

# 文灿股份（603348）：铝合金压铸新赛道的领军者

2021年08月26日

推荐/首次

文灿股份 公司报告

**电动化催生铝合金压铸新赛道：**电动车对轻量化诉求更高，据我们统计，电池包质量约占电动车整备质量的24%，车重成为制约电动车提升续航里程的重要因素。电动车取消了发动机系统，也产生了新的铝合金压铸件，如电池包、电驱动系统等壳体，且制造工艺更加复杂。电动车在车身、底盘结构件上更加积极采用铝合金压铸件。随着高真空压铸工艺、大吨位压铸机的发展，铝合金一体化压铸成为趋势。电池包、电驱动壳体、车身结构件、底盘件及一体化压铸等已成为铝合金压铸新的应用领域，吸引更多产业参与者进入。

**电动化下铝合金压铸行业的格局之变：**传统汽车铝合金产业链格局相对稳定，外资铝合金企业以一级供应商为主，具备产品设计开发、压铸工艺、客户资源等优势。国内铝合金企业以二级供应商，中小件产品居多。国内企业凭借成本、服务优势缓慢替代。电动化下，新铝合金压铸产品对制造工艺、设计提出了更高的要求，大型薄壁、结构复杂的车身结构件需要更大吨位的压铸机等设备投入。电动车用铝合金压铸产品仍处于变化中，对供应商的开发设计能力提出更高要求。国内一些在该领域积累多年企业在压铸工艺上不断提升，有望凭借更快的响应速度和市场开拓能力在该领域获得更大份额。

**文灿将成为新赛道的领军者：**1) 专注于汽车铝合金压铸业务：汽车压铸收入占比90%以上。2020年公司完成法国百炼集团收购，使得公司工艺能力得到完善，产品品类得以扩充。公司在国内布局了珠三角、长三角、环渤海地区，可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。2) 领先布局一体化压铸等新赛道业务，2014年公司即实现了车身结构件的量产。车身结构件收入占比从2015年8.9%提升至2020年的22.0%。公司完成6000T、9000T大型压铸机预验收，谋划一体化压铸大业。我们梳理了相关公司在该领域的布局，文灿股份在车身结构件上量产时间早，积累了丰富制造经验，产品品类多，配套的客户数量也处于领先地位。3) 电动车的铝合金压铸件对供应商同步研发能力要求更高，文灿股份不断拓展整车客户，一级供应商业占比提升，同步开发能力得到车企认可。4) 高度碎片化市场有利国内零部件企业突围。

**公司盈利预测及投资评级：**随着配套车型销量增长，公司铝合金压铸业务将进入快速增长期，我们看好铝合金压铸行业及公司在该领域的竞争力，文灿有望在新赛道中获取更大的市场份额。我们预计公司2021—2023年归母净利润分别为2.62亿元、4.66亿元和6.02亿元，对应EPS分别为1.01、1.8和2.33元，按照2021年8月25日收盘价，对应PE值分别为38、21和17倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：电动化不及预期、行业景气度下行、一体化压铸推广不及预期。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,537.71	2,602.57	4,122.42	5,113.90	5,950.44
增长率（%）	-5.09%	69.25%	58.40%	24.05%	16.36%

## 公司简介：

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。公司拥有具有丰富经验的优秀技术队伍，配备了现代先进设计和管理的软件及工具。

**未来3-6个月重大事项提示：**  
无

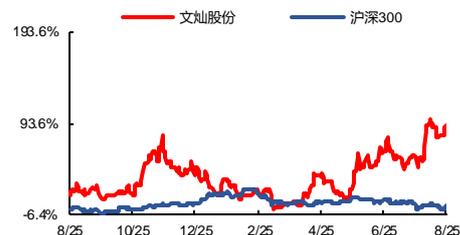
## 发债及交叉持股介绍：

2019-06-10 发行8亿元可转债

## 交易数据

52周股价区间（元）	20.08-41.88
总市值（亿元）	100.11
流通市值（亿元）	98.20
总股本/流通A股（万股）	25,961/10,171
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	5.35

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：李金锦

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

## 分析师：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070004

---

净归母利润(百万元)	71.03	83.80	261.85	466.41	602.44
增长率(%)	-43.28%	26.63%	197.94%	76.33%	28.79%
净资产收益率(%)	3.13%	3.25%	9.37%	14.87%	16.82%
每股收益(元)	0.32	0.36	1.01	1.80	2.33
PE	120.56	107.17	38.13	21.40	16.57
PB	3.76	3.87	3.57	3.18	2.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

1. 铝合金压铸行业的新赛道与新格局 .....	4
1.1 汽车轻量化是实现节能减排的重要路径 .....	4
1.2 铝合金件在汽车上的应用不断扩大 .....	5
1.3 电动化催生一体化压铸等新赛道 .....	7
1.4 电动化铝合金压铸格局之变 .....	10
2. 文灿股份：新赛道的领军者 .....	13
2.1 专注汽车铝合金压铸件 .....	13
2.2 领先布局一体化压铸等新赛道业务 .....	14
2.3 较强的同步开发能力 .....	18
2.4 高度碎片化的汽车市场为国内零部件企业突围带来机遇 .....	19
3. 盈利预测与估值 .....	20
4. 风险提示 .....	20
相关报告汇总 .....	22

## 插图目录

图 1：世界主要国家或地区的二氧化碳排量（单位：百万吨） .....	4
图 2：汽油 M1 类乘用车碳排放量与整备质量的关系 .....	4
图 3：纯电动乘用车碳排放量与整备质量的关系 .....	4
图 4：中国乘用车主要轻量化材料占比变化 .....	错误!未定义书签。
图 5：中国乘用车单车用铝量（单位：kg） .....	6
图 6：北美轻型车单车用铝量（单位：kg） .....	6
图 7：2019 年欧洲乘用车单车用铝量（单位：kg） .....	6
图 8：铝合金压铸件主要应用领域-壳体、支架类 .....	7
图 9：车身结构件-中大型铝合金压铸件 .....	7
图 10：北美轻型车平均单车用铝量：纯电动车 vs 燃油车（单位：磅） .....	8
图 11：应用于大众汽车的高压铸造电池包下壳体 .....	9
图 12：应用于宝马的高压铸造电池包下壳体 .....	9
图 13：电驱动从独立式到集成式布局 .....	9
图 14：特斯拉后车身结构-Model3 的 70 个部件变为 Model Y 的 2 个部件 .....	10
图 15：文灿股份主要产品 .....	13
图 16：文灿股份生产基地布局 .....	13
图 17：文灿股份产品业务结构 单位：万元 .....	14
图 18：汽车类压铸件产品构成 .....	14
图 19：2014 年已开始量产的车身结构件 .....	15
图 20：车身结构件收入占比稳步提升 .....	15
图 21：文灿 4500T、6000T 压铸单元通过预验收 .....	16
图 22：文灿 9000T 超级智能压铸单元签约仪式 .....	16

图 23: 百炼集团 2019 年收入结构 .....	17
图 24: 百炼集团主要产品 .....	17
图 25: 百炼集团 2019 年客户结构 .....	17
图 26: 百炼集团财务表现 单位: 万元 .....	17
图 27: 前五大客户占比 .....	18
图 28: 汽车类压铸件产品构成 .....	18
图 29: 2020 乘用车销量 TOP10 .....	19
图 30: 国内车系结构 .....	19
图 31: 主要国家市场份额数据 .....	19

## 表格目录

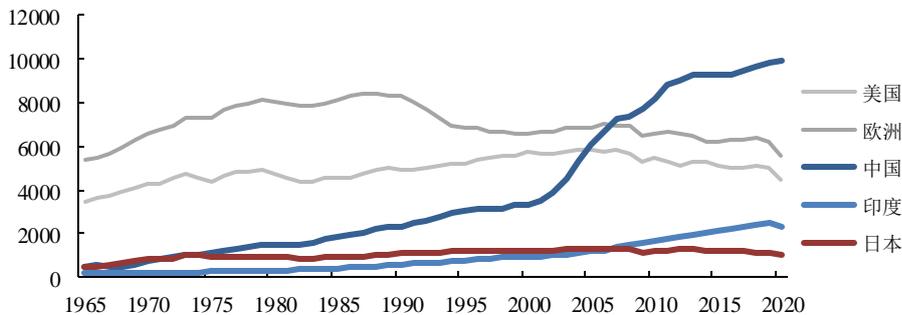
表 1: 我国轻量化技术发展路线 .....	5
表 2: 主销电动车、燃油车整备质量对比 .....	7
表 3: 外资铝合金压铸企业概况 .....	11
表 4: 国内部分铝合金压铸企业概况 .....	12
表 5: 国内部分铝合金压铸车身结构件布局情况 .....	15

## 1. 铝合金压铸行业的新赛道与新格局

### 1.1 汽车轻量化是实现节能减排的重要途径

双碳目标的完成时点明确，对国内汽车行业提出了更高的要求。2020年9月，国家主席习近平提出中国“二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”。《节能与新能源汽车技术路线图2.0》指出，我国汽车行业的发展目标是“产业碳排放总量先于国家碳减排承诺于2028年左右提前达到峰值，到2035年排放总量较峰值下降20%以上”。

图1：世界主要国家或地区的二氧化碳排量（单位：百万吨）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

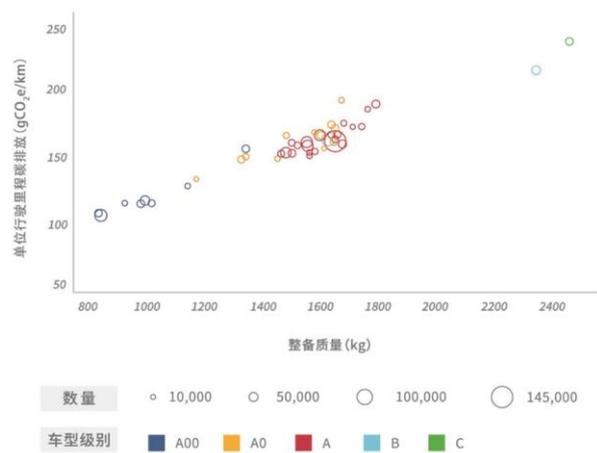
汽车轻量化是减少汽车二氧化碳排放量的重要手段之一。汽车的碳排放量受到整车整备质量、燃油经济性等因素的影响。随着汽车轻量化程度和电气化水平的提升，汽车全生命周期碳排放量将减少。据统计，车身质量每减少100kg，其百公里油耗可减少0.7L。

图2：汽油 M1 类乘用车碳排放量与整备质量的关系



资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

图3：纯电动乘用车碳排放量与整备质量的关系



资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

汽车轻量化的实现路径：1) 加大车身、底盘、动力系统和内外饰等部分的轻量化设计；2) 加大高强度钢、铝合金和碳纤维复合材料等轻量化材料的应用；3) 采用先进的轻量化材料成型技术，以减少零部件使用数

量。目前我国乘用车使用的轻量化材料以高强度钢和铝合金为主，据中汽数据统计，2019 年我国乘用车单车使用高强度钢和铝的平均质量为 430kg，占车身质量的 29.5%。

表1：我国轻量化技术发展路线

	2020 年	2025 年	2030 年
车辆整备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到 190kg	单车用铝量超过 250kg	单车用铝量超过 350kg
镁合金	单车用镁量达到 15kg	单车使用镁合金 25kg	单车使用镁合金 55kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量，成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%，成本比上阶段降低 50%	碳纤维使用量占车重 5%，成本比上阶段降低 50%

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》，东兴证券研究所

图4：中国乘用车主要轻量化材料占比变化



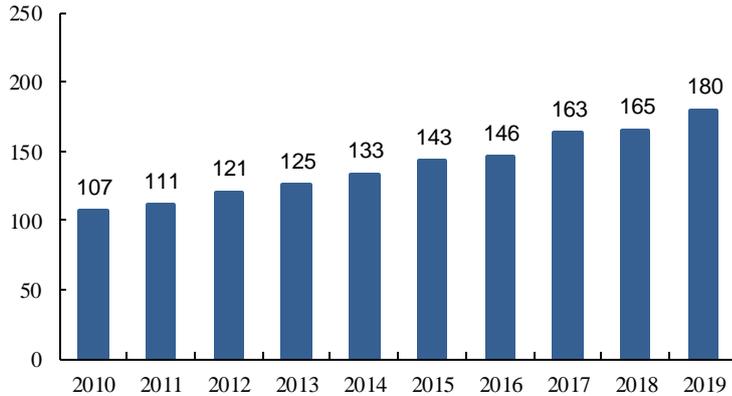
资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

## 1.2 铝合金件在汽车上的应用不断扩大

铝合金是理想的汽车轻量化材料，提高车辆安全和燃油经济性的同时，减少汽车全生命周期的碳排放量。据美国铝业协会测算，至 2025 年、2030 年美国轻型车的单车用铝量将分别达到 505 磅、570 磅。

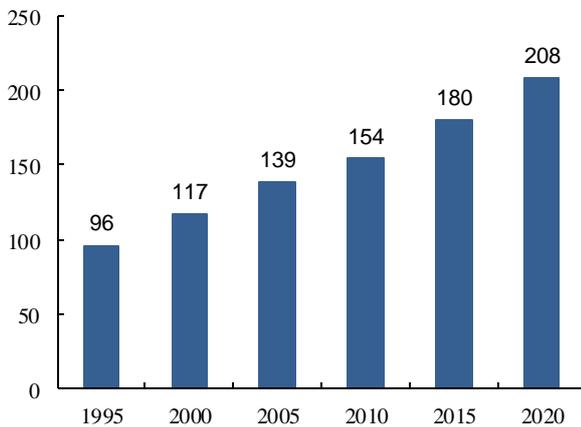
我国的单车用铝量增长较快，正逐步缩小与美国等发达国家的差距。2010 年我国乘用车单车用铝量为 107kg，而美国轻型车 2000 年单车用铝量已达到 117kg。随着我国汽车轻量化进程的推进，2019 年我国乘用车单车用铝量达到 180kg，和欧洲持平，并且正在逐步缩小与美国的差距。

图5：中国乘用车单车用铝量（单位：kg）



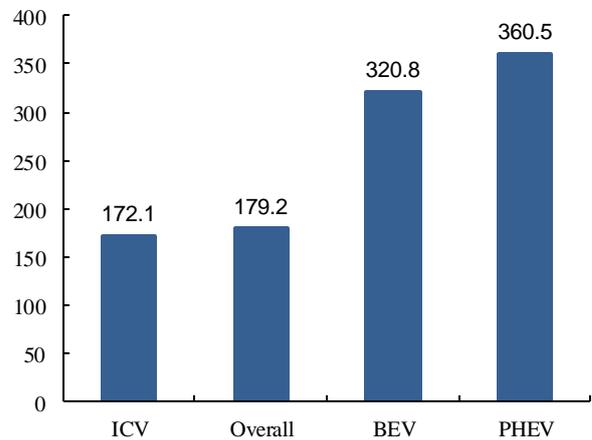
资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

图6：北美轻型车单车用铝量（单位：kg）



资料来源：中汽数据，东兴证券研究所

图7：2019年欧洲乘用车单车用铝量（单位：kg）



资料来源：DuckerFrontier，东兴证券研究所

**得益于压铸工艺的进步，铝合金压铸件在汽车的应用领域不断扩大：**20世纪40年代，菲亚特公司研制了铝合金气缸盖并应用到部分车型上。50年代，德国汽车公司改进了低压铸造技术，开始大量生产发动机后盖、空冷缸盖等铝合金压铸件；60年代，高压压铸技术的发展使得铝合金压铸件在汽车中的应用大幅增加，逐步取代铸铁。随着压铸工艺、压铸设备的进一步升级，铝合金压铸件在强度、延展度、耐磨性上得到提升，其应用逐渐从小壳类向对强度等要求更高的大型结构件拓展。

传统汽车铝合金压铸件的主要应用在以下几个领域：1) 动力系统-壳体及支架等：油底壳、凸轮轴支架、缸盖罩、缸体、发动机支架、链条盖、下缸体、齿轮室、节温器罩、正时链轮、张紧臂、节气门壳体、涡轮增压壳体、进气歧管等。2) 传动系统-壳体及支架等：离合器壳体、变速箱壳体、变矩器、换挡轴、变速箱阀体、差速器壳体、电控单元壳体等。3) 热交换系统-壳体等：压缩机气缸体组件、斜盘、滑轮、悬臂等。4) 转向系统-壳体及支架类：转向长壳体、转向管柱、伺服壳体、端盖、转向支架、转向电控单元壳体。5) 刹

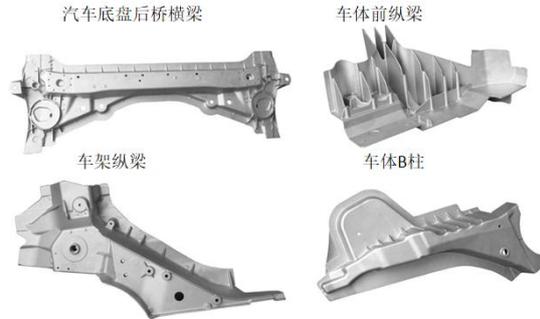
车系统：刹车总泵壳体、刹车卡钳等。6) 悬架系统：控制臂、转向节、减震塔等。7) 车身部分：前轮罩、后轮罩、纵梁、B柱、横梁、车门框。

图8：铝合金压铸件主要应用领域-壳体、支架类



资料来源：文灿股份官网，公司公告，东兴证券研究所

图9：车身结构件-中大型铝合金压铸件



资料来源：文灿股份官网，东兴证券研究所

发动机、传动系统、转向系统等壳体类铝合金压铸件在传统车的渗透率较高，该领域的压铸工艺成熟。车身、底盘结构件等铝合金压铸件渗透率还较低。由于结构件起支撑、抗冲击的作用，其质量直接关系到车身承载能力的好坏。因此，结构件对强度、延伸率和可焊接性能都有较高的要求。传统低压、重力压铸和普通真空压铸都很难满足该类部件的性能要求，这是阻碍车身结构件铝合金渗透率提升的主要因素。

### 1.3 电动化催生一体化压铸等新赛道

**电动车轻量化诉求高：**汽车电动化加速，纯电动车由于携带较大电池包，导致汽车自重（整备质量）大幅提升，整备质量高成为制约电动车提升续航里程的重要因素。

从主销电动车的整备质量看，最低配置版本的 B 级纯电动汽车整备质量约在 1900kg-2000kg 之间，而同级别燃油车的整备质量约为 1400kg-1500kg，平均重约 500kg。最低配置版本 A 级纯电动车整备质量约在 1500kg-1800kg 之间，同级别燃油车整备质量约在 1200kg-1400kg，平均重约 300-400kg。电池包质量约占电车整备质量的 24%。

表2：主销电动车、燃油车整备质量对比

车型	尺寸-mm	整备质量-kg	电池包重量*-kg	电池包质量占比
比亚迪-汉标准续航豪华型	4980x1910x1495	2020	462.9	22.9%
特斯拉-Model Y 标准续航版后驱	4750x1921x1624	1929	476.2	24.7%
小鹏-P7 后驱标准续航智享版	4880x1896x1450	1920	477.8	24.9%
特斯拉-Model 3 标准续航后驱升级版	4694x1850x1443	1745	436.5	25.0%
广汽-埃安 S plus60 智领版	4810x1880x1515	1685	404.8	24.0%
比亚迪-秦 plus EV	4765x1837x1515	1580	339.3	21.5%
大众-迈腾 280TSI DSG 领先型	4865x1832x1471	1445	—	—
丰田-凯美瑞 2.0E 精英版	4885x1840x1455	1530	—	—

本田-雅阁 260TURBO 豪华星空限量版	4893x1862x1449	1495	—	—
大众-朗逸 1.5L 自动风尚版	4670x1806x1474	1265	—	—
大众-速腾 200TSI DSG 超越版	4753x1800x1462	1380	—	—
丰田-卡罗拉 1.2T S-CVT 先锋 PLUS 版	4635x1780x1455	1335	—	—
日产-轩逸 1.6 XE CVT 舒适版	4631x1760x1503	1230	—	—

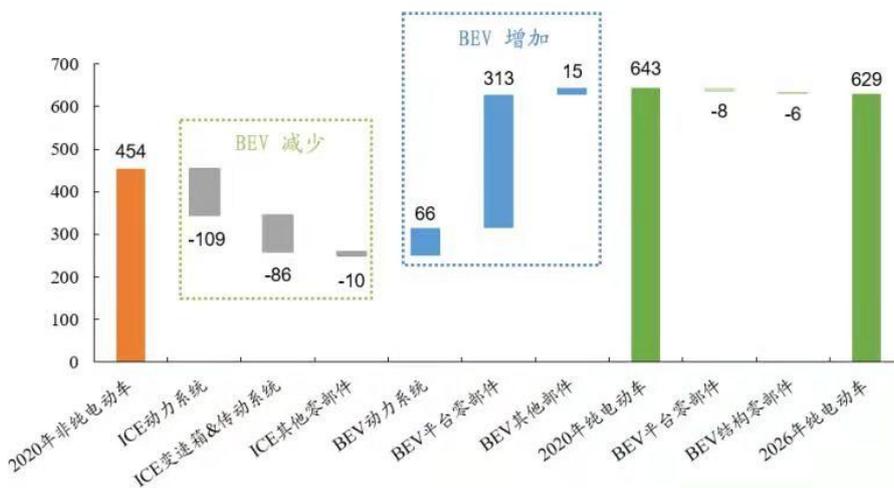
资料来源：懂车帝、工信部新能源汽车推广目录等、东兴证券研究所 注：电池包重量=电池包电量/系统能量密度。车型选择最低配或次低配版本

**电动车的减重将有效提升续航里程：**纯电动车的里程焦虑是影响其渗透率提升的主要原因之一。根据美国铝业协会，相同电量下电动车行驶里程的增加量与重量的减少量大致呈相同比例，即减少 10% 的重量可以使车辆在相同电量下多行驶 10% 的距离。由于电动车的电池净增重量超过 300kg，那么在现有电池能量密度的情况下，车身质量减少是提升电动汽车续航里程的有效手段。

**电动车催生铝合金压铸新赛道：**电动车虽然取消了发动机系统，但其电池包、电驱动系统等壳体仍采用铝合金压材质，且因需集成冷却系统，制造工艺上更加复杂。与燃油车相比，电动车在车身、底盘结构件上更加积极采用铝合金压铸件。随着高真空压铸工艺、大吨位压铸机的发展，铝合金压铸的结构件可以满足性能上的要求，使得该类产品在新能源车得以普及。

据 DuckerFrontier 统计测算，2020 年北美轻型车中纯电动车型比燃油车型的平均单车用铝量多 189 磅，其中内燃机和变速箱等非纯电动车的必需零部件减少了 205 磅，而大量运用铝的电池壳体、电机壳体、车身等零部件增加了 394 磅。随着纯电动车的级别下探，2026 年纯电动车的单车用铝量将比 2020 年减少 14 磅。

图10：北美轻型车平均单车用铝量：纯电动车 vs 燃油车（单位：磅）



资料来源：DuckerFrontier，东兴证券研究所

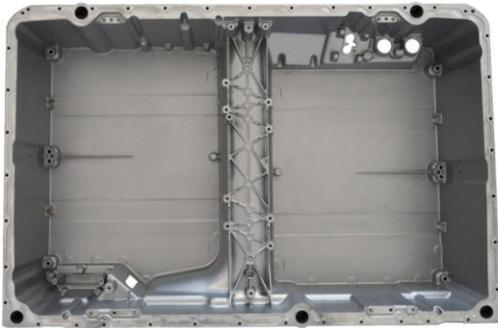
注：平台零部件包括白车身、覆盖件、底盘、悬架、车架等；结构零部件包括动力系统、传动系统、变速箱、内饰、热交换器等。

### 电动车领域新增的主要产品：

**电池包壳体-应用于纯电动和混动汽车：**电池包壳体质量大致占电池包总质量的 10%-20%，目前电动车电池包下壳体材质基本以铝合金材料为主，工艺上包括冲压铝板焊接、整体铸造等工艺。整体压铸的电池包壳体可以实现一体成型，能灵活的进行结构和壁厚设计，实现集成电池包壳体侧壁吊耳、冷却通道等优势。但纯电动汽车电池包壳体属于大型薄壁铝合金件，对压铸工艺要求较高，需要一次性较大规模的模具和大吨位压铸机投入。目前压铸工艺的电池包壳体主要在混动车型运用比较多，比如大众、宝马、本田等混动车型都采

用这类电池包。而纯电动汽车的大电池包壳体采用冲压焊接工艺较多。我们认为，随着大型薄壁压铸工艺的不断成熟，更多参与者投入大吨位压铸件设备，压铸电池包有望在纯电动汽车上进一步普及。

图 11: 应用于大众汽车的高压铸造电池包下壳体



资料来源: georgfischer 官网, 东兴证券研究所

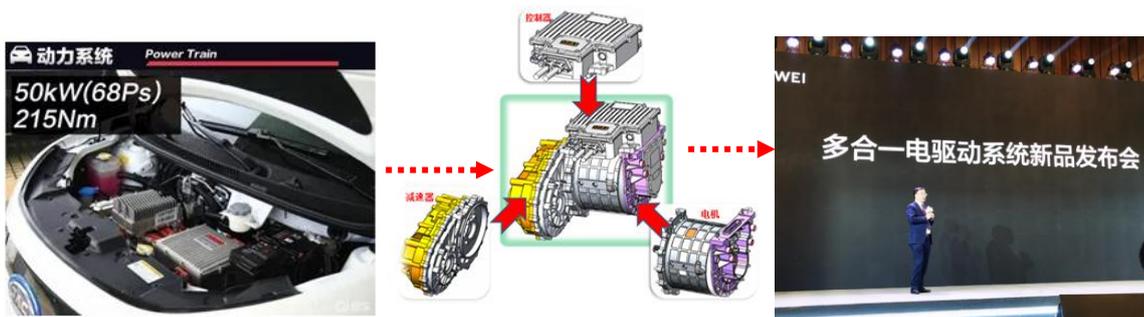
图 12: 应用于宝马的高压铸造电池包下壳体



资料来源: georgfischer 官网, 东兴证券研究所

**电驱动壳体-不断集成化的新部件:** 纯电动汽车不同于传统燃油车，电池+电机取代发动机成为汽车的动力输出系统。电驱动系统设计经历了独立式、二合一、三合一和多合一的发展阶段。独立式电驱动指电机、电控、减速器及其他附件独立存在，这种模式主要存在于早期电动车产品，优点是技术简单，缺点是占据空间大。二合一方案则是将电机与减速器集成设计，三合一则是将电控、电机和减速器集成设计，三合一目前电驱动系统的主流方案。电驱系统集成更多功能是大势所趋，如华为即将推出的电驱动系统 DriveONE 系统，该系统集成了 MCU（微控制单元）、电机、减速器、DCDC（直流变换器）、OBC（车载充电机）、PDU（电源分配单元）、BCU（电池控制单元）七大部件，实现了机械部件和功率部件的深度融合。

图 13: 电驱动从独立式到集成式布局



资料来源: 电动邦, 东兴证券研究所

**电驱动壳体的设计也将走向集成式设计:** 从分体式简单集成，即减速器、电机和电控有各自独立的壳体设计，到电机、减速器壳体一体化和三大件壳体一体化。随着更多功能集成到电驱动中，壳体也将叠加更多的功能设计。电机、电控及减速器都需要冷却系统，壳体的设计需要考虑冷却管路的设计和布局。这对壳体供应商的产品开发和设计能力提出了较高的要求。

**车身、底盘结构件及一体化压铸趋势：**车身结构件是车身构造的框架，相当于支撑车体的骨骼，主要起支撑和承载作用，也是车辆其他系统部件的安装基础。主要产品包括后纵梁，A、B、C、D 柱，前、后减震器，左、右底大边梁和防火墙、后备箱底板等。车身结构件一般都是复杂薄壁零件，并且对强度、延展性和可塑性有较高的要求，以保证它们在碰撞时有很好的安全性。所以车身结构件的铝合金压铸工艺技术门槛最高，也是目前汽车部件铝化程度较低的部分。

汽车底盘铝合金产品主要应用在悬挂、刹车等系统，产品包括转向节、副车架、轮毂、控制臂、制动卡钳等。底盘轻量化能带来更好的操控体验。燃油车在底盘件的铝化也在进行中，但是如大件的铝合金控制臂、副车架通常应用车在中高端车型上，而电动车在这类产品的应用上将更为积极。

**一体化压铸是汽车结构简化的大趋势：**一体化压铸车身是轻量化技术的升级，取代之之前钢制的众多的车身结构件和底盘件，使得车身结构大幅简化，在轻量化的同时，实现汽车组装效率大幅提升。目前特斯拉在一体化压铸上走在前列，Model3 的后车身结构从 70 个部件变为 Model Y 的 2 个部件，最终将变为 1 个部件。

**特斯拉将大幅简化汽车结构：**马斯克在 2019 年特斯拉自动驾驶日提出构建特斯拉 Robotaxi 车队，车队采用的车型将是经过专门设计的电动车，这类车型零部件数量将大幅减少，而且成本更低。目前 Model3 的成本低于 3.8 万美元（为 2019 年特斯拉自动驾驶日数据），重新设计的 Robotaxi 车型将把成本降到 2.5 万美元或更低。我们认为，一体化压铸工艺将是特斯拉实现上述目标的重要路径。

**大众汽车对汽车结构简化的展望：**无独有偶，大众汽车在 2020 年报中对其 Business2.0 进行了详细阐述：大众汽车未来制造的汽车在结构上将大幅简化，车型版本数量也将大幅减少。汽车销售将不再按照硬件（高中低配置）来区分，而是按照软件功能区分，以实现其新的 Business2.0 的盈利模式。简化汽车硬件结构同样是大众汽车重要的战略之一。

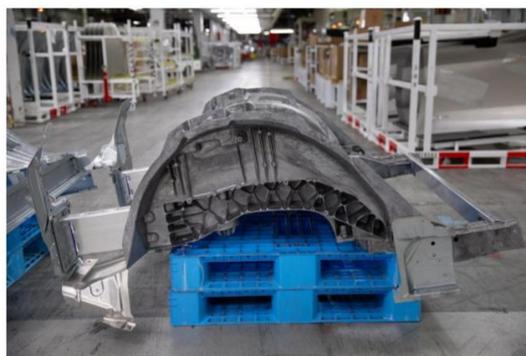
我们认为，在电动化、智能化的大趋势下，汽车硬件结构简化是大势所趋，而压铸一体化工艺是符合行业发展趋势的，未来将会有更多车企加入其中。

**图14：特斯拉后车身结构-Model3 的 70 个部件变为 Model Y 的 2 个部件**

SIMPLIFICATION OF VEHICLE STRUCTURE AND MANUFACTURING



Model 3 rear underbody  
70 pieces of metal



Model Y rear underbody  
2 pieces of metal (eventually a single piece)

资料来源：特斯拉官网，东兴证券研究所

## 1.4 电动化铝合金压铸格局之变

### 传统汽车领域铝合金压铸格局相对稳固:

外资铝合金压铸企业以一级供应商为主, 具备产品设计开发、压铸工艺、客户资源等优势: 这类企业经过多年发展, 从单一产品演变为为系统产品供应商。我们梳理国外部分从事相关业务的企业, 如下表。

**表3: 外资铝合金压铸企业概况**

公司名称	总部	业务范围	铝合金业务品类	主要客户	中国布局
DGS	欧洲-瑞士	镁合金、铝合金及锌合金压铸件	车身\动力\传动\转向系统等, 优势在车身结构件	奥迪、宝马、奔驰、大众等	2家全资子公司: 广州与日照公司
Handtmann	欧洲-德国	食品、酿酒、注塑设备及汽车零部件	发动机系统(油底壳、气缸盖罩、曲轴箱、轴承架、油泵等)、变速箱\离合器壳体、车身底盘结构件等	大众、福特等	1家全资子公司: 天津, 生产双离合变速器壳体
Aludyne	北美-美国	汽车轻量化解决方案和组件供应商	底盘、副车架等, 全球最大的铝合金转向节供应商, 欧洲最大的铝合金副车架供应商之一	通用、沃尔沃、日产北美、菲亚特	3家工厂: 武汉、昆山和苏州
Saint Jean	欧洲-法国	航空、工业、汽车, 汽车业务占80%	底盘(悬挂模块、控制臂、转向节等), 发动机系统(支架、进气管、涡轮增压壳体、排气管等)、铝合金轮毂	奥迪、大众、保时捷、福特、特斯拉、菲亚特、雷诺	1家全资公司: 常熟, 生产转向节、控制臂等
Martinrea	北美-加拿大	汽车轻量化零部件	底盘件(转向节、控制臂、连杆、副车架), 发动机系统(发动机壳体、变速箱壳体)、制动系统管路、	奥迪、宝马、长安、吉利、奇瑞、采埃孚、艾里逊变速箱等	2家工厂: 北京和沈阳, 生产车身结构件、安全和悬架结构
Georg Fischer	欧洲-瑞士	液体\气体运输管路、压铸成型和高精度机械加工业务	大型车身结构件、三电系统壳体、底盘件、发动机壳体等	大众、宝马、奔驰、采埃孚、爱驰、亿纬锂能	2家全资子公司: 苏州和昆山, 生产车轮支架、控制臂、转向节等
RYOBI	日本	汽车零部件、建筑设备、印刷设备等	气缸体、变速箱、副车架等底盘零部件	大发、福特、通用、日野、本田、现代	2家压铸相关的全资子公司, 大连和常州
Ahresty	日本	汽车轻量化零部件	发动机缸体、变速箱等中大型壳体类产品、电机和转换器壳体	爱信、格特拉克、五十铃、加特可、久保田、斯巴鲁、大发、电装、丰田、本田、日野、三菱、上汽大众	2家全资子公司: 广州和合肥, 生产变速箱、发动机壳体
Nemak	北美-墨西哥	汽车轻量化零部件	发动机缸体、缸盖、变速箱壳体; 减震塔、纵梁、其他结构件; 电机壳体, 电池壳体	通用、福特、克莱斯勒、丰田、大众、标致-雪铁龙、菲亚特、宝马、现代、起亚, 奇瑞	2家全资子公司: 南京和重庆, 生产汽缸盖, 汽缸体

资料来源: DGS、Handtmann、Aludyne、Saint Jean、Georg Fischer、RYOBI、Ahresty、Nemak 公司官网, 东兴证券研究所

外资铝合金压铸企业有几个特点:

1) 业务多元化: 如 Handtmann、Saint Jean、Georg Fischer、RYOBI 等业务范畴已超出汽车行业, 成为多元化综合型公司。

- 2) 一级供应商为主：这类企业的产品以底盘、车身结构件、发动机系统等居多，担任一级供应商角色。如 DGS、Georg Fischer 集中在中大型车身结构件，这类产品对压铸工艺要求高，单价高。Aludyne、Martinrea、Saint Jean 等集中在底盘、副车架等，这类产品通常也直供车企。一级供应商具备与车企同步开发的能力，产品开发设计能力强。
- 3) 全球化布局，追随主机厂进入中国市场：上述公司基本完成全球化布局，且大多追随主机厂在中国设有工厂，如 Handtmann、Ahresty、RYOBI 分别为大众、日系等车企原有的供应商。

**国内铝合金压铸企业以二级供应商，中小件产品居多：**除了上述外资企业的子公司外，国内铝压铸企业大致分为三类：一类是整车企业旗下的铝合金压铸厂，如长城汽车旗下的精工汽车压铸分公司，比亚迪旗下弗迪动力的精工中心，这类企业目前主要配套母公司。第二类是国内主机厂与外资压铸公司成立的合资公司，如上汽华域皮尔博格有色零部件(上海)有限公司，华域和莱茵金属各占 50% 股份，配套上汽大众、一汽大众及上汽通用。第三类是数量众多的第三方铝合金压铸供应商，如上市公司文灿股份、广东鸿图、爱柯迪等。该类企业二级供应商居多，配套采埃孚、博世、法雷奥、威伯科等变速箱、刹车、转向等系统供应商。

**表4：国内部分铝合金压铸企业概况**

公司名称	产品应用领域	主要客户
华域皮尔博格	发动机缸体缸盖、结构件及新能源铝合金件等	一汽大众、上汽大众、上汽通用等
文灿股份	发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件等	采埃孚天合、威伯科、法雷奥、格特拉克、博世；通用汽车、奔驰、长城汽车、大众、特斯拉、吉利、上海蔚来
爱柯迪	雨刮系统、转向系统、刹车系统等	法雷奥、博世、格特拉克、克诺尔、麦格纳、电产以及博格华纳、大陆、马勒、耐世特、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚
广东鸿图	发动机系统、变速箱系统、悬挂系统、三电系统等	通用、FCA、沃尔沃、日产、本田、丰田、吉利、广汽
嵘泰股份	转向系统、传动系统、发动机系统精密铸件	博世、博世华域、采埃孚、威伯科、蒂森克虏伯、捷成唯科
泉峰汽车	空调系统、传动、发动机零部件及三电壳体	法雷奥、博世、舍弗勒、博格华纳、康奈可、马勒等
重庆渝江压铸	发动机系统、变速箱系统、悬挂系统、三电系统等	大众、福特等
肇庆动力	电机壳体、底盘支架、电池外壳、电控箱、发动机	克莱斯勒、福特、通用、本田、菲亚特、广汽三菱、广汽传祺
精工汽车压铸分公司	发动机、变速箱、底盘和三电系统	长城汽车
肇庆本田金属有限公司	活塞、汽缸盖及泵类壳体，副车架	东风本田、广汽本田
弗迪动力精工中心	汽车发动机、变速箱以及新能源汽车铝合金压铸件	比亚迪

资料来源：华域皮尔博格、文灿股份、爱柯迪、广东鸿图、嵘泰股份、泉峰汽车、重庆渝江压铸、肇庆动力、精工汽车、肇庆本田金属有限公司、弗迪动力公司官网，公司公告，东兴证券研究所

**传统铝合金压铸行业格局相对稳固，国内企业凭借成本、服务优势缓慢替代：**燃油车时代，汽车铝化在动力系统、传动系统领域已基本完成，而燃油车的底盘（悬挂、刹车、转向等）系统和车身系统铝化受成本、工艺等影响进展较慢。国内铝合金企业凭借高运营效率，低成本和较好的服务在部分铝合金压铸细分领域具备明显优势，如爱柯迪在雨刮系统铝合金压铸件占全球份额 30% 以上，嵘泰股份在国内汽车转向系统铝合金件的份额超过 20%。外资企业仍在高端压铸工艺，产品开发设计、客户资源上具备优势，国内在传统铝合金压铸领域（发动机、传动系统）比较难快速取代外资企业。

#### 电动化下的新变局：

**汽车电动化为铝合金压铸行业带来新变局：**电动车为铝合金行业催生了新的产品，新的铝合金压铸产品对制造工艺、设计提出了更高的要求，大型薄壁、结构复杂的车身结构件需要更大吨位的压铸机等设备投入，同

时还要具备稳定的压铸工艺。以特斯拉的一体化压铸为例，特斯拉规划将在加州、上海、德克萨斯等公司投入多台 6000 吨以上的大吨位压铸机，cybertruck 后底座将采用 8,000 吨力的铸造机完成。

**电动车用铝合金压铸产品仍处于变化中，对供应商的开发能力提出更高要求：**以电驱动壳体类为例，该产品仍处于不断升级、集成变化中，需要零部件供应商具备与车企同步开发的能力。燃油车时代形成稳固的铝合金压铸行业格局有望被打破，国内一些在该领域积累多年的铝合金压铸企业在压铸工艺上不断提升和突破，有望凭借更快的响应速度和市场开拓能力成为该领域的新的领军者。

## 2. 文灿股份：新赛道的领军者

### 2.1 专注汽车铝合金压铸件

广东文灿压铸股份有限公司成立于 1998 年，公司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。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、环渤海地区的布局，可实现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。

2020 年公司完成对法国上市公司百炼集团的收购，百炼集团产品包括汽车制动系统、进气系统、底盘结构件等领域的铝合金铸件。百炼的产品组合和压铸工艺与文灿股份形成互补，使得公司工艺能力得到完善，产品品类得以扩充，同时有利于公司通过百炼集团开拓国际市场。

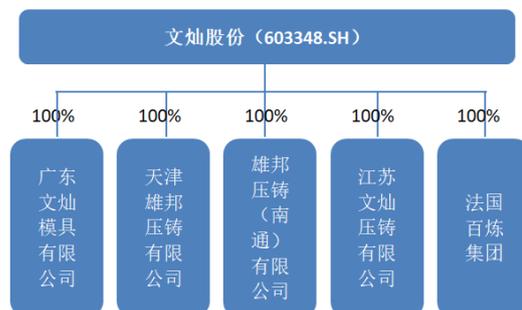
从组织结构安排上，文灿股份形成了总部为决策中心，各个子公司（江苏文灿、天津、南通及百炼等）为公司的利润中心，建立了生产和销售全过程、全方位的管控体系。

图 15: 文灿股份主要产品



资料来源：文灿股份官网，东兴证券研究所

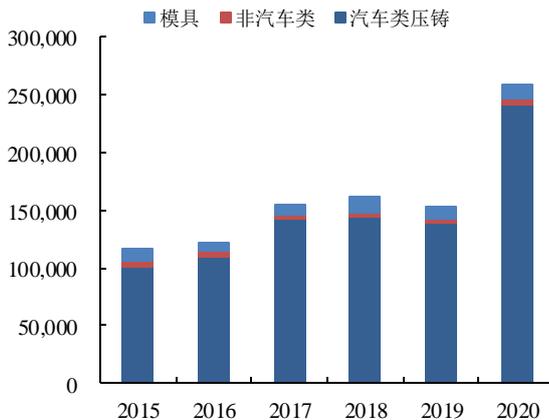
图 16: 文灿股份生产基地布局



资料来源：公司 2021 半年报，东兴证券研究所

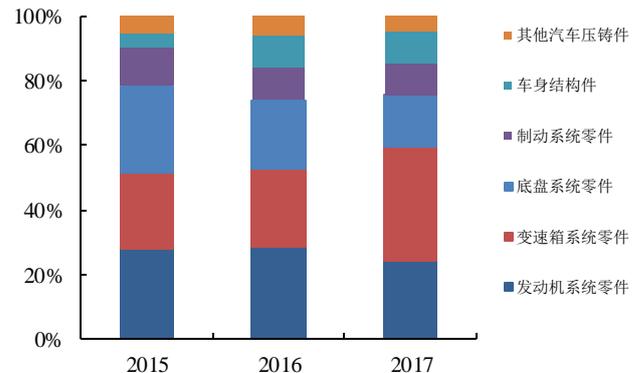
**专注于汽车铝合金压铸业务：**汽车压铸收入占公司收入比重 90% 以上。2020 年 8 月起，百炼集团纳入合并报表，公司汽车压铸业务 2020 年实现收入为 241,737.60 万元，占 93%。据公司招股说明书，汽车压铸业务的各类产品相对均衡，其中发动机类、变速箱类零件占比相对较高。

图17：文灿股份产品业务结构 单位：万元



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图18：汽车类压铸件产品构成



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

## 2.2 领先布局一体化压铸等新赛道业务

**熟练多种压铸工艺布局：**在熟练掌握一般真空压铸技术、局部挤压技术及其他压铸技术的基础上，公司通过与整车厂和一级零部件企业多年的产品合作开发和技术交流，提升企业技术创新能力。目前公司已经掌握高真空压铸技术、层流铸造技术等先进压铸技术，以实现铝合金压铸新赛道领域的覆盖。

**深入布局车身结构件，国内该领域的领先者：**车身结构件是铝合金压铸技术最具技术含量的应用领域，文灿股份是国内铝合金压铸车身结构件的先行者，2014年公司就成功研发了车身结构件，并与2014年实现车身结构件的量产。目前公司对特斯拉、奔驰汽车、上海蔚来的车身结构件均已进入量产阶段，是国内少数能够批量生产的铝合金车身结构件的企业。2017年6月，公司研发的车身结构件在第十二届中国国际压铸工业展览会上获得“优质压铸件金奖（特别奖）”。2020年公司在车身结构件品类不断拓展，产品有车门框架、前后梁及侧梁、前后减震塔、扭力盒、扭力盒支架、A柱、D柱等，2020年配套客户增加小鹏、广汽AION等。

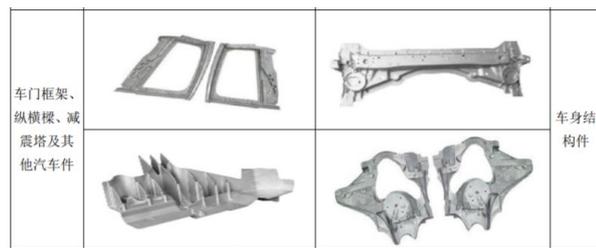
我们梳理了部分相关公司官网、上市公司最新公告，车身结构件作为高技术壁垒，但市场规模大的新领域，也在吸引新的玩家进入，如泉峰汽车2021年半年报披露，其将在马鞍山工厂投入4000T、6000T、8000T等大吨位压铸机。但文灿股份与主要参与者相比，布局时间早，2014年实现批量量产，发展至今，已经在该领域积累了丰富的制造经验。且车身结构产品门类齐全，也是目前披露客户最多企业。

**表5: 国内部分铝合金压铸车身结构件布局情况**

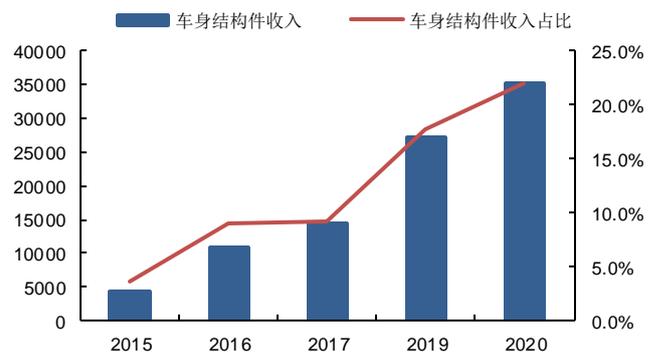
公司名称	成功研发车身结构件时间	量产时间	主要客户	当前进展
华域皮尔博格	—	—	结构件客户未披露	可生产高强度避震塔类、减震器支架类、长轴承重横梁类等结构件
文灿股份	2014	2014	蔚来、奔驰、特斯拉、小鹏、广汽等	具备多种车身结构件量产能力
爱柯迪	—	—	—	未查询到车身结构件相关布局
嵘泰股份	—	—	—	未查询到车身结构件相关布局
广东鸿图	2016	—	结构件客户未披露	具备减震塔、副车架结构件量产能力
泉峰汽车	—	—	结构件客户未披露	<b>新进入者:</b> 首批将增设 2700T 两台, 3000T、4200T、4400T、6000T、8000T 各一台大型压铸设备, 预计这批压铸设备将于 8 月末完成合同签署工作。
重庆渝江压铸	—	—	结构件客户未披露	具备减震塔、后梁等量产能力
肇庆动力	—	—	—	未查询到车身结构件产品
精工汽车压铸	—	—	未披露结构件客户	车身减震塔处于小批量验证中(官网)
肇庆本田金属	—	—	—	未查询到车身结构件产品
弗迪动力精工	—	—	—	未查询到车身结构件产品

资料来源: 公司公告、华域皮尔博格、文灿股份、爱柯迪、嵘泰股份、广东鸿图、泉峰汽车、重庆渝江压铸、肇庆动力、精工汽车压铸、肇庆本田金属、弗迪动力精工公司官网, 东兴证券研究所

**车身结构件收入占比不断提升:** 据公司招股书及年报, 公司车身结构件产品 2020 年贡献收入 35,233.75 万元, 占营业收入 (不含百炼收入) 的比重为 22.0%, 同比增长 29.8%。车身结构件占比稳步提升, 从 2015 年 8.9% 提升至 22.0%。

**图19: 2014 年已开始量产的车身结构件**


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

**图20: 车身结构件收入占比稳步提升**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所 注: 2018 年数据未公告

### 领先行业布局车身结构件, 谋划一体化压铸:

全资子公司雄邦压铸 (南通) 有限公司的汽车轻量化车身结构及高真空铝合金压铸件技改项目: 为公司 IPO 募投项目, 建成后将新增汽车车身结构件及其他压铸件产能 150 万套/年, 并与 2019 年 4 月进入达产期, 车身结构件的主要客户包括特斯拉、奔驰、蔚来 (ES8) 等。

全资子公司江苏文灿压铸有限公司的新能源汽车电机壳体、底盘及车身结构件智能制造项目：本项目拟投资 61,135.60 万元，车身结构件的主要客户包括上海蔚来（ES6）。

**文灿与力劲科技子公司签署战略合作协议，共谋一体化压铸大业：**2021 年 5 月，文灿股份发布公告，公司与力劲科技集团有限公司的子公司在上海就超大型压铸件技术等方面的合作签订了《战略合作协议》。据公告，战略合作内容涉及双方将在超大型压铸件技术方面形成一致行动人，致力于材料、装备、产品的宣传、应用及推广。在本次战略合作协议框架下，文灿股份采购包括 6000T 在内的 7 台大型压铸机，用于研发及生产车身结构件、一体化电池盒托盘、电机壳、变速箱壳体等。目前 6000T、4500T 型号共 2 台压铸机已通过公司预验收。据公告，文灿股份已经获得大型一体化车身结构件后地板项目的定点，公司在大型一体化车身结构件产品领域位于行业前列，引领行业发展。

据中华压铸网，2021 年 8 月 21 日，文灿集团与力劲科技 9000T 超级智能压铸单元签约仪式在文灿集团无锡工厂内隆重举行，此次签约的 9000T 超级智能压铸单元，是全球最大吨位的智能化压铸单元，高于特斯拉 2020Q4 电话会中披露的用于 cybertruck 后底座采用的 8,000T 铸造机，意味着文灿股份在大型一体化车身技术方面将继续引领行业的发展。

我们也收集了行业相关信息，除了特斯拉已经披露的大吨位压铸件投入情况，泉峰汽车也披露了未来 8000T 大型压铸机的投入外，目前还未有更多的参与者。文灿股份在一体化压铸领域已经走在行业前列。

图21：文灿 4500T、6000T 压铸单元通过预验收



资料来源：压铸商情，东兴证券研究所

图22：文灿 9000T 超级智能压铸单元签约仪式



资料来源：中华压铸网，东兴证券研究所

**大吨位压铸机是一体化压铸的重资产投入：**据公司披露的募投项目公告，设备是铝合金压铸行业的投入“大头”。压铸环节设备主要包括压铸机及周边设备，如熔炼炉、机边炉、取件和清理喷雾机器人、切边设备、机加工机床、检测设备、冷却系统、排气系统等，上述周边设备与压铸机、压铸模具组合在一起的压铸生产单元被称为压铸岛。以公司 IPO 项目为例，雄邦自动变速器关键零件项目拟投资共计 73,630.55 万元，设备投入 53,207.81 万元，占 72.26%。压铸设备预计投入 22 台，金额为 20,146 万元，占设备投入的 37.9%。汽车轻量化车身结构件及高真空铝合金铸件技改项目预计总投入 50,832.33 万元，设备投入 40,178.19 万元，占比 79.04%。其中压铸设备投入 19 台，金额为 14,110.00 万元，占设备投入 35%。

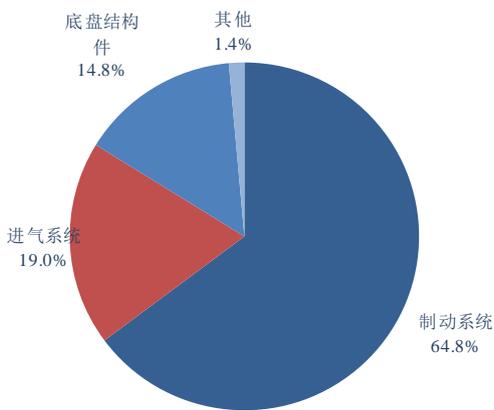
**一体化压铸工艺 know-how 技术门槛高，并非有大吨位压铸设备即可：**车身结构件集合了材料、模具和工艺（压铸和热处理工艺）等各项技术能力，包括：1）模具的设计开发能力，车身结构件通常形状、结构复杂，且不同车型具有不同的结构，要求供应商具备模具的设计开发能力。2）高真空压铸工艺，该种工艺下

的产品可进行热处理, 已使得部件具备较高的机械性能。3) 铝合金材料的制备技术, 铝合金材料需要满足车身结构件对强度、延伸率、可焊接性的高要求。4) 热处理工艺等, 通过热处理提升车身结构件硬度。

这些工艺都需要大量的研发和制造经验才能保障稳定的良品率。模具设计方面, 文灿股份所有车身结构件项目的模具都为自主开发制造, 子公司文灿模具积累了大量车身结构件的项目经验, 领先国内大部分竞争对手。高真空压铸工艺上, 公司能实现型腔真空度到 30 毫巴以下, 压铸产品可以用于热处理。2014 公司即实现了车身结构件的规模量产, 批量供应整车厂。

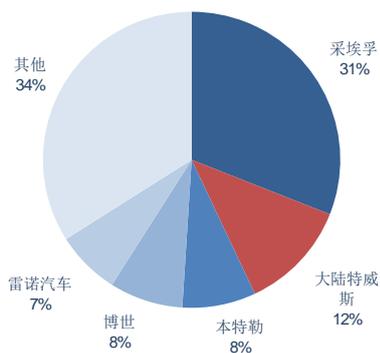
**收购百炼, 拓展底盘件轻量化业务:** 百炼集团 2019 年产品收入结构中, 制动系统部件占比 64.79%, 进气系统为 19.02%、底盘结构件为 14.76%。百炼与文灿的产品组合互补, 文灿实现了对底盘件领域的拓展。客户结构上, 百炼集团主要以底盘系统等一级供应商为主, 如采埃孚、大陆特威斯、本特勒和博世等。

图23: 百炼集团 2019 年收入结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图25: 百炼集团 2019 年客户结构



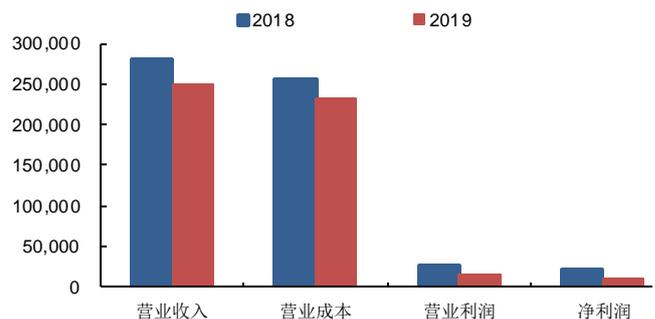
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图24: 百炼集团主要产品

刹车部件	刹车总泵		底盘结构件	
	刹车前卡钳		底盘结构件	转向节
	刹车后卡钳		进气部件	涡轮增压器壳体
			进气部件	进气管

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图26: 百炼集团财务表现 单位: 万元



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所 注: 按 2018、2019.12.31 日汇率换算

**底盘系统轻量化趋势:** 百炼集团的技术优势为重力和低压铸造, 该类工艺一般运用在强度要求比较高的部件, 比如底盘系统、刹车系统等, 或是结构复杂, 高压模具型腔难以解决的部件中。底盘件的轻量化也是汽车, 尤其是新能源汽车重点攻克的方向, 汽车底盘承载着近 70% 的汽车重量, 簧下质量每减轻 1Kg, 带来的效

果等效于簧上质量减轻 5-10Kg，在汽车加速性、稳定性及操控性等方面尤为明显。因此，更多的铝合金底盘件被用在了高端车和电动车上。

## 2.3 较强的同步开发能力

**一级供应商需要更强的同步开发能力：**汽车工业发展至今，整车企业更多集中在整车核心技术研发、整车研发和设计等上，而将大部分零部件交给供应商研发、生产。零部件企业逐渐形成了各司其职的多层级金字塔结构，即一级供应商直接将产品配套整车厂，这类产品通常是相对独立的系统或模块，如悬挂系统、制动系统等；二级供应商则配套一级供应商，承担相应部件的设计、生产，以此类推，不断细分。因此，整车厂通常对一级供应商的同步开发能力有较高的要求，一级供应商需要参与到整车厂的汽车开发过程。而二三级供应商通常按照一级供应商的设计图纸生产相应的零部件。

**电动车的铝合金压铸件对供应商同步研发能力要求更高：**首先，电动车的设计趋势是基于纯电平台开发，而非“油改电”。这都意味着铝合金压铸件需要基于电动车进行更多的新设计，尤其是燃油车上没有的零部件，如电池壳、电驱动壳体等。其次，这类产品本身也在不断升级、集成变化中，如电驱动壳体经历了单独式、三合一以及更多功能的集成，对于其壳体设计也要有相应的个性化设计。再次，电动车厂新增了较多的新进入者，这类新势力车企在机械类产品上更加依赖供应商能力。因此，铝合金压铸企业在开拓新能源汽车领域业务时，其产品开发、设计能力是重要的实力体现。

**文灿股份不断拓展整车客户，一级供应商业务占比提升：**2020 年，公司前五大客户收入占比 50.3%，较 2019 年有所下降，体现了公司新客户不断增加。2018 年公司开拓上汽集团、广汽集团、比亚迪、小鹏汽车等整车客户。2019 年公司新开发了戴姆勒，为其供应底盘零件。2020 年公司新开发了理想汽车、加拿大庞巴迪、恒大汽车等新客户，为其提供车身结构件等产品。2020 年，整车客户大众、奔驰、蔚来汽车、特斯拉等实现销售收入约 74,851.34 万元，占营业收入的比重为 47%。

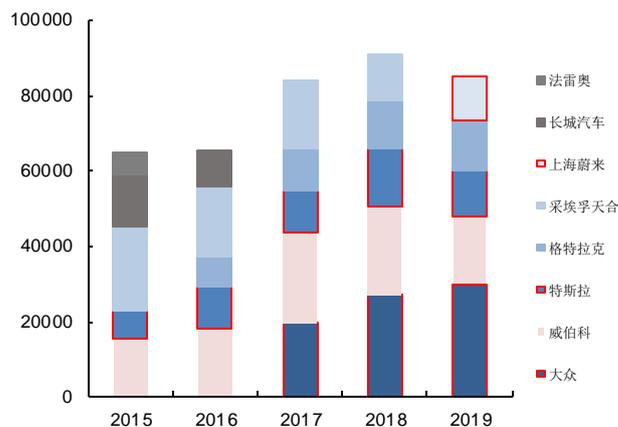
截止公司 2021 年半年报，公司整车客户主要包括大众、奔驰、宝马、奥迪、雷诺、特斯拉、蔚来汽车、小鹏汽车、广汽新能源、理想汽车、比亚迪、吉利、长城汽车等。与 2015 年客户结构相比，公司整车客户不断增加，一级供应商业务占比提升。整车客户占比提升体现了公司的同步研发能力不断得到认可。

图27：前五大客户占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图28：汽车类压铸件产品构成

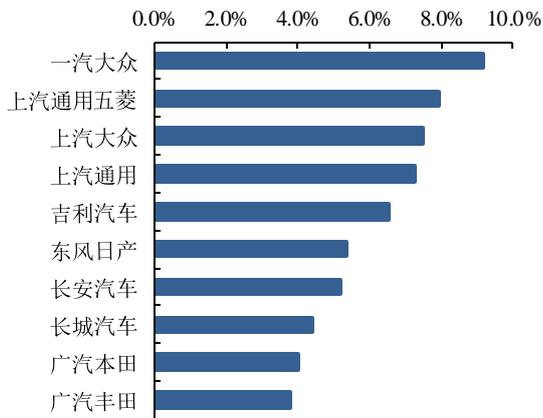


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.4 高度碎片化的汽车市场为国内零部件企业突围带来机遇

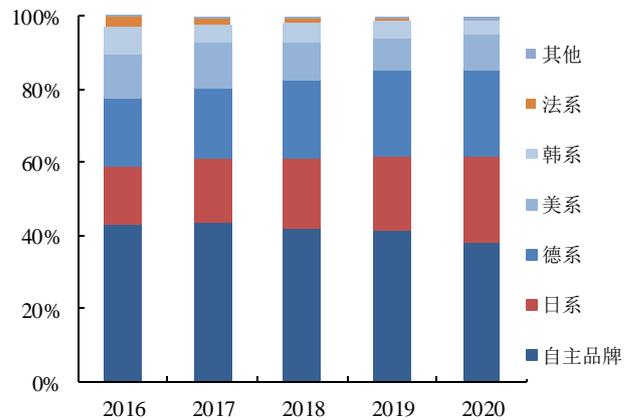
**高度碎片化的中国汽车市场:** 我国汽车销量已经连续多年位居世界第一, 但与发达国家汽车市场相比, 我国汽车市场更为分散。2020 年我国乘用车实现销量约 2016 万辆, TOP10 市场份额合计仅为 61.1%, 一汽大众市场份额最大, 仅 9.2%。车系结构看, 我国乘用车市场由自主品牌、日系、德系、韩系和美系等构成, 体现“万国车市”的特点。不同车系对应不同零部件配套模式, 如日韩系供应链相对封闭, 多采用其参股或控股的零部件企业, 欧美系供应链相对开放, 但各国造车理念有差异, 产品结构差异大。整车厂在采购零部件时, 通常又以车型招标。这些特点都决定了国内汽车零部件市场的高度碎片化。

图29: 2020 乘用车销量 TOP10



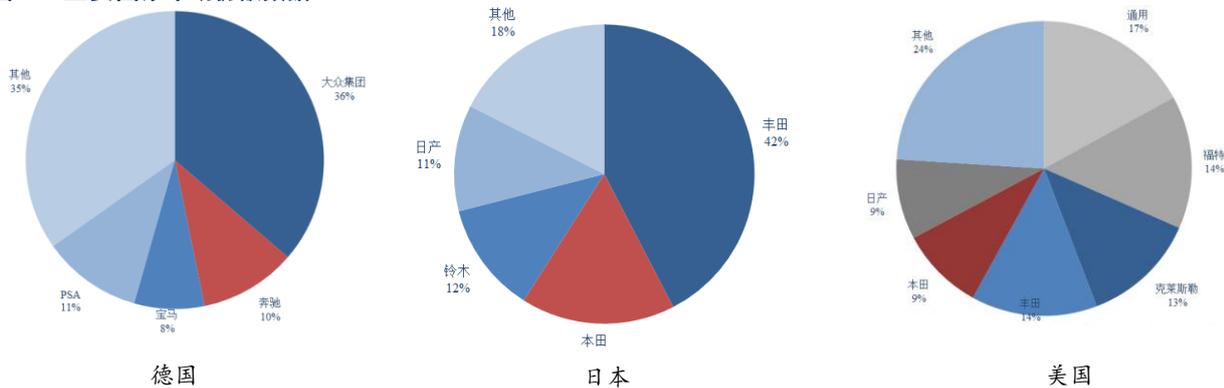
资料来源: 公司公告, 乘联会, 东兴证券研究所

图30: 国内车系结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图31: 主要国家市场份额数据



资料来源: wind, 东兴证券研究所 注: 德国为 2017 年数据, 日本为 2015 年数据, 美国 2016 年数据

**高度碎片化市场有利国内零部件企业突围:** 对于国际零部件公司, 高度碎片化的市场意味着细分市场规小、开发成本高, 进而很难形成规模效应。国际零部件企业通常是全球布局, 经营决策路径长, 很难及时满足客户需求。不少国际零部件公司伴随整车厂进入中国市场, 仍然维持已有客户业务, 在中国市场业务开拓进展慢。而国内民营零部件企业企业规模小, 如果管理层积极进取, 积极相应客户需求, 并具备人工、管理等成本优势, 则国内企业将会具备突围优势, 实现国产化替代。该趋势已经在多个零部件领域得到体现。

我们认为，新能源汽车带来的铝合金压铸市场属于新增赛道，客户包括新能源车企和传统车企，且当前电动车总体规模仍然较小，单一车型销量少，需要铝合金零部件企业及时满足客户个性化需求。同时该领域也需要更多新产线投入，需要企业有高效的决策机制。因此，以文灿为代表的国内铝合金压铸企业，具备较强的铝合金压铸工艺、高效的企业运营管理机制和灵活的市场拓展能力，有望成为在该领域占据更高的市场份额。

### 3. 盈利预测与估值

我们预计：

（1）公司铝合金压铸件新业务进入增长期：考虑百炼集团并表，我们预计，公司主营业务收入 2021—2023 年分别实现 41.2 亿元、51.1 亿元、59.5 亿元，对应增速分别为 58.4%、24.1%和 16.4%。高速增长的原因在于客户产品放量贡献业务增量，如蔚来、大众等。

（2）毛利率稳步提升：铝合金压铸行业属于典型的重资产行业，产能利用率的提升有望带来规模效应，我们预计，公司 2021—2023 年综合毛利率分别为 22.15%、23.92%和 24.88%。规模效应显现，带动固定成本摊薄实现盈利能力回升。

基于以上假设，我们预计公司 2021—2023 年归母净利润分别为 2.62 亿元、4.66 亿元和 6.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.8 和 2.33 元，按照 2021 年 8 月 25 日收盘价，对应 PE 值分别为 38、21 和 17 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

汽车电动化不及预期、汽车行业景气度下行、铝合金一体化压铸推广不及预期。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	1907	2082	2089	2496	2812	<b>营业收入</b>	1538	2603	4122	5114	5950
货币资金	753	720	742	921	1071	<b>营业成本</b>	1170	1989	3209	3891	4470
应收账款	360	787	745	883	978	营业税金及附加	14	20	37	46	54
其他应收款	12	8	13	16	18	营业费用	68	39	74	92	107
预付款项	6	9	14	20	27	管理费用	89	242	350	384	446
存货	204	409	396	458	502	财务费用	37	69	84	81	79
其他流动资产	113	136	167	186	203	研发费用	62	83	144	179	208
<b>非流动资产合计</b>	2024	3519	3628	3759	3862	资产减值损失	-29.21	-45.39	-50.00	-50.00	-50.00
固定资产	1368	2171	2275	2351	2432	投资净收益	4.09	6.71	0.00	0.00	0.00
无形资产	99	359	358	356	355	加:其他收益	10.00	15.78	15.00	15.00	15.00
<b>资产总计</b>	3931	5601	5717	6255	6674	<b>营业利润</b>	77	133	288	507	651
<b>流动负债合计</b>	806	1761	1689	1877	1844	营业外收入	0.52	0.44	0.00	0.00	0.00
短期借款	377	512	525	622	534	营业外支出	0.96	12.44	0.00	0.00	0.00
应付账款	277	600	528	618	674	<b>利润总额</b>	77	121	288	507	651
一年内到期的非流动	87	304	304	304	304	所得税	6	31	20	34	42
<b>非流动负债合计</b>	857	1259	1178	1178	1178	<b>净利润</b>	71	90	268	473	609
长期借款	245	906	906	906	906	少数股东损益	0	6	6	6	6
应付债券	586	156	156	156	156	归属母公司净利润	71	84	262	466	602
<b>负债合计</b>	1663	3020	2867	3055	3022						
少数股东权益	0	0	6	12	18						
实收资本(或股本)	221	259	259	259	259	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	1229	1684	1684	1684	1684	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
未分配利润	587	636	793	1073	1435	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	2268	2581	2793	3137	3583	营业收入增长	-5.09%	69.25%	58.40%	24.05%	16.36%
<b>负债和所有者权益</b>	3931	5601	5717	6255	6674	营业利润增长	-45.25	71.51%	117.14%	75.95%	28.37%
						归属于母公司净利润增长	-43.28	17.98%	212.45%	78.12%	29.17%
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	23.89%	23.56%	22.15%	23.92%	24.88%
						净利率(%)	4.62%	3.46%	6.50%	9.24%	10.23%
						总资产净利润(%)	1.81%	1.50%	4.58%	7.46%	9.03%
						ROE(%)	3.13%	3.25%	9.37%	14.87%	16.82%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	42%	54%	50%	49%	45%
						流动比率	2.37	1.18	1.24	1.33	1.52
						速动比率	2.11	0.95	1.00	1.09	1.25
<b>经营活动现金流</b>	235	783	510	757	973	<b>营运能力</b>					
净利润	71	90	268	473	609	总资产周转率	0.45	0.55	0.73	0.85	0.92
折旧摊销	214.77	331.48	344.66	392.06	444.88	应收账款周转率	4	5	5	6	6
财务费用	37	69	84	81	79	应付账款周转率	5.03	5.94	7.31	8.93	9.21
应收账款减少	-10	-427	41	-137	-95	<b>每股指标(元)</b>					
预收账款增加	-1	-23	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.36	1.01	1.80	2.33
<b>投资活动现金流</b>	-787	-797	-410	-479	-504	每股净现金流(最新摊薄)	1.81	0.11	0.09	0.69	0.58
投资收益	4	7	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.26	9.97	10.79	12.12	13.85
<b>筹资活动现金流</b>	952	43	-78	-100	-318	<b>估值比率</b>					
应付债券增加	586	-430	0	0	0	P/E	120.56	107.17	38.13	21.40	16.57
长期借款增加	-97	660	0	0	0	P/B	3.76	3.87	3.57	3.18	2.79
普通股增加	1	38	0	0	0	EV/EBITDA	31.40	22.94	16.33	11.67	9.46
资本公积增加	19	455	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	399	30	22	178	151						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	文灿股份（603348）：收法国铝业名企，铸精良轻质底盘	2020-08-27
行业深度报告	【东兴汽车】汽车行业研究报告：智能驾驶之路	2021-05-18
行业普通报告	汽车行业报告：智能电动化下自主企业大机遇	2021-04-20
行业深度报告	汽车行业：OTA 催化乘用车消费大变革	2021-01-13
行业普通报告	汽车行业：如何看五菱宏光 MINIEV 月销量破 3 万辆？	2020-12-06
行业普通报告	汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环	2020-11-18
行业普通报告	汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展	2020-11-04
行业普通报告	汽车行业：增值业务谁与争锋，且看经销商的突围	2020-09-25
行业深度报告	从小鹏汽车看全栈开发，能否撑到春暖花开？	2020-09-08

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526