

文灿股份（603348）

公司研究/深度报告

收购百炼集团，向全球铝铸龙头进发

一文灿股份（603348）深度报告

深度研究报告/汽车

2020 年 08 月 24 日

报告摘要：

● 铝压铸件龙头之一，项目陆续达产迎增量

公司成立于 1998 年，主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售，其主营压铸件业务分为汽车类压铸件、模具和非汽车类压铸件三大类别，其中，汽车类压铸件业务是公司收入的主要来源，2019 年收入达 13.90 亿元，占总营收 90.37%。2019 年公司产能规模大幅增加，雄邦自动变速器关键零件等 2 个项目已进入投产期，子公司江苏文灿、天津雄邦和南通雄邦均有在建项目，预计 2023 年逐步达产，随着项目产能的释放和市场景气度的提升，公司业绩将迎来增长。

● 注重技术专研，具备铝制车身结构件先发优势

公司深耕铝合金精密压铸件领域，是国内少数拥有产品方案设计和模具自制能力的压铸企业，可对客户需求进行快速反应，并且掌握现代压铸行业的多种先进工艺，如高真空压铸、层流铸造工艺、真空压铸工艺、低压铸造工艺、T6 与 T7 热处理的产品压铸等，其中公司的技术优势为高压铸造，高真空压铸工艺达世界一流水平。公司高度重视技术研发，研发投入占比达 4% 以上，同时以特斯拉等新能源车为主要客户，在新能源汽车车身结构件领域有先发优势。

● 具备优质客户资源优势，持续优化客户结构

公司与国内外大型汽车整车厂商（大众、特斯拉、上海蔚来、通用汽车等）和知名汽车一级零部件供应商（威伯科、麦格纳、采埃孚天合、加特可等）已建立合作关系。2019 年，公司新开发了戴姆勒、法国三电、德国曼恩、爱铃克铃尔、敏实集团等优质客户。截至 2019 年，大众连续 3 年为公司内销第一大客户，公司的南通雄邦、天津雄邦项目主要为大众供货变速箱系统零件，配套速腾、迈腾等多个车型。同时，公司与特斯拉进入稳固合作阶段，2019 年公司为北美生产的 Model X 和 Model S 供应前减震、后减震、车门等车身结构件，为上海工厂 Model 3 车型供应支架零件。

● 收购百炼实现优势互补，协同效应助力全球化布局

2019 年，公司与百炼集团达成收购协议，计划以 2.397 亿欧元的价格收购百炼集团 100% 股权。截至 2020 年 7 月 28 日，已完成百炼集团 61.34% 股份的收购。百炼集团是汽车零部件铝合金铸件领域的全球性龙头企业，在全球设有 12 处制造基地。此次收购估值指标低于可比公司，交易性价比高。收购项目完成后，公司可充分发挥协同效应，完善公司产品线及工艺链，继承原百炼集团的全球性客户及生产基地，成为集高端汽车铝合金精密压铸件研发、生产、销售和服务为一体的具有全球竞争力的创新型企业。

● 投资建议

公司具备技术优势，投资项目逐步达产，大众连续 3 年为公司内销第一大客户，与特斯拉建立稳固合作关系，收购汽车零部件铝合金铸件领域的国际性龙头百炼集团，可进一步发挥协同效应，未来业绩增长可期。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.40、0.59、0.70 元，对应当前股价 PE 为 59.0、40.2、33.6 倍。公司 PB（MRQ）为 2.46，行业中位值为 5.82，具有一定的估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

汽车复苏不及预期；收购资产整合不及预期；产能扩张不达预期等。

推荐

首次评级

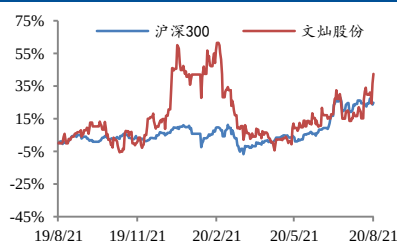
当前价格： 23.54 元

交易数据

2020-8-21

近 12 个月最高/最低(元)	26.9/15.74
总股本(百万股)	240
流通股本(百万股)	82
流通股比例(%)	34.07
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	19

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号： S0100519110001

电话： 0755-22662070

邮箱： dengjianquan@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号： S0100118070030

电话： 010-85127892

邮箱： wangjingshu@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,538	2,575	4,320	4,963
增长率 (%)	-5.1%	67.5%	67.8%	14.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	71	96	140	168
增长率 (%)	-43.3%	34.6%	46.5%	19.6%
每股收益 (元)	0.32	0.40	0.59	0.70
PE (现价)	73.6	59.0	40.2	33.6
PB	2.3	2.4	2.4	2.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目 录

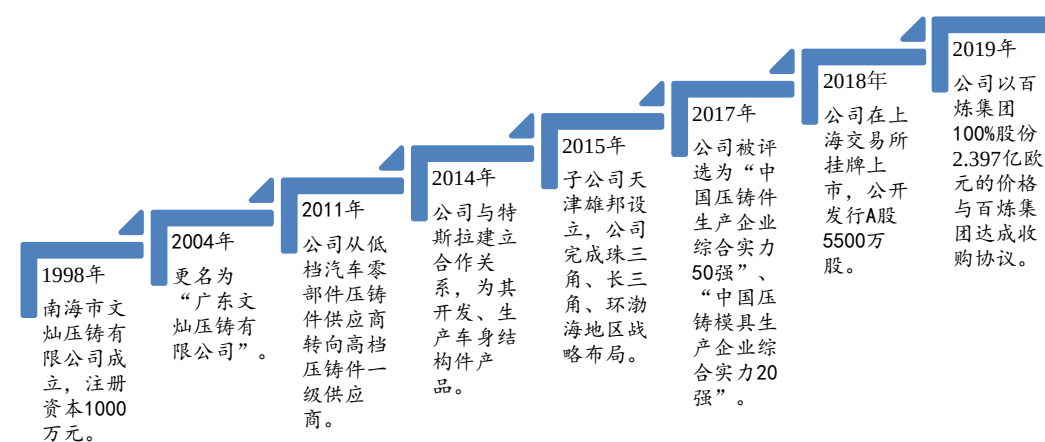
一、铝压铸件龙头之一，项目陆续达产迎增量	4
（一）深耕铝合金精密压铸件领域，生产高效布局合理	4
（二）汽车压铸件为收入主要来源，项目达产迎业绩增量	5
（三）积极获取新客户、新订单，产能规模不断扩张	7
二、注重技术专研，具备铝制车身结构件先发优势	10
（一）产品生产设备能力领先，掌握压铸行业前沿工艺	10
（二）研发模式双线并行，掌握多项国际先进技术	13
（三）国内铝压铸市场规模分散，公司未来拓展空间广阔	14
三、具备优质客户资源优势，持续优化客户结构	16
（一）与国内外知名厂商建立稳固的合作关系	16
（二）占据特斯拉产业链先发优势，双方已进入稳固合作阶段	18
（三）大众电动化进程加速，或将带动公司营收增长	19
四、收购百炼实现优势互补，协同效应助力全球化布局	21
（一）丰富产品矩阵，扩展业务范围	22
（二）铸造工艺优势互补，提高公司技术水平	24
（三）继承百炼客户群，快速抢占国际市场	24
（四）生产基地加速实现全球化布局	25
五、投资建议及盈利预测	27
六、风险提示	29
插图目录	31
表格目录	31

一、铝压铸件龙头之一，项目陆续达产迎增量

(一) 深耕铝合金精密压铸件领域，生产高效布局合理

公司成立于 1998 年，主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产和销售，产品主要应用于中高档汽车的发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件。公司总部设在广东省佛山市，并在江苏省南通市、江苏省宜兴市和天津市设有全资子公司，实现了珠三角、长三角、环渤海地区的合理布局，高效快捷地服务于中国乃至世界各地的汽车整车和一级零部件客户。

图1：公司成立以来业务发展历程



资料来源：民生证券研究院整理

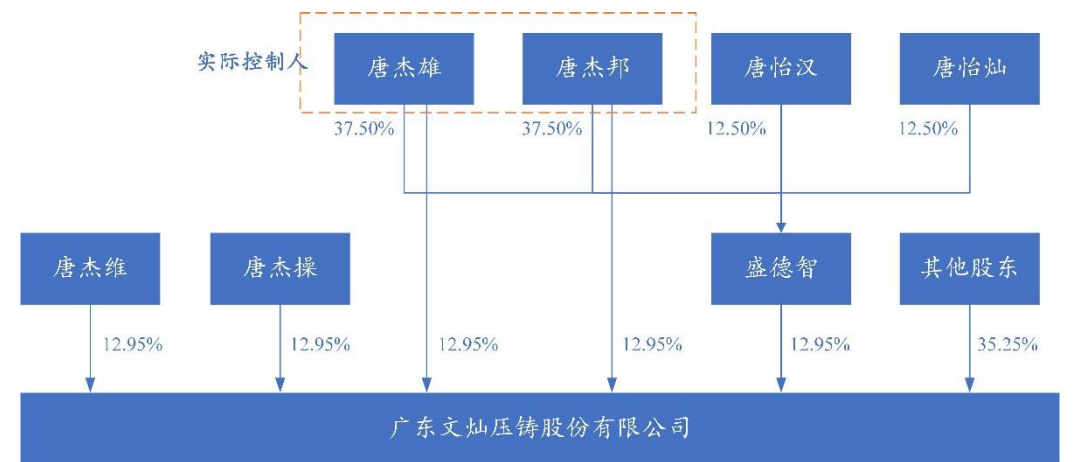
公司拥有 500 多人组成的经验丰富的技术队伍，配备现代先进设计软件及管理工具。现有压铸设备 150 余台（吨位从 125 吨到 4000 吨）、加工中心近 1000 台。公司年模具产量超过 350 套，可制造 125-4000 吨压铸机所需的模具，铝合金压铸件的年产能超 4 万吨。公司近年来在新能源汽车铝合金压铸件和车身结构件领域也取得了突破性的进展，已为特斯拉（TESLA）、上海蔚来、奔驰汽车批量供应铝合金车身结构件，新能源汽车和车身轻量化的快速发展将为公司提供更为广阔的发展空间。

公司于 2018 年 4 月正式在上海交易所挂牌上市，截至 2020 年 8 月 15 日，公司 A 股股本总数为 23950 万股，其中，非限售流通股占比 34.1%，限售流通股占比 65.9%。

目前公司控股股东及实际控制人为唐杰雄、唐杰邦。据公司 2020 年一季度报披露，唐杰雄、唐杰邦分别直接持有公司 12.95% 的股份，并通过盛德智间接控制公司 12.95% 的股份，合计直接和间接控制公司 38.86% 的股份，为公司实际控制人。

公司拥有南通雄邦、香港杰智、文灿模具、天津雄邦、江苏文灿、文灿投资六家控股子公司。目前公司正在进行对百炼集团的收购，截至 7 月 28 日，公司已完成百炼集团 61.34% 股份的收购。

图2: 公司股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表1: 公司控股子公司情况 (截至 2020 年 3 月 31 日)

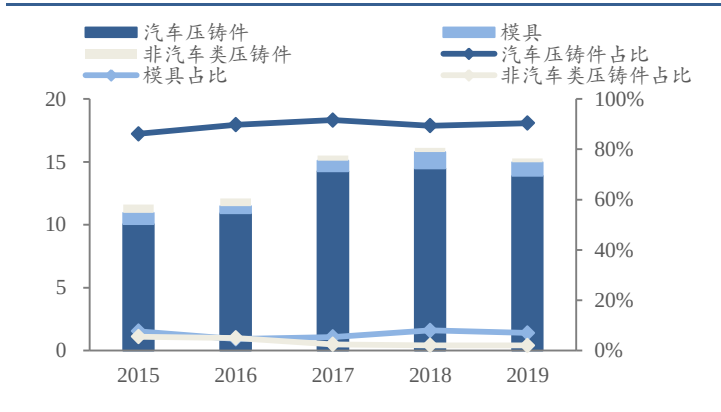
子公司名称	主营业务	股东构成及控制情况
雄邦压铸 (南通) 有限公司	设计、制造、销售汽车铝合金精密压铸件	文灿股份持有其 75% 股权, 并通过香港杰智持有其 25% 股权
杰智实业有限公司	投资及贸易	文灿股份持股 100%
广东文灿模具有限公司	模具及配套工装的研发、设计、生产与销售	文灿股份持股 100%
天津雄邦压铸有限公司	设计、制造、销售汽车铝合金精密压铸件	文灿股份持股 100%
江苏文灿压铸有限公司	设计、制造、销售汽车铝合金精密压铸件	文灿股份持股 100%
广东文灿投资有限公司	投资与资产管理 (对实业进行投资); 社会经济咨询	文灿股份持股 100%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二) 汽车压铸件为收入主要来源, 项目达产迎业绩增量

公司主营压铸件业务分为汽车类压铸件、模具和非汽车类压铸件三大类别, 其中, 汽车类压铸件业务是公司收入的主要来源。2019 年, 公司汽车类压铸件收入 13.90 亿元, 占公司业务收入的 90.37%, 模具和非汽车类压铸件收入分别为 1.08 和 0.31 亿元, 分别占公司业务收入的 7.02% 和 2.00%。

图3: 2015-2019 年公司各项业务收入占比 (单位: 亿元)

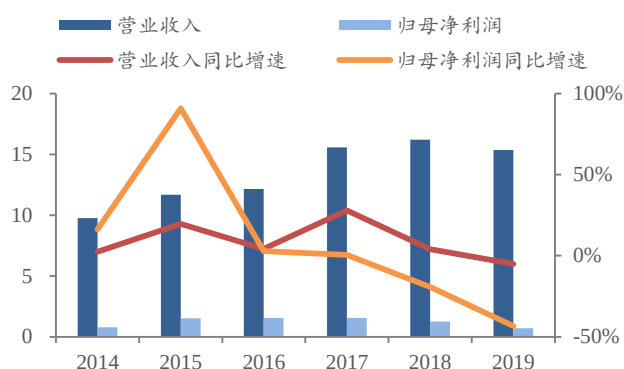


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2019 年, 公司实现营业总收入 15.38 亿元, 同比下降 5.09%, 实现归母净利润 0.71 亿元, 同比下降 43.28%, 毛利率为 23.96%, 同比下降 3.72pct。受汽车行业整体不景气影响, 公司下游客户订单量下滑明显, 产品销售收入及毛利率有所下降, 从而导致总营收和利润下滑。具体来看, 全年汽车类压铸件销量完成 3438.59 万件, 同比下降 12.60%, 毛利率为 20.78%, 同比下降 3.95pct; 非汽车类压铸件销量完成 28.59 万件, 同比下降 15.25%, 毛利率为 26.85%, 同比下降 2.24pct; 模具毛利率为 63.98%, 同比增加 3.71pct。

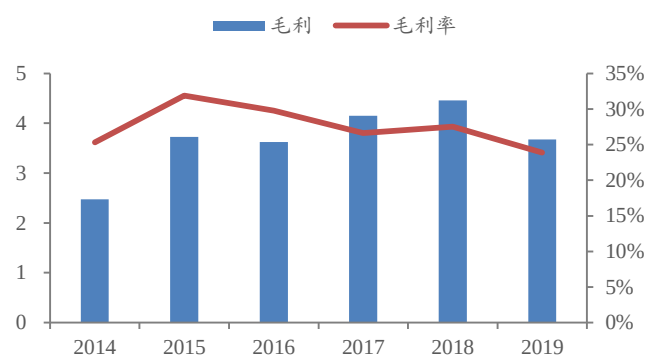
2018 年, 公司实现营业收入 16.20 亿元, 同比增长 4.05%, 实现归母净利润 1.25 亿元, 同比下降 19.36%。2018 年公司利润的下滑主要是由于期间费用增加所致。

图4: 2014-2019 年公司营收、归母净利润 (单位: 亿元)



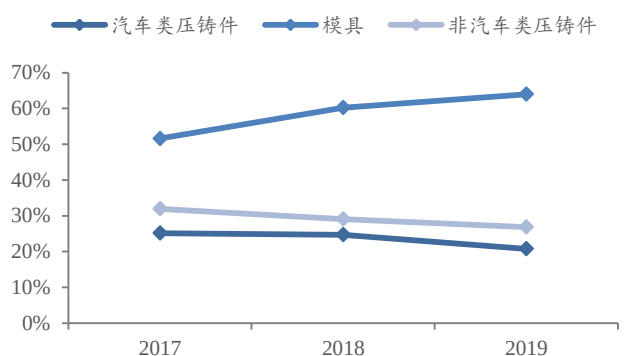
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 2014-2019 年公司毛利及毛利率 (单位: 亿元)



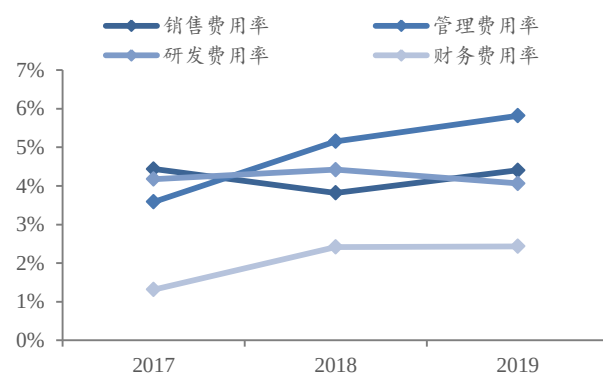
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 2017-2019 年各项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2017-2019 年公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2018-2019 年, 公司保持较高的期间费用率。2018 年, 受外币汇率波动影响, 汇兑损失增加, 公司财务费用同比增长 91.17% 至 3915.00 万元, 财务费用率增长 1.10 个 pct 至 2.42%。公司产能规模扩大、生产基地增加导致管理费用同比增加 49.56% 至 8250.31 万元, 管理费用率为 5.15%。2019 年, 由于产能持续扩建, 公司管理费用同比增长 7.11%, 管理费用率为 5.82%。销售费用较上年同期也有所增长。

南通雄邦和天津雄邦作为公司主要业务主体, 一定程度上影响公司整体效益。天津雄邦自动变速器关键零件项目 2018-2019 年处于逐步达产期, 具有较高的成本费用, 2019 年实现净利润

30.64 万元，已扭亏为盈，该项目于今年 2 月进入达产期，随着产能提高和成本费用的下降，预计今年利润将稳步增长。2019 年南通雄邦受下游客户订单数量减少影响，收入和净利润较 2018 年有所下降，随着今年下半年汽车市场的好转，预计业绩将有所恢复。

表2: 公司主要业务主体收入、利润情况 (单位: 万元)

项目	2019 年		2018 年	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
南通雄邦	79264.60	4842.74	93008.90	12158.09
天津雄邦	26001.14	30.64	15131.82	-4659.73
公司本部	43481.54	3347.17	53109.92	4883.61

资料来源: 公司公告, 民生证券研究

公司子公司江苏文灿、天津雄邦和南通雄邦均有在建项目，预计达产后将分别带来年度收益 11536.30 万元、2439.00 万元和 1789.50 万元，随着项目的逐步达产，公司利润将迎来增长。

表3: 主要项目进展

项目主体	项目名称	完成情况	达产后预计年度收益 (万元)	2019 年实现收益 (万元)
天津雄邦	雄邦自动变速器关键零件项目	已于 2020 年 2 月进入达产期	10917.03	30.64
南通雄邦	汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸件技改项目	已于 2019 年 4 月进入达产期	6925.80	3509.91
江苏文灿	新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目	预计 2023 年 1 月达产	11536.30	-
天津雄邦	天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目	预计 2023 年 11 月达产	2439.00	-
南通雄邦	大型精密模具设计与制造项目	预计 2023 年 6 月达产	1789.50	-

资料来源: 公司公告, 民生证券研究

(三) 积极获取新客户、新订单，产能规模不断扩张

公司不断获取新客户、新订单，产能规模不断扩张。2016-2018 年公司产能和产量持续扩张，产能利用率分别达到 82.92%、81.01%、80.36%。新能源市场景气，特斯拉、上海蔚来、大众（新能源车型）、比亚迪等已开始合作的客户均对公司提出了最低产能要求，公司为客户额外的订单预留 10%-20% 的产能。根据大众新车型、新能源汽车、上海蔚来等新增在手订单、框架性合同和正在洽谈的协议情况，公司发行可转债扩张产能，用于多个募投项目。公司在新能源汽车铝合金压铸件和车身结构件领域具有一定的技术优势和市场地位，新能源汽车和车身轻量化的快速增长趋势，将为公司提供更为广阔的发展空间。

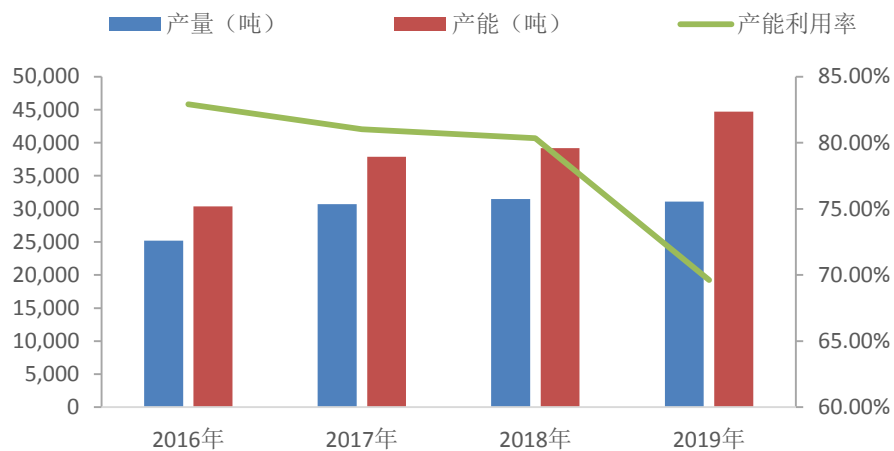
表4: 公司投资项目的产能布局

生产基地	项目名称	主要产品	主要客户
文灿模具	原有产线	汽车压铸件模具	内部销售。
	本次募投项目: 文灿股份研发中心及信息化项目	-	-
文灿股份	原有产线	变速箱系统、发动机系统、制动系统等	变速箱系统: 格特拉克、森村商事、湖南吉盛等; 发动机系统: 长城汽车、索格菲、法雷奥等, 此外, 在新能源汽车电机或压缩机产品方面, 已经取得比亚迪的在手订单, 同时正在开发法雷奥等原有老客户的新能源汽车相关零部件项目。制动系统: 威伯科等。
	本次募投项目: 大型精密模具设计与制造项目	汽车压铸件模具	内部销售。
南通雄邦	前次募投项目: 汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸件技改项目	变速箱系统、车身结构件等	变速箱系统: 大众 (速腾、迈腾等车型); 车身结构件: 特斯拉、奔驰、蔚来 (ES8) 等。
	原有产线	变速箱系统、车身结构件、底盘系统、发动机系统、制动系统等	变速箱系统: 长城汽车、爱思帝达耐时 (上海) 驱动系统有限公司等; 车身结构件: 特斯拉等; 底盘系统: 采埃孚天合等; 发动机系统: 威伯科、马勒等; 制动系统: 威伯科、瀚德等。
天津雄邦	本次募投项目: 天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目	新型号的变速箱系统、发动机系统 (新能源汽车电机)	变速箱系统: 大众新车型 (正在洽谈); 发动机系统: 大众 (新能源汽车电机)。
	前次募投项目: 雄邦自动变速器关键零件项目	变速箱系统等	变速箱系统: 大众 (速腾、迈腾等车型)。
江苏文灿	本次募投项目: 新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目	新型号的发动机系统、变速箱系统、底盘系统; 新车型的车身结构件等	车身结构件: 上海蔚来 (ES6) 等; 其他产品: 上海柴油机股份有限公司、奇瑞汽车股份有限公司。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司产能规模大幅增加, 产能利用率下滑, 但市场趋势向好。2019 年末, 公司压铸件产能达到 44,700 吨, 较 2018 年增长 14.03%, 产能持续扩张, 产能利用率下滑至 69.61%, 其原因主要在于下游汽车景气度下降和前次募集项目尚未完全投产。2019 年, 天津雄邦逆势实现扭亏为盈, 随着产能陆续投产, 营业收入及利润仍有增长空间。公司此次募集投资项目主要是针对大众新车型、上海蔚来新能源汽车以及上海柴油机股份有限公司、奇瑞汽车股份有限公司等新增在手订单、框架性合同和正在洽谈的协议, 公司业务规模持续扩张。因此, 公司短期产能利用率虽有下滑, 但随着投资项目的产能释放和市场景气, 公司产能利用率有望回升。

图8: 公司历年产能及产能利用率



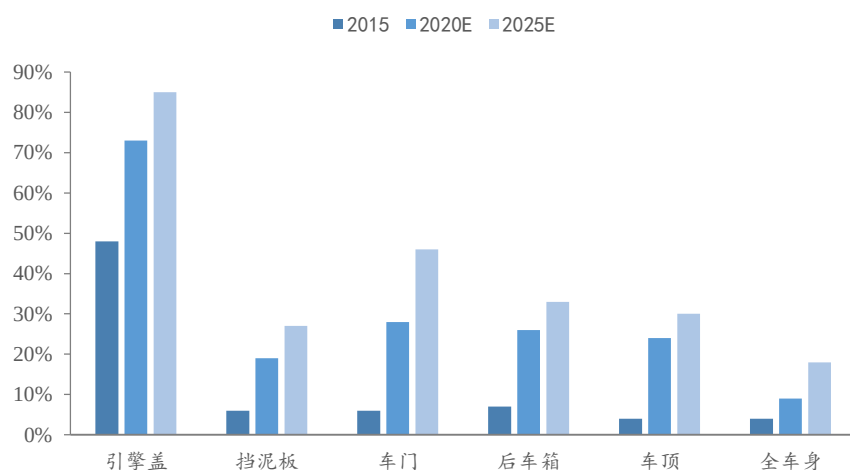
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

二、注重技术专研，具备铝制车身结构件先发优势

(一) 产品生产设备能力领先，掌握压铸行业前沿工艺

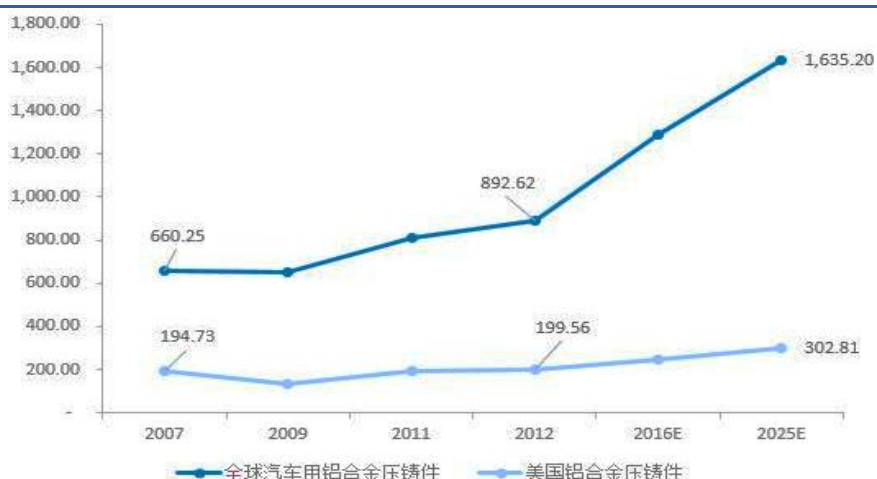
汽车用铝合金压铸件市场发展快速，公司铝合金压铸件需求增量可期。根据 Ducker Worldwide 的预测，汽车的各个主要部件用铝渗透率都将明显提高，铝制引擎盖的渗透率会从 2015 年的 48% 提升到 2025 年的 85%，铝制车门渗透率会从 2015 年的 6% 提升到 2025 年的 46%。目前全球汽车用铝合金压铸件市场整体呈现快速发展趋势，根据 NADCA 预测数据，到 2025 年全球汽车用铝合金压铸件销量将达到 1,635.20 万吨，较 2012 年增长 83.19%。公司的精密压铸件主要应用于汽车领域，如汽车发动机、变速箱、传动系统、转向系统、电子控制系统等。

图9: 铝合金在车身和覆盖件上的渗透率



资料来源: Ducker Worldwide, 民生证券研究院

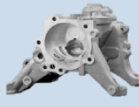
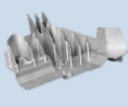
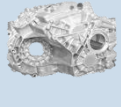
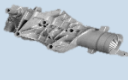
图10: 汽车用铝合金压铸件趋势 (单位: 万吨)



资料来源: NADCA, 民生证券研究院

公司的主要产品是汽车铝合金压铸件，其产品生产设备在同行业中处于先进水平。目前，公司拥有世界领先的压铸机制造商布勒（BUHLER）的最新的二板式压铸机、高真空压铸系统、超高压去毛刺机、高速 5 轴联动加工中心、德国巨浪（CHIRON）加工中心，蔡司（ZEISS）三坐标测量机等一批先进的高性能加工及检测设备。此外，公司还是国内少数几家拥有 4,000 吨级压铸机的汽车铝合金压铸企业。世界一流的生产装备为公司生产高性能、高强度、高精度铝合金压铸产品奠定了良好的基础。

图11: 公司汽车类压铸件主要产品

发动机系统	空气管理系统	车身结构件	传动系统	底盘系统	制动系统	电子控制系统	雨刷系统
							
真空泵	空调压缩机	纵横梁	变速箱壳体	转向器壳体	法兰	启动马达	雨刷系统
							
发动机缸体	空调压缩机	车身 B 柱	离合器壳体		活塞	电机罩	
							
滤清器壳体		车架纵架	换挡拨鼓		中气室		
							
		后桥横梁					

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司是国内少数拥有产品方案设计和模具自制能力的压铸企业，可对客户需求进行快速反应。不同于一般压铸企业只能按客户提供的设计图进行生产，公司凭借先进的技术和经验优势，广泛参与到高端客户奔驰、大众、特斯拉、上海蔚来汽车的产品前期设计，在满足客户需求的基础上，协助其进行产品结构、性能、成本等方面的改良。此外，模具属于高度定制化产品，模具产品生产具有技术和资本密集的特性，其设计开发能力、生产技术水平、经验积累及生产设备的先进程度等对模具的生产起着重要作用。公司成立了独立的文灿模具全资子公司，是国内少数拥有大型和复杂模具自制能力的汽车铝合金压铸企业，可以对客户需求进行快速反应和持续改善。

图12: 公司大型翻模机



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图13: 公司大型合模设备



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司深耕汽车铝压铸件领域多年，掌握压铸行业前沿工艺。公司的生产工艺主要是高压铸造（又称压力铸造），是铸造工艺中应用广、发展速度快的金属热加工成形工艺之一。压铸是指将熔融合金在高压、高速条件下填充模具型腔，并在高压下冷却成型的铸造方法。压铸工艺优点在于产品质量好、生产效率高、经济效果优良。经过多年积累，公司吸收掌握了现代压铸行业的多种最先进的工艺，比如高真空压铸、层流铸造工艺、真空压铸工艺、低压铸造工艺、T6 与 T7 热处理的产品压铸等等。

其中，高真空压铸工艺的型腔真空度最高可达 97%，达到世界一流水平。高真空压铸技术是在一般真空压铸技术的基础上进一步深化，可以使得型腔真空度做到 30 毫巴以下，压铸出来的产品可以用于热处理，更好地提升材料机械性能，公司目前为特斯拉（TESLA）批量供应的车门框等车身结构件即采用高真空压铸技术压铸而成。

层流铸造工艺可以显著地提高压铸件力学性能和表面质量。层流铸造工艺可以部分替代局部挤压工艺、低压铸造工艺，对于无法使用或不必要使用高真空压铸工艺的产品，该工艺可以大大降低产品的含气量、提高产品的性能。公司目前为法雷奥（VALEO）批量供应的空调压缩机缸体即采用层流铸造技术压铸而成。

图14：压铸工艺流程



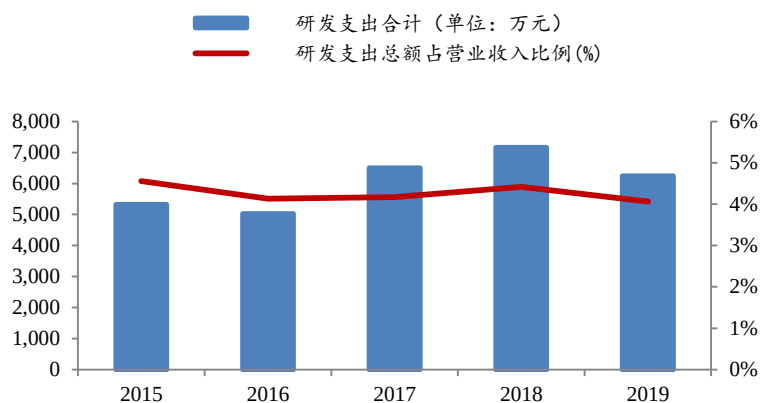
资料来源：民生证券研究院整理

公司具备铝合金新材料及配套压铸工艺的开发制备能力，可生产在强度、耐磨度等方面有较高要求的汽车零部件。普通真空压铸技术、局部挤压技术可以满足一般汽车压铸件的性能要求，但是无法满足如车身结构件、变速箱换挡拨鼓等对强度、耐磨度的要求。汽车铝合金压铸技术最具技术含量的应用领域为车身结构件，主要包括立柱、横梁、纵梁、车门框架、车架连接件、减震塔等，对汽车起支撑、抗冲击的作用，其质量直接关系到车身承载能力的好坏，对结构强度和刚度要求非常高。公司经过多年的研发和生产经验积累，目前已掌握车身结构件铝合金新材料的制备技术，并已批量为特斯拉、上海蔚来、奔驰汽车供应铝合金车身结构件。此外，变速箱换挡拨鼓等零部件对耐磨性要求特别高，过去一般采用铸钢材料，因为一般铝合金铸件难以达到其耐磨和硬度等性能要求。公司通过对铝合金材料及配套压铸技术进行研发，找到了解决的耐磨性和硬度等性能不足的方案，并实现了批量生产和供给，展示了公司新产品和新工艺的开拓能力。

(二) 研发模式双线并行，掌握多项国际先进技术

公司高度重视技术研发，研发投入占营业比例处于 4% 以上水平。由于近年新能源汽车行业的崛起，汽车行业对轻量化零部件的需求正逐步攀升。公司十分重视生产研发投入，研发支上呈现上升趋势，研发投入所占营业比例处于 4% 以上水平。公司目前拥有 47 项专利技术，其中实用新型专利 41 项，占比 87.23%；发明专利 6 项，占比 12.77%。

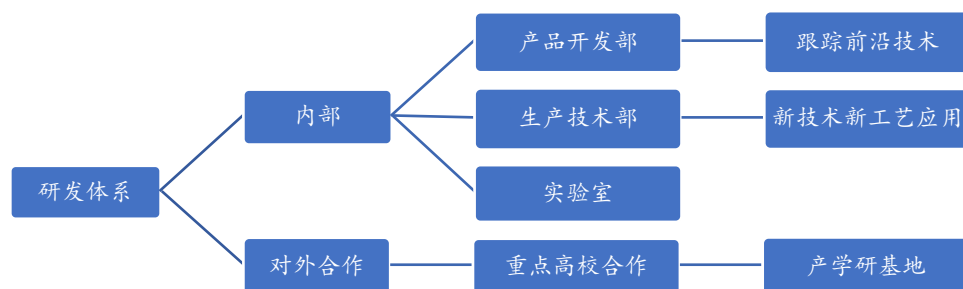
图15: 公司研发投入情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司采取双线并行的研发模式，对内下设三个部门，跟踪前沿技术、研发新工艺应用；对外加强合作，设立产学研基地。公司通过与奔驰、大众、通用等汽车整车厂商的合作开发交流，进一步提升自主研发和技术创新能力。公司还与清华大学、华南理工大学、上海交通大学、东南大学等多家高校展开合作，形成了内、外结合的研发体系和创新机制。

图16: 公司研发模式



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司掌握多项国际先进技术，保证核心竞争力。公司作为国内主要汽车铝合金压铸件生产商，经过多年的研发积累，已逐步形成自身的核心技术，包括目前为特斯拉批量供应车门框等车身结构件采用的高真空压铸技术以及为法雷奥公司批量供应空调压缩机缸体所采用的层流铸造技术等，形成多项授权保护的专利技术，并实现多项技术的科技成果转化。公司以“广东省企业技术中心”、“江苏省企业技术中心”为依托，开展科研攻关，增强技术储备和技术开发能力。正因为对研发的重视、对技术研究模式的创新，公司掌握多项国际先进技术，极大提升了公司核心竞争力，增强其变现价值。

表5: 公司主要技术

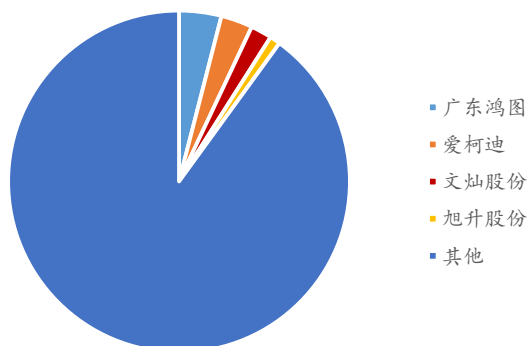
名称	先进性	所处阶段
高延伸率合金应用技术	国际先进	批量生产
高真空压铸技术	国际先进	批量生产
局部挤压技术	国际先进	批量生产
层流压射（超低速压铸）技术	国际先进	批量生产
可控高压点冷技术	国际先进	批量生产
方针数字化模拟分析技术	国际先进	批量生产

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（三）国内铝压铸市场规模分散，公司未来拓展空间广阔

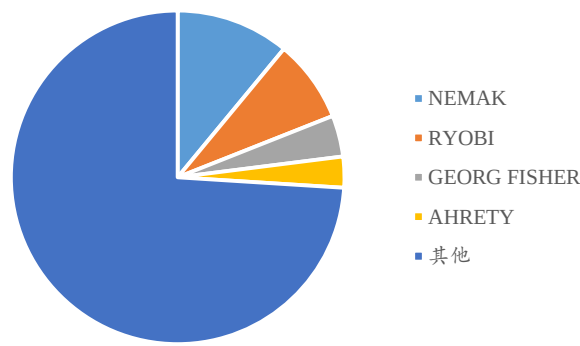
国内铝压铸市场竞争激烈，行业集中度有望持续提升。据中国铸造协会统计，国内有 3000 多家汽车用压铸企业，但仅有几十家企业产量在万吨以上，整体规模呈分散格局。根据中国产业信息网报告，2018 年中国车用铝合金压铸件前 4 名市场份额总和为 10%，行业集中度较低；2018 年全球车用铝合金前 4 家企业市场份额总和达 26%。参考国外压铸行业格局，我国压铸行业集中度有望进一步提升，龙头企业仍有较大增长空间。目前，掌握汽车铝合金成型工艺的国内上市公司主要有广东鸿图、爱柯迪、文灿股份、伯特利、拓普集团、旭升股份等。

图17: 2018 年我国汽车用铝压铸行业集中度



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

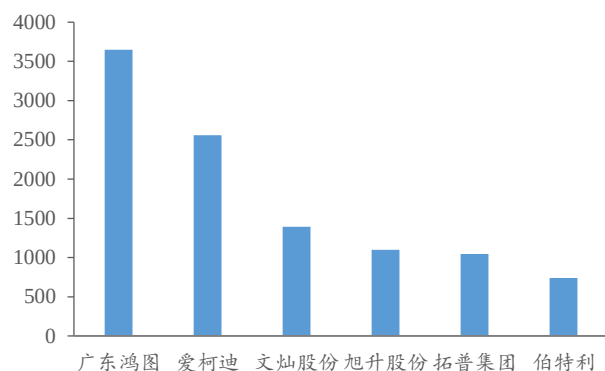
图18: 2018 年全球汽车用铝压铸行业集中度



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

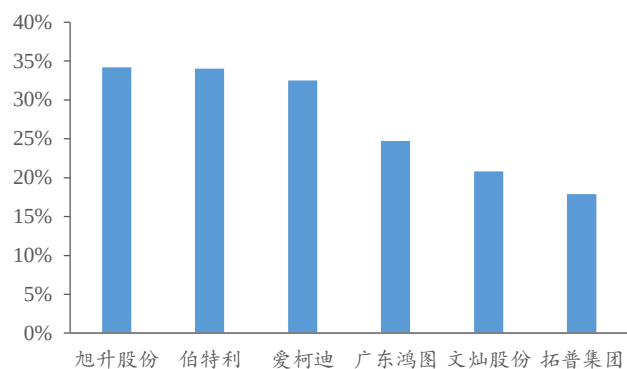
公司高真空压铸工艺达世界一流水平，在新能源车车身结构件领域有先发优势。文灿股份以高压铸造为基础，并掌握了现代压铸行业的多种先进工艺，其中，高真空压铸工艺达到世界一流水平，形成特色竞争优势，同时，公司为特斯拉供应车门框，在新能源汽车车身结构件领域有先发优势。

图19: 2019 年国内主要压铸企业营收规模 (百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2019 年不同公司铝制品毛利率比较



资料来源: wind, 民生证券研究院

三、具备优质客户资源优势，持续优化客户结构

(一) 与国内外知名厂商建立稳固的合作关系

公司深耕汽车铝压铸件领域多年，与国内外大型汽车整车厂商和知名汽车一级零部件供应商建立起稳固的合作关系。目前公司合作的主要客户包括采埃孚天合(ZF TRW)、威伯科(WABCO)、麦格纳(MAGNA)、加特可(JATCO)、法雷奥(VALEO)、瀚德(HALDEX)、博世(BOSCH)等全球知名一级汽车零部件供应商，以及通用汽车、奔驰、长城汽车、大众、特斯拉(TESLA)、吉利、上海蔚来、比亚迪等整车厂商。

表6: 公司主要合作的整车厂商

客户名称	主要产品	配套主要品牌	配套主要车型
大众集团	变速箱系统零件	大众(Volkswagen)	途观 Tiguan、速腾 Sagitar、迈腾 Magotan、凌度 Lamando 等
		奥迪(AUDI)	奥迪 A4 等
		斯柯达(SKODA)	速派 Superb 等
特斯拉	车身结构件、汽车件其他零件	特斯拉(Tesla)	Model X、Model S、Model 3
长城汽车	变速箱系统零件、发动机系统零件	SUV-哈弗	哈弗 H2、H6、H7 等
		皮卡-风骏	风骏 5、风骏 6 等
戴姆勒集团	车身结构件	梅赛德斯-奔驰(Mercedes-Benz Car)	C-Class 等
上海蔚来	车身结构件、汽车件其他零件	蔚来	ES8 等
比亚迪		比亚迪	
吉利汽车		吉利(含领克)	博越、帝豪、领克等

资料来源：公司公告，招股说明书，民生证券研究院

表7: 公司主要合作的一级零部件供应商

客户名称	主要产品	配套的主要品牌	配套主要车型
威伯科(WABCO)	发动机系统零件、制动系统零件	通用 GM	雪佛兰科沃兹、别克昂科威、通用皮卡等
		福特 Ford	福特福克斯等
		沃尔沃 Volvo	FH,FM,FL,FE scania R 系列重卡
采埃孚天合(ZF TRW)	底盘系统零件、汽车件其他零件	福特 Ford	福克斯、新福克斯、翼搏、福睿斯等
		菲亚特克莱斯勒	SUV 菲跃
		沃尔沃 Volvo	S40 等
麦格纳(主要指格特拉克)	变速箱系统零件	戴姆勒集团	奔驰 A/B class sedan、Smart 等
		长城汽车	哈弗 H2、哈弗 H6 等
		吉利汽车	Geely 帝豪 GS 等
		雷诺	Scenic
		宝马集团	Mini Copper
法雷奥(VALEO)	发动机系统零件、汽车件其他零件	日产	天籁
		马自达	马自达 MAZDA
		斯巴鲁	斯巴鲁 SUBARU

资料来源：公司公告，招股说明书，民生证券研究院

得到国内外知名整车厂商和一级零部件供应商的认可，既体现了公司产品在技术、质量等方面的优越性，又为公司在汽车铝合金压铸件领域建立了较高的品牌知名度，为公司持续快速发展奠定了坚实的基础。

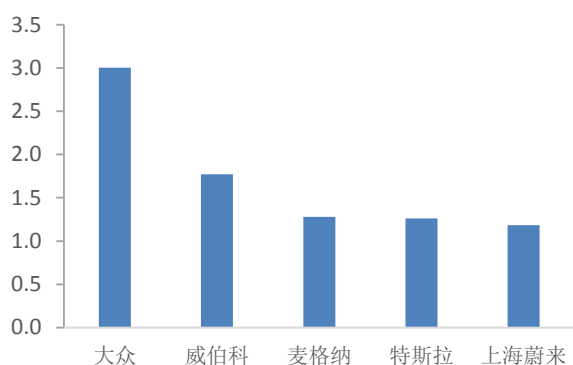
近3年公司前五大客户销售收入占主营收入比例达50%以上。2019年公司前五大客户销售收入达8.5亿元，占营业收入比重55.62%。其中大众集团、威伯科、麦格纳、特斯拉、上海蔚来分别贡献销售收入3亿元、1.77亿元、1.28亿元、1.26亿元、1.19亿元，分别占营业收入比例19.65%、11.59%、8.37%、8.25%、7.76%。大众集团、特斯拉、威伯科、麦格纳（格特拉克）连续三年稳居公司前五大客户，2019年蔚来汽车超过采埃孚天合，成为公司第五大客户。

表8: 公司 2017-2019 合并前五大客户

2019 年			2018 年			2017 年		
客户名称	销售收入 (万元)	营业占比	客户名称	销售收入 (万元)	营业占比	客户名称	销售收入 (万元)	营业占比
大众	30,032.36	19.65%	大众	27,126.71	16.84%	威伯科	23,804.01	15.37%
威伯科	17,709.56	11.59%	威伯科	23,170.25	14.38%	大众	19,737.94	12.74%
麦格纳	12,798.17	8.37%	特斯拉	15,707.61	9.75%	采埃孚天合	17,933.86	11.58%
特斯拉	12,612.64	8.25%	格特拉克	12,795.20	7.94%	格特拉克	11,301.89	7.30%
上海蔚来	11,854.72	7.76%	采埃孚天合	12,158.26	7.55%	特斯拉	11,098.10	7.17%
合计	85,007.47	55.62%	合计	90,958.03	56.47%	合计	83,875.79	54.15%

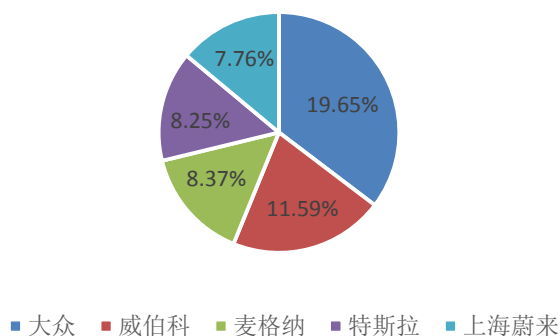
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21: 2019 年公司前五大客户销售收入 (亿元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22: 2019 年公司前五大客户销售占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司不断开拓海内外新客户，建立质量优良、发展潜力大的优质客户群。2019年，公司新开发了戴姆勒(DAIMLER)、法国三电(Sanden)、德国曼恩(MAN)、爱尔铃克铃尔、敏实集团(MINTH，终端使用客户是北京奔驰)等优质客户。

表9: 2019 年公司新开发客户

新开发客户	主要供应产品
戴姆勒	底盘零件
法国三电	空调压缩机零件
德国曼恩	发动机管类零件
爱尔铃克铃尔	发动机零件
敏实集团	电池盒组件

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二) 占据特斯拉产业链先发优势, 双方已进入稳固合作阶段

公司于 2014 年与特斯拉建立合作关系, 已进入稳固合作阶段。公司于 2014 年下半年与特斯拉建立合作关系, 为特斯拉开发、生产车身结构件产品, 主要包括车身前后减震塔、空调支架、电池盒支架及车身门框等产品。2015 年公司获得美国特斯拉电动汽车多个车身结构件量产新项目, 成为国内获得特斯拉量产汽车结构件订单最多的企业。2016 年公司与特斯拉签订销售框架协议, 公司与特斯拉的合作进入稳固合作阶段。2017 年, 公司研发的 Tesla 高精度铝合金车门结构件获得省级高新技术产品认定证书。2019 年, 公司向特斯拉上海工厂 Model3 车型供应支架零件。

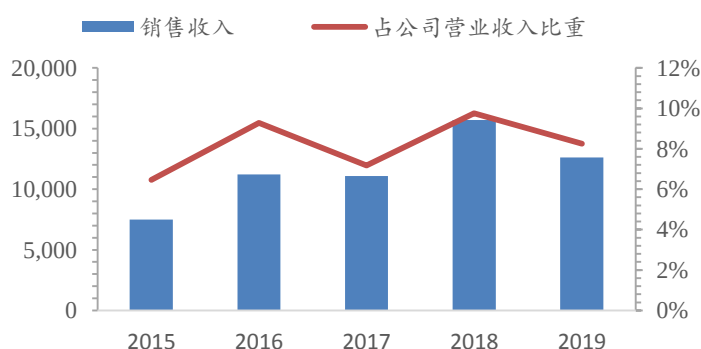
表10: 公司供应 Tesla 车型

车型	车身设计	是否供应	售价(万美元)	定位
Model 3	钢铝混合	是	3.5-5.95	B 级汽车
Model Y	钢铝混合	暂未	6.14-	中端 SUV
Model X	全铝车身	是	8.95-10.4	高端 SUV
Model S	全铝车身	是	8.5-9.9	C 级轿车

资料来源: Tesla 公司公告, 民生证券研究院

特斯拉已连续三年成为公司前五大客户, 占销售收入 8% 以上。2019 年特斯拉实现销量 36.7 万辆, 同比增长 49.67%, 销售收入达 1714.6 亿元, 同比增长 14.52%。其中 Model X/S 销量为 6.67 万辆, Model 3 销量达 30.1 万辆。2019 年公司与特斯拉的合作主要基于在北美生产的 Model X 和 Model S, 主要供应产品为前减震、后减震、车门等车身结构件。在 Model 3 车型上, 公司供应的产品为空调支架和压缩机支架。2019 年公司向特斯拉上海工厂供货数量约为 8,000 件, 向特斯拉北美工厂供货数量约为 575,000 件。

图23: 2019 年特斯拉贡献销售收入 (万元) 及营业占比

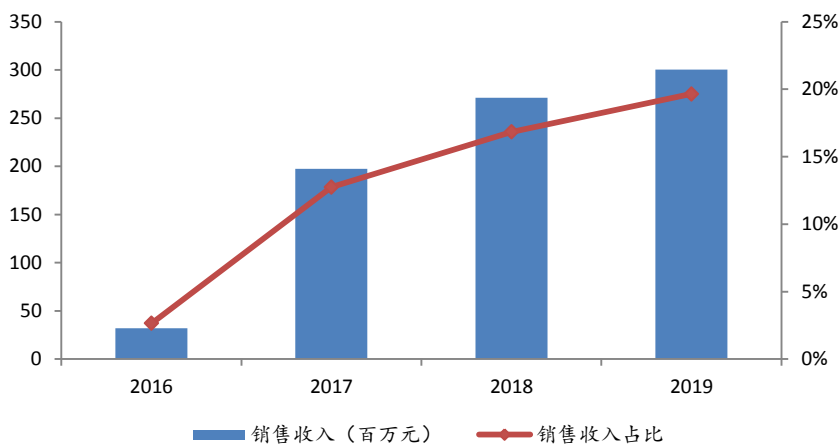


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

（三）大众电动化进程加速，或将带动公司营收增长

大众连续 3 年作为公司内销第一大客户，为公司带来的销售收入规模持续提升。公司于 2014 年与大众建立合作关系，主要为其开发、生产变速箱系统零件产品；2016 年公司为客户开发的变速箱系统零件产品实现大批量生产，当年对其实现的变速箱系统零件销售收入较上一年增加 2355.97 万元，使得大众进入公司 2016 年内销前五大客户；在 2017 年后，产品进入量产爬坡阶段，对其实现的变速箱系统零件销售收入大幅增加，带动公司变速箱内销收入实现较大幅度增长。截止至 2019 年，大众已连续三年成为公司内销第一大客户。2019 年度，大众为公司贡献销售收入达 3.00 亿元，收入规模占比稳步提升，从 2016 年的 2.65% 提升至 2019 年的 19.65%。

图24: 大众贡献的销售收入及占比情况



资料来源：公司年报，招股说明书，民生证券研究院

公司的南通雄邦、天津雄邦项目主要为大众供货变速箱系统零件，产品的主要配套车型包括大众的速腾、迈腾等多个车型。其中，南通雄邦 IPO 募投项目已于 2019 年 4 月达产。天津雄邦主要围绕与大众签订的框架协议供应产品，于 2017 年开始试生产，主要就近配套大众生产变速箱系统零件。其 IPO 募投的雄邦自动变速器关键零件项目已于 2020 年 2 月达产，“天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目”仍处于推进状态。随着产能陆续投产，未来公司的营业收入及利润将有一定幅度的增长。

表11: 为大众供货的生产项目 (单位: 亿元)

子公司	项目	总投资	已投资	设计 总产能	已投产	主要产品	主要客户
天津雄邦	雄邦自动变速器关键零件项目	7.36	8.70	220 万套	195 万套	变速箱系统等	变速箱系统：大众（速腾、迈腾等车型）
	天津雄邦压铸有限公司精密加工智能制造项目	1.92	0.82	-	尚未投产	新型号的变速箱系统、发动机系统（新能源汽车电机）	变速箱系统：大众新车型； 发动机系统：大众（新能源汽车电机）
南通雄邦	汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金压铸件技改项目	5.08	4.11	720 万套	613 万套	变速箱系统等	变速箱系统：大众（速腾、迈腾等车型）

资料来源：跟踪信用评级报告，公司公告，民生证券研究院

大众坚定电动化转型，重点布局中国市场，同时，公司已进入大众 MEB 平台产业链，或将带动公司营收增长。大众加速电动化进程，于 2018 年正式发布 MEB 模块化电驱动平台，并重点布局中国电动市场，将在一汽-大众、上汽大众共同生产电动车，计划 2025 年在华电动车销量突破 150 万辆；2028 年在华累计销量超过 1100 万辆；到 2035 年电动车在华销量占比 50%。目前，首款国产 MEB 车型 ID.4 预计将于 2020 年底发布，同时公司已进入大众 MEB 平台供应链，并向天津大众 MEB 项目供应电机壳体。

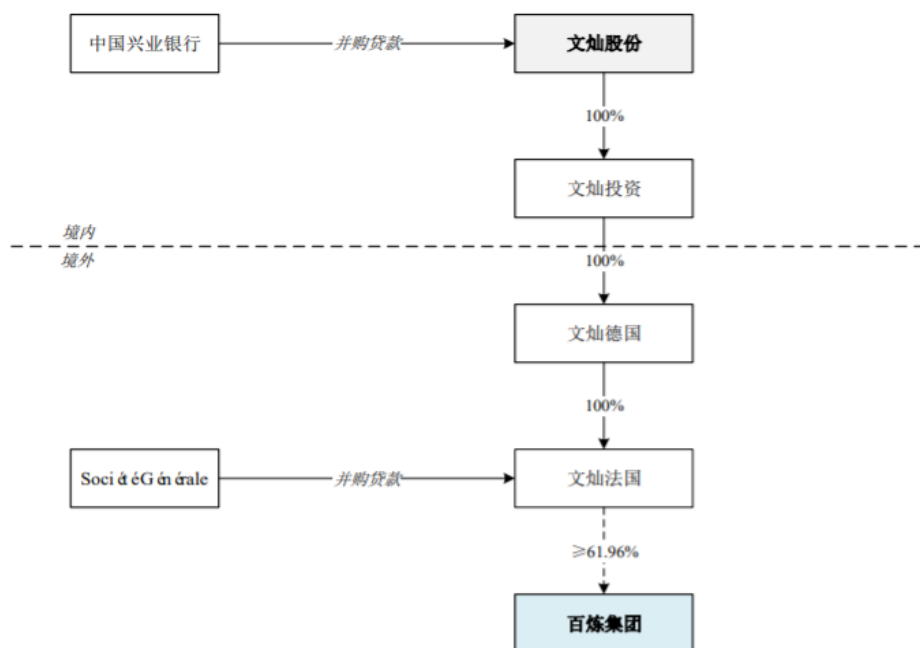
四、收购百炼实现优势互补，协同效应助力全球化布局

文灿股份于 2019 年 12 月 8 日发布拟收购百炼集团控股权的公告，并于 2020 年 7 月 15 日发布重大资产购买报告书。本次重大资产重组方案为文灿股份通过文灿法国向交易对方 Copernic 公司以每股 35.12 欧元、向 Philippe Galland 先生和 Philippe Dizier 先生以每股 38.18 欧元的现金对价收购其所持有的百炼集团 407.80 万股普通股，代表百炼集团总股本的 61.96%；随后公司境外子公司文灿法国将以每股 38.18 欧元的收购价格，针对百炼集团剩余的全部股份发起强制要约收购，并根据要约情况获得百炼集团至多 100% 股权。本次交易百炼集团 100% 股份的定价为 23,968.72 万欧元（约合人民币 18.73 亿元），其中控股权对应的作价为 14,407.94 万欧元。

截至 2020 年 7 月 28 日，公司已完成百炼集团 61.34% 股份的收购，约 0.61% 的锁定股份将于 2020 年 9 月 3 日过户给文灿法国。本次交易完成后，百炼集团将成为文灿股份的控股子公司，文灿股份通过境外子公司文灿法国直接持有百炼集团至少 61.96% 股权。此外，根据法国证券监管规定，文灿法国计划将于 2020 年 9-10 月针对剩余的全部股份发起强制要约收购，从而实现 100% 持有百炼集团，完成私有化及退市流程。

估值指标低于可比公司，收购交易性价比高。百炼集团 100% 股份的定价约为 2.397 亿欧元，对应 PB 值为 1.43，对应百炼集团 2018 年净利润 PE 约为 8.8 倍，对应百炼集团 2019 年净利润 PE 约为 19.3 倍，隐含 EV/EBITDA 倍数为 5.12。根据 Capital IQ 查询，全球 2018 年至 2019 年汽车零部件行业公开的 28 个控股权并购案例，P/B 值的平均数为 3.51，P/B 值的中位数为 2.20。根据上海东洲资产评估有限公司出具的估值报告，可比上市公司的平均 EV/EBITDA 倍数为 5.79。文灿股份本次收购的估值指标处于行业合理水平且略低于可比公司，交易性价比高，可有效降低收购风险。

图25: 收购完成后百炼集团股权结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告 21

百炼集团于 1999 年 6 月 25 日在巴黎泛欧证券交易所上市（交易代码：BELIPA），是汽车零部件铝合金铸件领域的全球性龙头企业。其总部位于法国，在全球设有 12 处制造基地，分别位于法国、匈牙利、塞尔维亚、中国和墨西哥，核心产品包括汽车制动系统、进气系统、底盘及车身结构件等产品领域的精密铝合金铸件产品，拥有从产品设计、模具设计与制造、样件制作、到零部件铸造加工的完整生产体系。

2019 年业绩下滑，为行业景气下行因素。2018、2019 年百炼集团分别实现营收 3.59 亿欧元、3.20 亿欧元。2019 年受全球汽车行业销量与需求整体下行影响，营收下滑 10.93%，剔除铝价下跌和外汇影响后下跌幅度为 8.9%，为行业内合理水平。由于 2019 年收入下降，而汽车零部件行业的固定成本（包括员工成本、其他管理费用及折旧摊销等）在短期内无法同比例减少，因此利润下滑比例相对显著。同期内同行业的其他公司情况类似，例如亚太股份收入下降 18.47%，净利润下滑 854.58%；旭升股份收入下降 0.15%，净利润下滑 29.66%。整体而言，百炼集团营收变化幅度处于合理范围，盈利能力未发生重大负面变化。

订单数量可观，未来业绩可期。在 2019 年市场下行的环境下，百炼集团仍有 55 个新项目投入生产；2020 年受疫情影响，部分订单和项目推迟至 2021 年，但受益于汽车行业中期需求，公司总体订单情况依然良好，预计将在 2020 年启动 85 个新项目，新增订单总额接近历史新高的 3.4 亿欧元。汽车行业的订单主要系主机厂与供应商合作开发的具体项目，每个项目持续时间约为 4-7 年，再考虑到行业逐步回暖及新能源汽车市场前景看好，公司业绩有望回升，且在较长时间内存在稳定支撑。

表12: 百炼集团利润表（单位：千欧元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	319,533	358,758
营业成本	298,076	324,882
营业利润	18,674	33,355
利润总额	17,727	32,690
净利润	12,414	27,152
归属于母公司所有者净利润	12,414	27,152

资料来源：公司公告，民生证券研究院

通过收购百炼集团的控股权，文灿股份充分发挥产品、生产工艺、客户、制造基地等方面的协同效应。收购项目完成后，文灿股份在铝合金压铸领域的优势将进一步增强，从而更大幅度地整合业务布局，完善公司产品线及工艺链，扩大公司在铝合金汽车零部件市场的影响力，并继承原百炼集团的全球性客户及生产基地，提高公司业务的国际化水平，成为集高端汽车铝合金精密压铸件研发、生产、销售和服务为一体的具有全球竞争力的创新型企业。

（一）丰富产品矩阵，扩展业务范围

百炼集团的核心产品包括汽车制动系统、进气系统、底盘结构件等领域的精密铝合金铸件产品。其中，汽车制动部件主要包括刹车总泵、刹车前卡钳、刹车后卡钳等；进气部件包括涡轮增压器壳体、进气歧管等；底盘结构件包括转向节等。2019 年百炼集团 64.80% 营收来自制动系统产品，占比最大，其次为进气系统（19.00%）和底盘结构件（16.80%），三者合计占比 98.60%。

在汽车制动系统的精密铝合金铸件领域，百炼集团市场占有率较高，属于世界领导者。据文灿股份公告，在欧洲市场，百炼集团在刹车主缸和卡钳领域拥有 50% 以上的市占率；在北美市场，刹车主缸市占率接近 50%，卡钳业务因成本原因市占率有所下滑；在亚洲市场，刹车主缸市占率约为 20%，卡钳产品占有主导地位，占有率达 50% 以上。综合三大市场情况，百炼集团的综合市占率约为 30% 以上，为汽车制动系统精密铝合金铸件领域的全球领导者之一。收购项目完成后，文灿股份可迅速继承百炼集团在此市场的重要地位，扩宽业务布局，实现业绩增量。

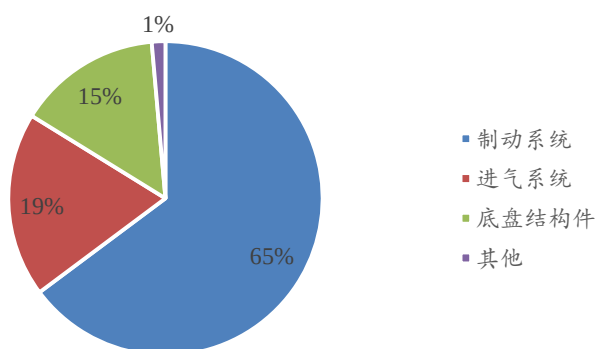
进气系统业务可丰富文灿股份现有产品矩阵，进一步拓展市场覆盖范围。目前，文灿股份产品线未涉及涡轮增压器壳体、进气歧管等进气系统零部件，而该业务恰好为百炼集团的第二大业务，2019 年占营收比重为 19.00%。2019 年，百炼在旅顺和基金达的机加工车间均逐步投产，未来百炼集团将为客户提供更加强大的机加工处理能力。文灿股份可在此基础上扩展经营业务，为客户提供更为全面的产品系列，提高整车同步设计、开发能力，有望获取更高级别的同步开发项目或订单。

表13: 百炼集团核心产品

产品大类	细分产品	产品用途
刹车部件	刹车总泵	将踏板机构输入的机械能转换成液压能，推动制动液传输至各个制动泵中推动活塞，使制动器产生制动效果
	刹车前卡钳	附挂在前轮刹车盘的组件，通过与刹车盘摩擦产生减速效果
	刹车后卡钳	附挂在后轮刹车盘的组件，通过与刹车盘摩擦产生减速效果
进气部件	涡轮增压器壳体	汽车进气系统中用于压缩空气的涡轮增压器主体外壳部件
	进气歧管	将空气、燃油混合气由化油器或节气门体分配到各气缸的进气道
底盘结构件	转向节	车轮、吸震块和底盘之间的连接件
	结构件	固定支撑车桥悬挂的支架，阻隔振动和噪声

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26: 2019 年百炼集团营收结构（按产品）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）铸造工艺优势互补，提高公司技术水平

文灿股份的技术优势为高压铸造，百炼集团的技术优势为低压和重力铸造，两者可实现生产工艺互补。高压压铸是指在高压作用下，使液态或半液态金属以较高速度充填压铸模具型腔，并在压力下成型和凝固而获得铸件的方法；低压压铸是指液体金属在较低压力（0.02-0.06MPa）作用下充填铸型，并在压力下结晶以形成铸件；重力铸造是指金属液在重力作用下注入铸型的工艺。相对于高压铸造，重力铸造的特点是能有效解决高压工艺下的气孔等问题，铸件的物理性能高，一般运用在一些强度要求比较高的部件，比如底盘系统、刹车系统等，或者是结构复杂、高压模具型腔难以解决的部件中。目前，在汽车零部件的铝铸件生产中，高压铸造和重力铸造互相不能替代，属于相互补充的工艺方式。本次收购完成后，文灿股份和百炼集团将共同在铸造技术领域进行协同发展，能够为客户提供更多铸造工艺路径的选择以及更佳的生产制造方案，以满足客户多元化的产品工艺需求。

表14: 铝合金成型工艺对比

工艺	高压铸造	低压铸造	重力铸造
表面质量	良好	中等	中等
内部质量	高速喷水，无补缩，内部较多气孔疏松	0.01-0.05MPa 左右压力下成型，晶粒粗大、组织松散	靠自重填充成型，晶粒极为粗大、组织松散
表明粗糙度	Ra3.2-1.6	Ra6.3-3.2	Ra6.3-3.2
热处理	不可	可固溶（T6）	可固溶（T7）
生产效率	高	中等	低
设备成本	中等	低	低
成型精度	一次成型程度高，加工余量少	加工余量较大	加工余量较大
机械性能	低	中等	中等

资料来源：《汽车底盘铝合金轻量化成型工艺及趋势》，民生证券研究院

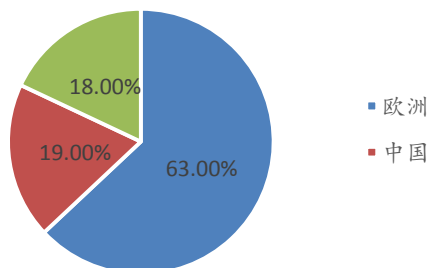
研发与生产互补，充分发挥相对优势。百炼集团具有相对深厚的技术积累及成熟的研发团队，可进行高性能铝合金研发试制、原型设计制造验证、模具/夹具/检具设计制造、精密数控加工等研发操作，可实现与客户同步开发生产复杂的铝合金轻量化刹车件、进气系统零部件、底盘和车身结构件等产品，具备较强的技术开发能力。与百炼集团相比，文灿股份在模具及工装制造方面具有相对优势，主要得益于设有全资子公司文灿模具，且国内人工及材料成本相对较低。通过本次收购，文灿股份的模具制造优势和百炼集团的研发优势将发挥协同效应，将进一步优化生产流程，从而降低生产成本、提升产品毛利率。

（三）继承百炼客户群，快速抢占国际市场

百炼集团客户资源优质，助力文灿股份扩展新客户。百炼集团的客户包括采埃孚（ZF）、德国大陆（CONTINENTAL TEVES）、法雷奥（VALEO）、博世（BOSCH）、本特勒（BENTELER）等全球知名一级汽车零部件供应商，以及宝马（BMW）、戴姆勒（DAIMLER）、标致雪铁龙（PSA）、雷诺日产（RENAULT NISSAN）等国际性主机厂，在业内享有良好的口碑。据文灿股份《重大资产购买报告》，百炼集团主要客户为德系 OEM 及一级供应商，因此超 60%营收来自欧洲地区；依托墨西哥铸造、机加工生产基地，公司近 20%收入来自墨西哥。文灿股份与百炼集团主要产品均为精密铝合金铸件，本次收购完成后，文灿股份可充分受益于百炼集团的海外销售渠道及客户资

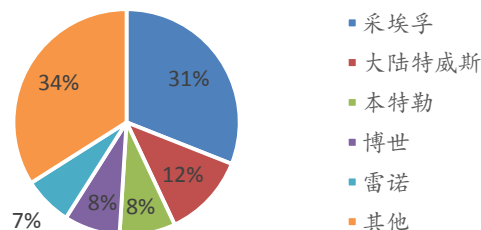
源，在精密铝合金铸件汽车零部件产品领域的国际市场份额将大幅提升，尤其是在铝合金刹车铸件（刹车主缸和卡钳）领域获得全球领先的市场地位。

图27: 2019年百炼集团营收结构（按地区）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28: 2019年百炼集团客户结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

收购后服务升级，巩固现有客户。文灿股份与百炼集团的客户均包括采埃孚（ZF）、法雷奥（VALEO）、戴姆勒（DAIMLER）等全球知名一级汽车零部件供应商及主机厂，本次收购完成后，文灿股份能够为上述知名客户提供更丰富的产品类型、更为快速的需求响应，从而进一步巩固和深化与上述知名客户的合作关系，提升公司在汽车供应链中的竞争地位。

（四）生产基地加速实现全球化布局

截至2020年7月15日，百炼集团纳入合并财务报表范围的子公司（包括二级子公司）共12家，分别位于法国、匈牙利、塞尔维亚、墨西哥、中国等地。

表15: 百炼集团下属公司情况

序号	代称	中文代称及代码	持股比例	注册资本	注册地	主要业务
1	Fonderies et Ateliers du B éier	百炼波尔多（FAB）	99.99%	257.40 万欧元	法国	轻质合金铸造
2	L.B.O.	百炼设备（LBO）	100%	7622 欧元	法国	设备租赁
3	Le B éier Hongrie	百炼匈牙利（LBH）	100%	6.77 亿匈牙利福林	匈牙利	轻质合金铸造
4	Le B éier Moh ács	百炼莫哈奇（LBM）	100%	0.14 亿匈牙利福林	匈牙利	轻质合金铸造
5	BSM Hungary Machining	百炼索尔诺克（BSM）	100%	2.05 亿匈牙利福林	匈牙利	机加工
6	Le B éier Kikinda	百炼塞尔维亚（LBK）	100%	9.02 亿塞尔维亚纳尔	塞尔维亚	轻质合金铸造
7	LBQ Foundry	百炼墨西哥铸造（LBQ）	100%	4029.85 万墨西哥比索	墨西哥	轻质合金铸造
8	BQ Machining	百炼墨西哥机加工（BQM）	100%	1.23 亿墨西哥比索	墨西哥	机加工
9	Le B éier Dalian	百炼大连（LBD）	100%	428.06 万欧元	中国	轻质合金铸造
10	HDPCI LIMITED	百炼香港（HDPCI）	100%	1000 港币	中国香港	控股公司
11	Le B éier Lushun	百炼旅顺（LBL）	100%	154 万欧元	中国	轻质合金铸造
12	Le B éier Wuhan	百炼武汉（LBW）	100%	93.75 万欧元	中国	轻质合金铸造

资料来源：公司公告，民生证券研究院

生产基地全球布局，有利于国际化业务扩张。百炼集团主要制造及研发基地位于匈牙利、塞尔维亚、墨西哥、法国等欧美国家，以及中国的大连、武汉等地，文灿股份的主要制造基地位于中国的佛山、南通、无锡、天津等地。收购百炼集团后，文灿股份在全球主要汽车市场拥有本土化的生产制造基地及技术中心，发展为立足佛山南海的跨国公司，可以更迅速、更准确地了解客户的需求，从而更快速、更全面地为客户提供解决方案。此外，在当前国家间贸易摩擦和国际贸易波动的宏观背景下，全球化布局有助于应对贸易保护主义。例如，受新冠肺炎冲击，欧美各地区出台一系列保护本地区产业及吸引产业回流的政策。本次交易完成后，文灿股份在欧洲和美洲地区均获得生产基地和产能，可有效满足各地区客户的产品需求，降低国际贸易政策不确定性对公司业务持续发展的风险。

五、投资建议及盈利预测

公司具备技术优势，投资项目逐步达产，大众连续 3 年为公司内销第一大客户，与特斯拉建立稳固合作关系，收购汽车零部件铝合金铸件领域的国际性龙头百炼集团，可进一步发挥协同效应，未来业绩增长可期。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.40、0.59、0.70 元，对应当前股价 PE 为 59.0、40.2、33.6 倍。

公司 PB (MRQ) 为 2.46 倍，行业中位值为 5.82 倍。另外，从可比公司的相对估值来看，我们选取了拓普集团、旭升股份进行对比，2 家可比公司 2020 年 PE 均值(wind 一致预期值)为 70.73 倍，我们预测文灿股份 2020 年 PE 为 59.0 倍，公司具备一定的估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表16: 估值对比表

简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
拓普集团	429	0.43	0.56	0.82	1.02	40.31	72.05	49.74	39.73
旭升股份	188	0.52	0.70	0.93	1.21	93.0	69.4	51.8	40.0
平均值	308.5	0.48	0.63	0.88	1.12	66.66	70.73	50.77	39.87
文灿股份	56	0.32	0.40	0.59	0.70	73.6	59.0	40.2	33.6

资料来源：Wind 资讯，民生证券研究院

(注：拓普集团盈利预测与估值来自 Wind 一致预期)

核心假设:

- (1) 预测 2020 年汽车行业整体小幅下滑, 考虑公司较为优质的客户资源优势, 预计 2020 年文灿股份产销与 2019 年基本持平。
- (2) 收购百炼集团后, 逐步发挥协同效应。在稳步提高原有客户配套数量的同时, 逐步开拓新客户, 新投放产能逐步消化。
- (3) 预测 2021-2022 年汽车行业整体呈现逐步复苏, 公司产销回升, 2021 年增速 15%, 2022 年增速 10%。

表17: 公司各产品业绩拆分表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	15.57	16.20	15.38	25.75	43.20	49.63
YOY(%)		4.05%	-5.06%	67.43%	67.77%	14.88%
毛利率 (%)	26.63%	27.53%	23.89%	25.95%	25.31%	24.82%
毛利润 (亿元)	4.15	4.46	3.67	6.22	10.93	12.32
YOY(%)		7.56%	-17.61%	69.30%	75.76%	12.68%
汽车件						
收入 (亿元)	14.26	14.47	13.90	14.00	16.10	17.71
YOY(%)		1.47%	-3.94%	0.72%	15.00%	10.00%
毛利率 (%)	25.14%	24.73%	20.78%	24.00%	28.00%	30.00%
毛利润 (亿元)	3.58	3.58	2.89	3.36	4.51	5.31
非汽车件						
收入 (亿元)	0.39	0.34	0.31	0.32	0.32	0.37
YOY(%)		-12.82%	-8.82%	1.30%	13.00%	10.00%
毛利率 (%)	31.97%	29.09%	26.85%	27.00%	29.00%	30.00%
毛利润 (亿元)	0.12	0.10	0.08	0.09	0.09	0.11
模具						
收入 (亿元)	0.84	1.30	1.08	1.10	1.27	1.37
YOY(%)		54.76%	-16.92%	1.85%	15.00%	8.00%
毛利率 (%)	51.60%	60.26%	63.98%	63.00%	65.00%	64.00%
毛利润 (亿元)	0.43	0.78	0.69	0.69	0.82	0.87
百炼集团						
收入 (亿元)		25.76	22.94	23.00	24.15	25.36
YOY(%)			12.28%	0.25%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)		21.00%	19.00%	19.80%	22.00%	23.00%
毛利润 (亿元)		5.41	4.36	4.55	5.31	5.83

资料来源: wind, 民生证券研究院

六、风险提示

汽车复苏不及预期；收购资产整合不及预期；产能扩张不达预期等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,538	2,575	4,320	4,963
营业成本	1,170	2,015	3,363	3,858
营业税金及附加	14	77	173	199
销售费用	68	129	216	248
管理费用	89	154	274	320
研发费用	62	105	190	223
EBIT	133	96	104	115
财务费用	37	82	67	66
资产减值损失	(29)	103	82	43
投资收益	4	2	2	3
营业利润	77	123	207	239
营业外收支	(0)	(1)	(1)	(0)
利润总额	77	122	206	238
所得税	6	12	19	21
净利润	71	111	188	216
归属于母公司净利润	71	96	140	168
EBITDA	348	245	273	313
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	753	2494	3168	3817
应收账款及票据	420	923	1170	1372
预付款项	6	9	15	18
存货	204	693	809	747
其他流动资产	113	233	234	237
流动资产合计	1907	5009	6308	7331
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1368	2585	2816	3085
无形资产	99	135	144	146
非流动资产合计	2024	3259	3315	3401
资产合计	3931	8268	9622	10731
短期借款	377	407	442	482
应付账款及票据	277	996	1237	1312
其他流动负债	0	137	124	110
流动负债合计	806	2041	2305	2395
长期借款	245	1977	2157	2302
其他长期负债	612	1431	2405	3338
非流动负债合计	857	3407	4562	5640
负债合计	1663	5448	6867	8035
股本	221	240	240	240
少数股东权益	0	509	410	304
股东权益合计	2268	2819	2755	2696
负债和股东权益合计	3931	8268	9622	10731

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-5.1%	67.5%	67.8%	14.9%
EBIT 增长率	-37.0%	-27.9%	8.8%	10.4%
净利润增长率	-43.3%	34.6%	46.5%	19.6%
盈利能力				
毛利率	23.9%	21.8%	22.2%	22.3%
净利润率	4.6%	3.7%	3.2%	3.4%
总资产收益率 ROA	1.8%	1.2%	1.5%	1.6%
净资产收益率 ROE	3.1%	4.1%	6.0%	7.0%
偿债能力				
流动比率	2.4	2.5	2.7	3.1
速动比率	2.1	2.1	2.4	2.7
现金比率	1.4	1.5	1.7	2.0
资产负债率	0.42	0.66	0.71	0.75
经营效率				
应收账款周转天数	90.1	84.4	85.4	85.8
存货周转天数	59.0	57.3	54.4	52.3
总资产周转率	0.45	0.42	0.48	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.40	0.59	0.70
每股净资产	10.3	9.6	9.8	10.0
每股经营现金流	1.0	0.2	0.7	1.0
每股股利	0.15	0.30	0.44	0.50
估值分析				
PE	73.6	59.0	40.2	33.6
PB	2.3	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA	15.1	20.9	16.7	15.2
股息收益率	0.6%	1.3%	1.9%	2.1%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	71	111	188	216
折旧和摊销	215	252	251	241
营运资金变动	(79)	(122)	(81)	(63)
经营活动现金流	232	55	168	230
资本开支	331	407	307	378
投资	(400)	(200)	(240)	(220)
投资活动现金流	(787)	(525)	(306)	(379)
股权募资	0	18	0	0
债务募资	1,069	1,146	934	935
筹资活动现金流	952	1,075	812	797
现金净流量	396	605	674	649

插图目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2020 年 3 月 31 日)	5
图 3: 2015-2019 年公司各项业务收入占比 (单位: 亿元)	5
图 4: 2014-2019 年公司营收、归母净利润 (单位: 亿元)	6
图 5: 2014-2019 年公司毛利及毛利率 (单位: 亿元)	6
图 6: 2017-2019 年各项业务毛利率	6
图 7: 2017-2019 年公司期间费用率	6
图 8: 公司历年产能及产能利用率	9
图 9: 铝合金在车身和覆盖件上的渗透率	10
图 10: 汽车用铝合金压铸件趋势 (单位: 万吨)	10
图 11: 公司汽车类压铸件主要产品	11
图 12: 公司大型翻模机	11
图 13: 公司大型合模设备	11
图 14: 压铸工艺流程	12
图 15: 公司研发投入情况	13
图 16: 公司研发模式	13
图 17: 2018 年我国汽车用铝压铸行业集中度	14
图 18: 2018 年全球汽车用铝压铸行业集中度	14
图 19: 2019 年国内主要铝铸企业营收规模 (百万元)	15
图 20: 2019 年不同公司铝制品毛利率比较	15
图 21: 2019 年公司前五大客户销售收入 (亿元)	17
图 22: 2019 年公司前五大客户销售占比	17
图 23: 2019 年特斯拉贡献销售收入 (万元) 及营业占比	18
图 24: 大众贡献的销售收入及占比情况	19
图 25: 收购完成后百炼集团股权结构图	21
图 26: 2019 年百炼集团营收结构 (按产品)	23
图 27: 2019 年百炼集团营收结构 (按地区)	25
图 28: 2019 年百炼集团客户结构	25

表格目录

表 1: 公司控股子公司情况 (截至 2020 年 3 月 31 日)	5
表 2: 公司主要业务主体收入、利润情况 (单位: 万元)	7
表 3: 主要项目进展	7
表 4: 公司投资项目的产能布局	8
表 5: 公司主要技术	14
表 6: 公司主要合作的整车厂商	16
表 7: 公司主要合作的一级零部件供应商	16
表 8: 公司 2017-2019 合并前五大客户	17
表 9: 2019 年公司新开发客户	18
表 10: 公司供应 Tesla 车型	18
表 11: 为大众供货的生产项目 (单位: 亿元)	19
表 12: 百炼集团利润表 (单位: 千欧元)	22
表 13: 百炼集团核心产品	23
表 14: 铝合金成型工艺对比	24
表 15: 百炼集团下属公司情况	25
表 16: 估值对比表	27
表 17: 公司各产品业绩拆分表	28
公司财务报表数据预测汇总	30

分析师与研究助理简介

邓健全，4年证券研究经验，曾任职于长城证券、安信证券，2019年加入民生证券，任汽车行业首席分析师。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。