

## 家用电器

2022 年 07 月 25 日

# 华翔股份 (603112)

## ——黑金零部件铸造领军者，多重优势凸显加速成本优化

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

投资要点：

市场数据：2022 年 07 月 22 日

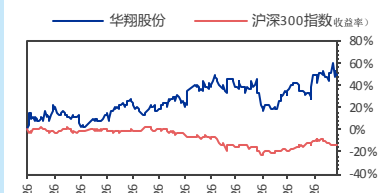
收盘价 (元)	15.61
一年内最高/最低 (元)	16.96/10.51
市净率	3.0
息率 (分红/股价)	1.45
流通 A 股市值 (百万元)	2471
上证指数/深证成指	3269.97/12394.02

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	5.28
资产负债率%	48.72
总股本/流通 A 股 (百万)	437/158
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘正 A0230518100001  
liuzheng@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

联系人

刘嘉玲  
(8621)23297818×转  
liujl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **黑色金属零部件领先企业，收入业绩持续高增。**公司业务起源于 1999 年，二十多年来公司专注于金属零部件的研发、生产和销售，产品主要涵盖白色家电、工程机械、生铁和汽车制造等领域，是国内少数具备跨行业批量化生产能力的综合性企业。2016-2021 年，公司营业总收入由 13.08 亿元提升至 32.82 亿元，归母净利润由 0.88 亿元提升至 3.28 亿元，营收和归母净利润 CAGR 分别超过 20%和 30%。

- **国内贡献全球铸件 5 成产量，下游多应用场景需求景气。**2021 年全球铸件产量达 1.09 亿吨，同比增长 3%，2016-2021 年的 CAGR 为 0.9%，整体增速较为平缓；2020 年中国铸件产量达 5195 万吨，同比增长 6.56%，占比接近全球产量 5 成。2013-2021 年，国内铸造行业产量由 4450 万吨提升至 5159 万吨，CAGR 达 1.9%，整体呈现上升趋势。分铸造产品来看，2020 年灰铸铁件、球墨铸铁件、铸钢铸件和可锻铸铁件四类黑金铸件市场份额合计超过 80%，凸显黑金铸件在铸造行业的重要地位。铸造行业下游主要涉及汽车制造、白色家电、工程机械、轨道交通及船舶等领域，多元应用场景催生上游铸件需求持续增长。

- **多重优势凸显，构建公司核心竞争力。产品方面，**铸造行业内存在较多产品单一的小型铸造厂，整体呈现大而不强、板块分散的竞争格局，而公司深耕铸造行业 20 余年，产品可应用于白色家电、工程机械、汽车制造等多个领域，与包括格力电器、美的集团、丰田集团、上汽制动、恩布拉科等在内的众多下游行业龙头企业建立了稳定的长期合作关系。**产能方面，**公司早期受制于上市前资金不够充裕，整体产能扩张节奏较慢，产能有限叠加下游需求旺盛，产能利用率常年来维持较高水平；随着 2020-2021 年 IPO 及可转债发行，公司加快扩产节奏，截至 2021 年年底，公司已形成年产 30 万吨铸件、2.5 亿件机加工产品的生产能力，2019-2021 年的复合增长率分别达 12.2%、2.6%和 20.0%。**成本方面，**公司地处山西省临汾市，在人力、电费多等方面相较于位于东南沿海的同行可比公司具有较大优势；2021 年公司收购晋源实业，加速向产业链上游延伸战略布局，实现短流程联铸，节约了常规的生铁再重熔环节，降低了二次熔炼及运输的成本。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2022-2024 年分别可实现营业总收入 44.67/58.27/71.84 亿元，同比分别增长 36.1%/30.5%/23.3%；预计分别可实现归母净利润 5.14/7.27/9.57 亿元，同比分别增长 56.8%/41.3%/31.7%。我们所选恒润股份和日月股份两家可比公司对应 2022 年平均 PE 为 37X，公司 2022 年 PE 为 13X，考虑到可比公司产品以高附加值的风电相关零部件为主，与公司应用领域存在一定差异，故给予公司 70%的折价，对应当前股价仍有 96%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**汇率波动风险；国际物流运力及运费波动风险；原材料价格波动风险。

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,282	886	4,467	5,827	7,184
同比增长率 (%)	68.4	49.7	36.1	30.5	23.3
归母净利润 (百万元)	328	100	514	727	957
同比增长率 (%)	33.9	37.9	56.8	41.3	31.7
每股收益 (元/股)	0.75	0.23	1.18	1.66	2.19
毛利率 (%)	19.6	18.7	21.2	22.2	23.2
ROE (%)	14.9	4.3	20.0	22.0	22.5
市盈率	21		13	9	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2022-2024 年分别可实现营业总收入 44.67/58.27/71.84 亿元，同比分别增长 36.1%/30.5%/23.3%；预计分别可实现归母净利润 5.14/7.27/9.57 亿元，同比分别增长 56.8%/41.3%/31.7%。我们所选恒润股份和日月股份两家可比公司对应 2022 年平均 PE 为 37X，公司 2022 年 PE 为 13X，考虑到可比公司产品以高附加值的风电相关零部件为主，与公司应用领域存在一定差异，故给予公司 70%的折价，对应当前股价仍有 96%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

公司主要从事定制化金属零部件的研发、生产和销售，产品覆盖白色家电、工程机械以及汽车制造等多个领域，分产品应用领域来看：

**1) 压缩机零部件：**我们预计 2022-2024 年公司空压件销量同比分别 +25%/+25%/+20%，单价同比分别 +10%/+8%/+8%；冰压件销量同比分别 +25%/+25%/+20%，单价同比分别+5%/+3%/+3%；预计 2022-2024 年整体压缩机零部件业务分别可实现营收 19.44 亿元、25.94 亿元和 33.23 亿元，同比分别增长 35.9%、33.4%和 28.1%。

**2) 工程机械零部件：**我们预计 2022-2024 年公司工程机械零部件业务分别可实现营收 9.09 亿元、12.27 亿元和 15.61 亿元，同比分别增长 43.0%、35.0%和 27.2%。

**3) 汽车零部件：**我们预计 2022-2024 年公司汽车零部件业务分别可实现营收 6.97 亿元、8.62 亿元和 9.77 亿元，同比分别增长 36.5%、23.6%和 13.3%。。

### 有别于大众的认识

市场认为铸造行业属于资本密集型，且公司下游应用领域与可比公司相比不具备高附加值优势，盈利能力相对较低。我们认为，目前公司的毛利率水平相较于可比公司而言相对较低，但随着公司收购晋源实业布局上游，加速产线智能化水平和制造效率提升，同时在电费等方面受益与地理位置及政府政策扶持，公司生产单吨成本有望加速下行，利润空间有望持续扩大。

### 股价表现的催化剂

下游客户持续拓展；扩张产能落地；单吨生产成本下行带来盈利能力加速提升。

### 核心假设风险

汇率波动风险；国际物流运力及运费波动风险；原材料价格波动风险；

## 目录

<b>1. 华翔股份：黑色金属零部件领先企业.....</b>	<b>6</b>
1.1 多元产品贡献高增营收，盈利能力显著提升.....	6
1.2 股权结构稳定，公司产能加速扩张.....	8
<b>2. 铸件覆盖广阔应用场景，行业竞争格局分散.....</b>	<b>10</b>
2.1 黑金为铸造行业主流，低端产能出清加速格局优化.....	10
2.2 下游需求景气，铸件市场有望受益增长.....	12
<b>3. 多重优势凸显，构建公司核心竞争力.....</b>	<b>16</b>
3.1 产品：产品品类丰富，研发投入行业领先.....	16
3.2 产能：灵活生产提高盈利能力，产业布局持续扩大.....	20
3.3 成本：地理位置创造成本优势，上游战略布局扩大盈利空间.....	22
<b>4. 盈利预测与估值.....</b>	<b>25</b>
4.1 关键假设点.....	25
4.2 相对估值.....	27
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	6
图 2：公司营业收入稳健增长（单位：亿元/%） .....	6
图 3：公司归母净利润逐年提升（单位：亿元/%） .....	6
图 4：公司业务板块收入占比（单位：%） .....	7
图 5：公司内销业务占比超 80%（单位：%） .....	7
图 6：公司销售毛利率低于行业平均水平（单位：%） .....	8
图 7：公司净利率呈上升趋势（单位：%） .....	8
图 8：公司股权结构示意图（截止 2022 年 Q1） .....	8
图 9：铸造件可分为黑色金属铸件和有色金属铸件 .....	10
图 10：全球铸造行业产量情况（单位：万吨/%） .....	11
图 11：2020 年全球铸件生产国产量 TOP10（单位：万吨/%） .....	11
图 12：中国铸造总产量呈上升趋势（单位：万吨/%） .....	11
图 13：2020 年铸造行业各类产品产量占比（单位：%） .....	11
图 14：2020 年铸造行业各类产品产量（单位：万吨） .....	13
图 15：全球汽车产销量（单位：万辆） .....	14
图 16：我国汽车产销量（单位：万辆） .....	14
图 17：2020 年中国汽车人均保有量远低于发达国家（单位：辆/千人） .....	14
图 18：2016-2020 年全球工程机械市场销量（单位：台） .....	15
图 19：近年来国内工程机械市场需求旺盛（单位：百万美元/%） .....	15
图 20：2016-2021 年空调产销量（单位：万台/%） .....	15
图 21：2016-2021 年冰箱产销量（单位：万台/%） .....	15
图 22：我国空调保有量（单位：台/百户） .....	16
图 23：我国冰箱保有量（单位：台/百户） .....	16
图 24：我国转子压缩机和全封闭活塞压缩机销量（单位：亿台） .....	16
图 25：2021 年公司各类产品营收占比（单位：%） .....	18
图 26：公司营销网络 .....	19
图 27：前五大客户销售额占比逐年减少（单位：%） .....	19
图 28：公司研发费用率显著高于行业平均水平（单位：%） .....	19
图：公司研发人员数量持续提升（单位：人） .....	

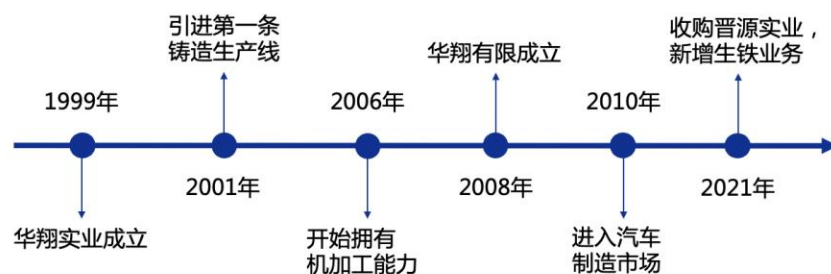
图 30：公司产能利用率保持高位（单位：%） .....	20
图 31：产能扩张前重工类外协生产比例逐年上升（%） .....	21
图 32：公司总资产周转率常年领先同行（单位：次） .....	21
图 33：公司 ROE 水平稳步提升，处于行业前列水平（单位：%） .....	21
图 34：融资后公司产能快速扩张（单位：吨/万件） .....	22
图 35：公司平均人力成本远低于同行（单位：元） .....	22
图 36：公司电费平均单价持续下降（单位：元/度） .....	23
表 1：公司股权激励计划.....	9
表 2：公司募集资金建设项目一览（单位：万元/月） .....	9
表 3：我国铸造行业综合百强企业前十名 .....	12
表 4：公司主要产品及应用领域.....	17
表 5：公司主要产品下游客户覆盖广泛.....	18
表 6：2022 年以来各地电网代理购电价格一览表（元/兆瓦时） .....	23
表 7：公司主要业务收入拆分及预测（单位：百万元/%） .....	26
表 8：可比公司相对估值（单位：元） .....	27
表 9：合并利润表（单位：百万元） .....	28
表 10：资产负债表（单位：百万元） .....	29
表 11：现金流量表（单位：百万元） .....	30

# 1. 华翔股份：黑色金属零部件领先企业

## 1.1 多元产品贡献高增营收，盈利能力显著提升

深耕零部件行业二十余年，持续开拓多元产品。公司业务起源于1999年，2001年引进第一条铸造生产线，奠定了白色家电零部件的生产基础；2006年开始拥有机加工能力，2010年正式进入汽车制造市场；2021年，公司收购晋源实业，新增生铁业务，二十多年来公司专注于金属零部件的研发、生产和销售，产品主要涵盖白色家电、工程机械、生铁和汽车制造等领域，是国内少数具备跨行业批量化生产能力的综合性企业。

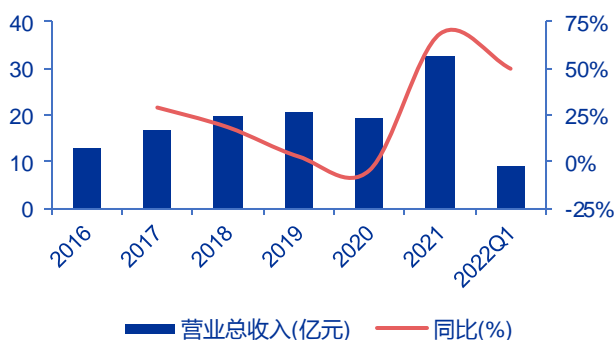
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

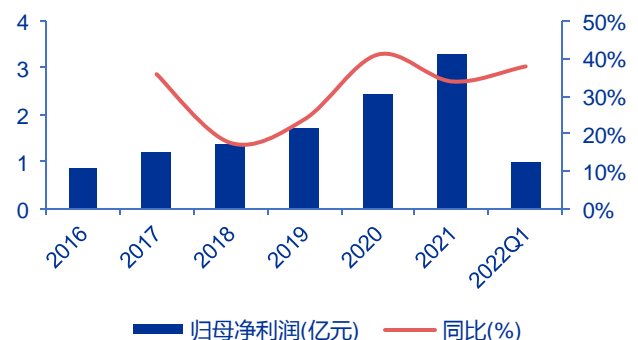
营业收入表现亮眼，净利增速大幅提升。2019-2021年，公司分别实现营业总收入20.48亿元、19.49亿元和32.82亿元，同比分别+2.64%、-4.85%和+68.42%；实现归母净利润1.74亿元、2.45亿元和3.28亿元，同比分别增长23.76%、41.04%和33.88%。2016-2021年营收和归母净利润CAGR分别超过20%和30%，收入业绩高速增长。截至2022年Q1，公司实现营业总收入8.86亿元，归母净利润1.00亿元，同比分别增长49.73%和37.88%，延续大幅增长趋势，整体表现亮眼。

图 2：公司营业收入稳健增长（单位：亿元/%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：公司归母净利润逐年提升（单位：亿元/%）



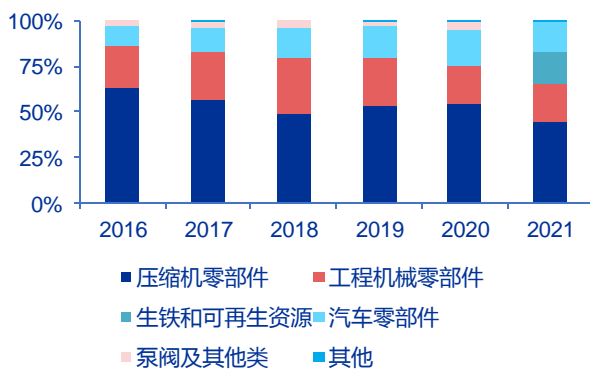
资料来源：Wind，申万宏源研究

**压缩机零部件为公司第一大营收来源，工程机械、汽零及生铁业务均衡发展。**

2019-2021 年，压缩机零部件业务实现营收 10.86 亿元、10.63 亿元和 14.31 亿元，营收占比分别为 53.01%、54.53%和 43.60%，是公司近年来第一大营收来源。2021 年，公司工程机械零部件业务营收大幅增长 61.17%至 6.36 亿元，汽车零部件业务实现营收 5.11 亿元，同比增长 29.18%，两大业务营收占比分别为 19.36%和 15.56%。2021 年 4 月，公司收购晋源实业并正式并表，生铁和可再生资源业务全年共计贡献营收 5.84 亿元，收入占比达 17.78%，新增业务规模显著。

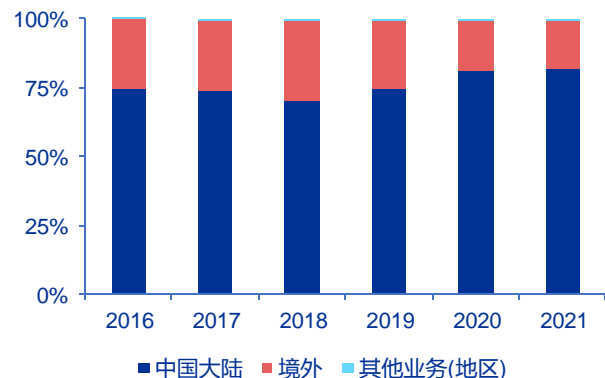
**内销占比超八成，贡献公司主要营收。**2019-2021 年公司内销业务实现营收 15.31 亿元、15.77 亿元和 26.85 亿元，占比分别为 74.75%、80.92%和 81.81%，2016-2021 年 CAGR 达 22.5%，内销营收占比持续提升。海外市场方面，公司外销产品以包括平衡配重件在内的工程机械零部件为主，受海外疫情等因素影响，2016-2021 年 CAGR 达 11.7%，增速略低于内销表现；2021 年，公司外销业务实现营收 5.73 亿元，同比大幅增长 59.0%，收入占比达 17.47%。

**图 4：公司业务板块收入占比（单位：%）**



资料来源：Wind，申万宏源研究

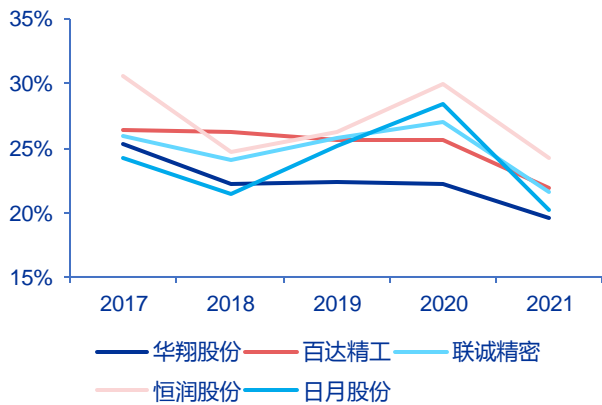
**图 5：公司内销业务占比超 80%（单位：%）**



资料来源：Wind，申万宏源研究

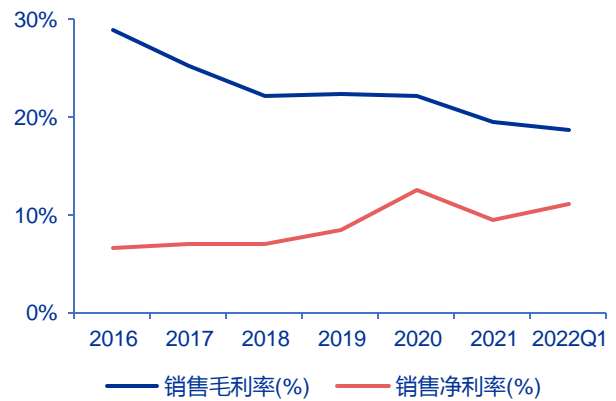
**传统主营毛利率加速提升，与可比公司差距逐步缩小。**2019-2021 年，公司分别实现销售毛利率 22.33%、22.20%和 19.55%，其中 2021 年毛利率略有下滑主要系并表尚未盈利的生铁业务所致，若不考虑生铁业务，2021 年公司其余主营业务毛利率同比提升 1.65 个 pcts 至 23.7%。2021 年，可比公司百达精工、联诚精密、恒润股份和日月股份的销售毛利率分别为 21.87%、21.55%、24.29%和 20.29%，公司毛利率略低于行业平均水平，主要原因系公司间产品结构、应用领域存在较大差异，公司产品主要应用于白色家电、汽车等行业，诸如恒润股份和日月股份产品主要应用于产品附加值较高的风电行业，但公司与可比公司盈利水平差距逐步缩小。

图 6：公司销售毛利率低于行业平均水平（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：公司净利率呈上升趋势（单位：%）

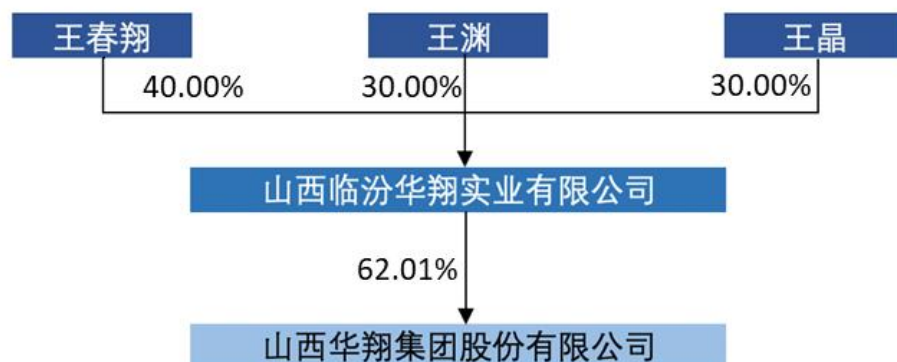


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.2 股权结构稳定，公司产能加速扩张

公司实控人王春翔、王渊及王晶三人，共计持股比例超 60%。截至 2022 年 Q1，山西临汾华翔实业有限公司（即华翔实业）共持有公司股份 2.71 亿股，占公司总股本的 62.01%，为公司控股股东；公司董事长王春翔先生及其子王渊、其女王晶，三人分别持有华翔实业 40%、30%和 30%的股权，三人共计持有公司超过 60%的股份，为公司的实际控制人，公司整体股权结构稳定。

图 8：公司股权结构示意图（截止 2022 年 Q1）



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

**推出 2021 年股权激励计划，深度绑定核心骨干员工。**2021 年初，公司推出了股权激励计划，拟分别以 2021-2023 年公司的营收、业绩作为考核目标，向包括公司董事、高级管理人员以及核心骨干在内的 266 人（调整后为 251 人）授予 1240 万股（调整后为 1221.28 万股）限制性股票，调整后的激励对象数量占 2021 年公司整体在职员工数比例达 4.6%，

激励计划受益范围较广，有助于公司深度绑定核心高管及骨干员工，进一步激发员工工作积极性。

**表 1：公司股权激励计划**

股权激励计划		2021 年限制性股票激励计划
授予数量	拟授予 1240 万股（调整后为 1221.28 万股），其中首次授予限制性股票 1127.77 万股（调整后为 1109.05 万股），预留授予限制性股票 112.23 万股。	
考核目标	第一个解除限售期	需满足：2021 年 1 ) 营业收入不低于 22 亿元 或 2 ) 净利润不低于 1.8 亿元。
	第二个解除限售期	需满足：2022 年 1 ) 营业收入不低于 30 亿元 或 2 ) 净利润不低于 2.2 亿元。
	第三个解除限售期	需满足：2023 年 1 ) 营业收入不低于 40 亿元 或 2 ) 净利润不低于 2.7 亿元。
激励对象范围	拟授予包括（1）公司董事、高级管理人员（2）核心骨干人员在内共计 266 人（调整后为 251 人）	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**IPO+可转债发行加速融资，公司产能持续扩张。**2020 年，公司以发行价 7.82 元/股发行股票 5320 万股，扣除各项发行费用后募资资金净额 3.65 亿元，分别拟使用 2.45 亿元和 2000 万元募集资金分别用于精加工智能化扩产升级及精密制造智能化升级，精加工扩产项目建设完成后，预计可新增铸件机加工 1248.89 万件的年生产能力，加速公司产能扩张。2021 年底，公司发行可转债 8 亿元，募资净额 7.87 亿元，募集资金主要将用于机加工扩产升级及部件产业链延伸、铸造产线智能化升级与研发能力提升等项目，预计完成后将新增压缩机零部件 10709 万件、汽车零部件 309 万件的年生产力，公司产能有望进一步提高。

**表 2：公司募集资金建设项目一览（单位：万元/月）**

募集资金来源	序号	项目名称	拟使用募集资金金额（万元）	建设期（月）	项目概述
IPO	1	华翔精加工智能化扩产升级项目	24450.98	24	项目主要从事铸件机加工生产，可新增铸件机加工 1248.89 万件的年生产能力。
	2	华翔精密制造智能化升级项目	2000	24	项目拟建设集自动仓储输送、在线抛丸清理等系统单元于一体的自动化生产线。
	3	补充流动资金项目	10000		募集资金将用于补充公司流动资金。
可转债	1	机加工扩产升级及部件产业链延伸项目	52500	36	项目拟通过新建生产厂房的方式扩建生产线，可新增产能压缩机零部件 10709 万件、汽车零部件 309 万件的年生产力。
	2	铸造产线智能化升级与研发能力提升项目	6500	36	项目拟通过升级改善铸造流程，进一步提升公司主营业务产品的质量和技术含量。
	3	补充流动资金项目	21000		募集资金将用于补充公司流动资金。

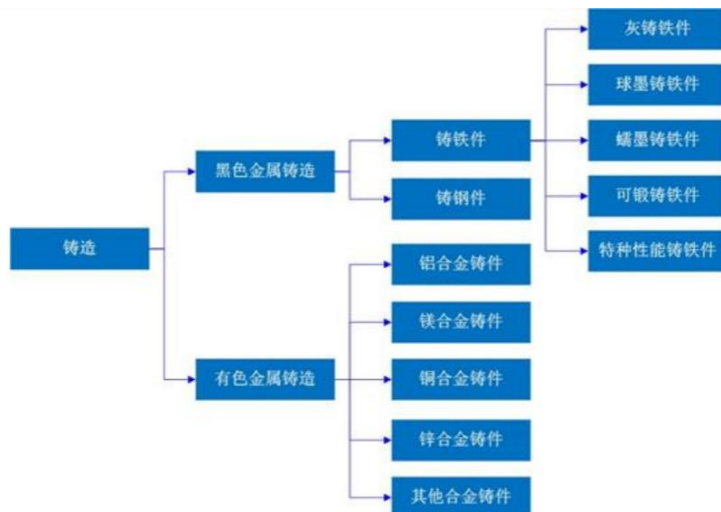
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 铸件覆盖广阔应用场景，行业竞争格局分散

### 2.1 黑金为铸造行业主流，低端产能出清加速格局优化

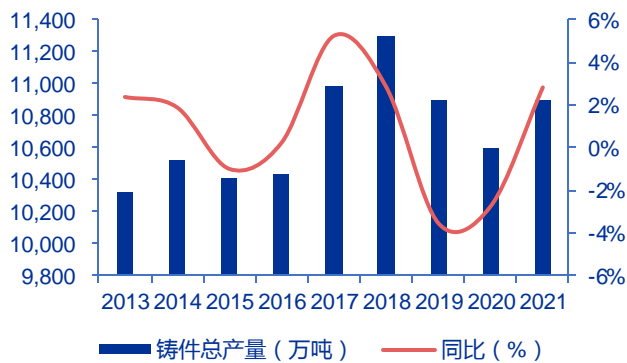
铸造件可分为黑金铸件和有色金属铸件，黑金产量占比超八成。铸造是一种金属成型的热加工工艺，即：熔炼金属、制造铸型，并将熔融金属浇入铸型，凝固后获得具有预定形状、尺寸和性能的金属制品（铸造件）的过程。铸造行业为众多下游产业提供金属零部件产品，是制造业的基础，对社会生产有重要的影响。根据铸造金属材料的不同，铸造件分为黑色金属铸造件和有色金属铸造件两大类。其中，黑金铸造件可分为铸铁件及铸钢件，铸铁件又可分为灰铸铁件、球墨铸铁件、蠕墨铸铁件等种类；有色金属铸造件可根据合金不同分为铝、镁、铜、锌等合金铸件。21 世纪以来，包括灰铸铁、球墨铸铁和铸钢件等在内的黑金铸造件产量占比基本均超过 80%，为主要的铸造件类型。2011 年后，有色金属铸造快速发展，2017 年占比突破 20%，有色铸件产量增速大幅提升。

图 9：铸造件可分为黑色金属铸件和有色金属铸件

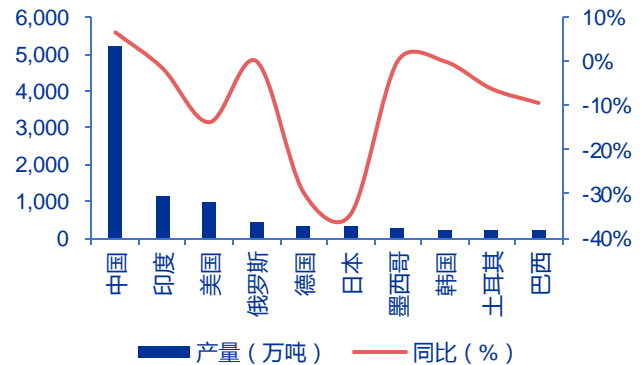


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

全球铸件产量平稳发展，国内产内占比近 5 成。根据 Modern Casting 数据，2021 年全球铸件产量达 1.09 亿吨，同比增长 3%，2016-2021 年的 CAGR 为 0.9%，整体增速较为平缓。分国家和地区来看，2020 年中国铸件产量达 5195 万吨，同比增长 6.56%，占比接近全球产量 5 成，印度和美国铸件产量分别达 1131.44 万吨和 974.88 万吨，同比分别下滑 1.54% 和 13.77%，分列全球第二、三位，其中中国为全球 TOP10 铸件生产国中为数不多保持产量正增长的国家，增幅领跑。

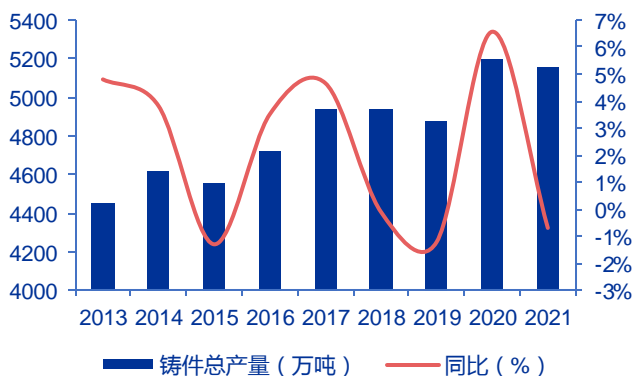
**图 10：全球铸造行业产量情况（单位：万吨/%）**


资料来源：公司招股书，Modern Casting，中商产业研究院，申万宏源研究

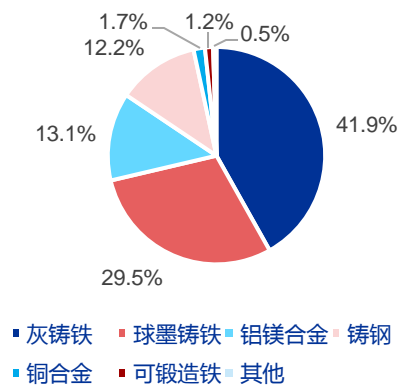
**图 11：2020 年全球铸件生产国产量 TOP10（单位：万吨/%）**


资料来源：Modern Casting，中商产业研究院，申万宏源研究

**国内铸件产量持续提升，黑金铸件仍占主导地位。**2013-2021 年，国内铸造行业产量由 4450 万吨提升至 5159 万吨，CAGR 达 1.9%，整体呈现上升趋势，2020 年铸造行业总产量首次突破 5000 万吨，同比增长率达 6.56%。分铸造产品来看，2020 年灰铸铁件、球墨铸铁件、铸钢铸件和可锻造铁件的产量占比分别为 41.9%、29.5%、12.2%和 1.2%，四类黑色金属铸件市场份额合计超过 80%，凸显黑金铸件在铸造行业的重要地位；2020 年铝镁合金和铜合金铸件占比分别达 13.1%和 1.7%。

**图 12：中国铸造总产量呈上升趋势（单位：万吨/%）**


资料来源：中国铸造协会，前瞻产业研究院，申万宏源研究

**图 13：2020 年铸造行业各类产品产量占比（单位：%）**


资料来源：中国铸造协会，前瞻产业研究院，申万宏源研究

**行业竞争格局分散，多元壁垒有望加速低端产能出清。**我国大型铸造企业通常下游细分领域多元且具有差异性，同时行业内也存在较多产品单一的小型铸造厂，拖累我国铸造行业的产能结构，所以行业整体呈现出大而不强、板块分散的竞争格局。而铸造行业在生产前期需进行土地、厂房及机器等大量固定资产投资，属于资本密集型行业。同时，铸造件下游应用领域核心零部件的基础，为了确保产品安全性和准时交付，下游客户更

偏好与优质铸造企业形成稳定的长期合作关系。较高的资金及客户壁垒导致行业强者愈强、弱者愈弱的两极分化局面进一步加剧，叠加按行业供给侧结构调整，中小企业的低端产能有望加速出清。根据中国铸造协会 2018 年 5 月公布的第三届中国铸造行业百强企业及排头兵企业评选结果，前三名分别为中信戴卡、新兴铸管和天津新伟祥工业，华翔股份排名第七，处于行业领先地位。

**表 3：我国铸造行业综合百强企业前十名**

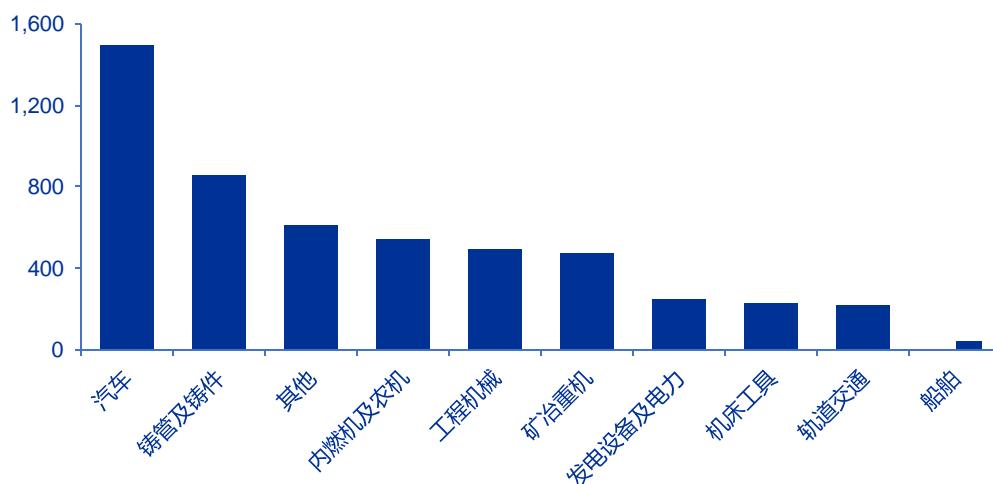
序号	企业名称	铸造分类	应用领域	主要产品
1	中信戴卡股份有限公司	铝合金铸件	汽车	铝合金轮毂、铝制底盘等汽车零部件、生产设备、模具
2	新兴铸管股份有限公司	铸铁件、铸钢件	铸管及管件	离心球墨铸铁管及配套管件、复合管、特种钢管等
3	天津新伟祥工业有限公司	铸铁件	汽车、内燃机等	涡轮增压器用涡轮壳、中间壳以及排气管系列产品
4	华域皮尔博格有色零部件(上海)有限公司	铝合金铸件	汽车	铝合金缸体、缸盖、结构件、变速箱壳体、底盘零件等
5	玫德集团有限公司	铸铁件、铸钢件	铸管及管件	螺纹管件、沟槽管件和管卡、阀门、接管和接头、管夹和线夹等
6	一汽铸造有限公司	铸铁件、铝合金铸件等	汽车、内燃机	缸体、缸盖、曲轴等发动机类铸件和变速箱壳体、离合器壳等变速箱类铸件及后桥壳等底盘铸件
7	山西华翔集团股份有限公司	铸铁件	白色家电、工程机械和汽车制造等	曲轴、气缸、轴承、活塞等压缩机铸造件;平衡重、车桥、桥壳等工程机械铸造件;制动钳、转向节、压盘、飞轮、平衡轴等汽车铸造件
8	潍柴动力(潍坊)铸锻有限公司	铸铁件	汽车、内燃机和农机、工程机械等	气缸体、气缸盖、曲轴箱、齿轮室、飞轮、飞轮壳、车桥、阀体、中心支撑、转换轮毂等
9	天津立中集团股份有限公司	铝合金铸件	汽车	铝合金车轮和模具
10	中钢集团邢台机械轧辊有限公司	铸铁件、铸钢件	矿业和重机	冶金轧辊和冶金成套设备

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

## 2.2 下游需求景气，铸件市场有望受益增长

**上下游紧密联动，多元应用场景催生铸件需求。**铸造行业大多采用“以销定产”的销售生产模式，行业产量取决于下游企业的需求量，因此铸造行业的发展与下游密切相关。铸造行业下游主要涉及汽车制造、白色家电、工程机械、轨道交通及船舶等领域，多元应用场景催生上游铸件需求持续增长。根据中国铸造协会数据显示，2020 年我国铸件产量达 5195 万吨，其中应用于汽车行业相关产量达 1500 万吨，占比达 29%，为我国铸件第一大的下游应用领域，应用于铸管/铸件及工程机械领域的相关产量占比分别为 16%和 9%。分下游应用场景来看：

图 14：2020 年铸造行业各类产品产量（单位：万吨）



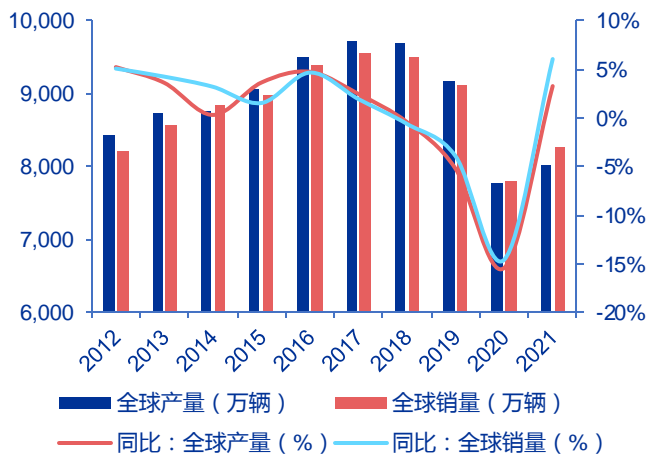
资料来源：中国铸造协会，前瞻产业研究院，申万宏源研究

### 1) 汽车制造行业：疫情后汽车市场需求回暖，国内人均保有量可提升空间大

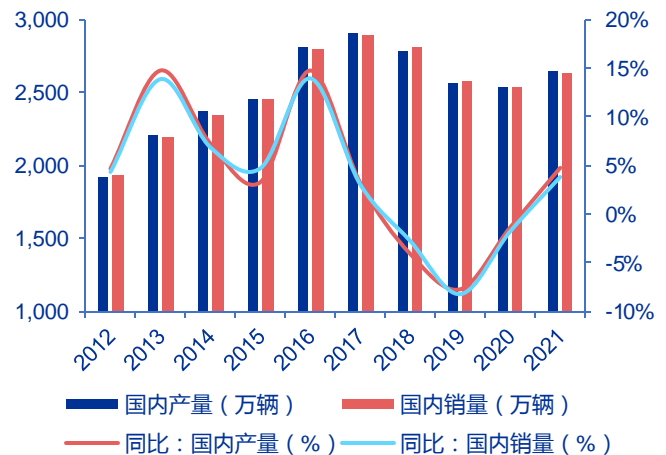
**全球：汽车产销稳步发展。**根据中国汽车工业协会及国际汽车制造商协会数据，2011-2017 年 全球汽车行业产量由 8004.51 万辆提升至 9730.25 万辆，CAGR 达 3.3%，销量由 7817.04 万辆提升至 9566.06 万辆，CAGR 达 3.4%，产销量均达到近年峰值；2021 年全球汽车行业实现产量 8015.50 万辆，同比增长 3.3%，实现销量 8268.48 万辆，同比增长 6.0%，疫情后全球范围内汽车产销有所复苏。

**中国：新能源车爆发式增长贡献市场增量，CAGR 领先全球。**根据国家统计局及中国汽车工业协会数据，2011-2017 年，国内汽车行业高速发展，产销量分别增长至 2901.81 万辆和 2887.89 万辆，复合增速达 7.9%和 7.7%，显著领先于全球整体增速水平。2021 年，国内汽车销量同比增长 3.8%至 2627.5 万辆，其中新能源汽车实现销量 352 万辆，同比大幅提升 157.5%，新能源汽车需求爆发带动市场整体回暖。

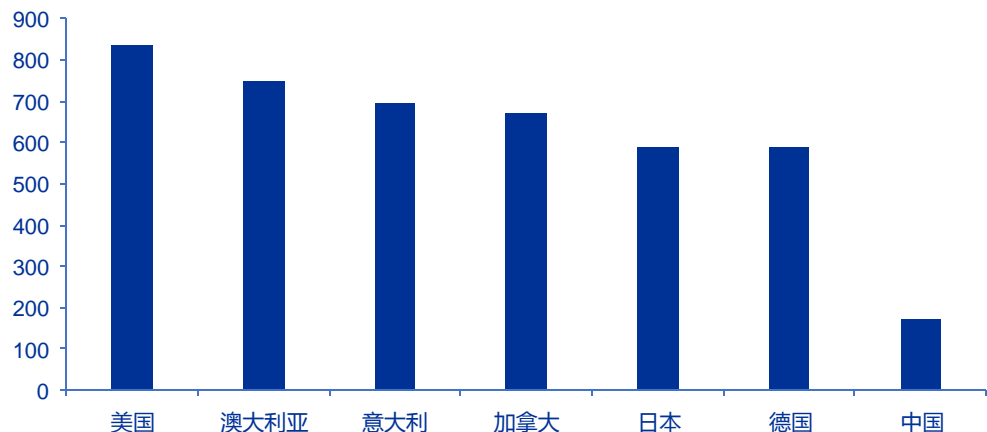
从保有量差异角度看，我国整体汽车保有总量位于全球前列，但人均汽车保有量水平仍较低。根据世界银行数据，2020 年我国汽车人均保有量仅为 173 辆/千人，而美国汽车人均保有量水平达 837 辆/千人，澳大利亚、意大利、加拿大、日本和德国每千人的汽车保有量分别为 747 辆、695 辆、670 辆、591 辆和 589 辆，我国人均汽车保有量远低于发达国家水平，未来仍有较大增长空间。随着我国居民人均可支配收入的逐步提高，生活质量需求不断加强，汽车市场规模有望持续扩张。

**图 15：全球汽车产销量（单位：万辆）**


资料来源：中国汽车工业协会，国际汽车制造商协会，申万宏源研究

**图 16：我国汽车产销量（单位：万辆）**


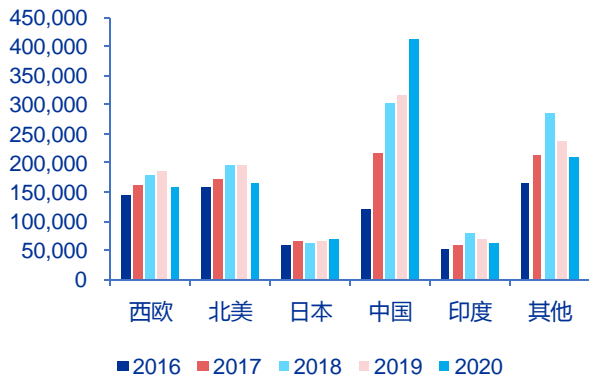
资料来源：国家统计局，中国汽车工业协会，申万宏源研究

**图 17：2020 年中国汽车人均保有量远低于发达国家（单位：辆/千人）**


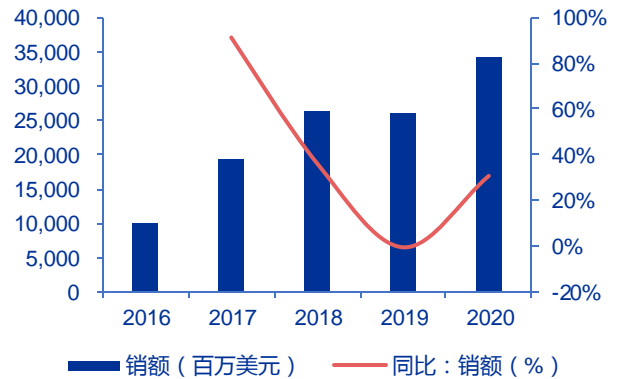
资料来源：世界银行，申万宏源研究

## 2) 工程机械行业：国内市场呈现高景气度，贡献全球市场主要增量

2016-2020 年，全球工程机械市场销量由 69.98 万台快速提升至 107.61 万台，销售额由 703.02 亿美元提升至 1012.82 亿元，CAGR 分别达 11.4% 和 9.6%，行业整体呈现教高增长。细分市场来看，2016-2020 年，国内工程机械市场销量由 12.05 万台快速提升至 41.24 万台，复合增速达 36.0%，销售额由 100.77 亿美元提升至 341.60 亿元，复合增速达 35.7%，国内市场规模快速扩张；而北美、西欧、日本以及印度市场 2016-2020 年销量 CAGR 分别为 1.2%、2.7%、3.2% 和 4.2%，全球行业的增量主要由国内市场贡献。从市场结构来看，2016 年北美和西欧市场在全球工程机械销量中占比分别为 22.5% 和 20.5%，分列第一、二位，国内市场占比为 17.2%；受益于近年国内市场高速增长，2020 年国内市场销量占比已快速提升至 38.3%，位列全球第一。

**图 18 2016-2020 年全球工程机械市场销量(单位：台)**


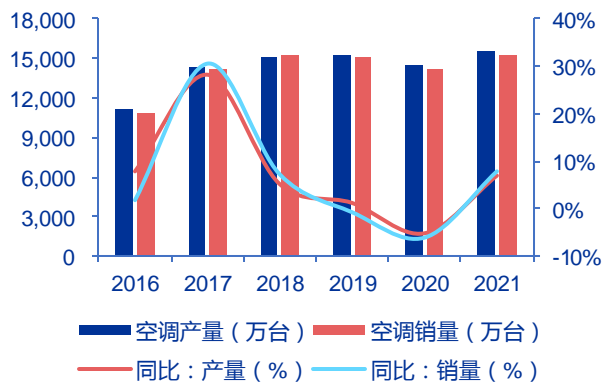
资料来源：中国工程机械工业年鉴、英国工程机械咨询有限公司，申万宏源研究

**图 19：近年来国内工程机械市场需求旺盛(单位：百万美元/%)**


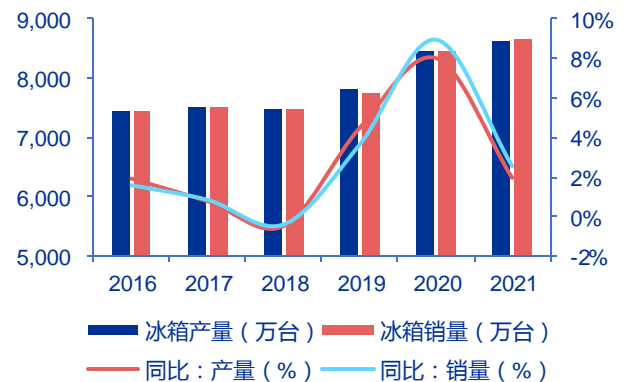
资料来源：中国工程机械工业年鉴、英国工程机械咨询有限公司，申万宏源研究

### 3) 白色家电行业：白电产销量平稳增长，压缩机市场规模受益扩张

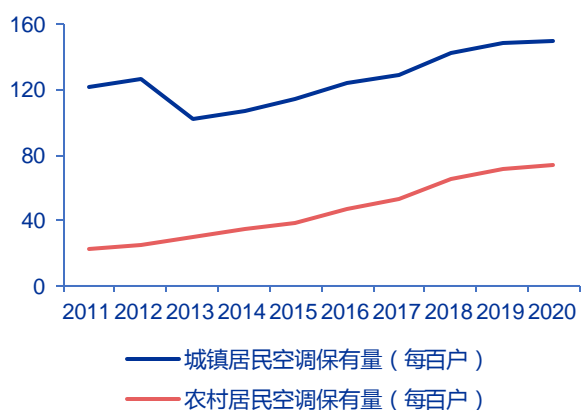
根据产业在线数据，2016-2021 年，国内空调、冰箱的产量分别由 1.12 亿台/0.75 亿台增长至 1.55 亿台/0.86 亿台，CAGR 分别为 6.72%和 2.91% 销量分别由 1.08 亿台/0.74 亿台增长至 1.53 亿台/0.87 亿台，CAGR 分别为 7.07%和 3.10%，产销整体呈逐步上升趋势。2020 年，我国城镇及农村的空调每百户保有量分别为 149.56 台和 73.85 台，远低于日本 2018 年空调每百户保有量 291.8 台水平；城镇及农村的冰箱每百户保有量分别为 103.13 台和 100.05 台，仍低于日本 2018 年的冰箱每百户保有量 106.3 台。相较于发达国家，我国空调保有量尚未饱和，冰箱每百户保有量仍存在一定差距，未来仍有较大的增长空间。零部件方面，空调的转子压缩机国内销量从 2016 年的 1.52 亿台快速增长至 2021 年的 2.39 亿台，冰箱零部件全封闭活塞式压缩机的国内销量从 2016 年的 1.55 亿台快速增长至 2021 年的 2.56 亿台 CAGR 分别为 9.49%和 10.60%，受益于下游白电需求增长，压缩机市场规模稳步提升。

**图 20：2016-2021 年空调产销量(单位：万台/%)**


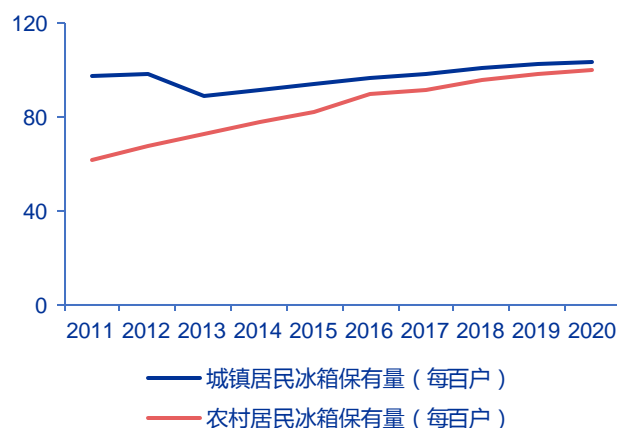
资料来源：产业在线，申万宏源研究

**图 21：2016-2021 年冰箱产销量(单位：万台/%)**


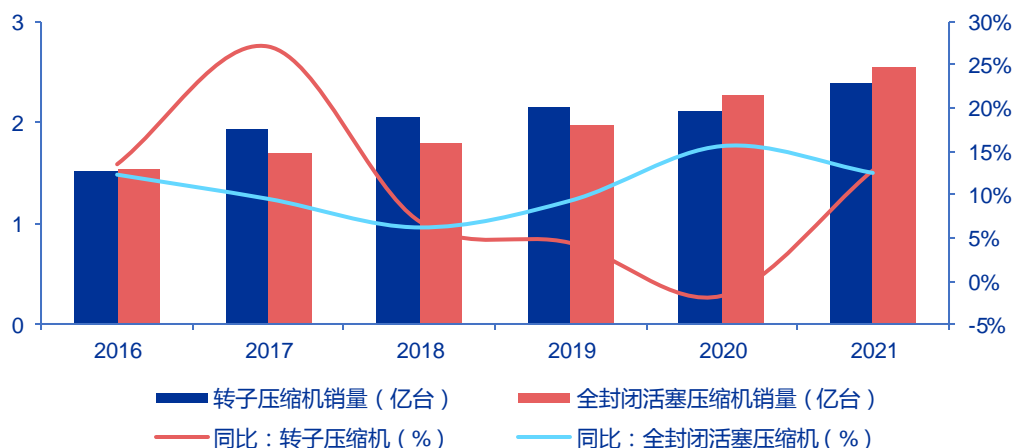
资料来源：产业在线，申万宏源研究

**图 22：我国空调保有量（单位：台/百户）**


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**图 23：我国冰箱保有量（单位：台/百户）**


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

**图 24：我国转子压缩机和全封闭活塞压缩机销量（单位：亿台）**


资料来源：产业在线，申万宏源研究

## 3. 多重优势凸显，构建公司核心竞争力

### 3.1 产品：产品品类丰富，研发投入行业领先

**多元化产品夯实公司行业领先地位。**公司主要从事定制化金属零部件的研发、生产和销售，多元化产业覆盖产品设计、模具开发、铸造工艺、机加工工艺、涂装工艺等服务，产品聚焦在**白色家电、工程机械、汽车制造和生铁**四大领域：

**1) 白色家电领域：**主要涉及空调、冰箱压缩机，具体产品有曲轴、气缸、活塞、法兰等，2021年压缩机零部件实现营收14.31亿元，同比增长34.66%，营收占比达43.6%，为公司第一大营收来源，2018年公司曾获工信部颁发的“国家第三批制造业单项冠军企业—制冷压缩机零部件”奖项；

**2) 工程机械领域：**主要涉及工程车辆，具体产品有平衡重、车桥、桥壳等，2021 年工程机械零部件营收占比 19.36%，是公司的主要业务之一，2017 年公司被中国机械工程学会授予“中国 V 法铸造工程技术研究中心”。

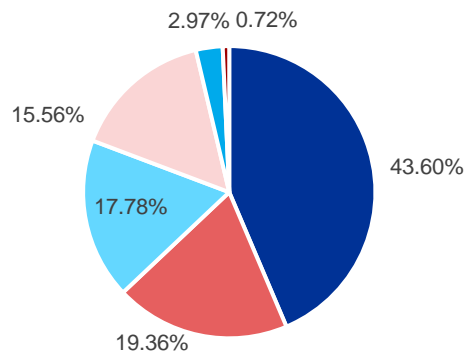
**3) 汽车制造领域：**主要涉及汽车制动系统、转向系统、离合器系统，具体产品有壳体、支架、轴承盖、压盘、连接杆等，随着汽车需求量的持续增长，汽车零部件的营收占比从 2016 年的 11.1% 快速增长至 2021 年的 15.56%；2018 年，公司被中国铸造协会冠以“第三届中国铸造行业汽车铸件（黑色）分业排头兵企业”。

**4) 生铁领域：**主要涉及球墨铸铁，具体产品有 Q4-Q14、高纯生铁，公司 2021 年收购晋源实业，并于 4 月正式并表，新增生铁销售业务，2021 年生铁和再生资源营收占比 17.78%，贡献公司营收新增量。

**表 4：公司主要产品及应用领域**

应用领域	产品用途	主要产品	图片展示
白色家电	空调、冰箱压缩机(以转子式、活塞式、涡旋式为主)	曲轴、气缸、活塞、法兰等	
工程机械	工程车辆	平衡重、车桥、桥壳等	
生铁	球墨铸铁	Q4-Q14、高纯生铁	
汽车制造	汽车制动系统、转向系统、离合器系统	壳体、支架、轴承盖、压盘、连接杆等	
泵阀管件	泵阀管件	皮带轮、轴承座、齿轮箱等	
其他	电力件	绝缘子等	

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**图 25：2021 年公司各类产品营收占比（单位：%）**


■ 压缩机零部件 ■ 工程机械零部件 ■ 生铁和再生资源 ■ 汽车零部件 ■ 泵阀及其他类 ■ 其他业务

资料来源：Wind，申万宏源研究

**营销网络遍布全球，龙头客户合作稳定。** 凭借自身多元化的产品线，公司在巩固国内销售业务优势的同时，积极拓展海外业务，在国内外开设了多个分支机构和办事处，如美国地区控股子公司 WHI 铸造，实现为客户提供一小时 JIT 服务（Just In Time，是指将客户所需零部件，按指定数量与时间送至客户特定生产线），营销网络遍布全球，目前已覆盖欧洲、北美洲及亚洲等地区。此外，公司与包括格力电器、美的集团、丰田集团、上汽制动、恩布拉科等在内的众多下游行业龙头企业建立了稳定的长期合作关系。2017-2021 年前五大客户销售额占比分别为 60.26%、53.39%、50.18%、50.31%和 39.84%，受益于下游客户的持续开拓，前五大客户销售占比逐步下滑，有效降低了客户集中的风险。

**表 5：公司主要产品下游客户覆盖广泛**

细分领域	主要客户
白色家电压缩机	
工程机械	
汽车零部件	

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 26：公司营销网络



资料来源：公司官网，申万宏源研究

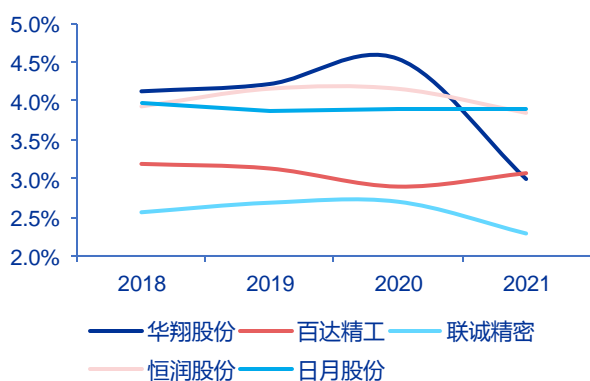
图 27：前五大客户销售额占比逐年减少（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

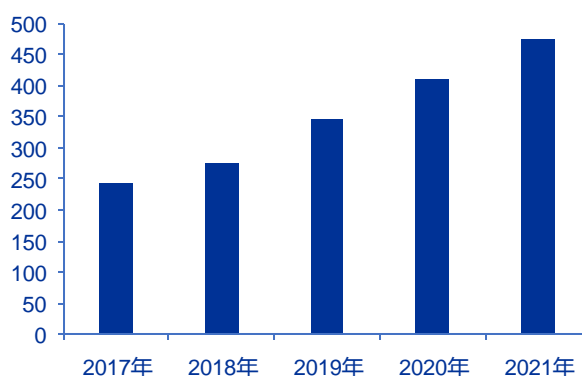
**研发投入行业领先，专利技术+产学研合作助力产品升级。**2019-2021 年，公司研发费用分别为 0.86 亿元、0.89 亿元和 0.98 亿元，占当期营收比例分别达 4.22%和 4.54%和 3.00%，长期领先于同行可比公司水平，2021 年研发费用率下滑主要系公司当年营收同比大幅增长 68.42%所致。研发人员数量方面，2019-2021 年公司研发人员数量为 379 人、411 人和 474 人，研发人员数量持续增长。专利数量方面，截止 2021 年 H1，公司共拥有 6 项发明专利和 59 项实用新型的专利，并获得国家“高新技术企业”认定。此外，公司在巩固黑金领域优势的同时，还聚焦国家短板，致力于有色金属领域的研究与开发，通过与华中科技大学、太原理工大学等高校建立校企合作或共建研究院，加强镁铝合金、钛合金等材料产品的研究与开发，加强产学研合作，持续提高研发及自主创新能力。

图 28：公司研发费用率显著高于行业平均水平（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：公司研发人员数量持续提升（单位：人）

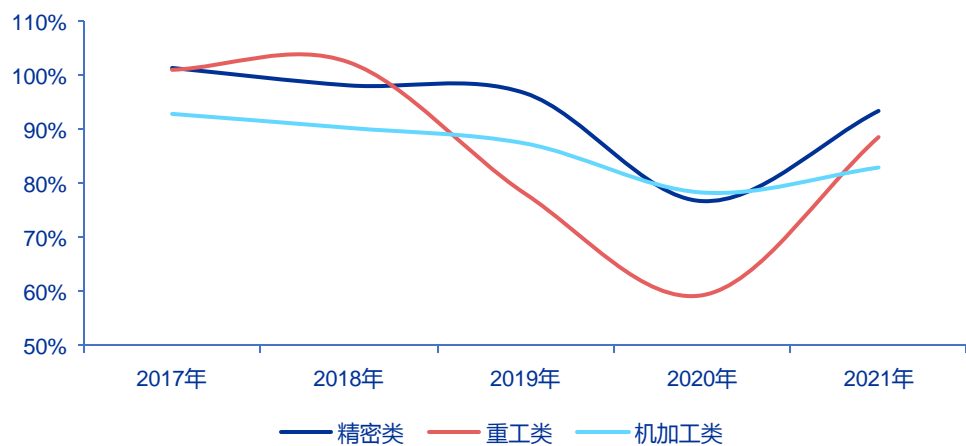


资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 产能：灵活生产提高盈利能力，产业布局持续扩大

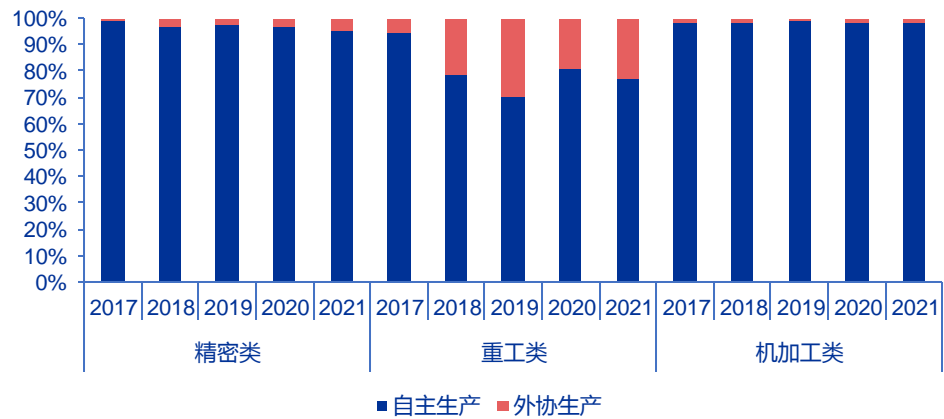
**早期产能扩张受限，产能利用率维持高位。**2017年，公司精密类、重工类和机加工类产品的产能利用率分别为101.45%、101.10%和92.94%。受制于上市前资金不够充裕，公司整体产能扩张节奏较慢，产能有限叠加下游需求旺盛，公司产能利用率常年来维持较高水平。截至2019年上市前，公司精密类、重工类和机加工类产品的产能分别达17.79万吨、7.68万吨和1.75亿件，2017-2019年三大类产品产能复合增速分别为9.0%、1.2%和18.8%。

图 30：公司产能利用率保持高位（单位：%）

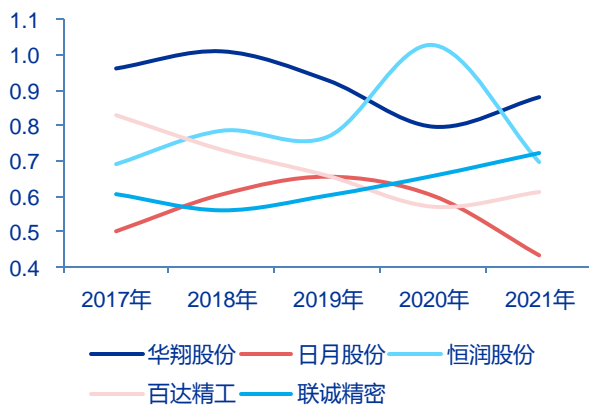


资料来源：公司公告，申万宏源研究

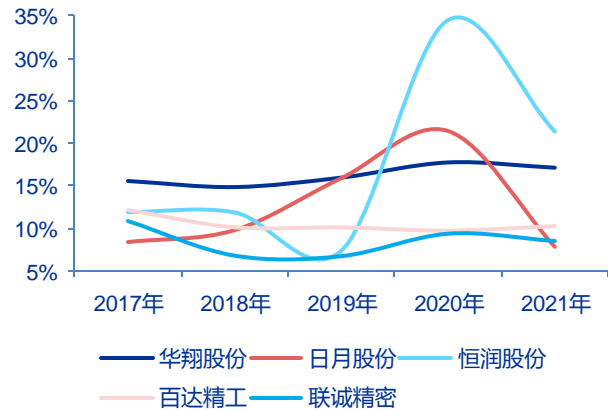
**自主、外协生产相互结合，资产盈利能力显著提升。**由于早期产能有限，公司采取了自主生产和外协生产相结合的生产模式。2017-2019年，公司重工类的外协生产比例从5%快速提升至30%。公司对于非核心工序环节采取外协生产的模式，包括外协采购和外协加工，主要涉及精工类的机加工、重工类的机加工和涂装工序等环节，减少对工艺简单、毛利率水平较低的生产环节的投入，在产能有限情况下加速生产效率和研发能力提升。2017-2021年，公司的总资产周转率分别为0.96次、1.01次、0.93次、0.80次和0.88次，始终领先于同行水平；净资产收益率ROE(加权)分别为15.58%、14.87%、15.98%、17.76%和17.14%。纵向来看，公司自身资产盈利能力稳步提升；横向比较来看，公司的ROE水平整体表现更为稳定，且始终位于行业领先地位。

**图 31：产能扩张前重工类外协生产比例逐年上升（%）**


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**图 32：公司总资产周转率常年领先同行（单位：次）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

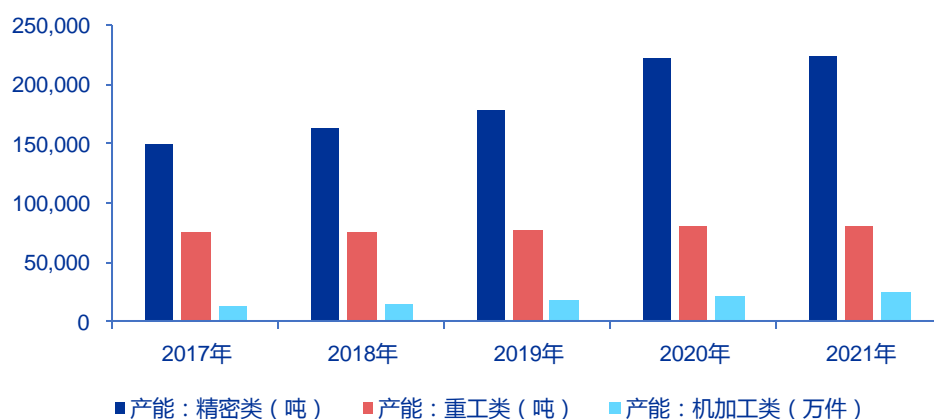
**图 33：公司 ROE 水平稳步提升，处于行业前列水平（单位：%）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：此处采用净资产收益率 ROE(加权)

**融资加速突破产能瓶颈，“三园建设”规划持续推进。**2020 年公司成功融资上市，并于 2021 年发行可转换债券，募集资金主要用于机加工等相关业务的扩产升级。2021 年，公司实现新增机加工产能 3734.63 万件/年，相较于 2020 年提升 17.43%；同时，2021 年年底公司还增购了 4 条精密类铸造生产线，并对 1 条重工类铸造生产线进行了升级改造。截至 2021 年年底，公司已形成年产 30 万吨铸件、2.5 亿件机加工产品的生产能力，2019-2021 年的复合增长率分别达 12.2%、2.6%和 20.0%，预计随着扩产项目持续落地，公司产能规模有望进一步扩张。目前，公司在湖北、广东等地均建立了生产、研发基地，产业格局覆盖华北、华中和华南等地。2021 年，公司提出了“三园建设”的长远战略规划，全力打造甘亭汽车零部件产业园、翼城工业装备产业园和洪洞白色家电产业园等三家世界级的生产制造基地，持续巩固公司的核心竞争力。

图 34：融资后公司产能快速扩张（单位：吨/万件）



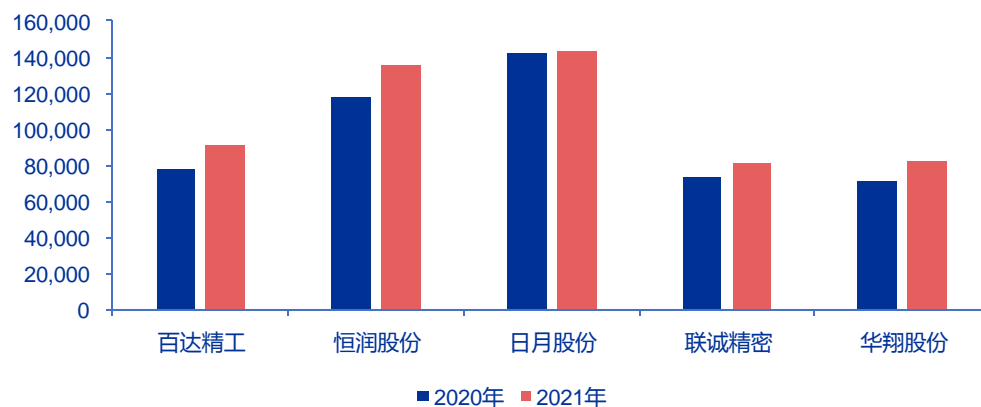
资料来源：公司公告，招股说明书，申万宏源研究

### 3.3 成本：地理位置创造成本优势，上游战略布局扩大盈利空间

公司地处山西省临汾市，在人力、电费多等方面相较于同行可比公司具有较大优势：

**1) 人力成本：**可比公司中，百达精工和日月股份分别地处浙江省台州市和宁波市，恒润股份总部位于江苏省无锡市，三家公司均处于经济发达的长三角沿海地区，社会平均工资水平相对较高；联诚精密位于山东省济宁市，与公司整体薪酬水平较为接近。根据各家公司披露年报，用统一计算方式进行人均薪酬推算，2020-2021年，恒润股份人均薪酬分别为11.73万元和13.51万元，日月股份员工人均薪酬为14.20万元和14.31万元，显著高于公司7.08万元和8.25万元的薪酬水平，公司人力成本相较于经济发达地区优势凸显。

图 35：公司平均人力成本远低于同行（单位：元）

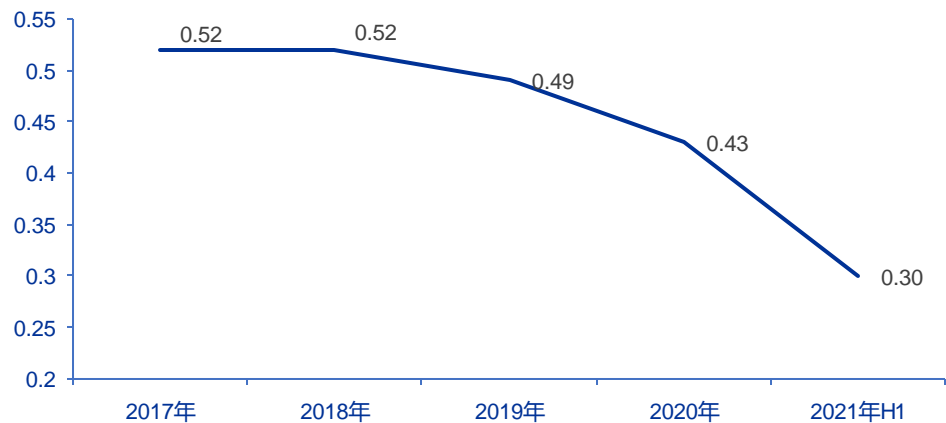


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

注：此处统一采用人均薪酬计算方式，人均薪酬=（营业成本中直接人工+管理费用中职工薪酬+销售费用中销售人员职工薪酬+研发费用中研发人员职工薪酬）/（年初年末平均员工人数）

2) 电费成本：公司作为铸造行业领军企业，属于高耗能产业，2019 年电费占总成本 12%左右，平均电费的下降将为公司带来显著降本效果。一方面，根据国家电网数据，2022 年 7 月山西省工商业代理购电价为 0.397839 元/千瓦时，工业电价显著低于东南沿海等地区，略高于青海、宁夏、甘肃等西北地区以及川渝地区，在全国范围内电价具有较强优势。另一方面，2020 年山西省能源局、山西省发展改革委、山西省工信厅、山西国资运营公司联合印发《战略性新兴产业电价机制实施方案》，提出通过创新电力交易机制，对用电电压等级为 110 千伏及以上的 14 个战略性新兴产业企业实现终端电价 0.3 元/千瓦时的目标；2017 年公司平均电费为 0.52 元/度，2021 年 H1 已下降至 0.30 元/度，在内部管理增效及当地政府政策支持等因素共同影响下，近年来公司平均电力成本呈连续下降趋势。

图 36：公司电费平均单价持续下降（单位：元/度）



资料来源：公司招股说明书，可转债募集说明书，申万宏源研究

表 6：2022 年以来各地电网代理购电价格一览表（元/兆瓦时）

地区	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	
江苏	418.6	433.3	455.4	457.2	439.3	459.4	440.8	
安徽	461.28	461.28	461.28	461.28	461.28	461.28	461.28	
广东	522.8	522	538.8	569.5	553.5	519.7	487	
山东（均有容量补偿电价 99.1）	384.9	375.8	383	388.3	391.5	382.2	379.4	
<b>山西</b>	<b>378.263</b>	<b>375.368</b>	<b>394.607</b>	<b>357.717</b>	<b>346.039</b>	<b>379.079</b>	<b>397.839</b>	
北京	417.052	403.879	432.663	424.154	407.401	403.477	422.458	
河北	不满 1 千伏	435	401.8	426.9	433.5	406.6	441.6	377.4
	其他工业							450.3
冀北	不满 1 千伏	416.7	413	430.3	394.2	370.3	417.8	381.2
	其他工商业					370.3	417.8	448.4
河南	469.69	467.13	459.86	463.96	454.01	459.93	475.51	
浙江	1-10 千伏及以上工商业	516.1	518.7	512.5	552.2	533.6	518.4	512.8
	不满 1 千伏工商业	500.9	490.4	498.1	542	522.3	516.5	507.6
上海	535.5	534.9	555.6	539.3	534.1	529.6	512.4	
重庆								

四川	447.1	443.6	449.6	443.1	349.7	255.9	282.2	
黑龙江	417.891	423.054	425.231	424.965	425.842	425.25	425.268	
辽宁	439.97	433.05	431.93	426.95	416.789	416.828	414.96	
吉林	437.13	440.38	437.04	436.96	438.56	442.34	427.66	
蒙东	308.114	299.681	322.988	314.495	288.159	307.007	298.098	
蒙西	312.3	327.1	330.1	325.5	307.3	312.9	/	
江西	497.16	497.16	497.16	497.16	497.16	497.16	497.16	
湖北	495.5	514.8	515.7	475.8	389	463.9	463	
湖南	464.89	483.72	477.7	424.35	453.96	462.44	476.59	
青海	227.4	240.9	236.5	236.8	195.4	221.8	225.6	
宁夏	293.8	298.4	298.4	298.6	296.9	296.9	301.3	
陕西	394.4	378	396.3	381	368.1	355.1	383.7	
天津	489.3	485.6	469	464.9	463.1	473.9	480.2	
甘肃	359.7	361.3	360.8	371.5	303.5	278.2	276.4	
新疆	/	/	/	/	258.445	250.262	252.197	
广西	381.4	383.9	330	326.5	295.3	290.3	257.5	
海南	100 千伏安以下	448.06	460.58	475.26	516.5	520.76	519.78	517.07
	100 千伏安及以上	514.36	514.16	514.26	519.76	537.91	536.68	526.24
贵州	379.3	379.1	371.5	375.3	373.4	374.4	/	
云南	暂维持原目录销售电价水平结算		263.327	257.369	217.892	179.593	/	
深圳	522.8	522	538.8	569.5	553.5	519.7	487	
福建	436.6	431	433.1	430.3	425	412.3	411.5	

资料来源：各地国网、电网公告，北极星售电网，申万宏源研究

**布局产业链上游，全流程生产缩减成本。**2021年，公司收购晋源实业，向产业链上游延伸战略布局，在确保原材料生铁供应的同时，实现短流程联铸，即直接浇注熔炼出的铁液，节约了常规的生铁再重熔环节，降低了二次熔融化及运输的成本。

**拟共同投建 1GW 光伏发电项目，加快实现绿电方向布局。**2022年2月17日，公司发布公告，与洪洞县人民政府及与特变电工新疆新能源股份有限公司共同签订《1GW 光伏发电及配套项目投资框架协议书》，拟用于建设洪洞县 1GW 光伏发电项目及光伏支架产品生产项目，按照全年日均有效日照小时数 4h 进行推算，该项目一年发电量至少在 12 亿度以上，约为公司目前全年使用电量的 50% 以上。2022年6月，江苏省发展改革委、省工业和信息化厅、省住房和城乡建设厅等六部门联合印发《江苏省促进绿色消费实施方案》明确到 2025 年高耗能企业电力消费中绿色电力占比不低于 30%。在提出双碳目标背景下，未来若全国各省陆续对于高耗能企业提出绿电比例要求，公司该光伏发电项目的推进有望加速实现绿电领域布局。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 关键假设点

**关键假设点：**公司主要从事定制化金属零部件的研发、生产和销售，产品覆盖白色家电、工程机械以及汽车制造等多个领域，分产品应用领域来看：

**1) 压缩机零部件：**公司压缩机零部件业务主要涉及空调及冰箱等白色家电领域应用，产品包括曲轴、气缸、活塞、基座、动/定涡旋等在内的多种零部件。根据产业在线数据，2021年空调行业实现产销量15500.7万台/15259.3万台，同比分别增长6.97%/7.87%；冰箱行业实现产销量8608.6万台/8662.6万台，同比分别增长1.96%/2.55%，其中外销出货2016-2021年复合增速达10%以上。对标发达国家，我国的空调每百户保有量仍有较大提升空间；冰箱每百户保有量虽已接近饱和，但内销市场更新需求稳定叠加海外疫情反复而催生的冰箱需求景气，公司有望凭借自身产品优势，持续提升客户份额，带动业务营收持续增长。我们预计2022-2024年公司空压件销量同比分别+25%/+25%/+20%，单价同比分别+10%/+8%/+8%；冰压件销量同比分别+25%/+25%/+20%，单价同比分别+5%/+3%/+3%；预计2022-2024年整体压缩机零部件业务分别可实现营收19.44亿元、25.94亿元和33.23亿元，同比分别增长35.9%、33.4%和28.1%。

**2) 工程机械零部件：**公司工程机械零部件主要涉及多种类型平衡重、车桥、桥壳等产品，业务长期与国际TOP10工程机械客户合作，主要竞争对手集中在欧洲区域。受疫情及欧洲能源价格上涨等因素影响，欧洲供应商正常生产经营受阻，同时公司机械工程产能持续扩张。我们预计2022-2024年公司工程机械零部件业务分别可实现营收9.09亿元、12.27亿元和15.61亿元，同比分别增长43.0%、35.0%和27.2%。

**3) 汽车零部件：**公司汽车零部件业务主要包括刹车系统的卡钳、支架以及离合系统中的飞轮和压盘等产品，公司2019-2020年间开发的新产品从2021年开始进行批量供货，同时公司还主动从客户处争取到多个转移项目订单，原有客户份额持续提升。我们预计2022-2024年公司汽车零部件业务分别可实现营收6.97亿元、8.62亿元和9.77亿元，同比分别增长36.5%、23.6%和13.3%。

**4) 泵阀及其他类：**我们预计2022-2024年公司泵阀及其他类业务分别可实现营收1.22亿元、1.46亿元和1.68亿元，同比分别增长25.0%、20.0%和15.0%。

**5) 生铁和再生资源：**我们预计2022-2024年公司生铁和再生资源业务分别可实现营收7.59亿元、9.49亿元和10.91亿元，同比分别增长30.0%、25.0%和15.0%。

综上，我们预计公司2022-2024年分别可实现营业总收入44.67亿元、58.27亿元和71.84亿元，同比分别增长36.1%、30.5%和23.3%；预计分别可实现归母净利润5.14亿元、7.27亿元和9.57亿元，同比分别增长56.8%、41.3%和31.7%。

表 7：公司主要业务收入拆分及预测（单位：百万元/%）

业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>1.压缩机零部件</b>								
营业收入（百万元）	959.16	976.82	1085.79	1062.67	1431.04	1944.17	2593.77	3323.39
yoy		2%	11%	-2%	35%	36%	33%	28%
营业成本（百万元）	733.16	766.76	838.99	821.77	1040.46	1399.80	1841.58	2326.37
yoy		5%	9%	-2%	27%	35%	32%	26%
毛利率（%）	23.6%	21.5%	22.7%	22.7%	27.3%	28.0%	29.0%	30.0%
<b>2.工程机械零部件</b>								
营业收入（百万元）	426.22	610.57	538.04	394.33	635.55	908.84	1226.93	1560.66
yoy		43%	-12%	-27%	61%	43%	35%	27%
销量（吨）	8.01	9.88	8.40	6.36	9.08	11.80	14.75	17.70
yoy		23%	-15%	-24%	43%	30%	25%	20%
单价（万元/吨）	0.53	0.62	0.64	0.62	0.70	0.77	0.83	0.88
yoy		16%	4%	-3%	13%	10%	8%	6%
营业成本（百万元）	333.74	497.14	432.32	321.42	530.82	745.25	993.82	1248.53
yoy		49%	-13%	-26%	65%	40%	33%	26%
毛利率（%）	21.7%	18.6%	19.7%	18.5%	16.5%	18.0%	19.0%	20.0%
<b>3.汽车零部件</b>								
营业收入（百万元）	237.03	324.42	349.74	395.50	510.90	697.37	861.95	976.59
yoy		37%	8%	13%	29%	37%	24%	13%
销量（吨）	2.89	3.74	4.03	4.70	5.87	7.63	9.15	10.07
yoy		30%	8%	17%	25%	30%	20%	10%
单价（万元/吨）	0.82	0.87	0.87	0.84	0.87	0.91	0.94	0.97
yoy		6%	0%	-3%	4%	5%	3%	3%
营业成本（百万元）	147.94	228.99	268.06	300.05	383.19	509.08	620.61	703.15
yoy		55%	17%	12%	28%	33%	22%	13%
毛利率（%）	37.6%	29.4%	23.4%	24.1%	25.0%	27.0%	28.0%	28.0%
<b>4.泵阀及其他类</b>								
营业收入（百万元）	55.97	75.92	66.25	85.05	97.43	121.79	146.15	168.07
yoy		36%	-13%	28%	15%	25%	20%	15%
销量（吨）	0.62	0.81	0.61	0.82	1.04	1.30	1.56	1.80
yoy		30%	-24%	35%	27%	25%	20%	15%
单价（万元/吨）	0.90	0.94	1.09	1.04	0.94	0.94	0.94	0.94
yoy		4%	15%	-5%	-10%	0%	0%	0%
营业成本（百万元）	42.06	57.04	48.17	67.18	86.53	107.18	127.15	144.54
yoy		36%	-16%	39%	29%	24%	19%	14%
毛利率（%）	24.9%	24.9%	27.3%	21.0%	11.2%	12.0%	13.0%	14.0%
<b>5.生铁和再生资源</b>								
营业收入（百万元）					583.72	758.84	948.55	1090.83
yoy						30%	25%	15%
营业成本（百万元）					585.81	736.07	920.09	1058.11
yoy						26%	25%	15%
毛利率（%）					-.%	.%	.%	.%

## 6.其他业务

营业收入 (百万元)	7.92	7.78	8.31	11.33	23.69	35.54	49.75	64.67
yoy		-2%	7%	36%	109%	50%	40%	30%
营业成本 (百万元)	3.82	3.65	3.28	5.82	13.88	22.03	30.84	40.10
yoy		-4%	-10%	77%	138%	59%	40%	30%
毛利率 (%)	51.8%	53.1%	60.5%	48.6%	41.4%	38.0%	38.0%	38.0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 相对估值

公司的主营业务为定制化金属零部件的研发、生产和销售，产品覆盖白色家电、工程机械以及汽车制造等多个领域。恒润股份主要从事辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件等产品的研发、生产和销售，产品与公司同涉及重工类，故选取恒润股份作为公司可比公司之一；日月股份主要从事大型重工装备铸件的研发、生产及销售，产品包括风电铸件、塑料机械铸件和柴油机铸件等，与公司同属于铸造行业，铸件产品涉及多个下游应用领域，故选取日月股份作为公司可比公司之一。铸造件产品广泛应用于下游各类行业及其细分领域，我国大部分铸造企业专注于单一市场或细分领域，与公司主营业务下游对应的应用领域高度重合的公司较少，故选取同属于重工类、收入规模相近的恒润股份和日月股份作为公司的可比公司。

基于前文盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年可实现每股收益 1.18/1.66/2.19 元。我们所选的两家可比公司对应 2022 年的平均 PE 为 37X，公司 2022 年 PE 为 13X，考虑到可比公司产品以高附加值的风电相关零部件为主，与公司应用领域存在一定差异，故给予公司 70% 的折价，对应当前股价仍有 96% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 8：可比公司相对估值（单位：元）**

证券代码	公司名称	7月22日收盘价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603985.SH	恒润股份	34.20	1.06	1.62	2.12	32	21	16
603218.SH	日月股份	27.27	0.65	1.05	1.32	42	26	21
	平均值					37	24	18
603112.SH	华翔股份	15.61	1.18	1.66	2.19	13	9	7

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：除华翔股份 EPS 为申万盈利预测外，其他均采用 wind 一致预期

## 5. 风险提示

**1. 汇率波动风险：**截至 2022 年 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.7114，较年初上涨 5.20%，Q2 单季度上涨 5.68%，人民币短期快速贬值。而公司工程机械零部件产品主要以境外客户为主，业务多以美元、欧元等货币进行结算。若出现汇率较剧烈波动，公司相应出口业务的营收及利润或将受到一定影响。

**2. 国际物流运力及运费波动风险：**公司的工程机械零部件产品以出口为主，主要客户涉及法国、意大利、美国、芬兰、波兰等国家，因产品单重较大，一般采用海运模式，运输时间为 1-2 个月。若国际海运运力出现不足，运费出现较大程度波动，公司相应业务的生产经营及运输或将受到一定影响。

**3. 原材料价格波动风险：**公司产品上游主要为以黑色金属产业链相关大宗商品为主，主要包括废钢、生铁、铁矿石、焦炭等原材料；2021 年，受供需错配影响，黑色金属产业链价格呈现强波动性。若原材料价格仍出现剧烈波动情况，公司盈利能力将受到一定影响。

表 9：合并利润表（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
一、营业总收入	2048	1949	3282	4467	5827	7184
其中：营业收入	2048	1949	3282	4467	5827	7184
二、营业总成本	1875	1721	2938	3953	5089	6204
其中：营业成本	1591	1516	2641	3519	4534	5521
税金及附加	13	11	9	12	15	19
销售费用	110	25	31	54	58	72
管理费用	66	73	129	179	227	273
研发费用	86	89	98	156	221	287
财务费用	9	8	31	34	33	32
加：其他收益	32	57	38	38	38	38
投资收益	1	1	7	10	15	20
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	-7	-3	-9	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-8	-4	-23	-8	-10	-10
资产处置收益	1	0	-4	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	192	278	353	553	781	1028
加：营业外收入	1	0	5	0	0	0
减：营业外支出	0	1	6	0	0	0
四、利润总额	193	278	352	553	781	1028
减：所得税	22	33	43	68	96	127
五、净利润	171	244	309	484	684	901
持续经营净利润	171	244	309	484	684	901
终止经营净利润						

少数股东损益	-2	-1	-19	-30	-42	-56
归属于母公司所有者的净利润	174	245	328	514	727	957
六、其他综合收益的税后净额	0	0	0	0	0	0
七、综合收益总额	171	244	309	484	684	901
归属于母公司所有者的综合收益总额	174	245	328	514	727	957
八、基本每股收益	0.47	0.64	0.77	1.18	1.66	2.19
全面摊薄每股收益	0.40	0.56	0.75	1.18	1.66	2.19
当期发行在外总股数	372	425	436	437	437	437

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

表 10：资产负债表（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	311	458	1295	1469	1991	2737
交易性金融资产	0	20	118	215	313	410
经营性应收款项	711	916	1152	1152	1152	1152
其中：应收票据、应收账款及应收款项融资	704	902	1118	1118	1118	1118
应收票据及应收款项融资	250	352	429	429	429	429
应收账款	454	550	689	728	728	728
其他应收款	3	3	4	4	4	4
预付款项	4	10	30	30	30	30
存货	312	291	547	681	887	1095
合同资产	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	7	6	17	17	17	17
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0	0
流动资产合计：	1341	1691	3128	3535	4360	5412
债权投资	0	0	0	0	0	0
其他债权投资	0	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
其他权益工具投资	0	0	0	0	0	0
其他非流动金融资产	0	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	0
固定资产	799	777	1209	1150	1010	866
在建工程	0	32	70	20	27	27
无形资产类	80	79	221	214	207	200
其中：无形资产	80	79	163	157	150	143
商誉	0	0	57	57	57	57
开发支出	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	13	12	34	34	34	34
递延所得税资产	8	6	12	12	12	12
其他非流动资产	19	33	133	133	133	133
使用权资产及其他	0	0	15	15	15	15
非流动资产合计：						

资产总计	2259	2630	4823	5114	5798	6700
短期借款	226	7	79	23	23	23
其中：短期借款	226	7	23	23	23	23
一年内到期的非流动负债	0	0	56	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	645	612	985	985	985	985
合同负债	0	1	12	12	12	12
其他应付款	7	10	77	77	77	77
其他流动负债	0	0	1	1	1	1
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0	0
流动负债合计：	878	631	1154	1098	1098	1098
长期借款	0	20	404	404	404	404
应付债券	0	0	651	651	651	651
其他非流动负债	201	184	157	157	157	157
递延所得税负债	9	14	59	59	59	59
租赁负债及其他	0	0	9	9	9	9
非流动负债合计	210	217	1281	1281	1281	1281
负债合计	1088	848	2436	2379	2379	2379
股本	372	425	436	437	437	437
其他权益工具	0	0	137	0	0	0
资本公积	488	800	881	880	880	880
减：库存股	0	0	59	59	59	59
其他综合收益	0	0	0	0	0	0
盈余公积	48	73	107	161	236	336
未分配利润	258	478	698	1158	1809	2667
专项储备及其他	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	1166	1776	2200	2577	3304	4261
少数股东权益	5	7	188	158	115	60
股东权益合计	1171	1783	2388	2735	3419	4320
负债和股东权益总计	2259	2630	4823	5114	5798	6700

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

表 11：现金流量表（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	171	244	309	484	684	901
加：计提的资产减值准备	15	7	32	8	10	10
固定资产折旧	103	109	142	144	144	144
无形资产摊销	3	3	4	7	7	7
长期待摊费用摊销	6	7	9	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-1	0	4	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“-”号列示）	0	0	0	0	0	0
财务费用（收益以“-”号列示）	7	9	32	34	33	32
投资损失（收益以“-”号列示）	-1	-1	-7	-10	-15	-20
递延所得税资产减少（增加以“-”列示）	-1	1	-6	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“-”列示）						

存货的减少（增加以“—”列示）	-7	18	-274	-143	-216	-218
经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	-132	-225	-364	0	0	0
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	-63	-15	308	0	0	0
其它	0	0	36	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	103	163	227	523	647	856
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	1	1	7	10	15	20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	1	0	2	0	0	0
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	0	0			
收到其他与投资活动有关的现金	1292	1499	3044	0	0	0
投资活动现金流入小计	1294	1500	3053	10	15	20
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	97	128	411	35	10	0
投资所支付的现金	0	0	0	98	98	98
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	0	333			
支付其他与投资活动有关的现金	1292	1519	3142	0	0	0
投资活动现金流出小计	1389	1646	3886	132	108	98
投资活动产生的现金流量净额	-95	-146	-833	-122	-93	-78
吸收投资收到的现金	3	386	261	0	0	0
取得借款收到的现金	327	56	483	0	0	0
收到其它与筹资活动有关的现金	3	6	790	-137	0	0
发行债券收到的现金	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	332	448	1534	-137	0	0
偿还债务支付的现金	307	255	33	56	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	35	6	83	34	33	32
支付的其它与筹资活动有关的现金	4	24	8	0	0	0
筹资活动现金流出小计	346	285	125	90	33	32
筹资活动产生的现金流量净额	-14	163	1409	-227	-33	-32
现金及现金等价物净增加额	-5	179	792	174	521	747
货币资金的期初余额	243	238	417	1295	1469	1991
货币资金的期末余额	238	417	1209	1469	1991	2737

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。