

文灿股份 (603348.SH) 车身结构件轻量化进程加速, 铝铸龙头成长可期

2021年04月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

邓健全 (分析师)

dengjianquan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

日期	2021/4/23
当前股价(元)	28.10
一年最高最低(元)	37.63/15.30
总市值(亿元)	72.95
流通市值(亿元)	28.58
总股本(亿股)	2.60
流通股本(亿股)	1.02
近3个月换手率(%)	287.41

● 绑定优质客户资源, 技术优势叠加轻量化加速, 公司未来成长可期

公司从事汽车铝合金精密压铸件生产销售, 技术优势明显; 手握优质客户资源, 跨国收购增强公司实力, 受益于新能源车市场高景气, 车身结构件行业轻量化进程加速是长期趋势, 公司先发优势明显, 我们认为公司业绩有望高速增长。预计公司 2020-2022 年营业收入为 24.11/42.15/50.21 亿元, 净利润为 0.96/3.18/4.53 亿元, 对应 EPS 为 0.37/1.22/1.74 元, 当前股价对应 PE 为 77.3/23.2/16.3 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 车身结构件是蓝海市场, 公司兼具技术和成本优势

公司在铝合金压铸件领域沉淀多年, 具备生产高价值的铝车身结构件等铝压铸大零件能力, 目前公司所掌握技术工艺涵盖高压铸造、高真空压铸、重力铸造等多种先进技术, 实现了全工艺链布局, 部分工艺达世界一流水平。当前车身结构件市场的铝合金渗透率仍然很低, 且相关产品有较高技术壁垒, 公司兼具技术优势和成本优势, 切入铝铸车身结构件市场, 未来业绩可期。

● 客户结构持续优化, 汽车轻量化加速打开公司成长空间

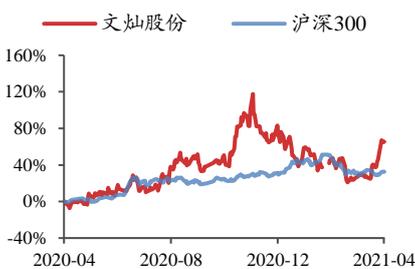
公司客户资源丰富, 多为国内外知名品牌厂商, 公司已与采埃孚天合、威伯科、麦格纳等一级供应商及大众、奔驰、特斯拉、上海蔚来、小鹏汽车等整车厂建立合作关系。新能源车渗透率加速下, 公司积极开发新客户并加深与新能源车厂商合作, 目前公司已经与特斯拉、上海蔚来、小鹏汽车等电动车新势力签订了协议, 公司手握充足订单, 业绩增长空间广阔。

● 收购国际轻量化零部件厂商, 优势互补下完善公司轻量化产品布局

公司成功收购法国铝铸底盘公司百炼集团, 百炼集团主要营收来源于铝合金底盘零部件业务, 底盘轻量化收益前景好于一一般轻量化零部件, 公司成功收购百炼集团顺利进入底盘蓝海市场。同时公司充分利用百炼集团技术优势、客户资源及地域优势, 优势互补并打通海外销售渠道加速公司轻量化产品布局。

● 风险提示: 主要客户销量不及预期、产能扩张不达预期、原材料价格上涨

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,620	1,538	2,411	4,215	5,021
YOY(%)	33.2	-5.1	56.8	74.8	19.1
归母净利润(百万元)	125	71	96	318	453
YOY(%)	-19.0	-43.3	34.5	232.7	42.5
毛利率(%)	27.5	23.9	23.6	26.0	26.2
净利率(%)	7.7	4.6	4.0	7.5	9.0
ROE(%)	6.1	3.1	4.1	12.2	15.0
EPS(摊薄/元)	0.48	0.27	0.37	1.22	1.74
P/E(倍)	59.0	104.0	77.3	23.2	16.3
P/B(倍)	3.6	3.6	3.5	3.1	2.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 铝制车身结构件优势领先，打造公司技术护城河	3
1.1、 铝压铸车身结构件渗透率持续提升，分散格局公司成长空间广阔	3
1.2、 多年技术沉淀打造完备产品线，技术工艺国际领先具备先发优势	5
2、 客户结构持续优化，汽车轻量化加速打开公司成长空间	6
2.1、 客户资源优质，与国内外知名厂商建立稳固合作关系	6
2.2、 轻量化进程加速打开成长空间，新能源车新势力带来新增量	7
3、 收购国际轻量化零部件厂商，完善公司轻量化产品布局	9
3.1、 实现技术互补，切入铝压铸底盘市场	9
3.2、 继承优质客户资源及生产基地，加快公司全球化战略布局	11
4、 盈利预测与投资建议	12
5、 风险提示	13
附： 财务预测摘要	14

图表目录

图 1： 车身结构件示意图	3
图 2： 铝合金在汽车主要部件的渗透率有望逐年提升	3
图 3： 铝合金压铸车身结构件市场规模有望逐年提升	4
图 4： 2018 年我国汽车用铝压铸行业集中度较为分散	5
图 5： 2018 年全球汽车用铝压铸行业集中度较为分散	5
图 6： 公司研发投入情况保持平稳	6
图 7： 车身结构件具备天然高技术壁垒	6
图 8： 2019 年大众集团贡献收入金额最高	7
图 9： 2019 年大众集团贡献收入占比最高	7
图 10： 特斯拉贡献收入（万元）及占总收入比保持较高水平	7
图 11： 大众集团贡献营收占比逐步上升	8
图 12： 一体化压铸技术或带来工程变革	8
图 13： 2019 年百炼集团营收主要源于制动系统及底盘结构件业务	10
图 14： 底盘铝合金化存在潜在渗透空间	11
图 15： 百炼集团客户群优质（2019 年）	11
图 16： 公司海外主要生产基地为欧洲及墨西哥	12
图 17： 公司国内主要生产基地为东部沿海区域	12
表 1： 公司主要产品及对应客户情况	5
表 2： 蔚来汽车轻量化布局加速	9
表 3： 收购百炼集团增厚公司业绩	9
表 4： 收购百炼集团有利于研发技术互补	10
表 5： 公司作为行业领先企业收购百炼集团后，成长空间广阔，给予一定估值溢价	13

1、铝制车身结构件优势领先，打造公司技术护城河

1.1、铝压铸车身结构件渗透率持续提升，分散格局公司成长空间广阔

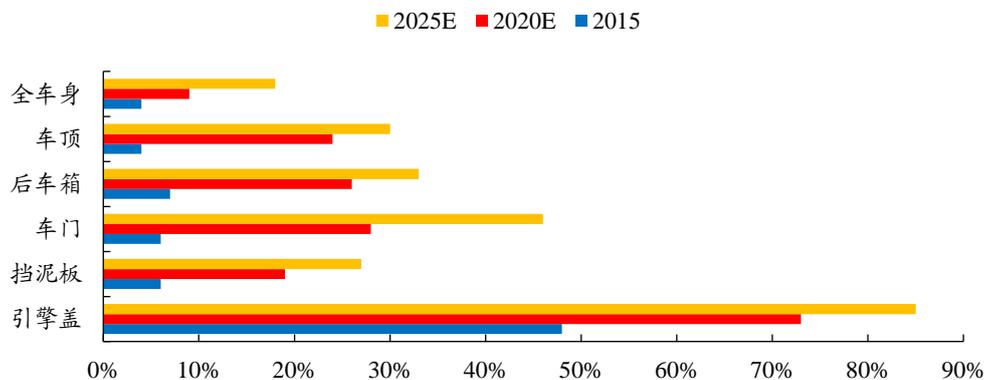
铝合金压铸件市场蓬勃发展，其中车身结构件是蓝海市场。铝合金材料较于钢材而言，能够实现较为复杂的结构并满足力学性能要求，因此近年来其在汽车各个主要部件的使用率都明显提升。根据 Ducker Worldwide 预测，铝制引擎盖的渗透率从 2015 年的 48% 将提升到 2025 年的 85%，铝制车门渗透率从 2015 年的 6% 将提升到 2025 年的 46%。铝合金压铸件主要应用在动力系统、底盘系统和车身三个领域，而车身结构件作为汽车骨架三大组成构建中重要的一部分，其质量关系到车辆的行驶品质和被动安全，因此生产相关的铝合金压铸车身结构件需要较高的技术门槛。根据国际铝业协会数据显示，2018 年传统燃油车中铝合金车身结构件渗透率为 3%，电动汽车中渗透率为 8%，是所有汽车部件中铝合金材料渗透程度最低的，因此，车身结构件是铝合金压铸行业中的蓝海市场。

图1：车身结构件示意图



资料来源：汽车之家

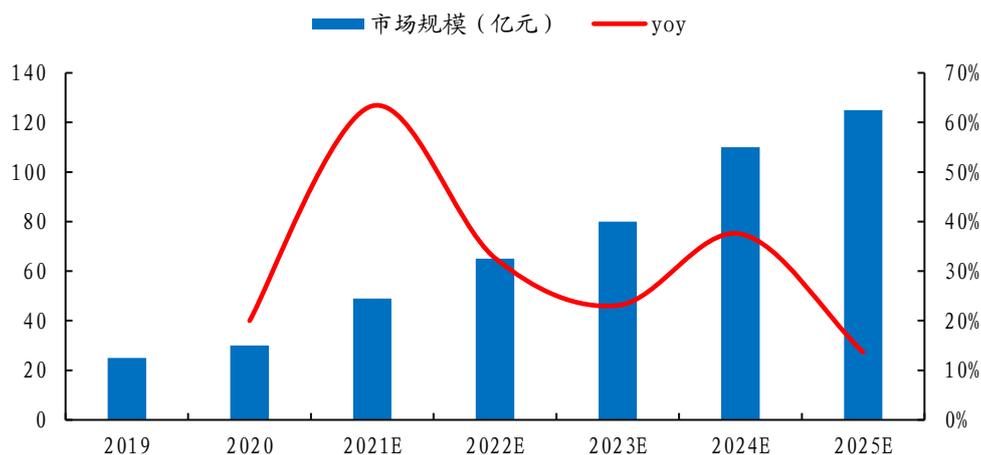
图2：铝合金在汽车主要部件的渗透率有望逐年提升



数据来源：Ducker Worldwide、开源证券研究所

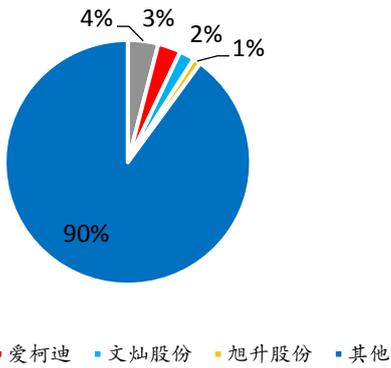
新能源车助力铝合金压铸车身结构件市场扩张，2025 年国内市场规模有望超过 120 亿元。燃油车采用铝合金车身，可以降低车的质量，提高动力并节省燃料，新能源车同样可以降低车身重量减少电耗进而提升续航。长期来看，铝合金的使用从高端车型下沉到中低端车型是大势所趋，而新能源车渗透率持续提升将为整个汽车行业注入新的活力，由此也将带动铝合金压铸车身结构件市场扩张。据中汽协预测，2025 年国内汽车销量将达到 3000 万，按新能源汽车占新车总销量占比 20% 计算，新能源车销量预计达到 600 万。目前中国汽车平均用铝量约为 110Kg/辆，明显低于欧美约 150Kg/辆的水平，按照国家汽车产业规划，2025 年国产车铝合金单车用量有望达到 250kg，对应市场空间 3350 亿元，年复合增速达 12%，存在较高提升空间，而新能源汽车较传统燃油车更热衷于使用轻量化的铝材来减轻重量增加续航能力，特斯拉 Model S 为减轻车身质量，车身 95% 使用铝材，由此带动众多新能源车企效仿。随着新能源车逐渐放量，铝合金压铸车身结构件市场将持续扩张。我们根据车身结构件市场规模*铝合金渗透率测算，预计 2025 年铝合金压铸车身结构件市场规模有望突破 120 亿元。

图3：铝合金压铸车身结构件市场规模有望逐年提升

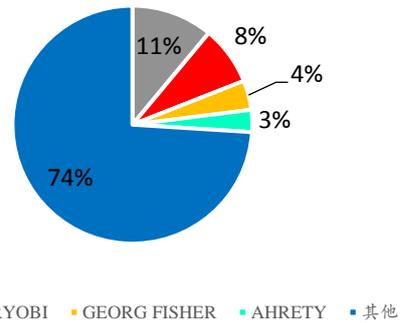


数据来源：中汽协、开源证券研究所

国内铝压铸市场呈分散格局，行业集中度有望持续提升。当前国内铝压铸企业特点呈小型化、分散化的格局，据中国铸造协会统计，国内有 3000 多家汽车用压铸企业，但产量在万吨以上的仅有几十家，同时，铝合金结构件品类多，产品各具特点，不同企业专注于在各自擅长领域生产不同产品，因此市场整体规模呈分散格局。据中国产业信息网数据，2018 年中国车用铝合金压铸件公司 CR4 为 10%，行业集中度较低，而 2018 年全球车用铝合金企业 CR4 达 26%，与国外相比，国内压铸行业集中度存在较高提升空间，龙头企业将持续受益。

图4：2018年我国汽车用铝压铸行业集中度较为分散


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图5：2018年全球汽车用铝压铸行业集中度较为分散


数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

1.2、多年技术沉淀打造完备产品线，技术工艺国际领先具备先发优势

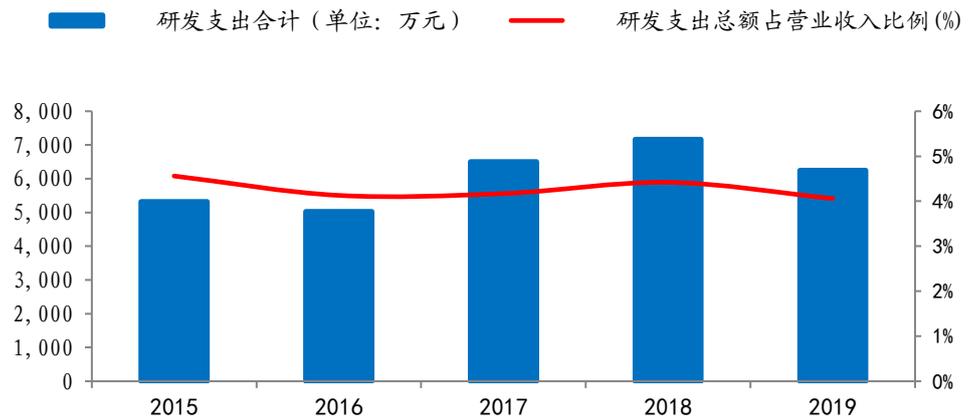
公司主要产品为汽车铝合金压铸件，产品品类丰富且具备行业领先工艺水平。公司产品主要应用于中高档汽车发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件。公司的生产工艺主要是高压铸造，是铸造工艺中应用广、发展速度快的金属热加工成形工艺之一，经过多年积累，公司吸收掌握了现代压铸行业的多种最先进的工艺，比如高真空压铸、层流铸造工艺、真空压铸工艺、低压铸造工艺、T6与T7热处理的产品压铸等。

表1：公司主要产品及对应客户情况

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
真空泵	空调压缩机	纵横梁	变速箱壳体	转向器壳体	法兰
发动机缸体	空调压缩机	车架纵架	离合器壳体		活塞
滤清器壳体		车身B柱	换挡拨鼓		中气室
		后桥横梁			
威伯科、长城汽车、法雷奥、马勒、索格菲	威伯科、法雷奥、翰昂汽车、马勒、索格菲	大众集团、长城汽车、奔驰、特斯拉、蔚来等	格特拉克、爱思帝达耐时、邦奇	采埃孚天合	威伯科、翰德

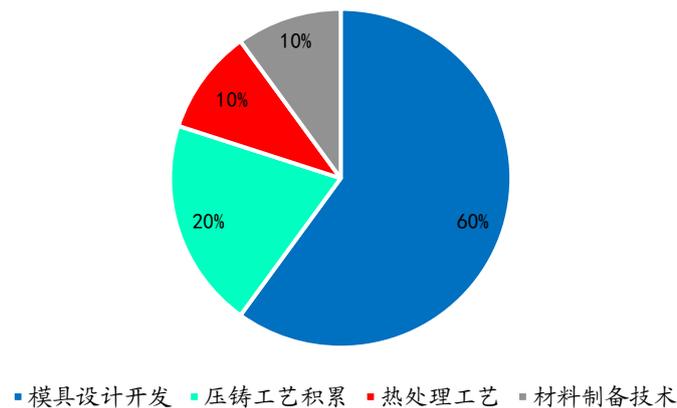
资料来源：公司官网、开源证券研究所

多年技术沉淀，高研发投入下公司掌握多项国际先进技术。公司高度重视技术研发，研发投入占营收比常年保持在4%以上。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%。公司采取双线并行研发模式，对内下设三个部门跟踪前沿技术，对外设立产学研基地，通过与多家国内知名高校合作，进一步提升自主研发和技术创新能力。经过多年的研发积累，公司已逐步掌握多项国际先进技术，提升了公司核心竞争力。

图6: 公司研发投入情况保持平稳


数据来源：公司公告、开源证券研究所

车身结构件是最具技术含量的应用领域，公司具备先发优势。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，对结构强度和刚度要求非常高。车身结构件的生产在模具、高真空压铸工艺、材料制备技术、热处理工艺上有天然的技术壁垒。而对于公司而言，模具设计和开发能力是其主要优势，公司所有车身结构件项目模具都是自主开发，子公司文灿模具积累了大量车身结构件的项目经验；根据公司招股说明书显示，公司的高真空压铸工艺的型腔真空度可以做到30毫巴以下，达到世界一流水平；材料制备技术方面，公司已掌握车身结构件铝合金材料的制备技术和材料性能最稳定的区间；热处理工艺方面，车身结构件对于热处理的参数要求较高，公司的热处理工艺较为成熟。目前，公司积累了大量车身结构件项目经验，相较于同行而言，公司具备较为明显的技术优势和成本优势，随着车身结构件市场的高景气，公司具备先发优势。

图7: 车身结构件具备天然高技术壁垒


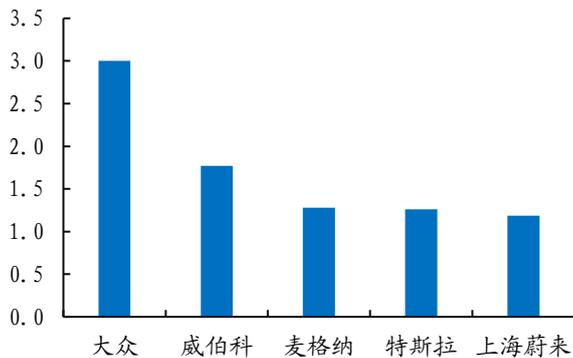
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、客户结构持续优化，汽车轻量化加速打开公司成长空间

2.1、客户资源优质，与国内外知名厂商建立稳固合作关系

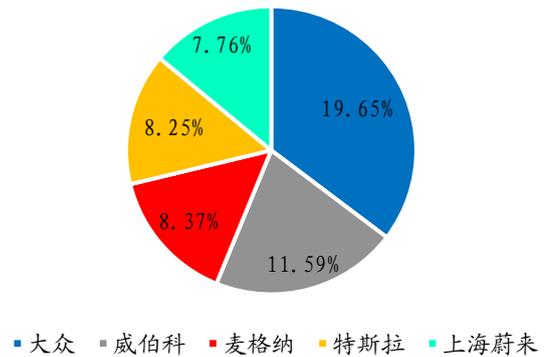
公司是铝压铸件行业领先企业，已经与国内外大型汽车整车厂商和知名汽车一级零部件供应商建立稳定合作关系。公司客户包括采埃孚天合、威伯科、麦格纳、加特可、法雷奥等全球知名一级汽车零部件供应商，以及通用汽车、奔驰集团、长城汽车、大众集团、特斯拉、小鹏汽车、上海蔚来、比亚迪等整车厂商。2019 年公司前五大客户营收占营业收入比重达 55.62%，其中大众集团已连续三年为公司最大客户，2019 年大众集团贡献收入 3 亿元，占总收入比 19.65%。

图8：2019 年大众集团贡献收入金额最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

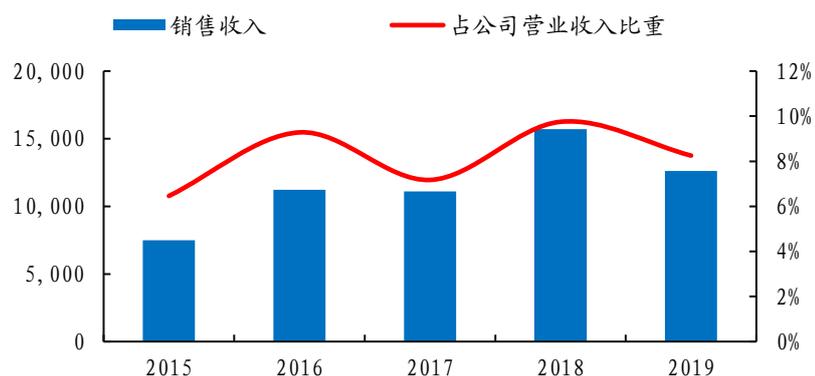
图9：2019 年大众集团贡献收入占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司深度绑定特斯拉，特斯拉已成为公司前五大客户。公司为特斯拉供应车身结构件产品主要包括车身后减震塔、空调支架、电池盒支架及车身门框等，供应车型包括 Model X、Model S、Model 3。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，2017-2019 年，特斯拉贡献收入 1.10 亿、1.57 亿、1.26 亿元，占总收入分别为 7.17%、9.75%、8.25%。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。

图10：特斯拉贡献收入（万元）及占总收入比保持较高水平



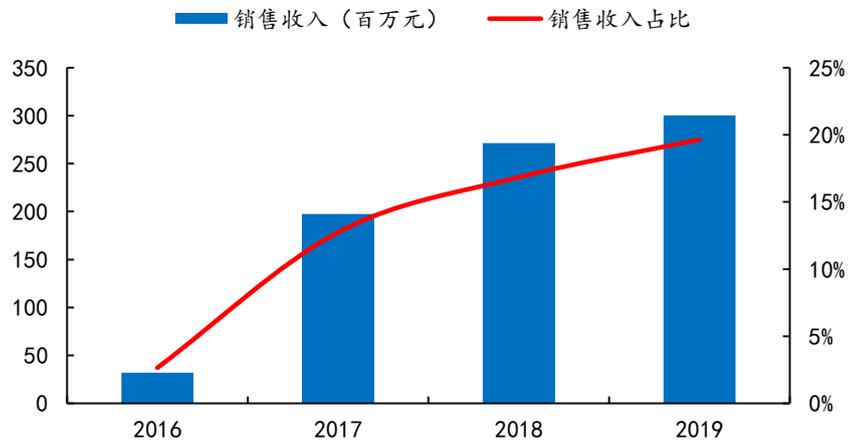
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、轻量化进程加速打开成长空间，新能源车新势力带来新增量

大众集团产品电动化加速带动公司进入业绩高增长长期。公司的南通雄邦、天津雄邦项目主要为大众集团供货变速箱系统零件，产品的主要配套车型包括大众集团的速腾、迈腾等多个车型。大众集团坚定电动化转型方向，并于 2018 年正式发布 MEB 模块化电驱动平台，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，公司作为大众集团重要供应商将持续受益。公司目前已获敏实集团电池盒组件和大众集团 MEB 平台驱动电机定点，在天津雄邦新增电机壳体产线、在江苏文灿建设电机壳体智能制造项目，扩充产能保障供应。

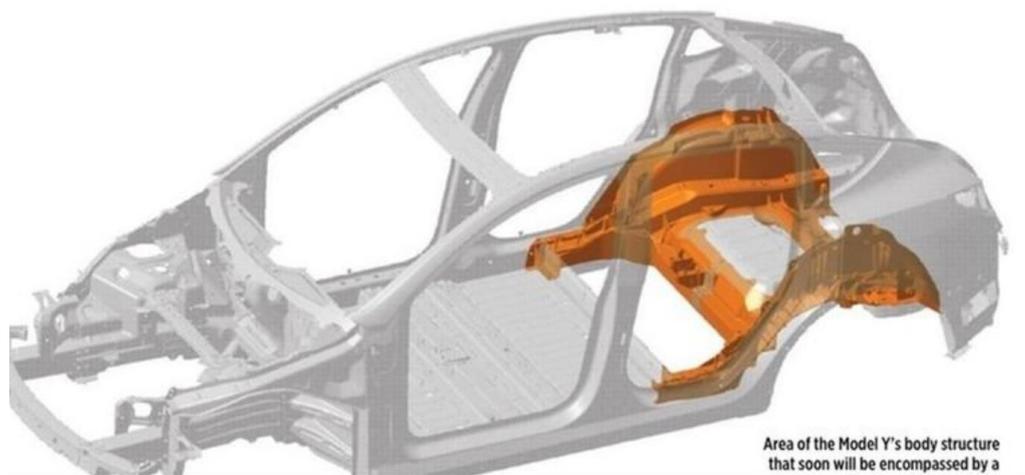
图11: 大众集团贡献营收占比逐步上升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

特斯拉引领轻量化时代，一体化压铸技术或带来车身工程革命。续航里程仍是新能源车与传统燃油车竞争的主要劣势之一，因此新能源车对于轻量化有着更强的诉求。特斯拉作为新能源车行业的领军企业，其自身主要车型都尽可能减轻车身重量，因此近年来其推出的产品车身铝的使用率不断提高。此外，2021年2月，特斯拉宣布将在 Model Y 的生产中使用一体压铸技术，通过大型压铸机，特斯拉在后底板位置做到了零件整合压铸，相较于传统工艺成本降低 20%，此外人力成本也将很大程度降低，一体化压铸技术未来可能带来一场汽车车身工程革命，长期来看，一体化压铸技术将推动汽车轻量化进程持续加速。

图12: 一体化压铸技术或带来工程变革



资料来源: 太平洋汽车

新能源车新势力带来充足订单。随着特斯拉加大在车身铝的使用，引领其他新能源车新势力纷纷效仿，蔚来、小鹏、理想纷纷提升铝铸构建的使用比例。目前公司

与新能源车新势力蔚来、小鹏深度合作，其中蔚来的“全铝车身”是其最大的亮点。公司是蔚来 ES8 车身结构件的核心供应商，并参与蔚来 ES6 车身结构件的开发及配套生产。此外，公司也是小鹏的重要供应商，公司已获得小鹏新款 SUV 的订单生产。随着各大新能源厂商轻量化加速，公司在手订单充足，有望持续受益。

表2: 蔚来汽车轻量化布局加速

车型	ES8	ES6	
铝合金材质（30%采用铝铸件）		电池组外壳	
		底盘系统	
		悬挂系统	
		轮毂	
		刹车系统	
		白车身	
		四门	
		发盖	
		前端模块框架	无
	镁合金材质		仪表盘骨架 仪表盘横梁
热塑性塑料	无	前端模块框架	
	无	背门（SMC+注塑）	
	无	翼子板（SMC+注塑）	
碳纤维复合材料		碳纤维增强型塑料电池外壳	
	无	碳纤维后地板总成	
	无	碳纤维座椅板总成	
	无	碳纤维后地板横梁总成	
车身总重	440kg	428kg	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、收购国际轻量化零部件厂商，完善公司轻量化产品布局

公司于 2020 年 7 月 15 日发布重大资产购买报告书，以每股 38.18 欧元的现金对价收购百炼集团 61.96%的股权，共计 1.43 亿欧元，随后公司以每股 38.18 欧元的收购价格针对剩余全部股份发起强制要约收购，获得百炼集团 100%股权。截止至 2021 年 1 月 29 日，本次收购已完成，公司间接控制的全资子公司文灿法国持有百炼集团 100%股份。

表3: 收购百炼集团增厚公司业绩

	营业收入（亿元）		净利润（亿元）		净利润率	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
文灿股份	16.20	15.38	1.25	0.71	7.7%	4.6%
百炼集团	28.59	25.42	1.91	0.95	6.7%	3.8%

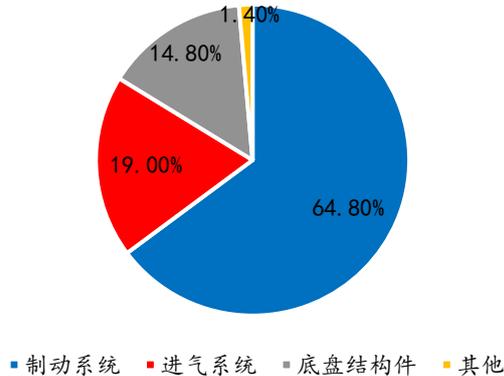
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、实现技术互补，切入铝压铸底盘市场

百炼集团为精密铝合金铸件领域全球领导者之一，主要产品为汽车底盘结构件和汽车制动系统。其中汽车制动系统占比最大，2019 年公司 64.80%营收来自制动系

统产品，其次为进气系统（19.00%）和底盘结构件（16.80%）。根据文灿股份发布的《重大资产购买报告书》显示，百炼集团在欧洲市场刹车主缸和卡钳领域市占率超50%，北美市场，百炼集团在刹车主缸领域市占率接近50%，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。公司收购百炼集团后继承其市场份额，扩宽业务布局，实现业绩增量。

图13：2019年百炼集团营收主要源于制动系统及底盘结构件业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

研发技术互补，相对优势显著。文灿股份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，相对于高压铸造，重力铸造一般运用在一些强度要求比较高的部件，如底盘系统、刹车系统等。目前在汽车零部件生产中，高压铸造和重力铸造不能替代，属于互补的工艺方式。收购百炼集团后，公司能够形成技术互补，以满足客户多元化产品工艺需求，同时公司的模具制造优势和百炼集团的研发优势将发挥协同效应，进一步降低生产成本、提升产品毛利率。

表4：收购百炼集团有利于研发技术互补

工艺	高压铸造	重力铸造
表面质量	良好	中等
表明粗糙度	Ra3.2-1.6	粗大、组织松散
热处理	不可	Ra6.3-3.2
生产效率	高	可固溶（T7）
设备成本	中等	低
成型精度	一次成型程度高，	低
机械性能	加工余量少	加工余量较大

资料来源：《汽车底盘铝合金轻量化成型工艺及趋势》、开源证券研究所

底盘轻量化拓宽公司业务增长空间。底盘轻量化主要措施是铝合金代替冲压钢材、铸铁零部件，主要包括转向节、制动钳壳体、控制臂和副车架，百炼集团对此均有涉及，且在制动钳壳体领域为全球龙头。目前铝合金底盘件市场集中度较高，主要供应商不足十家，外资以百炼集团、安路特为主，内资为拓普集团、伯特利和中信戴卡等。汽车轻量化加速下，公司借助百炼集团有望切入铝合金底盘市场，带来业绩放量。

图14: 底盘铝合金化存在潜在渗透空间

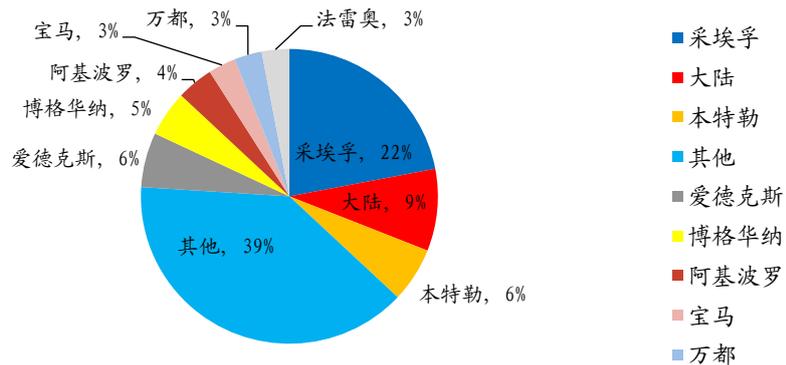


资料来源: 汽车之家、开源证券研究所

3.2、继承优质客户资源及生产基地，加快公司全球化战略布局

百炼集团优质客户群为天然优势，公司可拓展新客户及巩固老客户。百炼集团与高端德系品牌形成长期稳定合作，客户包括采埃孚、德国大陆、法雷奥、博世、本特勒等全球知名一级汽车零部件供应商及宝马、戴姆勒、标致雪铁龙、雷诺日产等整车厂商，客户结构稳定。其中采埃孚、法雷奥、戴姆勒等供应商为公司与百炼集团共同客户，收购完成后，公司能为老客户提供更丰富的产品类型，进一步深化合作，提升公司全球地位。

图15: 百炼集团客户群优质（2019年）



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

地域上，生产基地国内国外全面布局，拉开公司国际化进程第一步。公司主要生产基地为南通、天津、无锡等国内地区，百炼集团制造及研发基地位于东欧（匈牙利、塞尔维亚）、北美（墨西哥）、西欧（法国）等地及国内的大连、武汉，双方生产基地形成完美互补，能够满足全球范围内的客户需求，同时全球化布局也有助

于应对贸易保护主义等突发事件影响，降低公司整体经营风险。

图16: 公司海外主要生产基地为欧洲及墨西哥



资料来源: 公司公告

图17: 公司国内主要生产基地为东部沿海区域



资料来源: 公司公告

注: 红色为文灿股份主要生产基地, 蓝色为百炼集团主要生产基地

4、盈利预测与投资建议

我们根据公司相关业务分类进行一定假设:

(1) 汽车件受益于新能源车渗透率的加速, 整体维持高景气, 公司全国工厂产能利用率有望不断提升, 预计 2020-2022 年营收为 16.50 亿/19.57 亿/25.02 亿元。

(2) 百炼集团收购成功后, 公司于 2021 年并表, 考虑到百炼集团与公司形成的明显的协同优势, 预计百炼集团 2020-2022 年营收为 7.08 亿/25.50 亿/28.16 亿元。

公司技术优势显著, 随着新能源汽车轻量化的加速以及南通、天津等生产基地全面开工, 公司与大众集团、小鹏汽车等客户合作进一步深入, 业务将持续放量。同时, 公司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 0.37、1.22、1.74 元, 对应当前股价 PE 为 77.30、23.21、16.30 倍。参考相关可比上市公司估值, 4 家可比公司 2020 年 PE 均值为 45.96 倍, 考虑到公司作为行业领先企业且并购百炼集团增厚利润, 公司有理由享受更高估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表5: 公司作为行业领先企业收购百炼集团后, 成长空间广阔, 给予一定估值溢价

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE			EPS			PEG (2022)
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
603305.SH	旭升股份	未评级	139	31.11	42.03	27.42	20.78	0.74	1.15	1.52	0.65
601689.SH	拓普集团	未评级	402	26.45	64.54	34.36	26.45	0.60	1.07	1.39	0.88
603596.SH	伯特利	未评级	126	30.84	30.30	22.03	17.69	1.13	1.42	1.77	0.72
	平均				45.96	28.04	21.64				
603348.SH	文灿股份	买入	73	28.10	77.30	23.21	16.30	0.37	1.22	1.74	0.33

资料来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/4/23, 旭升股份、拓普集团、伯特利的 EPS 和 PE 均使用 Wind 一致预测数据)

5、风险提示

主要客户销量不及预期、产能扩张不达预期、原材料价格上涨

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	954	1907	2318	3271	3347
现金	274	753	506	788	938
应收票据及应收账款	359	360	767	1203	1144
其他应收款	35	12	62	66	86
预付账款	5	6	11	18	16
存货	179	204	399	623	590
其他流动资产	103	573	573	573	573
非流动资产	1927	2024	2094	2233	2639
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1325	1368	1354	1362	1760
无形资产	101	99	115	125	133
其他非流动资产	501	557	625	745	746
资产总计	2881	3931	4412	5504	5986
流动负债	496	806	1340	2298	2456
短期借款	9	377	377	1036	1125
应付票据及应付账款	335	277	686	945	991
其他流动负债	151	152	277	317	340
非流动负债	345	857	703	561	472
长期借款	343	831	677	535	446
其他非流动负债	3	26	26	26	26
负债合计	841	1663	2043	2859	2928
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	220	221	260	260	260
资本公积	1210	1229	1229	1229	1229
留存收益	610	615	667	842	1091
归属母公司股东权益	2040	2268	2369	2645	3058
负债和股东权益	2881	3931	4412	5504	5986

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	183	235	105	179	844
净利润	125	71	96	318	453
折旧摊销	186	215	167	186	225
财务费用	39	37	50	57	48
投资损失	0	-4	-1	-1	-2
营运资金变动	-155	-79	-206	-379	121
其他经营现金流	-13	-5	-1	-1	-1
投资活动现金流	-531	-787	-236	-322	-628
资本支出	516	333	70	138	406
长期投资	0	-400	0	0	0
其他投资现金流	-15	-854	-165	-183	-222
筹资活动现金流	459	952	-117	-235	-155
短期借款	-262	368	0	0	0
长期借款	-76	488	-154	-142	-89
普通股增加	55	1	39	0	0
资本公积增加	734	19	0	0	0
其他筹资现金流	9	75	-1	-92	-66
现金净增加额	111	399	-247	-377	61

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1620	1538	2411	4215	5021
营业成本	1174	1170	1842	3121	3704
营业税金及附加	18	14	29	40	47
营业费用	62	68	106	182	213
管理费用	84	89	140	244	284
研发费用	72	62	98	171	204
财务费用	39	37	50	57	48
资产减值损失	39	-29	48	63	35
其他收益	8	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	4	1	1	2
资产处置收益	0	-0	1	1	1
营业利润	141	77	99	339	488
营业外收入	0	1	5	6	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	141	77	103	344	491
所得税	15	6	8	26	38
净利润	125	71	96	318	453
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	125	71	96	318	453
EBITDA	343	345	297	566	758
EPS(元)	0.48	0.27	0.37	1.22	1.74

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	33.2	-5.1	56.8	74.8	19.1
营业利润(%)	-15.2	-45.3	28.2	241.6	44.1
归属于母公司净利润(%)	-19.0	-43.3	34.5	232.7	42.5
获利能力					
毛利率(%)	27.5	23.9	23.6	26.0	26.2
净利率(%)	7.7	4.6	4.0	7.5	9.0
ROE(%)	6.1	3.1	4.1	12.2	15.0
ROIC(%)	5.7	3.3	3.3	8.0	10.2
偿债能力					
资产负债率(%)	29.2	42.3	46.3	52.0	48.9
净负债比率(%)	7.7	25.0	31.9	37.8	28.4
流动比率	1.9	2.4	1.7	1.4	1.4
速动比率	1.3	1.9	1.3	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.9	0.9
应收账款周转率	4.5	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	3.2	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.27	0.37	1.22	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.90	0.41	0.69	3.25
每股净资产(最新摊薄)	7.86	7.96	8.20	9.26	10.85
估值比率					
P/E	59.0	104.0	77.3	23.2	16.3
P/B	3.6	3.6	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA	22.0	21.9	26.0	14.1	10.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn