

# 携手蔚来 一体压铸引领行业

## 文灿股份(603348)系列点评二十五

### 事件概述

公司发布公告：公司与蔚来汽车以共同发展和长期合作为目标，于2023年3月26日签署《战略合作框架协议》。

### 分析判断：

#### ▶ 与蔚来战略合作 携手推进一体压铸+全球化

公司与蔚来汽车签署的框架协议主要包括：

- 1、双方在供应链近地化、低碳化、数字透明化以及全球化四大维度进行深度合作，实现在蔚来合肥工厂周边的供应支持，开展在低碳材料利用及供应链降碳的实质性落地，建立透明、开放、公允的数字化供应链协同，同时在全球范围内进行业务合作支持双方的全球业务健康发展。
  - 2、在车身一体化压铸结构件轻量化研发、新材料应用等方面深入合作，针对产品的合理优化，双方建立并利用快速通道支持，并协同帮助实现。在一体化电池盒，三电部分产品和汽车底盘等产品进行全方位的合作探讨。
  - 3、在2025年之前实现近地化供应，双方共同安排产能扩充计划，包括但不限于投资新的生产线和/或建设新生产基地，以保证蔚来项目的顺利生产和交付。
  - 4、在低碳/绿铝材料方面，双方共同设定目标与举措，并切实落地低碳供应链的建设，打造行业标杆。
  - 5、在低数字透明化方面，2025年前实现文灿六安工厂数字化系统的打通。后期根据透明度需求进一步打通质量、工艺等功能。
  - 6、全球化方面，依托文灿全球布局，针对蔚来全球业务给予全方位支持，并对蔚来全球研发及产品验证提供全面支持。
  - 7、鉴于对文灿的产品实力认可，蔚来将积极向其合作的其他优质合作伙伴推广文灿铸造业务，为蔚来其他优秀合作伙伴提供优质服务。双方后续将进一步探讨其他业务领域的合作，包括但不限于资本层面合作等。
  - 8、在品牌推广方面，双方就蔚来品牌推广、公务购车、员工购车进行深度合作。
  - 9、各方建立高层沟通协调机制，不定期开展高层互访、信息交流、探讨合作重大事宜。
  - 10、本协议有效期为五年，双方协商一致后可续签本协议。
- 我们认为公司与蔚来建立战略合作，重点推进一体化压铸和全球化布局等，有望实现 win-win，驱动公司加速成长。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	50.9
股票代码：	603348
52周最高价/最低价：	99.0/28.48
总市值(亿)	134.13
自由流通市值(亿)	132.93
自由流通股数(百万)	261.17



#### 分析师：崔琪

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006  
联系电话：

#### 分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522120001  
联系电话：

#### 相关研究

- 1.【华西汽车】文灿股份(603348)系列点评二十四：再购大吨位设备 一体压铸引领行业 2023.03.17
- 2.【华西汽车】文灿股份(603348)系列点评二十三：一体压铸再获定点 持续引领行业 2023.03.13
- 3.【华西汽车】文灿股份(603348)系列点评二十三：预计负债影响利润 一体压铸引领行业 2023.01.19

### ► **定增助力扩产 彰显充沛订单**

根据公司 2022 年 10 月 26 日公告，公司拟非公开发行股票募资不超过 35 亿元（含），扣除相关发行费用后拟用于以下项目：

- 1) 安徽新能源汽车零部件智能制造项目（10 亿元）：公司拟在安徽六安建厂，主要是为了实现公司的战略布局，以更好地服务蔚来、比亚迪等客户，扩大规模效应，提升核心竞争力；
- 2) 重庆新能源汽车零部件智能制造项目（10 亿元）：公司拟在重庆建厂，主要生产中高端新能源汽车之轻量化一体车身结构件、动力系统零部件等关键产品，我们判断公司在手订单充沛，扩产主要为了就近配套，更好地服务赛力斯等重庆地区客户。
- 3) 佛山新能源汽车零部件智能制造项目（8 亿元）：佛山是公司总部所在地，主要辐射珠三角汽车产业集群，现有压铸设备以 1000T 以下的小型压铸机为主，无法满足日益增长的订单需求，亟需扩产。

公司此前已向力劲采购合计 6 台大吨位压铸机（2 台 6000T+2 台 9000T+2 台 7000T），若加上近期的采购（4 台 6000T+3 台 9000T+1 台 7000T），则将合计拥有 14 台大吨位压铸机（6 台 6000T+5 台 9000T+3 台 7000T），根据设备的前置投资，我们判断公司一体化压铸在手订单充沛，目前已获得多家新势力定点。我们认为公司在一体化压铸的布局先发优势明显，除了设备、材料以及定点情况引领行业之外，国内外工厂布局的完善也将是未来竞争力的重要保障，以满足就近配套的需求，安徽和重庆作为新能源汽车产业链重要集群，未来增量可期。

我们判断多数主机厂不会采取特斯拉的自制模式，主因自行生产所需投资较大，包括投建厂房、购置机器、招募人员等，而订单来源的受限将导致规模效应不如作为第三方配套供应商的零部件企业。而对比潜在的同行业竞争者，我们认为公司前瞻布局的不仅仅是设备，还有材料工艺研发的多年沉淀及丰富的过程管理经验（表现为高良率），有望一体化大趋势下崛起成为轻量化龙头。

### ► **积极拥抱新势力 未来轻量化龙头**

**积极拥抱新势力，驱动业绩高成长。**公司是蔚来车身结构件核心供应商，配套全系车型，我们预估单车配套价值 3000 元以上。2022H1，公司获某客户汽车电池盒项目定点、某新能源汽车客户两款副车架项目定点和华为汽车包括电机壳在内的十个产品定点。此外，公司亦配套特斯拉、比亚迪、小鹏、理想等头部新能源车企，有望驱动业绩高成长。

**收购百炼，进军全球。**2019 年公司以约 1.4 亿欧元收购法国百炼集团 61.96% 的股权，并将以每股 38.18 欧元的价格对剩余股权发起强制要约收购。公司与百炼集团在生产工艺、产品线与客户等具有协同效应，借助百炼集团在欧洲、亚洲和北美的本地研发能力之后，全球化布局有望加速，有利于公司获取更多海外订单。

## 投资建议

公司是一体化压铸先行者，有望于电动智能变革中崛起成为轻量化龙头。考虑到公司积极拥抱头部新能源车企，收购百炼加速全球化，在手订单的逐步量产将驱动业绩高成长，考虑到预计负债的计提及能源价格上涨等因素，维持盈利预测：预计公司 22-24 年 营收为 52.3/69.4/88.9 亿元，归母净利为 2.6/6.0/8.4 亿元，对应 EPS 为 0.98/2.28/3.16 元，对应 2023 年 3 月 24 日 50.9 元/股收盘价，PE 分别为 52/22/16 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格上涨；主要客户销量不及预期；新项目、新客户拓展不及预期；百炼集团整合效果不及预期等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,603	4,112	5,230	6,945	8,886
YoY (%)	69.2%	58.0%	27.2%	32.8%	27.9%
归母净利润(百万元)	84	97	258	601	833
YoY (%)	18.0%	15.9%	165.0%	133.5%	38.5%
毛利率 (%)	23.6%	18.5%	18.4%	20.4%	20.5%
每股收益 (元)	0.32	0.37	0.98	2.28	3.16
ROE	3.2%	3.6%	6.2%	10.1%	10.4%
市盈率	160.06	138.04	52.09	22.31	16.11

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,112	5,230	6,945	8,886	净利润	97	258	601	833
YoY (%)	58.0%	27.2%	32.8%	27.9%	折旧和摊销	438	1,643	292	292
营业成本	3,351	4,268	5,532	7,069	营运资金变动	-207	-107	-187	-193
营业税金及附加	33	41	55	70	经营活动现金流	415	1,974	884	1,110
销售费用	52	60	69	89	资本开支	-472	-4,775	-666	-667
管理费用	286	298	368	462	投资	0	0	0	0
财务费用	81	89	115	110	投资活动现金流	-484	-4,775	-666	-667
研发费用	120	153	153	178	股权募资	12	3	0	0
资产减值损失	-86	0	0	0	债务募资	1,211	3,082	4	-107
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-28	2,963	-168	-278
营业利润	113	350	691	957	现金净流量	-124	161	50	165
营业外收支	-7	-54	0	0					
利润总额	106	296	691	957	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	9	38	90	124	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	97	258	601	833	营业收入增长率	58.0%	27.2%	32.8%	27.9%
归属于母公司净利润	97	258	601	833	净利润增长率	15.9%	165.0%	133.5%	38.5%
YoY (%)	15.9%	165.0%	133.5%	38.5%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.37	0.98	2.28	3.16	毛利率	18.5%	18.4%	20.4%	20.5%
					净利率	2.4%	4.9%	8.7%	9.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	1.6%	2.4%	4.6%	5.3%
货币资金	589	750	800	965	净资产收益率 ROE	3.6%	6.2%	10.1%	10.4%
预付款项	17	21	27	34	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	514	729	913	1,180	流动比率	1.20	0.60	0.67	0.78
其他流动资产	1,189	1,564	1,985	2,513	速动比率	<b>0.93</b>	<b>0.45</b>	<b>0.50</b>	<b>0.58</b>
流动资产合计	2,308	3,064	3,724	4,693	现金比率	0.31	0.15	0.14	0.16
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	54.2%	62.1%	54.8%	49.0%
固定资产	2,025	2,907	4,326	5,789	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	316	343	348	353	总资产周转率	0.69	0.48	0.53	0.56
非流动资产合计	3,624	7,858	9,431	11,050	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,932	10,922	13,155	15,742	每股收益	0.37	0.98	2.28	3.16
短期借款	489	3,192	3,196	3,089	每股净资产	10.31	15.71	22.56	30.46
应付账款及票据	882	1,177	1,502	1,930	每股经营现金流	1.58	7.49	3.36	4.21
其他流动负债	550	741	839	1,022	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,921	5,110	5,538	6,041	<b>估值分析</b>				
长期借款	991	1,371	1,371	1,371	PE	138.04	52.09	22.31	16.11
其他长期负债	302	302	302	302	PB	5.66	3.24	2.26	1.67
非流动负债合计	1,293	1,673	1,673	1,673					
负债合计	3,214	6,783	7,210	7,714					
股本	262	265	265	265					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,718	4,139	5,945	8,028					
负债和股东权益合计	5,932	10,922	13,155	15,742					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。