251	367
(+/-)%	17.01%	-20.71%	-59.86%	150.78%	46.17%
每股收益(元)	1.52	1.08	0.43	1.08	1.59
市盈率	14.61	16.11	46.39	18.50	12.65
市净率	2.56	1.79	2.06	1.96	1.79
净资产收益率(%)	18.57%	11.72%	4.44%	10.57%	14.16%
股息收益率(%)	5.98%	2.15%	2.15%	2.80%	3.23%
总股本(百万股)	232	232	232	232	232

股票数据

2023/03/24

6个月目标价(元)	---
收盘价(元)	20.06
12个月股价区间(元)	12.00~21.29
总市值(百万元)	4,644.33
总股本(百万股)	232
A股(百万股)	232
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	31%	35%
相对收益	2%	25%	40%

相关报告

《纳睿雷达(688522):深耕气象领域,外延打造雷达平台型企业》

--20230320

《中无人机(688297):无人机赛道高景气,内生增长动力足》

--20230320

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001
010-63210682 wangfh@nesc.cn

目 录

1.	核心投资逻辑	4
2.	长源东谷：深耕柴油发动机缸体缸盖领域	5
2.1.	柴油发动机缸体缸盖领先企业	5
2.2.	经营情况：业绩保持稳定，盈利能力优	7
2.3.	产能稳步扩张，支撑业务发展	11
3.	商用车行业触底回暖，柴油发动机缸体缸盖传统主业复苏向上	13
3.1.	柴油发动机缸体缸盖市场与下游商用车市场紧密相关	13
3.2.	商用车行业：已处历史底部区间，未来有望实现逐步复苏	14
3.2.1.	重卡行业：复苏拐点，需求有望回升	15
3.2.2.	轻卡行业：销量同比改善，呈现恢复性增长态势	17
3.2.3.	柴油车发动机行业：与商用车需求紧密相关	18
3.3.	公司竞争力：自主研发核心技术，深度绑定核心客户	19
3.3.1.	公司核心技术已成功应用于规模化生产	19
3.3.2.	公司业务深度绑定客户，客户资源丰富	19
4.	切入新能源汽车混动缸体缸盖等核心零部件领域，开启新增长极	22
4.1.	政策端+产品端双重驱动，混动汽车市场增长空间巨大	22
4.2.	新拓新能源汽车核心零部件业务，绑定新能源核心大客户	25
5.	投资建议	25
6.	风险提示	26

图表目录

图 1：长源东谷发展历程	5
图 2：长源东谷主要产品	6
图 3：股权结构（截至 2022 年 9 月末）	6
图 4：2017-2022Q1-3 公司营业收入及同比增速	8
图 5：2017-2022Q1-3 公司归母净利润及同比增速	8
图 6：2017-2022H1 年公司分产品营收	8
图 7：2022 年 H1 公司主营业务细分业务占比	8
图 8：2017-2021 年公司两种业务模式收入	9
图 9：2017-2021 年公司分业务模式毛利率	9
图 10：2017-2021 年公司主营业务成本构成（亿元）	10
图 11：2017-2021 年分业务毛利率及净利率	10
图 12：2017-2022Q3 年公司期间费用率	10
图 13：2018-2022Q3 年公司研发费用及同比增速	11
图 14：2017-2021 年公司主营业务产品销量	11

图 15: 2017-2021 年公司主营业务产品产量.....	11
图 16: 发动机结构图.....	13
图 17: 柴油发动机缸体缸盖产业链上下游.....	13
图 18: 2015-2023 年中国商用车销量及增长率.....	14
图 19: 2006-2023 年我国重卡销量及同比增速.....	15
图 20: 2016-2022 年国内重卡主要企业历年销量市占比.....	16
图 21: 2006-2022 年我国轻型货车销量及同比增速.....	17
图 22: 2016-2022 年国内轻卡主要企业历年销量市占比.....	18
图 23: 2018-2022 年国内多缸柴油发动机销量.....	18
图 24: 2018-2022 年商用车多缸柴油发动机市场格局.....	19
图 25: 公司合作伙伴.....	20
图 26: 福田康明斯发动机销量 (台) 及增速.....	21
图 27: 东风康明斯发动机销量 (台) 及增速.....	21
图 28: 东风商用车发动机销量 (台) 及增速.....	22
图 29: 公司缸体缸盖市占率逐年提升.....	22
图 30: 新能源汽车渗透率快速提升.....	22
图 31: 纯电车型和插电混动车型销量变化 (万辆)	22
图 32: 2022 年国内油电混动分品牌占比	24
图 33: 2022 年国内插电混动分品牌占比	24
图 34: 收入拆分.....	26
表 1: 公司核心管理层行业背景深厚.....	7
表 2: 缸体缸盖及连杆在不同业务模式下的平均单价 (单位: 元/件)	9
表 3: 募资建设项目情况.....	12
表 4: 投资协议情况.....	12
表 5: 主要缸体缸盖生产企业及其主要客户	14
表 6: 柴油货车污染治理相关政策梳理.....	16
表 7: 公司部分核心技术.....	19
表 8: 2019 年公司前五大客户销售情况.....	20
表 9: 公司为主要客户的独家或核心供应商 (2019 年)	21
表 10: 购置税优惠政策.....	23
表 11: 不同混动汽车原理及车型.....	23
表 12: 2022 年插电混动车型销量排名.....	24

1. 核心投资逻辑

过去公司传统主业聚焦在柴油发动机缸体缸盖加工领域，需求伴随行业波动周期性明显，成长天花板有限。2022年下半年以来，公司凭借多年经验和技術积累以及产能优势，通过绑定新能源汽车核心大客户，顺利切入新能源混动汽车缸体缸盖领域，伴随产能逐步落地有望持续贡献较大业绩增量，且体量有望逐步并肩传统主业。站在当前时点我们认为公司核心投资逻辑在于传统主业伴随商用车行业复苏迎来向上拐点叠加新能源混动绑定核心大客户开启新增长曲线，双重催化下有望迎来确定性投资机遇。中长期来看公司逐步切入连接器壳体、汽车电子、空气悬挂等汽车零部件领域，品类拓展打开长期成长天花板。

(1) 商用车行业否极泰来，复苏拐点已至，传统主业迎向上周期。

经历2021年国五切换国六透支需求及2022年疫情影响导致物流不畅、需求低迷等诸多因素影响，商用车销量自2021年5月起连续下滑，2022年全年销量330万辆，同比下降31.2%。2023年随着疫情影响消退叠加经济刺激政策效应显现，2023年1-2月商用车销量同比降幅收窄，其中2023年2月商用车实现销量32.4万辆，同比增长29.6%，终结连降趋势，拐点已至。随着国内疫情防控政策放开，市场需求得到释放，我们认为商用车市场有望迎来恢复性增长。公司为柴油发动机行业内头部客户的独供或核心供应商，市占率逐年提高，占比超过20%。预计伴随稳增长政策刺激、疫情影响减弱、物流恢复等利好因素加持下，公司传统主业将受益于商用车需求复苏开启新一轮向上周期。

(2) 绑定核心大客户，新能源混动等零部件业务打开新增长极。

2022年下半年公司顺利切入某能源汽车大客户混动车型的发动机缸体、缸盖供应链，且公司与老河口市签订协议投资建设年产60万台套新能源缸体压铸及缸体缸盖精加工生产线，年产值可达到10亿元以上，项目预计于2023年逐步达产。混动车型具备燃油经济型和无里程焦虑的优势，头部品牌纷纷布局混动，供给与需求共振有望带动混动车型销量及渗透率进一步提升。除缸体缸盖业务外，公司于2023年3月进入该客户“连接器壳体”定点，业务拓展到三电系统。公司绑定头部大客户，预计新能源汽车相关业务将为公司贡献较大业绩增量，体量有望并肩传统主业。

2. 长源东谷：深耕柴油发动机缸体缸盖领域

2.1. 柴油发动机缸体缸盖领先企业

深耕柴油发动机缸体缸盖领域。长源东谷成立于2001年，于2020年在上交所上市。公司自成立以来就专注于柴油发动机核心零部件的研发、生产及销售，主要产品为柴油发动机缸体、缸盖、连杆等。旗下有武汉长源朗弘科技、襄阳长源朗弘科技、襄阳长源东谷科技等多家子公司。

从单家客户单个产品起家，逐步成长为国内知名供应商。为了降低成本、提高效率，东风康明斯于2001年将C系列发动机缸盖机加工业务外包。新成立的长源东谷准确抓住了行业发展趋势，并通过东风康明斯的多重考察和全面认证，成为其合格供应商。凭借与东风康明斯的良好合作积累的行业声誉，2008年公司分别与东风商用车及福田康明斯开始业务合作，并逐渐成为其重要供应商。经过二十余年的深耕，目前长源东谷已与国内众多大型发动机整机及整车生产厂商建立了良好的合作关系。

图 1：长源东谷发展历程



数据来源：公司官网，招股说明书，东北证券

公司产品矩阵丰富。公司的主要产品有缸体、缸盖、连杆、飞轮壳、主轴承盖、排气管、齿轮室等。

(1) 缸体：缸体为发动机的单独式部件，与缸盖、活塞共同构成燃烧室，支撑和保证活塞、连杆、曲轴等运动部件工作时的准确位置。

(2) 缸盖：缸盖安装于缸体的上方，从上部密封气缸并构成燃烧室。

(3) 连杆：将活塞承受的力传给曲轴，使活塞的往复运动转变为曲轴的旋转运动。

(4) 飞轮壳：飞轮壳安装于发动机与变速箱之间，外接曲轴箱、起动机等，内置飞轮总成，起到连接机体、防护和载体的作用。

(5) 主轴承盖：主要用于轴承外圈的轴向定位，并且起着防尘和密封的作用。

(6) 排气管：排气管安装于发动机排气歧管和消声器之间，使整个排气系统呈挠性联接，从而起到减振降噪、方便安装和延长排气消声系统寿命的作用。

(7) 齿轮室：齿轮室保证发动机运转时的配气相位，使进、排气门的开启和关闭与活塞运动相一致。

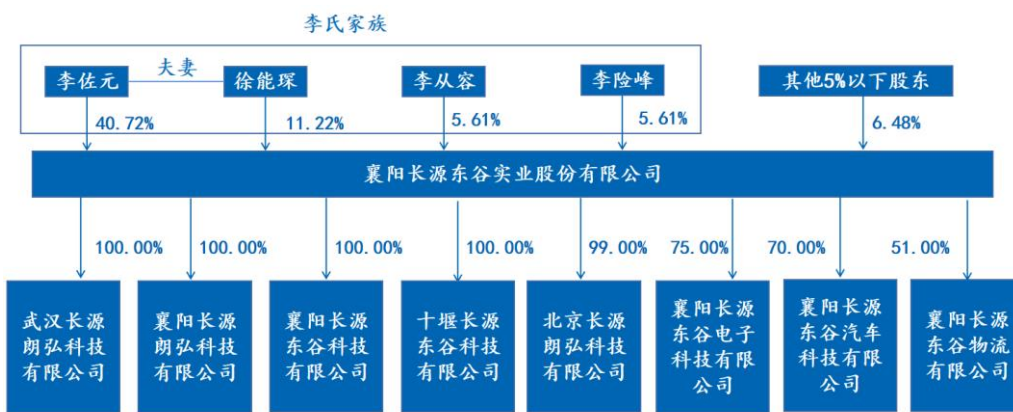
图 2：长源东谷主要产品



数据来源：公司官网，东北证券

公司股权结构集中，管理层行业背景深厚。公司创始人兼实控人李佐元先生持股 40.72%，李氏家族(李佐元及其妻徐能琛、其女李从容、其子李险峰)合计控股 63.16%，股权集中度高。公司管理层行业背景深厚，其中李佐元、李从容、李险峰、陈绪周等核心高管有着多年行业生产及管理经验。

图 3：股权结构（截至 2022 年 9 月末）



数据来源：iFinD，东北证券

表 1：公司核心管理层行业背景深厚

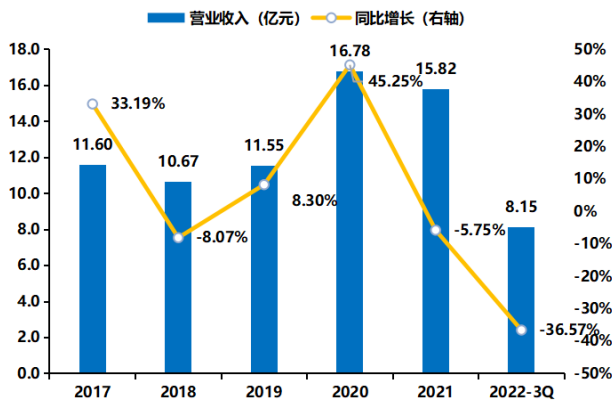
姓名	职位	个人简历
李佐元	董事长，董事	本科学历。1979 年 7 月至 1983 年 5 月任东风汽车集团有限公司铸造二厂工程师，1983 年 6 月至 1988 年 6 月任东风汽车集团有限公司铸造二厂生产及工程部门主管，1993 年 1 月创建十堰长源，2001 年 12 月设立长源有限，现任襄阳长源东谷实业股份有限公司董事长、长源经贸董事等多家公司董事或董事长。
李从容	董事、总经理	1993 年 7 月至 1995 年 12 月于东风汽车公司动力设备厂任医师，1996 年 1 月至 2001 年 11 月于十堰长源任经理，2001 年 12 月至 2017 年 11 月任公司副总经理，2017 年 12 月至今任襄阳长源东谷实业股份有限公司董事、总经理。
李险峰	董事	1993 年 12 月至 1994 年 10 月于东风汽车公司总装配厂（第二汽车制造厂总装配厂）工作，1994 年 11 月至 2001 年 2 月于十堰长源任销售经理，2001 年 3 月至 2017 年 11 月任公司董事、总经理，2017 年 12 月至今任襄阳长源东谷实业股份有限公司董事。
冯胜忠	董事、副总经理	1995 年 1 月至 2001 年 10 月于十堰长源分公司任综合管理部部长，2001 年 11 月至 2011 年 9 月于长源有限任综合管理部部长，2011 年 10 月至 2017 年 11 月任公司副总经理、董事会秘书，2017 年 12 月至今任公司董事、副总经理。
陈绪周	董事、副总经理	1991 年 3 月至 1996 年 12 月于中国机械安装二公司工作，1997 年 1 月至 2001 年 11 月于十堰长源工作，2001 年 12 月至 2011 年 10 月于长源有限先后任职生产部部长及质量部部长，2011 年 11 月至 2013 年 4 月于常熟耐特精密工具有限公司任售后服务部副部长，2013 年 7 月至今于公司先后任职质量总监、制造部副部长、质量技术部副部长、副总经理。陈绪周是公司多项专利技术的发明人与参与者之一。
黄诚	董事、副总经理	2006 年 10 月至 2012 年 4 月于公司先后任生产调度员、刀具总管、高新区工厂管理、市场采购部部长，2012 年 4 月至 2012 年 10 月任北京长源市场部部长，2012 年 10 月至 2017 年 2 月任公司市场部部长，2017 年 2 月至今任公司副总经理、市场部部长。

数据来源：Wind，东北证券

2.2. 经营情况：业绩保持稳定，盈利能力优

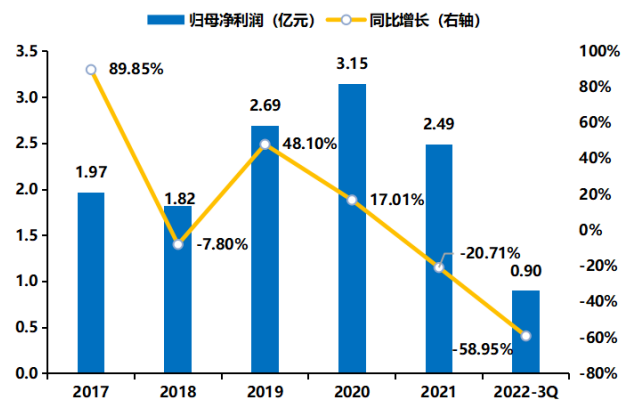
2017-2020 年公司业绩稳健增长，21 年以来受市场不利影响，公司营收、净利润有所下滑。2017-2020 年，下游商用车市场景气度高，公司营收从 11.60 亿元增长至 16.78 亿元，CAGR 达 13.1%；归母净利润从 1.97 亿元增长至 3.15 亿元，CAGR 达 16.9%。2021 年以来受国六切换、新冠疫情等影响，下游商用车市场需求持续低迷，公司业绩承压。2022 年前三季度，公司实现营业收入 8.15 亿元，同比下降 36.57%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比下降 58.95%。公司预告 2022 年归母净利润 1 亿元，同比减少 59.91%。随着疫情影响消退以及新订单的签订，公司业绩在未来有望持续复苏。

图 4：2017-2022Q1-3 公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东北证券

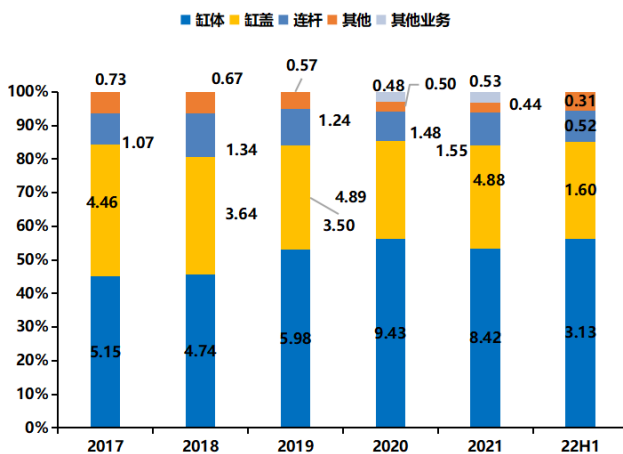
图 5：2017-2022Q1-3 公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东北证券

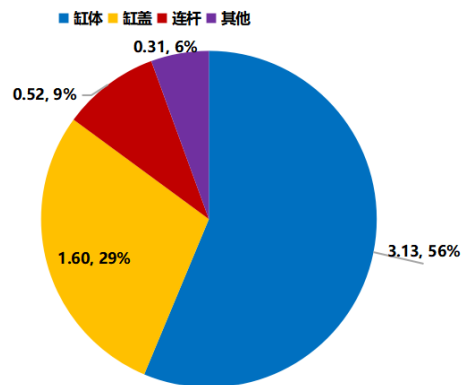
分产品看，缸体、缸盖和连杆为公司核心产品。2017 年以来缸体、缸盖和连杆营收占比合计保持在 93% 以上，其中缸体营收占比最高，缸盖次之。2022 年 H1 缸体、缸盖、连杆营收占比分别为 56%、29% 和 9%。

图 6：2017-2022H1 年公司分产品营收



数据来源：iFinD，东北证券

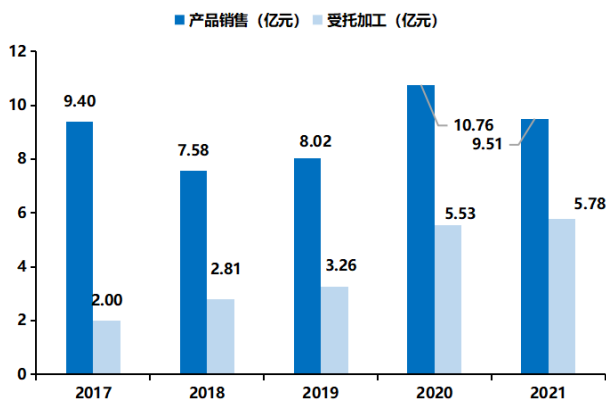
图 7：2022 年 H1 公司主营业务细分业务占比



数据来源：iFinD，东北证券

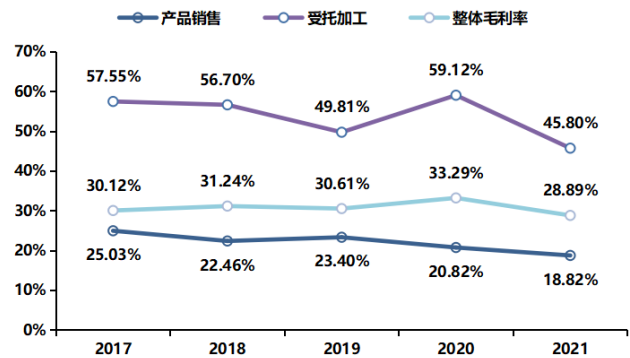
公司主要业务模式包括产品销售和受托加工。2021 年公司产品销售模式和受托加工模式收入分别为 9.51 亿元和 5.78 亿元。在产品销售模式下，公司自行采购缸体、缸盖、连杆、飞轮壳、主轴承盖、齿轮室、排气管等原材料，进行加工后销售给客户；在受托加工模式下，公司根据客户的要求对其提供的缸体、缸盖、连杆等原材料进行加工。由于业务模式不同，受托加工模式的毛利率要高于产品销售模式，2021 年受托加工模式和产品销售模式毛利率分别为 45.80% 和 18.82%。

图 8：2017-2021 年公司两种业务模式收入



数据来源：公司年报，招股说明书，iFinD，东北证券

图 9：2017-2021 年公司分业务模式毛利率



数据来源：公司年报，招股说明书，iFinD，东北证券

表 2：缸体缸盖及连杆在不同业务模式下的平均单价（单位：元/件）

		2017 年	2018 年	2019 年
缸体	产品销售	1843.3	1707.4	2083.0
	受托加工	728.7	750.3	743.8
缸盖	产品销售	1315.9	1045.4	922.3
	受托加工	502.7	540.4	565.8
连杆	产品销售	88.5	86.7	84.6
	受托加工	53.8	58.0	44.8

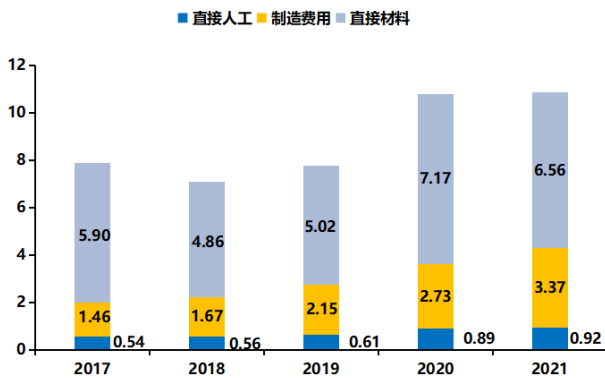
数据来源：招股说明书，东北证券

成本端，公司主营业务成本主要由直接材料和制造费用构成。2021 年直接材料占比为 60.43%，较 2017 年下降 14.25pct。直接材料成本主要为毛坯成本，近年来受托加工业务占比逐步增长，故直接材料占比有所下滑。2021 年制造费用占比为 31.11%，较 2007 年上升 12.65pct。制造费用主要包括生产相关的机器设备、运输工具等固定资产的折旧费用、水电费及刀具、油品、夹具、检具等材料的消耗等，随着公司新项目陆续投产，到位机器设备逐期增加，材料消耗逐年增多，制造费用呈现持续增长态势。

公司整体毛利率保持相对稳定，盈利能力较优。公司毛利率与产品销售和受托加工两种模式营收结构相关。2017 年以来公司毛利率保持相对稳定，在 28%-33% 之间浮动，2021 年公司毛利率为 28.89%，同比下降 4.40pct，主要受会计科目重分类及设备投资增加等因素影响。2017-2021 年公司净利率保持在 15% 以上，整体盈利能力较优。2021 年公司净利率为 15.95%，同比下降 3.16pct，主要受新拓项目投资规模大，设备折旧增多和材料价格上涨等因素影响。

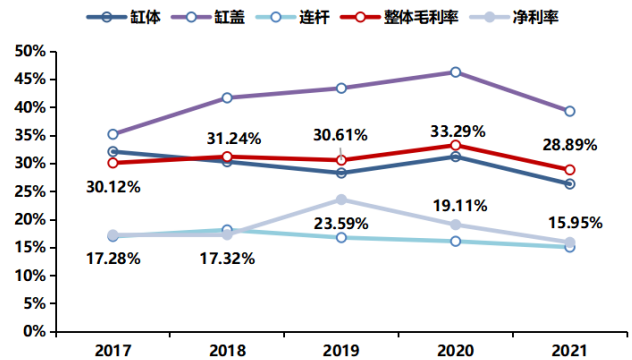
分产品来看，2021 年缸体、缸盖、连杆毛利率分别为 26.37%、39.34%、15.10%。缸盖产品毛利率较高，系缸盖销售模式主要为毛利率较高的受托加工模式。根据招股说明书，2019 年缸盖受托加工比例为 65.2%，而同年缸体和连杆的受托加工比例分别为 45.3% 和 2.4%。

图 10：2017-2021 年公司主营业务成本构成（亿元）



数据来源：iFinD，东北证券

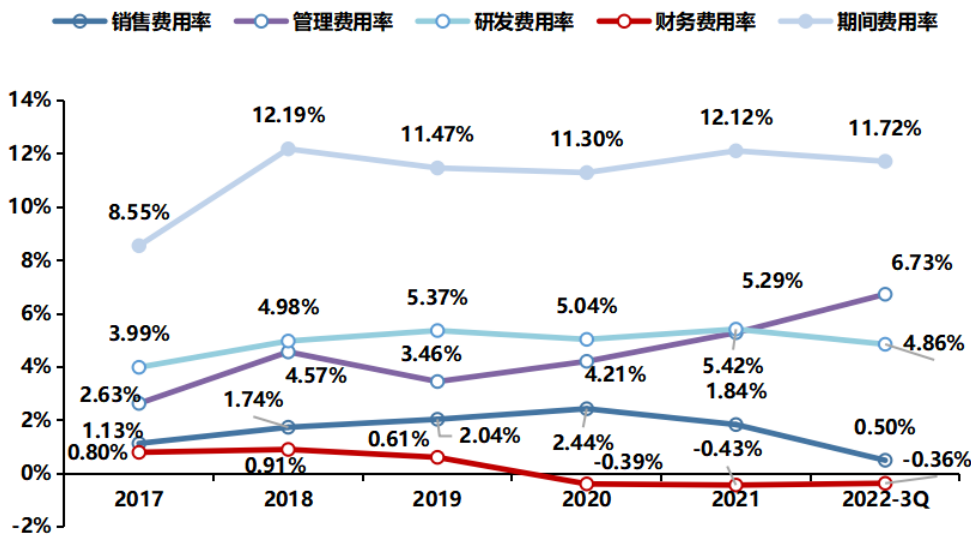
图 11：2017-2021 年分业务毛利率及净利率



数据来源：iFinD，东北证券

期间费用率保持平稳。2018 年以来公司期间费用率保持平稳，在 11%-12% 上下浮动。2021 年销售费用率为 1.84%，同比-0.60pct，主要系产品运输费按照新会计准则要求调整至营业成本。2021 年管理费用率为 5.29%，同比+1.07pct，主要系工资、福利费用支出增加及社保费用恢复正常缴纳。2020-2022 前三季度财务费用为负，主要系政府政策优惠，地方政府补贴以及贷款贴息冲减财务费用所致。

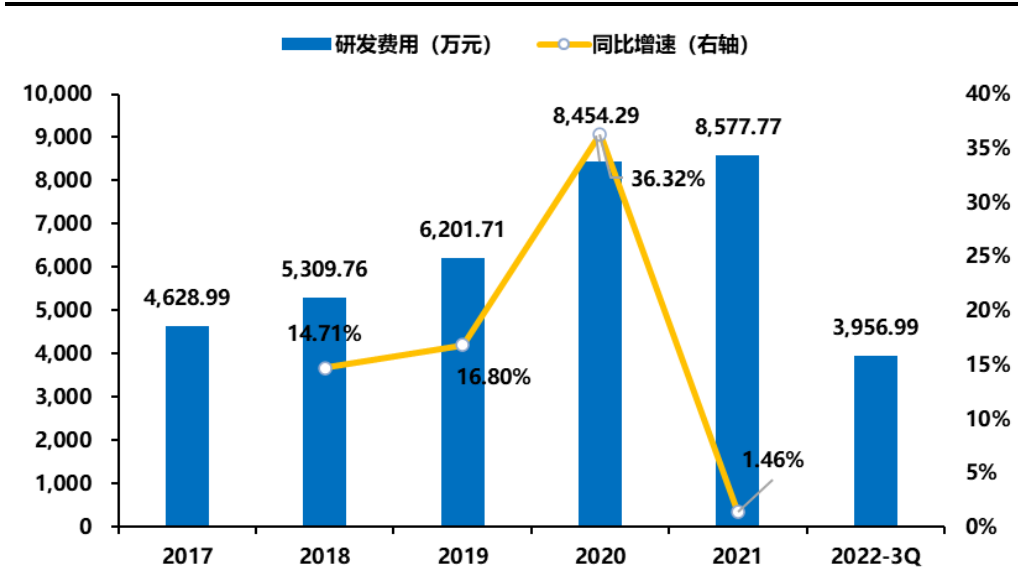
图 12：2017-2022Q3 年公司期间费用率



数据来源：iFinD，东北证券

公司重视研发投入，研发费用稳步提升，生产能力逐步加强。公司研发费用从 2017 年的 4628.99 万元增长至 2021 年的 8577.77 万元，CAGR 达到 16.67%。随公司玉柴国六缸体等新项目开发增多，研发费投入有所增加。持续的研发投入保证公司生产能力和技术优势在行业内处于领先地位，具备满足不同类客户柴油发动机零件生产要求的能力。

图 13: 2018-2022Q3 年公司研发费用及同比增速

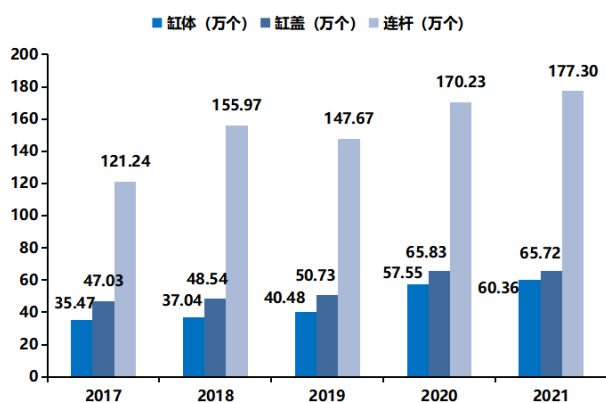


数据来源: iFinD, 东北证券

2.3. 产能稳步扩张, 支撑业务发展

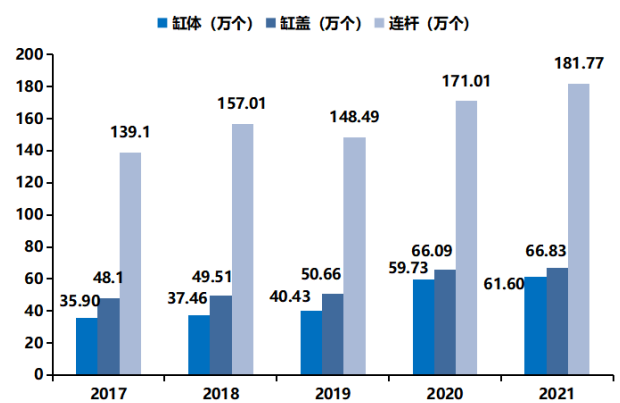
公司产能稳步扩张, 产销率高。2021 年公司主营业务中缸体、缸盖和连杆的产量分别为 61.60、66.83、181.77 万个, 销量分别为 60.36、65.72、177.30 万个。2017-2021 年缸体、缸盖和连杆产量年均复合增速分别为 14.45%、8.57%、6.92%。2017-2019 年产能利用率维持在 85% 左右, 2017-2021 年产销比基本维持在 96% 以上。

图 14: 2017-2021 年公司主营业务产品销量



数据来源: 公司年报, 招股说明书, iFinD, 东北证券

图 15: 2017-2021 年公司主营业务产品产量



数据来源: 公司年报, 招股说明书, iFinD, 东北证券

公司逐步扩张产能并开拓新项目, 为公司业绩增长提供支撑。2020 年长源东谷 IPO 上市, 募集资金总额为 9.15 亿元, 拟分别用于“长源朗弘玉柴国六缸体、缸盖新建项目”、“长源东谷东风康明斯 13L 缸体、缸盖新建项目”、“长源东谷玉柴连杆、康明斯连杆新建项目”、“长源东谷技术研发试验中心建设项目”, 目前各项目已逐步投产。此外, 公司签订多项投资协议, 投资项目聚焦汽车零部件领域, 与公司战略规划有较高的契合度。我们看好公司在产能、品类和客户合作扩张下的成长能力。

表 3：募资建设项目情况

项目	投资额 (万元)	建设内容	建设期 (年)	投资回收期(所 得税后)(年)
长源朗弘玉柴国六缸体、缸盖新建项目	60537.49	新建一座厂房、办公楼及生产线所需配套设施,总建筑面积约 3.40 万平方米	3	7.09
长源东谷东风康明斯 13L 缸体、缸盖新建项目	17192.20	建设年产缸体、缸盖各 4.34 万台的生产基地	1.5	5.91
长源东谷玉柴连杆、康明斯连杆新建项目	16012.45	建设厂房 5,280.00 平方米,新增设备 61 台套,新建连杆生产线,	1.5	6.27
长源东谷技术研发试验中心建设项目	6234.65	建筑一栋 2 层的技术研发试验中心大楼,总建筑面积 3,000 平方米,并配套购置研发设备 8 台套。	1	-

数据来源：招股说明书，东北证券

表 4：投资协议情况

项目	协议日期	投资额	协议情况
汽车发动机缸体缸盖及零部件项目	2021 年 3 月 22 日	6 亿元	主要从事汽车发动机缸体、缸盖、连杆的生产与销售以及厂房、办公、研发等配套设施建设
汽车电子及机电部件项目	2022 年 7 月 18 日	约 11 亿元	投资建设车用减震器、汽车后处理器、汽车电子传感器、国 7 发动机缸体缸盖、上柴缸体缸盖精加工生产线、铝制轻量化汽车压铸件生产线等
汽车空气悬挂及发动机缸体缸盖制造项目	2021 年 3 月 9 日议案, 2022 年 7 月 26 日签订补充协议	4 亿元	建设汽车空气悬挂及发动机缸体缸盖制造项目。项目建成投产后,预计实现年产值 3 亿元。
新能源混动车缸体压铸及缸体缸盖精加工项目	2022 年 9 月 19 日	约 3 亿元	建设年产 30 万台套新能源缸体压铸及缸体缸盖精加工生产线,预计实现新增年产值 5 亿元以上

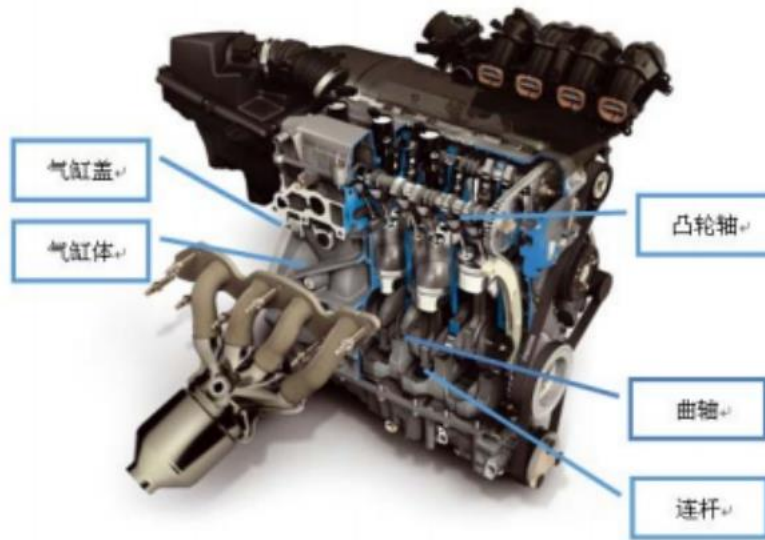
数据来源：公司公告，东北证券

3. 商用车行业触底回暖，柴油发动机缸体缸盖传统主业复苏向上

3.1. 柴油发动机缸体缸盖市场与下游商用车市场紧密相关

缸体缸盖是柴油发动机的核心零部件。缸体为发动机最大的单独式部件，与缸盖、活塞共同构成燃烧室，支撑和保证活塞、连杆、曲轴等运动部件工作时的准确位置，缸盖主要位于发动机上部，由螺栓将缸盖固定在气缸体上，作用包括对气缸的上部进行封闭，与气缸壁、活塞顶部一起构成燃烧室。

图 16：发动机结构图



数据来源：秦安股份招股说明书，东北证券

柴油发动机缸体缸盖行业受下游商用车市场需求驱动。从产业链来看，柴油发动机缸体缸盖产业链上游主要是钢铁、有色金属、橡胶等原材料产业，下游主要是柴油发动机制造企业及整车厂。目前行业内普遍采用“订单式生产”模式，因此柴油发动机缸体缸盖行业需求与下游厂商需求密切相关。

图 17：柴油发动机缸体缸盖产业链上下游



数据来源：长源东谷招股说明书，东北证券

缸体缸盖竞争格局相对稳定。缸体、缸盖均为柴油发动机核心零部件，客户对供应商产品的可靠性、耐久性和精密度等有严格要求。在上述核心零部件批量应用于发动机生产之前，需要经过一系列测试工作，整套流程通常耗时高达两年以上且需要大量成本投入。客户更换供应商的成本大，因而通常倾向于与供应商保持长期稳定的合作关系。目前国内发动机缸体缸盖企业有长源东谷、秦安股份、瑞丰动力、正恒动力、华丰股份等企业，各家企业客户服务不同的客户，竞争格局稳定。

表 5：主要缸体缸盖生产企业及其主要客户

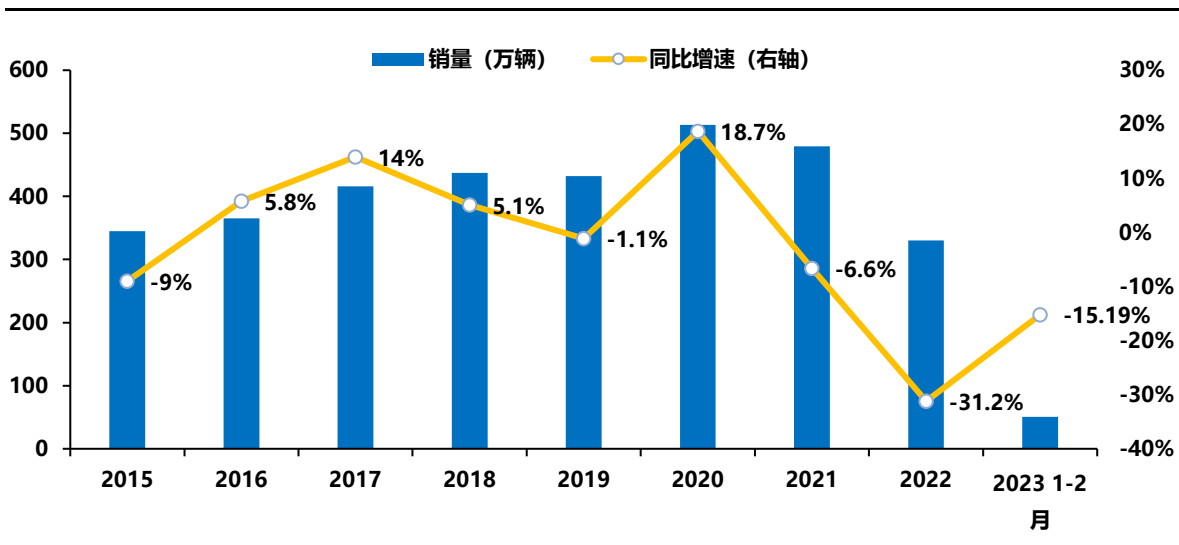
主要缸体缸盖生产企业	主要客户
长源东谷	福田康明斯、东风康明斯、东风商用车
秦安股份	长安福特、江铃汽车、长安汽车、东安发动机、上汽通用五菱、五菱柳机、长安铃木、东风裕隆、理想汽车
瑞丰动力	江铃汽车、北汽福田、江西五十铃、江淮汽车、长城汽车
正恒动力	上汽集团、吉利汽车、长安汽车、长城汽车
华丰股份	潍柴动力
东风铸造	东风康明斯
红旗缸盖	云内动力、潍柴动力

数据来源：公开资料整理，东北证券

3.2. 商用车行业：已处历史底部区间，未来有望实现逐步复苏

2023 年随疫情形势好转，市场需求释放，商用车市场有望迎来复苏。受前期环保和超载治理政策下的需求透支，疫情影响下生产生活受限等因素影响，2022 年商用车市场整体需求放缓，全年销量 330 万台，同比下滑 31.2%。2023 年 1-2 月商用车销量同比降幅收窄，其中 2023 年 2 月商用车实现销量 32.4 万辆，同比增长 29.6%。随着国内疫情防控政策放开，市场需求得到释放，我们认为商用车市场有望迎来持续复苏。

图 18： 2015-2023 年中国商用车销量及增长率

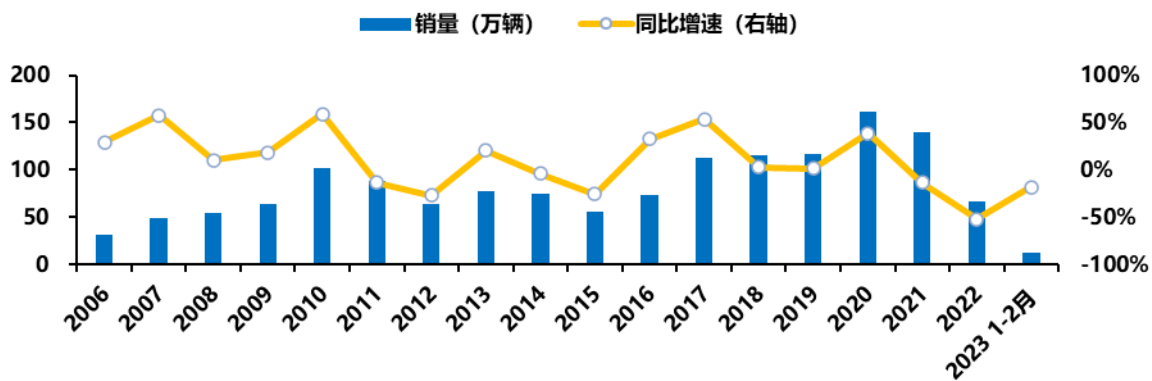


数据来源：中汽协，东北证券

3.2.1. 重卡行业：复苏拐点，需求有望回升

复盘重卡市场，当前处于行业底部。2006 年至今，中国重卡市场发展经历两轮大周期。2006-2010 年为第一轮上行周期，主要由经济增长、基建与地产驱动。2006-2010 年我国 GDP 年均增速超 15%，固定资产投资和房地产开发投资年均增速超 20%，我国重卡市场销量迎来高速增长，2010 年销量达到 102 万台。2011-2015 年为第一轮下行周期，受市场需求透支、基建减速等因素影响，重卡市场出现衰退。2015-2020 年为第二轮上行周期，我国物流需求量快速增长，公路货运量接连突破 400 亿、500 亿吨，重卡市场销量随之稳步提升，2020 年至 2021 年上半年，受国六升级影响，重卡市场需求提前透支，2020 年销量达到峰值为 162 万台。2021 年以来后，受疫情防控政策、经济下行压力以及国六标准切换等因素影响，重卡市场进入第二轮下行周期，2022 年重卡市场销量下降至 2012-2015 年第一轮下行周期水平。

图 19： 2006-2023 年我国重卡销量及同比增速



数据来源：中汽协，东北证券

进入 2023 年，我国重卡市场重新迎来复苏拐点。随着我国疫情防控政策的放开，生产经营活动恢复正常，宏观经济改善，物流货运需求恢复，重卡市场迎来复苏拐点。2023 年 2 月我国重卡销量为 7.72 万辆，环比增长 58%，同比增长 29%，实现环比、同比双增长，终结重卡市场连续 21 个月的下降趋势，释放复苏积极信号。

国四加速淘汰，置换需求助推国六重卡销量增长。近年来，一些省市陆续加快淘汰国四柴油车。随着柴油货车污染治理攻坚战的持续深入，国四货车淘汰已成为趋势。2022 年 11 月，生态环境部等 15 部门联合印发《深入打好重污染天气消除、臭氧污染防治和柴油货车污染治理攻坚战行动方案》，方案提出，到 2025 年全国柴油货车排放检测合格率超过 90%，全国柴油货车氮氧化物排放量下降 12%，新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过 40%。我们预计，随着环保政策持续加码，国四、国五将加快退出市场，置换需求推动国六重卡销量增长。

表 6：柴油货车污染治理相关政策梳理

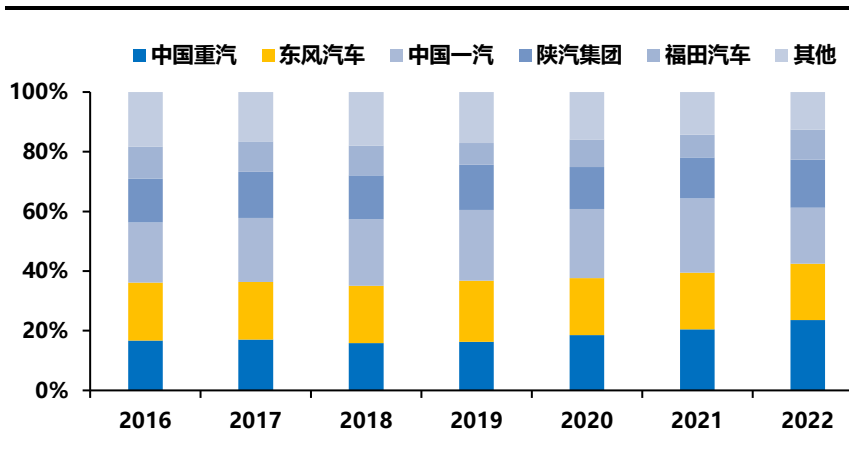
地区	文件名称	发布时间	相关内容
全国	《建材行业碳达峰实施方案》	2022.11	推动大气污染防治重点区域淘汰国四及以下厂内车辆和国二及以下的非道路移动机械。
全国	《深入打好重污染天气消除、臭氧污染防治和柴油货车污染治理攻坚战行动方案》	2022.11	全国柴油货车排放检测合格率超过 90%，全国柴油货车氮氧化物排放量下降 12%，新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过 40%。
浙江	《关于进一步搞活汽车流通扩大汽车消费的通知》	2022.09	鼓励有条件的地市开展汽车以旧换新活动。研究制定新一轮老旧营运柴油货车淘汰补助政策，引导鼓励地市提前淘汰国四及以下老旧营运柴油货车。
上海	《关于深入打好污染防治攻坚战迈向建设美丽上海新征程的实施意见》	2022.09	加快淘汰国四及以下排放标准柴油车，开展氢燃料电池汽车示范应用，推广新能源汽车及作业机械。
陕西	《陕西省蓝天保卫战 2022 年工作方案》	2022.04	持续开展国三及以下柴油车和燃气汽车（含场内车辆）淘汰工作，推动淘汰国三及以下排放标准的汽油车，关中地区积极推动国四柴油汽车和采用稀薄燃烧技术的燃气汽车淘汰更新。

数据来源：国务院，东北证券

海外需求增长较快，重卡存在出口机遇。近年来，中国重卡出口量持续增长，2022 年在重卡市场整体萎缩的背景下实现出口 17.4 万辆，同比增长 67%。中国重卡出口主要面向非洲、东南亚、南美等发展中国家，这些地区城市化发展水平相对较低，或矿产资源丰富，在基础设施建设/矿物开采方面存在较大需求，中国重卡出口存在较大潜在空间。

市场集中度较高，竞争格局基本稳定。2022 年，重卡市场 CR5 达到 87.5%，集中度较高。市场头部企业主要有福田汽车、中国重汽、东风汽车、陕汽集团、中国一汽等，其中东风汽车一直处于行业领先地位，市场份额在 20%上下浮动；福田汽车 2022 年市场份额为 10.1%，排名第五；中国重汽凭借亮眼的出口销量，份额稳步上升，2022 年市场份额排名第一。

图 20： 2016-2022 年国内重卡主要企业历年销量市占比

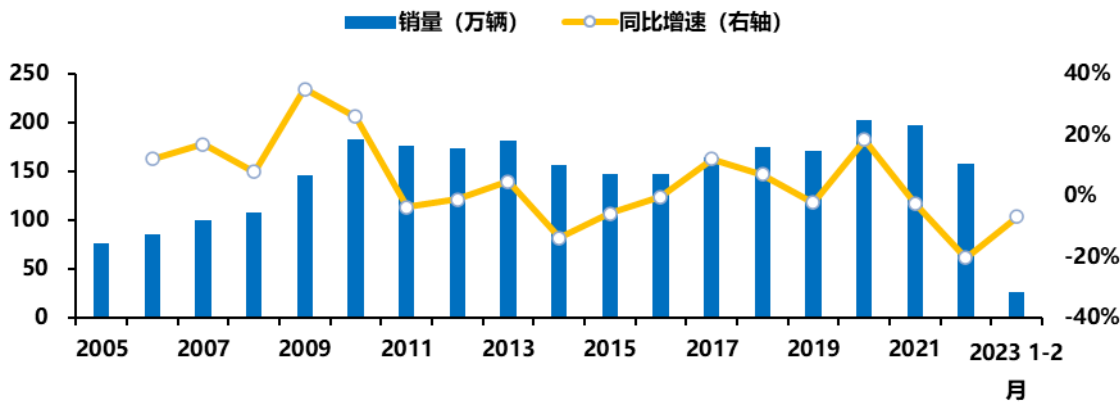


数据来源：中汽协，东北证券

3.2.2. 轻卡行业：销量同比改善，呈现恢复性增长态势

轻卡市场复盘：2005年至2010年，我国经济处于高速发展阶段，轻卡市场保持快速扩张，尤其是2009年四万亿财政刺激计划逐步落地，汽车产业振兴和调整规划出台，轻卡市场销量迎来高增，2010年轻型货车销量达到182万辆。2011-2013年轻卡销量保持相对稳定。2014年-2016年，受国四排放政策与淘汰黄标车力度不够等因素影响，轻卡销量连续三年下滑。2017年起，随着我国物流需求扩张，服务于城配运输的轻卡从中受益，销量逐年上升。2020年-2021年上半年，由于国六标准的方案导致卡车单车价格提升，轻卡迎来抢装潮，两年平均销量200万辆。2022年由于国六排放升级导致需求透支，叠加疫情管控、运输不畅、经济下行压力等多种因素，轻卡销量大幅下滑。2023年2年轻卡销售量达17万辆，销量创近十年单月同期新高，行业复苏迹象明显。展望未来，随着需求透支影响弱化、下游需求逐步恢复，轻卡行业有望迎来修复。

图 21： 2006-2022 年我国轻型货车销量及同比增速

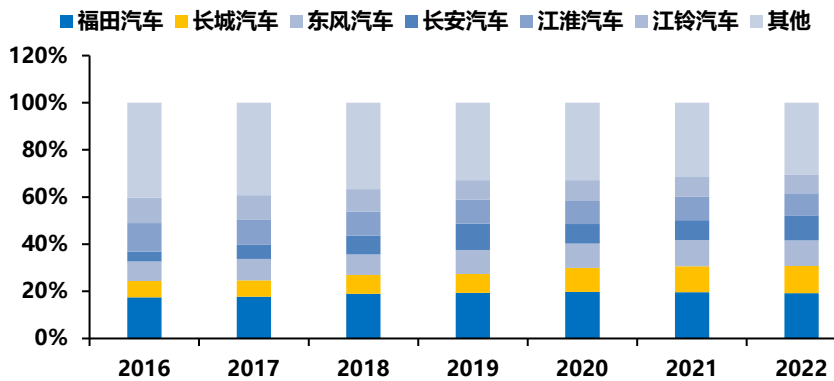


数据来源：中汽协，东北证券

蓝牌新规落地，轻卡合规化成为行业发展趋势，助推轻卡销量增长。2022年1月，工信部联合公安部联合发布《关于进一步加强轻型货车、小微型载客汽车生产和登记管理工作的通知》，提出为有效遏制轻型货车“大吨小标”、超载运输等现象，要提高轻型货车、小微型载客汽车安全技术要求，严把车辆检测关，强化监管，严格轻型货车、小微型载客汽车登记管理，对于不符合技术要求的轻型货车，自2022年3月1日起停止生产。蓝牌新规于2022年9月开始实施。2023年以来，由于疫情防控放松，多省对蓝牌轻卡新规的执行力度加大，特别是广东、浙江等省份对蓝牌轻卡超载问题严格按照蓝牌轻卡新规查处。因此，蓝牌合规是行业发展的必然趋势，非合规车辆的退出在增加更新车辆的同时释放出了部分运力，助力轻卡新车辆的增长。

行业集中度较高，CR5 超过 60%。轻卡市场头部企业主要有福田汽车、长城汽车、东风汽车、长安汽车、江淮汽车、江铃汽车等。福田汽车作为轻卡龙头企业，市场份额稳居第一，2022年为19.2%；东风汽车2022年市场份额为10.8%，排名第三。

图 22： 2016-2022 年国内轻卡主要企业历年销量市占比

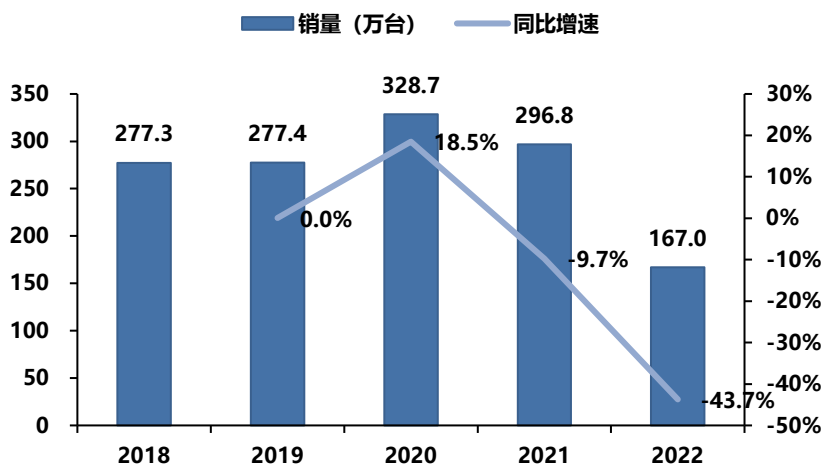


数据来源：中汽协，东北证券

3.2.3. 柴油车发动机行业：与商用车需求紧密相关

柴油车发动机市场需求主要取决于下游商用车市场景气度。2018 年-2019 年我国商用车销量放缓，柴油发动机市场销量增速几乎为 0。2020 年受益于国六升级带来的需求提前，商用车增速超 18%，柴油发动机销量同比增幅达 18.5%。2021 年以来受疫情防控、经济下行等因素影响，商用车销量和柴油发动机销量同步下滑。2023 年随商用车行业出现复苏，柴油发动机市场也将迎来恢复性增长。

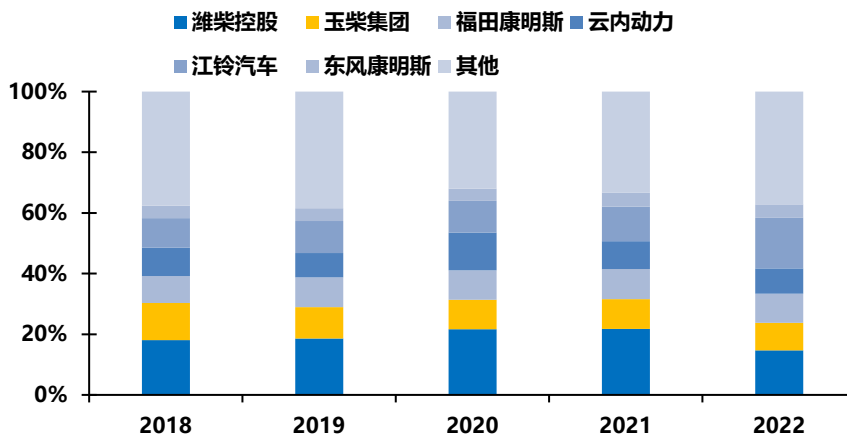
图 23： 2018-2022 年国内多缸柴油发动机销量



数据来源：中国内燃机协会，东北证券

柴油发动机竞争格局相对稳定。柴油发动机头部企业主要有潍柴、玉柴、福田康明斯、云内、江铃、东风康明斯。柴油发动机行业资金和技术门槛较高，加之客户稳定，行业壁垒明显，竞争格局相对稳定。潍柴是柴油发动机龙头企业，2018-2021 年市场份额位居第一；2018 年以来，福田康明斯市场份额在 10% 上下浮动，东风康明斯市场份额在 4.5% 上下浮动，行业地位稳定。

图 24： 2018-2022 年商用车多缸柴油发动机市场格局



数据来源：中国内燃机协会，东北证券

3.3. 公司竞争力：自主研发核心技术，深度绑定核心客户

3.3.1. 公司核心技术已成功应用于规模化生产

公司掌握核心生产技术，产品质量可靠。经过多年的技术研发与积累，公司当前掌握多套完整的核心技术体系，并已成功应用于规模化生产中。此外，公司配备有众多国际领先的装备，如德国进口的卧式加工中心等。在技术、装备等优势加持下，公司产品质量可靠，曾多次获得客户高度认可。公司 2017 年 2 月被授予东风康明斯最佳客户支付奖、2020 年 1 月被广西玉柴授予 2019 年度国六最佳合作奖等等。

表 7：公司部分核心技术

产品	核心技术	技术优点	生产阶段	技术来源
缸盖	缸盖多品种柔性化生产线	开发出了柔性自动线用的各种不同类型的数控加工模块。当柔性自动线由加工变型品种中的一种工件转向加工另一种工件时，可通过改变数控程序来实现自动换刀、自动更换多轴箱和自动改变加工行程以及自动改变工作循环、切削用量和加工位置等，以适应变型多品种加工，极大地提高了生产效率和设备利用率。在同类产品开发时也可借用此生产线，大大提高了开发速度。	批量生产	自主研发/原始取得
缸体	缸孔和曲轴孔偏置式设计	缸孔与曲轴的偏置错位布局设计，一方面降低了活塞的侧压力和摩擦力，延长缸套和活塞的使用寿命，从而降低发动机后续的维护成本；另一方面节约曲轴和活塞运动的空	批量生产	自主研发/原始取得

数据来源：招股说明书，东北证券

3.3.2. 公司业务深度绑定客户，客户资源丰富

产品专业性高，客源稳定。由于缸体、缸盖等发动机核心零部件的专业性较高，需

要零部件制造企业具有成功开发、交付的经验和大批量稳定生产配套的历史数据和业绩支撑。发动机整机生产厂商及大型整车生产厂商筛选、培育新的核心发动机零配件供应商通常需要3-5年的时间，需要对供应商进行技术及产品开发能力、产品质量控制体系、成本控制能力与及时供货能力等多方面进行考察。公司在发动机零部件领域拥有多年的生产经验，并且在行业内具有较高的知名度。公司已经与福田康明斯、东风康明斯、东风商用车、上汽菲亚特等大型发动机整机生产厂商以及东风商用车等大型整车生产厂商建立了长期稳定的合作关系。

图 25：公司合作伙伴



数据来源：公司官网，东北证券

表 8：2019 年公司前五大客户销售情况

客户名称	销售金额	销售金额占比
北京福田康明斯发动机有限公司	北京市	64.41%
东风康明斯发动机有限公司	湖北省襄阳市	20.21%
东风商用车有限公司	湖北省十堰市	8.64%
西安康明斯发动机有限公司	中国	1.91%
上汽菲亚特红岩动力总成有限公司	中国	1.3%

数据来源：招股说明书，东北证券

公司深度绑定客户，多为独家或核心供应商，市占率逐年提升。公司主要客户为福田康明斯、东风康明斯和东风商用车等国内厂商，业务往来时间均超过10年，合作关系稳固且多为客户独家或核心供应商。据招股说明书数据，2019年，公司向福田康明斯供应的缸盖、缸体、连杆等产品，分别占其同类产品采购数据量的100%、100%和67%，向东风康明斯供应的缸盖、缸体、连杆等产品，分别占其同类产品采购数据量的100%、34%和65%，向东风商用车供应的缸盖、缸体等产品，均占其同类产品采购数据量的100%。公司缸体市占率由2018年12.8%增长到2021年的20.3%，缸盖市占率由2018年的17%增长到2021年的22.1%，逐年稳步提升。

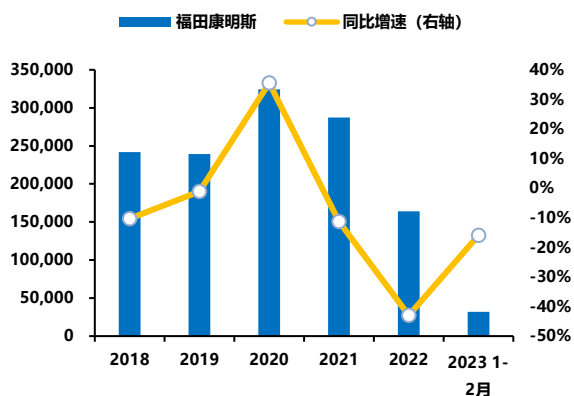
表 9：公司为主要客户的独家或核心供应商（2019 年）

客户名称	零部件名称	数量(万件)	占客户采购量比例
福田康明斯	缸体	28.5	100%
	缸盖	28.0	100%
	连杆	71.2	67%
东风康明斯	缸体	4.6	34%
	缸盖	14.9	100%
	连杆	70.0	65%
东风商用车	缸体	6.0	100%
	缸盖	6.8	100%

数据来源：招股说明书，东北证券

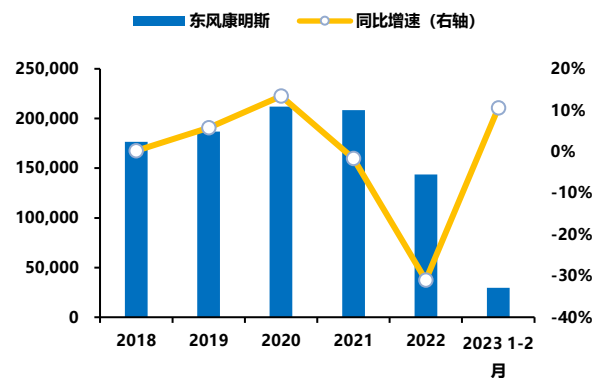
核心客户业绩表现回暖。福田康明斯、东风康明斯和东风乘用车是公司核心客户。2023 年 1-2 月，福田康明斯发动机累计销量 32044 台，同比下滑 15.95%，较 2022 年 42.98% 的降幅明显收窄；东风康明斯发动机累计销量 29613 台，同比增长 10.58%，实现正增长；东风商用车发动机累计销量 14184 台，同比下滑 31.02%，较 2022 年 51.01% 的降幅有所收窄。随着商用车市场逐步回暖，公司主要客户业绩有望实现恢复性增长。

图 26：福田康明斯发动机销量（台）及增速



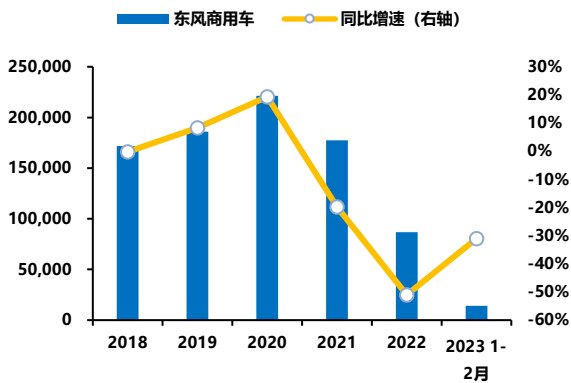
数据来源：福田康明斯产销快报，内燃机协会，东北证券

图 27：东风康明斯发动机销量（台）及增速



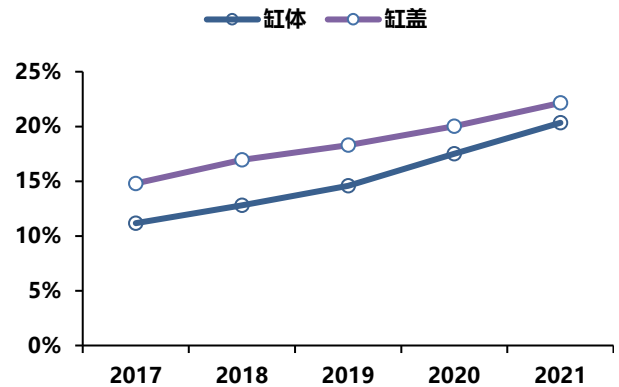
数据来源：东风康明斯产销快报，内燃机协会，东北证券

图 28：东风商用车发动机销量（台）及增速



数据来源：东风集团股份产销快报，内燃机协会，东北证券

图 29：公司缸体缸盖市占率逐年提升



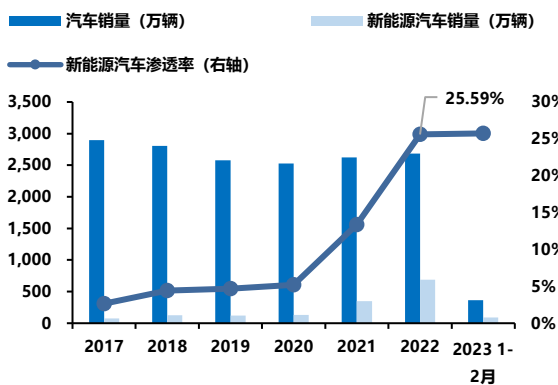
数据来源：内燃机协会，公司公告东北证券

4. 切入新能源汽车混动缸体缸盖等核心零部件领域，开启新增长极

4.1. 政策端+产品端双重驱动，混动汽车市场增长空间巨大

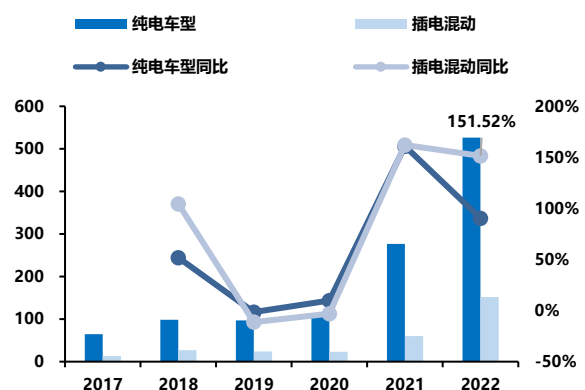
新能源汽车渗透率快速提升，插电混动车型增长态势迅猛。2022 年国内汽车市场总销量为 2684.9 万辆，其中新能源汽车销量 687.2 万辆，渗透率达到 25.59%，较 2021 年实现近翻倍增长。新能源汽车中，2022 年纯电车型销量 526.7 万辆，同比增长 90.27%；插电混动车型（含增程式）销量 151.5 万辆，同比增长 151.52%，增长态势迅猛。

图 30：新能源汽车渗透率快速提升



数据来源：中汽协，东北证券

图 31：纯电车型和插电混动车型销量变化（万辆）



数据来源：中汽协，东北证券

新版双积分政策明确支持混动车型。我国从 2018 年开始实施新能源汽车双积分政策，其中“乘用车企业平均燃料消耗量积分”对车企销售车型油耗做出要求，“新能源汽车积分”对车企生产/进口新能源车比例进行要求。2020 年 6 月双积分政策修改，从“新能源汽车积分”来看，纯电车型积分减半，插混车型积分由 2 分变为 1.6 分，两者差距缩小，并新增对油电混合车型的积分优惠，侧面印证政府对发展混动

汽车的支持态度。

新能源汽车优惠政策红利期仍在延续。新能源汽车长期以来具备国家补贴、免购置税、新能源绿牌等政策优势，消费者在购买和使用新能源汽车时享受优惠政策。原定于 2022 年末退出市场的新能源汽车购置税减免延期至 2023 年末。此外，除上海明确规定从 2023 年开始不再发放插电混动车辆的绿牌外，全国其他城市的新能源车型基本上都可以获得新能源车牌照。

表 10：购置税优惠政策

年份	传统燃油车	油电混动车	插电混动车	纯电动车
2018	10%	10%	0%	0%
2019	10%	10%	0%	0%
2020	10%	10%	0%	0%
2021	10%	10%	0%	0%
2022	2022H2 期间售价<30 万、排量<2.0L 的乘用车，购置税征收 5%。	2022H2 期间售价<30 万、排量<2.0L 的乘用车，购置税征收 5%。	0%	0%
2023	10%	10%	0%	0%

数据来源：财政部，工信部，东北证券

混动汽车兼具节能环保、加速平顺、行驶距离长等特点，使用体验较好。混合动力汽车的工作原理是通过“削峰填谷”的方式来实现，其实现方案非常多样化，旨在使发动机始终处于高效工作区间。在启动和低速运行时，发动机效率低下，因此系统会利用电池来驱动电动机；而在加速或爬坡时，路况需要的功率超过了发动机最佳功率，此时发动机和电动机会一起工作；而在正常运行时，发动机最佳功率大于等于路况需求，剩余能量则会通过发电机产生电能并储存到电池中；而在减速或制动时，能量可以被回收并储存到电池中。**相较于纯电车型，混动车型兼具纯电与燃油车两套动力系统，在对续航需求不高的场景时可采用纯电续航，在对续航需求较高的场景中可依靠传统燃油来行驶，满足消费者全场景用车需求，解决了新能源纯电车型续航焦虑及补能焦虑。**

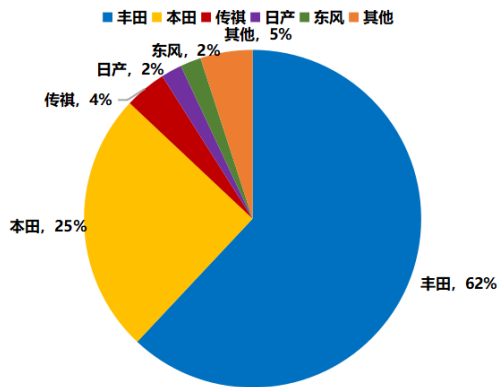
表 11：不同混动汽车原理及车型

分类	原理	代表汽车
油电混合 (HEV)	属于混合动力汽车，不属于新能源汽车。燃料（汽油、柴油）和电能的混合，是用电动马达作为发动机的辅助动力驱动汽车。	丰田卡罗拉、本田 CRVS、雷克萨斯 ES 等
插电混合 (PHEV)	介于纯电动汽车与燃油汽车两者之间的一种新能源汽车，既有传统汽车的部件，也有纯电动汽车的电路系统，且电池容量比较大。插电式混动在车辆电池电量不足情况下可直接通过发动机通过动力。	比亚迪秦、沃尔沃 S60、宝马 5 系等
增程式 (REEV)	在纯电动汽车基础上，增加一个内燃机给动力电池充电或直接驱动电机增加续航里程，从而克服纯电动汽车行驶里程短的电动汽车。发动机只起到给动力电池充电，不直接提供动力。	华为问界 M7、雪佛兰沃蓝达等

数据来源：有驾，东北证券

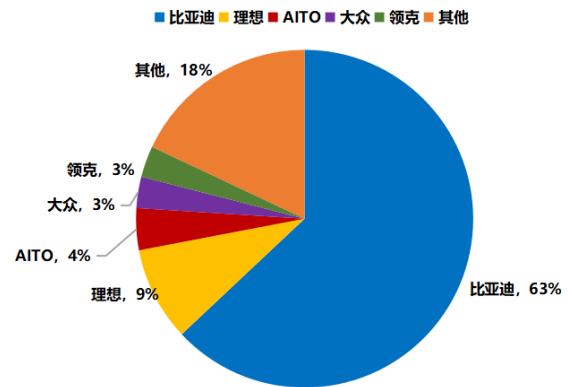
从混动竞争格局来看，日系汽车品牌主导油电混动市场，自主品牌主导插电混动市场。在油电混动市场中，丰田和本田凭借技术积累和先发优势，销量合计占据 87% 的市场份额。在插电混动市场中，比亚迪占据市场的领先地位，市场份额超过了 60%，理想汽车排名第二，市场份额为 9%。2022 年比亚迪在插电混动车型销量排名中占据前五名，排名前十的车型中占据 6 席。

图 32：2022 年国内油电混动分品牌占比



数据来源：乘联会，东北证券

图 33：2022 年国内插电混动分品牌占比



数据来源：乘联会，东北证券

表 12：2022 年插电混动车型销量排名

车型	销量 (台)
比亚迪 宋 PLUS DM-i	388048
比亚迪 秦 PLUS DM-i	188522
比亚迪汉 DM	128524
比亚迪唐 DM	125368
比亚迪 驱逐舰 05	61949
吉利 帝豪 L 雷神 HI·P	22980
奔驰 E 级 PHEV	21928
比亚迪 宋 Pro DM-i	20323
宝马 5 系 PHEV	17126
领克 09 PHEV	14200

数据来源：Maigoo，东北证券

自主车企混动技术平台均已基本成型，优质产品供给有望进一步催生需求增长。目前，各自主车企均已实现混动技术的初步积累，比亚迪已完成 4 轮迭代，推出 DM-i、DM-p 双平台战略；长城基于柠檬 DHT 系统推出 HEV 以及 PHEV 车型；长安拥有 P2 及增程式架构；广汽 GMC 混动技术实现三轮迭代；吉利 GHS 技术已完成两轮迭代。各自主厂商基于自身技术不断推出原有车型的混动版本及全新车型。优质产品供给有望催生需求增长。

4.2. 新拓新能源汽车核心零部件业务，绑定新能源核心大客户

新拓新能源混动缸体缸盖业务和新能源汽车“连接器”壳体业务，有望贡献较大业绩增量。2022年11月，公司收到国内某知名新能源汽车客户的开发定点通知书，该客户选择长源东谷作为其零件供应商，进入其混动车型的发动机缸体、缸盖开发和供应流程。2023年3月，公司再次受到同一家新能源汽车客户的开发定点通知书，选择长源东谷作为其“连接器壳体”供应商。自此，公司布局新能源汽车零部件领域取得重要阶段性成果，业务从新能源混动车型发动机零部件领域，拓展到了新能源汽车核心零部件（三电系统）领域，新拓的新能源汽车核心零部件业务有望为公司提供新增长动力。

新能源混动缸体缸盖产能建设稳步推行中，已开始为公司带来新签订单。2022年9月，公司与老河口市人民政府签订投资协议，投资3亿元在老河口新建新能源混动车缸体压铸及缸体缸盖精加工项目。2022年9月，长源东谷向伊之密订购8台伊之密DM3500HII、2台伊之密LEAP7000T超大型压铸机，用于生产新能源混动车缸体及压铸一体化生产。根据公司公告，老河口项目投产后将具备年产新能源车缸体、缸盖60万台能力，可实现年产值10亿元以上。其中该项目一期30万套预计在2023年5月1日前建成投产，二期30万套预计在2024年1月31日前建成投产。根据投资者互动问答，当前长源东谷新能源混动车型缸体、缸盖项目开发顺利，产能处于快速爬坡阶段，产品客户订单饱满。

5. 投资建议

公司作为缸体缸盖领域核心企业，绑定核心大客户，从传统柴油发动机领域切入新能源混动领域，打开成长天花板。当下充分受益于商用车行业复苏向上和新能源领域开拓的双重催化，有望迎来新一轮发展机遇。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为9.51/18.14/24.32亿元，归母净利润分别为1.00/2.51/3.67亿元，同比-59.86%/150.78%/46.17%，对应PE分别为46.39/18.50/12.65X，首次覆盖给予买入评级。

具体到各项业务：

1) **柴油发动机缸体、缸盖及连杆**：预计伴随稳增长政策刺激、疫情影响减弱、物流恢复等利好因素加持下，公司传统主业将受益于商用车需求复苏开启新一轮向上周期。预计缸体业务2022-2024年营业收入增速分别为-37%/20%/25%，毛利率分别为18.5%/28.0%/30.0%；预计缸盖业务2022-2024年营业收入增速分别为-44%/22%/25%，毛利率分别为33.0%/40.0%/43.0%；预计连杆业务2022-2024年营业收入增速分别为-43%/21%/25%，毛利率分别为13.0%/16.0%/16.0%。

2) **新能源汽车混动业务**：2022年下半年，公司成功绑定核心大客户切入新能源混动缸体缸盖领域，产能目前有序扩张中。结合产能扩展进度，预计该项业务2023/2024年收入分别为66800、100000万元，毛利率分别为22.5%/22.5%。

图 34：收入拆分

收入拆分	2020	2021	2022E	2023E	2024E
缸体					
收入（万元）	94,282	84,158	52,599	63,000	78,750
同比	58%	-11%	-37%	20%	25%
成本	64,815	61,968	42,869	45,360	55,125
毛利	29,467	22,190	9,731	17,640	23,625
毛利率(%)	31.3%	26.4%	18.5%	28.0%	30.0%
缸盖					
收入（万元）	48,890	48,784	27,548	33,516	41,895
同比	40%	0%	-44%	22%	25%
成本	26,243	29,593	18,457	20,110	23,880
毛利	22,647	19,191	9,091	13,406	18,015
毛利率(%)	46.3%	39.3%	33.0%	40.0%	43.0%
连杆					
收入（万元）	14,759	15,465	8,757	10,599	13,243
同比	19%	5%	-43%	21%	25%
占总收入比	8.80%	9.78%	9.21%	5.84%	5.45%
成本	12,375	13,130	7,619	8,903	11,124
毛利	2,384	2,335	1,138	1,696	2,119
毛利率(%)	16.2%	15.1%	13.0%	16.0%	16.0%
其他产品					
收入（万元）	5,035	4,430	3,200	3,840	4,800
同比	-11%	-12%	-28%	20%	25%
成本	4,410	3,791	2,764	3,322	4,135
毛利	625	640	436	518	665
毛利率(%)	12.4%	14.4%	13.6%	13.5%	13.9%
其他业务					
收入（万元）	4,832	5,317	3,000	3,600	4,500
同比	76%	10%	-44%	20%	25%
成本	4,095	3,986	2,400	2,880	3,600
毛利	737	1,331	600	720	900
毛利率(%)	15.3%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%
新能源混动					
收入（万元）	-	-	-	66,800	100,000
同比	-	-	-	-	50%
成本	-	-	-	51,800	77,500
毛利	-	-	-	15,000	22,500
毛利率(%)	-	-	-	22.5%	22.5%

数据来源：Wind，东北证券

6. 风险提示

产能扩张不及预期，下游需求下滑，业绩和估值判断不达预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	614	329	322	417
交易性金融资产	52	20	20	20
应收款项	341	322	489	529
存货	308	351	422	455
其他流动资产	384	351	488	465
流动资产合计	1,699	1,372	1,740	1,886
可供出售金融资产				
长期投资净额	57	37	37	37
固定资产	1,589	1,736	1,923	2,118
无形资产	123	120	117	114
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	1,992	2,135	2,308	2,489
资产总计	3,691	3,507	4,048	4,374
短期借款	0	0	0	0
应付款项	496	348	703	766
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	102	102	102	102
流动负债合计	723	537	953	1,058
长期借款	400	400	400	400
其他长期负债	301	301	301	301
长期负债合计	701	701	701	701
负债合计	1,424	1,238	1,654	1,758
归属于母公司股东权益合计	2,253	2,254	2,375	2,592
少数股东权益	14	16	19	24
负债和股东权益总计	3,691	3,507	4,048	4,374

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,582	951	1,814	2,432
营业成本	1,125	741	1,324	1,754
营业税金及附加	12	6	12	17
资产减值损失	0	-5	-5	-4
销售费用	29	7	18	29
管理费用	84	65	100	131
财务费用	-7	-3	4	4
公允价值变动净收益	-6	-2	0	0
投资净收益	13	11	14	23
营业利润	279	119	300	438
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	280	120	300	438
所得税	28	18	45	66
净利润	252	102	255	372
归属于母公司净利润	249	100	251	367
少数股东损益	3	1	4	5

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	252	102	255	372
资产减值准备	-8	3	3	2
折旧及摊销	191	253	292	334
公允价值变动损失	6	2	0	0
财务费用	20	12	12	12
投资损失	-13	-11	-14	-23
运营资本变动	208	-174	44	56
其他	-25	0	0	0
经营活动净现金流量	631	186	591	753
投资活动净现金流量	-385	-358	-455	-497
融资活动净现金流量	-200	-112	-142	-162
企业自由现金流	-9	-221	110	224

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	1.08	0.43	1.08	1.59
每股净资产 (元)	9.73	9.73	10.26	11.19
每股经营性现金流量 (元)	2.73	0.80	2.55	3.25
成长性指标				
营业收入增长率	-5.7%	-39.9%	90.7%	34.1%
净利润增长率	-20.7%	-59.9%	150.8%	46.2%
盈利能力指标				
毛利率	28.9%	22.1%	27.0%	27.9%
净利率	15.8%	10.5%	13.8%	15.1%
运营效率指标				
应收账款周转天数	101.23	125.00	80.00	75.00
存货周转天数	86.68	160.00	105.00	90.00
偿债能力指标				
资产负债率	38.6%	35.3%	40.9%	40.2%
流动比率	2.35	2.56	1.83	1.78
速动比率	1.84	1.82	1.33	1.29
费用率指标				
销售费用率	1.8%	0.7%	1.0%	1.2%
管理费用率	5.3%	6.8%	5.5%	5.4%
财务费用率	-0.4%	-0.4%	0.2%	0.2%
分红指标				
股息收益率	2.2%	2.2%	2.8%	3.2%
估值指标				
P/E (倍)	16.11	46.39	18.50	12.65
P/B (倍)	1.79	2.06	1.96	1.79
P/S (倍)	2.55	4.88	2.56	1.91
净资产收益率	11.7%	4.4%	10.6%	14.2%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王风华：东北证券绝对收益首席分析师、国防军工行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 25 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项，深入调研过 500+上市公司。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn