

嵘泰股份 (605133.SH)

新能源业务快速发展，加速一体化压铸布局

公司是一家集模具研发与制造、铝合金压铸、精密加工于一体的高新技术企业，原本业务主要围绕转向、制动、传动等部件开展，目前公司新能源业务快速发展，一体化压铸业务布局加速。

- **深耕铝合金压铸业务，转向器壳体优势明显。**公司主要产品为汽车用铝合金精密压铸件类零部件，在转向系统零部件、特别是电动助力转向器（EPS）壳体这一细分领域建立了较强的技术壁垒，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（BOSCH）、采埃孚（ZF）、蒂森克虏伯（TK）、威伯科（WABCO）、博格华纳（BORGWARNER）、耐世特（NEXTEER）、上汽大众、比亚迪、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。海外子公司莱昂嵘泰稳健发展，不断开拓北美市场，扩大海外市场业务规模。
- **再融资扩大产能，新能源业务快速发展。**公司发行可转债募资通过证监会核准，募资用于汽车精密铸件业务扩产。关于年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件，公司现已签订多项新能源汽车零部件订单或框架合作协议，其中包括比亚迪、长城、宝马 7 系列新能源汽车精密压铸件等；关于墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目，嵘泰股份已取得下游博世（BOSCH）、采埃孚（ZF）、耐世特（NEXTEER）等多个海外优势客户的定点项目，新增产能能较好满足新增订单需求。公司不断加大新能源车零部件领域开拓力度，依托客户优质资源，合作开发新能源汽车产品，实现新能源业务快速发展。
- **新采购大吨位压铸设备，加速新能源车一体化压铸布局。**公司依托于在压铸领域的优势，新采购三台 9000T 超大型压铸设备，迈入新能源汽车大型一体化压铸新领域。公司深耕铝合金的制备和压铸工艺，压铸、加工、检测设备先进，具备较高的自动化生产能力，综合优势明显。新能源汽车行业正加快轻量化转型升级，为了把握行业发展趋势，各大整车厂商和压铸厂商均布局超大型压铸设备，压铸机向万吨级目标迈进。
- **营收有望迎来高速增长，规模效应助力盈利能力触底反弹。**公司营收规模维持稳健增长，毛利率短暂承压，主要是公司前几年在设备端和人员方面有较大投入，因此折旧增加影响了公司的毛利率，人员的增加影响了公司的费用。我们认为，公司目前在手订单饱满，随着前期定点项目对应销量不断释放，公司业务体量有望大幅增长，期间费用率有望受益于规模效应，管理费用率会有明显的下降，公司的营收将出现明显增长。在规模效益的作用下，公司的折旧占营收比重已经有所下降。随着最近原材料价格的回落，折旧占营收比重有望进一步下降，费用率有望下降，以上因素综合作用均会使得公司的盈利能力提升。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**公司在转向系统持续承接新订单，业务稳健增长，同时公司加速布局一体化压铸领域，积极发展新能源业务，多项业务并举的情况下，有望使公司收入保持快速增长的态势。在规模效应和铝价下降的作用下，公司盈利能力有望提升。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润 1.6/2.7/3.7 亿元，公司业绩增速高，新能源业务快速发展，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：（1）原材料价格波动风险：**原材料铝锭的价格的不利波动会增加

强烈推荐（维持）

中游制造/汽车

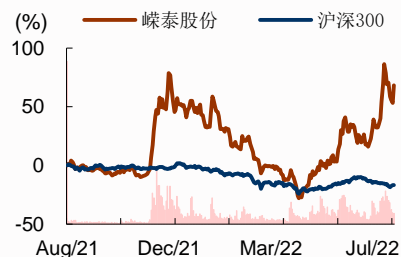
当前股价：32.33 元

基础数据

总股本（万股）	16219
已上市流通股（万股）	4000
总市值（亿元）	52
流通市值（亿元）	13
每股净资产（MRQ）	10.5
ROE（TTM）	6.0
资产负债率	26.3%
主要股东	珠海润诚投资有限公司
主要股东持股比例	45.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	17	55
相对表现	31	26	71



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《嵘泰股份（605133）—新能源业务有望快速放量，规模效应有望提升盈利弹性》2021-12-08

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

yangxianyu@cmschina.com.cn

公司生产成本，对公司的盈利能力产生不利影响；**(2) 产能扩张风险：**公司发行可转债募资扩产，但未来如果市场规模增长不及预期，产品销售不达预期，公司会面临产能过剩的情况；**(3) 疫情停产风险：**公司下设工厂如果受到新冠疫情影响停工停产，产销量将面临下滑风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	991	1163	1584	2104	2703
同比增长	0%	17%	36%	33%	28%
营业利润(百万元)	154	117	188	317	432
同比增长	-18%	-24%	61%	68%	36%
归母净利润(百万元)	128	101	160	269	366
同比增长	-19%	-21%	59%	68%	36%
每股收益(元)	0.79	0.62	0.99	1.66	2.25
PE	41.0	52.1	32.7	19.5	14.3
PB	6.2	3.2	4.3	3.6	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、深耕铝合金压铸业务，转向器壳体优势明显.....	5
1、专注铝合金压铸领域，与国际一流客户长期稳定合作.....	5
2、转向壳体领域优势明显，产品市占率有望提升.....	6
二、再融资解决产能瓶颈问题，新能源业务快速发展.....	8
1、在手订单饱和，产能瓶颈凸显.....	8
2、发行可转债募资扩产获核准，突破现有产能瓶颈.....	8
3、加大新能源车零部件领域开拓力度，新能源业务快速发展.....	9
三、新采购大吨位压铸设备，加速新能源车一体化压铸布局.....	10
1、新采购超大型一体化压铸设备，进军新能源车大型一体化压铸市场.....	10
2、一体化压铸技术快速爬坡，加快汽车轻量化转型升级.....	10
四、营收有望迎来快速增长，规模效应助力盈利能力触底反弹.....	11
1、铝价上行和固定资产投资增加，毛利率短暂承压.....	11
2、规模效应带来管理费用改善，盈利能力有望回升.....	12
五、投资建议.....	13
六、风险提示.....	14

图表目录

图 1：汽车零部件分布.....	5
图 2：公司全球化生产布局.....	5
图 3：公司营业收入结构（单位：%）.....	7
图 4：汽车零部件收入结构（单位：%）.....	7
图 5：公司转向器壳体在我国乘用车市场占有率（单位：万件，%）.....	7
图 6：公司产能利用率（单位：%）.....	8
图 7：子公司莱昂嵘泰产能利用率（单位：%）.....	8
图 8：公司压铸生产线.....	10
图 9：公司新采购 9000T 压铸设备.....	10
图 10：公司营业收入（单位：百万元，%）.....	11
图 11：公司归母净利润（单位：百万元，%）.....	11
图 12：公司毛利率情况（单位：%）.....	12

图 13: 公司产品分地区毛利率情况 (单位: %)	12
图 14: 公司固定资产投资情况 (单位: 百万元)	12
图 15: 公司折旧与摊销情况 (单位: 百万元, %)	12
图 16: 铝锭 A00 市场价格走势 (单位: 元/吨)	13
图 17: 公司费用明细 (单位: 百万元)	13
图 18: 公司费率明细 (单位: %)	13
表 1: 公司产品主要类别及对应客户	6
表 2: 可转债募投项目明细 (单位: 万元)	8
附: 财务预测表	15

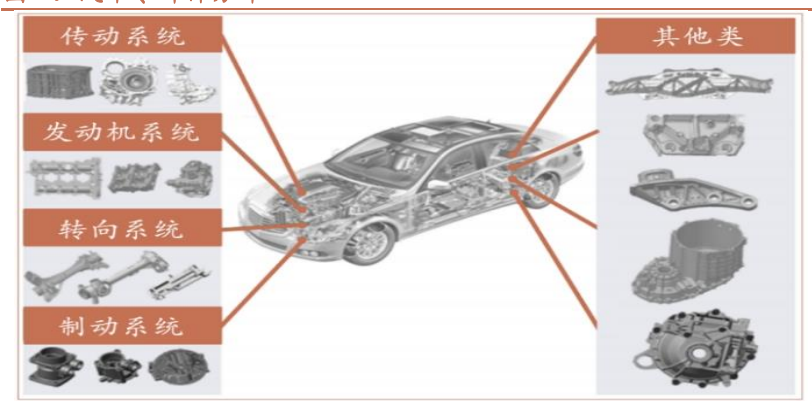
一、深耕铝合金压铸业务，转向器壳体优势明显

1、专注铝合金压铸领域，与国际一流客户长期稳定合作

江苏嵘泰工业股份有限公司是一家集模具研发与制造、铝合金压铸、精密加工于一体的高新技术企业。创建于 2000 年 6 月,公司总部位于中国扬州,同时在亚洲、美洲和欧洲设有多个制造/仓储基地、研发中心及销售服务办公室。嵘泰股份致力于为客户提供压铸件全套解决方案,立志成为技术一流的精密压铸行业领导者。

公司属于铝压制行业,产品可分为汽车零部件、摩托车零部件、车用模具和其他业务。其中占比最高的是通过压铸和精密机加工工艺生产的铝合金汽车零部件,产品主要应用于汽车以下系统:

图 1: 汽车零部件分布



资料来源:公司公告,招商证券

公司产品受到广泛认可,与国内外众多一流客户建立了稳定的合作关系。公司从研发设计、工艺改进、技术创新、精细管理等环节保质保量,产品获得了国内外优质客户的充分认可,与下游大型零部件及汽车整车制造客户已建立长期稳定的合作关系。客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商及汽车整车企业,包括博世(BOSCH)、采埃孚(ZF)、蒂森克虏伯(TK)、威伯科(WABCO)、博格华纳(BORGWARNER)、耐世特(NEXTEER)、上汽大众、比亚迪、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。

海外子公司莱昂嵘泰稳健发展,不断开拓北美市场业务。目前,公司在亚洲、美洲和欧洲设有多个制造/仓储基地、研发中心及销售服务办公室,且在海内外均设立有子公司,已与许多全球一级汽车零部件供应商建立了持续稳定的合作关系。墨西哥子公司莱昂嵘泰设立于 2016 年,目前已进入稳步生产阶段,生产经营情况良好,在交付、质量、服务方面获得客户一致好评,成为巩固和强化北美市场的桥头堡。莱昂嵘泰不断深化与客户合作,已与公司主要战略客户如博世、采埃孚及耐世特等签订长期合作协议,合作多项面向北美及欧洲市场的轻量化铝合金压铸件项目,实现了亚洲、欧洲、北美全球供应。由于海外市场不断拓展,且定点项目不断丰富,莱昂嵘泰营收近年来呈稳步增长趋势。

图 2: 公司全球化生产布局

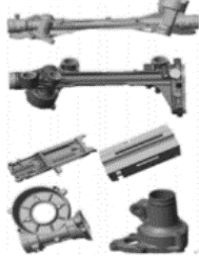

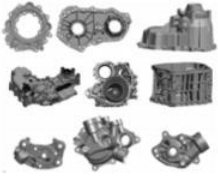







资料来源:压铸周刊,招商证券

公司生产的铝合金汽车零部件产品类别主要包括转向系统、传动系统、制动系统和其他系统零部件。转向系统零部件

主要产品包括转向长壳体、转向管柱、伺服壳体、端盖；传动系统零部件主要产品包括分动箱的箱体、箱盖适配器、变速箱的箱体、箱盖、变速箱机油泵泵体、泵盖等；制动系统零部件主要产品包括制动泵阀类壳体、壳制动空气压缩单元阀体等，产品均被国内外多家知名客户所认可和采用。各产品形态、主要客户以及终端应用情况如下：

表 1：公司产品主要类别及对应客户

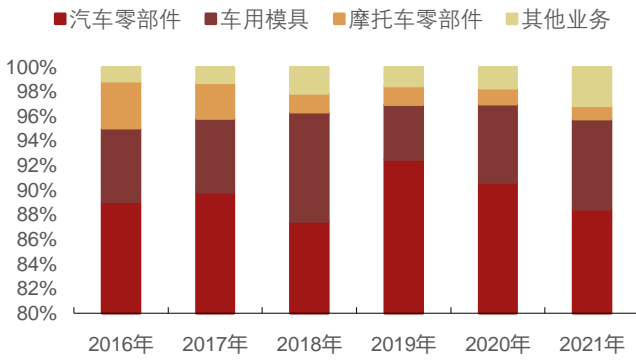
产品类别	产品名称	产品图例	主要客户	对应终端车品牌
转向系统	转向长壳体、转向管柱、伺服壳体、端盖		博世、采埃孚、蒂森克虏伯、耐世特	
传动系统	分动箱的箱体、箱盖适配器； 变速箱的箱体、箱盖； 变速箱机油泵泵体、泵盖等		博格华纳、采埃孚、埃塞维	
制动系统	制动泵阀类壳体、壳制动空气压缩单元阀体等		威伯特	
其他类	发动机油泵泵体、泵盖； 电驱动及电控壳体； 发动机水泵泵体、泵盖 发动机平衡轴壳体；凸 轮轴罩盖；车身和底盘 结构件；		捷成唯科、博格华纳、尼得科盖普美、 麦格纳、蒂森克虏伯、上汽大众、沃尔沃、 上汽通用	

资料来源：公司公告，招商证券

2、转向壳体领域优势明显，产品市占率有望提升

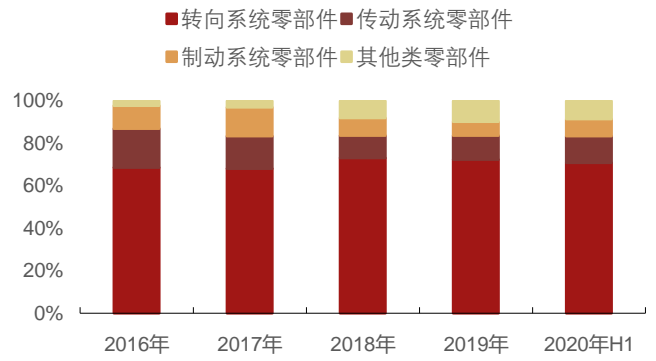
转向系统零部件占公司营收近 70%，聚焦转向壳体领域打造专属竞争优势。公司汽车零部件产品按应用系统可进一步细分为转向系统零部件、传动系统零部件、制动系统零部件和其他类零部件，其中转向业务占销售比重最大。公司在转向系统零部件、特别是电动助力转向器（EPS）壳体这一细分领域建立了较强的技术壁垒，形成了明显的竞争优势，项目需求量持续稳定增长。近年来，公司主要转向系统零部件产品 MQB 壳体等随着产销量的增长，产品生产工艺、生产效率不断优化，产品单位成本有所下降，TVAA 壳体、MCA 壳体等新产品逐步进入批量供货阶段，处于生命周期前期，进一步提升了公司转向系统零部件的核心竞争力，在同行业市场上也处于领先地位。

图 3：公司营业收入结构（单位：%）



资料来源：Wind，招商证券

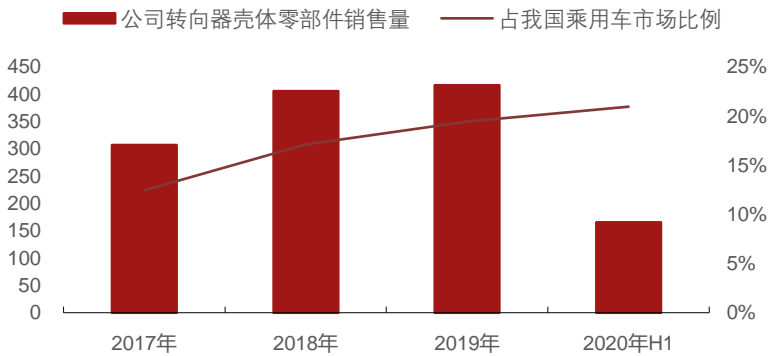
图 4：汽车零部件收入结构（单位：%）



资料来源：招股说明书，招商证券

公司转向器壳体市场占有率逐年提升，海外市场有望迎来较大增长。嵘泰股份的核心主导产品是汽车转向系统压铸件，主要应用于下游电动助力转向系统（EPS）总成，主要配套于大众、通用、奔驰、宝马、沃尔沃、长城等中高档车型，已成为该细分领域的最主要的制造企业。电动助力转向系统相较于传统机械转向系统具有油耗更低、操作稳定性强、质量更轻等优点。转向属于汽车中的安全件，无论是燃油车，还是新能源车都需要转向系统，因此随着新能源汽车的快速发展，转向系统有很大的发展空间。随着子公司莱昂嵘泰不断开拓北美市场，转向器壳体在海外的产销量会有较大增长。此外，在油耗法规趋严、新能源和混动汽车销量快速增长的行业背景下，预计我国 EPS 渗透率将来有望达到 80%，并进一步带动上游 EPS 配套零部件行业市场需求提升。

图 5：公司转向器壳体在我国乘用车市场占有率（单位：万件，%）



资料来源：招股说明书，招商证券

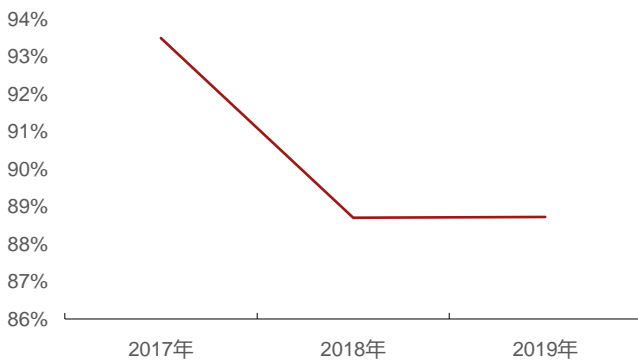
二、再融资解决产能瓶颈问题，新能源业务快速发展

1、在手订单饱和，产能瓶颈凸显

在手订单不断丰富，需求稳定增长。公司与博世（BOSCH）、蒂森克虏伯（TK）、采埃孚（ZF）等知名跨国一级汽车零部件供应商建立了长期、稳固的合作关系，在手订单不断丰富。一方面，公司保持在转向系统零部件的细分领域优势，项目需求量持续稳定增长；另一方面，公司陆续与客户同步开发传动、制动以及其他系统零部件产品以进一步丰富产品类型、提升整体竞争优势。但公司目前产能利用率水平较高。因此，在已有生产线布局的基础上，公司配套对应生产场地、机器设备等，以扩大产能产量，满足持续增长的客户订单需求。

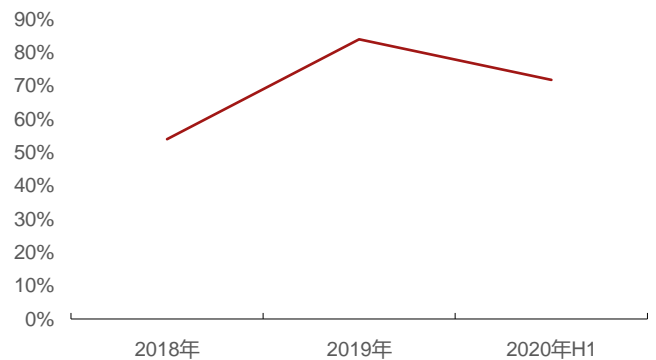
公司整体产能利用率较为饱和，莱昂嵘泰完成产能爬坡。嵘泰股份的主要产品的核心工序包括熔炼、压铸、机加和组装等，其中压铸工序是生产的主要瓶颈，压铸设备的利用率能够充分体现公司主要产品的产能利用率。2017年公司压铸设备的产能利用率为93.49%，处于较高水平，但是2018年公司压铸设备的产能利用率下降至88.70%，主要是子公司莱昂嵘泰的产能利用率较低导致公司总体产能利用率有所下降。嵘泰股份子公司莱昂嵘泰2017年投产，2018年进入试生产阶段，产能利用率仅有53.93%，产能处于爬坡阶段，产能利用率较低，2019年随着产能爬坡的进行，莱昂嵘泰产能利用率逐步升高，但2020年上半年受到疫情影响，工厂停工停产，导致产能利用率下降至了71.77%，2020年下半年以后，莱昂嵘泰产能利用率逐步回升。

图 6：公司产能利用率（单位：%）



资料来源：招股说明书，招商证券

图 7：子公司莱昂嵘泰产能利用率（单位：%）



资料来源：招股说明书，招商证券

2、发行可转债募资扩产获核准，突破现有产能瓶颈

发行可转债募资通过证监会核准，募资用于汽车精密铸件业务扩产。2022年7月1日嵘泰股份收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准江苏嵘泰工业股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》，核准公司向社会公开发行面值总额65,067万元可转换公司债券，期限6年。扣除发行费用后，所募资金将投资于“年产110万件新能源汽车铝合金零部件项目”及“墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目”。嵘泰股份本次募投项目投产以后能够扩大公司在汽车精密铸件的规模，全面提高公司产能。

表 2：可转债募投项目明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金使用金额	建设期
1	年产110万件新能源汽车铝合金零部件项目	38,000.00	38,000.00	18个月
2	墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目	27,067.00	27,067.00	24个月
	合计	65,067.00	65,067.00	-

资料来源：公司公告，招商证券

在手订单饱满，推动业绩稳步增长。关于年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件，嵘泰股份现已签订多项新能源汽车零部件订单或框架合作协议，其中包括比亚迪、长城、宝马 7 系列新能源汽车精密压铸件等；关于墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目，嵘泰股份已取得下游博世（BOSCH）、采埃孚（ZF）、耐世特（NEXTEER）等多个海外优势客户的定点项目，新增产能能较好满足新增订单需求。公司募投项目的实施是顺应下游市场需求稳步发展的内在要求，是巩固公司行业领先地位、推动业绩稳步增长的必然途径。

提高压铸生产效率，突破现有产能瓶颈。本次项目公司拟增加年产 110 万件新能源汽车铝合金零部件产品产能，顺应新能源汽车的快速发展趋势，有助于更好满足新增市场需求。嵘泰股份通过加大自动化设备的投入，进一步强化模具、夹具等工装的设计、制造加工能力，全面提升压铸生产线自动化水平，解决传统汽车铝合金压铸生产线存在生产效率不高等问题。

丰富现有产品矩阵，提升海外业务竞争力。墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目主要生产 EL58 变速箱壳体、BT1XX 转向壳体精密压铸件等产品，供应给北美采埃孚、耐世特等主要客户，应用于帕卡（PaccarInc）、STELLANTIS 集团等客户生产的大型皮卡和新能源皮卡等车型，实现公司产品从乘用车领域向商用车领域的扩张。本项目拟引进国内外先进的压铸生产线、清洗线、加工中心等自动化生产线，实现对公司现有产品的升级迭代，有助于扩大公司在海外的生产规模，提升产品质量和及生产技术水平，进一步增强公司在汽车精密压铸件产品领域全球市场的竞争力。

3、加大新能源车零部件领域开拓力度，新能源业务快速发展

依托客户优质资源，合作开发新能源汽车产品。公司主要客户博世、采埃孚、耐世特等发展趋势较好，且近年来销售规模总体呈稳定发展态势。2020 年，博世在欧洲销售额达 380 亿欧元，采埃孚在欧洲地区销售额达 148.1 亿欧元。公司与上述优质客户在新能源汽车领域合作日益深化，如与博世合作了包括 48V 电池盒、RIVIAN 电机壳体等多款新产品。嵘泰股份始终围绕下游客户的实际需求，通过深入前期工艺设计及产品研发阶段更好满足客户需求，长期以来与下游客户建立了稳定密切的合作关系。其中，IPO 募投项目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产品销量增量主要依托现有大型知名客户采埃孚、博格华纳、蒂森克虏伯等，目前公司已与上述客户签订多项动力总成及新能源电机壳体订单，预计将在未来几年实现量产并带来新的利润增长。

加大三电系统投入，新能源业务实现重大突破。公司持续深化对国内外市场新能源领域产品的布局，聚焦新能源汽车三电系统产品，新能源车三电系统业务占比正稳步提升，实现了和小鹏、比亚迪、长城整车厂新能源业务的重大突破，其中包括比亚迪 DMI 混动平台 E-CVT 变速箱前后箱体、海豚系列电机端盖、比亚迪纯电 e 平台 3.0 减速器前后箱体、长城汽车 DHT 混动平台端盖等。公司不断加大新能源汽车三电系统（电驱动、电池、电控）的投入和市场开发力度，目前公司产品已成功应用于大众 MEB 模块电气化平台（ID 系列）、奥迪高端电动车 PPE 平台、宝马 FAARWE 和 CLARWE 平台、吉利 CMA 平台新能源、吉利&沃尔沃 PMA 纯电平台、车和家理想 ONE 新能源、威马 EX5 新能源、戴姆勒奔驰 48V 轻混、比亚迪&宇通客车新能源等。

抓住行业发展契机，新能源业务快速发展。嵘泰股份将抓住国内外新能源汽车行业快速发展的契机，加大新能源汽车零部件领域开拓力度，不断完善客户和产品结构。坚持以客户需求为导向，努力提高新产品占领市场的效率，提高国内外市场新客户的开拓能力，提升品牌影响力和扩大品牌知名度。在我国新能源汽车高速发展背景下，随着公司与全球范围内新能源企业合作的推广，公司新能源汽车相关业务能够加速发展，可转债募投项目具备广阔的增长空间。

三、新采购大吨位压铸设备，加速新能源车一体化压铸布局

1、新采购超大型一体化压铸设备，进军新能源车大型一体化压铸市场

新采购 3 套 9000T 超大型压铸设备，迈入新能源汽车大型一体化压铸新领域。嵘泰股份不断深化与新能源车企的交流，为了加强与造车新势力的合作，公司新采购一批超大型一体化压铸设备。据《压铸周刊》消息，2022 年 6 月 15 日，嵘泰股份与力劲集团签署协议，向力劲集团采购第一批 3 套 9000T 超大型压铸单元，用于新能源汽车超大型一体化压铸结构件的生产。嵘泰股份新购入超大吨位压铸机，是公司迈向大型一体化结构件方向的行动表示，意味着公司正式向新能源车大型一体化压铸市场进军、向轻量化方向转型升级。

现有压铸、加工、检测设备先进，自动化生产优势明显。嵘泰股份为行业知名的压铸件制造商，深耕汽车铝合金精密压铸件市场多年，拥有先进的压铸设备和自动化生产制造能力，旨在为全球知名整车厂商和汽车零部件供应商提供性能稳定、品质可靠的产品。公司的设备及自动化优势为产品奠定了良好的基础。**设备方面：**(1) 压铸设备：嵘泰股份目前现有 350T 至 3200T 各种型号压铸机 40 多台，均为日本、意大利进口压铸机，压铸生产设备在行业中处于领先水平；(2) 加工设备：嵘泰股份拥有 3 轴至 5 轴立式数控加工中心，加工设备多数为德国巨浪 (CHIRON)、德国德玛吉 (DMG)、日本马扎克 (MAZAK) 先进机型，确保加工精度和尺寸要求；(3) 检测设备：配置直读光谱仪、X 光无损探伤机、三坐标测量仪、盐雾试验机等进口检测设备，覆盖各阶段管控，有效保证产品质量。**自动化方面：**工厂的压铸车间的自动化生产能力较高，每台压铸机都配置恒温控制系统及机器人，确保生产过程中的品质稳定和高效，压铸自动化水平目前已经达到欧美先进国家水平。

图 8：公司压铸生产线



资料来源：公司官网，招商证券

图 9：公司新采购 9000T 压铸设备



资料来源：压铸周刊，招商证券

深耕铝合金的制备和压铸工艺，公司综合优势明显。铝合金是应用最为广泛和成熟的轻量化金属材料，在汽车轻量化过程中已成为主要趋势。公司作为本土汽车铝合金精密压铸件制造领先企业，经过多年的技术研发与积累，已经掌握了高性能铝合金的制备及压铸生产技术，高强度、高韧性可热处理的高性能铝合金已经在上海大众支架产品上得到批量生产应用，同时，公司开发应用的另外一种新型材料及压铸工艺，通过添加稀土元素，在铸态可以达到高的强度及延伸率，已经在电池盒类产品得到试制应用。未来，嵘泰股份将凭借技术和质量等方面的优势，把握住市场发展机遇，力争占据国内市场更大份额，努力成长为具有全球竞争力的汽车铝合金精密压铸件细分行业的龙头企业。

2、一体化压铸技术快速爬坡，加快汽车轻量化转型升级

一体化压铸优势明显，不断推动车企降本增效。一体式压铸成型有以下优点，一是能够降低制造环节的成本，减少工厂的建造时间、缩短运营成本、降低制造成本及模具数量等；二是可以大幅降低员工费用支出，一体化压铸能够减少对各个零部件环节开发人员、管理人员的数量；三是能够提高车身质量，一体化压铸减少了冲压和焊接的工作，避免了这些环节的不确定性；四是可以生产更加复杂的结构件，从而为轻量化设计提供更可靠的生产工艺。由于一体化压

铸技术在成本、效率和安全等方面的优异表现，越来越多整车厂在各个工厂布局一体压铸机，特斯拉作为一体化压铸的先行者，大众、宝马和吉利等传统车企也逐步跟进，新势力部分车型也确定采用一体化压铸。

一体化压铸技术快速爬坡，压铸机向万吨级目标迈进。当前市场对汽车技术迭代和产能提升需求的快速提升，各大车企和压铸厂商不断加大压铸设备和压铸工艺的研发投入，一体化技术实现快速爬坡，目前在大吨位压铸机设备方面已经取得了突破。大吨位压铸机是生产大型压铸件的基础，各大整车厂商和压铸厂商已经开始陆续布局大吨位压铸机，用以满足日益增长的新能源汽车一体化压铸需求。国内力劲集团、伊之密等设备厂商纷纷加码大吨位压铸机制造，压铸机正向万吨级目标迈进。2021 年力劲发布了世界领先的 DREMPRESS9000T 巨型智能压铸单元，2022 年伊之密已完成 6000 吨、7000 吨、8000 吨及 9000 吨超大型压铸机研发。随着大吨位压铸机的落地投产，采用一体化压铸技术生产大型车用结构件的趋势将更加清晰。

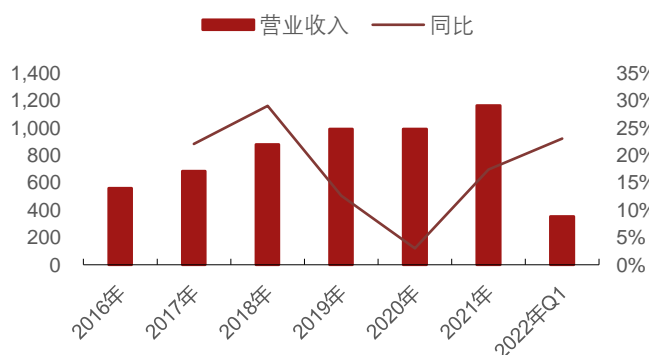
把握轻量化发展趋势，加速汽车零部件转型升级。随着新能源汽车轻量化发展，加大汽车铝合金压铸件比例是新能源汽车轻量化的主要措施，铝合金压铸件未来市场需求巨大。汽车轻量化不仅能够降低百公里油耗，还可以减轻车身重量，进而减少由惯性带来的制动距离，较好改善车辆行驶安全性，并能提升操作性能和加速性能从而带来更好的驾驶舒适度。总体来看，轻量化已成为汽车零部件行业转型升级的重要方向。未来，新能源汽车市场持续快速增长，同时由于更加严格的轻量化要求导致新能源汽车用铝铸件的比例不断增加，将对汽车铝合金压铸产业的发展形成有力的推动，加速行业转型升级。

四、营收有望迎来快速增长，规模效应助力盈利能力触底反弹

1、铝价上行和固定资产投入增加，毛利率短暂承压

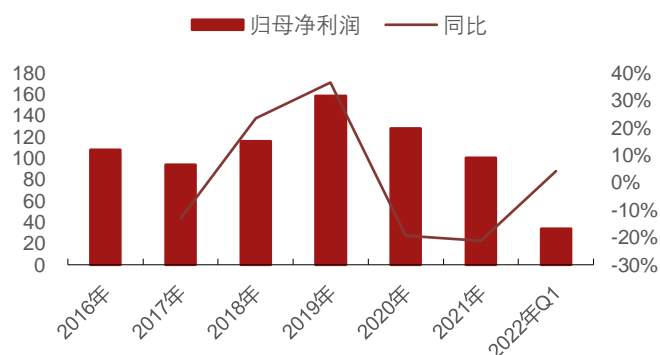
营收规模稳步增长，归母净利润有所下降。2021 年至 2022Q1 公司营业收入分别为 11.6 亿元、3.5 亿元，同比增速分别为 17.3%、23.0%，公司营收整体呈现稳步增长的态势。2021 年至 2022Q1 公司归母净利润分别为 1.0 亿元、0.3 亿元，2020 年开始，公司归母净利润呈现出下降的趋势，其中 2020、2021 年归母净利分别同比下降 19.3%、21.3%，主要是因为 2020 年受到疫情影响，且 2020 年四季度开始原材料铝锭价格大幅上涨，公司产品生产成本上升，压缩利润空间。

图 10：公司营业收入（单位：百万元，%）



资料来源：Wind，招商证券

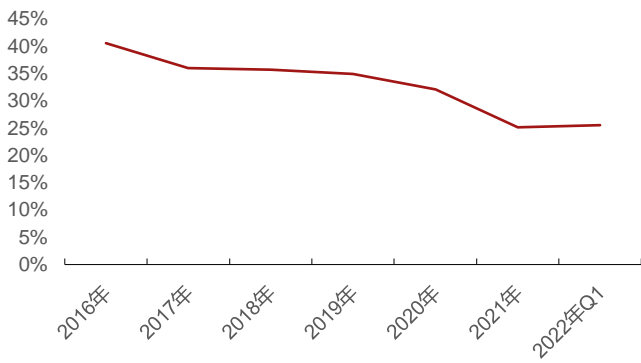
图 11：公司归母净利润（单位：百万元，%）



资料来源：Wind，招商证券

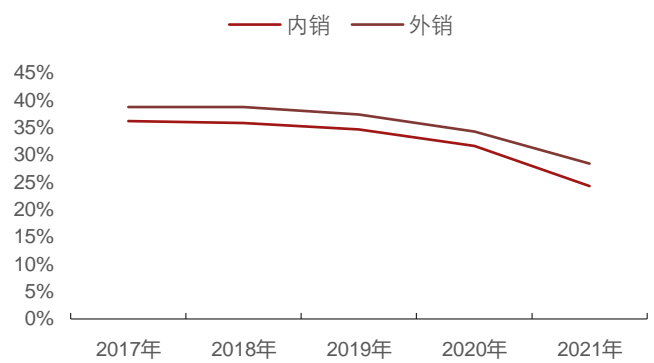
铝价上升与产品例行降价，盈利能力短暂承压。2016-2021 年公司产品毛利率由 40.6%下降至了 25.1%，毛利率呈现出不断下降的趋势，其中 2021 年下降较为明显，主要有以下几个原因：一是因为铝价的上升所致，公司产品的主要原材料为铝合金锭，铝锭的价格将直接影响公司产品的生产成本，自 2020 年四季度以来，铝价不断上涨带动了原材料采购单价大幅上升，导致 2021 年公司毛利率大幅下降，给公司经营带来了不小的压力；二是因为公司产品年度例行降价所致。分地区来看，2017-2021 年公司产品内销和外销毛利率都呈现出下降的趋势，但境外销售产品毛利率均略高于境内销售产品毛利率，主要是境外销售中定制化程度较高的车用模具销售占比和毛利率均较高所致。

图 12: 公司毛利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 招商证券

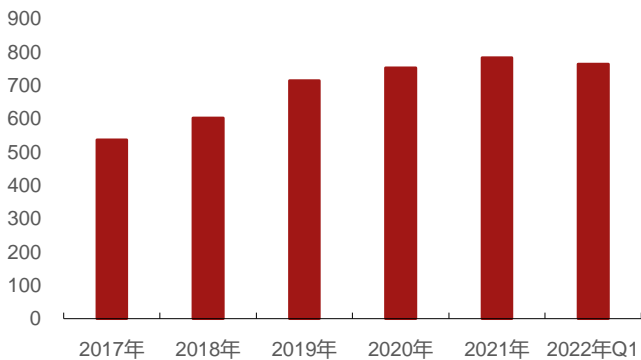
图 13: 公司产品分地区毛利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 招商证券

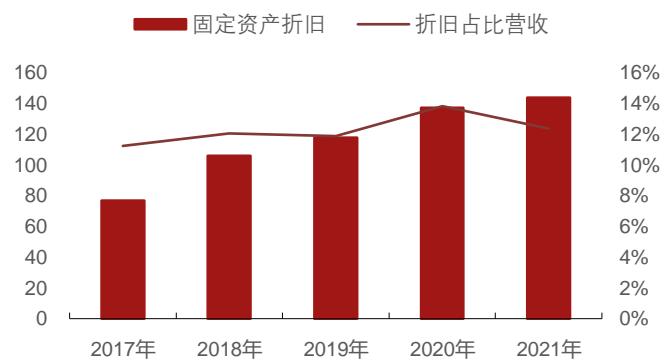
固定资产投资增加, 毛利率短暂承压。公司近年来固定资产投资的占比不断走高, 给毛利率增长造成了较大压力, 原因有以下三个方面, 一是公司为了满足客户的订单需求, 新增生产设备和场地; 二是公司开拓海外经营, 子公司莱昂嵘泰设立后增加对厂房和设备的投入; 三是已有压铸设备更新换代, 提升自动化水平。2017-2021 年公司固定资产投资金额合计由 5.4 亿元增长至 7.8 亿元, 公司折旧与摊销费用由 0.8 亿元增长至 1.4 亿元, 占营收的比重由 11.2% 上升到了 12.4%, 其中 2020 年折旧与摊销费用占营收的比重一度达到 13.8%。

图 14: 公司固定资产投资情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 招商证券

图 15: 公司折旧与摊销情况 (单位: 百万元, %)



资料来源: Wind, 招商证券

2、规模效应带来管理费用改善, 盈利能力有望回升

原材料铝锭价格开始回落, 毛利率有望回升。公司原材料铝锭价格自 2020 年四季度以来, 不断上涨, 但从 2021 年三季度开始, 铝锭价格有过一次大幅下降, 随后小幅攀升, 2022 年二季度开始, 铝价走势继续震荡下行。受益于铝价的下跌, 公司的生产经营成本逐步下降, 2022 年一季度公司毛利率已小幅上升, 毛利率达 25.6%。未来, 随着铝价的进一步下跌, 公司毛利率有望从今年二季度开始继续向上攀升。

图 16: 铝锭 A00 市场价格走势 (单位: 元/吨)

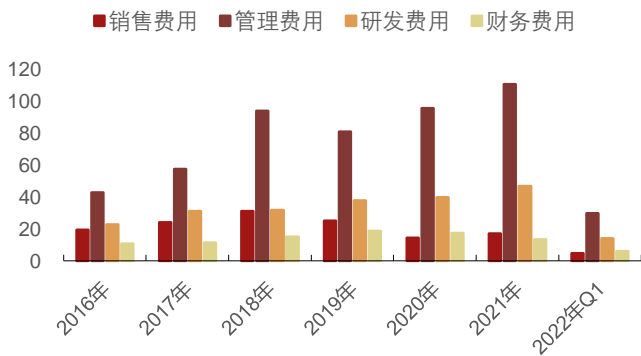


资料来源: Wind, 招商证券

折旧占比营收出现下降, 募投项目投产推动盈利能力改善。2021 年开始, 固定资产投资增速有所放缓, 且折旧占营收的比例由 2020 年的 13.8% 下降至 12.4%, 呈现出明显的下降, 说明公司前期募投项目的固定资产折旧费用正不断下降。并且随着前期 IPO 募集资金投资项目落地, 新增销售收入及利润总额不断提升, 营收的规模效应足以抵消募投项目新增的投资项目折旧费用, 未来公司固定资产折旧费用的减少有望降低期间费用率, 进而提升公司的盈利能力。

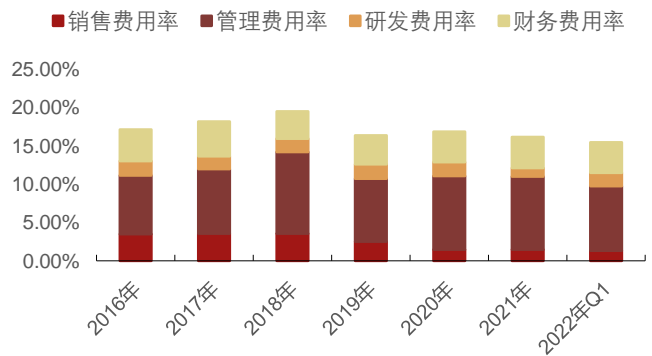
前期定点项目与在手订单不断释放销量, 规模效应有望改善期间费用率。2016-2021 年公司管理费用由 0.43 亿元增长至 1.10 亿元, 管理费用率由 7.63% 上升至 9.50%, 其中, 2018 年管理费用较往年增加主要是因为股东增资视为股份支付, 影响管理费用的金额为 0.2 亿元。公司管理费用率持续提高, 导致公司期间费用居高不下, 一是因为嵘泰股份子公司数量较多, 且涉及跨国和跨地区经营, 因此对经营管理的要求较高, 配备的管理人员日常支出及薪酬支出较高; 二是因为嵘泰股份的子公司嵘泰压铸与莱昂嵘泰处于逐步投产的状态, 产生的经营管理支出较大。公司目前在手订单饱满, 随着前期定点项目对应销量不断释放, 公司业务体量有望大幅增长, 公司的期间费用率有望受益于规模效应, 管理费用率会有明显的下降。

图 17: 公司费用明细 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 招商证券

图 18: 公司费率明细 (单位: %)



资料来源: Wind, 招商证券

五、投资建议

公司在转向系统持续承接新订单, 业务稳健增长, 在传动和制动领域扩大业务范围, 同时公司新能源业务发展迅速, 加速新能源汽车一体化压铸布局, 多项业务并举的情况下, 有望使公司收入保持快速增长的态势。

2021 年公司在疫情以及原材料涨价的影响, 毛利率水平为 25.1%。2022 年一季度, 公司毛利率水平回升至 25.6%, 因此, 25~26% 有可能是公司毛利率的底部区间。2022 年, 随着规模效应有望使公司期间费用率有所下降, 铝价回落有望带来毛利率水平的提升, 同时, 规模效应有望带来期间费用率的下降, 进而共同提升公司的净利率。

预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润 1.6/2.7/3.7 亿元, 公司业绩增速高, 新能源业务快速发展, 维持“强烈推荐”评级。

六、风险提示

原材料价格波动风险：公司产品主要原材料为铝锭，铝锭的价格的不利波动会增加公司生产成本，对公司的盈利能力产生不利影响。

产能扩张风险：公司发行可转债募资用以扩大产能建设，但未来如果市场规模增长不及预期，产品销售不达预期，公司会面临产能过剩的情况。

疫情停产风险：公司下设工厂如果受到新冠疫情影响停工停产，会导致产销供应不足、产能提升受阻，业绩面临下滑。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	703	1043	1260	1589	1982
现金	97	156	151	181	228
交易性投资	0	163	163	163	163
应收票据	24	23	31	42	53
应收款项	335	342	440	584	750
其它应收款	1	1	2	2	3
存货	197	288	379	492	624
其他	49	70	95	125	161
非流动资产	914	1125	1144	1159	1171
长期股权投资	6	5	5	5	5
固定资产	753	783	810	832	850
无形资产商誉	63	73	66	59	53
其他	92	264	264	263	263
资产总计	1616	2167	2404	2748	3153
流动负债	698	447	1105	1229	1349
短期借款	417	97	647	646	622
应付账款	227	308	416	541	686
预收账款	2	0	0	0	0
其他	51	41	41	41	41
长期负债	66	71	71	71	71
长期借款	22	26	26	26	26
其他	44	44	44	44	44
负债合计	764	517	1176	1299	1420
股本	120	160	160	160	160
资本公积金	186	883	883	883	883
留存收益	546	607	185	406	691
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	852	1650	1228	1449	1734
负债及权益合计	1616	2167	2404	2748	3153

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	278	124	188	239	311
净利润	128	101	160	269	366
折旧摊销	140	147	154	158	162
财务费用	17	14	9	8	8
投资收益	2	(0)	(21)	(22)	(23)
营运资金变动	(14)	(142)	(122)	(186)	(215)
其它	4	4	9	12	14
投资活动现金流	(144)	(440)	(153)	(152)	(151)
资本支出	(146)	(281)	(174)	(174)	(174)
其他投资	2	(158)	21	22	23
筹资活动现金流	(103)	380	(41)	(57)	(113)
借款变动	128	139	550	(1)	(24)
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	(28)	697	0	0	0
股利分配	(197)	(483)	(582)	(48)	(81)
其他	(6)	(13)	(9)	(8)	(8)
现金净增加额	30	64	(5)	30	48

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	991	1163	1584	2104	2703
营业成本	673	871	1175	1527	1935
营业税金及附加	8	6	8	11	14
营业费用	14	17	21	27	35
管理费用	96	110	139	160	205
研发费用	40	47	59	74	95
财务费用	17	13	9	8	8
资产减值损失	(6)	(3)	(6)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	3	3	3	3
其他收益	20	18	18	19	20
投资收益	(2)	0	0	0	0
营业利润	154	117	188	317	432
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	157	119	190	319	434
所得税	29	19	30	50	69
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	128	101	160	269	366

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	0%	17%	36%	33%	28%
营业利润	-18%	-24%	61%	68%	36%
归母净利润	-19%	-21%	59%	68%	36%
获利能力					
毛利率	32.1%	25.1%	25.8%	27.4%	28.4%
净利率	12.9%	8.7%	10.1%	12.8%	13.5%
ROE	15.9%	8.0%	11.1%	20.1%	23.0%
ROIC	11.0%	7.2%	9.0%	13.6%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	23.9%	48.9%	47.3%	45.0%
净负债比率	27.2%	5.7%	28.0%	24.5%	20.6%
流动比率	1.0	2.3	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.7	1.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	3.8	3.6	3.5	3.5	3.5
应收账款周转率	2.9	3.2	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
每股资料(元)					
EPS	0.79	0.62	0.99	1.66	2.25
每股经营净现金	1.71	0.77	1.16	1.47	1.92
每股净资产	5.25	10.17	7.57	8.93	10.69
每股股利	1.72	3.59	0.30	0.50	0.68
估值比率					
PE	41.0	52.1	32.7	19.5	14.3
PB	6.2	3.2	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	18.6	20.9	16.3	11.9	9.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。