

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

有望成为汽车轻量化全面解决方案商

股票数据

02月03日收盘价(元)	31.20
52周股价波动(元)	10.88-36.63
总股本/流通A股(百万股)	184/114
总市值/流通市值(百万元)	5728/3571

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	22.8	29.5	12.6
相对涨幅(%)	16.3	22.5	-1.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘一鸣

Tel: (021) 23154145

Email: lym15114@haitong.com

证书: S0850522120003

分析师: 房乔华

Tel: 021-23219807

Email: fqh12888@haitong.com

证书: S0850522030001

投资要点:

- 瑞鹤汽车模具股份有限公司主营业务为汽车智能制造装备、轻量化零部件的开发、设计、制造和销售。**公司主要产品有冲压模具、检具、焊装自动化生产线和智能机器人,以及轻量化零部件(铝合金精密压铸、一体式铸件等)等。公司为国内少数能够同时为客户提供完整的汽车白车身制造技术、智能装备及轻量化零部件的一站式解决方案的企业之一。
- 瑞鹤模具主要产品为非标产品,具有很强的定制化特征。**截止2022年三季度,公司在手订单充足。根据公司2022年中报,截止2022年6月,公司在手订单为29.52亿元,从订单承接到产品最终交付一般要14-24个月。**公司产能利用较为饱和,未来一段时期内,公司业务收入可预期性较强。**
- 公司客户基础广泛。**根据公司2022年中报,公司客户包括保时捷、奥迪和捷豹路虎等全球主流豪华品牌、大众、本田和日产等全球主流品牌,以及上汽集团等国产自主一线品牌。**同时,公司深耕新能源汽车领域,客户群体包括北美某全球知名新能源品牌和国内蔚来、理想和小鹏等知名厂商,在行业内建立了较高的品牌知名度。**
- 2022年公司向轻量化零部件领域进军。**根据公司2022年中报,公司参与新设并控股芜湖瑞鹤汽车轻量化技术有限公司,持股45%。目前新业务、新建项目整体进展顺利,其中“新能源汽车轻量化零部件项目”已完成产品样件开发及试制试装,预计2022年下半年完成项目首期工程建设和生产准备,2022年内实现项目部分竣工并批产供货。
- 公司将受益于华为与奇瑞合作。**根据2022年12月27日互动易,华为智选扩容与奇瑞合作,将增加公司的业务机会和持续发展空间。奇瑞科技是公司第二大股东,截止2022年三季度持股14.71%,也参股了公司控股的芜湖瑞鹤汽车轻量化技术有限公司(持股35%)。同时,公司也有华为汽车的配套经验。
- 盈利预测与投资建议:**我们预计瑞鹤模具2022/23/24年营收分别为13.4/20.0/27.7亿元,归母净利润分别为1.48/2.33/3.42亿元,对应EPS分别为0.81/1.27/1.86元,对应2023年2月3日收盘价,分别为38.7/24.6/16.8倍PE。参考可比公司,我们认为公司2023年合理PE为28-32倍,对应合理价值区间为35.58-40.66元。首次覆盖,给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**乘用车消费不及预期,原材料价格大幅上涨。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	950	1045	1339	2000	2766
(+/-)YoY(%)	-9.8%	10.0%	28.2%	49.4%	38.3%
净利润(百万元)	103	115	148	233	342
(+/-)YoY(%)	-23.9%	11.5%	28.3%	57.8%	46.6%
全面摊薄EPS(元)	0.56	0.63	0.81	1.27	1.86
毛利率(%)	25.8%	23.9%	24.1%	24.3%	24.2%
净资产收益率(%)	9.6%	10.0%	11.7%	15.5%	18.5%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测假设:

营收: 公司主要分部有: 模具及检具、焊装自动化生产线以及汽车零部件。其中前两者为公司目前在手订单对应的业务; 后者为汽车零部件增量业务, 预计 2023 年投产。考虑到公司目前在手订单充裕 (截止 2022 年中报, 在手订单 29.52 亿, 约为截止 2022 年中报 TTM 营收 10.37 亿的 2.8 倍) 以及下游行业的趋势, 我们预计公司 2022/23/24 年模具及检具营收的增速为 38%/49%/25%, 焊装自动化生产线营收的增速为 15%/10%/10%。汽车零部件业务的营收将随着公司新增产能的投产而提升, 预计 2023/24 年营收为 2/6 亿元。

毛利率: 模具及检具业务, 由于公司业务体量预计增长较快, 我们认为规模效应有望抵消行业竞争带来的利润率下滑, 该业务毛利率有望保持稳定, 预计 2022/23/24 年分别为 29%/29%/28%。焊装自动化生产线业务, 我们认为下游整车生产相关工艺相对较为成熟, 毛利率可能略微下滑, 预计 2022/23/24 年分别为 14%/13.5%/13%。汽车零部件业务, 参考可比公司, 我们预计公司产品利润率在经历爬坡之后有望稳步上行, 预计 2023/24 年为 20%/24%。

表 1 公司分业务盈利预测 (百万元)

营收	2021	2022E	2023E	2024E
模具及检具	605	835	1,247	1,558
汽车零部件			200	600
焊装自动化生产线	427	491	541	595
其他业务	13	13	13	13
合计	1045	1339	2000	2766
营业成本	2021	2022E	2023E	2024E
模具及检具	440	593	885	1,122
汽车零部件			160	456
焊装自动化生产线	355	423	468	517
其他业务	1	1	1	1
合计	795	1017	1514	2097
毛利	2021	2022E	2023E	2024E
模具及检具	165	242	362	436
汽车零部件			40	144
焊装自动化生产线	73	69	73	77
其他业务	12	11	11	11
合计	249	322	486	669
毛利率	2021	2022E	2023E	2024E
模具及检具	27.2%	29.0%	29.0%	28.0%
汽车零部件			20.0%	24.0%
焊装自动化生产线	17.1%	14.0%	13.5%	13.0%
其他业务	94.0%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	23.9%	24.1%	24.3%	24.2%

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值比较

可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
威唐工业	18.00	0.97	0.39	0.64	1.34	19	46	28	13
爱柯迪	25.12	0.38	0.68	0.89	1.16	66	37	28	22
平均						42	42	28	18

资料来源: Wind 一致性预测 (收盘价日期为 2023 年 2 月 3 日), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1045	1339	2000	2766
每股收益	0.63	0.81	1.27	1.86	营业成本	795	1017	1514	2097
每股净资产	6.30	6.91	8.18	10.04	毛利率%	23.9%	24.1%	24.3%	24.2%
每股经营现金流	0.60	0.30	6.29	-0.65	营业税金及附加	10	13	20	28
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	34	39	52	65
P/E	49.71	38.7	24.6	16.8	营业费用率%	3.3%	2.9%	2.6%	2.4%
P/B	4.95	4.52	3.81	3.11	管理费用	53	62	84	109
P/S	5.48	4.28	2.86	2.07	管理费用率%	5.1%	4.6%	4.2%	4.0%
EV/EBITDA	20.57	28.41	17.08	12.79	EBIT	88	147	206	303
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	-10	-6	-27
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-1.0%
毛利率	23.9%	24.1%	24.3%	24.2%	资产减值损失	-26	0	0	0
净利润率	11.0%	11.0%	11.7%	12.4%	投资收益	44	54	60	69
净资产收益率	10.0%	11.7%	15.5%	18.5%	营业利润	125	170	272	398
资产回报率	4.0%	4.3%	4.7%	5.4%	营业外收支	8	0	0	0
投资回报率	6.4%	9.3%	11.1%	13.5%	利润总额	134	170	272	398
盈利增长 (%)					EBITDA	134	192	258	361
营业收入增长率	10.0%	28.2%	49.4%	38.3%	所得税	10	20	33	48
EBIT 增长率	-11.5%	67.1%	40.2%	46.9%	有效所得税率%	7.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	11.5%	28.3%	57.8%	46.6%	少数股东损益	9	1	6	9
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	115	148	233	342
资产负债率	57.9%	61.4%	68.1%	69.5%					
流动比率	1.38	1.27	1.20	1.21	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.60	0.47	0.69	0.53	货币资金	527	340	1383	1171
现金比率	0.32	0.16	0.42	0.27	应收账款及应收票据	285	421	634	825
经营效率指标					存货	1063	1479	1465	2612
应收账款周转天数	110.33	80.00	80.00	80.00	其它流动资产	369	385	507	646
存货周转天数	430.30	450.00	350.00	350.00	流动资产合计	2244	2626	3989	5254
总资产周转率	0.38	0.42	0.48	0.49	长期股权投资	163	217	243	277
固定资产周转率	4.13	3.80	4.98	6.01	固定资产	332	372	432	489
					在建工程	5	77	104	107
					无形资产	40	43	46	49
					非流动资产合计	652	824	943	1046
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	2895	3450	4932	6300
净利润	115	148	233	342	短期借款	10	10	10	10
少数股东损益	9	1	6	9	应付票据及应付账款	706	876	1563	1931
非现金支出	77	45	52	58	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-47	-13	-59	-68	其它流动负债	915	1187	1742	2392
营运资金变动	-44	-127	922	-460	流动负债合计	1631	2073	3315	4333
经营活动现金流	110	55	1154	-119	长期借款	0	0	0	0
资产	-161	-203	-145	-127	其它长期负债	45	45	45	45
投资	33	-54	-26	-34	非流动负债合计	45	45	45	45
其他	21	54	60	69	负债总计	1676	2117	3360	4378
投资活动现金流	-106	-204	-111	-93	实收资本	184	184	184	184
债权募资	-9	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1157	1268	1502	1844
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	62	64	70	78
其他	-59	-37	-1	-1	负债和所有者权益合计	2895	3450	4932	6300
融资活动现金流	-67	-37	-1	-1					
现金净流量	-65	-186	1042	-212					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 03 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘一鸣 汽车行业
房乔华 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中鼎股份,潍柴动力,保隆科技,奥福环保,比亚迪

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。