

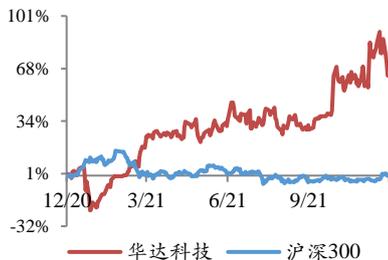
## 受益行业复苏，布局压铸领域

**投资评级：买入（首次）**

报告日期： 2021-12-17

收盘价（元）	<b>20.69</b>
近 12 个月最高/最低（元）	<b>17.16/9.87</b>
总股本（百万股）	<b>439</b>
流通股本（百万股）	<b>439</b>
流通股比例（%）	<b>100.00</b>
总市值（亿元）	<b>91</b>
流通市值（亿元）	<b>91</b>

### 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：陈晓**

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

**分析师：宋伟健**

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 投资逻辑：

公司传统冲压件业务受益于行业复苏与新能源汽车客户的开拓，以合资品牌为主的客户结构有望享受更多行业红利。同时公司积极开拓新能源汽车市场，电池盒绑定优质客户快速成长，布局一体化压铸领域，为后续成长打开空间。

#### ● 冲压件：受益行业复苏，新能源客户稳步开拓。

2021 年四季度以来，缺芯程度逐步缓解，行业进入复苏阶段，且随着逐步好转行业将进入加库存阶段，届时汽车零部件企业将显著受益。与此同时从车企结构来看，合资品牌受到缺芯影响更为严重，而公司下游客户以本田、丰田、大众为主的合资品牌，有望在此次行业复苏的情况下显著受益。同时公司积极拓展新能源客户，为特斯拉等领先的主机厂供应产品，有望受益新能源客户的高速发展。

#### ● 电池盒业务快速发展，布局一体化压铸领域。

公司旗下江苏恒义进入新能源汽车电池盒领域，下游客户覆盖了宁德时代、宇通客车、小鹏汽车等客户，并持续开拓出广汽新能源、上汽、比亚迪丰田等，并将建设百万台套产能。与此同时，公司拟收购航大新材，利用北航在轻量化领域的技术优势，拓展到一体化压铸领域。航大新材具备低压压铸、差压压铸、高压压铸等压铸工艺，公司将应用航大新材的现有工艺，推进一体化压铸的落地。根据公司规划，公司最先落地低压压铸和差压压铸的一体化铸造，主要应用在电池盒和新能源汽车后桥总成，后续高压压铸向车身压铸进军。

#### ● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.81 元、1.05 元和 1.43 元。首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济下行；新工艺储备量产不及预期等风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4134	4784	5818	7380
收入同比 (%)	-1.0%	15.7%	21.6%	26.9%
归属母公司净利润	229	355	462	630
净利润同比 (%)	47.0%	54.9%	30.3%	36.2%
毛利率 (%)	16.8%	17.1%	17.8%	18.4%
ROE (%)	8.2%	11.0%	12.1%	13.7%
每股收益 (元)	0.73	0.81	1.05	1.43
P/E	36.21	26.76	20.53	15.08
P/B	2.98	2.93	2.48	2.06
EV/EBITDA	9.46	13.02	10.15	7.50

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

总论 .....	4
1、深耕冲压件领域，积极布局新能源 .....	6
2、冲压：下游客户优质，深度受益行业复苏 .....	10
3、布局新能源车电池壳，拓展压铸工艺 .....	14
3.1 铝合金压铸大势所趋，多工艺并行打开空间 .....	14
3.2 布局新能源汽车电池盒，拓展压铸工艺 .....	18
4、盈利预测与估值分析 .....	21
4.1 盈利预测 .....	21
4.2 相对估值 .....	21
风险提示: .....	23
财务报表与盈利预测 .....	24

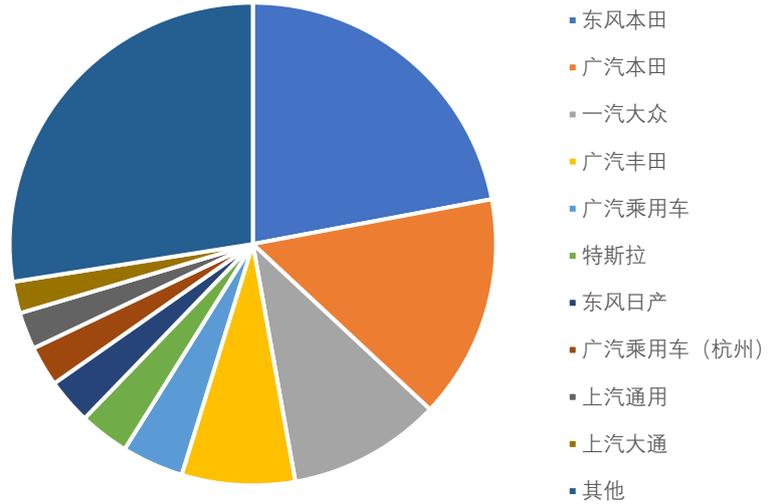
## 图表目录

图表 1: 公司客户结构情况 (2021Q3)	4
图表 2: 公司在压铸领域积极布局	5
图表 3: 分业务收入及毛利率	5
图表 4: 公司三大工作重心	6
图表 5: 华达科技发展历史	7
图表 6: 公司国内客户定点情况	7
图表 7: 公司生产基地布局情况	7
图表 8: 公司营收历年变动情况	8
图表 9: 江苏恒义历年营收变动情况	8
图表 10: 公司净利润历年变动情况	8
图表 11: 公司历年毛利率变动情况	8
图表 12: 华达科技组织架构情况	9
图表 13: 公司高管持股情况	9
图表 14: 华达科技产品序列	10
图表 15: 公司产品在整车上的分布	10
图表 16: 公司主要设备	11
图表 17: 公司客户发展历程	11
图表 18: 公司客户占比情况	11
图表 19: 国内乘用车销量变动情况	12
图表 20: 2021 年国内乘用车销量变动情况	12
图表 21: 2021 年国内乘用车库存变动情况 (辆)	12
图表 22: 国内新能源乘用车销量变动情况	13
图表 23: 特斯拉销量情况 (辆)	13
图表 24: 乘用车减重后效能提升效果	14
图表 25: 公司经营性净现金流情况	15
图表 26: 公司历年净利润变动情况	15
图表 27: 轻量化技术发展路线图	15
图表 28: 铝合金压铸市场空间预测	16
图表 29: 铝合金成型技术对比	16
图表 30: 特斯拉 MODEL Y 后地板一体压铸	17
图表 31: 电池箱市场参与者统计	18
图表 32: 江苏恒义工厂布局	19
图表 33: 江苏恒义客户情况	19
图表 34: 江苏恒义历年营收情况	19
图表 35: 江苏恒义历年利润变动情况 (万元)	19
图表 36: 公司在压铸领域积极布局	20
图表 37: 分业务收入及毛利率	21
图表 38: 可比公司估值	22

## 总论

**冲压件：芯片缓解行业复苏，公司显著受益下游客户销量反弹。**2021年四季度以来，缺芯程度逐步缓解，行业进入复苏阶段，且随着逐步好转行业将进入加库存阶段，届时汽车零部件企业将显著受益。与此同时从车企结构来看，合资品牌受到缺芯影响更为严重，而公司下游客户以本田、丰田、大众为主的合资品牌，有望在此次行业复苏的情况下显著受益。

**图表 1：公司客户结构情况（2021Q3）**

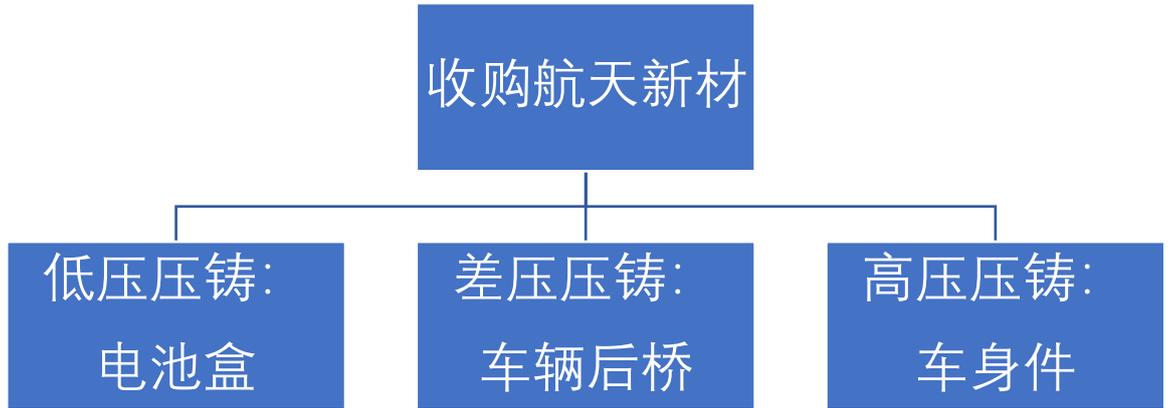


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**布局新能源电池盒，拓展一体化压铸工艺。**公司旗下江苏恒义进入新能源汽车电池盒领域，下游客户覆盖了宁德时代、宇通客车、小鹏汽车等客户，并持续开拓出广汽新能源、上汽、比亚迪丰田等，并将建设百万台套产能。

与此同时，公司拟收购航大新材，利用北航在轻量化领域的技术优势，拓展到一体化压铸领域。航大新材具备低压压铸、差压压铸、高压压铸等压铸工艺，公司将应用航大新材的现有工艺，推进一体化压铸的落地。根据公司规划，公司最先落地低压压铸和差压压铸的一体化铸造，主要应用在电池盒和新能源汽车后桥总成，后续高压压铸向车身压铸进军。

图表 2：公司在压铸领域积极布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3：分业务收入及毛利率

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>汽车零部件制造业</b>				
营收 (百万元)	3823	4442	5442	6967
同比		16.2%	22.5%	28.0%
毛利率	14.0%	14.5%	15.5%	16.5%
毛利 (百万元)	534	644	844	1150
<b>模具销售</b>				
营收 (百万元)	152	168	184	203
同比		10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%
毛利 (百万元)	41	45	49	54
<b>其他业务</b>				
营收 (百万元)	158	174	191	211
同比		10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	74.7%	74.7%	74.7%	74.7%
毛利 (百万元)	118	130	143	157
<b>总计</b>				
营收 (百万元)	4134	4784	5818	7380
同比		15.7%	21.6%	26.9%
毛利率	16.8%	17.1%	17.8%	18.4%
毛利 (百万元)	692	819	1036	1361

资料来源：公司公告，华安证券研究所

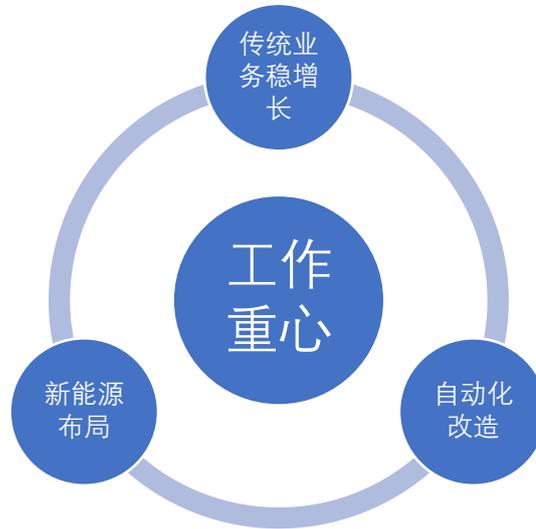
## 1、深耕冲压件领域，积极布局新能源

**国内领先冲压件领域优质供应商。**华达科技深耕汽车冲压领域 30 年，为国内领先的汽车冲压件供应商。经过多年的发展，公司形成了全国范围内 11 家分工厂的布局已经国内外主流主机厂客户的覆盖。

2017 年上市以来，公司将工作重点转移到传统领域突破、自动化和智能化改造、新能源布局三点：

- (1) **传统领域：**公司做好现有冲压、焊接业务的稳定发展。
- (2) **新能源布局：**收购江苏恒义进军新能源领域，产品端拓展到新能源汽车电池壳体，并逐步掌握压铸技术，后续有望实现产品端进一步拓展。
- (3) **自动化与智能化改造：**依托江苏恒义快速发展，公司加快自动化产线的加速布局，后续自动化程度有望持续提升。冲压件领域建设了全自动焊接生产线，逐步形成智能化生产模式。

图表 4：公司三大工作重心



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**发展历史：两次成功转型，拓展新能源领域。**华达科技 1980 年建立初期以木制产品起家，并于 90 年代开始进入汽车行业，期间完成了 2 次成功转型。

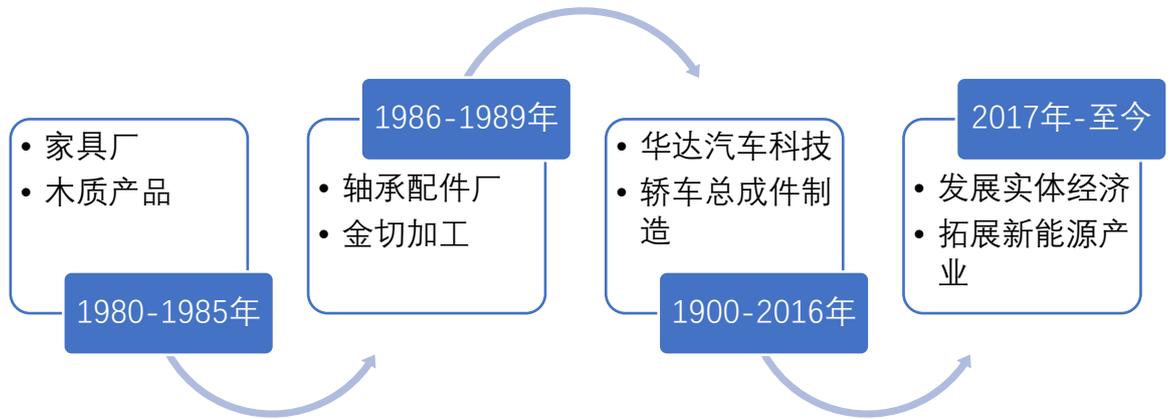
(1) **1980-1985 年：**公司以木质产品起家，年销售额百万水平。

(2) **1986-1989 年：**完成第一次转型，进入金切加工领域，转型为轴承配件厂。年销售额百万水平。

(3) **1990-2016 年：**公司抓住国内汽车产业的快速发展，进军汽车产业，并深耕汽车冲压件领域多年，成长为国内优质的零部件供应商。

(4) **2017 年-至今：**公司顺应新能源汽车发展的大趋势，收购江苏恒义进军新能源汽车电池盒领域，同时积极储备压铸技术，后续有望通过全新技术实现更多产品的突破。

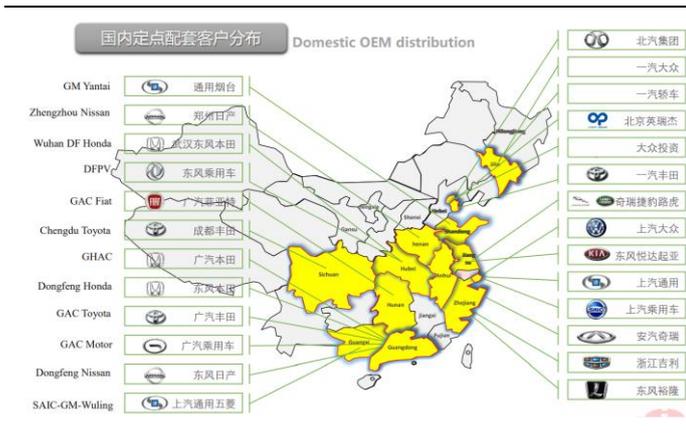
图表 5: 华达科技发展历史



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

就近建厂, 与下游客户深度绑定。2007年9月起公司陆续设立广州、长春、武汉、成都、海宁、盐城、长沙、青岛、惠州、天津、宜昌等十一个分部和靖江总部城北二厂, 通过“近距离”生产配套服务, 建立紧密配套协作联盟。当前公司已经与国内主流主机厂形成稳定的供应关系。

图表 6: 公司国内客户定点情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7: 公司生产基地布局情况

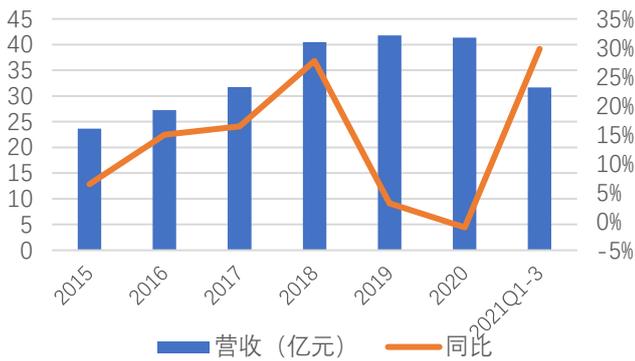
子公司地址	对应主机厂
天津	丰田、大众
长沙	大众
惠州	本田、丰田
武汉	本田、日产
长春	大众
青岛	大众
成都	丰田、大众、沃尔沃
广州	丰田、本田、广汽乘用车
靖江	通用、特斯拉

资料来源: wind, 华安证券研究所

**营收稳健增长，江苏恒义开拓全新增长点。**公司下游客户覆盖本田、丰田、大众、特斯拉等领先的主机厂，受益于下游客户销量的稳健增长以及公司配套产品的逐步丰富，公司营收保持稳健增长。2021 年前三季度公司实现营收 31.7 亿元，同比增长 29.8%，经营表现好于行业，主要来自于现有客户配套份额的提升，特斯拉等新客户的放量，以及江苏恒义的快速成长。

公司基于现有冲压件主业，通过江苏恒义将产品拓展到新能源电池盒领域。江苏恒义背靠宁德时代，宇通、小鹏等优质客户，顺应新能源汽车发展趋势实现快速增长，成为公司全新业务增长点。

图表 8：公司营收历年变动情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9：江苏恒义历年营收变动情况



资料来源：wind，华安证券研究所

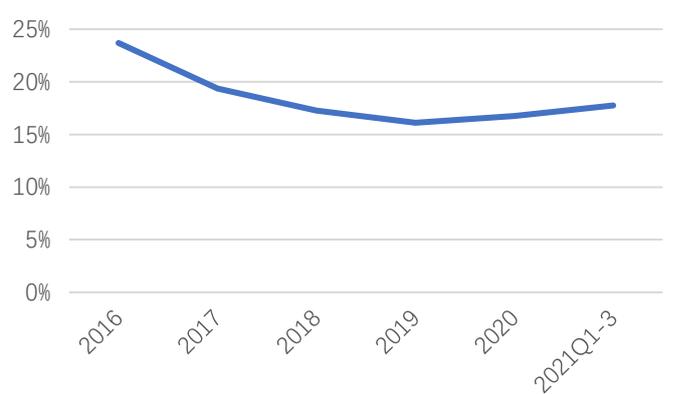
**内部管控提升盈利能力。**2018 年以来，公司营收规模稳中有升，但盈利能力出现下滑，其重要原因为行业景气度下滑的情况下，公司依旧保持持续的资本开支致使毛利率水平下滑。随着公司客户持续开拓带来规模提升，以及公司内部管控提升（包括原材料采购，制定管理策略、经济生产管理策略、出差费用以及各个相关费用的管控），2021 年以来公司盈利水平在成本上升的情况下保持稳定。

图表 10：公司净利润历年变动情况



资料来源：wind，华安证券研究所

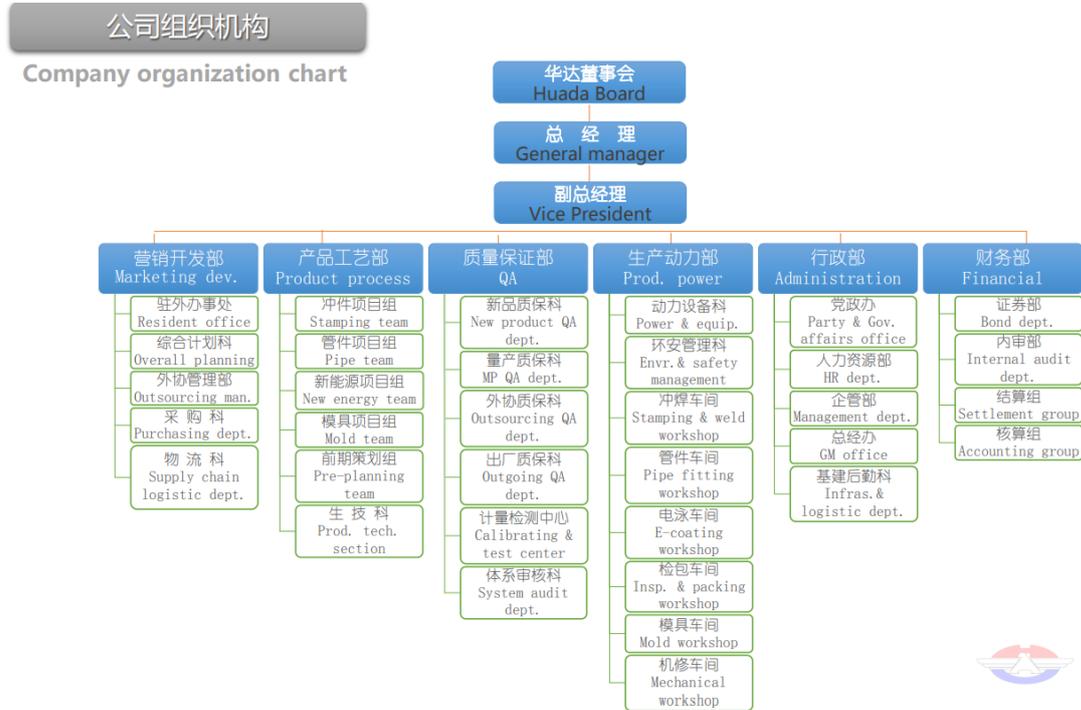
图表 11：公司历年毛利率变动情况



资料来源：wind，华安证券研究所

组织架构完善，重要高管与公司绑定。公司下设营销开发部、产品工艺部、质量保证部、生产动力部、行政部和财务部，通过内部管理的提升实现整体效益的提升。股权方面，公司董事长陈竞宏先生持有公司 53.25% 的股权，为公司的实际控制人。总经理葛江宏先生持有公司 6.99% 的股权。董事刘丹群和朱世民分别持有公司 5.61% 和 2.55% 的股权。

图表 12：华达科技组织架构情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 13：公司高管持股情况

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	备注
陈竞宏	233,787,410	53.2497	董事长
葛江宏	30,695,689	6.9900	总经理
刘丹群	24,610,387	5.6100	董事
朱世民	11,202,341	2.5500	董事

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2、冲压：下游客户优质，深度受益行业复苏

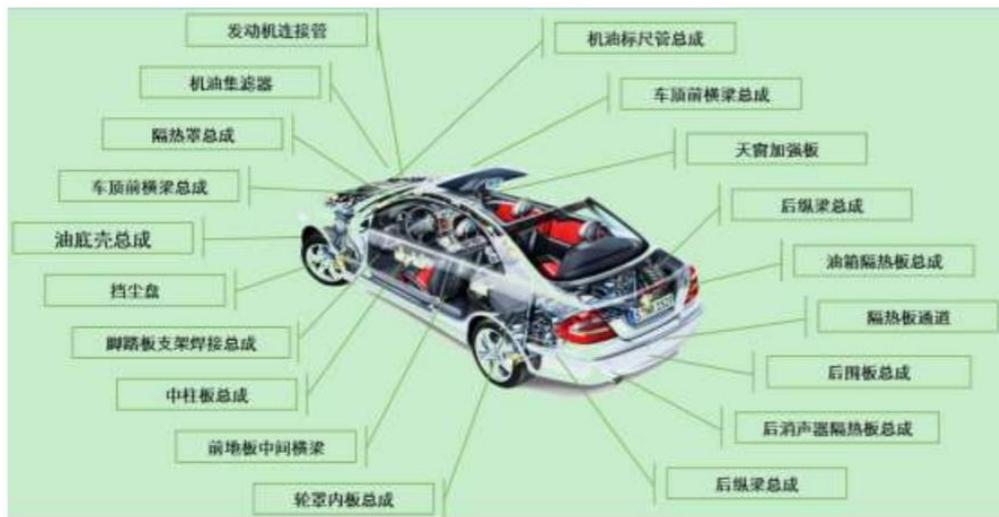
公司深耕冲压领域，产品品类众多。公司主要产品为乘用车车身冲压件、管类件。公司冲压件产品广泛应用于车身上的各种覆盖件、车内支撑件、结构加强件，以及大量的汽车零部件如发动机的排气和进油弯管及消声器、空心凸轮轴、油底壳、发动机支架、框架结构件、横纵梁等。公司单品冲压件产品型号近 2000 种，总成类冲压件产品多打数百种，涉及多种车型的众多部位。

图表 14：华达科技产品序列



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 15：公司产品在整车上的分布



资料来源：公司公告，华安证券研究所

压机吨位布局完善，逐步向大吨位布局。公司主要冲压压机包含了 40-250T 开式压力机、100-2000T 四柱液压机、250-1000T 闭式多连杆压力机等，公司压力机吨位布局完善，能够满足上千种产品的研发与制造。与此同时，公司顺应一体化压铸的趋势，后续有望向大吨位压铸逐步过渡。

图表 16：公司主要设备

主要生产设备  
Main production facility

冲压设备：

- 40-250T开式压力机
- 100-2000T四柱液压机
- 250-1000T闭式多连杆压力机
- 原材料开卷机及配套堆放设备

Stamping equipment:

- 40-250T gap frame press
- 100-2000T four-column hydraulic press
- 250-1000T straight side multi-link press
- RM uncoiler & matched stacking equipment

管件设备：

- 三维数控弯管机
- 管端成型机
- 气密性检测流水线
- “一物流”环闭式管件生产线

Pipe fitting equipment:

- 3D CNC pipe bender
- Pipe end forming machine
- Air tightness test line
- Ring closed pipe fitting line

焊接设备：

- 柔性机器人
- 35-250KVA固定点焊机
- 70-200KVA中频焊机
- CO<sub>2</sub>自动保护焊
- 氩焊
- 钎焊炉

Welding equipment:

- Flexible robot
- 35-250KVA fixed spot welder
- 70-200KVA medium-frequency welder
- CO<sub>2</sub> automatic shielded welding
- Argon welding
- Brazing furnace

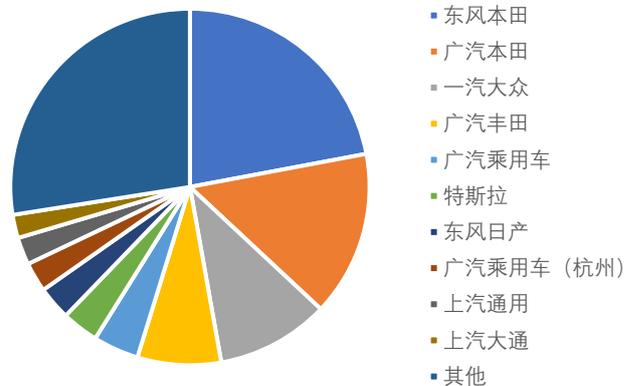


资料来源：公司公告，华安证券研究所

与下游优质客户深度合作。公司与 1990 年进入汽车行业，及时把握住国内乘用车市场的发展机遇，并最早进入上汽大众国产化供应体系。1994 年进入一汽大众的配套体系，为捷达、奥迪等车型配套。1996 年进入上汽通用的配套体系。2003 年起相继进入广汽本田、东风本田、广汽丰田等日系品牌的供应体系。经过了多年的发展，公司形成了合资为主、重点开拓自主的客户体系。进入汽车电动化发展的新时代，公司积极开拓新能源汽车客户市场，进入特斯拉、小鹏、蔚来等车企的配套体系。

图表 17：公司客户发展历程

图表 18：公司客户占比情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

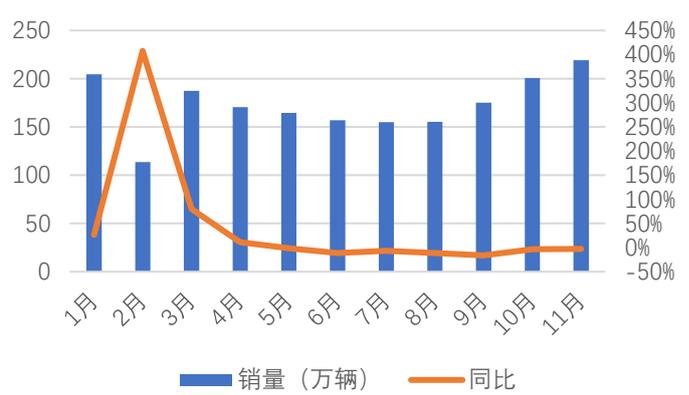
芯片缓解行业复苏，公司显著受益下游客户销量反弹。2020年下半年以来，全球汽车市场受缺芯片影响，销量受到较大冲击。就国内市场而言，2021年二季度以来随着缺芯程度的严重，国内乘用车市场出现连续几个月同比下滑。伴随缺芯的影响，终端处于长时间的去库状态，当前车企新车在手订单囤积并且终端库存处于历史低位。

2021年四季度以来，缺芯程度逐步缓解，行业进入复苏阶段，且随着逐步好转行业将进入加库存阶段，届时汽车零部件企业将显著受益。与此同时从车企结构来看，合资品牌受到缺芯影响更为严重，而公司下游客户以本田、丰田、大众为主的合资品牌，有望在此次行业复苏的情况下显著受益。

图表 19: 国内乘用车销量变动情况



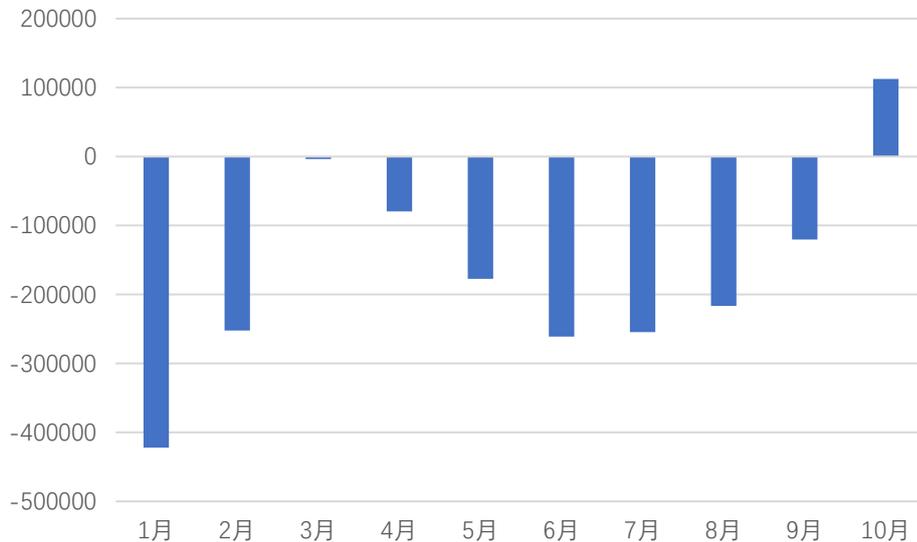
图表 20: 2021 年国内乘用车销量变动情况



资料来源: 中汽协, 华安证券研究所

资料来源: 中汽协, 华安证券研究所

图表 21: 2021 年国内乘用车库存变动情况 (辆)



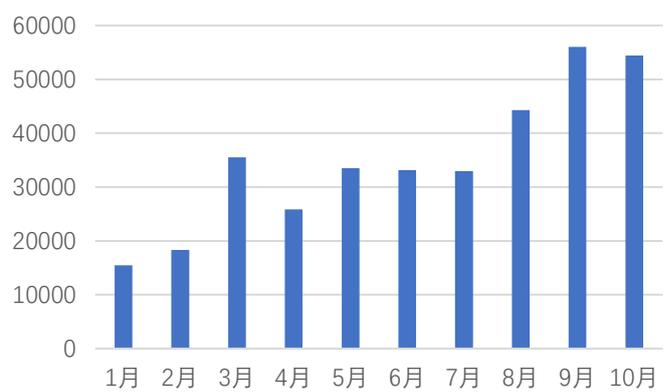
资料来源: 交强险, 华安证券研究所

新能源汽车景气度维持高位，公司受益于重点客户的销量攀升。国内新能源汽车销量保持快速增长，预计随着供给端车型的逐步完善以及竞争力的提升，新能源汽车将持续保持较高景气度。公司在维持现有传统客户基础上，积极开拓特斯拉等新能源汽车客户，当前公司为特斯拉供应结构件，并且特斯拉已经成为公司前 10 大客户之一，后续有望开拓更多产品。

图表 22：国内新能源乘用车销量变动情况



图表 23：特斯拉销量情况 (辆)



资料来源：中汽协，华安证券研究所

资料来源：中汽协，华安证券研究所

### 3、布局新能源电池壳，拓展压铸工艺

#### 3.1 铝合金压铸大势所趋，多工艺并行打开空间

轻量化为降低排放的主要方式，同时也是品牌升级的需要。目前传统汽车降低排放的主要方式为提升排放技术和轻量化技术。根据《2016 中国乘用车燃料消耗量发展年度报告》、《2016 乘用车实际油耗与工况油耗发展年度报告》显示，中国自 2005 年实施燃料消耗量标准以来，恰好十年，传统乘用车油耗水平虽呈下降趋势，但燃料经济性改善非常缓慢。百公里油耗仅下降 1 升多，每年下降幅度在 0.10-0.25 L/100km 之间，年平均降幅不足 2%，对比未来五年年均 4.4% 的降幅，单纯通过提升技术达到目标难度较大。

轻量化技术同样为降低排放的主要方式，旨在保证汽车强度和安全性的前提下，尽可能降低汽车的整备质量，从而间接提升汽车的动力表现和提高排放。根据美国铝业数据显示，汽油乘用车减重 10% 可以减少 3.3% 的油耗；柴油车减重 10% 则可以减少 3.9% 的油耗。同时，随着新能源汽车的发展，纯电动汽车整备质量较大影响着电动车本身的续航里程，因此新能源汽车对于减重的要求更为迫切。

同时，有些轻量化材料零部件还可以提升汽车性能，如镁合金制造汽车方向盘骨架 柔韧性更好，铝合金制造的各种零部件壳体的散热性能更好，使用碳纤维材料制造刹车片可承受更高的热冲击，耐磨性好等。另外，轻量化材料相对钢铁而言，整体而言更加 美观。为此，整车厂商有动力开发包括轻量化材料在内的新材料，提升汽车性能、美观 度等，实现品牌升级，提高溢价能力。

图表 24：乘用车减重后效能提升效果

分类	乘用车减重 10% 的效能提升效果	乘用车减重 15% 的效能提升效果
汽油	3.3%	5%
柴油	3.9%	5.9%
EV	6.3%	9.5%
PHEV	6.3%	9.5%

资料来源：盖世汽车网，华安证券研究所

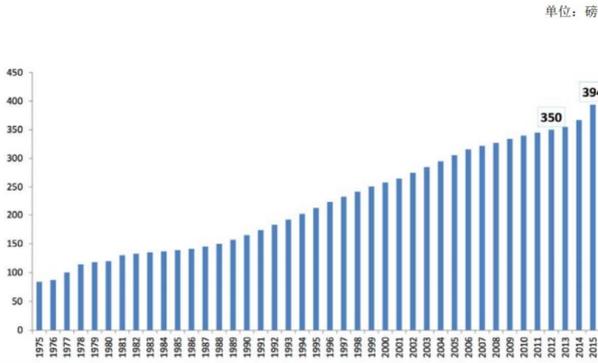
铝合金应用较为成熟，国内市场仍旧有较大提升空间。发达国家在汽车轻量化方面发展相对成熟，在北美和欧洲的汽车发展历史中，铝合金的应用较早并且相对成熟，单车用铝量同样呈现稳步上升的态势。根据 Ducker Worldwide 统计，2015 年北美单车用铝量达到 179kg，欧洲单车用铝量达到 150kg。2015 年我国汽车用铝量达 312 万吨，单车用铝量约 127Kg，还有很大的提升空间。

根据《节能与新能源汽车技术路线图》规划，到 2020 年整车整备质量较 2015 年减重 10%，单车用铝量达到 190kg。2025 年整车整备质量较 2015 年减重 20%，单车用铝量超过 250kg。2030 年整车整备质量较 2015 年减重 35%，单车用铝量超过 350kg。

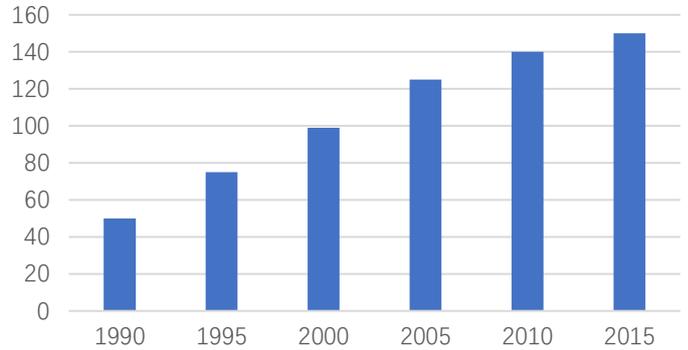
图表 25: 公司经营净现金流情况

图表 26: 公司历年净利润变动情况

北美平均每辆车用铝量变化



欧洲单车用铝量 (kg)



资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图》, 华安证券研究所

资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图》, 华安证券研究所

图表 27: 轻量化技术发展路线图

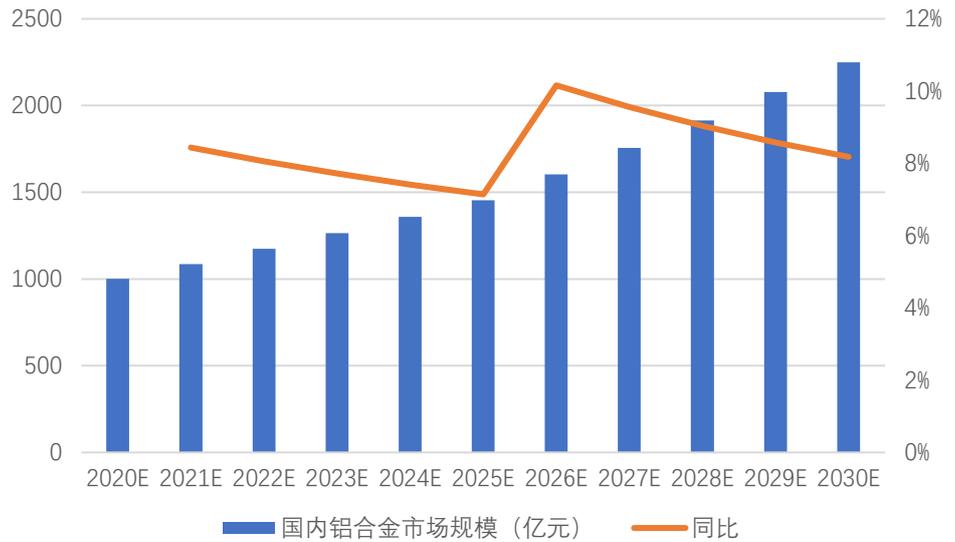
	2020 年	2025 年	2030 年
车辆整备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度在 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50% 第	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 以上的钢材有一定的应用比例
铝合金	单车用铝量达到 190kg	单车用铝量超过 250kg	单车用铝量超过 350kg
镁合金	单车用镁量达到 15kg	单车使用镁合金 25kg	单车使用镁合金 45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量, 成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%, 成本比上阶段降低 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》, 华安证券研究所

**铝合金压铸市场空间广阔。**我们测算到 2020 年国内铝合金压铸市场空间为 1000 亿元, 2020-2025 年复合增速为 7.8%, 基于以下假设:

- (1) 假设 2020 年单车用铝量为 190kg, 2025 年为 250kg, 2030 年为 350kg;
- (2) 2020 年之后国内乘用车销量复合增速为 3%;
- (3) 铝合金价格按照 4 万/吨的价格来计算;
- (4) 压铸技术为铝合金最主要的工艺之一, 假设铝合金压铸市场占总市场的 65%。

图表 28: 铝合金压铸市场空间预测



资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图》, 华安证券研究所

**多工艺并行发展, 横向拓展空间广阔。**目前行业内主流的铝合金成型技术包括低压铸造、高压铸造、差压铸造、挤压铸造和锻造, 不同工艺拥有自身的优势和劣势, 因此在具体应用层面, 针对具体产品的产品特性, 应用不同的成型工艺。

(1) 锻造技术因不改变铝合金的物理特性, 在机械性能方面是所有工艺中最好的, 但是因为后续热处理、机加工等工序较为繁琐, 因此生产效率较低并且设备投入较大。

(2) 低压铸造技术的充型和凝固都是在低压情况下完成的, 低压充型能够保证铸件内没有气孔缺陷, 同时低压凝固致使铸件晶粒较大, 整个过程由于在低压环境中完成, 因此液体流速较慢, 凝固时间较长, 效率较低。而差压铸造是在低压铸造的基础上衍生而来, 可以在一定程度上弥补低压铸造的凝固时的缺陷。

(3) 高压铸造的充型和凝固都是在高压情况下完成的, 高速充型造成铸件内部气孔缺陷较多。而高压凝固使得铸件成型速度较快, 能够实现较为复杂结构的产品, 同时效率较高。

(4) 挤压充型是结合低压充型和高压凝固, 能够保证力学性能和效率, 但是工艺较为复杂, 设备投入成本较高。

图表 29: 铝合金成型技术对比

项目	锻造	低压铸造	高压铸造	差压铸造	挤压铸造
成型压力	压力可调	20-60KPa	无	500KPa	100MPa
保压阶段	固态	半固态至固态	液态	半固态至固态	半固态至固态
表面质量	良好	一般	良好	一般	良好
内部质量	晶粒细小、组织致密	晶粒较大、组织紧密	晶粒粗大、组织缺陷多	晶粒细小、组织紧密	晶粒细小、组织致密
关键位置质量保障	无法进行局部二次挤压或相似手段	无法进行局部二次挤压或相似手段	无法进行局部二次挤压或相似手段	无法进行局部二次挤压或相似手段	可增加局部二次挤压保障关键部位的内部质量
热处理	可固溶 (T6)	可固溶 (T6)	不可固溶	可固溶 (T6)	可固溶 (T6)
生产效率	低	低	高	高	高

设备成本	中等	中等	低	高	高
成型精度	工序繁复、后加工量大	成型性较好，加工余量大	净近成型，加工余量少	成型性较好，加工余量大	净近成型，加工余量少
模具分摊成本	高	低	低	低	低
可实现产品结构	可实现一般结构产品	可实现一般结构产品	可实现复杂结构产品	可实现一般结构产品	可实现复杂结构产品
综合成本(含机加工)	高	较低	低	中等	中等
机械性能	高	较低	低	中等	较高
代表产品	控制臂	H-臂	发动机悬置	转向节	高强度结构件

资料来源：盖世汽车网，华安证券研究所

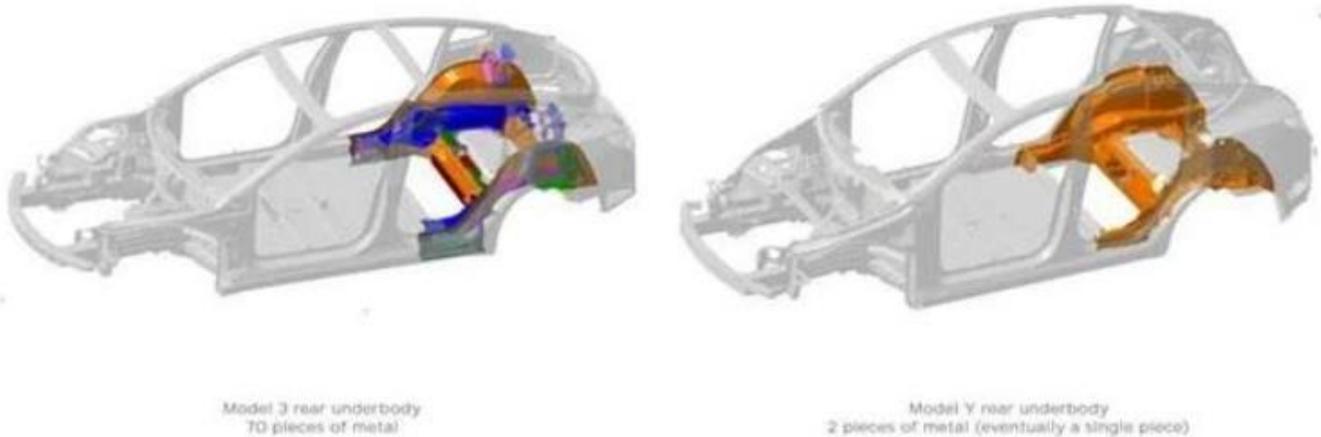
**一体化压铸引领发展最新趋势，效率提升与成本下降并行。**传统车身的制造工艺，按照冲压-焊接-涂装-总装的流程开展。一般情况下，主机厂的冲压车间主要负责生产高质量要求的大型外覆盖件。而内部结构件主要由供应商负责。

而特斯拉采用了一体式压铸后地板总成的 Model Y，由于所有零件一次压铸成型，零件数量比 Model3 减少 79 个，焊点大约由 700-800 个减少到 50 个，由于应用了新的合金材料，特斯拉一体压铸的后地板总成不需要再进行热处理，制造时间由传统工艺的 1-2 小时缩减至 3-5 分钟，并且能够在厂内直接供货。

相较于传统的冲压流程，特斯拉一体压铸制造过程简单、制造精度可控、成本较低。因此特斯拉采用一体化压铸不仅仅可以缩短复杂车身的制造过程，而且能够大大降低车身的制造成本，有望成为新的趋势。

图表 30：特斯拉 Model Y 后地板一体压铸

SIMPLIFICATION OF VEHICLE STRUCTURE AND MANUFACTURING

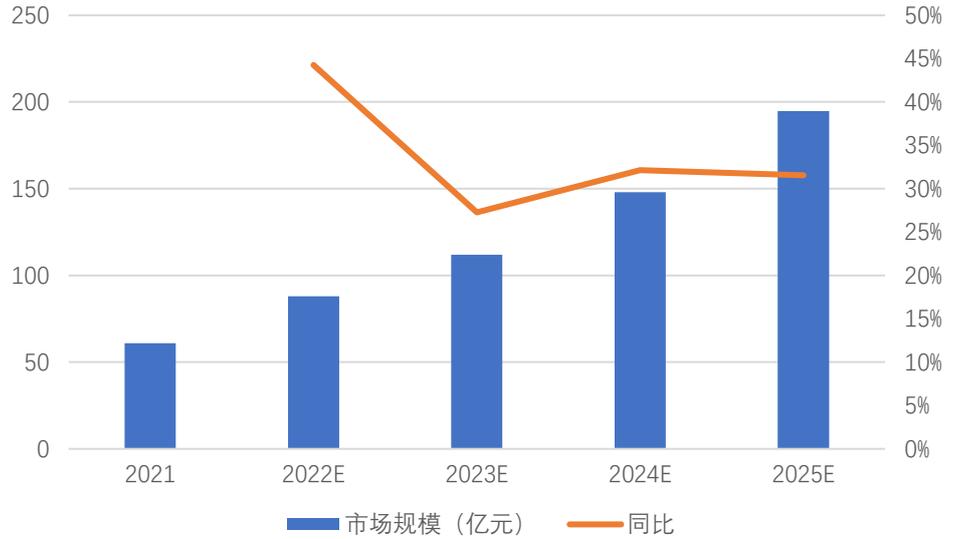


资料来源：特斯拉官网，华安证券研究所

### 3.2 布局新能源汽车电池盒，拓展压铸工艺

新能源汽车电池箱顺应行业发展，具备较大发展空间。新能源汽车电池箱对于电池起到固定、保护等作用，为新能源汽车发展的必然产物。当前新能源纯电车电池箱的单车价值量在 2000 元左右，随着电池部分的进一步集成，包括 CTC 在内的集成方式的推进，新能源汽车电池箱的单车价值量有望进一步提升。

我们假设新能源汽车销量增速维持在 30% 以上，则我们预计到 2025 年新能源汽车电池箱的市场规模有望达到 100-200 亿元的区间（不考虑因集成技术的升级带来的单车价值量的提升）。



资料来源：中汽协，华安证券研究所

供应体系初步形成，行业趋势下竞争格局有望重塑。当前国内电池箱已经初步形成了较为稳定的供应格局，相关参与者包含敏实、上海赛科利、凌云股份、天钧精密、华达科技（江苏恒义）、和胜股份纷纷等。我们认为，当前新能源汽车发展迅速，部分销量高的车企将逐步释放分点供应体系，同时 CTC 等行业趋势的发展也对电池箱供应商的技术水平以及供应能力提出挑战。因此具备研发（一体化压铸）、供应与响应速度（就近建厂）等优势的企业有望获取更多的市场份额。

图表 31：电池箱市场参与者统计

市场参与者	相关客户
上海赛科利	特斯拉
凌云股份	奥迪、宝马、特斯拉等
华达科技	宁德时代、小鹏、比亚迪丰田、广汽、宇通等
和胜股份	宁德时代、广汽等
江苏天钧精密	比亚迪等
敏实集团	大众 MEB、宁德时代等

资料来源：公司公告，华安证券研究所

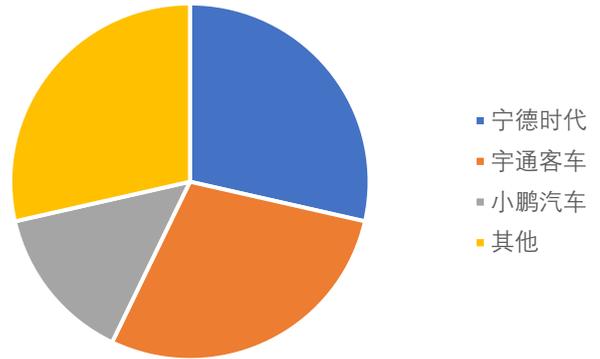
**江苏恒义:布局新能源电池盒。**江苏恒义为华达科技旗下子公司(持股 51%)。江苏恒义目前已经实现新能源汽车电池盒的供应,下游客户覆盖了宁德时代、宇通客车、小鹏汽车等客户,并持续开拓出广汽新能源、上汽、比亚迪丰田等。

产能方面,恒义拥有总部、宁德工厂、广东工厂、溧阳工厂,本着就近建厂原则,为已有和将有的客户准备了充足的产能。未来恒义的 3 个工厂和恒义总部将形成百万台套的产能。

图表 32: 江苏恒义工厂布局

地址	设计产能 (台套)
靖江总部	20
宁德工厂	20
溧阳工厂	30
广东工厂	30

图表 33: 江苏恒义客户情况



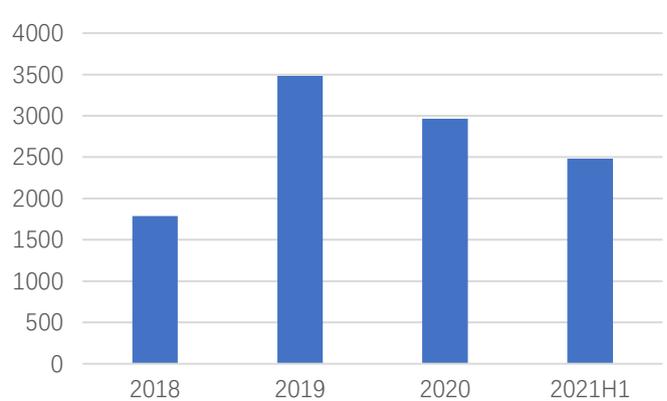
资料来源:公司公告,华安证券研究所

资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 34: 江苏恒义历年营收情况



图表 35: 江苏恒义历年利润变动情况 (万元)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

资料来源:公司公告,华安证券研究所

**布局铝合金压铸领域，推进一体化压铸技术。**公司与航大新材相关股东签订协议，拟收购航大新材不低于 51% 的股权，实现对航大新材的控股。航大新材当前控股股东为航大慧材，是由北京航空航天大学张虎教授为首的北航轻量化核心骨干出资设立的。并购完成后，航大慧材作为航大新材核心技术团队，将充分发挥其铸造的技术经验和行业资源，在轻量化底盘领域，研发出具备自主知识产权，符合主机厂要求的转向节、副车架、控制臂等轻量化产品。公司收购航大新材之后，将重点推进其技术落地，航大新材前期股东包含北汽产投，根据协议北汽产投将协助航大新材部分市场的落地。

航大新材具备低压压铸、差压压铸、高压压铸等压铸工艺，公司将应用航大新材的现有工艺，推进一体化压铸的落地。根据公司规模，公司最先落地低压压铸和差压压铸的一体化铸造，主要应用在电池盒和新能源汽车后桥总成，后续高压压铸向车身压铸进军。

当前公司电池盒产品中，40% 用到一体压铸，40% 用到型材和铝板的焊接，20% 是铁冲压的壳体。后续公司将推进电池盒的一体压铸技术，实现单个产品的生产效率提升和工序的减少。

**图表 36：公司在压铸领域积极布局**



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4、盈利预测与估值分析

### 4.1 盈利预测

**关键假设：**

- 1、**冲压件：**随着下游行业的复苏以及公司新能源汽车客户的开拓，公司冲压件业务将保持稳定增长。预计 2021-2023 年公司冲压件产品销量增速分别为 15%/22%/19%。随着下游原材料涨价等成本端影响因素的缓解，公司冲压件毛利率有望回升。
- 2、**压铸：**随着新能源行业的高速发展以及江苏恒义下游客户宁德时代、小鹏、广汽等客户的逐步放量，江苏恒义有望迎来快速发展期，与此同时公司压铸技术有望在 2023 年迎来量产。我们预计 2021-2023 年压铸业务销量增速分别为 57%/62%/38%。

图表 37：分业务收入及毛利率

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>汽车零部件制造业</b>				
营收 (百万元)	3823	4442	5442	6967
同比		16.2%	22.5%	28.0%
毛利率	14.0%	14.5%	15.5%	16.5%
毛利 (百万元)	534	644	844	1150
<b>模具销售</b>				
营收 (百万元)	152	168	184	203
同比		10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%
毛利 (百万元)	41	45	49	54
<b>其他业务</b>				
营收 (百万元)	158	174	191	211
同比		10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	74.7%	74.7%	74.7%	74.7%
毛利 (百万元)	118	130	143	157
<b>总计</b>				
营收 (百万元)	4134	4784	5818	7380
同比		15.7%	21.6%	26.9%
毛利率	16.8%	17.1%	17.8%	18.4%
毛利 (百万元)	692	819	1036	1361

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 4.2 相对估值

参照公司后续发展的重点，我们选取了国内电池盒以及压铸行业的四家公司作为对标，2021 年三个公司的平均 PE 为 39 倍，2022 年平均 PE 为 28 倍。公司当前处于电池盒以及压铸业务发展的爆发期，后续有望显著受益于新能源汽车的发展。对标可比公司估值，当前华达科技估值水平具备一定性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 38: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
002824.SZ	和胜股份	38.86	1.08	1.69	2.45	36	23	16
600480.SH	凌云股份	9.84	0.40	0.54	0.73	24	18	14
603982.SH	泉峰汽车	43.56	0.88	1.23	1.75	49	35	25
601689.SH	拓普集团	49.9	1.05	1.44	1.86	47	35	27
	<b>平均值</b>					39	28	20
603358.SH	华达科技	20.64	0.81	1.05	1.43	25	20	14

资料来源: 公司公告, wind 一致预期, 华安证券研究所

## 风险提示：

**宏观经济下行。**宏观经济增速放缓，国内外不确定因素增多，可能导致购车需求下降，汽车产业销量增长大幅低于预期风险。当前我国经济面对复杂的国内外形势，经济下行压力趋大，需求端压力明显，可能带来汽车销量增长大幅低于预期。

**新工艺储备量产不及预期。**公司新产品品类扩展部分依赖于新工艺的变现，若公司新工艺量产不及预期，公司未来成长速度将有所放缓。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3221	2944	3488	4150	<b>营业收入</b>	4134	4784	5818	7380
现金	994	478	582	738	营业成本	3441	3965	4782	6020
应收账款	899	1180	1275	1618	营业税金及附加	24	33	29	37
其他应收款	12	66	80	101	销售费用	37	48	49	63
预付账款	23	40	48	60	管理费用	116	144	175	221
存货	1015	1032	1355	1484	财务费用	-6	0	19	16
其他流动资产	278	149	149	149	资产减值损失	-88	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1859	2382	2795	3189	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	65	65	65	65	投资净收益	17	19	23	30
固定资产	1218	1412	1636	1890	<b>营业利润</b>	281	455	594	810
无形资产	213	241	331	370	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	364	664	764	864	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	5080	5325	6283	7339	<b>利润总额</b>	283	459	598	814
<b>流动负债</b>	2089	1854	2185	2394	所得税	40	73	96	122
短期借款	30	703	796	646	<b>净利润</b>	243	386	503	692
应付账款	1406	760	917	1154	少数股东损益	14	31	40	62
其他流动负债	653	391	472	594	<b>归属母公司净利润</b>	229	355	462	630
<b>非流动负债</b>	54	54	54	54	EBITDA	525	538	689	892
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.81	1.05	1.43
其他非流动负债	54	54	54	54					
<b>负债合计</b>	2143	1908	2239	2448					
少数股东权益	150	181	221	284	<b>主要财务比率</b>				
股本	314	314	314	314	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	1373	1373	1373	1373	<b>成长能力</b>				
留存收益	1101	1550	2137	2921	营业收入	-1.0%	15.7%	21.6%	26.9%
归属母公司股东权益	2787	3236	3823	4607	营业利润	42.6%	62.1%	30.6%	36.3%
<b>负债和股东权益</b>	5080	5325	6283	7339	归属于母公司净利润	47.0%	54.9%	30.3%	36.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	16.8%	17.1%	17.8%	18.4%
					净利率 (%)	5.5%	7.4%	7.9%	8.5%
					ROE (%)	8.2%	11.0%	12.1%	13.7%
					ROIC (%)	10.3%	8.7%	10.0%	12.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	42.2%	35.8%	35.6%	33.4%
					净负债比率 (%)	72.9%	55.8%	55.3%	50.1%
					流动比率	1.54	1.59	1.60	1.73
					速动比率	1.04	1.01	0.95	1.09
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.81	0.90	0.93	1.01
					应收账款周转率	4.60	4.06	4.56	4.56
					应付账款周转率	2.45	5.21	5.21	5.21
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.73	0.81	1.05	1.43
					每股经营现金流薄)	1.24	-1.50	0.94	1.48
					每股净资产	6.35	7.37	8.71	10.49
					<b>估值比率</b>				
					P/E	36.21	26.76	20.53	15.08
					P/B	2.98	2.93	2.48	2.06
					EV/EBITDA	9.46	13.02	10.15	7.50

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

### 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。