

携手力劲集团 布局一体化压铸

文灿股份(603348)

事件概述

公司与力劲集团签署战略合作协议，将向力劲集团订购 7 台套大型压铸单元，其中两套 6000 吨、三套 4500 吨、一套 3500 吨、一套 2800 吨，均为力劲集团旗下意德拉 X-PRESS 系列两板式压铸机，用于部署和助力新能源汽车行业发展。

分析判断：

► 特斯拉引领铸造革命 一体化车身有望成为趋势

特斯拉通过一体化压铸工艺将 Model 3 后底板所需的 70 多个零部件缩减为 Model Y 的 2 个零部件，所适用的大型压铸设备便是力劲集团的 6000 吨压铸机，目前特斯拉已采购 15 台 6000 吨压铸机，将分别应用于上海、弗里蒙特和柏林等工厂。我们判断一体化压铸车身有望成为行业趋势，主因成本节约和性能提升：

1) 成本节约：特斯拉表示一体化压铸车身为 Model Y 节省成本约 20%，若再考虑时间成本、生产线成本、人力成本等，实际效果将高于 20%；2) 性能提升：车身结构稳定性大幅提升，更加轻量化。我们判断特斯拉未来将引进 8000 吨压铸机，以实现更大体积的一体化压铸。

► 大型压铸设备抢先布局 显著受益车身轻量化

公司与力劲集团签署战略合作协议购买大型压铸机，其中包括两套 6000 吨设备，我们判断公司目前已具备一体化车身的制造能力，凭借多年的车身分件制造经验，有望快速提升良率实现效益化，加速拓展市场，抢先占领一定的份额，同时也将对公司超大型一体化铸造产品研发及应用带来支持。

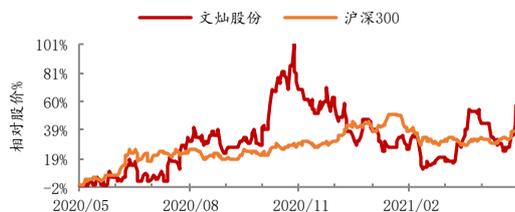
我们判断多数主机厂不会采取特斯拉的自制模式，主因自行生产所需投资较大，包括投建厂房、购置机器、招募人员等，而订单来源的受限将导致规模效应不如作为第三方配套供应商的零部件企业。而对比潜在的同行业竞争者，我们认为公司前瞻布局的不仅仅是设备，还有材料工艺研发的多年沉淀及丰富的过程管理经验（表现为高良率）。综上，公司将显著受益于车身轻量化的加速发展，考虑到车身结构件的高单车价值和高利润率，有望借机崛起成为轻量化龙头。

► 经营拐点已至 全新成长启航

1) 轻量化产品和客户双拓展，电动化加速驱动高成长：公司近年来在深耕轻量化的同时积极进行产品转型，由技术壁垒较低的铝压铸小件向技术壁垒较高的车身结构件、底盘结构件等大件拓展。车身结构件具备先发优势，目前已成功配套特斯拉、蔚来、奔驰、小鹏等车身结构件，新增理想汽车、加拿大庞巴迪、恒大汽车等客户；底盘件实现突

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	52.50
最新收盘价：	29.02
股票代码：	603348
52 周最高价/最低价：	37.63/17.9
总市值(亿)	75.34
自由流通市值(亿)	73.05
自由流通股数(百万)	251.71



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青
邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

- 文灿股份(603348) 2020&2021Q1 点评报告：业绩拐点向上 全新成长启航
2021.04.28
- 文灿股份(603348) 深度报告系列一：蔚来汽车共振 未来轻量化龙头
2020.11.02
- 文灿股份(603348) 2020 三季度点评报告：经营拐点已至 全新成长启航
2020.10.30

破，获得中信戴卡定点，为一汽红旗和恒大汽车供应前后副车架。且前瞻布局电池盒组件、电机壳等新能源汽车增量市场，已获得敏实集团电池盒（终端供货奔驰）、大众MEB平台驱动电机壳订单，有望充分享受电动化加速发展的红利，打开成长空间。

- 2) **投资高峰已过，经营拐点向上：**公司2016-2019年处于投入期，资本开支合计达17.9亿元，主要用于南通雄邦和天津雄邦扩产产能，并于2019年发行可转债募资用于江苏文灿和天津雄邦的扩产，其中江苏文灿生产新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件等。但2020年以来资本开支明显收窄，一方面受疫情影响，另一方面南通和天津两大生产基地已基本达产，江苏文灿仍处于投入期。我们判断公司投资高峰已过，随着在手订单的逐步量产，经营拐点已至，预计业绩将进入向上通道。
- 3) **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、亚洲和北美的本地产研能力之后，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

公司是蔚来的车身结构件核心供应商，高单车配套价值带来高业绩弹性；且电池盒组件、电机壳等新产品也进入奔驰和大众MEB平台的供应体系，打开成长空间。考虑到公司经营拐点已至，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，考虑到原材料涨价和缺芯的影响，调整盈利预测：预计2021-23收入由49.2/56.8/65.7亿元调为47.5/56.6/67.8亿元，归母净利由4.0/5.1/6.9亿元调为3.6/5.4/7.3亿元，对应EPS为1.4/2.1/2.8元，对应PE为20/14/10倍。给予2022年25倍PE估值，目标价由38.75元调为52.50元，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,538	2,603	4,746	5,659	6,778
YoY (%)	-5.1%	69.2%	82.4%	19.2%	19.8%
归母净利润(百万元)	71	84	363	545	726
YoY (%)	-43.3%	18.0%	333.3%	50.0%	33.2%
毛利率 (%)	23.9%	23.6%	22.0%	23.8%	24.5%
每股收益 (元)	0.27	0.32	1.40	2.10	2.80
ROE	3.1%	3.2%	9.0%	9.5%	9.5%
市盈率	103.57	87.79	20.26	13.50	10.14

资料来源：wind，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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,603	4,746	5,659	6,778	净利润	90	383	545	726
YoY (%)	69.2%	82.4%	19.2%	19.8%	折旧和摊销	331	1,643	292	292
营业成本	1,989	3,702	4,312	5,118	营运资金变动	237	-293	-100	-155
营业税金及附加	20	40	46	56	经营活动现金流	783	1,845	897	1,021
销售费用	39	47	62	75	资本开支	-220	-4,722	-666	-668
管理费用	242	332	396	468	投资	-531	0	0	0
财务费用	69	84	111	106	投资活动现金流	-797	-4,710	-652	-650
资产减值损失	-45	0	0	0	股权募资	73	0	0	0
投资收益	7	12	15	17	债务募资	1,292	3,014	-27	-38
营业利润	133	430	598	797	筹资活动现金流	43	2,895	-195	-205
营业外收支	-12	0	0	0	现金净流量	40	30	50	165
利润总额	121	430	598	797	主要财务指标				
所得税	31	47	54	71	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	90	383	545	726	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	84	363	545	726	营业收入增长率	69.2%	82.4%	19.2%	19.8%
YoY (%)	18.0%	333.3%	50.0%	33.2%	净利润增长率	18.0%	333.3%	50.0%	33.2%
每股收益	0.32	1.40	2.10	2.80	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	23.6%	22.0%	23.8%	24.5%
货币资金	720	750	800	965	净利率	3.5%	8.1%	9.6%	10.7%
预付款项	9	17	20	24	总资产收益率 ROA	1.5%	3.4%	4.3%	4.9%
存货	409	723	857	1,011	净资产收益率 ROE	3.2%	9.0%	9.5%	9.5%
其他流动资产	944	1,497	1,797	2,107	偿债能力 (%)				
流动资产合计	2,082	2,988	3,474	4,107	流动比率	1.18	0.60	0.66	0.74
长期股权投资	0	0	0	0	速动比率	0.94	0.45	0.49	0.55
固定资产	2,171	3,002	4,369	5,781	现金比率	0.41	0.15	0.15	0.17
无形资产	359	385	390	395	资产负债率	53.9%	61.9%	54.5%	48.3%
非流动资产合计	3,519	7,702	9,224	10,791	经营效率 (%)				
资产合计	5,601	10,689	12,697	14,897	总资产周转率	0.46	0.44	0.45	0.45
短期借款	512	3,146	3,120	3,081	每股指标 (元)				
应付账款及票据	600	1,036	1,238	1,457	每股收益	0.32	1.40	2.10	2.80
其他流动负债	649	796	930	1,024	每股净资产	9.94	15.61	22.16	29.57
流动负债合计	1,761	4,978	5,287	5,562	每股经营现金流	3.02	7.11	3.45	3.93
长期借款	906	1,286	1,286	1,286	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	353	353	353	353	估值分析				
非流动负债合计	1,259	1,639	1,639	1,639	PE	87.79	20.26	13.50	10.14
负债合计	3,020	6,617	6,926	7,201	PB	2.76	1.82	1.28	0.96
股本	259	259	259	259					
少数股东权益	0	20	20	20					
股东权益合计	2,581	4,072	5,771	7,696					
负债和股东权益合计	5,601	10,689	12,697	14,897					

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。