



增持（首次）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：19.03

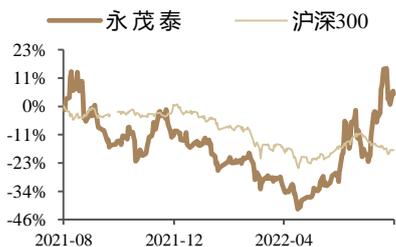
证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

邮箱：nizy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	29.34	50.91	65.99
相对涨幅(%)	35.49	51.37	58.79

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

永茂泰(605208.SH):潜龙在渊——一体化压铸材料龙头

投资要点

- **公司专注从事铸造铝合金全产业链近二十年。**公司2002年8月成立时主要从事铝合金业务，并于2003年开始进入下游汽车零部件行业，逐步加大对汽车用铝合金零部件业务的投入，形成了以“铝合金+汽车零部件”为主业、上下游一体化发展的业务格局。现有铝合金产能22.7万吨，扩产产能即将投产。此外，公司积极研发免热处理材料，用于一体化压铸的推广应用，公司与上海交大合作研发免热处理材料等前沿技术，公司在免热铝合金材料领域具有先发优势。
- **汽车轻量化趋势驱动车用铝合金用量提升。**“双碳”政策驱动节能减排升级，燃油车油耗标准收紧，汽车轻量化成为主要解决方案。汽车轻量化是实现汽车节能减排的重要途径，铝合金因其低密度和优性能的特点，可以在大幅降低车身重量同时兼具突出的安全性能，使得全球汽车铝化率不断呈现升高趋势。汽车轻量化背景下一体化压铸成主流，有望替代传统冲压焊装工艺。新工艺催生的免热铝合金材料市场广阔。
- **传统业务铝合金+一体化压铸免热材料双轮驱动。**公司传统业务与下游客户长期稳定合作，且公司采用“以销定产”+“成本加成”的销售模式，能有效平滑客户订单和原材料成本波动，是较为先进的铸造行业铝合金原料的销售方式。此外，公司产能和再生铝市占率处于高位。公司计划短期产能扩张36万吨，五年期产能规划60万吨左右，迎接汽车行业轻量化景气释放，并且新能源汽车相关业务也在持续拓展。公司免热合金性能优异、同时具备全产业链能力，在材料和工艺未来不存在明显竞争短板。
- **投资建议。**公司当前是性价比较高的一体化压铸标的，在同行业公司比较中，具备较低的估值。我们预计22/23/24年，归母净利润分别为2.3/3.3/4.8亿元，当前市值对应PE分别为21/15/10倍。结合行业景气上行和公司产能在未来几年内大幅提升，看好公司的发展。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**扩产项目进展不及预期的风险；疫情反复的风险；大宗商品价格波动的风险；一体化压铸市场空间预测具有主观性的风险；

股票数据

总股本(百万股):	253.80
流通A股(百万股):	129.63
52周内股价区间(元):	10.64-20.96
总市值(百万元):	4,829.81
总资产(百万元):	3,180.30
每股净资产(元):	11.15

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,696	3,290	3,743	5,187	7,219
(+/-)YOY(%)	2.0%	22.0%	13.8%	38.6%	39.2%
净利润(百万元)	173	227	229	329	475
(+/-)YOY(%)	39.3%	31.2%	0.6%	43.8%	44.3%
全面摊薄EPS(元)	0.68	0.90	0.90	1.30	1.87
毛利率(%)	15.2%	13.1%	13.8%	13.4%	13.3%
净资产收益率(%)	13.9%	11.3%	10.4%	13.2%	16.3%

资料来源：公司年报(2020-2021)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 国内铝合金铸造龙头	5
1.1. 公司股权架构稳定，以“铝合金+汽车零部件”为主业	5
1.2. 主业增长稳定，利率出现一定波动	6
1.3. 公司积极研发免热处理材料，或将成为新的业绩增长点	8
2. 汽车轻量化趋势驱动车用铝合金用量提升+一体化压铸工艺放量	9
2.1. 政策驱动汽车轻量化趋势带来铝合金增量需求	9
2.2. 汽车轻量化背景下一体化压铸成主流，免热材料市场广阔	10
2.3. 一体化压铸行业处在早期发展阶段，竞争者较多	12
3. 传统业务铝合金+一体化压铸免热材料双轮驱动	13
3.1. 公司传统业务客户长期稳定且产能利用率处于高位	13
3.2. 短期产能扩张，新能源零部件业务持续拓展	14
3.3. 免热合金性能优异，一体化压铸工艺不存在明显竞争短板	16
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 永茂泰深耕铝合金业务	5
图 2: 公司股权结构图 (截至 2021 年年报)	5
图 3: 公司拥有多家全资子公司	5
图 4: 公司传统燃油车零部件	6
图 5: 公司新能源汽车零部件	6
图 6: 永茂泰收入逐年增加 (亿元)	6
图 7: 永茂泰营业收入增长受益于铝合金业务 (亿元)	6
图 8: 公司研发投入逐年增加 (亿元)	7
图 9: 期间费用整体呈现下降趋势	7
图 10: 永茂泰归母净利润逐年上升 (亿元)	7
图 11: 永茂泰毛利率出现一定波动	7
图 12: 历年汽车零部件产销量 (百万件) 和毛利率	8
图 13: 历年汽车零部件均价 (元/件)	8
图 14: 永茂泰布局免热铝合金历年进程	8
图 15: 公司压铸岛的情况	9
图 16: 公司自动生产线	9
图 17: 2035 年我国单车用铝量将超过 350kg	10
图 18: 中国新能源车销量	11
图 19: 一体化压铸产业链	12
图 20: 立中集团免热合金再生铝业务量价测算	13
图 21: 公司下游客户情况	13
图 22: 历年铝合金锭产能及产能利用率	14
图 23: 历年铝合金液产能及产能利用率	14
图 24: 永茂泰铝合金材料专利	16
图 25: 永茂泰汽车零部件压铸厂	16
表 1: 公司铝合金业务的主要生产基地情况	9
表 2: 新能源乘用车补贴方案 (非公共领域)	9
表 3: 2035 年我国汽车行业发展远景目标	10
表 4: 一体化压铸优势	11
表 5: 国内免热合金一体化压铸结构市场测算 (单位: 亿元)	12

表 6: 公司铝合金业务的主要生产基地情况	14
表 7: 公司再生铝市占率	14
表 8: 公司铝合金业务产能及下游客户情况	15
表 9: 铝合金业务产能规划预测	15
表 10: 公司汽车零部件下游客户	16
表 11: 各公司免热合金材料性能对比	17
表 12: 上游设备供应商情况	17
表 13: 公司分业务营收和毛利预测.....	18
表 14: 可比公司情况	18

1. 国内铝合金铸造龙头

1.1. 公司股权架构稳定，以“铝合金+汽车零部件”为主业

永茂泰专注从事铸造铝合金全产业链近二十年。永茂泰前身是 2002 年成立的上海万泰铝业有限公司。公司主要从事铝合金业务，2003 年进入下游汽车零部件行业，2017 年完成股份制改革，2021 年在上交所上市。上海永茂泰股份专注从事铸造铝合金全产业链近二十年，致力于利用循环经济优势，实现节能降耗和资源综合利用，以“上下游一体化”战略推动铝合金在交通运输工具产业的推广应用，助力建设资源节约型社会。

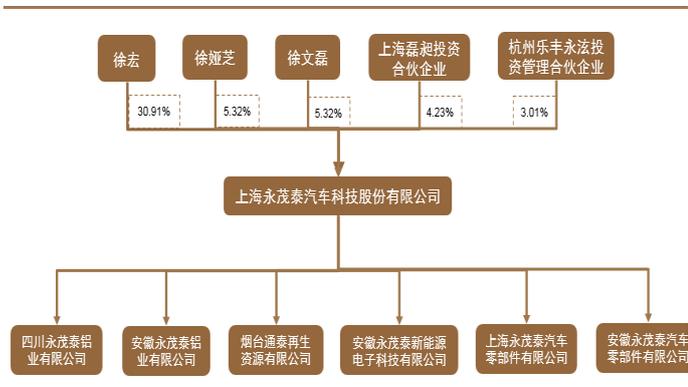
图 1：永茂泰深耕铝合金业务



资料来源：招股说明书、公司公告、德邦研究所

公司股权架构稳定，成立多家全资子公司贴合客户。徐宏先生为公司控股股东，徐宏、周秋玲、徐文磊、徐娅芝合计控制发行人股份总数的 64.74%，为实际控制人。公司拥有 8 家全资子公司：其中安徽永茂泰铝业有限公司、四川永学泰铝业有限公司、烟台通泰再生资源有限公司经营公司铝合金业务；上海永茂泰汽车零部件有限公司、安徽永茂泰汽车零部件有限公司、山东永茂泰汽车零部件有限公司、辽宁永学泰汽车零部件有限公司经营汽车零部件研发、生产和销售。

图 2：公司股权结构图（截至 2021 年年报）



资料来源：公司招股说明书、公司年报、德邦研究所

图 3：公司拥有多家全资子公司

公司名称	主营业务
安徽永茂泰铝业有限公司	铝合金锭的生产及销售
上海永茂泰汽车零部件有限公司	汽车零部件研发、生产和销售
安徽永茂泰汽车零部件有限公司	汽车零部件研发、生产和销售
四川永学泰铝业有限公司	铝合金液的生产及销售
山东永茂泰汽车零部件有限公司	汽车零部件加工业务
烟台通泰再生资源有限公司	铝屑加工业务

资料来源：公司招股说明书、公司年报、德邦研究所

公司“铝合金+汽车零部件”为主业、上下游一体化发展。公司主要从事汽车用铝合金和汽车用铝合金零部件的研发、生产和销售。公司 2002 年 8 月成立时

主要从事铝合金业务，并于 2003 年开始进入下游汽车零部件行业，逐步加大对汽车用铝合金零部件业务的投入，形成了以“铝合金+汽车零部件”为主业、上下游一体化发展的业务格局。公司以纯铝、废铝、硅、铜等为主要原材料，通过熔炼、成份调整、精炼等生产工序，生产各种牌号的铝合金锭和铝合金液；主要通过压铸、浇铸和机加工等工艺生产汽车用铝合金零部件。

图 4：公司传统燃油车零部件



资料来源：公司年报、德邦研究所

图 5：公司新能源汽车零部件

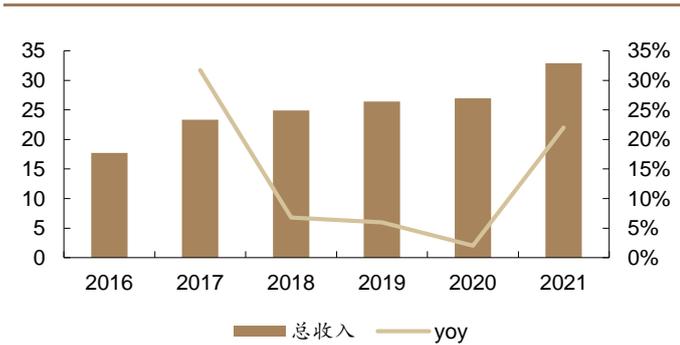


资料来源：公司年报、德邦研究所

1.2. 主业增长稳定，利率出现一定波动

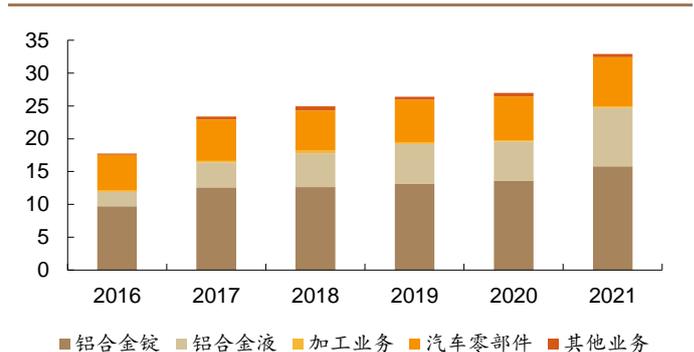
公司业务基本盘增长稳定，2021 年营收同比增长 22%。2016-2021 年间，永茂泰营业规模在 17-33 亿之间，逐年增加。随着销售规模的扩大和销售价格的提高，产品销售价量齐升 2021 年营收达 32.90 亿元，同比增长 22%。永茂泰营业收入增长受益于铝合金业务。公司凭借优异的产品品质-铝合金液和铝合金锭，在市场享有较高美誉度。铝合金业务的营业收入从 2016 年的 12 亿元增加至 2021 年的 25 亿元。

图 6：永茂泰收入逐年增加（亿元）



资料来源：公司年报、wind、德邦研究所

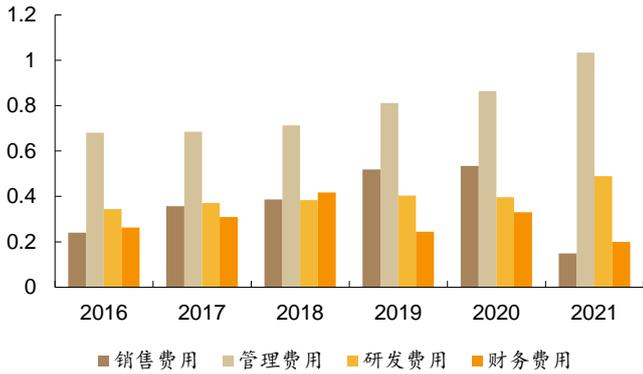
图 7：永茂泰营业收入增长受益于铝合金业务（亿元）



资料来源：公司年报、wind、德邦研究所

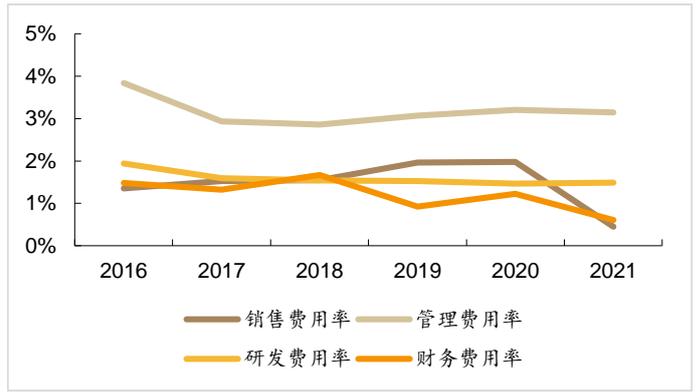
公司研发费用逐年增加，总体期间费用率呈下降趋势。公司始终高度重视技术研发对公司业务发展的推动作用，不断增加在新技术、新产品研发等方面的投入，研发费用从 16 年的 0.34 亿元，增至 21 年的 0.49 亿元。受益于规模效应，期间费用率呈现下降趋势。公司期间费用有所增长，期间费用率稳中有降。2019-2021 年公司期间费用金额合计分别为 1.98 亿元、2.12 亿元、1.87 亿元，占当期营业收入的比例分别为 7.49%、7.87%、5.69%。

图 8：公司研发投入逐年增加（亿元）



资料来源：公司年报、wind、德邦研究所

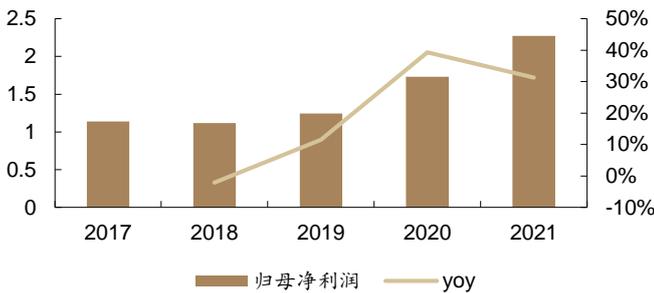
图 9：期间费用整体呈现下降趋势



资料来源：公司年报、wind、德邦研究所

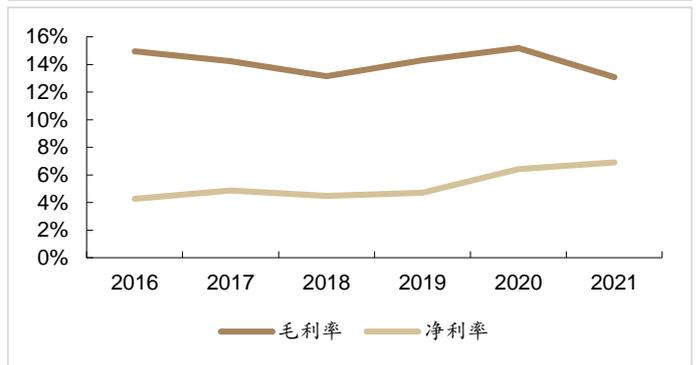
公司净利润呈上升趋势，毛利率存在波动。2019 年-2021 年，公司主营业务毛利润分别为 3.8 亿元、4.1 亿元、4.3 亿元。受收入准则和成本的影响，2021 年毛利率有一定下降。汽车零部件根据新收入准则，将与销售相关的运保费、包装费等调整至主营业务成本核算，减少毛利率约 5 个百分点，同时铝合金等原材料成本上涨也导致零部件产品成本上升、毛利率下降；铝合金加工毛利率降低，主要系加工费单价相对稳定，而能源、人工和设备修理费等加工成本有所上涨导致。

图 10：永茂泰归母净利润逐年上升（亿元）



资料来源：公司年报、wind、德邦研究所

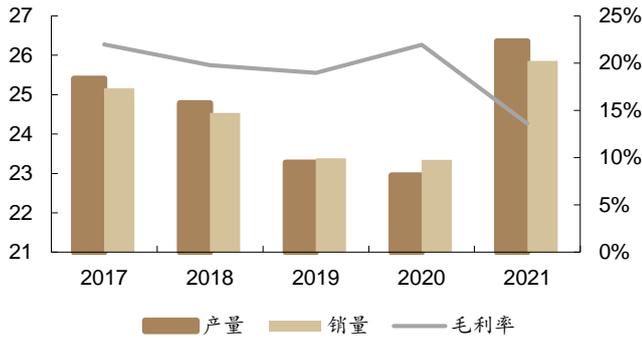
图 11：永茂泰毛利率出现一定波动



资料来源：公司年报、wind、德邦研究所

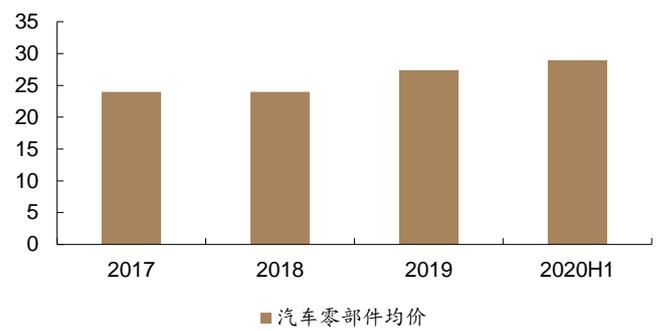
汽车零部件平均销售单价提升，产品盈利能力增强。2021 年汽车零部件产量/销量为 2635/2586 万件，同比+15%/+11%。2019-2020H1，公司单位价值高、结构复杂的大中型汽车零部件销售数量增加，汽车零部件均价有所上升。2020 年生产难度大、毛利率高的汽车发动机下缸体和涡轮增压器压气机壳体销售收入增加，毛利率提升；2021 年毛利率下降主要为使用新收入准则，将与销售相关的运保费、包装费等调整至主营业务成本核算。2021 年公司汽车零部件毛利率 14%，同比下降 8pcts。

图 12: 历年汽车零部件产销量 (百万件) 和毛利率



资料来源: 公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 13: 历年汽车零部件均价 (元/件)



资料来源: 公司招股说明书、wind、德邦研究所

1.3. 公司积极研发免热处理材料, 或将成为新的业绩增长点

公司早在 2012 年就与上海交大共同研发高强韧压铸铝合金材料。在压铸非热处理状态下可获得屈服强度达 160MPa、抗拉强度达 270MPa、延伸率达 7% 的高强度与高韧性兼顾压铸铝合金, 并且具有良好的压铸性能, 极大地满足了汽车行业零部件的应用需求, 于 2019 年申请了发明专利“一种高强韧压铸铝合金及其制备方法”, 2020 年授权 (专利号 ZL201910228703.2)。产品用于大众汽车发动机油底壳, 2013 年开始已连续多年大批量供货。此外, 公司正在自主研发或与高校、下游汽车零部件客户合作研发的高热导率铝合金材料、免热处理高强高韧铝合金材料、免热处理高延伸率铝合金材料、高强度一体化压铸铝合金材料, 产品具有更高的延伸率, 抗拉强度、屈服强度等综合性能良好, 部分材料处于向汽车零部件客户送样、试制阶段, 最终应用包括新能源汽车、传统燃油车、5G 通讯等。

图 14: 永茂泰布局免热铝合金历年进程



资料来源: 永茂泰官网、铝云汇、德邦研究所

公司将积极推动与上游电解铝企业的产业链合作、规划布局原生铝合金生产基地。在扩大产能的同时, 响应“双碳”政策和 ESG 监管要求, 充分利用清洁能源、降低生产成本, 将主要生产用于一体化大型压铸的免热处理铝合金材料; 公司将积极推动与上海交大轻合金精密成型国家工程研究中心、沈阳航空航天大学等高校的研发合作, 以及与下游汽车零部件或整车客户的研发及产业链合作, 规划布局一体化大型压铸基地, 根据客户需求同步开发生产免热处理铝合金材料或一体化大型压铸件, 并向新能源汽车企业推广应用。

图 15: 公司压铸岛的情况



资料来源: 公司官网、德邦研究所

图 16: 公司自动生产线



资料来源: 公司官网、德邦研究所

2. 汽车轻量化趋势驱动车用铝合金用量提升+一体化压铸工艺放量

2.1. 政策驱动汽车轻量化趋势带来铝合金增量需求

“双碳”政策驱动节能减排升级，燃油车油耗标准收紧，汽车轻量化成为主要解决方案。双碳目标出台加速推动汽车低碳化发展进程，世界各国均逐步收紧汽车油耗标准，随着节能减排升级，整车厂及零部件厂商迫切需要新技术路线实现节能减排目标，汽车轻量化成为主要解决方案。中国汽车工程学会预计货车和客车的油耗量，与 2019 年相比，在 2025/2030/2035 年将分别降低 8%/10%/15% 和 10%/15%/20%，传统燃油车从 2025 年的 5.6L/100km 降低至 4L/100km。

表 1: 公司铝合金业务的主要生产基地情况

分类	2025 年	2030 年	2035 年
乘用车 (含新能源)	4.6L/100km	3.2L/100km	2.0L/100km
货车 (较 2019 年)	油耗降低 8%	油耗降低 10%	油耗降低 15%
客车 (较 2019 年)	油耗降低 10%	油耗降低 15%	油耗降低 20%
传统燃油车	5.6L/100km	4.8L/100km	4L/100km

资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图》，中国汽车工程学会、德邦研究所

政策与用户里程焦虑双驱动，新能源车对续航提升需求迫切，汽车轻量化是提升续航里程的有效途径。全球新能源汽车市场高速增长，在新能源汽车补贴政策退坡的大趋势下，纯电动乘用车的补贴从 2020 年的 1.62 万元降低至 2021 年的 1.3 万元，新能源汽车续航里程整体门槛提升，用户“里程焦虑”也日益显著。整车轻量化可有效提升新能源汽车续航能力，有研究表明，纯电动汽车重量每降低 10 千克，续航里程可增加 2.5 千米¹。当前汽车行业正加速“新能源化”，新能源汽车渗透率迅速攀升，汽车轻量化相关领域市场有望加速扩张。

表 2: 新能源乘用车补贴方案 (非公共领域)

年份	纯电动乘用车		插电式混合动力 (含增程式) 乘用车
	300≤R<400	R≥400	
2020	1.62 万元	2.25 万元	R≥50 (NEDC 工况) / R≥43 (WLTC 工况) 0.85 万元
2021	1.3 万元	1.8 万元	0.68 万元
2022	0.91 万元	1.26 万元	0.48 万元

¹ <https://smart.huanqiu.com/article/43kEOiqbvSP>

资料来源：工业和信息化部、德邦研究所 注：R 为工况法纯电动续航里程

新能源/混动汽车占比有望持续提升。国家发展改革委 2022 年 4 月 19 日举行新闻发布会称,近期将会同有关方面加大宏观政策实施力度,并积极谋划更大力度的政策举措。其中提及在扩大重点领域消费上,继续支持新能源汽车消费,鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。中国汽车工程学会提出到 2035 年我国节能汽车与新能源汽车年销量将各占 50%,汽车产业基本实现电动化转型。由于纯电动汽车和燃料电池汽车均无需配备内燃机,汽车发动机及相关零部件所需求的铝合金用量会受到影响。

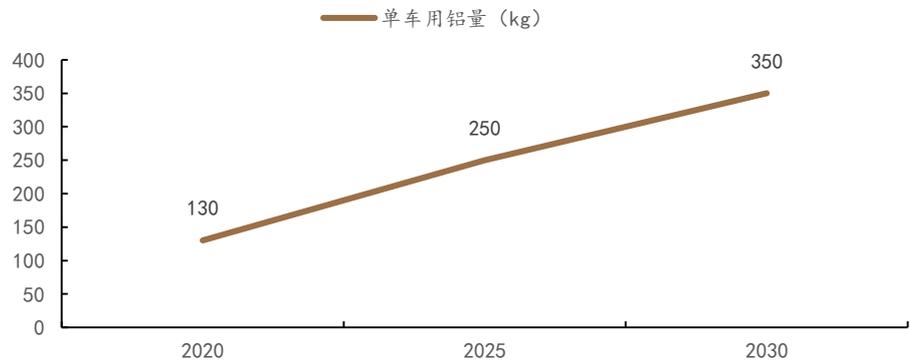
表 3: 2035 年我国汽车行业发展远景目标

	2025 年	2030 年	2035 年
新能源汽车	新能源汽车占总销量 20%	新能源汽车占总销量 40%	新能源汽车成为主流 (占总销量 50%以上)
节能汽车	混动新车占传统能源乘用车的 50%以上	混动新车占传统能源乘用车的 75%以上	混动新车占传统能源乘用车的 100%

资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图》,汽车工程协会、德邦研究所

汽车轻量化是实现汽车节能减排的重要途径,铝合金因其低密度和优性能的特点,使得全球汽车铝化率不断呈现升高趋势。铝合金可以在大幅降低车身重量同时兼具突出的安全性能,目前中国乘用车平均用铝量为 130kg/辆左右,根据《节能与新能源汽车技术路线图》,预计到 2030 年我国单车用铝量将超过 350kg。汽车铝化率提高带来的用铝量需求会缓冲电动化转型所带来的冲击。

图 17: 2035 年我国单车用铝量将超过 350kg



资料来源:公司招股说明书、德邦研究所

2.2. 汽车轻量化背景下一体化压铸成主流, 免热材料市场广阔

一体化压铸优势明显,有望替代传统冲压焊装工艺。一体化压铸相较于传统的冲压加焊装工艺,有成本低、效率高、轻量化等优势。根据国际铝业协会的相关数据,燃油车重量与耗油量大致呈正相关,汽车质量每降低 100kg,每百公里可节省约 0.6L 燃油,减排 800-900g 的 CO₂;电动车重量与耗电量呈正相关,纯电动汽车整车重量降低 10kg,续驶里程可增加 2.5km。

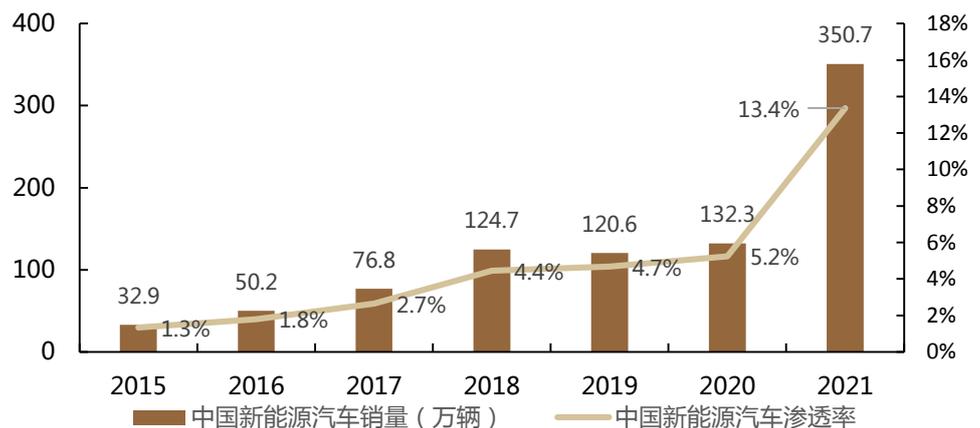
表 4：一体化压铸优势

优势	原因
成本低	1、占地面积少，占地面积减少 30%；2、废料率低，压铸全铝车身的材料利用率和回收利用率可达 95%以上；
效率高	1、生产单件耗时少，生产单个后底板耗时仅 3-5 分钟；2、缝隙焊点减少，Model Y 采用一体化压铸前后底板后焊点减少约 700 个；3、开发周期短，开发周期缩短至 1-2 轮，节省匹配时间 3-4 月。
轻量化	Model Y 采用一体式压铸后底板总成，下车体总成重量降低 30%，特斯拉下一步应用 2-3 个大型压铸件替换整个下车体总成后，重量将进一步降低 10%，对应续航里程可增加 14%

资料来源：贾治域《一体压铸技术：特斯拉的制造革命》、铸造工程微信公众号、德邦研究所

新能源车销量增长迅猛，免热铝合金材料一体化压铸市场广阔。2015 年至 2021 年期间，中国新能源汽车销量由 32.9 万辆增长至近 351 万辆，年复合增长率 48%，新能源汽车渗透率由 1.3% 达到了近 13.4%；根据《中国汽车工业用铝量评估报告(2016—2030)》，中国新能源汽车的铝消费量从 2017 年的 7.5 万吨增至 2018 年的 14.6 万吨，增加 96%。在政府制定的节能减排目标的支持下，中国新能源汽车行业的前景广阔，预计到 2030 年，中国新能源汽车行业使用铝的比例将从目前占铝消费总量的 3.8% 升至 29.4%。免热铝合金一体化压铸市场前景广阔。

图 18：中国新能源车销量



资料来源：Wind、德邦研究所

国内免热合金一体化压铸结构件市场规模有望在 2025 年超 280 亿元。根据对一体化压铸渗透率的预测和对单车压铸零部件的估算，22/23/24/25 年，国内免热合金一体化压铸结构件市场空间分别为 8/33/112/281 亿元，与 22 年相比，23-25 年同比增速分别为 335%/243%/151%。

表 5: 国内免热合金一体化压铸结构市场测算 (单位: 亿元)

	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车市场空间 (亿元)	7.50	32.60	111.57	272.91
燃油车市场空间 (亿元)	0.00	0.05	0.50	8.19
一体化压铸整体市场空间 (亿元)	7.50	32.65	112.08	281.10
YoY		335%	243%	151%

资料来源: 国际铝协会、北京日报、汽车之家、蔚来公司官网、东方财富网、特斯拉官网、拓普集团官网、证券时报、德邦研究所测算

2.3. 一体化压铸行业处在早期发展阶段, 竞争者较多

国内压铸零部件厂商活跃, 积极抢占一体化压铸市场高地。国内中游压铸商纷纷崛起抢占高地。公司免热铝合金材料或有望应用于上汽大众和上汽通用新能源车型平台, 同时积极开拓博格华纳、华域麦格纳等其他新能源汽车企业。

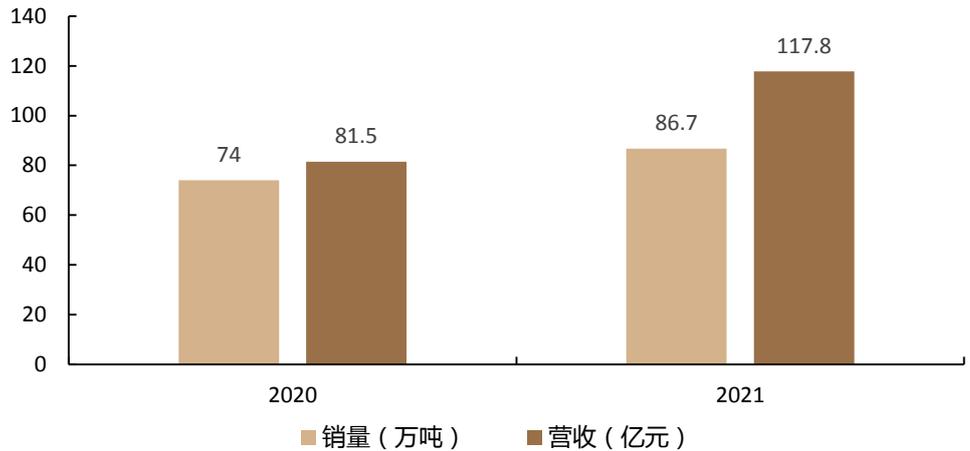
图 19: 一体化压铸产业链



资料来源: 公司官网、公司年报、wind、德邦研究所

市场格局尚未稳固, 公司基于材料研发优势巩固市场份额。目前一体化压铸行业在国内还处在早期发展阶段, 业务体量上没有出现明显的龙头公司。立中集团将免热合金合并再生铝业务中, 测算立中集团产品 2021 年价格达 1.36 万元/吨。永茂泰在铝合金材料行业深耕多年, 在免热合金材料领域拥有先发优势, 产品用于多家企业发动机油底壳等业务中。

图 20：立中集团免热合金再生铝业务量价测算



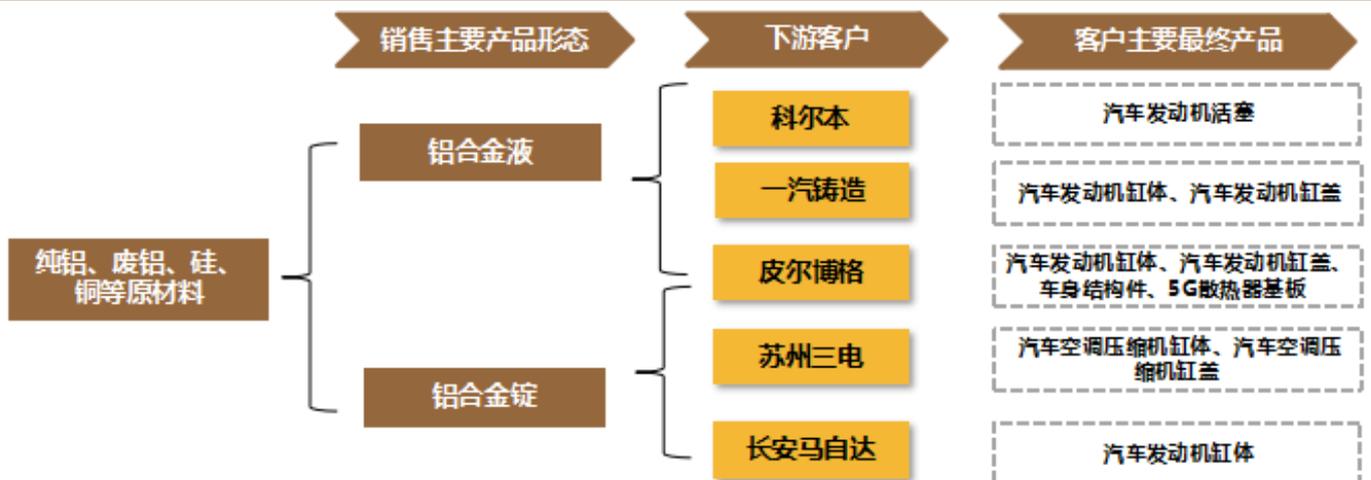
资料来源：立中集团 2021 年年报、德邦研究所

3. 传统业务铝合金+一体化压铸免热材料双轮驱动

3.1. 公司传统业务客户长期稳定且产能利用率处于高位

公司铝合金业务与下游客户有长期稳定合作。公司铝合金业务的主要产品形态为铝合金锭、铝合金液，公司铝合金产品主要用于生产汽车发动机缸体、汽车发动机缸盖、汽车发动机活塞、汽车空调压缩机缸体、汽车空调压缩机缸盖、车身结构件等汽车零部件。公司是国内先进的铝合金生产企业之一，凭借优异的产品品质在市场享有较高美誉度，拥有一批稳定的铝合金业务客户。产品已连续多年供应皮尔博格、科尔本、一汽铸造、苏州三电、长安马自达等优质客户，并建立长期稳定的合作关系。

图 21：公司下游客户情况



资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

公司采取“以销定产”+“成本加成”的销售模式。公司铝合金业务主要采取以销定产的生产模式，即根据客户订单要求制定生产计划，安排规模化生产。其中铝合金液销售省去了客户二次重熔铝合金锭的熔炼工序，可以减少客户对熔炼

设备和工人的投入，避免铝合金锭重熔造成的材料和能源损耗，并能有效防止由于铝合金锭重熔所造成的质量波动，为铸造工序提供更可靠的原料，同时可以减少客户铝合金锭的采购库存及对客户流动资金的占用，是较为先进的铸造行业铝原料的供应方式。公司产品通过成本加成的定价模式销售给下游汽车零部件生产企业，公司产品定价主要参照长江有色金属现货市场、上海有色网、上海期货交易所等关于铝合金所含元素的报价，并考虑损耗、合理利润等因素，与客户协商确定。

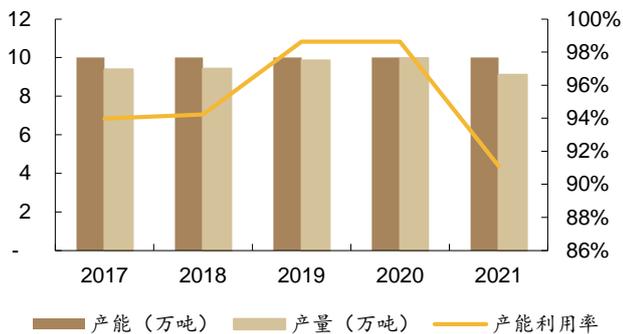
表 6：公司铝合金业务的主要生产基地情况

产品类型	所属公司	生产基地	产品供应
铝合金锭	安徽铝业	安徽省广德市	销售给客户生产汽车零部件等铝铸件
	永茂泰	上海市嘉定区	直供华域科尔本施密特活塞有限公司生产汽车零部件
铝合金液	四川铝业	四川省成都市	直供一汽铸造有限公司成都有色铸造分公司生产汽车零部件
	安徽铝业	安徽省广德市	直供华域皮尔博格（广德）有色零部件有限公司生产汽车零部件

资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

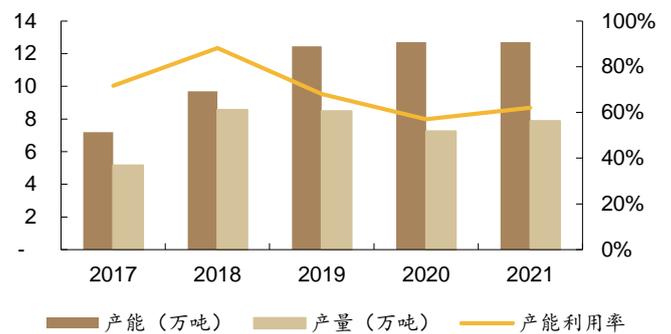
公司铝合金锭和铝合金液产能利用率处于高位。截止 2021 年底，公司铝合金锭/铝合金液产能 10.0/12.7 万吨/年，产能利用率 91%/62%。2018 年位于安徽广德的皮尔博格年产 5 万吨汽车用液态铝合金项目逐步放量带动产能及产能利用率提升；2019 年该项目产能进一步增加至 8 万吨，项目初期产能利用率下降；2020 年受新冠疫情影响复工复产较晚，产能利用率出现一定波动。

图 22：历年铝合金锭产能及产能利用率



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 23：历年铝合金液产能及产能利用率



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

公司再生铝市占率呈现上升趋势。全国再生铝企业有上千家，主要以民营和外资（合资）企业为主，是个充分竞争的市场，行业市场集中度不高。根据中国有色金属工业协会再生金属分会发布的国内再生铝产量数据进行测算发现，从 2017 年-2019 年公司再生铝产量为 15 万吨/18 万吨/18 万吨，市场占有率为 2.11%/2.59%/2.56%，虽有一定波动，但整体呈现上升趋势。

表 7：公司再生铝市占率

项目	2017 年	2018 年	2019 年
国内再生铝产量 (万吨)	690	695	715
公司再生铝产量 (万吨)	15	18	18
公司市场占有率	2.11%	2.59%	2.56%

资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

3.2. 短期产能扩张，新能源零部件业务持续拓展

公司计划短期扩 36 万吨产能，迎接行业上行周期。公司积极布局免热材料产

能，迎接行业景气周期。为充分利用和发挥公司在铝合金深加工产业已有的技术优势、人才优势、市场优势，延伸铝合金深加工产业链，推动绿色铝材一体化产业快速发展，迎接行业景气周期，公司和云南省文山壮族苗族自治州砚山县人民政府就公司在砚山县投资建设年产 20 万吨硅铝合金及深加工项目达成合作协议。预计总投资约 5 亿元左右，项目分两步实施，每步分两期建设，共四期，每期建设 5 万吨硅铝合金项目。项目将主要采用原生铝，主要面向新能源汽车市场，产品主要为多种中高端应用领域高性能铝合金，包括免热处理高延伸率铝合金、高屈服高延伸铝合金、高热导率铝合金等。2022 年 7 月，公司子公司安徽永茂泰投资高性能铝合金材料项目（再生铝新材料 10 万吨/年、铝合金液 6 万吨/年），投资金额 5.7 亿元，项目建设期 2 年。

表 8：公司铝合金业务产能及下游客户情况

产品类型	所属公司	所在地	年产能	备注
铝合金锭	安徽铝业	安徽省广德市	10 万吨/年	皮尔博格、苏州三电、长安马自达
	安徽铝业（在建）	安徽省广德市	10 万吨/年	/
铝合金液	永茂泰	上海市嘉定区	1.2 万吨/年	科尔本
	四川铝业	四川省成都市	3.5 万吨/年	一汽铸造
	安徽铝业	安徽省广德市	8 万吨/年	皮尔博格
	安徽铝业（在建）	安徽省广德市	6 万吨/年	/
免热合金	永茂泰（计划）	云南省砚山县	计划 20 万吨/年	/

资料来源：《首次公开发行股票招股说明书》、公司年报、德邦研究所预测

目前到 2025 年公司产能规划为 60 万吨左右，迎接行业景气释放。公司计划到 2025 年合计建成约 60 万吨高性能铝合金材料产能，长期盈利能力有望进一步增厚。2022 年 7 月 29 日公司公告计划在砚山县投资建设年产 20 万吨硅铝合金及深加工项目，项目拟投资金额为 5 亿元。预测到 2025 年，铝合金锭和铝合金液的产能分别为 40 万吨/19 万吨。

表 9：铝合金业务产能规划预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
铝合金锭产能（万吨）	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	20.0	25.0	30.0
新增锭产能（万吨）						10.0	5.0	5.0	10.0
铝合金液产能（万吨）	7.2	9.7	12.5	12.7	12.7	12.7	18.7	18.7	18.7
新增液产能（万吨）						6	-	-	-
合计产能（万吨）	17.2	19.7	22.5	22.7	22.7	38.7	43.7	48.7	58.7

资料来源：《首次公开发行股票招股说明书》、《关于全资子公司对外投资项目的公告》、《签订项目合作协议公告》、德邦研究所

汽车零部件客户资源稳定，新能源零部件业务持续拓展。公司主要通过压铸、浇铸和机加工等工艺生产汽车用铝合金零部件，主要产品包括汽车发动机下缸体、汽车发动机油底壳等。汽车零部件供应商须通过整车厂商严格的合格供应商体系认证，才能与整车厂商建立正式合作关系。经过多年的发展，公司已与一汽大众、上汽集团、上汽通用、上汽大众等主要整车厂商建立了稳定的战略合作关系，具备了与大众、通用等知名整车厂的同步开发能力，承接了多项为整车厂商配套的汽车零部件开发项目。公司在新能源汽车用铝合金零部件领域取得了较大进展，新能源汽车模组支架、电池包前端板等新产品逐步实现量产。

表 10：公司汽车零部件下游客户

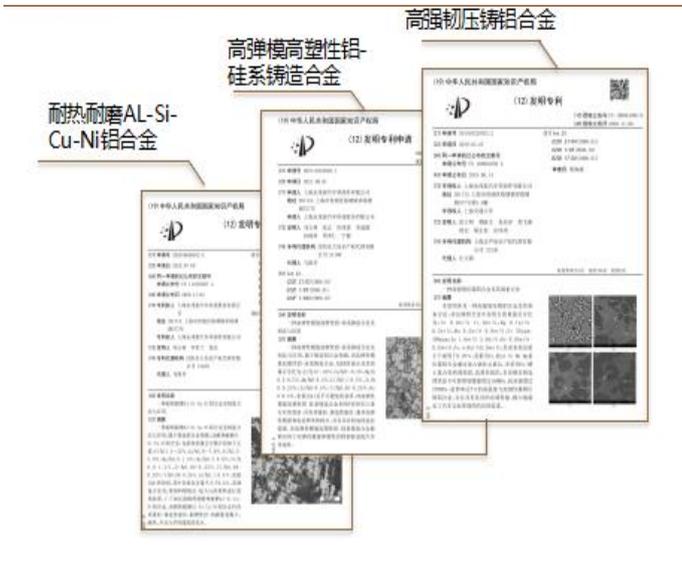
类型	主要产品类别	主要客户
传统燃油汽车零部件	汽车发动机缸体	长安马自达、上汽通用
	汽车发动机油底壳	上汽通用、一汽大众、大众动力、上汽集团
	汽车空调压缩机缸体缸盖	华域三电
	汽车涡轮增压器壳体	博格华纳
	汽车变速箱端盖	上汽通用
	其他各类支架	大众动力、上汽集团、上汽通用、上汽大众、一汽大众
新能源汽车零部件	减速器壳体或端盖	大众、通用
	电池包模组支架	大众
	电池包前端板	大众
	电池包横梁构件	大众
	电机端盖	联合汽车电子
	控制器壳体	联合汽车电子、上海伊控动力科技

资料来源：《2022年8月4日投资者关系活动记录表》、德邦研究所

3.3. 免热合金性能优异，一体化压铸工艺不存在明显竞争短板

公司在免热处理铝合金材料上先发优势明显。公司自 2012 年起，持续推进与高校、下游汽车零部件客户合作或自主研发的高热导率铝合金材料、免热处理高强高韧铝合金材料、免热处理高延伸率铝合金材料、高强度一体化压铸铝合金材料，产品具有更高的延伸率，抗拉强度、屈服强度等综合性能良好，部分材料处于向汽车零部件客户送样、试制阶段。

图 24：永茂泰铝合金材料专利



资料来源：《一种高强韧压铸铝合金及其制备方法》、《一种非热处理强化高强高韧压铸铝硅合金及其制备方法》、《一种铝/镁合金真空压铸成型方法及装置》、德邦研究所

图 25：永茂泰汽车零部件压铸厂



资料来源：压铸周刊网、德邦研究所

公司免热合金性能优异，同时具备全产业链能力。公司在近年提高研发投入，紧握产业根基，加快树立行业护城河。一体化压铸的核心壁垒体现在设备、材料、工艺与模具三方面。公司与上海交大轻合金精密成型国家工程研究中心、沈阳航空航天大学等单位合作具有材料端的前发优势，重点研发生产免热处理铝合金材料用于一体化超大型铸件，预计再投入 5.7 亿开发高性能铝合金材料项目；公

司有多年的汽车零部件压铸技术与工艺经验积累，聚焦客户需求，在一体化铸件业务中自行研发模具，掌控材料与工艺，布局全产业链。

表 11：各公司免热合金材料性能对比

免热材料名称	屈服强度(MPa)	抗拉强度(MPa)
广东鸿图-高强度高韧性压铸铝合金	151.7~163.6	235~270.5
上海交大-免热合金材料	121~155	241~315
上海交大-JDA1b 合金减震塔	120~160	260~320
立中集团-LDHM-02 免热处理合金材料	89.36~134.66	190.24~225.88
永茂泰-高强韧压铸铝合金	136.6~170	298.8~326.1

资料来源：专利网、压铸周刊、德邦研究所

公司掌握一体化压铸原材料及相关工艺，未来不存在明显竞争短板。一体化压铸产业链上游主要为材料、设备和模具，中游为压铸商，下游客户主要为主机厂。公司在一体化压铸领域处于产业链中上游，业务兼顾免热铝合金材料与压铸工艺，在材料和工艺上不存在明显瓶颈。公司积极投入免热合金材料与压铸模具的研发与生产，配合现有的免热合金材料和压铸工艺实现产业链中上游的贯通。此外，在上游设备和模具端，国内外上游设备供应商快速响应一体化压铸技术，发布大型压铸机产品。

表 12：上游设备供应商情况

公司	发展情况汇总
力劲集团	2008 年，并购世界顶级压铸机制造商意大利 IDRA，成为全球压铸机行业领导者；2017 年 11 月，子公司 IDRA 发布全球首款 5500T 压铸机，开启大型压铸机先河；2021 年 4 月，发布 9000T 巨型压铸机，公司已经布局 12000T 压铸机。
海天金属	2021 年 4 月，HDC8800T 压铸机亮相市场，该压铸设备可实现新能源汽车在内的车身、底盘等大型结构的一体化
伊之密	2022 年 3 月，首台 7000T 超重型压铸机研发完毕并实现装配；2022 年 6 月，与一汽铸造建立 9000T 压铸整体解决方案的战略合作关系。
瑞士布勒	2021 年，发布锁模力 6100T 的 Carat 610 压铸机；2021 年 7 月，在上海国际压铸展上发布全球最大 9200T 超大型两模板压铸机。

资料来源：压铸周刊、德邦研究所

4. 盈利预测

公司未来传统铝合金业务保持稳定增长的同时，一体化压铸零部件及免热铝合金材料或将为公司带来较大的业绩弹性。未来随着公司产能扩张的兑现，我们预计公司的盈利弹性将逐步显现。我们预计 2022-2024 年，归母净利润分别为 2.3/3.3/4.8 亿元，当前市值对应 PE 分别为 21/15/10 倍。结合行业景气上行和公司产能在未来几年内大幅提升，看好公司的发展。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 13：公司分业务营收和毛利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
1、产品销售收入拆分(百万元)				
铝合金业务	2495.02	2724.69	3682.66	4695.92
汽车零部件	746.65	970.64	1455.96	2475.13
其他业务	48.01	48.01	48.01	48.01
合计主营业务收入	3289.67	3743.34	5186.62	7219.06
2、分产品销售增长率				
铝合金业务	26.19%	9.21%	35.16%	27.51%
汽车零部件	12.03%	30.00%	50.00%	70.00%
其他业务	-8.65%	0.00%	0.00%	0.00%
合计主营业务收入	22.01%	13.79%	38.56%	39.19%
3、分产品毛利率估计				
铝合金业务	12.37%	13.23%	12.91%	12.86%
汽车零部件	13.59%	14.00%	13.80%	13.50%
其他业务	40.74%	40.00%	40.00%	40.00%
综合毛利率	13.07%	13.78%	13.41%	13.26%
4、分产品毛利润(百万元)				
铝合金业务	309	361	475	604
汽车零部件	102	136	201	334
其他业务	20	19	19	19
总毛利润	430	516	696	957

资料来源：公司年报(2021)、德邦研究所

可比公司选取拥有免热合金材料和具有一体化压铸相关业务的文灿股份、立中集团、广东鸿图、瑞鹤模具等，综合考虑公司 PE 低于可比公司，当前时间点长期战略配置价值凸显。

表 14：可比公司情况

公司简称	公司代码	股价 (元)	EPS, 元/股					PE				PEG
			2022/8/8	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
立中集团	300428.SZ	40	0.75	1.07	1.81	2.34	53	37	22	17	0.78	
广东鸿图	002101.SZ	31	0.57	0.84	1.00	1.19	54	37	31	26	1.90	
文灿股份	603348.SH	87	0.38	1.31	2.16	3.02	229	66	40	29	1.28	
瑞鹤模具	002997.SZ	31	0.63	0.81	1.09	1.43	49	38	28	22	1.16	
泉峰汽车	603982.SH	31	0.61	0.80	1.38	1.88	50	38	22	16	0.72	
福然德	605050.SH	17	0.78	0.94	1.19	1.44	22	18	14	12	0.75	
平均值			0.62	0.96	1.44	1.88	76	39	26	20	1.10	
永茂泰	605208.SH	19	1.29	0.90	1.30	1.87	16	21	15	10	0.49	

资料来源：德邦研究所 注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 8 日、除永茂泰以外盈利预测均来自 wind 一致预测

5. 风险提示

疫情反复风险：若新冠肺炎疫情出现反复，则可能对全球经济复苏造成不利影响，从而影响整车和下游铝合金原材料和汽车零部件的需求；

大宗金属商品价格大幅度波动的风险：公司铝合金产品的销售价格与主要原材料的采购价格均受金属市场价格变动的影响，但公司铝合金产品的销售价格与原材料的采购价格波动幅度及波动时间存在差异，而原材料价格在一定幅度内波动时，公司汽车零部件产品价格难以及时进行调整，因此，如果未来铝、硅、铜等价格波动幅度较大，将可能对公司的销售收入和盈利水平产生较大影响。

扩产项目进展不及预期的风险：公司目前计划扩产 36 万吨铝合金材料产能，目前现有产能为 22.7 万吨，因此，如果未来公司相关扩产项目进展不及预期，将可能对公司的销售收入和盈利水平产生较大影响。

一体化压铸市场空间预测具有主观性的风险：在对一体化压铸的市场空间进行测算的过程中，分析师存在一定的主观倾向，可能会和实际情况存在偏差。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.29	0.90	1.30	1.87
每股净资产	10.68	8.67	9.81	11.48
每股经营现金流	-0.85	2.91	0.08	2.27
每股股利	0.18	0.14	0.16	0.20
价值评估(倍)				
P/E	16.32	21.42	14.90	10.32
P/B	1.97	2.23	1.97	1.68
P/S	1.10	1.31	0.94	0.68
EV/EBITDA	10.16	10.08	9.28	6.38
股息率%	0.9%	0.7%	0.8%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	13.1%	13.8%	13.4%	13.3%
净利润率	6.9%	6.1%	6.3%	6.6%
净资产收益率	11.3%	10.4%	13.2%	16.3%
资产回报率	7.8%	6.7%	7.7%	9.2%
投资回报率	8.2%	9.6%	9.2%	11.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.0%	13.8%	38.6%	39.2%
EBIT 增长率	14.4%	31.2%	22.8%	45.6%
净利润增长率	31.2%	0.6%	43.8%	44.3%
偿债能力指标				
资产负债率	31.2%	35.7%	41.5%	43.6%
流动比率	1.9	1.5	1.3	1.4
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	60.7	60.7	60.6	60.7
存货周转天数	51.0	55.0	35.0	30.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.4
固定资产周转率	3.6	3.5	4.2	4.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	227	229	329	475
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	187	160	190	241
非经营收益	-48	59	18	23
营运资金变动	-526	291	-517	-162
经营活动现金流	-160	739	20	576
资产	-235	-463	-558	-259
投资	0	-17	-14	-14
其他	23	-30	26	36
投资活动现金流	-211	-509	-547	-237
债权募资	55	100	500	100
股权募资	584	0	0	0
其他	-216	-64	-84	-109
融资活动现金流	423	36	416	-9
现金净流量	51	266	-110	330

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 8 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,290	3,743	5,187	7,219
营业成本	2,860	3,228	4,491	6,262
毛利率%	13.1%	13.8%	13.4%	13.3%
营业税金及附加	13	13	19	26
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	15	30	78	87
营业费用率%	0.5%	0.8%	1.5%	1.2%
管理费用	103	109	145	188
管理费用率%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%
研发费用	49	52	78	108
研发费用率%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%
EBIT	266	349	428	624
财务费用	20	25	32	50
财务费用率%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	35	-30	26	36
营业利润	293	294	422	609
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	291	294	422	609
EBITDA	429	509	619	864
所得税	64	65	93	135
有效所得税率%	22.0%	22.2%	22.1%	22.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	227	229	329	475

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	127	392	282	612
应收账款及应收票据	653	616	1,136	1,304
存货	516	470	403	641
其它流动资产	276	282	389	528
流动资产合计	1,572	1,761	2,210	3,084
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	913	1,063	1,233	1,553
在建工程	219	369	569	269
无形资产	51	60	63	68
非流动资产合计	1,346	1,665	2,047	2,080
资产总计	2,918	3,426	4,257	5,164
短期借款	523	623	1,123	1,223
应付票据及应付账款	188	394	381	686
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	132	139	195	273
流动负债合计	843	1,157	1,700	2,182
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	67	67	67	67
非流动负债合计	67	67	67	67
负债总计	910	1,225	1,767	2,249
实收资本	188	254	254	254
普通股股东权益	2,008	2,201	2,490	2,915
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,918	3,426	4,257	5,164

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。