

嵘泰股份（605133）：精耕转向铝铸件，加速推进新能源业务

2022 年 4 月 13 日

推荐/首次

嵘泰股份

公司报告

公司是优质的汽车铝合金精密压铸件供应商。公司深耕铝压铸件 20 余年，主要产品包括汽车转向系统、传动系统、制动系统等铝合金精密压铸件。公司的主要客户是国际知名的汽车零部件 Tier 1，终端客户涵盖国内外知名车企，与大众有深厚的合作关系。

转向业务是公司业绩的重要支撑，市场份额有望进一步提升。转向系统零部件业务收入占比超 60%，其中电动助力转向器（EPS）壳体是优势产品，2021H1 该产品在国内乘用车市场的占有率超 20%，处于领先地位。EPS 壳体是重要安全件，技术壁垒较高，且在新能源车与传统燃油车上具备通用性。公司在该领域深耕多年，终端客户涵盖大众、通用、奔驰、宝马、吉利、沃尔沃、本田等主流车企，未来有望凭借明显的技术优势和较强的成本管控能力获得更多潜在客户订单。位于墨西哥的子公司莱昂嵘泰符合北美车企达到 75% 原产地标准的采购需求，将逐步承接公司在北美的业务，有助于其 EPS 壳体全球份额的进一步提升。

新能源业务上量，打开成长新空间。国内新能源行业快速发展，相关电动车用铝压铸产品仍处于升级变化中，对供应商的开发能力（资金+技术）提出了更高的要求，正在重塑铝压铸行业的格局。公司积极加大新能源车产品的开发，掌握的压铸工艺可实现向新能源车零部件和结构件的品类拓展，目前已在电机、电池、电控零件上有所突破。除了依托原有 Tier 1 客户拓展新能源产品，公司还拿到了比亚迪、长城等车企的直供订单。为匹配日益增长的业务需求，公司也在加快相应的产能建设，建成后将新增 148 万件新能源车零部件产能。

盈利预测及投资评级：我们看好公司转向系统产品市场份额的持续提升，以及新能源业务贡献增量。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.3、1.8 和 2.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、1.12 和 1.67 元。2022 年 4 月 12 日收盘价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 21、15 和 10 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：因疫情和缺芯导致乘用车产销不及预期；上游原材料价格上涨；新产能建设进度不及预期；新能源订单拓展情况不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	991	991	1,124	1,539	2,015
增长率（%）	12.6%	0.0%	13.4%	36.9%	30.9%
归母净利润（百万元）	158	128	128	179	267
增长率（%）	37.3%	-19.3%	0.3%	39.5%	49.1%
净资产收益率（%）	21.0%	15.0%	13.1%	16.2%	20.7%
每股收益（元）	1.32	1.06	0.80	1.12	1.67
PE	12.9	16.1	21.3	15.2	10.2
PB	2.7	2.4	2.8	2.5	2.1

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是江苏省科学技术委员会、江苏省财政厅、国税局、地税局联合认定的高新技术企业，主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品为通过压铸和精密机加工工艺生产的铝合金汽车零部件，主要应用于汽车转向系统、传动系统、制动系统等领域，业务覆盖全球汽车市场。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

2022-04-30 预计披露 2021 年年报

发债及交叉持股介绍：

拟发行 6.5 亿元 6 年期可转换公司债

交易数据

52 周股价区间（元）	34.57-16.84
总市值（亿元）	26.94
流通市值（亿元）	6.74
总股本/流通 A 股（万股）	16,000/16,000
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	7.85

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

010-66554142

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

目 录

1. 小而美的铝压铸企业，精耕转向系统零部件	4
2. 转向业务增长确定性强，新能源业务快速增长	7
2.1 转向业务是公司业绩的重要支撑，市场份额有望进一步提升	7
2.2 新能源业务将为公司贡献业绩增量	11
2.3 莱昂嵘泰承接北美业务，减少贸易摩擦影响	12
3. 主要结论	13
4. 风险提示	14
相关报告汇总	16

插图目录

图 1： 公司主要产品	4
图 2： 公司各业务收入占比	4
图 3： 公司汽车零部件业务各产品占比	4
图 4： 可比公司营业收入（单位：亿元）	5
图 5： 可比公司汽车类铝合金产品毛利率	5
图 6： 公司营业收入按地区分	6
图 7： 2020H1 公司境外销售前五大客户	6
图 8： 公司股权结构图（2021Q3）	7
图 9： 公司转向系统零部件收入及占比	8
图 10： 公司转向器壳体零部件在国内乘用车市场的占有率	8
图 11： 公司各系统零部件毛利率	8
图 12： 公司转向系统零部件单价和销量	8
图 13： 2021 年中国前装市场 EPS 供应商排行	10
图 14： 公司通过莱昂嵘泰对美国销售收入及占比	12
图 15： 莱昂嵘泰产能利用率	12
图 16： 根据 USMCA 原产地条款，75%原产比例的汽车被认定为“北美制造”	13

表格目录

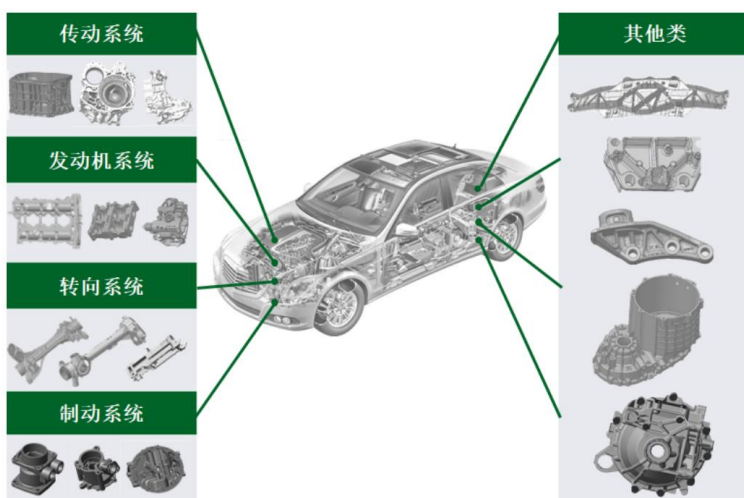
表 1： 公司产品对应的客户和终端整车品牌	5
表 2： 2020 年公司销售额前五名的客户	5
表 3： 公司主要子公司的主营业务和定位	6
表 4： 公司主要境外客户	7
表 5： 截至 2020H1 公司与转向器壳体相关的专利	9
表 6： 截至 2020H1 公司已经签订且正在履行的转向系统类销售合同	10
表 7： 公司新能源客户与对应产品	11
表 8： 公司的压铸工艺技术	11

表 9： 公司募投的新能源产能.....	12
表 10： 莱昂嵘泰募投项目的客户与对应产品	13

1. 小而美的铝压铸企业，精耕转向系统零部件

公司是国内优质的汽车铝合金精密压铸件供应商。嵘泰股份成立于2000年，于2021年2月在A股上市。公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车转向系统、传动系统、制动系统等铝合金精密压铸件。2021年公司获得中国铸造协会颁发的“第三届中国铸造行业压铸件生产企业综合实力50强”。

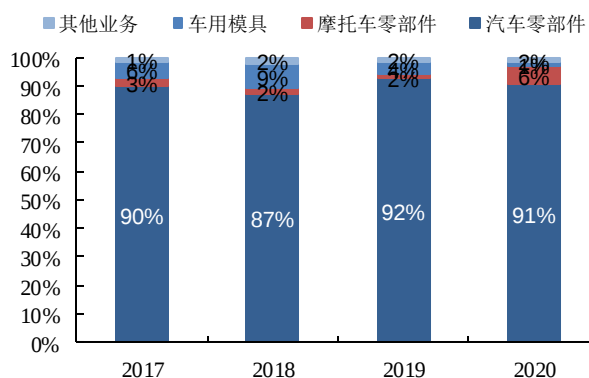
图1：公司主要产品



资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

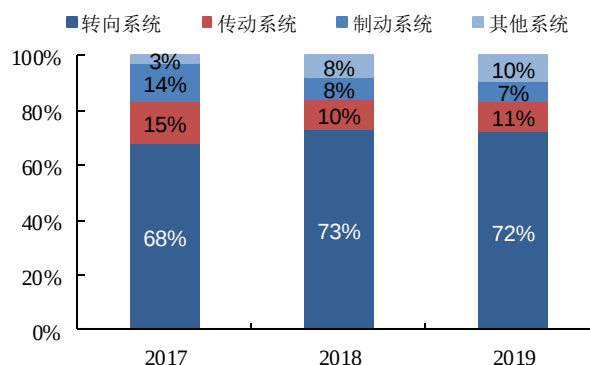
汽车转向系统零部件是主要业务，占比约七成。公司产品涉及汽车零部件、摩托车零部件和车用模具等，汽车零部件业务收入占比在90%左右。汽车零部件业务涵盖转向系统、传动系统、制动系统和其他系统等。

图2：公司各业务收入占比



资料来源：Wind；东兴证券研究所

图3：公司汽车零部件业务各产品占比



资料来源：Wind；东兴证券研究所

公司主要客户为国际知名的汽车零部件 Tier 1，终端供应国内外知名车企。公司产品得到客户的充分认可，主要客户包括全球知名的大型跨国汽车零部件供应商及知名汽车整车企业，包括博世、采埃孚、蒂森克虏伯、威伯科、博格华纳、耐世特等。根据《美国汽车新闻》(Automotive News)发布2020年全球汽车零部件百强

榜排名，公司 2020 年销售额前三名的客户——博世、蒂森克虏伯和采埃孚，分别位列第 1 位、第 21 位和第 5 位。通过 Tier 1，公司产品广泛应用于上汽大众、一汽大众、上汽通用、奔驰、宝马、奥迪、福特、沃尔沃、本田、吉利汽车、长城汽车、中国重汽等整车企业。

表1：公司产品对应的客户和终端整车品牌

产品类别	主要客户	终端整车品牌
转向系统	博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特	大众、通用、奔驰、宝马、上汽
传动系统	博格华纳、采埃孚、爱塞威	广汽、一汽解放、大众、吉利
制动系统	威伯科	一汽解放、奥迪、大众、沃尔沃
其他类	捷成维科、博格华纳、尼得科盖普美、麦格纳、蒂森克虏伯、上汽大众、沃尔沃、上汽通用	福特、吉利、大众、沃尔沃、长城、威马

资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

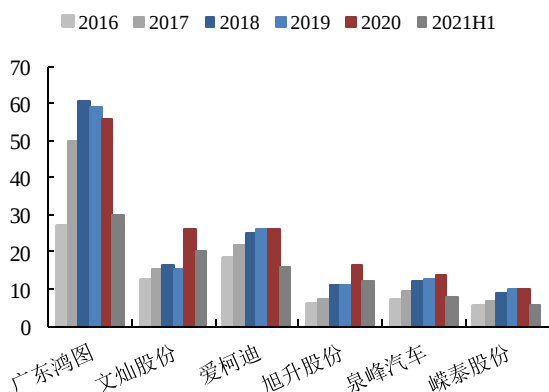
表2：2020 年公司销售额前五名的客户

客户	2020 年销售额占公司销售总额的比例	2020 年全球汽车零部件百强排名	所属国家	合作主体主要经营地
博世	44.11%	1	德国	美国
蒂森克虏伯	21.56%	21	德国	德国、法国、墨西哥
采埃孚	13.18%	5	德国	美国
捷成唯科（大连）	3.44%	-	中国	中国
威伯科	3.42%	-	比利时	波兰

资料来源：Wind，Automotive News；东兴证券研究所

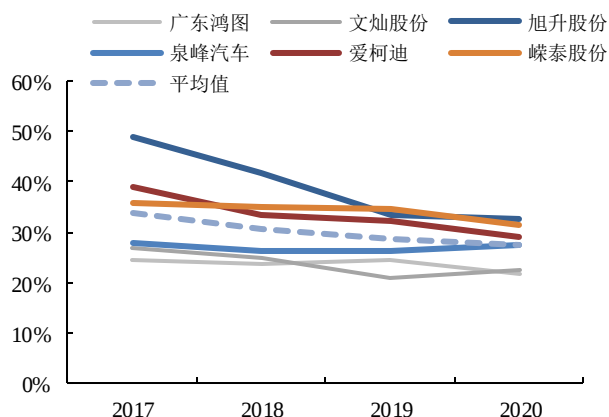
与上市友商相比，公司的营收规模较小，毛利率高于行业平均水平。我们对比了 2016-2020 年公司与同行业可比上市公司的营业收入和汽车类铝合金产品毛利率。可以看出，公司近 3 年的收入规模在 9-10 亿元，占 6 家可比公司营收总和的 6%-7%，整体规模偏小。从汽车类铝合金产品毛利率来看，公司一直处于行业领先水平，2016-2020 年均均在 30%以上。

图4：可比公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind；东兴证券研究所

图5：可比公司汽车类铝合金产品毛利率



资料来源：Wind；东兴证券研究所 注：文灿股份 2016、2017 年末单独披露汽车压铸件类毛利率，取其 2016、2017 年的压铸件类总毛利率

多地布局产能，匹配全球业务发展需求。为匹配全球化业务的需求，除了扬州总部外，公司在国内外多地布局了产能，并通过子公司进行管理，其中：①嵘泰压铸成立于 2008 年，位于扬州，以生产大型压铸件产品为主；②珠海嵘泰成立于 2004 年，位于珠海，是公司发展欧洲市场业务的经营主体；③莱昂嵘泰成立于 2016 年，位于墨西哥，是公司发展北美市场业务的经营主体。

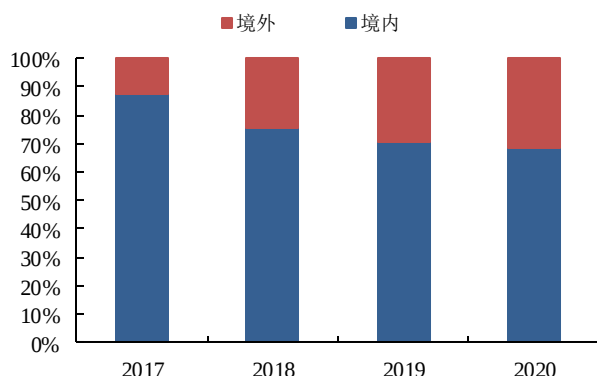
表3：公司主要子公司的主营业务和定位

子公司	所在地	主营业务	定位及业务关系	2021H1 营业收入/万元
嵘泰压铸	扬州	汽车用铸件加工与制造	定位：以生产销售大型铸件产品为主； 业务关系：扩充母公司产能	23,223
珠海嵘泰	珠海	汽车、摩托车用铸件加工与制造	定位：发展欧洲市场业务的经营主体； 业务关系：南方区域生产基地	21,628
嵘泰模具	扬州	生产精密模具	-	4,019
荣幸表面	扬州	车用铸件表面处理	-	1,370
莱昂嵘泰	墨西哥	汽车精密压铸件的生产和销售	定位：发展北美市场业务的经营主体； 业务关系：扩充母公司产能	13,315

资料来源：Wind，招股说明书；东兴证券研究所

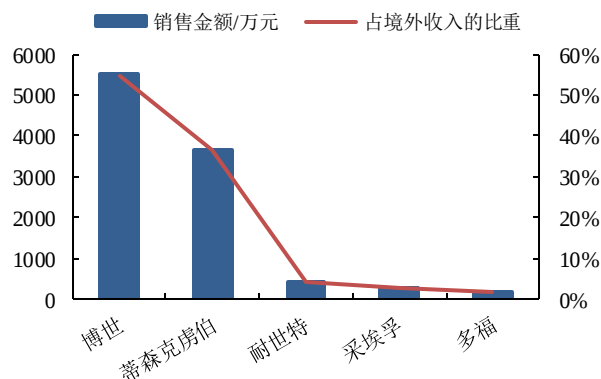
2020 年境外营收占比超 1/3，公司逐步实现全球供应。嵘泰股份主要的境外销售区域包括美国、墨西哥、法国及德国等，其中对美国的销售收入包括国内出口至美国和墨西哥子公司莱昂嵘泰出口至美国两个部分。公司境外客户包括博世、蒂森克虏伯、耐世特、采埃孚、多福、李尔、威伯科等。借助 Tier 1 客户全球布局的优势以及随着莱昂嵘泰的投产，公司境外销售收入的比重不断提升，2020 年占比超 1/3。

图6：公司营业收入按地区分



资料来源：Wind；东兴证券研究所

图7：2020H1 公司境外销售前五大客户



资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

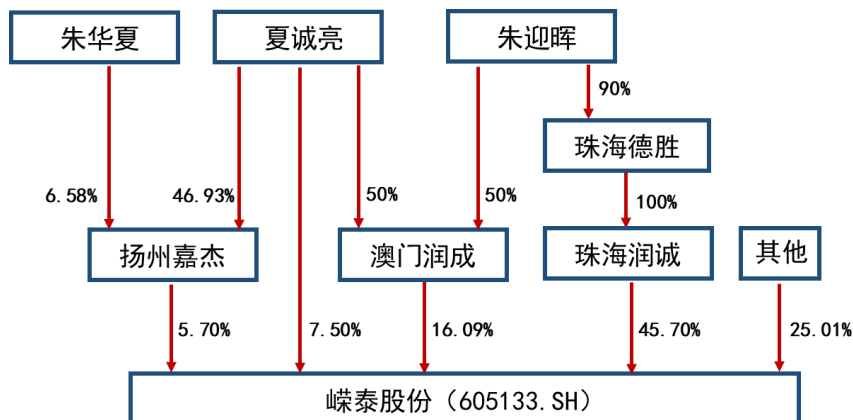
表4：公司主要境外客户

客户名称	境外合作主体主要经营地	境外合作历史
博世	美国	2015 年至今
蒂森克虏伯	德国、法国、墨西哥	2015 年至今
耐世特	卢森堡	2017 年至今
采埃孚	美国	2017 年至今
多福	英国	2016 年至今
李尔	美国	2017 年至今
威伯科	波兰	2008 年至今

资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

公司股权集中，夏诚亮、朱迎晖夫妇及其子朱华夏为实控人。上市时三名实控人直接或间接合计持有公司 67.77% 的股份。其中，夏诚亮直接持有公司 7.50% 的股份，通过公司股东澳门润成和扬州嘉杰，分别间接持有公司 8.05% 和 2.68% 的股份；朱迎晖通过公司股东珠海润诚和澳门润成，间接持有公司 41.13% 和 8.05% 的股份；朱华夏通过公司股东扬州嘉杰，间接持有公司 0.38% 的股份。

图8：公司股权结构图（2021Q3）



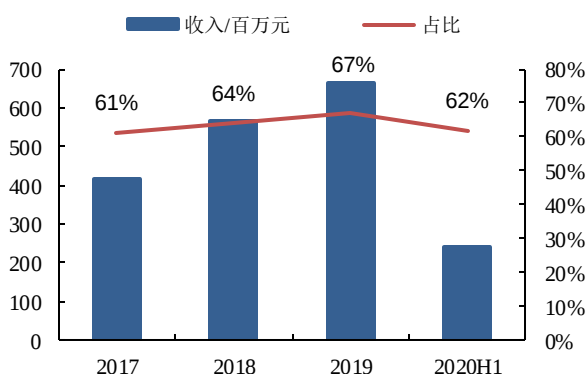
资料来源：Wind；东兴证券研究所

2. 转向业务增长确定性强，新能源业务快速增长

2.1 转向业务是公司业绩的重要支撑，市场份额有望进一步提升

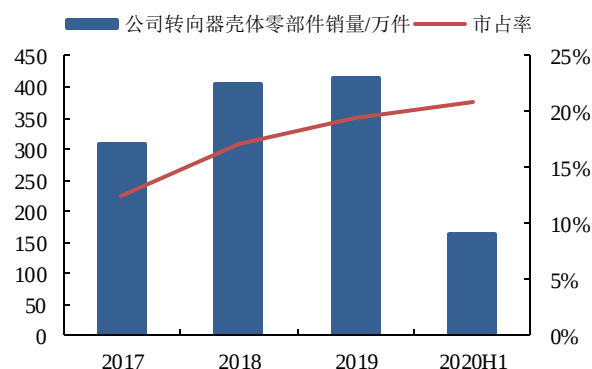
转向器壳体是公司的优势产品，在国内乘用车市场份额超 20%。公司的铝合金压铸产品侧重转向系统类零部件，主要产品有转向器壳体、转向管柱、伺服壳体、端盖等，其中转向器壳体是优势产品。根据招股说明书测算，2021H1 公司转向器壳体零部件在国内乘用车市场的占有率超 20%，处于领先地位。

图9：公司转向系统零部件收入及占比



资料来源：Wind；东兴证券研究所

图10：公司转向器壳体零部件在国内乘用车市场的占有率

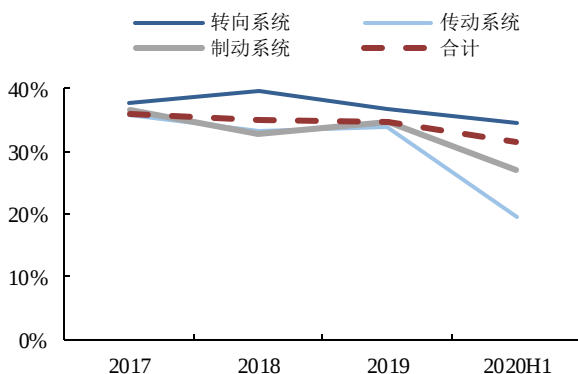


资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

2017-2020H1 公司转向系统零部件毛利率均在 34% 以上，高于公司其他产品。2019 年转向系统零部件毛利率下降 2.98 pcts，主要因为部分转向系统零部件订单逐步由莱昂嵘泰承接，彼时莱昂嵘泰尚未完全达产，单位成本较高，拉低了毛利率。

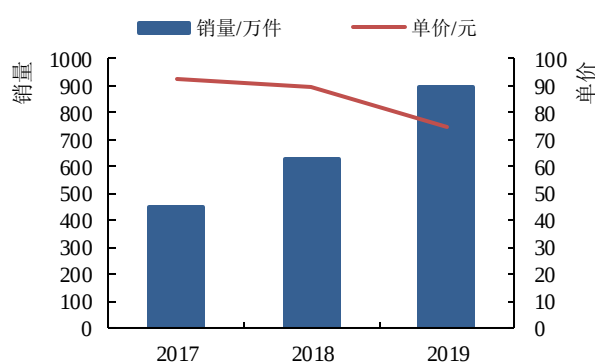
公司转向系统类产品的销售量持续增长，主要因为已有产品的下单量增加和新订单的拓展。2017-2019 年公司转向系统零部件平均单价分别为 92.41、89.50 和 74.24 元，单价下降主要因为公司产品结构变化，部分伺服壳体、端盖等规格相对较小、销售单价相对较低的产品销量占比增加。

图11：公司各系统零部件毛利率



资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

图12：公司转向系统零部件单价和销量



资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

公司在转向系统零部件领域，尤其是转向器壳体上的竞争优势明显：

- （1）与大众有深厚的合作关系，并切入国内外主流车企的供应体系：2011 年公司与博世合作电动助力转向系统国产化项目（PQ35 平台转向长壳体），并于 2013 年实现量产，是上汽大众、一汽大众 EPS 首个国产化项目。公司与大众深度合作，先后供应其 PQ35 平台、MQB 平台、MEB 平台。因为与大众有多年合作历史的背书，公司转向系统产品还进入通用、奔驰、宝马、吉利、沃尔沃、本田等主流车企的供应链体系。

- (2) **电动助力转向器壳体技术壁垒较高，公司较早进入该领域，持续深耕，具备了一定的议价能力：**转向器壳体是汽车转向系统的重要安全件，产品质量直接关系到汽车驾驶的安全性，技术壁垒较高。客户对该类产品需进行较长时间、严格的性能测试，确立合作关系后客户通常不会轻易调整供应商。而且通过长期的经验积累和技术改进，公司在转向器壳体产品上具备明显的技术优势和质量稳定输出优势，在市场竞争中能够做到成本与效益的最优结合。
- (3) **借助国际 Tier 1 客户的全球布局，实现业务拓展：**基于与国内博世客户（博世华域、博世南京、博世武汉、博世烟台等）的良好合作，公司逐步将合作范围扩展至美国博世。2016 年博世与公司签定《战略供应商合作协议》约定 MQB 平台项目供货份额，并同时约定优先推荐公司进入博世全球采购系统。随着向美国博世供应的转向系统零部件品种逐渐丰富和相关产品放量，2020H1 公司向美国博世销售的转向系统零部件的收入占到当期公司境外收入的 51.8%。

表5：截至 2020H1 公司与转向器壳体相关的专利

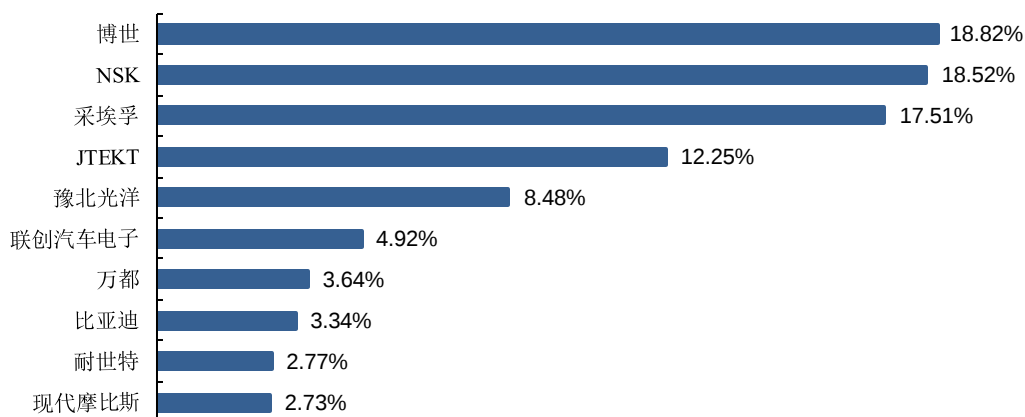
专利权人	专利名称	专利申请日
嵘泰工业	转向器壳体存储筐	2015 年 9 月 29 日
嵘泰工业	一种转向器壳体自动测量装置	2016 年 11 月 25 日
嵘泰工业	转向器壳体余料切断装置	2016 年 11 月 24 日
嵘泰工业	长轴形转向器壳体中心孔防偏芯机构	2018 年 12 月 27 日
嵘泰工业	一种汽车转向器壳体生产的铸造工艺	2015 年 11 月 20 日
精密压铸	一种转向器壳体冲切整形组合装置	2017 年 11 月 19 日
珠海嵘泰	转向器壳体定位工装夹具	2017 年 1 月 16 日
珠海嵘泰	转向器壳体检测装置	2018 年 4 月 28 日
珠海嵘泰	汽车转向器壳盖压铸生产系统	2018 年 4 月 28 日
珠海嵘泰	长轴形转向器壳体中心孔防偏芯机构	2019 年 4 月 23 日

资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

EPS 是目前乘用车转向系统的主流配置方案，2021 年渗透率达 97.6%。EPS 的主要特点是节能环保和结构简单，而且可以通过电信号与全车各相关系统间进行信号传输，实现精准、及时和智能化的控制。高工智能汽车研究院监测数据显示，2021 年国内市场新车（乘用车，不含进出口）前装标配搭载 EPS 上险量为 1989.93 万辆，同比增长 8.3%，渗透率达 97.6%。

国内 EPS 市场的竞争格局相对稳定，主要参与者博世、采埃孚等是公司的主要客户。高工智能汽车研究院监测数据显示，2021 年国内前装 EPS 市场 CR5 为 75.6%，前三名博世、NSK、采埃孚的市场份额分别为 18.8%、18.5%和 17.5%。公司转向系统壳体类产品在手订单客户包括博世、耐世特、采埃孚、蒂森克虏伯等，其中博世、采埃孚是国内乘用车 EPS 市场的重要参与者。

图13：2021 年中国前装市场 EPS 供应商排行



资料来源：高工智能汽车研究院；东兴证券研究所

表6：截至 2020H1 公司已经签订且正在履行的转向系统类销售合同

合同对方	嵘泰签订主体	签署时间
博世	嵘泰工业	2016 年 3 月
		2016 年 5 月
		2017 年 4 月
		2018 年 8 月
		2020 年 4 月
		2020 年 4 月
耐世特	莱昂嵘泰	2019 年 9 月
	莱昂嵘泰	2019 年 6 月
采埃孚	嵘泰工业	2014 年 7 月
		2020 年 6 月
蒂森克虏伯	嵘泰工业	2016 年 2 月
		2017 年 1 月
		2019 年 7 月

资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

公司转向系统产品在新能源车与传统燃油车上具备通用性。与传统汽车相比，新能源汽车的主要差异在于动力来源的不同，而在汽车整体构造、零部件构成上仍有较强的一致性。公司的转向系统零部件产品具有通用性，能够匹配包括新能源汽车在内的多种车型。

IPO 募投项目实施后，公司在转向类产品的竞争力将进一步增强。公司已有转向系统零部件产能主要位于扬州总部工厂，在建产能为 IPO 募投的“汽车转向系统关键零件生产建设项目”和“墨西哥汽车轻量化铝合金零件扩产项目”，达产后将分别新增 288 万件汽车转向系统零部件产能和 181 万件转向系统与其他系统零部件产能。我们认为，IPO 募投产能将助力公司拓展北美的转向系统零部件业务，公司在该品类的竞争力得到强化，全球市场份额有望持续提升。

2.2 新能源业务将为公司贡献业绩增量

公司新能源产品的品类不断拓展，相关收入占比快速提升。顺应电动化趋势，公司积极加大新能源车产品的开发，在电机、电池、电控零件上均有所突破，电驱动壳体、车载充电机壳体、电源转换器、电池盒、逆变器、电驱动轴承、新能源客车类零件等已顺利交付。其中，招股说明书显示公司自 2019 年以来取得了博世 48V 电池盒、电驱动轴承支撑盖和威伯科 E-compressor 曲轴箱等产品项目定点，目前已量产。公司除了依托原有 Tier 1 客户拓展新能源产品，还拿到了比亚迪、长城等车企的直供订单。随着项目的落地，公司新能源产品收入占比快速增长。

表7：公司新能源客户与对应产品

项目名称	产品名称	客户	终端客户
新增汽车动力总成壳体	Eco 4 齿轮箱、098 箱体、053 箱体	采埃孚	福田、中国重汽、奔驰、江淮
39 万件、新能源电机壳	FE-3ZA 箱体、FE-3ZA 套筒	博格华纳	车和家理想、威马
体 38 万件汽车精密压铸	凸轮轴罩盖	蒂森克虏伯	福特
加工件扩建项目	新能源电驱动	沃尔沃	沃尔沃
年产 110 万件新能源汽 车铝合金零部件项目	DHT CGA 201、204 电机端盖	长城	长城
	DMI DHT30 前后箱体、NRT36 前后箱体	比亚迪	比亚迪
	LEB 逆变器	北美博格华纳	宝马

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

公司掌握的压铸工艺有助于其拓展新能源车零部件和结构件业务等。公司深拥有丰富的铝压铸经验，技术水平行业领先。在掌握一般压铸工艺的基础上，公司针对一些高强度、高延伸率的汽车结构件、支架等车身及底盘特殊的压铸工艺进行研发与技术创新。比如，高强度、高延伸率铝合金结构件压铸技术可以用于大型壁厚结构件及新能源车结构件的生产，超低速层流压铸技术能够替代锻造或低压铸造来生产汽车支架类零部件（公司实现了国内汽车后副车架铝合金压铸首创），大型铝合金压铸件中心填充技术适用于生产大型变速箱箱体类零部件。

表8：公司的压铸工艺技术

技术名称	技术水平	优势及其先进性
超真空压铸技术	行业领先	适用于强度、高延伸率、可焊接要求的压铸件及铝合金结构件。
局部挤压压铸技术	行业领先	适用于内部质量要求高的局部厚壁件，减少报废产生。
组合式压铸件冲切去毛刺技术	行业领先	实现压铸过程全自动岛内生产，减少物流路线与后续去毛刺工作量，提高生产效率。
高效率自动化压铸岛技术	行业领先	多道工序在同一个压铸岛中完成，实现高效全自动生产、不良品自动筛选及工艺数据的统计分析，压铸效率提升明显。
高强度、高延伸率铝合金结构件压铸技术	行业领先	通过微量稀土元素添加及压铸件热处理，达到高强度、高延伸率的要求，对大型壁厚结构件及新能源车结构件尤其适用。
超低速层流压铸技术	行业领先	通过超低速层流压铸及压铸件热处理，提高铝合金压铸件机械强度及延伸率，替代采用锻造或低压铸造的汽车支架类零部件。
压铸模具综合温控岛应用技术	行业领先	实现模具温度的精准控制，提高压铸生产的稳定性，提升产品质量。
大型铝合金压铸件	行业领先	大型铝合金压铸件中心进料的模具设计及压铸工艺，对于大型变

技术名称	技术水平	优势及其先进性
中心填充技术		速箱箱体类零部件尤其适用。
压铸模具与工艺设计的计算机模拟应用技术	行业领先	预测潜在产品风险，降低开发周期，提高新产品开发成功率。
一模多腔压铸成型技术	行业领先	通过对相同和不同零件的多型腔压铸生产，有效降低生产成本，提高产品市场竞争力。

资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

加大新能源产能建设力度，以匹配业务需求。考虑到续航里程，新能源车对轻量化的诉求会比传统燃油车更高。随着新能源汽车的渗透率不断提升，铝铸件行业也迅速发展。为匹配日益增长的业务需求，公司加大新能源产能建设，目前在建的新能源产能包括 38 万件新能源电机壳体扩建项目和 110 万件新能源汽车铝压铸件项目，分别拟投资 2.3 和 3.8 亿元。

表9：公司募投的新能源产能

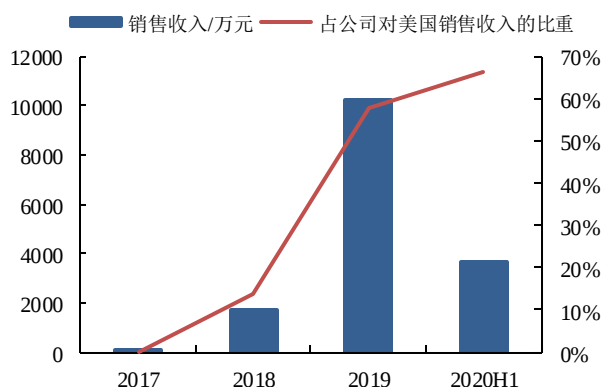
	公告时间	投资项目	投资总额	建设期
IPO	2021 年 2 月	新增汽车动力总成壳体 39 万件、新能源电机壳体 38 万件汽车精密压铸加工件扩建项目	22,682.4 万元	18 个月
公开发行可转换公司债券	2021 年 12 月	年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件项目	38,000 万元	18 个月

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

2.3 莱昂嵘泰承接北美业务，减少贸易摩擦影响

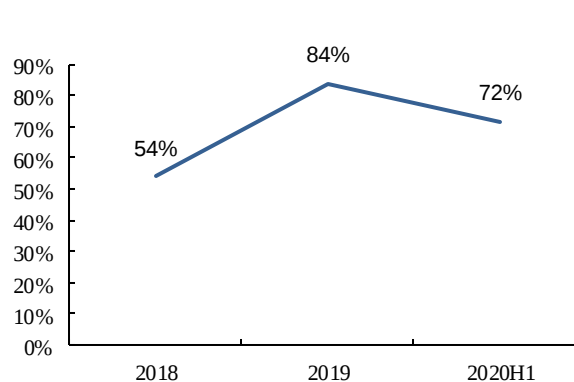
莱昂嵘泰逐步承接公司的北美订单。莱昂嵘泰 2018 年开始试生产，产能逐渐爬坡，但 2020 年疫情导致工厂出现停产情况，对应 2018-2020H1 产能利用率分别为 54%、84%及 72%。公司部分北美订单逐步由莱昂嵘泰承接，截至 2020H1，公司通过莱昂嵘泰对美国销售收入占公司美国销售收入的比重达 66.4%。

图14：公司通过莱昂嵘泰对美国销售收入及占比



资料来源：招股说明书；东兴证券研究所

图15：莱昂嵘泰产能利用率



资料来源：Wind；东兴证券研究所

根据公司公告，莱昂嵘泰目前在手订单客户包括博世、采埃孚、万都、耐世特等，产品覆盖转向系统、传动系统和新能源电机系统。

表10：莱昂嵘泰募投项目的客户与对应产品

客户	产品名称	终端客户	应用系统
北美博世	MQB、L21B、D2UC、15PL 壳体	大众、日产、通用、丰田	转向系统
采埃孚	EL58 变速箱壳体	PACCAR、STELLANTIS	传动系统
万都	GE2 转向长壳体	福特	传动系统
博世	电机壳体、GM L246 转向长壳体	RIVIAN、北美通用	新能源电机
耐世特	BT1XX、BV1HX 转向长壳体	北美通用	转向系统

资料来源：公司公告；东兴证券研究所

莱昂嵘泰能够减少贸易摩擦带来的影响，是公司提升在北美地区市场竞争力的重要一环。莱昂嵘泰于 2017 年获得墨西哥 IMEX 项目批准文件。根据 USMCA 规定，达到原产地标准的汽车才可享受零关税。根据最新的 USMCA 原产地条款，北美整车厂对北美地区汽车零部件厂商的采购比例达到 75%才能够被认定为“北美制造”。原产比例的提高，使得美国博世等 Tier 1 加大了北美地区零部件的采购比例，公司本土出口美国的部分订单也逐步由位于墨西哥的莱昂嵘泰承接。莱昂嵘泰的设立，一方面可以扩大公司的经营规模，应对贸易摩擦带来的影响；另一方面，能增加公司对美国博世等原有境外客户的粘性，减少物流成本，提高公司的全球竞争力。

图16：根据 USMCA 原产地条款，75%原产比例的汽车被认定为“北美制造”

UNITED STATES–MEXICO–CANADA TRADE FACT SHEET Rebalancing Trade to Support Manufacturing

The United States, Mexico, and Canada have reached an agreement that supports North American manufacturing and mutually beneficial trade. The new United States-Mexico-Canada Agreement (USMCA) will create more balanced, reciprocal trade that supports high-paying jobs for Americans and grows the North American economies.

RULES OF ORIGIN AND ORIGIN PROCEDURES

The United States, Mexico, and Canada have concluded substantive discussions on new rules of origin and origin procedures, including product-specific rules for passenger vehicles, light trucks, and auto parts. This update to the rules of origin will provide greater incentives to source goods and materials in the United States and North America.

Key Achievement: Increasing Regional Value Content Rule

This deal encourages United States manufacturing and regional economic growth by requiring that 75 percent of auto content be made in North America.

资料来源：USTR 官网；东兴证券研究所

3. 主要结论

公司是优质的汽车铝合金精密压铸件供应商。公司深耕铝压铸件 20 余年，主要产品包括汽车转向系统、传动系统、制动系统等铝合金精密压铸件。公司的主要客户是国际知名的汽车零部件 Tier 1，终端客户涵盖国内外知名车企，与大众有深厚的合作关系。

转向业务是公司业绩的重要支撑，市场份额有望进一步提升。转向系统零部件业务收入占比超 60%，其中电动助力转向器（EPS）壳体是优势产品，2021H1 该产品在国内乘用车市场的占有率超 20%，处于领先地位。EPS 壳体是重要安全件，技术壁垒较高，且在新能源车与传统燃油车上具备通用性。公司在该领域深耕多年，终端客户涵盖大众、通用、奔驰、宝马、吉利、沃尔沃、本田等主流车企，未来有望凭借明显的技术优势和较强的成本管控能力获得更多潜在客户的订单。位于墨西哥的子公司莱昂嵘泰符合北美车企达到 75%原产地标准的采购需求，将逐步承接公司在北美的业务，有助于其 EPS 壳体全球份额的进一步提升。

新能源业务上量，打开成长新空间。国内新能源行业快速发展，相关电动车用铝压铸产品仍处于升级变化中，对供应商的开发能力（资金+技术）提出了更高的要求，正在重塑铝压铸行业的格局。公司积极加大新能源车产品的开发，掌握的压铸工艺可实现向新能源车零部件和结构件的品类拓展，目前已在电机、电池、电控零件上有所突破。除了依托原有 Tier 1 客户拓展新能源产品，公司还拿到了比亚迪、长城等车企的直供订单。为匹配日益增长的业务需求，公司也在加快相应的产能建设，建成后将新增 148 万件新能源车零部件产能。

盈利预测及投资评级：我们看好公司转向系统产品市场份额的持续提升，以及新能源业务贡献增量。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.3、1.8 和 2.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、1.12 和 1.67 元。2022 年 4 月 12 日收盘价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 21、15 和 10 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：因疫情和缺芯导致乘用车产销不及预期；上游原材料价格上涨；新产能建设进度不及预期；新能源订单拓展情况不及预期。

4. 风险提示

因疫情和缺芯导致乘用车产销不及预期；上游原材料价格上涨；新产能建设进度不及预期；新能源订单拓展情况不及预期。

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
流动资产合计	630	703	782	1040	1293	营业收入	991	991	1124	1539	2015
货币资金	53	97	126	164	170	营业成本	645	673	806	1093	1394
应收账款	310	335	366	501	656	营业税金及附加	8	8	10	13	17
其他应收款	2	1	1	1	2	营业费用	25	14	16	22	29
预付款项	2	8	8	8	8	管理费用	81	96	101	139	171
存货	157	197	216	293	374	财务费用	19	17	11	15	20
其他流动资产	60	22	22	22	22	研发费用	38	40	45	62	81
非流动资产合计	905	914	1083	1210	1257	资产减值损失	-1	-5	0	0	0
长期股权投资	8	6	6	6	6	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	714	753	816	897	918	投资净收益	0	-2	0	0	0
无形资产	65	63	101	132	157	加: 其他收益	18	20	20	20	20
其他非流动资产	10	21	50	36	43	营业利润	189	154	155	216	323
资产总计	1535	1616	1864	2250	2550	营业外收入	2	3	3	3	3
流动负债合计	742	698	791	1072	1185	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	461	417	473	648	648	利润总额	190	157	157	218	325
应付账款	178	153	200	272	346	所得税	32	29	29	39	59
预收款项	2	0	0	0	0	净利润	158	128	128	179	267
一年内到期的非流动负债	31	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	41	66	94	75	78	归属母公司净利润	158	128	128	179	267
长期借款	8	22	22	22	22	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	783	764	884	1147	1263	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	12.58%	0.03%	13.44%	36.91%	30.90%
实收资本（或股本）	120	120	160	160	160	营业利润增长	41.51%	-18.49%	0.35%	39.34%	49.72%
资本公积	200	200	200	200	200	归属于母公司净利润增长	36.54%	-19.28%	0.34%	39.54%	49.11%
未分配利润	401	519	598	707	870	获利能力					
归属母公司股东权益合计	753	852	980	1103	1287	毛利率(%)	34.90%	32.06%	28.29%	29.01%	30.83%
负债和所有者权益	1535	1616	1864	2250	2550	净利率(%)	15.98%	12.89%	11.40%	11.62%	13.24%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	10.31%	7.91%	6.88%	7.95%	10.46%
						ROE(%)	21.03%	14.99%	13.08%	16.22%	20.74%
经营活动现金流	206	278	318	430	527	偿债能力					
净利润	158	128	128	179	267	资产负债率(%)	51%	47%	47%	51%	50%
折旧摊销	122	140	165	214	265	流动比率	0.85	1.01	0.99	0.97	1.09
财务费用	19	17	11	15	20	速动比率	0.64	0.72	0.72	0.70	0.78
应收帐款减少	-80	-25	-31	20	-50	营运能力					
预收帐款增加	0	-2	0	0	0	总资产周转率	0.70	0.63	0.65	0.75	0.84
投资活动现金流	-197	-144	-334	-341	-312	应收账款周转率	4	3	3	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.99	5.98	6.36	6.52	6.52
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.32	1.06	0.80	1.12	1.67
筹资活动现金流	-8	-103	28	-66	-182	每股净现金流(最新摊薄)	0.01	0.25	0.08	0.15	0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.10	6.13	6.90	8.04
长期借款增加	-31	14	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	40	0	0	P/E	12.91	16.08	21.26	15.24	10.22
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.72	2.40	2.78	2.47	2.12
现金净增加额	1	30	13	24	33	EV/EBITDA	7.56	7.65	9.37	7.30	5.34

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
行业普通报告	汽车行业：新能源补贴退坡符合预期，需求驱动成主导	2022-01-04
行业深度报告	东兴证券汽车行业 2022 年度策略：行业周期复苏与零部件格局重塑	2021-12-06
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

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

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