

# 嵘泰股份 (605133)

## 墨西哥出海先驱，客户+产品矩阵不断拓展 买入 (首次)

2023年05月21日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 谭行悦

执业证书: S0600121070041

tanxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,545	2,250	3,057	4,064
同比	33%	46%	36%	33%
归属母公司净利润 (百万元)	134	213	300	411
同比	33%	59%	41%	37%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.72	1.15	1.62	2.21
P/E (现价&最新股本摊薄)	41.06	25.76	18.26	13.35

关键词: #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- 深耕铝合金压铸领域，稳定合作全球头部 Tier1。** 嵘泰股份成立于 2000 年，主要产品为汽车转向、传动、制动等铝合金精密铸件。2011 年公司与博世合作电动转向壳体，完成大众 EPS 首个国产化项目，逐渐与博世、采埃孚、蒂森克虏伯等全球知名汽车 Tier1 建立了持续稳定的合作关系，博世销售占比始终在 35% 以上。2021 年公司核心产品转向器壳体零部件中国乘用车市场市占率 21.46%。公司通过 IPO 和可转债积极扩充各地工厂产能，达产后新增营收接近 14 亿，打开长期成长空间。2022 年实现营收 15.45 亿，同比增长 32.87%。
- 顺应轻量化大势，产品+客户矩阵不断拓展。** 2021 年上市以来公司加大新能源汽车零部件领域开拓力度，先后取得国内领先新能源车企 DMI 插电混动平台 E-CVT 变速箱箱体、E3.0 纯电平台电机壳体和端盖、长城柠檬 DHT 混动电机端盖等定点，现有 350T 至 4500T 压铸机 100 多台。除通过原先 Tier1 客户进行配套外，公司新能源三电系统产品直接供应国内头部新能源车企，实现从 Tier 2 到 Tier 1 的突破，相关产品于 2022 年-2023 年陆续量产。2022 年公司新客户开发获得重大突破，成为全球头部新能源主机厂电动皮卡关键铸件的供应商，同年 6 月公司向力劲采购第一批 3 套 9000T 超大型压铸单元，开始布局一体化压铸。
- 墨西哥产能前瞻布局，海外经营经验丰富。** 2016 年公司在墨西哥瓜纳华托州设立子公司莱昂嵘泰并于 2017 年投产，2022 年实现营收 2.76 亿元，同比增长 57.3%，且已实现盈利。《美墨加协定》生效后，政策助力+汽车产业基础成熟等优势使得墨西哥在北美汽车制造业地位进一步提升。我们认为具备以下特点的零部件企业有望在墨西哥率先取得突破：1) 所涉业务面向新能源/智能化方向；2) 在墨西哥有一定的经营管理经验，熟悉当地的营商环境和文化氛围，现有业务在墨西哥具备一定的盈利能力；3) 客户结构向新能源客户转型，进入全球头部新能源主机厂供应链。公司是国内少有的满足以上三点的汽车零部件企业，有望凭借莱昂嵘泰先发优势在我国零部件企业墨西哥开拓大潮中率先取得突破。
- 盈利预测与投资评级：** 顺应产业发展趋势叠加海外拓展优势，IPO+可转债扩充的产能释放后公司具备良好长期发展潜力。我们预测公司 2023-2025 年营收为 22.50/30.57/40.64 亿元，同比分别为+46%/+36%/+33%，归母净利润为 2.13/3.00/4.11 亿元，同比分别为+59%/+41%/+37%，对应 EPS 分别为 1.15/1.62/2.21 元，对应 PE 分别为 26/18/13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：** 中美贸易战超出预期，铝合金价格上涨超出预期，乘用车价格战超出预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.57
一年最低/最高价	18.30/44.60
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	1,875.35
总市值(百万元)	5,505.75

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.79
资产负债率(% ,LF)	48.47
总股本(百万股)	186.19
流通 A 股(百万股)	63.42

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 深耕铝合金压铸领域，顺应产业趋势积极扩张</b> .....	<b>5</b>
1.1. 稳定合作全球头部 Tier1，开辟新能源领域新产品 .....	5
1.2. 股权结构集中稳定，核心成员职能明晰 .....	5
1.3. 转向系统壳体龙头，客户+产品结构持续优化 .....	6
1.4. 新能源业务推动营收高增长，盈利能力有望触底回升 .....	8
<b>2. 新能源轻量化需求驱动，铝合金市场空间广阔</b> .....	<b>12</b>
2.1. 新能源电动化趋势下，铝合金用量持续提升 .....	12
2.2. 铝合金轻量化大势推动，汽车零部件产品矩阵不断丰富 .....	13
<b>3. 政策驱动+产业趋势，墨西哥成为汽车产业新增长点</b> .....	<b>15</b>
3.1. 贸易政策优势驱动，墨西哥建厂成为优选 .....	15
3.2. 汽车制造业基础成熟，生产更具成本优势 .....	16
3.3. 出海战略推动，国内零部件企业加速墨西哥布局 .....	18
<b>4. 顺应产业趋势+海外积极布局，开拓第二成长曲线</b> .....	<b>19</b>
4.1. 深耕汽车轻量化领域，产品矩阵不断拓展 .....	19
4.2. 北美市场战略前瞻布局，受益新能源产业趋势 .....	21
4.3. 轻量化压铸企业出海先驱，具备长期海外经营经验 .....	21
<b>5. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>23</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司组织架构.....	6
图 4: 公司营业收入业务结构 (%) .....	7
图 5: 公司主要业务营收及增速情况 (亿元, %) .....	7
图 6: 公司转向器壳体销量及国内市占率 (万套, %) .....	7
图 7: 公司前五大客户销售额及占比.....	8
图 8: 公司主要客户份额变化.....	8
图 9: 公司营业收入及增速情况 (亿元, %) .....	9
图 10: 公司归母净利润及增速情况 (亿元, %) .....	9
图 11: 公司营业成本拆分.....	9
图 12: 2020 年至 2022Q1 铝价迅速上涨 (美元/吨) .....	9
图 13: 公司各类零部件产品毛利率情况.....	10
图 14: 2018-2023Q1 年公司期间费用率 .....	10
图 15: 2017-2021 年公司产能利用率情况 .....	10
图 16: 公司固定资产及在建工程不断提升 (亿元) .....	10
图 17: 全球铝半成品分行业消费量 (百万吨) .....	12
图 18: 中国铝半成品分行业消费量 (百万吨) .....	12
图 19: 全球铝合金汽车零部件市场地域占比 (2022 年) .....	13
图 20: 全球铝合金压铸市场空间测算/亿美元 .....	13
图 21: 燃油车零部件铝合金分布.....	13
图 22: 电动汽车零部件铝合金分布.....	13
图 23: 国内铝合金市场空间测算/亿元 .....	14
图 24: 铝合金各部分零部件空间测算/亿元 .....	14
图 25: 车用铝合金高压压铸过程.....	15
图 26: 车用铝合金加工工艺占比.....	15
图 27: 墨西哥乘用车产量&增速 .....	16
图 28: 墨西哥汽车零部件行业产值&增速 .....	16
图 29: 墨西哥汽车出口量及出口美国比例.....	17
图 30: 美国零部件主要进口国及墨西哥进口值 (亿美元) .....	17
图 31: 北美乘用车品牌产能布局.....	18
图 32: 国内零部件企业在墨西哥的生产基地布局.....	18
图 33: 中国零部件企业分类比例 (截至 2023.3) .....	18
图 34: 墨西哥零部件企业分类比例 (截至 2023.3) .....	18
图 35: 中美新能源汽车渗透率对比.....	19
图 36: 特斯拉墨西哥超级工厂.....	19
图 37: 全球 EPS 市场规模测算.....	20
图 38: 博世华域转向产品产量 (万件) .....	20
图 39: 力准机械业绩承诺 (万元) .....	21
图 40: 力准机械营收利润情况 (亿元) .....	21
图 41: 莱昂嵘泰营收及归母净利润情况 (亿元) .....	21
图 42: 莱昂嵘泰逐渐承接公司海外业务 (亿元) .....	21

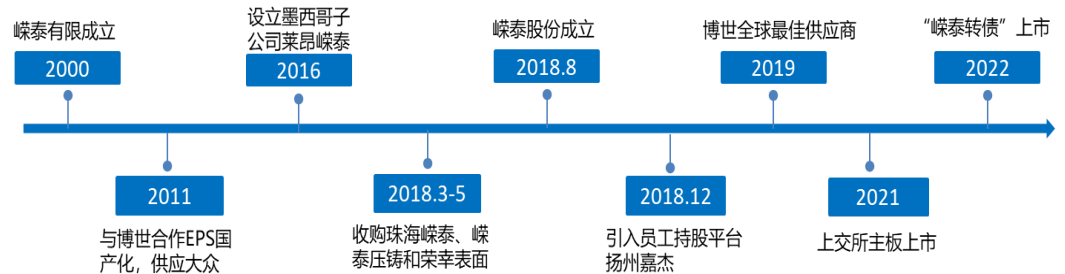
图 43: 可比公司业绩估值比较 (亿元, 倍, 截至 2022.12.31)	23
图 44: 可比公司杜邦分析 (倍, %, 截至 2022.12.31)	23
<b>表 1: 激励对象名单及授予情况</b>	6
表 2: 公司主要产品及对应客户情况	8
表 3: 公司募投项目对应客户订单情况	11
表 4: 公司六大工厂情况梳理	12
表 5: 电动汽车分结构铝合金单车用量及渗透率 (kg, %)	14
表 6: 《美墨加协定》与《北美自由贸易协定》汽车原产地规则对比	15
表 7: 《通胀削减法案》对电动汽车的补贴 (美元)	16
表 8: 中国/美国/墨西哥三国土地&能源成本对比	17
表 9: 公司新能源三电业务直接对接主机厂情况	20
表 10: 可比公司墨西哥布局情况	22
表 11: 嵘泰股份营收拆分	23
表 12: 可比公司估值 (截至 2023 年 5 月 21 日)	24

## 1. 深耕铝合金压铸领域，顺应产业趋势积极扩张

### 1.1. 稳定合作全球头部 Tier1，开辟新能源领域新产品

深耕转向系统铝合金压铸，顺应产业趋势拓展新能源产品。嵘泰股份成立于 2000 年，总部位于江苏扬州。2011 年与博世合作电动转向壳体，完成大众 EPS 首个国产化项目，逐渐与博世、采埃孚、蒂森克努伯等全球知名汽车 Tier1 建立了持续稳定的合作关系。2018 年设立股份公司并于 2021 年 2 月在上交所主板上市，公司核心产品铝合金压铸转向器壳体零部件 2021 年中国乘用车市场市占率达到 21.46%。2021 年公司迅速切入新能源三电市场，2022 年采购 9000T 超大型压铸单元进军一体化压铸赛道。2022 年公司新能源产品开始放量，成为公司业务新的支撑。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

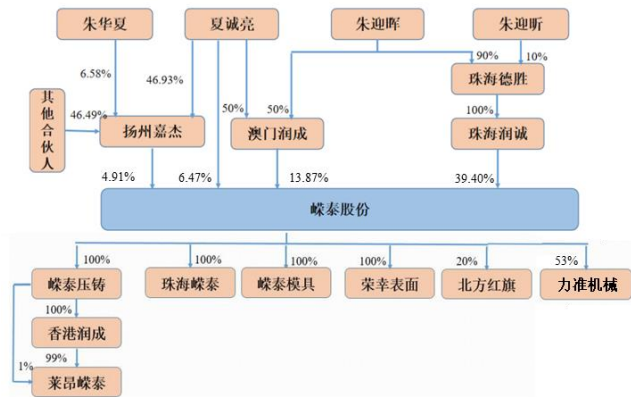
### 1.2. 股权结构集中稳定，核心成员职能明晰

股权结构稳定，可转债转股短期稀释股权。截至 2023 年 5 月 11 日，公司的控股股东为珠海润诚，珠海润诚持有公司总股本的 39.40%。公司实际控制人为夏诚亮、朱迎晖夫妇及其子朱华夏，扬州嘉杰为员工持股平台，持有公司 4.91% 股份。公司控股股东、实际控制人及其一致行动人持股 64.65%。因“嵘泰转债”提前赎回，最后转股日为 2023 年 5 月 9 日，公司大股东股权短期有所稀释。

核心成员长期任职，内部职能明晰。夏诚亮先生由 2004 年担任公司董事长，多数高管长期于公司任职，2021 年 10 月公司总经理由董事长夏诚亮变更为其子朱华夏。公司下设证券、项目、销售、物流、压铸等 15 个部门，分工明确，除证券部与审计部外，由总经理进行管理。

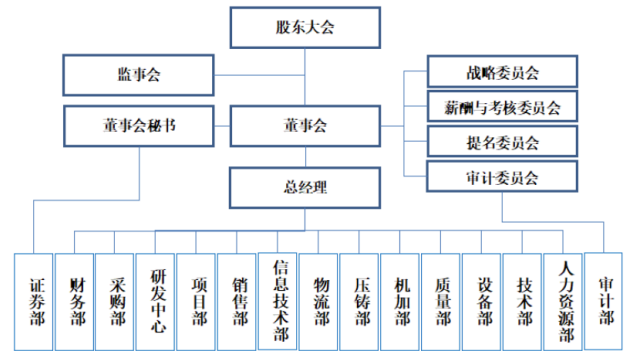


图2: 公司股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 公司组织架构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**实施股权激励计划, 绑定核心员工利益。**2022年5月23日, 公司实施股权激励计划, 以10.62元(不低于市价50%)的价格向93名中层管理人员和核心业务技术人员授予限制性股票226.80万股, 占公告时公司股份总额16000万股的1.42%, 占本次授予权益总额的78.7%。

表1: 激励对象名单及授予情况

职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占公告日公司股本总额的比例
中层管理人员、核心业务(技术)人员(93人)	226.80	78.70%	1.42%
预留部分	61.40	21.30%	0.38%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

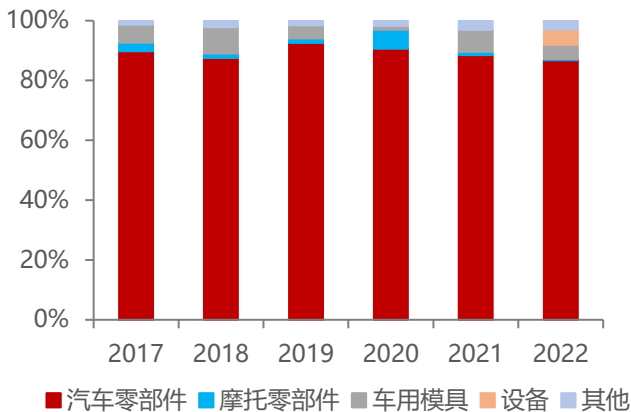
**设立业绩考核目标, 彰显长期增长信心。**本次股权激励将在授予完成后的四年内分批解除, 解除限售比例分别为30%/30%/20%/20%。公司以营业收入增长率及扣非后净利润增长率设立了公司层面的业绩考核, 以2021年为基期, 2022年至2025年公司营业收入不低于15.12/18.14/20.12/23.26亿元, 或扣非后净利润(剔除股权激励的股份支付费用)不低于1.09/1.37/1.56/1.87亿元。同时公司也设立了个人层面的考核以确定激励对象个人是否达到解除限售的条件。考虑到设置公司层面股权激励目标会避免激进, 公司的股权激励目标向市场传递了长期增长信心。2022年公司实现营收15.45亿, 顺利完成股权激励第一期考核目标。

### 1.3. 转向系统壳体龙头, 客户+产品结构持续优化

**深耕汽车铝合金精密压铸件, 客户+产品结构持续优化。**公司业务涵盖汽车零部件、摩托车零部件及车用模具, 其中汽车零部件2022年之前主要为汽车转向系统、传动系统、制动系统等铝合金精密压铸件, 2017年以来占比始终维持在85%及以上, 主营业务稳定。2021年公司切入新能源三电领域, 获得国内某领先新能源车企、长城、小鹏等车企定点。2022年配套国内领先新能源车企DMI插电混动平台及E3.0纯电平台和小鹏

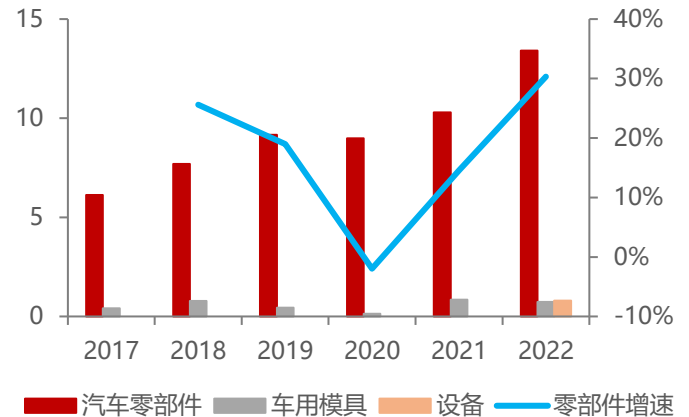
P7 等系列产品已量产，新能源业务开始放量。

图4: 公司营业收入业务结构 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

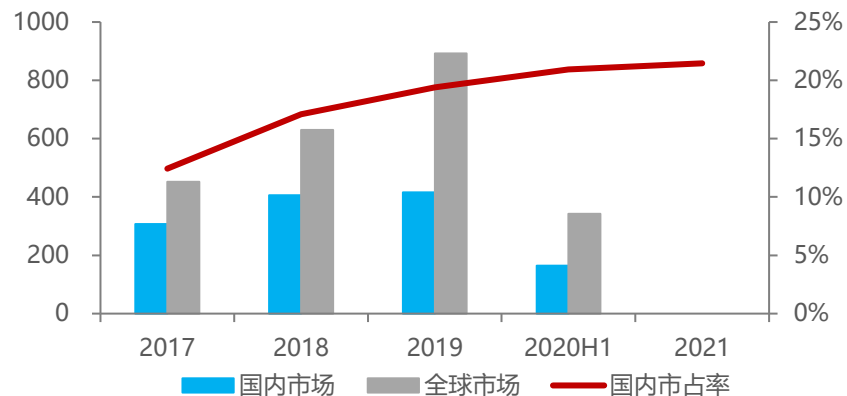
图5: 公司主要业务营收及增速情况 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**转向壳体领域龙头, 市场占有率不断提升。**公司在转向系统零部件产品, 尤其是电动转向长壳体细分产品领域具有较强的竞争优势。2017 年至 2020H1, 转向系统零部件占营收比例分别为 61.2%/64.1%/66.9%/61.9%, 是公司最主要的收入来源, 近几年来公司转向器壳体零部件在中国乘用车市场的市占率不断提升, 2021 年中国市场市占率达 21.46%。

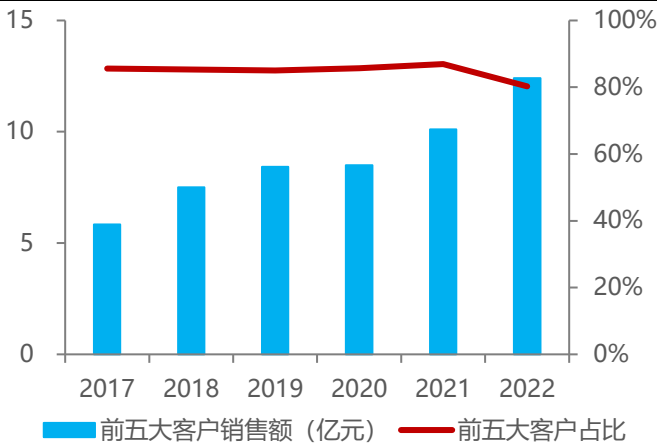
图6: 公司转向器壳体销量及国内市占率 (万套, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

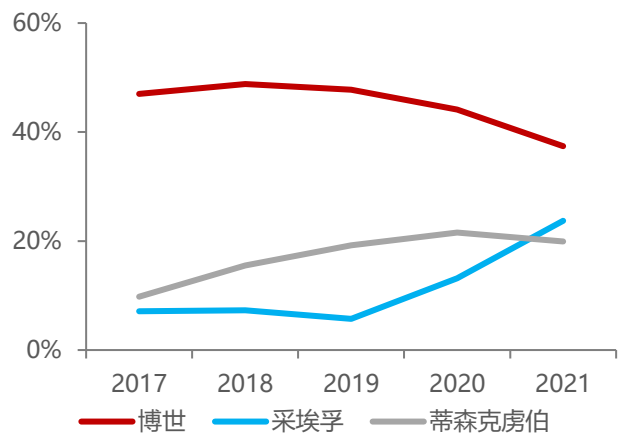
**前五大客户占比稳定, 客户矩阵不断拓展。**博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特、捷太格特系转向系统领域领先的一级零部件供应商, 除捷太格特外, 公司已与其中四家建立了稳定的合作关系。博世始终为公司第一大客户, 占据 1/3 以上的销售额, 2021 年公司荣获博世“全球最佳供应商”。公司发展过程中, 以博世为主的 Tier 1 是最重要的核心客户, 前五大客户占比始终维持在 80% 以上。

图7: 公司前五大客户销售额及占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 公司主要客户份额变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**借助客户资源优势, 业务拓展至新能源领域。**公司借助 Tier1 客户的资源, 将对应业务延伸到新能源汽车领域。除通过原先 Tier1 客户进行配套外, 公司新能源三电系统产品直接供应国内头部新能源车企, 实现从 Tier2 到 Tier1 的突破。2022 年公司新客户开发获得重大突破, 成为全球头部新能源主机厂电动皮卡关键铸件的供应商。随着主机厂客户的持续拓展, 公司客户矩阵进一步丰富。

表2: 公司主要产品及对应客户情况

产品类别	代表产品	主要客户	对应终端客户	产品图例
转向系统	转向长壳体、转向管柱	博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特	大众、奔驰、宝马、上汽、通用等	
传动系统	分动箱、变速箱零部件	博格华纳、采埃孚、爱塞威	广汽、一汽解放、吉利、大众	
制动系统	制动泵阀、制动空气压缩单元阀体	威伯科	一汽解放、奥迪、大众、沃尔沃	
其他类	发动机、底盘等零部件	捷成唯科、博格华纳、尼得科盖普美、麦格纳、蒂森克虏伯	福特、吉利、大众、沃尔沃、长城、威马	
新能源三电系统	电机壳体、电机端盖	国内领先新能源车企、长城、小鹏	/	/

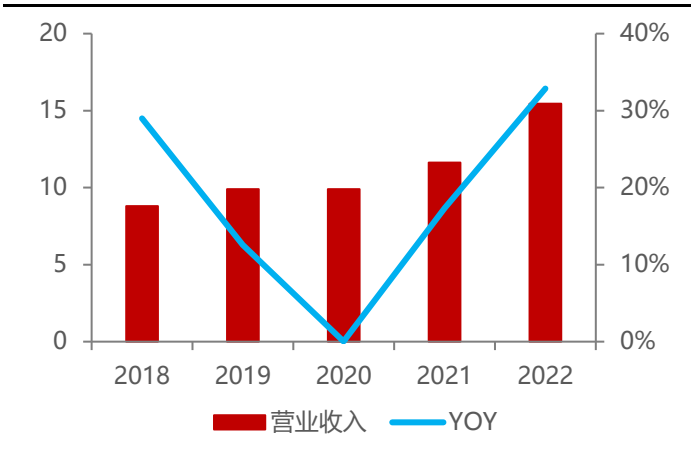
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 1.4. 新能源业务推动营收高增长, 盈利能力有望触底回升

**大客户+新能源业务放量, 推动公司营收持续增长。**2017 年以来公司营收处于上涨通道。2017-2021 年公司的营收增长主要得益于博世、蒂森克虏伯以及采埃孚三大客户的的增长, 2021 年采埃孚超过蒂森克虏伯成为公司第二大客户。2022 年得益于新能源业务顺利开拓, 公司实现营收 15.45 亿, 同比增长 32.9%。

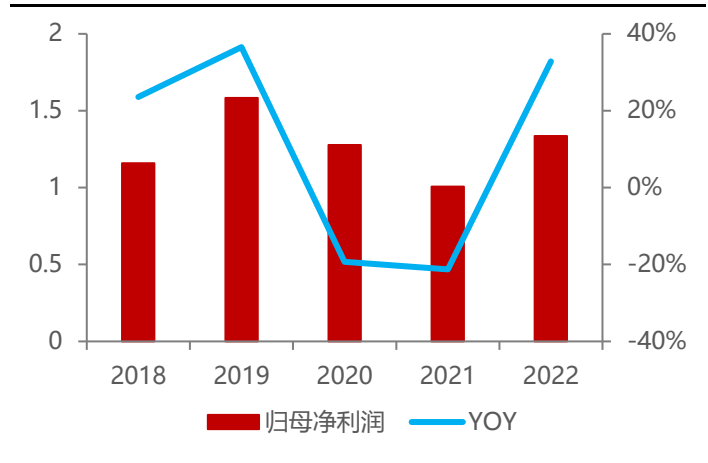


图9: 公司营业收入及增速情况 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

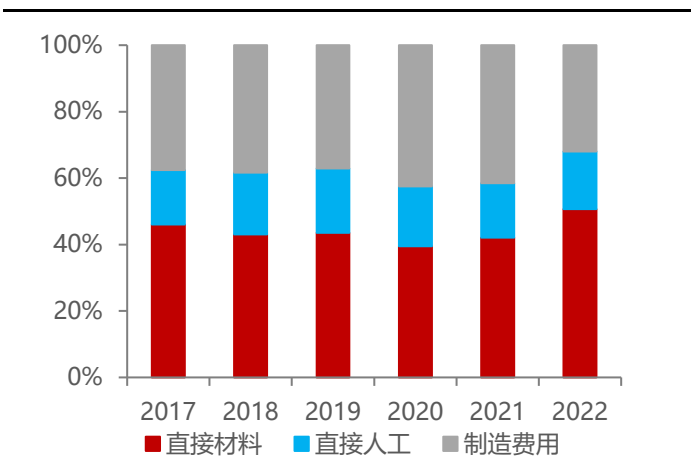
图10: 公司归母净利润及增速情况 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

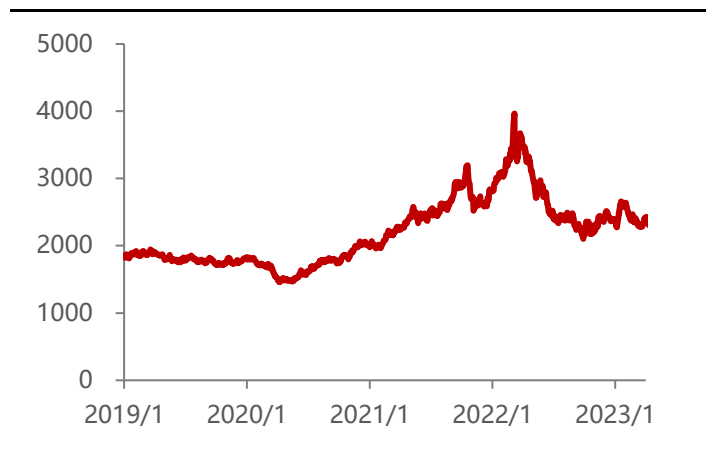
**大宗材料+疫情影响+产能爬坡, 多重因素导致盈利能力下降。**2020H1 公司生产成本中直接材料占比 42.22%, 主要原材料为铝合金锭, 占公司成本的 36.19%。铝价上升 10%, 公司铝合金压铸件成本上升接近 3.6%。2020 年至 2022 年 Q1 受铝价上行、疫情及墨西哥子公司产能爬坡影响, 公司盈利能力有所下滑。随着下游需求回升、铝价回落及前期募投项目产能释放, 2022 年公司实现归母净利润 1.34 亿元, 同比增长 32.8%, 三年内首次实现正增长。

图11: 公司营业成本拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

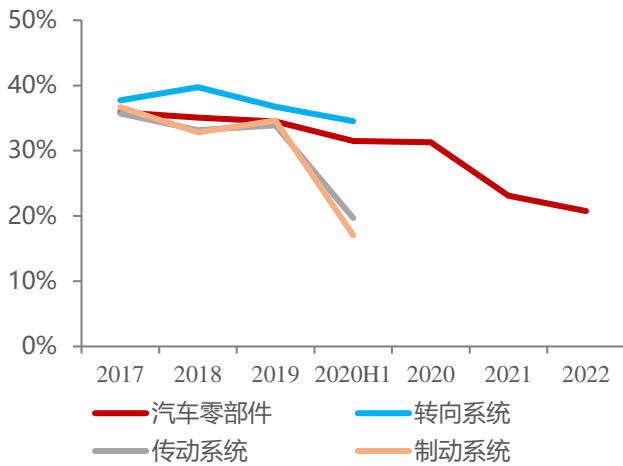
图12: 2020 年至 2022Q1 铝价迅速上涨 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

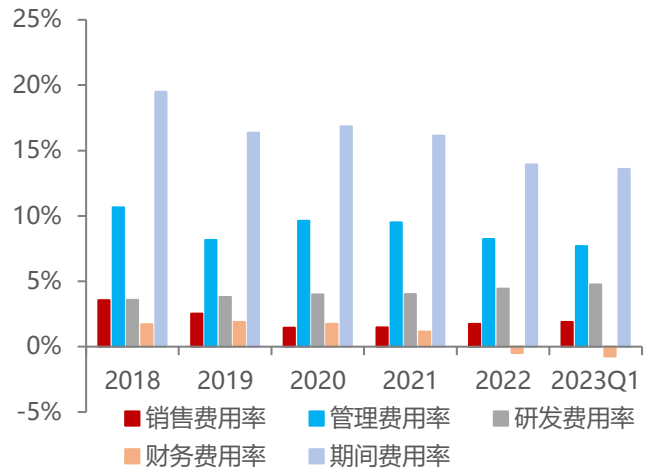
**大宗价格回落+产品结构优化, 盈利能力有望触底回升。**2021 年以来公司毛利率下滑明显。2021 年主要由于铝价迅速上涨, 公司生产成本增长明显。2022 年公司毛利率下滑主要由于新能源产品首次量产产品结构调整, 此外公司上市以来两次扩产大量的资本投入加上墨西哥子公司莱昂崙泰产能爬坡也导致毛利率承压。随着上游原材料价格的回落及后续募投项目投产后的规模效应, 公司整体盈利能力有望好转。

图13: 公司各类零部件产品毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2018-2023Q1 年公司期间费用率

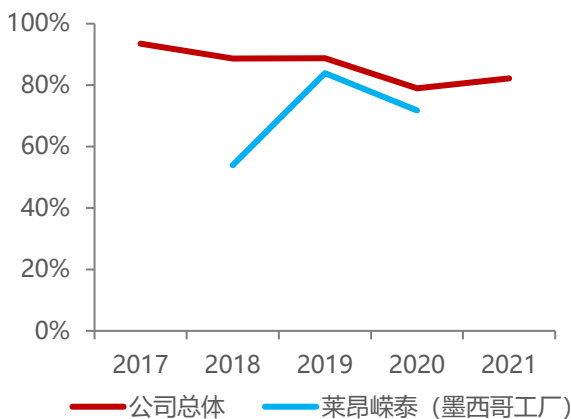


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**费用管控能力明显提升。**2018年以来公司研发费用率逐年提升,但整体费用率明显下降。2022年美元升值导致公司墨西哥美元资产汇兑收益提升,财务费用大幅下降;随着项目落地转化为销售额,公司管理费用率明显好转。2019年起公司境外销售改由客户指定承运人至供应商处提货,不再承担运费及出口费用,并且墨西哥子公司逐渐开始对主要客户美国博世大批量供货,销售成本更低,2020年新收入准则后销售商品有关的运输和出口代理费用计入营业成本,销售费用率再次明显降低。

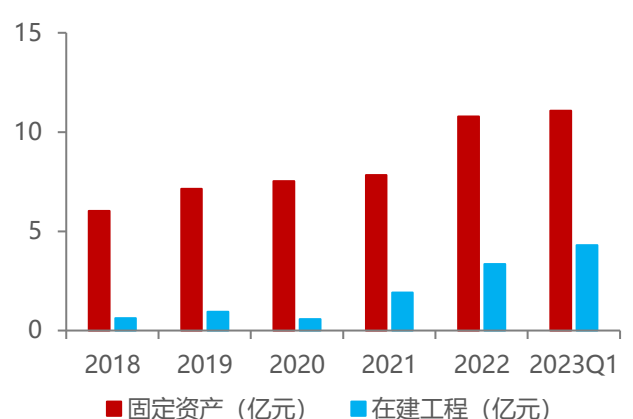
**产能利用率维持高位,需求拉动产能积极扩张。**2017年至2021年除受疫情影响,公司产能一直维持在80%以上的利用率,期间下滑也有业务转移后墨西哥莱昂工厂产能爬坡的影响。公司原有客户自身业务不断拓展,现有产品销售额不断增长。同时公司不断开拓下游客户,新能源三电业务蓬勃发展。由于需求端持续增长,上市以来公司各地产能持续扩张,在建工程不断增长。

图15: 2017-2021 公司产能利用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 公司固定资产及在建工程不断提升 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**IPO+可转债募资扩产,产能逐步落地放量。**公司积极募资扩产,IPO与可转债项目

顺利进行，突破产能瓶颈。2021 年公司 IPO 募投项目主要生产燃油车转向和传动系统压铸件，2022 年可转债募投项目主要生产新能源精密压铸件。2023 年 1 月 7 号，公司公告 IPO 募投项目基本完工，达到预定可使用状态。可转债募投项目预计 2024 年下半年投产。所有募投项目达到满产值后预计为公司年平均增加营业收入 13.7 亿，利润 2.5 亿元。

表3: 公司募投项目对应客户订单情况

募资	项目名称	直接客户	产品应用系统	终端客户	预期年收入	预期年利润	相关工厂
IPO	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	采埃孚	传动	福田、中国重汽、奔驰、江淮	2.0 亿	4048.1 万	扬州一厂
		博格华纳	新能源电控	理想、威马			
		蒂森克虏伯	发动机	福特			
		沃尔沃	新能源电控	沃尔沃			
IPO	汽车转向系统关键零件生产建设	采埃孚	转向	奥迪、宝马、吉利、沃尔沃、WEY	1.8 亿	3849.0 万	珠海
		北美博世	转向	大众、日产、通用、丰田（北美）	2.3 亿	6050.9 万	墨西哥
可转债	年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件	长城	新能源电控	/	4.7 亿	6569.5 万	扬州二厂
		国内领先新能源车企		宝马			
	墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产	采埃孚	传动	PACCAR、STELLANTIS	2.9 亿	4945.7 万	墨西哥
		万都	传动	福特			
博世		新能源电机	RIVIAN、通用				
		耐世特	转向	通用			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三地工厂分工明确，贴合公司后续发展路径。公司在扬州、珠海及墨西哥莱昂均设有工厂。扬州一厂为公司的核心工厂，生产转向、制动、传动零部件及目前的新能源三电产品。扬州二厂为可转债募投项目，主要承接公司新能源三电产品，预期后续大吨位压铸机将部署在扬州二厂。公司 IPO 募资同样扩产了作为欧洲市场出口主体的珠海工厂。墨西哥工厂现有产能无法匹配订单，公司 IPO 与可转债募投项目均涉及墨西哥工厂的产能扩张，共扩充 267 万件铝合金壳体产能，二期项目主要用于供应北美市场通用与 Rivian 大型皮卡、新能源皮卡等商用车型。

表4: 公司六大工厂情况梳理

地点	工厂名称	宗地面积	主要业务	子公司 22 年收入	子公司定位
扬州	扬州一厂	106 亩	汽车用铸件加工, 新能源三电	4.34 亿	以生产销售大型铸件产品为主
	扬州二厂	154 亩	新能源三电, 大吨位压铸		
	模具工厂		生产精密模具	0.60 亿	生产配套的模具
	表面处理工厂		表面处理	0.07 亿	提供配套服务
珠海	珠海工厂	134 亩	汽车、摩托车用铸件加工与制造	2.95 亿	发展欧洲市场业务的经营主体
墨西哥	莱昂工厂	102 亩	汽车精密压铸件的生产与销售	2.76 亿	发展北美市场业务的经营主体

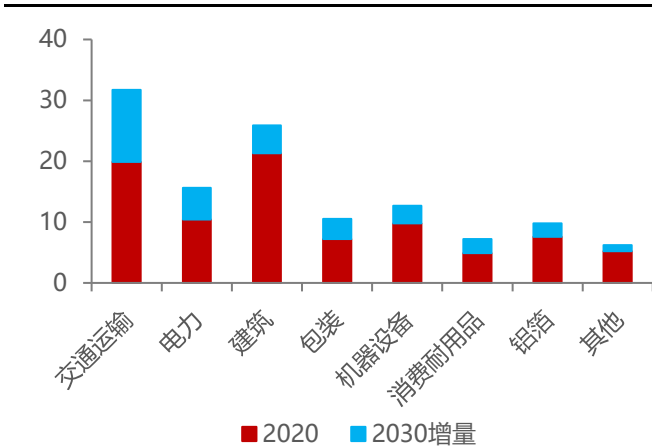
数据来源: 公司公告, 压铸周刊, 东吴证券研究所

## 2. 新能源轻量化需求驱动, 铝合金市场空间广阔

### 2.1. 新能源电动化趋势下, 铝合金用量持续提升

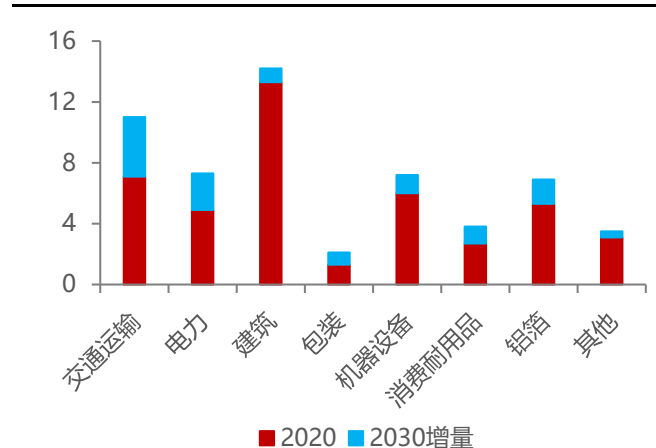
**耐腐蚀+轻量化+可循环等多种优点, 推动铝合金广泛应用。**铝合金产品具备耐腐蚀性、轻量化、优异的导电性以及高可回收性等优点, 在交通运输、建筑业、电子、耐用消费、能源(储能)等领域都得到广泛的应用。据国际铝业协会 (IAA) 预测, 2030 年全球交通运输行业铝的使用量将从 2020 年 1990 万吨提升至 3170 万吨, 位居所有行业第一。以电动汽车为代表的交通运输业贡献了最大的增量。

图17: 全球铝半成品分行业消费量 (百万吨)



数据来源: 国际铝业协会, 东吴证券研究所

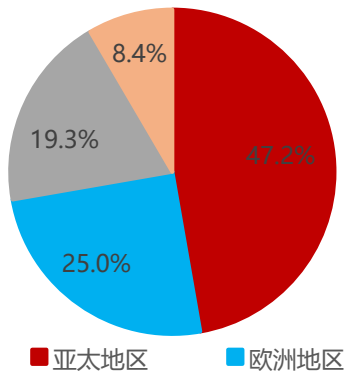
图18: 中国铝半成品分行业消费量 (百万吨)



数据来源: 国际铝业协会, 东吴证券研究所

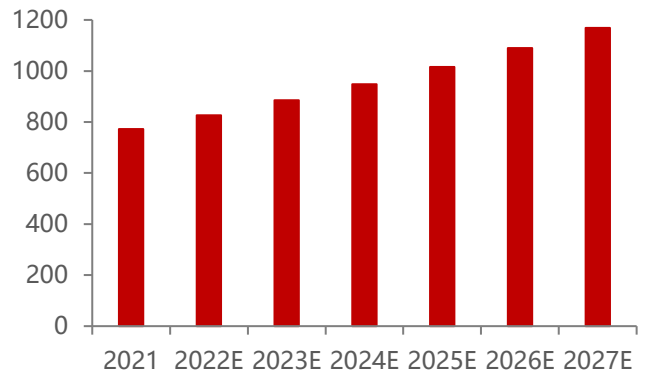
**亚太地区汽车行业发展助推铝合金市场增长。**亚太地区是汽车工业最为强大的地区, 中、日、韩三国以及印度处于汽车生产的前沿, 不断增长的汽车行业, 工业部门以及通信行业相关的需求使得亚太地区占据最大的铝合金压铸市场份额。根据 Precedence Research 测算, 2022 年全球铝合金压铸市场空间达到 826.7 亿美元, 2027 年预计达到 1169 亿美元。

图19: 全球铝合金汽车零部件市场地域占比 (2022 年)



数据来源: Straits Research, 东吴证券研究所

图20: 全球铝合金压铸市场空间测算/亿美元

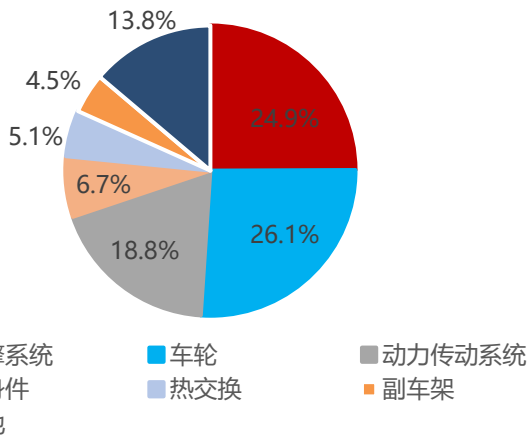


数据来源: Precedence Research, 东吴证券研究所

## 2.2. 铝合金轻量化大势推动, 汽车零部件产品矩阵不断丰富

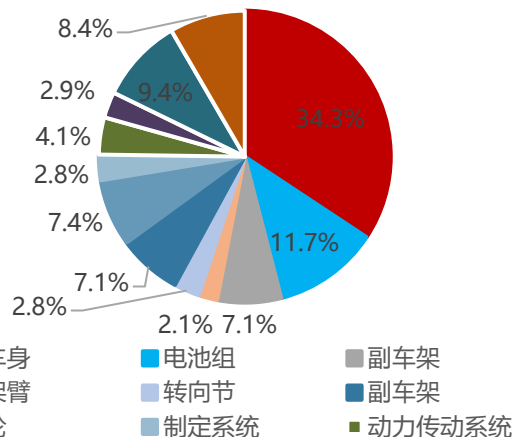
动力系统向三电+结构件+底盘延伸, 推动车用铝合金渗透率提升。燃油车的铝合金零部件产品主要集中在引擎、动力传动系统以及车轮, 三者接近燃油车用铝的 70%, 铝合金产品较为单一。受益于汽车电动化快速发展, 车用铝合金适用范围快速扩展, 三电系统 (电池、电驱、电控) 壳体->底盘系统 (转向节、控制臂、转向节)->车身结构件 (减震塔、纵梁、底板总成) 以及中小精密压铸件等不断增加, 推动车用铝合金零部件产品矩阵不断丰富。

图21: 燃油车零部件铝合金分布



数据来源: CM Group, 东吴证券研究所

图22: 电动汽车零部件铝合金分布



数据来源: CM Group, 东吴证券研究所

汽车电动化趋势下铝合金渗透率提升。新能源汽车的轻量化需求明显, 单车用铝量明显高于传统燃油车, 国际铝业协会预计 2022 年我国燃油车单车用铝量 154 千克, 纯电动乘用车为 188 千克。据《中国汽车工业用铝量评估报告 (2016-2030)》, 2030 年纯电动汽车单车用铝量将达到 283.5kg, 底盘和悬架、车身开闭件的铝合金渗透率将显著提升, 推动电动汽车铝合金渗透率自 2018 年的 31%到 2030 年的 56%。



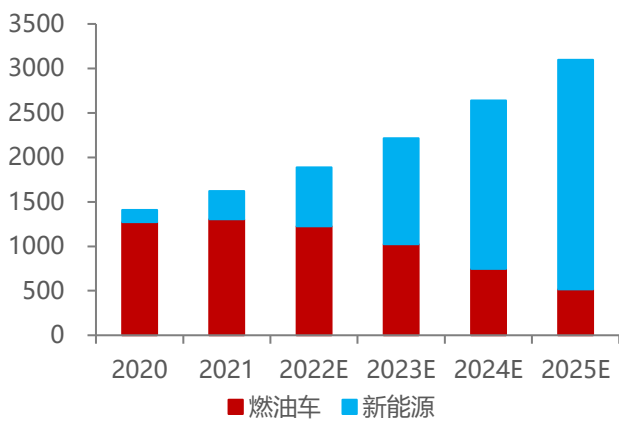
表5: 电动汽车分结构铝合金单车用量及渗透率 (kg, %)

汽车结构	2018		2025E		2030E	
	单车用量	渗透率	单车用量	渗透率	单车用量	渗透率
底盘和悬架	11.6	26%	39.5	70%	59.4	94%
轮毂和刹车系统	24.6	66%	44.7	96%	49.7	96%
电池系统	42.2	100%	53.3	100%	59.3	100%
传动系统	9.8	66%	17.4	93%	19.4	93%
热交换系统	11.1	90%	14.9	96%	16.6	96%
车身结构	9.9	8%	1&5	11%	25.3	14%
车身开闭件	8	12%	23.3	28%	36.3	39%
碰撞管理系统	6.9	66%	9.4	71%	11.1	75%
其他部件	4.4	93%	5.8	97%	6.4	97%
总计	128.4	31%	226.8	50%	283.5	56%

数据来源: CM Group, 东吴证券研究所 (注: 渗透率=铝合金用量/最大铝合金用量)

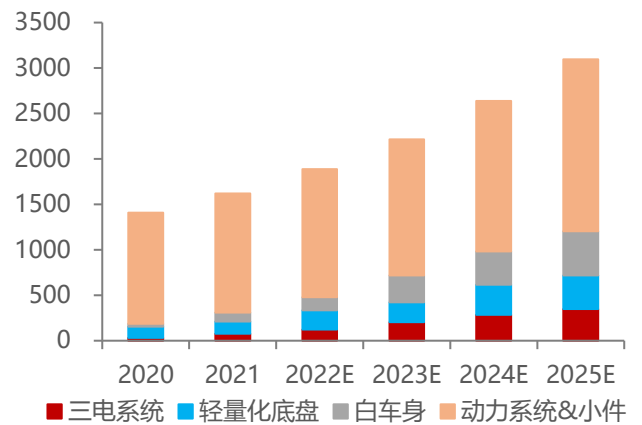
**乘用车铝合金市场空间广阔。**工信部《节能与新能源汽车技术路线图》指出 2020 年我国单车用铝量目标 190kg, 2025 年达到 250kg, 2030 年达到 350kg。根据我们测算, 2025 年国内新能源铝合金市场空间约为 3095 亿元, 2020-2025 年 CAGR 为 17.1%, 其中三电系统/轻量化底盘/车身结构件 2020-2025 年 CAGR 分别为 62%/25%/72%。

图23: 国内铝合金市场空间测算/亿元



数据来源: 工信部, 乘联会, 东吴证券研究所

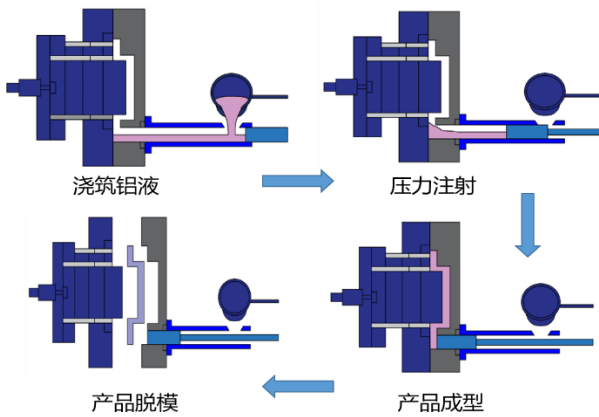
图24: 铝合金各部分零部件空间测算/亿元



数据来源: 工信部, 乘联会, 东吴证券研究所

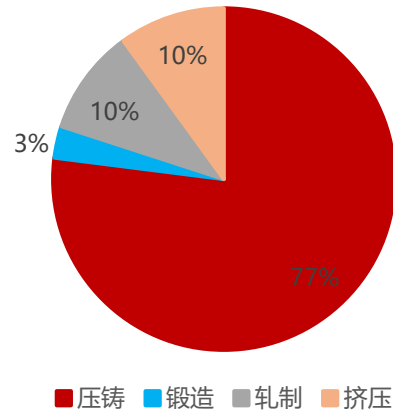
**铝合金压铸工艺应用广泛。**铝合金加工工艺主要分为压铸、锻造和挤压, 目前广泛采用的高压压铸工艺更易加工复杂成型的零部件, 能够有效提升生产效率、降低成本, 受到各行各业的青睐。根据 2018 年《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》, 各类铝合金工艺在汽车上的使用比例大约为: 铸造 77%, 轧制 10%, 挤压 10%, 锻压 3%, 铸造工艺是车用铝合金最为重要的加工工艺。根据 Motor Intelligence 测算, 2027 年全球汽车零部件铝合金压铸市场空间有望达到 376.6 亿美元, 复合年均增长率大于 7%。

图25: 车用铝合金高压压铸过程



数据来源: IQS Directory, 东吴证券研究所

图26: 车用铝合金加工工艺占比



数据来源: 《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》, 东吴证券研究所

### 3. 政策驱动+产业趋势, 墨西哥成为汽车产业新增长点

#### 3.1. 贸易政策优势驱动, 墨西哥建厂成为优选

国内贸易政策支持, 鼓励外资投资建厂。2006年墨西哥颁布《促进制造、加工和出口服务业法令》(IMMEX) 允许获得 IMMEX 注册的外国公司经营的墨西哥工厂临时进口原材料或机器设备, 免缴一般进口税和增值税, 鼓励外商来墨投资建厂。

《北美自由贸易协定》到《美墨加协定》, 墨西哥在北美汽车制造业地位进一步提升。2018年中美贸易战美国对从中国进口的汽车和零部件征收 25% 的关税, 推动我国零部件企业海外拓展力度增大。2020年7月1日《美墨加三国协议》生效, 取代1992年签署的《北美自由贸易协定》成为美国、加拿大与墨西哥间新的三边贸易协议。《美墨加协定》进一步强调汽车北美原产地规则, 例如整车区域价值含量与核心件区域价值含量均不低于 75% 等, 2023年7月1日关键条款全面实施后满足汽车原产地规则的产品才能享受 0 关税。免税优势使得墨西哥建立工厂成为目标北美市场的零部件企业的极具竞争力的选择。

表6: 《美墨加协定》与《北美自由贸易协定》汽车原产地规则对比

汽车原产地规则	《美墨加协定》款项	《北美自由贸易协定》款项
汽车区域价值含量比例	不低于 75%	不低于 62.5%
零部件区域价值含量	核心件 ≥ 75%; 主件 ≥ 70%; 辅件 ≥ 65%	部分汽车零部件不得低于 60-62.5%
符合区域价值含量的零部件种类	扩大范围, 对乘用车、轻型卡车、重型卡车的零部件分种类逐一要求	列出符合区域价值含量的零部件种类, 未被列入的不受要求
钢铝产品购买含量	不低于 70%, 可在具体操作中给出额外要求	无
劳动价值含量	原产于北美地区的汽车必须达到 40% 至 45%	无
过渡期合规要求	协定生效 5 年内, 总产量的不多于 10% 可在报备后继续适用 62.5% 的区域价值含量	前 5 年生产区域价值含量不低于 50%

数据来源: USTR 官网, 《《美墨加协定》汽车原产地规则特征及启示》, 东吴证券研究所

《通胀削减法案》加速新能源渗透率提升，美国本土车企全面受益。2023年1月1日，美国《通胀削减法案》生效，向购买新电动汽车以及二手电动汽车的美国消费者分别提供\$7500和\$4000的税收抵免。获取7500美元补贴需要满足两个条件：一、至少40%用于电池的关键原材料是在美国或与美国有贸易协定的国家提取的，2027年将提高到80%；二、至少50%的电池组件是在美国、加拿大和墨西哥制造或组装的，2029年将提高到100%，除此以外新车必须在北美最终组装。4月17日美国财政部公布最终享受补贴的16款新能源车型均为美国本土品牌，享受7500美元全额补贴的包括特斯拉Model 3、Model Y等10款车型，符合部分补贴条件的国际汽车制造商全部被排除在外。

表7: 《通胀削减法案》对电动汽车的补贴(美元)

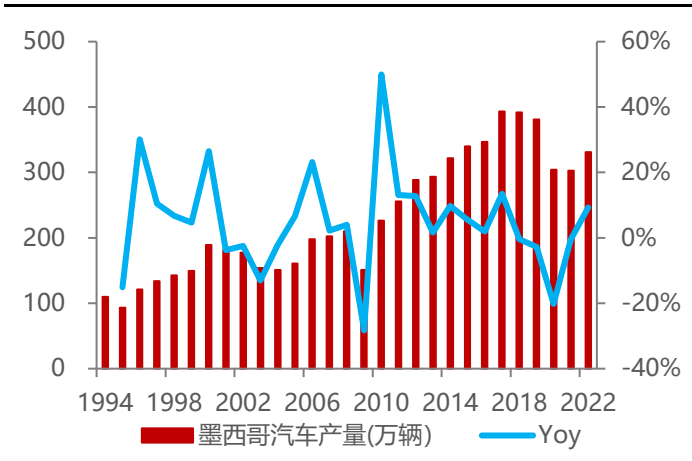
项目	总体需求	具体项目需求	补贴金额
关键原材料	1、车辆价格: 电动卡车、货车和SUV≤8万; 轿车≤5.5万	一定比例电池关键物质由美国或与美国签订自由贸易协定的国家提取或加工、或在北美回收利用	\$3750
电池组件	2、购车人收入: 联合申报人不高于30万, 户主22.5万, 个人15万 3、新车在北美最终组装 4、不由外国关注实体参与	电池部件由北美制造或组装的价值量达到一定比例以上	\$3750

数据来源: 美国国会, 东吴证券研究所

### 3.2. 汽车制造业基础成熟, 生产更具成本优势

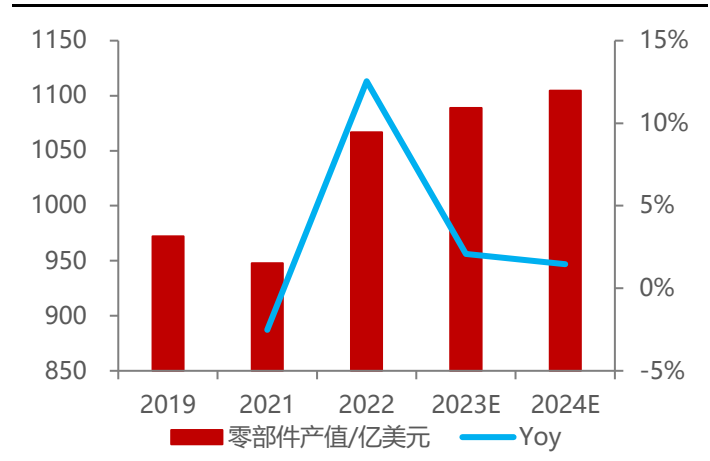
汽车产业基础成熟, 吸引外资来墨投资。1993年《北美自由贸易协定》签订以来, 墨西哥汽车制造业迅速发展, 2022年墨西哥国内汽车总产量350.91万辆, 位居世界第七, 仅次于中国/美国/日本/印度/韩国/德国。2021年得益于《美墨加协定》, 墨西哥汽车零部件工业强劲复苏, 产值达947.78亿美元, 超过德国位列全球第四, 仅次于中国、美国和日本, 2021年汽车行业吸引外商直接投资54.4亿美元。

图27: 墨西哥乘用车产量&增速



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图28: 墨西哥汽车零部件行业产值&增速

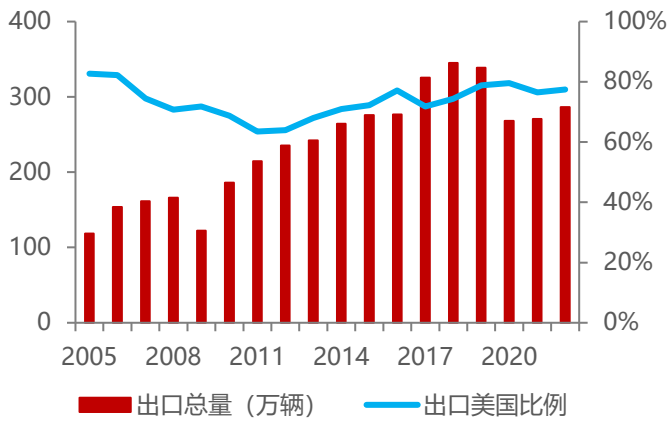


数据来源: 墨西哥汽车零部件协会, 东吴证券研究所

墨西哥乘用车出口北美超过80%, 零部件成为美国进口最大来源国。墨西哥生产的乘用车出口的主要目的地是北美地区, 美国和加拿大占比超过80%。其中美国是最为主要的出口目的地, 2022年占比达到77.5%。墨西哥汽车生产顺应美国需求, SUV和皮卡

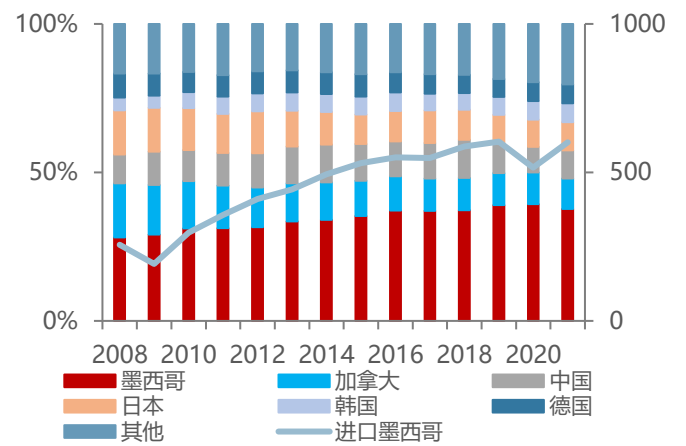
成为主要的车型，占比分别为 49.8%和 30.2%，A0 级和 A 级轿车占比仅为 18.0%。得益于独特的地理优势和成本优势，墨西哥成为美国最大的汽车零部件进口来源国。2021 年美国从墨西哥进口的汽车零部件总金额达到 601 亿美元，占比达到 37.7%。

图29: 墨西哥汽车出口量及出口美国比例



数据来源: 墨西哥汽车工业协会, 东吴证券研究所

图30: 美国零部件主要进口国及墨西哥进口值 (亿美元)



数据来源: 美国国际贸易局, 东吴证券研究所

土地/人力/能源成本具备一定优势，当地政府积极吸引外资投入。与中国、美国相比，墨西哥在生产成本尤其是人力成本上具有明显的优势。同时墨西哥当地政府积极制定土地、人力等相关优惠政策吸引外资。以我国零部件企业工厂聚集的新莱昂州为例，2019年6月该州颁布的《新莱昂州经济发展法》规定外资企业可以获得最长5年、最高95%的工资税抵扣。

表8: 中国/美国/墨西哥三国土地&能源成本对比

	墨西哥	中国	美国	备注
最低工资	11.4	12.6	58	美元/天
	制造业工资 4.4	6.7	25.8	美元/小时
工业用地售价	69.7	170.3	125.0	美元/m <sup>2</sup>
	工业土地租金 (USD/m <sup>2</sup> /月) 4.6	4.3	69.4	美元/m <sup>2</sup> /月
汽油	1.31	1.21	0.99	美元/公升
	柴油 1.29	1.08	1.09	
居民	0.10	0.08	0.18	美元/千瓦时
	工业 0.19	0.09	0.14	
居民	0.079	0.036	0.055	美元/kwh 居民 2.5 元/m <sup>3</sup> (中国) 工业 3.5 元/m <sup>3</sup> (中国)
	工业 0.041	0.051	0.051	
水费	0.83 (瓜达拉哈)	0.60	/	美元/m <sup>3</sup>

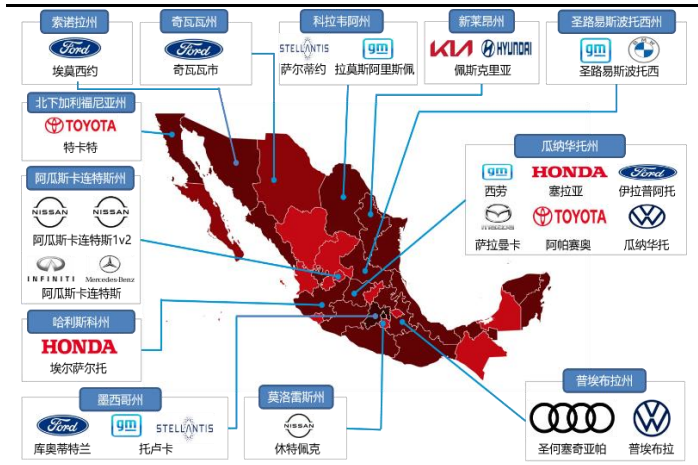
数据来源: Century21Global, 《企业对外投资国别(地区)营商环境指南-墨西哥》, 东吴证券研究所



### 3.3. 出海战略推动，国内零部件企业加速墨西哥布局

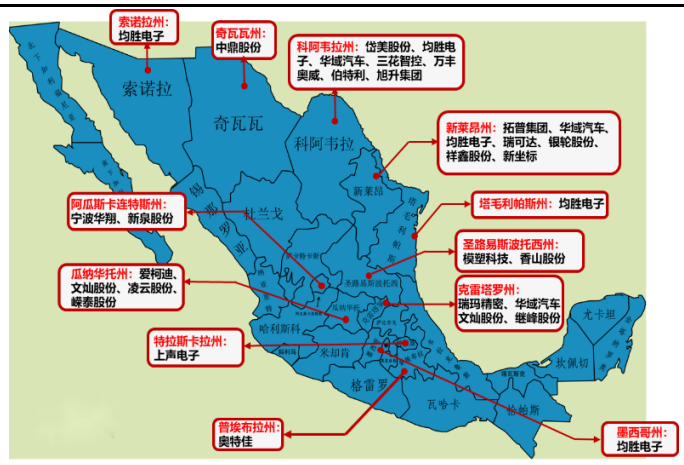
墨西哥产能建设加速，就近 OEM 产能配套。目前我国汽车零部件企业开始加快墨西哥产能布局，除嵘泰股份、爱柯迪等已有成熟的墨西哥工厂，伯特利、拓普集团等企业也已启动墨西哥工厂建设。我国零部件企业墨西哥生产基地选址大多集中在科阿韦拉州、新莱昂州等墨西哥中北部地区，主要依据各乘用车品牌制造基地分布进行产能建设。

图31: 北美乘用车品牌产能布局



数据来源：墨西哥汽车工业协会，东吴证券研究所

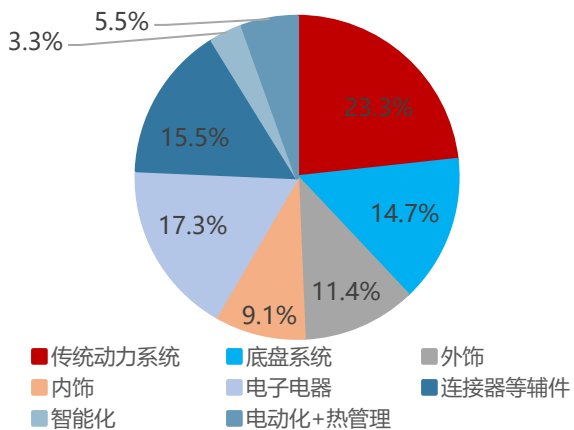
图32: 国内零部件企业在墨西哥的生产基地布局



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

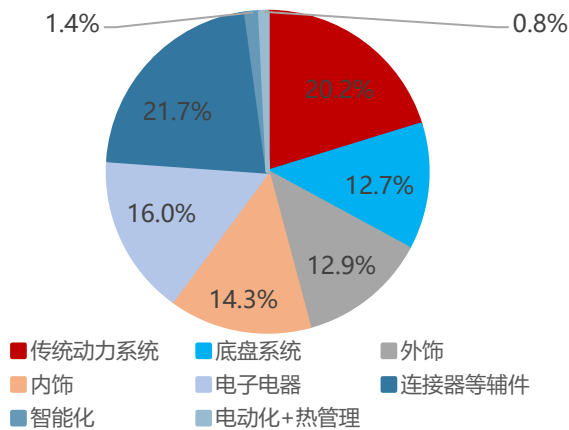
零部件供应链布局完善，面向新能源更易取得突破。多年乘用车供应链发展，墨西哥零部件企业布局相对完善，在传统动力/底盘系统/内外饰/电子电器/辅件等维度均匀布局，能够提供面向全套整车生产制造的零部件供应。2022年墨西哥电动和混合动力汽车销量为51062辆，占总销量的4.7%，中国电动化+智能化相关零部件企业的比例明显高于墨西哥。随着北美市场新能源渗透率不断提升，在墨西哥汽车产业向电动化/智能化升级过程中，我国汽车零部件企业机会更多来自于这两个大赛道。

图33: 中国零部件企业分类比例（截至 2023.3）



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图34: 墨西哥零部件企业分类比例（截至 2023.3）



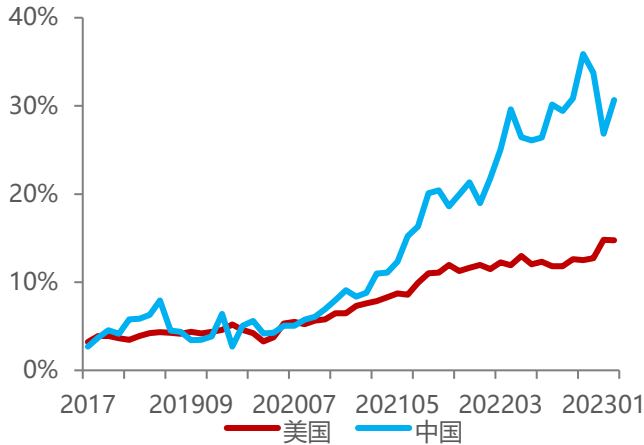
数据来源：Marklines，东吴证券研究所

北美新能源普及节奏加速，特斯拉引领北美产能建设。目前美国新能源汽车渗透率约为15%，远低于中国同期水平。美国政府目标2030年新能源汽车渗透率达到50%，



在《通胀削减法案》等政策的推动下，北美市场新能源渗透率有望快速提升。2023年3月投资者日，特斯拉宣布将在墨西哥新莱昂州蒙特雷(圣卡塔琳娜)修建新的超级工厂。特斯拉预计初步投资50亿美元，新工厂占地4200英亩，比特斯拉德州超级工厂的2500英亩多约68%，第一期产能规划预计100万台/年。特斯拉产能建设及扩张，有望带动特斯拉零部件供应链在墨西哥当地的快速发展。

图35: 中美新能源汽车渗透率对比



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

图36: 特斯拉墨西哥超级工厂



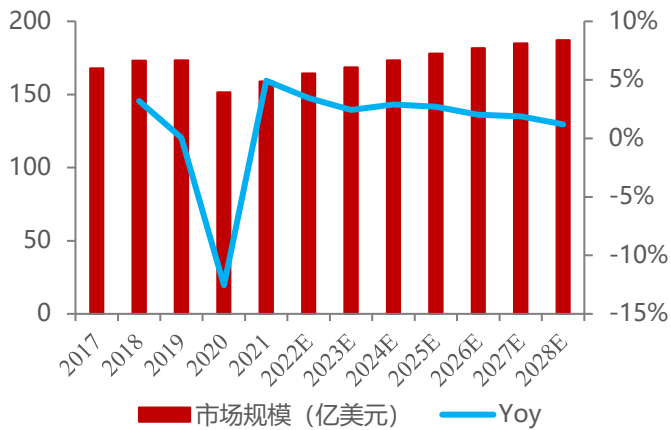
数据来源: 特斯拉投资者日, 东吴证券研究所

## 4. 顺应产业趋势+海外积极布局, 开拓第二成长曲线

### 4.1. 深耕汽车轻量化领域, 产品矩阵不断拓展

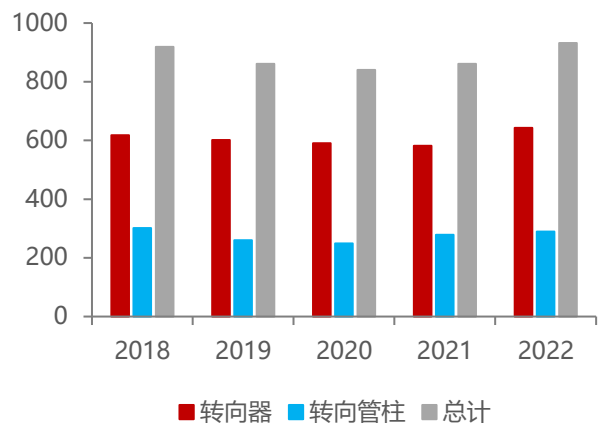
**电动转向壳体市场稳定。**随着汽车市场对于转向系统性能要求的日渐提高，转向系统渐渐从机械式转向 (MS)、液压助力式转向 (HPS)、电动液压助力转向 (EHPS) 发展到电动助力式转向系统 (EPS)。据佐思汽研，中国乘用车市场 EPS 的渗透率已经从 2016 年的 80.1% 提升至 2020 年 96.4%，基本已经达到顶峰。EPS 主要用于乘用车配套，2021 年全球乘用车市场渗透率达到 98.52%，已进入存量市场。公司转向产品国内主要客户博世华域近几年转向产品产量稳定，海外已通过博世、万都等 Tier 1 取得北美通用、福特等主机厂转向长壳体订单。

图37: 全球 EPS 市场规模测算



数据来源: QYResearch, 东吴证券研究所

图38: 博世华域转向产品产量 (万件)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**拓展新能源三电业务, 开辟第二成长曲线。**电动助力转向器壳体的质量通常在 1kg 附近, 单车价值通常在 100-200 元, 所需压铸机吨位较小。2021 年上市以来公司加大新能源汽车零部件领域开拓力度, 现有 350T 至 2700T 压铸机 40 多台, 350T 至 4500T 压铸机 100 多台, 新产品电机壳体重量一般为 20kg, 新能源三电业务开拓顺利。2022 年 6 月公司向力劲采购第一批 3 套 9000T 超大型压铸单元, 开始布局一体化压铸。

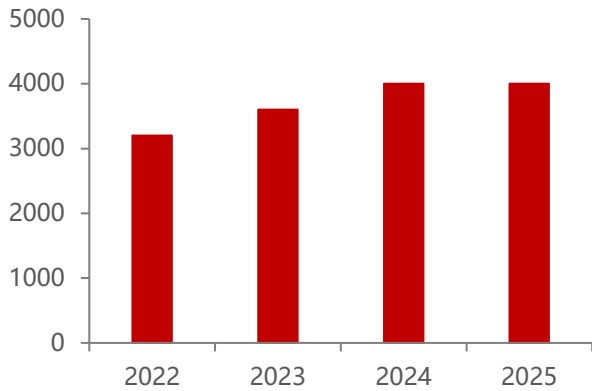
表9: 公司新能源三电业务直接对接主机厂情况

客户	产品	定点时间	达产后规模	量产节点
国内领先 新能源车 企	DMI DHT30 前后箱体	2021.10	前后年均各 20 万件	2022
	NRT36 前后箱体	2021.10	年均 12 万件	2022
	E3.0 平台电机端盖			2022
	E3.0 平台海豹电机壳体	2022.8	生命周期 5 年, 年均收入 3 亿	2023
长城	DHT CGA201 电机端盖	2021.12	年均 26 万件	2023
	DHT CGA204 电机端盖	2021.12	年均 30 万件	
小鹏	P7 BDU 端盖			2022

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

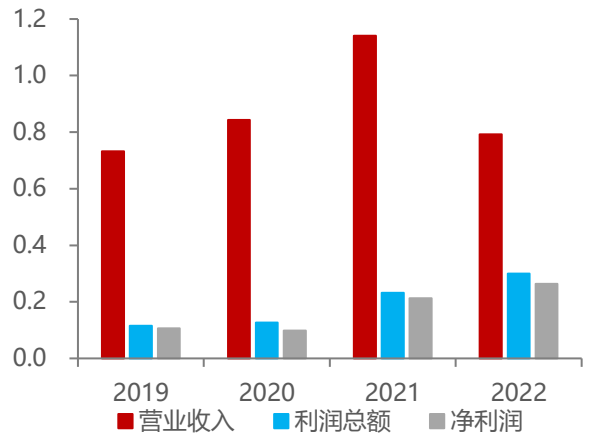
**收购机加工优质标的, 公司内部协同增效。**2022 年 8 月, 公司以自有资金 1.908 亿元收购众利诚持有的力准机械 53% 股权, 力准机械成为公司控股子公司。力准机械是国内高端非标装备制造领域的高新技术企业和国家级专精特新“小巨人”企业, 专业生产非标数控机床及自动化专业机床。力准机械多项产品技术处于国际先进水平, 拥有授权专利 62 项, 其中发明专利 5 项, 在国内非标装备领域处于领先地位。机加工机床是压铸业务中重要性仅次于压铸机的设备, 公司收购力准机械将有利于实现全球工厂高端非标装备的内部配套供应, 上下游供应链关系将得到进一步优化。同时力准机械产品也将获得上市企业背书, 未来有望进一步增长。企业整体价值有望提高。

图39: 力准机械业绩承诺 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 力准机械营收利润情况 (亿元)



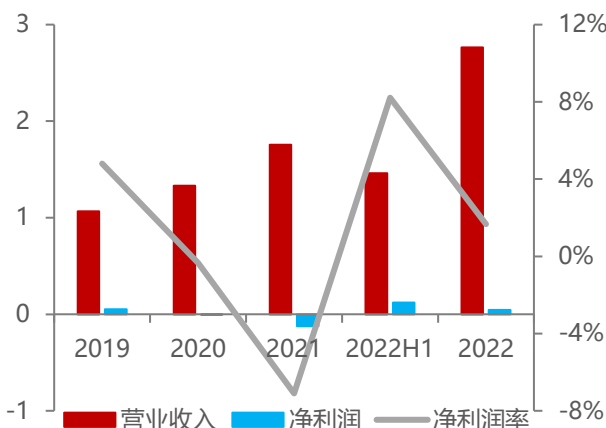
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.2. 北美市场战略前瞻布局, 受益新能源产业趋势

**前瞻出海墨西哥, 率先实现当地盈利。**2016年为更好地满足客户需求, 公司在墨西哥瓜纳华托州莱昂市设立子公司莱昂嵘泰, 2017年投产并获得IMMEX注册, 2019年以来逐渐承接美国客户订单。2022年菜昂嵘泰实现营收2.76亿元, 同比增长57.3%, 占公司营收比例不断提升, 并实现净利润461.7万。莱昂嵘泰2022H2相比于H1净利润有所下滑, 主要系二期工厂建设生产成本增加所致, 二期满产后净利率可达17.2%。

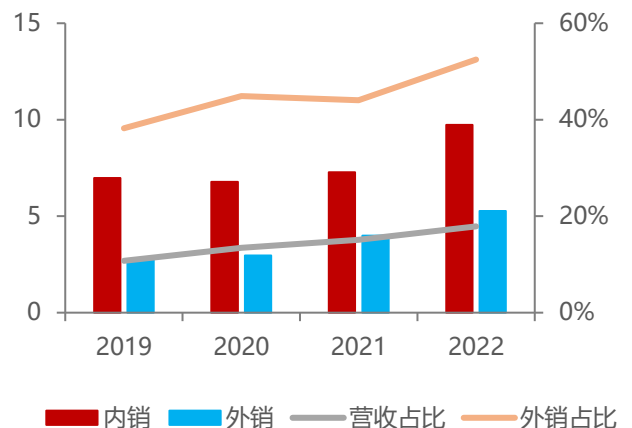
**就近配套北美客户, 成功进入全球头部新能源主机厂产业链。**莱昂嵘泰目前既有通过博世、蒂森克努伯等Tier1供应通用、丰田的传统转向产品, 也有通过博世供应Rivian、通用的电机壳体等新能源产品, 逐渐成为公司未来发展的重要支撑。公司目前已与全球头部新能源主机厂开展业务合作, 莱昂嵘泰所在莱昂市距特斯拉墨西哥蒙特雷超级工厂680公里, 车程7小时, 距离特斯拉德州超级工厂1300公里, 车程13小时。

图41: 莱昂嵘泰营收及归母净利润情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图42: 莱昂嵘泰逐渐承接公司海外业务 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.3. 轻量化压铸企业出海先驱, 具备长期海外经营经验

率先实现北美布局，具备长期海外经营经验。公司与爱柯迪为国内最早的一批在墨西哥投资建厂的汽车零部件企业，在《美墨加协定》签署前已完成在墨西哥的产能布局。目前我国多数零部件企业墨西哥产业链建设仍处于探索期，相较于其他墨西哥布局的同行业公司，公司墨西哥工厂投入较早，2022年已实现盈利进入良性运营阶段，具有丰富的海外管理经验和经营实力。

表10: 可比公司墨西哥布局情况

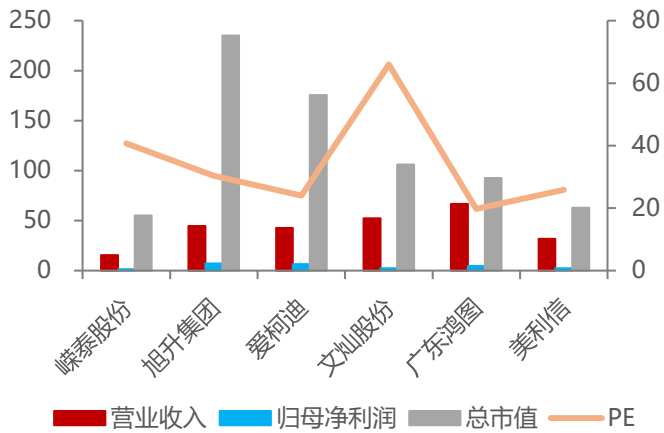
公司	主要产品	投产时间	投资额	产能规模	盈利	所在地
旭升集团	挤压+压铸+锻造	2023.3.28 公告拟设立墨西哥生产基地	18.8 亿	/	/	科阿韦拉州
爱柯迪	中大型压铸件	一期: 2016 年投产 二期: 2023Q2 投产	1.4 亿 12.2 亿	2021 年 0.6 亿营收 年收入 3.5 亿	2021 年末盈利	瓜纳华托州
文灿股份	低压铸造, 开始引入高压铸造	2020 年收购的百炼集团在墨西哥设有生产基地	/	/	/	克雷塔罗州
多利科技	/	规划中	/	/	/	/
广东鸿图	/	2019 年设立中间仓	/	/	/	/
美利信	/	/	/	/	/	/
嵘泰股份	转向+三电	一期: 2017 年投产 二期: 2024 年投产	6.4 亿 2.7 亿	2022 年 2.8 亿收入 年均 2.9 亿收入	盈利	瓜纳华托州

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所 (注: 部分投资额以 6.8 的汇率由美元换算为人民币)

**产品+运营+客户三点共振, 有望凭借墨西哥前瞻布局率先突破。**结合墨西哥汽车供应链现有格局, 海外投资带来的国情和文化相关的差异, 我们认为具备以下特点的零部件企业有望在墨西哥率先取得突破: 1) 所涉业务面向新能源/智能化方向; 2) 在墨西哥有一定的经营管理经验, 熟悉当地的营商环境和文化氛围, 现有业务在墨西哥具备一定的盈利能力; 3) 客户结构向新能源客户转型, 进入全球头部新能源主机厂供应链。嵘泰股份是国内少有的满足以上三点特点的汽车零部件企业, 公司有望凭借莱昂嵘泰先发优势在我国零部件企业墨西哥开拓大潮中率先取得突破。

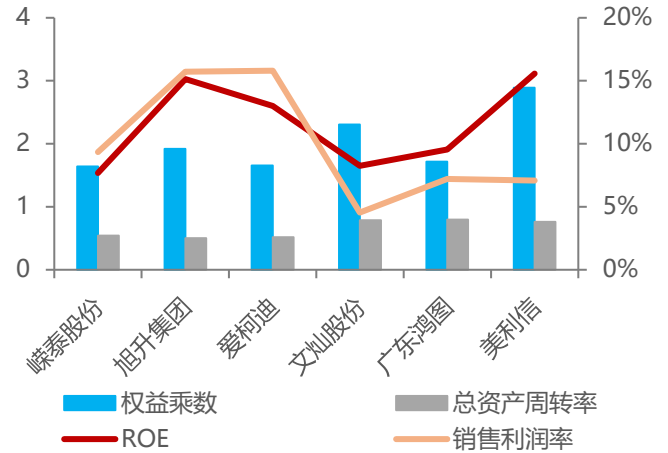
**新能源业务+海外市场扩张, 公司业绩有望实现高增长。**目前公司已顺利切入新能源三电市场, 产能迅速扩张。同时布局一体化压铸赛道, 有望借助 2024-2025 年一体化压铸市场规模扩张实现快速成长。公司当前净资产收益率处于同赛道较低的水平, 主要系上市后积极扩充的产能尚未充分转化为业绩, 2024 年公司墨西哥产能释放后整体盈利能力有望进一步提升。

图43: 可比公司业绩估值比较(亿元,倍,截至 2022.12.31)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 总市值、市盈率使用 2023 年 5 月 21 日数据)

图44: 可比公司杜邦分析(倍,%,截至 2022.12.31)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 5. 盈利预测与投资评级

1) 募投项目扩充产能持续释放; 2) 新能源及传统车企客户订单稳步增长; 3) 墨西哥子公司业务进展顺利; 4) 原材料价格变化对公司毛利率影响控制在一定范围内。

基于以上核心假设, 我们预测公司 2023-2025 年营收为 22.50/30.57/40.64 亿元, 同比分别为 +46%/+36%/+33%, 归母净利润为 2.13/3.00/4.11 亿元, 同比分别为 +59%/+41%/+37%, 对应 EPS 分别为 1.15/1.62/2.21 元, 对应 PE 分别为 26/18/13 倍。

表11: 嵘泰股份营收拆分

		2022A	2023E	2024E	2025E
总营收	营收/亿元	15.45	22.50	30.57	40.64
	Yoy	32.87%	45.63%	35.85%	32.94%
	综合毛利率	23.76%	22.70%	22.73%	22.35%
汽车零部件	营收/亿元	13.41	20.30	27.97	38.04
	Yoy	30.32%	51.39%	37.76%	36.00%
销售费用率		1.75%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用率		8.24%	6.50%	6.00%	5.50%
研发费用率		4.43%	4.50%	4.50%	4.30%
归母净利润/亿元		1.34	2.13	3.00	4.11
Yoy		32.82%	59.39%	41.06%	36.75%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所测算

我们选取旭升集团、文灿股份、爱柯迪、广东鸿图、美利信五家企业作为公司的可比公司, 2023-2025 年平均 PE 为 24.6/18.0/13.8 倍。考虑到公司在铝合金轻量化领域产



能扩张、客户质量优质、墨西哥海外运营经验丰富, 受益于汽车新能源市场的不断拓展, 公司营收及业绩有望快速增长, 我们看好公司的长期发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表12: 可比公司估值 (截至 2023 年 5 月 21 日)

公司代码	公司名称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603305.SH	旭升集团*	237	9.5	13.5	17.8	25.0	17.6	13.3
600933.SH	爱柯迪*	177	8.5	11.4	15.0	20.8	15.5	11.8
603348.SH	文灿股份*	107	2.8	4.0	5.2	38.3	26.8	20.6
002101.SZ	广东鸿图	93	5.5	6.7	8.4	17.0	13.9	11.0
301307.SZ	美利信	63	2.9	3.9	5.2	21.9	16.2	12.0
平均						24.6	18.0	13.8
605133.SH	嵘泰股份	55	2.1	3.0	4.1	25.8	18.3	13.4

数据来源: WIND, 东吴证券研究所(注: \*为东吴证券覆盖, 采用东吴证券预测数据, 其余采用 wind 一致预期)

## 6. 风险提示

**中美贸易战超出预期。**美国对于贸易战的制裁手段升级, 导致墨西哥当地产能贸易壁垒提升, 或对公司盈利情况产生影响。

**铝合金价格上涨超出预期。**公司产品的主要原材料为铝合金, 若铝价在短期内发生剧烈波动, 可能给公司的当期经营业绩带来一定的不利影响。

**乘用车价格战超出预期。**市场进入存量博弈阶段, 各品牌竞争愈加激烈, 价格战或将导致车企成本压力向上游供应链企业进行传导。

### 嵘泰股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,795</b>	<b>2,186</b>	<b>2,861</b>	<b>3,839</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,545</b>	<b>2,250</b>	<b>3,057</b>	<b>4,064</b>
货币资金及交易性金融资产	619	672	816	1,128	营业成本(含金融类)	1,178	1,740	2,362	3,156
经营性应收款项	626	869	1,179	1,567	税金及附加	7	10	14	19
存货	488	577	781	1,043	销售费用	27	34	46	61
合同资产	11	11	15	20	管理费用	127	146	183	224
其他流动资产	50	57	69	81	研发费用	69	101	138	175
<b>非流动资产</b>	<b>1,735</b>	<b>1,805</b>	<b>1,844</b>	<b>1,773</b>	财务费用	-7	-7	-4	-3
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	18	23	31	41
固定资产及使用权资产	1,078	1,211	1,280	1,269	投资净收益	3	7	6	8
在建工程	335	261	216	142	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	97	111	125	139	减值损失	-14	-6	-6	-6
商誉	128	128	128	128	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	2	2	3	<b>营业利润</b>	<b>152</b>	<b>250</b>	<b>348</b>	<b>477</b>
其他非流动资产	92	88	88	88	营业外净收支	3	-4	-2	-3
<b>资产总计</b>	<b>3,530</b>	<b>3,991</b>	<b>4,705</b>	<b>5,612</b>	<b>利润总额</b>	<b>155</b>	<b>246</b>	<b>346</b>	<b>474</b>
<b>流动负债</b>	<b>916</b>	<b>1,169</b>	<b>1,578</b>	<b>2,069</b>	减:所得税	10	32	45	62
短期借款及一年内到期的非流动负债	205	305	405	505	<b>净利润</b>	<b>144</b>	<b>214</b>	<b>301</b>	<b>412</b>
经营性应付款项	439	580	787	1,052	减:少数股东损益	11	1	1	1
合同负债	54	45	61	81	<b>归属母公司净利润</b>	<b>134</b>	<b>213</b>	<b>300</b>	<b>411</b>
其他流动负债	218	239	324	431	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.72	1.15	1.62	2.21
非流动负债	719	723	727	731	EBIT	141	238	343	470
长期借款	41	45	49	53	EBITDA	301	485	624	781
应付债券	637	627	627	627	毛利率(%)	23.76	22.70	22.73	22.35
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	8.65	9.47	9.83	10.11
其他非流动负债	41	51	51	51	收入增长率(%)	32.87	45.63	35.85	32.94
<b>负债合计</b>	<b>1,636</b>	<b>1,892</b>	<b>2,305</b>	<b>2,800</b>	归母净利润增长率(%)	32.82	59.39	41.06	36.75
归属母公司股东权益	1,829	2,032	2,333	2,743					
少数股东权益	66	67	67	69					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,895</b>	<b>2,099</b>	<b>2,400</b>	<b>2,812</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,530</b>	<b>3,991</b>	<b>4,705</b>	<b>5,612</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-25	283	372	462	每股净资产(元)	11.20	10.89	12.50	14.72
投资活动现金流	-370	-363	-366	-285	最新发行在外股份(百万股)	186	186	186	186
筹资活动现金流	764	103	88	85	ROIC(%)	5.76	7.08	9.09	10.94
现金净增加额	407	2	94	262	ROE-摊薄(%)	7.31	10.48	12.88	14.98
折旧和摊销	160	247	281	311	资产负债率(%)	46.33	47.42	48.99	49.89
资本开支	-427	-324	-322	-243	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.06	25.76	18.26	13.35
营运资本变动	-330	-192	-228	-281	P/B(现价)	2.64	2.72	2.36	2.01

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>

