

广东鸿图 (002101.SZ)

深度报告：加速转型的铝压铸龙头，一体化业务拓展顺利

买入

核心观点

铝压铸龙头，全产业链布局、聚焦主业、加速转型。公司深耕压铸件行业20余年，是国内铝压铸龙头（传统高压压铸行业格局分散，鸿图国内市占率约4%）。公司工艺、材料、模具全产业链布局，提供汽车轻量化整体解决方案。2020年起先后转让处置竞争优势不明显或协同效应较弱的业务与资产，目前形成了精密轻合金零部件成型制造和汽车内外饰产品制造两大主要业务板块。铝压铸行业大型化、一体化趋势下，公司加速转型，持续拓展新客户，2021年压铸板块新增蔚来汽车、宁德时代、小鹏汽车、广东和胜四家客户，实现新能源汽车总成件销售收入3.9亿元，占压铸板块产品营收比例9.9%。

铝压铸行业：应用范围扩大、产品形态变化、工艺壁垒加大、竞争格局改善、价值量提升。在铝压铸件大型薄壁化、高精度高性能的背景下，对产业链公司材料、设备、结构设计、验证能力、功能测试能力、自身工艺的原理性和材料性能理论认识提出较高要求，技术及资金壁垒将大幅提升，格局有望显著改善（国内传统高压压铸小件企业超1000家，当前国内具备一体化压铸能力的企业不到10家）。传统铝压铸件价值量低，小件价值量基本为百元以下，一体化压铸产品价格我们预计为1500-2000元，全球一体压铸市场规模约为5100-6800亿元，行业扩容显著。

前瞻布局、龙头卡位，一体化压铸从0-1突破。公司多重并举，从设备、材料、模具等多维度布局。设备方面，布置武汉、广州、肇庆三大工厂，向力劲集团采购包括2套12000T压铸单元在内的8套大型及超大型压铸单元（规划设备新增产值较现有翻倍）。材料方面，自研免热材料，具备多种配方专利。模具方面，公司于2019年成立了模具公司，小件模具自制，有望逐步掌握核心生产工艺。公司于2022年1月正式下线国内首个6800T大型压铸单元生产的新能源汽车底盘一体化结构件，2022年6月10日收到小鹏汽车定点，为小鹏某车型提供底盘一体化结构件产品。

首次覆盖，给予“买入”评级。预计2022-2024年归属母公司净利润4.50/5.19/6.38亿元，利润年增速为50%/15%/23%。首次覆盖，我们给予一年期（2023年）目标估值26-29元，当前股价距目标估值有16%-29%的提升空间，考虑到公司大型一体化业务前瞻布局，给予“买入”评级。

风险提示：毛利下滑的风险、政策风险、原材料涨价风险、同行竞争风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,596	6,003	6,854	7,973	9,883
(+/-%)	-5.3%	7.3%	14.2%	16.3%	24.0%
净利润(百万元)	156	300	450	519	638
(+/-%)	464.6%	92.7%	50.1%	15.2%	22.9%
每股收益(元)	0.29	0.57	0.85	0.98	1.21
EBIT Margin	4.4%	6.5%	8.5%	8.6%	8.7%
净资产收益率(ROE)	3.4%	6.3%	9.0%	9.9%	11.4%
市盈率(PE)	77.8	40.3	26.8	23.3	18.9
EV/EBITDA	28.3	21.7	17.6	15.9	13.9
市净率(PB)	2.66	2.53	2.42	2.30	2.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：戴仕远
26.00 - 29.00元
22.85元
daishiyuan@guosen.com.cn
S0980521060004

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	26.00 - 29.00元
收盘价	22.85元
总市值/流通市值	12088/12088百万元
52周最高价/最低价	25.69/6.69元
近3个月日均成交额	429.62百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

铝压铸龙头，全产业链布局、聚焦主业、加速转型	4
深耕压铸件 20 余年，铝压铸+内外饰双轮驱动	4
压铸件龙头，工艺、材料、模具全产业链布局	8
聚焦主业、加速转型，新能源业务占比提升	8
前瞻布局、多重并举，一体化压铸业务拓展顺利	13
一体化压铸大势所趋，赛道长、空间广、壁垒高	13
多重并举卡位一体化压铸业务，客户定点顺利	15
盈利预测与投资建议	16
盈利预测	16
绝对估值：27-33 元	18
相对估值：26-29 元	19
投资建议	21
风险提示	22
财务预测与估值	24
免责声明	25

图表目录

图1: 公司发展历程	4
图2: 公司股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）	4
图3: 公司业务结构（2021 年）	5
图4: 公司压铸业务产品类型	5
图5: 公司内外饰业务产品类型	6
图6: 宁波四维尔收入与净利润情况（百万元，%）	6
图7: 铝锭 A00 价格（元/吨）	7
图8: 公司铸件产销情况（吨）	8
图9: 2019 年全国铝压铸行业竞争格局	8
图10: 公司营业收入（百万元）、收入增速（%）	9
图11: 公司归母净利润（百万元）、利润增速（%）	9
图12: 公司综合销售毛利率、归母净利率	11
图13: 公司分业务毛利率情况	11
图14: 期间费用率	11
图15: 公司压铸件新能源营收（百万元）、占比	12
图16: 公司内外饰业务新能源营收（百万元）、占比	12
图17: 公司资本支出（百万元）、占营收比重	12
图18: 公司固定资产+在建工程（百万元）、占营收比重	12
图19: 公司折旧+摊销（百万元）、占营收比重	13
图20: 2022 年 1 月 22 日公司 12000T 铸造单元合作签约	15
图21: 首个国产 6800T 底盘一体化结构件正式下线	16
表1: 公司客户方面获奖情况	7
表2: 公司主要技术研发项目	8
表3: 公司全资子公司	9
表4: 2030 年大型零部件压铸量测算（套）	14
表5: 大型一体化结构件公司比较	14
表6: 公司压铸件业务收入拆分（亿元）	17
表7: 公司业务收入拆分（亿元）	17
表8: 公司盈利预测情景分析	17
表9: 公司盈利预测假设条件（%）	18
表10: 资本成本假设	18
表11: 广东鸿图 FCFF 估值表	18
表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	19
表13: 可比公司营收比较（亿元）	20
表14: 大型一体化结构件公司比较	20
表15: 同类公司估值比较（20220705）	21

铝压铸龙头，全产业链布局、聚焦主业、加速转型

深耕压铸件 20 余年，铝压铸+内外饰双轮驱动

深耕压铸件 20 余年，2022 年拓展至超大型一体化压铸领域。公司成立于 2000 年 12 月，主要从事汽车类、通讯设备类、自动扶梯梯级类和机电类精密铝合金压铸件的生产与销售，2016 年控股广东宝龙汽车（2022 年 4 月出售），切入专用车整车制造领域，2017 年完成对宁波四维尔 100% 股权的收购，拓展至内外饰业务。2022 年首个国产 6800T 底盘一体化结构件下线，拓展至超大型一体化压铸领域。

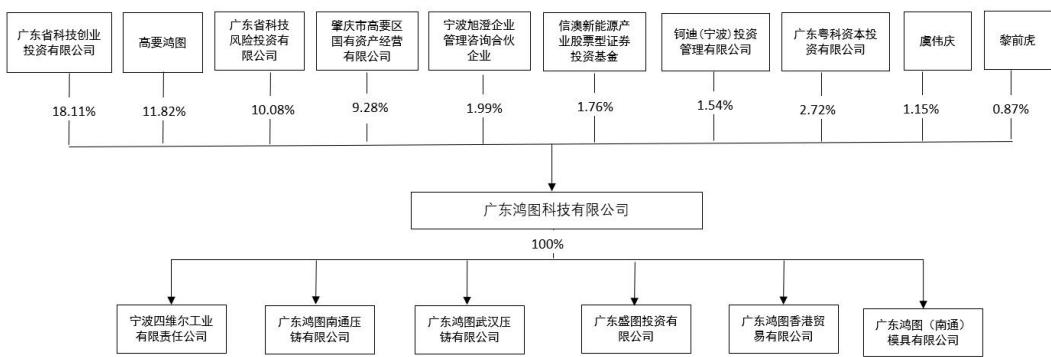
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司为国资企业，最终受益人为广东省人民政府。广东省人民政府通过持有广东省粤科金融集团有限公司 90% 股权以及广东粤财投资控股有限公司 92.12% 股权，间接持有公司 26.52% 股权。系广东省粤科金融集团有限公司分别持有公司第一大股东广东省科技创业投资有限公司（持股 18.11%）、第三大股东广东省科技风险投资有限公司（持股 10.08%）对应 100% 和 80% 股权；广东粤财投资控股有限公司持有广东省科技风险投资有限公司 10% 股权。且公司第二大股东高要鸿图（持股 11.82%）实际控制人为肇庆市高要区国有资产监督管理局，后者通过高要鸿图间接持有公司 8.11% 股权。第四大股东肇庆市高要区国有资产经营有限公司直接持有公司 9.28% 股权，通过高要鸿图间接持有公司 1.26% 股权。

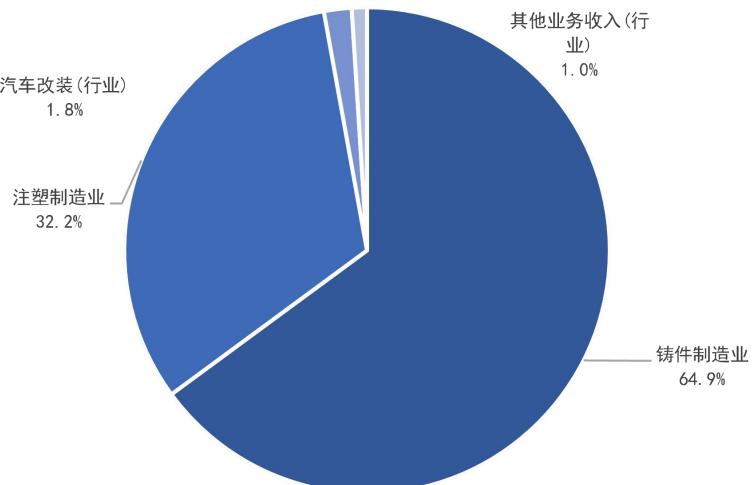
图2：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：天眼查、wind、国信证券经济研究所整理

压铸件、注塑件双轮驱动。目前公司形成了精密轻合金零部件成型制造和汽车内外饰产品制造两大主要业务板块，以及投资业务板块，2021年主营业务中99%为汽车业务，铸件制造业、注塑制造业（内外饰）分别占主营业务比例64.9%、32.2%，产品类型丰富，覆盖燃油汽车、混动汽车、新能源汽车。

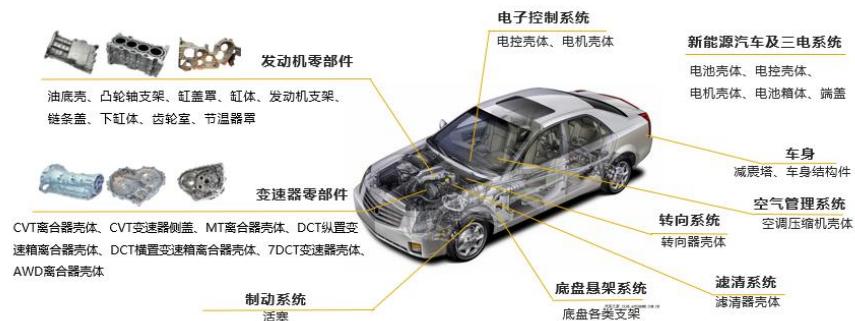
图3：公司业务结构（2021年）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

铸件产品：（1）动力总成系统，包括发动机壳体、缸盖罩、油底壳、链条盖、节温器罩、出水管、凸轮轴支架、传感器端盖、水泵罩、支架等。（2）动力传输系统方面，可提供变速器壳体、离合器壳体、阀板、侧盖、齿轮室壳体等。（3）底盘系统：支架等。（4）新能源车三电系统，包括电池上壳体、电池下壳体、多合一电机壳、变速器壳体、侧盖、电控箱体、逆变器支架、变压器盖、散热器盖等。

图4：公司压铸业务产品类型



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

内外饰产品：汽车外饰件系列产品（汽车标牌、散热器格栅、车轮盖、装饰条等）、汽车内饰件系列产品（出风口、除霜器、门扣手、挡板、仪表板等）及其他塑料件产品（发动机罩、导流板、其他塑料件等），其中汽车标牌、散热器格栅、出

风口、装饰条为宁波四维尔的主力产品。

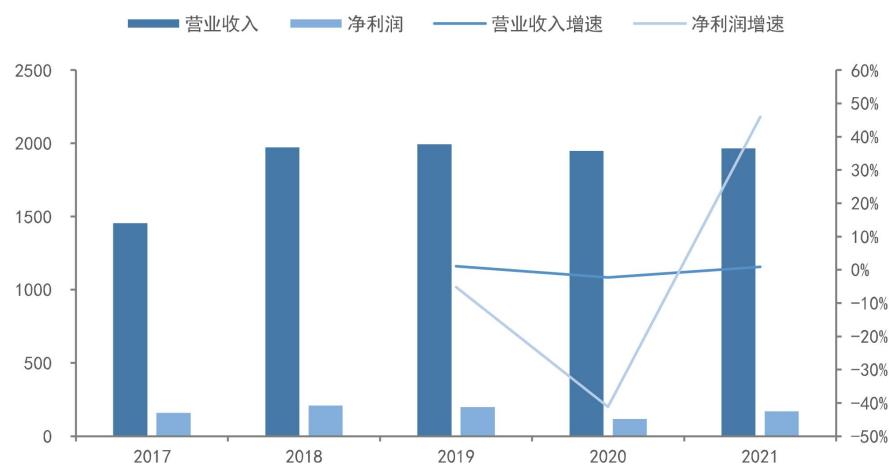
图5: 公司内外饰业务产品类型



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

宁波四维尔成立于1984年，专注于汽车内饰件、外饰件的制造，1989年成为一汽集团、一汽大众和神龙汽车配套供应商，生产汽车标牌，并逐步导入主要车企，目前是通用、福特、菲亚特-克莱斯勒、大众、奔驰、本田、丰田、日产、吉利、长城、现代、奇瑞等国内外知名汽车厂商的一级配套供应商。公司内外饰业务增长稳定，2018年-2021年收入平稳，21年收入增长0.9%，2020年因疫情以及行业整体下行净利率有所下滑，21年净利率回升至8.7%。

图6: 宁波四维尔收入与净利润情况（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司客户涵盖传统汽车制造商、新能源企业、跨界造车势力等。公司压铸业务在广东高要、江苏南通和湖北武汉设有生产基地，其中高要基地分别在金渡（一二工厂）和金利设有工厂，主要配套北美克莱斯勒和华南地区客户，包括东风日产、广汽、广汽本田、广汽丰田、宁德时代等，新能源汽车客户有小鹏汽车，广汽埃安等；南通基地主要配套北美通用和华东地

区客户，包括上汽通用、吉利、一汽丰田等，新能源汽车客户有蔚来汽车，零跑汽车等；武汉基地主要配套华中地区客户，包括武汉本田、格特拉克、上汽通用武汉公司、郑州日产、小鹏汽车武汉公司等。公司与供应商合作密切，多次获得客户颁发的供应商奖项。

表1：公司客户方面获奖情况

日期	事件
2017. 01	获格特拉克 2016 年优秀供应商奖
2017. 01	南通鸿图获上汽马瑞利 2016 年质量进步奖
2017. 01	武汉鸿图获 2016 年度上汽通用优秀供应商奖
2017. 01	获本田中国 2016 年度优秀供应商&广汽本田/东风本田发动机 2016 年供应保障优胜感谢奖
2017. 09	鸿图科技及宁波四维尔获 2016 年通用汽车“供应商质量优秀奖”
2017. 12	获格特拉克 2017 年度特别贡献奖
2018. 02	宁波四维尔荣获上汽通用 2017 年度成本创领奖
2018. 12	获沃尔沃 2018 年度 VQE 质量卓越奖
2019. 01	宁波四维尔获 2018 年度通用汽车“优秀质量奖”
2019. 01	获东风本田发动机 2018 年度品质优胜供应商奖
2019. 06	获加特可 2019 年度“QCDs 综合 A 级供应商”奖
2019. 07	获 Finalist for FCA Supplier of the Year 2018
2019. 09	南通鸿图获捷豹路虎 JLRQ 奖项
2020. 07	南通鸿图荣获北美通用汽车 2019 年度优秀供应商奖
2020. 08	荣获日产（中国）三项表彰
2020. 08	获加特可 QCDs A 等级奖
2020. 11	获菲亚特克莱斯勒汽车集团 2019 年度优秀供应商奖

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

原材料价格有所回落。根据公司 2010 年 6 月定增预案的数据，公司生产经营所需的主要原材料为铝合金锭（2010 年公司营收主要为铝压铸件），价格主要受铝锭价格影响。原材料成本占公司营业成本的 50%左右，原材料价格每上涨 1%，公司成本上涨 0.5%。公司主要原材料铝锭价格从 2021 年四季度 1.9 万元/吨上涨至 2022 年 3 月 2.3 万元/吨，当前价格回落至 2.0 万元/吨。

图7：铝锭 A00 价格（元/吨）

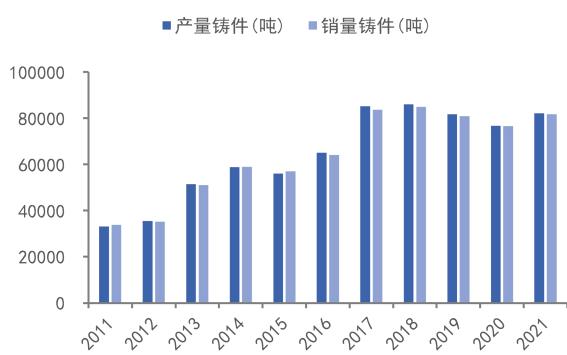


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

压铸件龙头，工艺、材料、模具全产业链布局

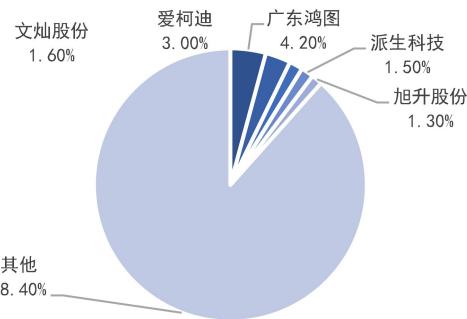
国内压铸件龙头企业。公司铸件产销于2017年提升至约8万吨每年。根据中国铸造协会数据，2019年我国有3000多家压铸企业，汽车压铸件占压铸业总产量70%，铝合金压铸件占车用压铸件超80%，格局较为分散。其中广东鸿图约占市场份额4.2%，为国内压铸企业龙头。

图8：公司铸件产销情况（吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：2019年全国铝压铸行业竞争格局



资料来源：华商情报网、国信证券经济研究所整理

公司布局多工艺、多材料、多产品，提供汽车轻量化整体解决方案。工艺方面：目前已经具备一体化压铸成型、高真空压铸、同时推动多工艺布局，完成超低速、低压铸造、差压铸造等新工艺的开发和导入。材料方面，成功研制免热处理材料、高强高韧铝合金材料、可透光透波新型高分子材料，实现向新能源客户的推广应用。模具方面：早期公司在压铸模具的核心技术在模具开发设计环节，通过仿真模拟分析压铸充型状态，制定模具工艺及结构方案，交由专业模具厂加工生产模具。2019年成立模具全资子公司，开展模具配套设计技术，完善模具冷却优化与控制技术等，模具公司2020年开始独立运营管理，主要为公司配套业务，提升公司模具设计、开发、制造、保养维修等环节的生产技术与相应能力。2021年模具公司实现营收8854万元收入（同比+36.8%）。

表2：公司主要技术研发项目

主要研发项目名称	拟达到的目标	项目进展
高致密度厚壁安全件 精密成型技术研究及应用	完成开发超低速技术导入，保证底盘安全件内部质量和力学性能要求。	开展中
汽车大型薄壁铝合金构件精密成型技术的研究与应用	掌握底盘安全结构件压铸开发与制造技术，完成压铸底盘结构件类产品的开发。	开展中
异种材料连接技术在新能源汽车零部件的研究及应用	1、免热处理材料结构件铆接后不开裂，力学性能达标。2、搅拌摩擦焊刀具寿命提升50%以上，工艺成本下降30%以上。	开展中
超大型汽车部件精密成型制备技术研发及应用	掌握一体化压铸全流程开发及生产技术。	开展中
高真空压铸铝合金离合器壳体的研究开发	优化浇注系统设计方法和工艺参数的模拟方法，提高变速箱压铸类零件的合格率。	开展中
压铸铝合金混动汽车发动机缸体的研究开发	完成混动发动机铝合金缸体产品开发及压铸成型、精密机加工工艺优化	开展中
新型三电合一电机壳体的研究开发	完成三电合一复杂电机壳体制备及高精度机加工的加工工艺的开发。	开展中

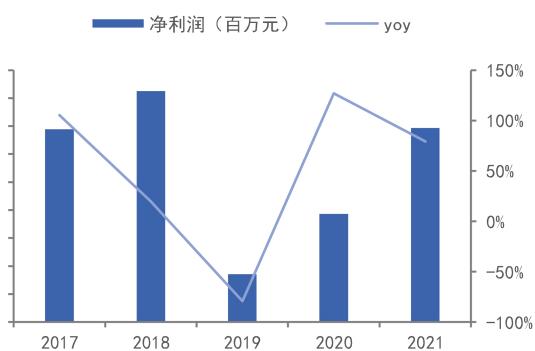
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

聚焦主业、加速转型，新能源业务占比提升

聚焦主业，开拓市场、加速转型。公司业绩与汽车行业销量增速正相关，19、20年汽车行业下行，公司营收有所下滑，2019、2020年公司营业收入同比-2.5%、-5.3%（两年汽车行业销量同比-8.2%、-1.9%）。利润方面，2019年公司对因收购宝龙汽车和宁波四维尔两家公司股权所形成的商誉计提了合共2.9亿元减值准备，叠加对专用车市场加大投入，但整体业绩未达预期（专用车业务2019年收入1.4亿，净利润-0.4亿元），2019年归母净利润同比下滑91.8%。2020年公司通过加快产品转型，压铸板块开拓新客户2家，开发新产品55款，其中新能源和高精尖类销售占比21.78%。2021年随着行业回暖，公司营收增长7.3%（汽车行业销量增速3.8%），利润水平恢复至17、18年水平。

图10：公司营业收入（百万元）、收入增速（%）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：公司归母净利润（百万元）、利润增速（%）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

出售非核心业务，聚焦主业。公司先后转让处置了控股子公司长春四维尔、宝龙汽车、鲜达冷链、上海沪渝股权等竞争优势不明显或协同效应较弱的业务与资产。其中宝龙汽车主营专用车，但经营不善，2021年亏损1485.8万元，2022年4月19日完成76%股权转让过户，成交价格1.8亿元，转让后宝龙汽车不再纳入公司合并报表，同时预计公司Q2可以确认一笔约7000万的一次性收益（2021年宝龙汽车净资产1.6亿）。

现公司有六家全资子公司，包括南通鸿图、武汉鸿图主要负责精密轻合金零部件成型生产制造与销售，宁波四维尔负责汽车内外饰产品生产制造与销售。

表3：公司全资子公司

公司名称	公司类型	主要业务	2021年收入（万元）	2021年净利润（万元）
南通鸿图	全资子公司	铝合金压铸件的开发、设计、生产制造和销售	128276.1	6903.5
武汉鸿图	全资子公司	汽车内外饰件的生产制造和销售	77308.0	5597.5
宁波四维尔	全资子公司	精密模具、模具配件的设计、制造、加工及销售	196507.9	17075.4
模具公司	全资子公司	贸易	8854.0	12.9
香港鸿图	全资子公司	投资及投资管理	0	-32.8
盛图投资	全资子公司		462.5	602.6
宝龙汽车 (已于2022年4月转让)	全资子公司	防弹运钞车、系列军警车等特种车改装及销售	11049.4	-1485.8

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司铸件制造业和注塑制造业（内外饰）毛利率于2020、2021年有所下滑，分别同比下降3.2%、2.1%，主要系：

1、原材料及海运费成本上升，公司生产所需主要原材料为铝合金锭(液)，占产品生产成本的比重 50%左右，公司已与客户形成联动机制，当铝价变动时，公司会启动价格联动机制，调整产品售价，但若相关大宗原材料在短期内发生剧烈波动（2021 年铸造铝合金锭 A356.2 上涨 42.5%），公司产品销售价格未能及时调整，将影响公司毛利率情况。

2、受传统压铸行业同质化影响，且新能源车销售占比提升的情况下，传统汽车的零部件因总量下降而竞争加剧，公司期间为保障收入增速抢接短平快订单以提升产能利用率，同时主机厂在行业下行期间在终端客户的价格承压，挤压汽车零部件供应商的利润。

公司净利率于 2020、2021 年逐步回升，分别同比上涨 2.3%、2.2%，主要系公司提升生产运营管理水，净利率逐步回升。公司提高良品率，降费降耗，提升管理水平，2021 年管理费用率降低 1.1%，同时完善原材料价格跟踪管理机制，加强对原材料的价格波动的风险管理。

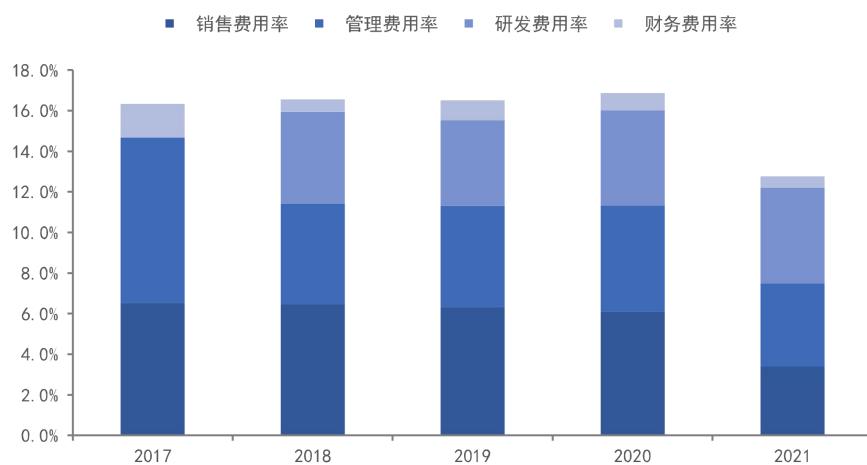
持续加大研发投入，公司在新装备、新材料、新工艺和新技术方面持续加大投入，2021 年研发费用支出 2.8 亿元，占营收比例升至 4.7%。

图12: 公司综合销售毛利率、归母净利率


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

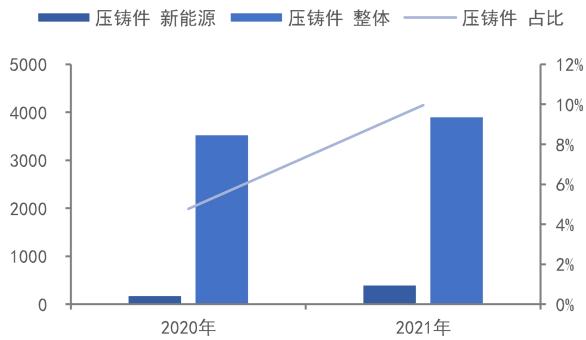
图13: 公司分业务毛利率情况


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

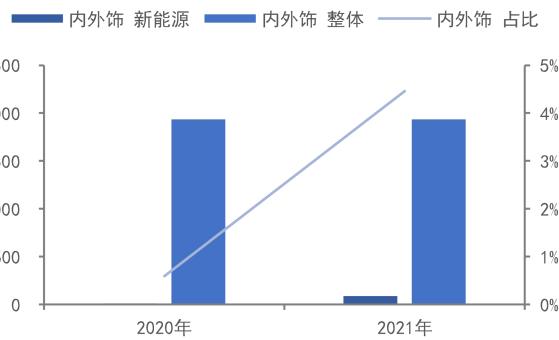
图14: 期间费用率


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

持续丰富产品结构，开拓市场与客户，新能源车业务占比提升。2021年压铸板块新增蔚来汽车、宁德时代、小鹏汽车、广东和胜四家客户，实现新能源汽车总成件销售收入3.9亿元，占压铸板块产品营收比例9.9%。内外饰业务实现新能源汽车产品销售收入0.9亿元，占内外饰业务收入比例5%。同时新项目量产方面，数量同比增加8.5%，其中压铸板块新项目57项，内外饰板块新项目451项。

图15: 公司压铸件新能源营收 (百万元)、占比


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 公司内外饰业务新能源营收 (百万元)、占比


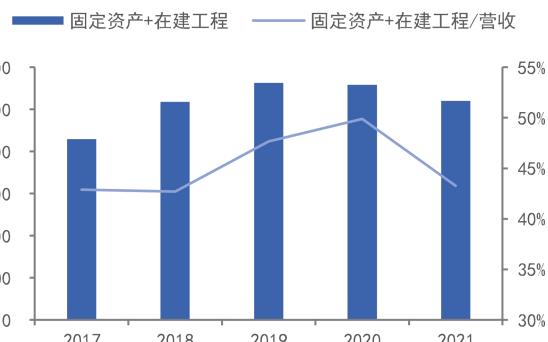
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

压铸产能持续投入。压铸行业为重资产行业，公司固定资产占比高，2021年固定资产+在建工程占公司营收比例43.3%，系公司需要采购压铸设备以及建设厂房，保证产能释放。公司持续保持较高的资本开支投入，2021年资本开支4.8亿元，占营收比重8.04%。据公司披露的公开交流信息，公司现有压铸机140余台(套)，其中2000T以上的约20台(套)，且公司每年都会对产能进行评估并对常规产能保持一定力度的投入。

布局一体化压铸赛道，领先采购12000T大吨位设备，预计公司将继续保持较高的资本开支，公司目前已经与力劲集团签订《12000T超级智能压铸单元联合研发合作协议及大型智能压铸单元意向采购协议》，就12000T超级智能压铸单元开发展开合作，且公司与力劲集团采购8套大型及超大型压铸单元。我们预计主要吨位有12000t、9000t、6800/7000t设备

图17: 公司资本支出 (百万元)、占营收比重


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 公司固定资产+在建工程 (百万元)、占营收比重


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 公司折旧+摊销（百万元）、占营收比重



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

前瞻布局、多重并举，一体化压铸业务拓展顺利

一体化压铸大势所趋，赛道长、空间广、壁垒高

降本增效，一体压铸将冲压和焊装合并，简化了白车身的制造过程。（1）根据特斯拉官方的数据，一体压铸技术预计将给 Model Y 节省约 20%的制造成本。（2）一体压铸机一次压铸加工的时间仅为 80-90 秒，每小时能完成 40-45 个铸件，一天能生产 1000 个铸件；而传统工艺冲压焊接成一个部件至少需要两个小时，一体压铸的生产效率明显更高。（3）一体压铸以整体性部件代替冲压和焊接的多个车身围件，可以有效避免大量零件焊接时的误差累计。（4）传统制造工艺下，白车身用料复杂，原材料回收利用率低。一体压铸只使用一种材料，全铝车身的材料回收利用率可以达到 95%以上。

前中后底板有望 3-5 年内实现一体化压铸。市场上目前采用一体化压铸工艺的主要是后底板，特斯拉已生产出一体化压铸的前底板。据业内专家估计，未来中底板也能有望能实现一体式压铸，大概还需要 2-3 年的时间，主要取决于 CTC 技术的实现。中底板需要的压铸吨位比前后底板要更大一点，前后底板批量生产之后再考虑中底板，有望在未来 3-5 年将前中后底板一次做起来。前中后底板是整个白车身最核心的部分，A 柱、B 柱应用一体化压铸工预计时间会更长一点。整个白车身一体化压铸关键在于前中后底板能不能连起来。

一体压铸将扩展至白车身、四门、后盖等。当前汽车用铝主要集中在驱动系统、变速箱、传动系统、制动系统等位置，随着技术的进一步提升，应用范围将逐渐延伸至引擎盖、挡泥板、车门、后车厢、车顶、整车身等现以钢铸件为主的大型部位，渗透率进一步提高。汽车用铝在汽车行业主要以压铸、挤压和压延三种形态投入使用，其中压铸件用量占比约 80%。未来，一体压铸工艺将主要取代白车身、四门、后盖结构件的冲压和焊接环节，适用范围和占比均有望提高。

新能源领域一体压铸有望拓展至车身结构件、新能源电池包、副车架。1) 普通压铸的缺陷难以控制,在前期一般在车身中运用在减震塔、ABC柱接头、纵梁连接处等接头部位。随着材料升级、工艺优化、设备智能化大型化的发展及大型压铸模具的技术成熟,以特斯拉为代表的理念先进企业正在越来越多地尝试将车身的零件进行合并,由冲压+焊接工艺改成一体压铸成型的工艺。2) 针对车身结构件的一体式压铸并非一体式压铸的主要方向,该工艺现在更多运用在底盘、电池包等本身结构或者零件小一些的部位,采用一体式压铸的方式可以提升强力性、提高效率、降低成本。3) 目前新能源车最有可能用一体化压铸的一些零部件,一是车身结构件,如特斯拉 Model Y 车型一体式压铸后车体的案例;二是新能源车的电池包,因为电池包形状相对比较规则,采用一体式压铸比起普通压铸效果会高一些,成本会低一些;三是副车架等,2015 年北美汽车工业协会报告指出,铝合金在副车架上的应用在未来几年内将会大幅提升,存在一体式压铸的可能性。

一体化压铸赛道长,空间广。假设 2030 年全球乘用车销量为 1 亿辆,新能源渗透率为 50%,一体压铸可应用的部位为前中后底板、电池包、电机电控壳体、副车架、车门结构件*4、后盖结构件共计 9 个部位。假设新能源车一体压铸渗透率为 60%,传统车一体压铸渗透率为 30%,则汽车零部件压铸量约为 3.4 亿套,假设单价为 1500-2000 元,则全球市场一体压铸市场规模约为 5100-6800 亿元。

表4: 2030 年大型零部件压铸量测算 (套)

	销量 (万)	一体压铸部位	渗透率	压铸量 (万套)
新能源	5000	9	60%	27000
传统	5000	7	20%	7000
总计	10000		40%	34000

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

超大型压铸件进入壁垒较高,产业链企业积极布局。铝合金压铸行业属于资金与技术密集型行业,生产过程中的零件设计、模具制造、压铸、精密加工、工艺优化等各环节均需要长期的技术积累与资本开支,市场进入壁垒高。而超大型一体压铸对设备、材料、模具、工艺控制等提出了更高的要求。领先者包括文灿股份、泉峰汽车、广东鸿图、旭升股份、爱柯迪、拓普集团等。文灿股份、广东鸿图、拓普集团、泉峰汽车布局较早,爱柯迪、旭升股份紧随其后。

表5: 大型一体化结构件公司比较

	大型一体化结构件客户	大型一体化结构件产品	压铸机
文灿股份	蔚来汽车、北京奔驰、车身结构件、变速箱壳体、电机壳体、后地板产品、前比亚迪、小康等	总成、一体化 CD 柱、电池盒箱体、副车架	2022 年公司根据客户的项目定点和产品量产计划,在 6000T 及以上设备上,完成 9000T 压铸机的安装与调试工作,并计划新增采购 10 台大型压铸机,用于超大型一体化结构件及车身结构件的生产,进一步满足公司的产能需求,具体压铸机吨位包含 2 台 2800T、3 台 3500T、2 台 4500T、2 台 7000T 和 1 台 9000T。
泉峰汽车	比亚迪、特斯拉、长城、电机、电驱壳、变速箱壳体、电池端板、电池托盘、变宁德时代、欣旺达、亿速箱阀体、新能源“多合一”铝合金压铸件、电池构件及车身构件	2022 年底前将完成 7 台 3000T 以上大型压铸机的安装和调试(2700T 两台, 3000T、4200T、4400T、6000T、8000T 各一台)	公司已经引入全球首台 6800T 超大型压铸机,并在广东鸿图高要生产基地试制成功,开启 12000T 开启 12000T 等、电池上壳体、电池下壳体、多合一电机壳、变速器壳体、侧盖、电控箱体、逆变器支架、变压器盖、散热器盖、横梁、侧梁、左右纵梁、纵梁内板加强板、减震塔、副车架。
广东鸿图	小鹏汽车、比亚迪、宁德时代、	公司已积累了大吨位压铸机(4400T)的使用经验、大吨位压铸机(8000T 及以上)采购将到位	超级智能压铸单元研发工作。公司与力劲集团就意向采购 8 套大型及超大型智能压铸单元签署了《战略合作(批量采购)协议》。我们预计主要吨位有 12000t、9000t、6800/7000t 设备
旭升股份	特斯拉、宁德时代、长	公司已积累了大吨位压铸机(4400T)的使用经验、大吨位压铸机(8000T 及以上)采购将到位	长城 DHT 双电机、奔驰电机壳体、LUCID 动力系统、车身系统、电池系统等部件、适用于混动一体压铸电池盒以及 DHT 电驱动总成的超大尺寸结构件,在研项目包括防撞梁、门槛梁、副车架、电池包箱体等多个产品
爱柯迪	-	开发新能源汽车电驱(三合一、多合一)、电控、车载新工厂今年计划导入 3500T、6100T/8400T 等大型压铸机	充电单元、电源分配单元、电池模组、逆变器单元,智

拓普集团	能驾驶系统、热管理系统、汽车结构件	7200T
华人运通高合汽车	一体化成型车身前后底板、车身结构件、车门结构件、电池 PACK 结构件	

资料来源：各公司公告、各公司官网、国信证券经济研究所整理

多重并举卡位一体化压铸业务，客户定点顺利

公司从设备、材料、模具等多维度布局一体化压铸：

设备方面：2022年1月22日，广东鸿图、力劲科技集团、广州型腔及鸿劲金属铝业四家企业就全球最大12000T超级智能压铸单元研发合作项目签约，进一步巩固广东鸿图在一体化压铸技术方向的领先优势。公司布置武汉、广州、肇庆三大工厂，向力劲集团采购包括2套12000T压铸单元在内的8套大型及超大型压铸单元，大吨位设备预计满产年化产能10万吨，按照大铸件40-50元/kg计算，对应产值40-50亿元。

图20：2022年1月22日公司12000T铸造单元合作签约



资料来源：公司官方微信公众号、国信证券经济研究所整理

材料方面：成功研制免热处理材料、高强高韧铝合金材料、可透光透波新型高分子材料，可以根据客户对产品的力学性能、物理性能要求做产品试制。同时是唯一一家自制免热材料的压铸厂，公司2015年开始做免热处理材料配比研发，2016年获得专利授权。

模具方面：目前公司超大模具和广州型腔合作，但是公司于2019年成立了模具公司，主要做中大型模具，有望逐步掌握大型模具核心生产工艺。

首个底盘一体化结构件产品下线。2022年1月22日，正式下线国内首个6800T大型压铸单元生产的新能源汽车底盘一体化结构件，该大型压铸单元配置了高真空系统、模温精确控制系统、高效喷涂系统、柔性取件和后处理系统，且将继续用于新能源车一体化前舱总成、一体化后地板总成及一体化电池托盘等轻量化零部件的生产制造。

客户定点顺利。多管齐下开拓市场，公司目前已获得小鹏定点。公司2022年6月10日收到小鹏汽车定点，公司为小鹏某车型提供底盘一体化结构件产品。

图21：首个国产6800T底盘一体化结构件正式下线



资料来源：公司官方微信公众号、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

盈利预测

假设前提：

假设一：营收方面，铸件业务：公司铸件业务99%为汽车业务，预计传统压铸业务和汽车行业增速保持一致，基于公司的龙头地位，且产品导入优质新能源客户，新能源业务占比假设略高于新能源行业渗透率。一体化压铸业务为公司车身一体化压铸结构件以及电池托盘业务，预计随着项目落地，后入预计实现高增长。内外饰件业务：该项业务增长稳定，公司客户稳定性高，预计和汽车行业增速保持一致。汽车改装业务：已转让股权，不再合并报表，2022年计提约7000万投资收益。

假设二：毛利率方面，考虑到2022年原材料处于高位，2023年行业缺以及原材料问题逐步改善，我们预计2022-2025年公司整体毛利率为21.51%/21.57%/21.64%/21.69%。

假设三：费用率方面，公司持续投入研发，预计研发费用总额处于高位，预计2022-2025年公司研发费用为2.95/3.43/4.25亿元。管理费用与销售费用随着公

司成本管控能力提升，预计呈现费用率下降的趋势。2021 年公司期间费用率为 12.8%，根据假设我们预计 2022-2024 年公司期间费用率为 11.7%/11.8%/11.9%。

假设四：所得税税率方面，公司 2021 年所得税税率为 8.58%，低于企业所得税税率 15%，主要由于加计扣除政策，因此我们假设公司 2022-2024 年所得税率为 10%，遵循审慎原则假设 2025 年及以后所得税税率为 15%。

表6: 公司压铸件业务收入拆分（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总营收	35.00	38.96	46.65	56.76	72.52	97.42
新能源	1.68	3.88	7.76	13.96	20.95	27.23
传统	33.32	35.08	37.89	37.89	39.02	40.20
一体化			1.00	3.00	8.00	20.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表7: 公司业务收入拆分（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	59.06	55.96	60.03	68.54	79.72	98.83	127.59
汽车铸件	36.47	35.00	38.96	46.65	56.76	72.52	97.42
汽车内饰件	19.75	19.35	19.35	21.29	22.35	25.70	29.56
汽车改装	1.38	1.16	1.10				
其他主营业务			0.61	0.61	0.61	0.61	0.61
毛利	15.00	12.42	12.05	14.75	17.19	21.39	27.68
汽车铸件	8.99	7.61	7.26	9.39	11.55	14.90	20.21
汽车内饰件	5.25	4.42	4.25	4.99	5.29	6.13	7.11
汽车改装	0.16	0.19					
其他主营业务			0.35	0.36	0.36	0.36	0.36
毛利率(%)	25.40%	22.19%	20.07%	21.51%	21.57%	21.64%	21.69%
汽车铸件	24.64%	21.75%	18.64%	20.14%	20.34%	20.54%	20.74%
汽车内饰件	26.56%	22.83%	21.96%	23.46%	23.66%	23.86%	24.06%
汽车改装	0.00%	13.94%	17.33%				
其他主营业务	0.00%	0.00%	57.12%	58.62%	58.82%	59.02%	59.22%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测：首次覆盖，在中性假设下，我们预计 2022-2024 年归属母公司净利润 4.50/5.19/6.38 亿元，利润年增速分别为 50%/15%/23%。每股收益 22-24 年分别为 0.85/0.98/1.21 元。

盈利预测敏感性分析：

乐观情景：预计 2022-2023 年营业收入 75.40/87.70/108.72 亿元，2022-2024 年归属母公司净利润 4.95/5.71/7.04 亿元。

中性情景：预计 2022-2023 年营业收入 68.54/79.73/98.83 亿元，2022-2024 年归属母公司净利润 4.50/5.19/6.38 亿元。

悲观情景：预计 2022-2023 年营业收入 61.69/71.76/88.95 亿元，2022-2024 年归属母公司净利润 4.06/4.67/5.72 亿元。

表8: 公司盈利预测情景分析

	营收			归母净利润		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
乐观情景	75.40	87.70	108.72	4.95	5.71	7.04
中性情景	68.54	79.73	98.83	4.50	5.19	6.38
悲观情景	61.69	71.76	88.95	4.06	4.67	5.72

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值: 27-33 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表9: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	-2.5%	-5.3%	7.3%	14.2%	16.3%	24.0%	29.1%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本/销售收入	74.6%	77.8%	79.9%	78.5%	78.4%	78.4%	78.3%	78.3%	78.3%	78.3%	78.3%	78.3%	78.3%
管理费用/销售收入	4.6%	4.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用/销售收入	4.2%	4.7%	4.7%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
销售费用/销售收入	6.3%	6.1%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业税及附加/营业收入													
收入	1.6%	1.7%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
所得税税率	38.0%	8.6%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	958.4%	53.9%	47.4%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	15.00%
无风险利率	2.81%	Ka	8.32%
股票风险溢价	4.59%	有杠杆 Beta	1.26
公司股价(元)	23.78	Ke	8.60%
发行在外股数(百万)	529	E/(D+E)	60.00%
股票市值(E, 百万元)	12577	D/(D+E)	40.00%
债务总额(D, 百万元)	706	WACC	6.86%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

无风险利率为十年国债收益率 2.81%, 股票风险溢价为五年上证综指平均收益率 4.59%, 考虑到行业电动智能化以及公司客户拓展公司永续增长率假设为 2%。

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 27-33 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司。

表11: 广东鸿图 FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	580.3	683.9	861.7	1,127.2	1,355.1	1,560.3	1,796.3	2,067.7	2,379.7	2,738.6	
所得税税率	10.00%	10.00%	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	522.3	615.5	775.5	958.1	1,151.9	1,326.3	1,526.9	1,757.5	2,022.8	2,327.8	
折旧与摊销	285.1	336.4	398.9	473.2	554.0	639.5	729.6	824.2	923.4	1,027.5	
营运资金的净变动	(34.9)	(115.6)	(203.2)	(309.6)	(274.8)	(248.5)	(286.7)	(330.3)	(380.4)	(437.9)	
资本性投资	(701.0)	(1,001.0)	(1,151.0)	(1,208.5)	(1,268.9)	(1,332.3)	(1,398.8)	(1,468.7)	(1,542.1)	(1,619.2)	
FCFF	71.5	(164.7)	(179.8)	(86.8)	162.2	385.0	571.0	782.6	1,023.6	1,298.3	27,259.6
PV(FCFF)	67.0	(144.2)	(147.4)	(66.6)	116.4	258.6	358.9	460.4	563.5	668.8	14,043.0
核心企业价值	16,178.4										
减: 净债务	587.4										
股票价值	15,591.0										
每股价值	29.48										

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表12：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		6. 7%	6. 8%	6. 86%	7. 0%	7. 1%
永续增长率变化	2. 2%	32. 54	31. 58	30. 67	29. 80	28. 97
	2. 1%	31. 86	30. 94	30. 06	29. 22	28. 42
	2. 0%	31. 21	30. 33	29. 48	28. 67	27. 89
	1. 9%	30. 59	29. 74	28. 92	28. 13	27. 38
	1. 8%	30. 00	29. 17	28. 38	27. 62	26. 89

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：26-29 元

我们选取旭升股份、爱柯迪、泉峰汽车、文灿股份四家家轻量化零部件企业作为可比公司。四者均为汽车铝压铸先行企业，应对行业大型一体化趋势，均有前瞻布局。

旭升股份：2021 年公司营收为 30 亿元，归母净利润为 4.13 亿元。公司深耕精密铝合金零部件领域多年，产品应用于新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统。公司早于 2013 年便与特斯拉达成合作关系，成为其一级供应商，并与其稳定合作至今，为其近年来的 Model S/X、Model 3/Y 等车型提供轻量化解决方案。

爱柯迪：2021 年公司营收为 32 亿元，归母净利润为 3.1 亿元。公司作为铝压铸转向、制动、动力、雨刮等中小件隐形龙头，在提升传统产品市占率的同时铝压铸品类向大型化、新能源化发展。公司在大型跨国汽车零部件供应商的基础上不断拓展至新能源主机厂，产品结构从中小件不断延伸至新能源汽车三电系统核心零部件及结构件。

泉峰汽车：2021 年公司营收为 16 亿元，归母净利润为 1.22 亿元。公司主要产品为汽车动力系统（变速箱阀体、齿轮等）、电气化底盘等零部件，2013 年进入新能源汽车零部件领域，顺应汽车电动化、轻量化趋势开发了三电壳体等新品类。公司 2700T 压铸机进入量产，5000T 的压铸机 2021 年下半年用于量产，马鞍山基地首批增设 7 台大型压铸机，匈牙利工厂也将布局大型压铸设备。

文灿股份：2021 年公司营收为 41 亿元，归母净利润为 0.97 亿元。公司主要经营中高档汽车的铝合金精密压铸件，客户包括采埃孚天合、威伯科等全球一级零部件供应商及通用、奔驰等整车厂商。公司是蔚来车身结构件的核心供应商，单车配套价值高；同时电池盒组件、电机壳等新产品已进入奔驰和大众 MEB 平台的供应体系，为公司打开成长空间。公司与力劲科技签署战略合作协议，引领行业布局一体压铸。公司专注于汽车铝合金压铸业务，技术领先，拥有大量成熟的下游客户资源。

广东鸿图: 2021 年公司营收为 60 亿元, 归母净利润为 3.0 亿元。公司成立于 2000 年 12 月, 主要从事汽车类、通讯设备类、自动扶梯梯级类和机电类精密铝合金压铸件的生产与销售, 2016 年控股广东宝龙汽车 (2022 年 4 月出售), 切入专用车整车制造领域, 2017 年完成对宁波四维尔 100% 股权的收购, 拓展至内外饰业务。2022 年首个国产 6800T 底盘一体化结构件下线, 拓展至超大型一体化压铸领域。

营收比较: 从 2021 年营收数据来看, 广东鸿图整体营收规模最大, 铝压铸业务营收文灿股份、广东鸿图行业领先, 爱柯迪、旭升紧随其后。营收结构方面, 广东鸿图业务中约 32% 为内饰业务, 铝压铸业务占比为 65%, 文灿股份、泉峰汽车、爱柯迪、旭升股份营收中铝压铸业务占比较高。

表13: 可比公司营收比较 (亿元)

	文灿股份	泉峰汽车	爱柯迪	旭升股份	广东鸿图
总营收	41.12	16.15	32.06	30.23	60.03
汽车铝压铸业务	40.46	15.11	30.78	26.94	38.97
铝压铸业务占比	98%	94%	96%	89%	65%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

一体化压铸业务比较: 从压铸机的储备来看, 广东鸿图以及文灿股份储备行业领先; 从大型一体化产品来看, 广东鸿图以及文灿股份在车身结构件领域以及三电领域均有产品储备, 泉峰汽车、旭升股份以及爱柯迪产品主要为三电领域。

表14: 大型一体化结构件公司比较

	大型一体化结构件客户	大型一体化结构件产品	压铸机
文灿股份	蔚来汽车、北京奔驰、车身结构件、变速箱壳体、电机壳体、后地板产品、比亚迪、小康等	总成、一体化 CD 柱、电池盒箱体、副车架	2022 年公司根据客户的项目定点和产品量产计划, 在 6000T 及以上设备上, 完成 9000T 压铸机的安装与调试工作, 并计划新增采购 10 台大型压铸机, 用于超大型一体化结构件及车身结构件的生产, 进一步满足公司的产能需求, 具体压铸机吨位包含 2 台 2800T、3 台 3500T、2 台 4500T、2 台 7000T 和 1 台 9000T。
泉峰汽车	比亚迪、特斯拉、长城、电机、电驱壳、变速箱壳体、电池端板、电池托盘、宁德时代、欣旺达、亿纬、速箱阀体、新能源“多合一”、纬锂能、国轩高科等	总成、一体化 CD 柱、电池盒箱体、副车架	2022 年底前将完成 7 台 3000T 以上大型压铸机的安装和调试 (2700T 两台, 3000T、4200T、4400T、6000T、8000T 各一台)
广东鸿图	小鹏汽车、比亚迪、宁德时代、	一体化前舱总成、一体化后地板总成和一体化电池托盘等、电池上壳体、电池下壳体、多合一电机壳、变速器壳体、侧盖、电控箱体、逆变器支架、变压器盖、散热器盖、横梁、侧梁、左右纵梁、纵梁内板加强板、减震塔、副车架。	公司已经引入全球首台 6800T 超大型压铸机, 并在广东鸿图高要生产基地试制成功, 开启 12000T 开启 12000T 超级智能压铸单元研发工作
旭升股份	特斯拉、宁德时代、长城汽车	系统、电池系统等部件、适用于混动一体压铸电池盒以及 DHT 电驱动总成的超大尺寸结构件、在研项目包括防撞梁、门槛梁、副车架、电池包箱体等多个产品	公司已积累了大吨位压铸机 (4400T) 的使用经验、大吨位压铸机 (8000T 及以上) 采购将到位
爱柯迪	-	开发新能源汽车电驱 (三合一、多合一) 、电控、车载充电单元、电源分配单元、电池模组、逆变器单元, 智能驾驶系统、热管理系统、汽车结构件	新工厂今年计划导入 3500T、6100T/8400T 等大型压铸机

资料来源: 各公司公告、各公司官网、国信证券经济研究所整理

截至 2022 年 7 月 5 日收盘价,公司对应当前市值,22-24 年市盈率分别为 27/23/19 倍。

业绩增速方面, 2021-2024 年归母净利润为 3.0/4.5/5.2/6.4 亿元, 2022 年主要由于出售宝龙汽车一次性投资收益约 0.7 亿元, 扣除这部分影响, 2022-2024 年公司归母净利润增速为 27%/37%/23%, 此外公司 2021-2026 年归母净利润 CAGR 为 25%。

可比公司估值方面, 根据 WIND 一致预期的盈利预测, 可比公司 2023 年 PE 估值平均为 22 倍, 与公司一体化压铸业务均处于行业领先位置的文灿股份 2023 年 PE 估值为 28 倍。

综合考虑公司可比公司估值以及公司未来业绩增速情况, 给予一年期 (2023 年) 目标估值 26-29 元, 对应 2023 年 PE 为 27-30 倍。

表15: 同类公司估值比较 (20220705)

证券简称	最近收盘价	总市值	ROE (%)	每股收益			市盈率		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
泉峰汽车	22.93	46	7.18	0.61	0.82	1.39	38	28	17
爱柯迪	16.25	140	6.94	0.36	0.61	0.81	45	26	20
文灿股份	58.32	153	3.67	0.57	1.24	2.06	102	47	28
旭升股份	31.44	197	11.85	0.92	0.95	1.29	34	33	24
平均			7.41	0.62	0.91	1.39	55	34	22
广东鸿图	22.85	121	6.43	0.57	0.85	0.98	40	27	23

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测 备注: 可比公司泉峰汽车、爱柯迪、文灿股份、旭升股份盈利预测来源于 WIND 一致预期

投资建议

我们给予一年期 (2023 年) 目标估值 26-29 元, 当前股价距目标估值有 16%-29% 的提升空间, 考虑到公司大型一体化业务布局早, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 26-29 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.81%、风险溢价 4.59%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了爱柯迪、旭升股份、文灿股份、泉峰汽车自主品牌龙头的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 23 年 27-30 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 14%/16%/24%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 21.51%/21.57%/21.64%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

政策风险

在公司新能源客户车型起步初期，国家加快传统车淘汰，提高双积分标准，或带来盈利能力恶化。

市场风险

汽车作为可选消费，受宏观经济走势，消费者收入期望和信心影响较大，若经济增速持续下行，或对公司业务造成不良影响。

客户拓展风险

公司未来高成长性依赖于公司乘用车、新能源客户拓展，公司一提压铸产品产品技术难度高，客户拓展壁垒高，存在客户拓展不及预期的风险。

毛利率下滑风险

公司产品毛利率在汽车行业处于较高水平，面临竞争格局恶化、产业链景气度下

行，毛利率下滑的风险。

原材料涨价的风险

公司主要原材料为铝锭，当前汽车供应链存在较高不确定性、原材料存在涨价风险。

同行竞争的风险

公司产品为铝压铸件，行业竞争激烈，公司面临同行竞争客户拓展及定价承压的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	493	434	495	576	714	营业收入	5596	6003	6854	7973	9883
应收款项	1561	1637	1878	2184	2708	营业成本	4354	4799	5380	6253	7745
存货净额	896	914	1029	1195	1483	营业税金及附加	98	85	110	128	158
其他流动资产	363	151	173	201	249	销售费用	342	203	226	262	323
流动资产合计	3479	3137	3576	4158	5155	管理费用	293	247	264	303	371
固定资产	2791	2598	3025	3700	4463	研发费用	262	282	295	343	425
无形资产及其他	360	320	308	297	285	财务费用	47	35	17	33	60
投资性房地产	1357	1459	1459	1459	1459	投资收益	4	16	15	16	18
长期股权投资	101	113	118	123	128	资产减值及公允价值变动	6	1	1	1	1
资产总计	8088	7627	8486	9736	11489	其他收入	(247)	(268)	(295)	(343)	(425)
短期借款及交易性金融负债	601	166	423	990	1720	营业利润	226	383	580	668	821
应付款项	1832	1518	1715	1992	2471	营业外净收支	(14)	(4)	0	0	0
其他流动负债	562	441	569	661	820	利润总额	212	379	580	668	821
流动负债合计	2996	2125	2708	3642	5011	所得税费用	18	33	58	67	82
长期借款及应付债券	46	283	283	283	283	少数股东损益	38	47	71	82	101
其他长期负债	143	133	148	163	178	归属于母公司净利润	156	300	450	519	638
长期负债合计	189	416	431	446	461	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3185	2540	3139	4088	5471	净利润	156	300	450	519	638
少数股东权益	341	312	348	389	440	资产减值准备	(314)	1	2	2	3
股东权益	4561	4774	4999	5259	5578	折旧摊销	293	287	285	336	399
负债和股东权益总计	8088	7627	8486	9736	11489	公允价值变动损失	(6)	(1)	(1)	(1)	
						财务费用	47	35	17	33	60
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	91	(431)	(35)	(116)	(203)
每股收益	0.29	0.57	0.85	0.98	1.21	其它	331	24	34	39	48
每股红利	0.16	0.27	0.43	0.49	0.60	经营活动现金流	551	180	735	780	883
每股净资产	8.61	9.03	9.45	9.94	10.55	资本开支	0	(72)	(701)	(1001)	(1151)
ROIC	3.77%	6.44%	9%	9%	10%	其它投资现金流	50	165	0	0	0
ROE	3.41%	6.28%	9%	10%	11%	投资活动现金流	50	82	(706)	(1006)	(1156)
毛利率	22%	20%	22%	22%	22%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	6%	8%	9%	9%	负债净变化	(205)	237	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(84)	(142)	(225)	(259)	(319)
收入增长	-5%	7%	14%	16%	24%	其它融资现金流	69	(511)	257	566	730
净利润增长率	465%	93%	50%	15%	23%	融资活动现金流	(504)	(322)	32	307	411
资产负债率	44%	37%	41%	46%	51%	现金净变动	97	(60)	62	81	138
股息率	0.7%	1.2%	1.9%	2.1%	2.6%	货币资金的期初余额	397	493	434	495	576
P/E	77.8	40.3	26.8	23.3	18.9	货币资金的期末余额	493	434	495	576	714
P/B	2.7	2.5	2.4	2.3	2.2	企业自由现金流	0	139	72	(165)	(180)
EV/EBITDA	28.3	21.7	17.6	15.9	13.9	权益自由现金流	0	(135)	314	372	496

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032