

业绩短期承压 一体化压铸先行者

文灿股份(603348)

事件概述

公司公告 2021 半年报:2021H1 实现营收 20.3 亿元,同比增长 215.4%;归母净利 0.7 亿元,同比增长 113.0%,扣非归母净利 0.7 亿元,同比增长 187.8%。其中 2021Q2 营收 9.8 亿元,同比增长 154.0%,环比下降 6.6%;归母净利 0.2 亿元,同比下降 4.3%,环比下降 53.9%,扣非归母净利 0.2 亿元,同比下降 0.04%,环比下降 56.3%。

分析判断:

► 大众缺芯+原材料涨价 业绩短期承压

公司 2021H1 营收达 20.3 亿元,同比+215.4%,净利润 0.7 亿元,同比+113.0%,其中:1)百炼:2020 年 8 月开始并表,2021H1 实现收入 11.6 亿元;2)本部:扣除百炼集团合并收入,本部实现收入为 8.7 亿元,同比+34.6%。分结构看,新能源汽车客户 2021H1 营收为 2.7 亿元,占比 13.3%,同比+166.0%;车身结构件 2021H1 营收为 2.4 亿元,占比 12.1%,同比+82.5%。

其中 2021Q2 营收 9.8 亿元,同比+154.0%,环比-53.9%,归母净利润 0.2 亿元,同比-4.3%,环比-53.9%,业绩明显承压主要受大众缺芯影响叠加原材料涨价的影响。预计 2021H2 随着缺芯影响缓解以及原材料调价,业绩有望回升。

► 产品结构升级弱化涨价影响 毛利率略有下滑

公司 2021Q2 毛利率为 17.8%,同比-4.8pct,环比-0.8pct,我们判断同环比下降主要受铝锭等原材料涨价的影响,其中我们预计铝合金铸件原材料占收入比重约为 40%,结合铝价 2021Q2 同环比分别+43.2%/+14.8%,由此测算涨价对毛利率的影响同环比分别-17.3pct/-5.9pct,而高毛利的车身结构件占比提升抵消部分涨价影响。费用方面,2021Q2 期间费用率达 13.7%,同比-3.8pct,环比+0.5pct,其中:销售费用率、管理费用率、研发费用率分别环比提升 0.2pct、0.8pct、0.1pct 至 1.3%、7.9%、3.1%,环比提升主因产能利用率下降。

► 一体化压铸先行者 未来轻量化龙头

1) 一体化压铸大型所趋,公司具备先发优势:特斯拉引领一体化压铸趋势,一体化压铸具有降低制造成本、缩短生产周期、优化供应链环节等众多优势,有望成为未来的主流趋势。公司目前已向力劲购买两台 6000 吨大型压铸机,并获得某客户大型一体化车身结构件后地板产品的项目定点和多个客户的一体化电池箱定点,凭借多年的材料工艺研发及丰富的过程管理经验,有望快速提升良率实现效益

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	48.75
最新收盘价:	38.85
股票代码:	603348
52 周最高价/最低价:	41.63/20.08
总市值(亿)	101.59
自由流通市值(亿)	98.52
自由流通股数(百万)	253.58



分析师:崔琰

邮箱:cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

相关研究

1. 【华西汽车】文灿股份(603348)事件点评报告:携手力劲集团 布局一体化压铸
2021.05.30
2. 【华西汽车】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
3. 【华西汽车】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

化，抢先占领一定的份额。

- 2) 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、理想等车身结构件；底盘件实现突破，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，新增比亚迪。且前瞻布局电池盒组件、电机壳等新能源汽车增量市场，已获敏实集团电池盒（终端供货奔驰）、大众 MEB 平台以及蔚来电机壳订单，有望充分享受电动化加速发展的红利，打开成长空间。
- 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 47.5/56.6/67.8 亿元调为 44.3/53.6/66.0 亿元，归母净利由 3.6/5.4/7.3 亿元调为 3.0/5.1/7.0 亿元，EPS 为 1.14/1.95/2.68 元，对应 PE 为 34/20/14 倍。给予 2022 年 25 倍 PE 估值，目标价由 52.50 元调为 48.75 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	4,434	5,365	6,597
YoY (%)	-5.1%	69.2%	70.4%	21.0%	22.9%
归母净利润(百万元)	71	84	299	510	702
YoY (%)	-43.3%	18.0%	256.9%	70.6%	37.5%
毛利率 (%)	23.9%	23.6%	21.1%	23.8%	24.5%
每股收益 (元)	0.27	0.32	1.14	1.95	2.68
ROE	3.1%	3.2%	7.5%	9.0%	9.3%
市盈率	143.01	121.22	33.96	19.91	14.48

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	4,434	5,365	6,597	净利润	90	315	510	702
YoY (%)	69.2%	70.4%	21.0%	22.9%	折旧和摊销	331	1,643	292	292
营业成本	1,989	3,500	4,088	4,980	营运资金变动	237	-247	-111	-167
营业税金及附加	20	37	44	54	经营活动现金流	783	1,824	853	986
销售费用	39	44	59	73	资本开支	-220	-4,722	-666	-667
管理费用	242	310	376	455	投资	-531	0	0	0
财务费用	69	84	112	109	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	3	0	0
投资收益	7	11	14	17	债务募资	1,292	3,033	18	-1
营业利润	133	354	560	771	筹资活动现金流	43	2,916	-151	-171
营业外收支	-12	0	0	0	现金净流量	40	30	50	165
利润总额	121	354	560	771	主要财务指标				
所得税	31	39	50	69	成长能力 (%)				
净利润	90	315	510	702	营业收入增长率	69.2%	70.4%	21.0%	22.9%
归属于母公司净利润	84	299	510	702	净利润增长率	18.0%	256.9%	70.6%	37.5%
YoY (%)	18.0%	256.9%	70.6%	37.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.32	1.14	1.95	2.68	毛利率	23.6%	21.1%	23.8%	24.5%
资产负债表 (百万元)					净利率	3.5%	7.1%	9.5%	10.6%
货币资金	720	750	800	965	总资产收益率 ROA	1.5%	2.8%	4.1%	4.7%
预付款项	9	16	19	23	净资产收益率 ROE	3.2%	7.5%	9.0%	9.3%
存货	409	684	813	984	偿债能力 (%)				
其他流动资产	944	1,409	1,711	2,054	流动比率	1.18	0.58	0.64	0.72
流动资产合计	2,082	2,859	3,343	4,027	速动比率	0.94	0.44	0.48	0.54
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.41	0.15	0.15	0.17
固定资产	2,171	3,002	4,369	5,781	资产负债率	53.9%	62.0%	54.9%	48.9%
无形资产	359	385	390	395	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3,519	7,702	9,224	10,791	总资产周转率	0.46	0.42	0.43	0.45
资产合计	5,601	10,560	12,566	14,817	每股指标 (元)				
短期借款	512	3,166	3,184	3,183	每股收益	0.32	1.14	1.95	2.68
应付账款及票据	600	979	1,173	1,418	每股净资产	9.87	15.27	21.63	28.90
其他流动负债	649	769	898	1,005	每股经营现金流	2.99	6.98	3.26	3.77
流动负债合计	1,761	4,914	5,256	5,606	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	906	1,286	1,286	1,286	估值分析				
其他长期负债	353	353	353	353	PE	121.22	33.96	19.91	14.48
非流动负债合计	1,259	1,639	1,639	1,639	PB	2.78	2.55	1.80	1.34
负债合计	3,020	6,553	6,895	7,245					
股本	259	261	261	261					
少数股东权益	0	16	16	16					
股东权益合计	2,581	4,008	5,672	7,572					
负债和股东权益合计	5,601	10,560	12,566	14,817					

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。