

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

华翔股份 (603112.SH)

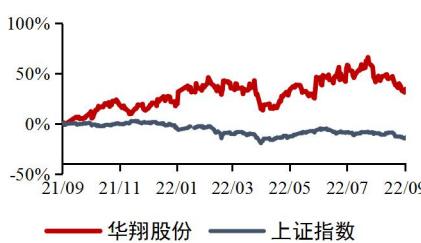
买入-A(维持)

产业链延伸+成本领先的头部铸造企业

2022年9月28日

公司研究/公司分析

## 公司近一年市场表现



## 市场数据: 2022年9月27日

收盘价 (元):	14.48
总股本 (亿股):	4.37
流通股本 (亿股):	1.58
流通市值 (亿元):	22.92

## 基础数据: 2022年6月30日

每股净资产 (元):	5.71
每股资本公积 (元):	2.06
每股未分配利润 (元):	1.78

## 分析师:

王志杰

执业登记编码: S0760522090001

邮箱: wangzhijie@sxzq.com

徐风

执业登记编码: S0760519110003

邮箱: xufeng@sxzq.com

## 投资要点:

- 华翔股份是铸造行业综合领先企业，“压缩机零部件”单项冠军。公司具备跨行业、多品种产品的批量化生产能力，深耕压缩机零部件、工程机械零部件、汽车零部件等细分领域。其中，压缩机零部件收入贡献最高，2018-2021年均在40%以上。公司盈利能力稳步提升，2017-2021年，归母净利润年复合增长率近29%，净利率水平从2017年7.0%增加至2022年上半年9.8%。
  - 公司规模化程度较高，将受益于行业集中度提升。2019年以来，三部委联合发布《关于重点区域严禁新增铸造产能的通知》，铸造业产能不再增加。在环保趋严、能源紧张、原材料涨价、下游需求增速趋缓的背景下，行业供给侧改革提速，中小厂商逐步退出。公司铸件年产能30万吨，居于行业第一梯队，将受益于行业集中度提升。
  - 机加工产业链延伸，有助于提高盈利能力。IPO、可转债募资用于压缩机零部件、汽车零部件机加工产能扩充，产业链延伸增加产品附加值，带动细分业务毛利率提升。随着产业链分工细化，公司凭借工艺领先及成本优势，在机加工业务上仍有成长空间。
  - 多举措打造成本优势，充分保障能源供应。铸造业是高能耗行业，2018-2020公司电费占营业成本比重超10%，公司凭借区域优势，有充足电力供应，且20Q4年起享受优惠电价0.3元/度，下降近30%。同时，公司收购晋源实业，一方面确保生铁供应、另一方面通过短流程生产节约生产成本，此外精益化运营包括客户专线、品类管理等对生产成本也有明显改善。
  - 积极布局光伏，光伏支架预计在下半年达产。2022年2月，公司和洪洞县政府、特变电工新疆新能源股份有限公司签署框架合作协议，拟建设洪洞县1GW光伏发电项目及光伏支架产品生产项目，项目总投资43亿元。据公司2022年半年报，公司正积极申报土地和能源指标，光伏支架产品生产项目预计将在下半年达产。光伏发电或进一步降低公司用电成本。
- 盈利预测、估值分析和投资建议:** 预计公司2022-2024年归母公司净利润4.1/5.8/7.2亿元，同比增长26.3%/40.5%/24.4%，EPS为0.95/1.33/1.66元，对应9月27日收盘价14.48元，PE为15.3/10.9/8.7倍，维持“买入-A”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动的风险；能源价格大幅波动的风险；市场竞争加剧的风险；疫情影响超出预期的风险；国际贸易摩擦的风险；汇率波动的风险。



财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,949	3,282	3,853	4,466	5,082
YoY(%)	-4.8	68.4	17.4	15.9	13.8
净利润(百万元)	245	328	414	582	724
YoY(%)	41.0	33.9	26.3	40.5	24.4
毛利率(%)	22.2	19.5	19.4	21.8	22.9
EPS(摊薄/元)	0.56	0.75	0.95	1.33	1.66
ROE(%)	13.7	12.9	15.1	17.6	18.2
P/E(倍)	25.8	19.3	15.3	10.9	8.7
P/B(倍)	3.6	3.1	2.7	2.2	1.8
净利率(%)	12.6	10.0	10.7	13.0	14.2

数据来源：最闻数据，山西证券研究所



## 目录

1. 公司介绍.....	6
1.1 业务介绍：铸造业细分领域领导者.....	6
1.2 经营管理：股权结构相对稳定.....	8
1.3 财务分析：销售净利率平稳增长.....	9
2. 行业分析.....	11
2.1 铸造业分析：产量平稳，行业集中度待提升.....	11
2.2 下游需求分析：汽车为需求最大下游.....	14
2.2.1 汽车零部件受益于汽车出口增长.....	14
2.2.2 压缩机零部件市场相对稳定.....	16
2.2.3 工程机械关注国外疫后复苏.....	18
3. 公司竞争优势.....	19
3.1 规模化与多元化.....	19
3.2 产业链延伸，降本增效.....	21
3.2.1 向下游机加工延伸，提升盈利能力.....	21
3.2.2 向上游原材料延伸，节约生产成本.....	23
3.2.3 向上游光伏发电延伸，管理能源成本.....	24
3.3 精细化运营.....	25
4. 投资建议.....	26
4.1 推荐理由.....	26
4.2 盈利预测.....	26
5. 风险提示.....	28

## 图表目录



图 1: 公司发展战略.....	8
图 2: 公司控股股东为山西临汾华翔实业有限公司（截至 2022 年上半年末） .....	8
图 3: 2017-2021 年营收年复合增长 18%（百万元） .....	10
图 4: 收入结构多元化，压缩机零部件贡献最大.....	10
图 5: 2017-2021 年归母净利润复合增长 29%.....	10
图 6: 毛利率收窄，净利率平稳增长.....	10
图 7: 2021H，原材料和能源占营业成本 64.4%.....	11
图 8: 期间费用率逐年下滑.....	11
图 9: 2021 年公司应收账款及票据周转率 4.3，为可比公司平均水平.....	11
图 10: 2021 年公司存货周转率 6.3，在可比公司中相对领先.....	11
图 11: 全球铸造件 2010-2020 年复合增速 1.4%.....	12
图 12: 中国铸造件 2010-2020 年复合增速 2.8%.....	12
图 13: 全球铸造件产量结构.....	13
图 14: 中国铸造件产量结构.....	13
图 15: 2014-2021 年中国下游行业铸件需求前三为汽车、铸管铸件、内燃机及农机.....	13
图 16: 全球汽车产销数据（万辆） .....	14
图 17: 中国汽车产销数据（万辆） .....	14
图 18: 中国汽车产量全球占比（1997-2021） .....	15
图 19: 中国汽车出口占国内产量比例（1997-2021） .....	15
图 20: 中国新能源汽车销量及增速.....	15
图 21: 新能源汽车渗透率.....	15
图 22: 我国家用冰箱和空调产量（万台） .....	17



图 23: 我国冰箱压缩机销量（万台） .....	17
图 24: 我国转子压缩机销量.....	17
图 25: 我国冰箱压缩机出口情况.....	17
图 26: 我国空调压缩机出口情况.....	17
图 27: 全球工程机械产品销量呈周期性变化（台，亿美元） .....	18
图 28: 北美工程机械销售变化（台，亿美元） .....	19
图 29: 西欧工程机械销售变化（台，亿美元） .....	19
图 30: 公司有丰富的客户资源.....	21
图 31: 铸造业产业链.....	22
图 32: 重工事业部短流程生产流程.....	24
图 33: 公司享受优惠电价，2021年上半年平均单价为 0.3 元/度.....	25
表 1: 公司具备跨行业、多品种产品批量生产能力.....	6
表 2: 第四届中国铸造行业综合百强.....	7
表 3: 第四届中国铸造行业铸铁分行业排头兵企业.....	7
表 4: 股权激励业绩考核目标.....	9
表 5: 公司铸铁件年产能 30 万吨.....	20
表 6: IPO 和可转债募资主要用于机加工扩产 .....	22
表 7: 两次机加工扩产升级项目达产后新增机加工产能.....	23
表 8: 可转债机加工项目达产后营业收入测算.....	23
表 9: 公司主要业务收入拆分及预测.....	27



## 1. 公司介绍

### 1.1 业务介绍：铸造业细分领域领导者

铸造行业综合领先企业，“压缩机零部件”单项冠军。华翔集团成立于 1999 年，2020 年完成 A 股上市，注册资本 3.718 亿元。公司主要从事各类定制化金属零部件的研发、生产和销售业务，提供产品设计、模具开发、铸造工艺、机加工工艺、涂装工艺等综合服务。公司具备跨行业、多品种产品的批量化生产能力，形成压缩机零部件、工程机械零部件、汽车零部件等多元化产业布局。2018 年 10 月，公司入选工信部评定的第三批“制造业单项冠军示范企业”；2021 年 11 月，公司“制冷压缩机零部件”通过第三批制造业单项冠军示范企业的复核；2022 年 6 月，公司入选第四届中国铸造行业综合百强以及铸铁分行业排头兵企业。

表 1：公司具备跨行业、多品种产品批量生产能力

产品类别	主要产品		用途示意	
压缩机零部件	转子压缩机零部件	曲轴、上下轴承、气缸、活塞、隔板		
	活塞压缩机零部件	机座、曲轴		
	涡旋压缩机零部件	动涡旋、定涡旋、上下支撑		
工程机械零部件	叉车平衡重			
	高空平衡重			
	其他工程机械平衡重			
	车桥			
	桥壳			
汽车零部件	刹车系统	卡钳、支架		
	离合系统	飞轮、压盘		
	转向系统等			
电力件	高压线绝缘子			



泵阀管件	热泵零部件		
生铁	球墨铸铁	Q4-Q14	
		高纯生铁	

资料来源：公司 2021 年年报，山西证券研究所

表 2：第四届中国铸造行业综合百强

序号	地区	企业名称	铸造分类	应用领域
1	河北	中信戴卡股份有限公司	铝合金铸件	汽车
2	河北	新兴铸管股份有限公司	铸铁件、铸钢件	钢管及管件
3	吉林	一汽铸造有限公司	铸铁件、铝合金铸件等	汽车、内燃机
4	浙江	日月重工股份有限公司	铸铁件	风电
5	山东	玫德集团有限公司	铸铁件、铸钢件	钢管及管件
6	天津	天津立中车轮有限公司	铝合金铸件	汽车
7	山东	潍柴(潍坊)材料成型制造中心有限公司	铸铁件	汽车、内燃机和农机、工程机械等
8	广东	广东鸿图科技股份有限公司	铝合金铸件	汽车
9	山东	烟台胜地汽车零部件制造有限公司	铸铁件	汽车（刹车盘）
10	山西	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

资料来源：铸造工程，山西证券研究所

表 3：第四届中国铸造行业铸铁分行业排头兵企业

序号	地区	企业名称
1	浙江	日月重工股份有限公司
2	山西	山西华翔集团股份有限公司
3	江苏	富士和机械工业（昆山）有限公司
4	安徽	安徽合力股份有限公司合肥锻钢厂
5	河北	远大阀门集团有限公司
6	江苏	江苏恒立液压股份有限公司
7	安徽	安徽海立精密铸造有限公司
8	山东	山东国创精密机械有限公司

资料来源：铸造工程，山西证券研究所



2021年，公司首次提出“三园建设”的长远战略规划。围绕公司核心主业，通过“专业、精益、智能、绿色”建设理念，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，巩固公司规模化、多元化的核心竞争力。公司的愿景是实现“百年基业，百亿销售”，具体发展战略是聚焦核心主业，完善产业链布局，通过内部改善和资本投资双重驱动，进一步构建公司差异化的核心竞争能力。

图 1：公司发展战略



资料来源：公司 2021 年年报，山西证券研究所

## 1.2 经营管理：股权结构相对稳定

公司控股股东为山西临汾华翔实业有限公司，持股比例为 62.02%。山西临汾华翔实业有限公司由三位自然人股东所控制，分别为王春翔、王渊（与王春翔为父子关系）、王晶（与王春翔为父女关系），三人各持股 40%、30%、30%。公司总部位于山西临汾，并在湖北、广东建立了生产、研发基地，形成了覆盖华北、华中、华南的产业格局，并辐射海外市场。

图 2：公司控股股东为山西临汾华翔实业有限公司（截至 2022 年上半年末）



资料来源：Wind，山西证券研究所

**股权激励计划健全长效激励机制，关注公司长期发展。**2021年3月，公司拟向251名董事、高管、核心骨干定向发行普通股股票。首次授予限制性股票的授予价格为每股5.51元，拟授予限制性股票1,221.48万股，占公司总股本42500.0万股的2.87%，其中首次授予1109.05万股，占公司总股本2.61%。公司制定了2021-2023年考核目标，营业收入22/30/40亿元，或扣非归母净利润1.8/2.2/2.7亿元，指标满足其一即可。公司2021年超额完成业绩目标，已于2022年6月完成第一期解锁。

表4：股权激励业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	满足下列两个条件之一：(1) 2021年营业收入不低于22亿元；(2) 2021年净利润不低于1.8亿元。
第二个解除限售期	满足下列两个条件之一：(1) 2022年营业收入不低于30亿元；(2) 2022年净利润不低于2.2亿元。
第三个解除限售期	满足下列两个条件之一：(1) 2023年营业收入不低于40亿元；(2) 2023年净利润不低于2.7亿元。

资料来源：公司《2021年限制性股票激励计划》，山西证券研究所（注：“净利润”指经审计的归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润）

### 1.3 财务分析：销售净利率平稳增长

**公司经营业绩稳步增长，压缩机零部件收入贡献最大。**(1) 收入端，2017-2021年，公司营业收入从16.9亿元增长至32.8亿元，年复合增长率约为18%。2020年，受疫情影响，公司营业收入同比小幅下滑；2021年，疫情影响逐步消退，下游需求恢复，核心产品量价齐升，公司业绩大幅增长。(2) 就收入结构来看，压缩机零部件仍为公司收入贡献最高的业务，2018-2021年收入贡献均在40%以上；2021年公司收购生铁业务并实现收入5.84亿元，收入贡献18%。(3) 利润端，2017-2021年，公司归母净利润逐年增长，年复合增长率近29%。2022年上半年，公司实现营业收入17.5亿元， $\text{YoY}+17.7\%$ ，实现归母净利润1.8亿元， $\text{YoY}+8.4\%$ 。

**公司毛利率有所收窄，净利率平稳增长。**(1) **净利率平稳增长，22H1接近10%。**2017-2020年，公司毛利率稳定在22%以上；2021年和2022年上半年，上游原材料涨价，新增的生铁及可再生资源业务毛利率为负数，拉低了公司整体的毛利率水平，公司毛利率分别下降至19.55%和17.76%，若剔除生铁业务影响，2021年公司毛利率约为23.9%。随着收入规模增长，公司期间费用被显著摊薄，净利率水平从2017年7.0%上涨至2022上半年9.8%。(2) **成本端，原材料和能源对公司营业成本影响较大。**2018-2020年，二者合计占营业成本比重接近50%；2021年4月，子公司翼城新材料完成对晋源实业收购，晋源实业生产生铁、再生资源产品所需能源主要为焦炭、原煤、清洗煤等，原材料和能源消耗进一步增加，据公司可转债募集说明书，2021年上半年二者合计占比为64.4%。

**公司应收账款及票据周转率、存货周转率近年来有所提升。**(1) **应收账款及票据周转率，2017-2021年逐年提升，2021年为4.31，较2017年2.96提升46%；**公司应收款项和收入增长基本匹配，2020年开始，



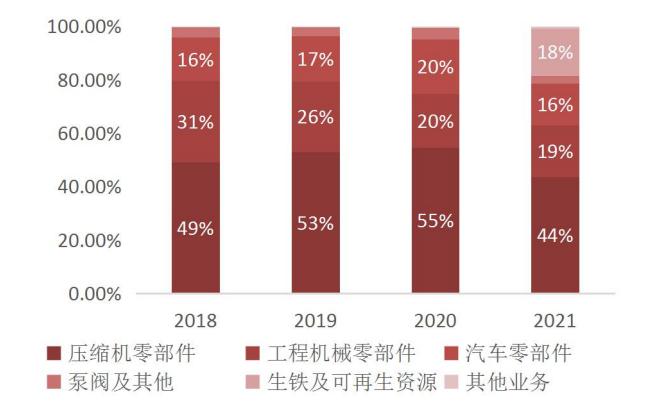
公司与下游客户美的、格力新增“美易单”、“融单”两种结算方式（美的、格力向其供应商广泛推广），可以直接背书转让给上游客户，几乎不产生贴息费用。2021年，公司账期相对稳定约为3个月，在可比公司中处于平均水平。（2）存货周转率，公司存货周转率经历2019-2020年下行后，2021年显著提升至6.31%，在可比公司中居于领先水平。

图3：2017-2021年营收年复合增长18%（百万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图4：收入结构多元化，压缩机零部件贡献最大



资料来源：Wind，山西证券研究所

图5：2017-2021年归母净利润复合增长29%



资料来源：Wind，山西证券研究所（单位，百万元）

图6：毛利率收窄，净利率平稳增长



资料来源：Wind，山西证券研究所



图 7：2021H，原材料和能源占营业成本 64.4%



资料来源：可转债募集说明书，发审委工作函回复，

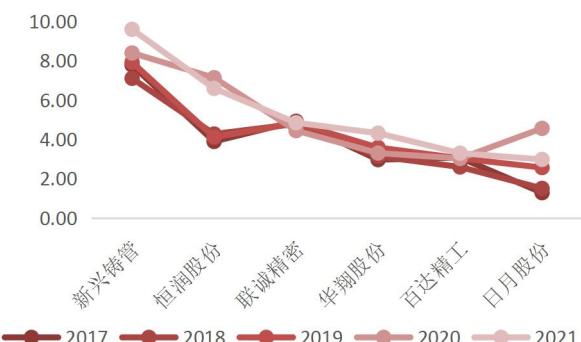
山西证券研究所

图 8：期间费用率逐年下滑



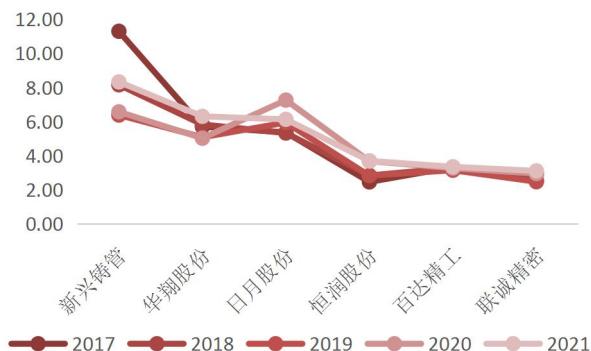
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 9：2021 年公司应收账款及票据周转率 4.3，为可比公司平均水平



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：2021 年公司存货周转率 6.3，在可比公司中相对领先



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 行业分析

### 2.1 铸造业分析：产量平稳，行业集中度待提升

铸造，是将熔融的金属浇铸到模型中获得铸件的过程，是现代制造业的基础产业。铸造是一种金属成型的热加工工艺，即：熔炼金属、制造铸型（芯），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。铸造行业是现代制造业的基础产业，是众多产品和高端技术装备创新发展的基础保障。铸造件可分为“黑色金属铸造”和“有色金属铸造”两个大类，根据铸造金属材料的不同，进一步细分为铸铁件、铸钢件、有色合金（铝、镁、铜、锌等）铸件。



全球铸造行业总产量整体保持平稳增长，2010-2020年复合增速为1.4%。2012年，全球铸件总产量首次突破1亿吨；2018年，全球铸件总产量突破1.1亿吨，为历史峰值；2019-2020年，全球铸件产量连续两年下跌。2020年，全球铸造件总产量10551万吨，2000-2020年，全球铸件总产量年复合增速为2.5%，其中2000-2010年复合增速为3.5%，2010-2020年复合增速为1.4%。

中国已成为世界最大铸造件生产国，2010-2020年复合增速为2.8%。2000年，我国首次超过美国成为世界最大铸造件生产国，此后一直稳居世界首位。2000-2010年，我国铸造件产量年复合增长率达到13.7%，进入“十二五”后，我国铸造行业发展增速有所放缓。2020年，我国铸造件总产量5195万吨，2010-2020年复合增速为2.8%，国内铸件产量增速有所放缓但仍高于全球。

图11：全球铸造件2010-2020年复合增速1.4%



资料来源：Modern Casting, 中国铸造协会, 山西证券研究所

图12：中国铸造件2010-2020年复合增速2.8%



资料来源：Modern Casting, 中国铸造协会, 山西证券研究所

**灰铸铁件生产占比最高，铝（镁）合金发展加快。**我国铸造件产量结构与全球产量结构基本一致，2020年黑色金属铸件占总产量比重超过80%。灰铸铁件是全部铸造材料中使用最多的材质，国内灰铸铁件占比明显下降，自2001年占比超过60%下降至2020年占比42%；全球灰铸铁件占比下降相对较慢，自2001年占比超过54%下降至2020年占比47%。我国有色金属铸造发展较快，2020年新能源汽车、5G和摩托车带动了铝合金的增长，铝（镁）合金铸件产量680万吨，产量占比为13.1%。

**汽车工业是铸件最大需求下游，占比接近30%。**2014-2021年，铸造下游需求占比前三的行业相对稳定，为汽车、铸管及管件、内燃机及农机，2021年三者比重分别为28.5%、16.4%、10.3%。2016-2021年，5年复合增速居前的下游为工程机械、轨道交通、铸管铸件，分别为9.5%、4.2%、3.1%。2021年，由于出口的拉动作用，汽车铸件产量同比增长2.7%；机床、通用机械及新兴产业如机器人等领域铸件需求也有所增加。

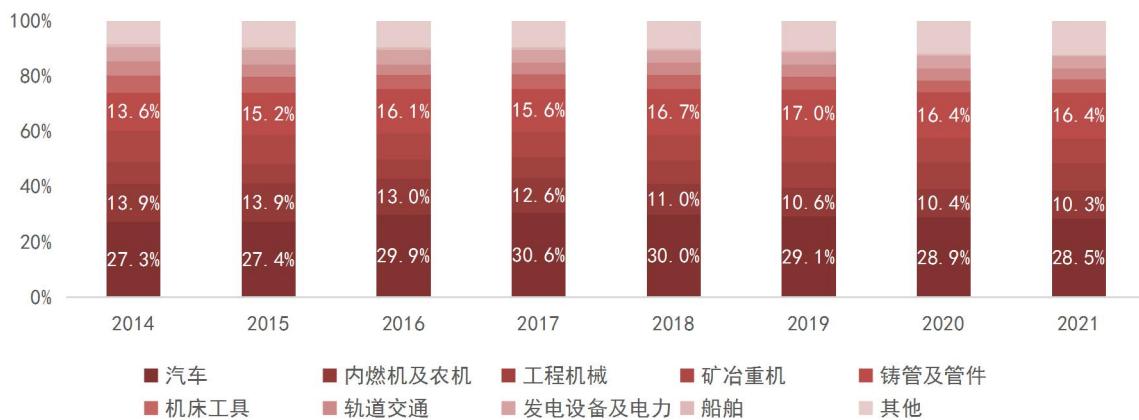


图 13：全球铸造件产量结构



资料来源：Modern Casting，山西证券研究所

图 15：2014-2021 年中国下游行业铸件需求前三为汽车、铸管铸件、内燃机及农机



资料来源：中国铸造协会，山西证券研究所

**大行业小公司，铸造业集中度有待提升。**2019 年 7 月，工业和信息化部办公厅、发展改革委办公厅、生态环境部办公厅联合发布《关于重点区域严禁新增铸造产能的通知》，指出重点区域（涉及京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等地区）新建或改造升级的高端铸造建设项目必须严格实施等量或减量置换，明确铸造业产能“不再增加”。据铸造行业“十四五”发展规划，“十三五”期间，受下游需求放缓竞争加剧及环保趋严等影响，行业集中度有所提升，铸造企业数量减少至 2 万多家，年铸件产量万吨以上的企业超千家，其中，年铸件产量 5 万吨以上的企业近 200 家。但是铸造业仍然存在数量仍然偏多、企业平均规模偏小的问题，企业间发展水平严重失衡，平均劳动生产率与工业发达国家仍有一定差距。“十四五”期间，国内外竞争将进一步加剧，从主机行业的需求来看，未来对铸件的需求相对平稳。在环保趋严、能源紧张、原材料涨价的背景下，行业供给侧改革提速，中小厂商逐步退出，头部厂商有望受益。

图 14：中国铸造件产量结构



资料来源：Modern Casting，山西证券研究所



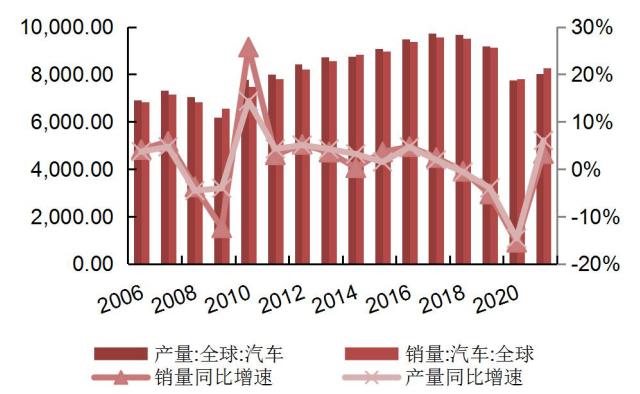
## 2.2 下游需求分析：汽车为需求最大下游

### 2.2.1 汽车零部件受益于汽车出口增长

汽车是铸造行业消费需求最大的下游，公司产品主要涉及制动系统。截至 2021 年，我国对汽车类铸造件消费达到 1540 万吨，占比达 28%；2016-2021 年，汽车铸件产量年复合增速约为 1.8%。公司在汽车制造领域的铸造件产品为制动系统的支架、制动钳、转向系统的转向节、离合器系统的飞轮、压盘等。

**2020 年是汽车行业周期低点，当前或开启新一轮成长周期。**（1）总量来看：基于技术和产品竞争力的提升，中国产汽车出口增速较快增长。2021 年我国出口汽车 201.5 万辆，同比+111.7%，出口占比约 7.7%；2022 年 1-6 月，我国汽车出口 121.8 万辆，同比+47.1%，出口占比约 10.1%。中国汽车产量占全球的比例从 1997 年的约 3.0% 增长至 2021 年的 32.5%，提升近 30 个百分点。（2）结构来看：终端需求驱动，新能源汽车渗透率有望继续提升。2021 年，全球新能源汽车销量达约 675 万辆，同比约+108%，其中中国市场新能源汽车销量达 352.1 万辆，同比+157.5%，占全球的比重达到 52.2%；2022 年上半年，国内新能源车渗透率达到 21.6%。考虑全球渗透率仍较低（2021 年约为 8.3%），而我国新能源汽车在全球具有一定的领先性，未来几年新能源汽车产销的高成长应具有较强的持续性和确定性。（3）汽车轻量化带动铝（镁）合金铸件需求。据中国铸造协会，新能源汽车销售增长带动了铝（镁）合金铸件的产量，2021 年铝（镁）合金铸件产量 720 万吨，同比增长 6%，产量占比为 13.3%。从市场份额来看，铝(镁)合金铸件产量占比维持在 12%-15% 之间，占比仍不及灰铸铁铸件以及球墨铸铁铸件，但略高于铸钢铸件。

图 16：全球汽车产销数据（万辆）



资料来源：中汽协，山西证券研究所

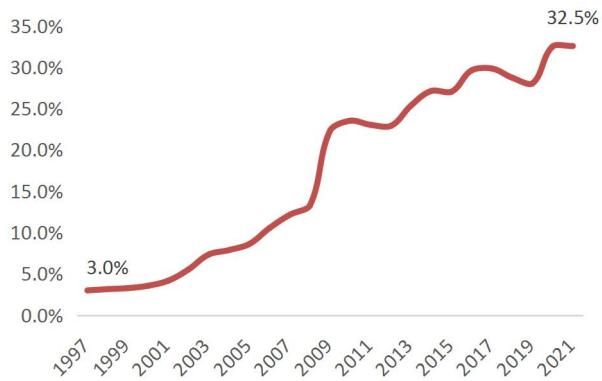
图 17：中国汽车产销数据（万辆）



资料来源：中国汽车工业年鉴，山西证券研究所

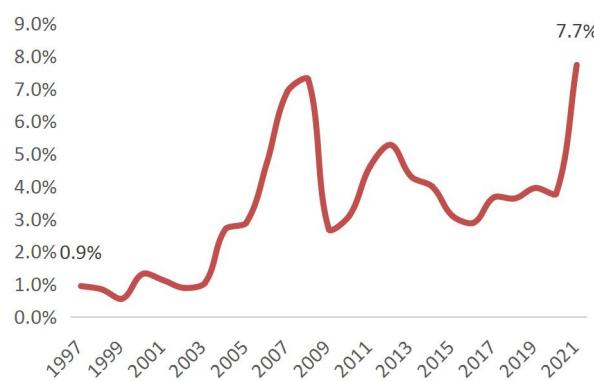


图 18：中国汽车产量全球占比（1997-2021）



资料来源：中汽协，山西证券研究所

图 19：中国汽车出口占国内产量比例（1997-2021）



资料来源：中汽协，EV-Volumes，山西证券研究所

图 20：中国新能源汽车销量及增速



资料来源：中汽协，山西证券研究所

图 21：新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，EV-Volumes，山西证券研究所

盘式制动系统是汽车常见的制动系统，刹车卡钳是其重要组成部分。在制动系统中，刹车卡钳的作用是通过与制动盘摩擦使车轮减速。刹车总泵产生的液压最终作用在卡钳内部的活塞上，活塞扩张之后会将刹车片推向刹车盘，产生摩擦力，使车轮停止或减速。

QYResearch 研究中心预计全球刹车卡钳市场规模 2025 年达到 77.46 亿美元。据 QYResearch 研究中心，2018 年，全球刹车卡钳市场规模为 63.78 亿美元，预计 2025 年达到 77.46 亿美元，2018-2025 年复合年增长率为 2.8%。行业主要生产商有 ZF TRW(德国零部件供应商采埃孚 ZF 收购美国天合汽车集团 TRW)，Aisin (日本爱信精机株式会社) 和 Continental (德国大陆集团)，收入占比分别是 13.5%，11.0% 和 9.7%；根据地区来看，亚太地区的收入占比是最高的，2019 年占比大约为 52.0%。

## 2.2.2 压缩机零部件市场相对稳定

压缩机是制冷系统的心脏，是一种将低压气体提升为高压气体的从动流体机械。压缩机从吸气管吸入低温低压的制冷剂气体，通过电机运转带动活塞对其进行压缩后，向排气管排出高温高压的制冷剂气体，为制冷循环提供动力，从而实现压缩、冷凝（放热）、膨胀、蒸发（吸热）的制冷循环过程。压缩机根据其工作原理可以分为容积型和速度型两大类，其中容积型又可分为活塞式、转子式、螺杆式、涡旋式等，速度型可分为离心式、轴流式等。

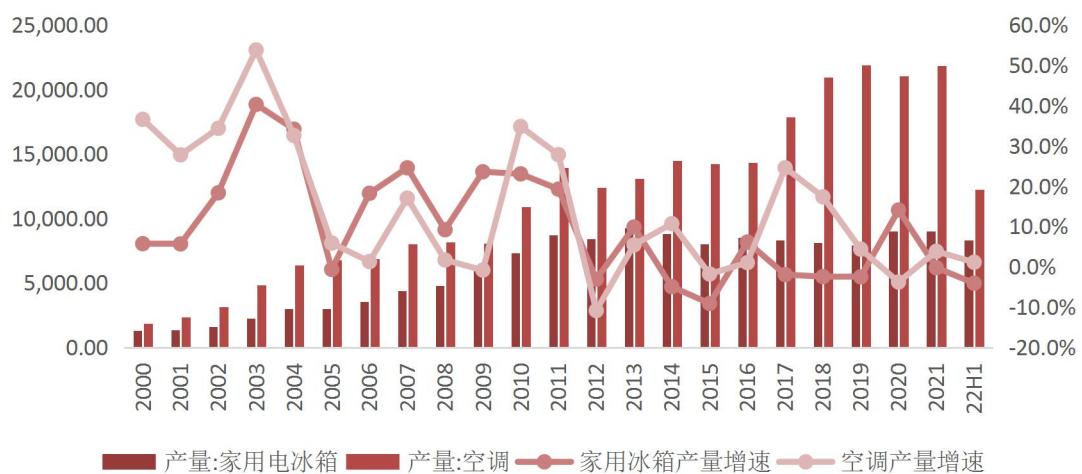
压缩机是空调和冰箱等白色家电产品的核心零部件，公司产品涵盖了压缩机使用的全部铸铁件产品。公司在白色家电领域的铸造件产品为转子式压缩机曲轴、气缸、活塞、法兰，活塞式压缩机曲轴、机座，涡旋压缩机动涡旋、定涡旋、上下支撑、活塞等，涵盖了压缩机所使用的全部铸铁件产品。**常见的转子式压缩机应用主要集中在家用空调领域，活塞式制冷压缩机应用主要集中在家用冰箱领域。全封闭活塞式压缩机和转子式压缩机产品，占据了全部压缩机品类销量 90%以上。**

近年，我国空调和家用冰箱产量相对稳定，分别在 2.1 亿台和 9000 万台。在我国自主品牌格力电器、美的集团等快速进步以及城镇化战略的背景下，家电行业内销出口两旺，我国空调和家用冰箱行业仍保持了相对较快的发展增速。长期来看，2001-2021 年，我国家用冰箱产量年复合增速 9.9%，空调产量年复合增速 11.8%；2016-2021 年，我国家用冰箱产量年复合增速 1.2%，空调产量年复合增速 8.8%。目前，在市场相对饱和背景下，我国家用冰箱产量基本维持在 8000 至 9000 万台，空调产量基本维持在 2.1-2.2 亿台。

**白电市场趋于饱和，出口带动压缩机增长。（1）家用冰箱国内市场几近饱和，其销量增长主要在于出口的增加。**家用冰箱市场整体饱和，内在消费依赖于升级换代，提升空间有限，在内需方面无法带动相关压缩机产品的增长，但目前我国已成为冰箱用压缩机产品的主要出口国，据产业在线，2012-2020 年，冰箱压缩机销量年复合增速为 8.6%，冰箱压缩机出口数量复合增速为 12.4%；冰箱压缩机出口数量在总销量比重提升，2012 年占比 25%，2016 年起占比超 30%，2021 年前 10 月占比达 36%。**（2）空调转子压缩机行业集中度高。**据产业在线，2021 年全球转子压缩机总产量 2.56 亿台/yoY+12.3%，其中，中国产量 2.39 亿台/yoY+12.8%，占全球总产量比例高达 93.2%。2021 年，中国转子压缩机出口量达到 4013.7 万台/yoY+18.8%，规模和增速都创近 5 年来新高。据产业在线，2021 年转子压缩机 TOP3 企业销售占比为 73.9%，其中 GMCC 占比达到 42.1%。

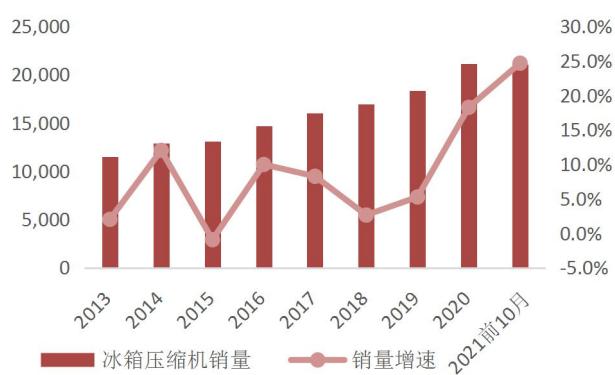


图 22：我国家用冰箱和空调产量（万台）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 23：我国冰箱压缩机销量（万台）



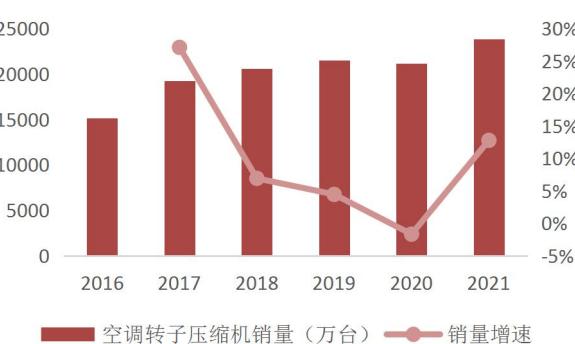
资料来源：产业在线，山西证券研究所

图 25：我国冰箱压缩机出口情况



资料来源：产业在线，山西证券研究所

图 24：我国转子压缩机销量



资料来源：产业在线，山西证券研究所

图 26：我国空调压缩机出口情况



资料来源：产业在线，山西证券研究所

## 2.2.3 工程机械关注国外疫后复苏

工程机械是装备工业的重要组成部分，下游应用广泛。凡土石方施工工程、路面建设与养护、流动式起重装卸作业和各种建筑工程所需的综合性机械化施工工程所必需的机械装备，均属于工程机械。工程机械主要用于国防建设工程、交通运输建设，能源工业建设和生产、矿山等原材料工业建设和生产、农林水利建设、工业与民用建筑、城市建设、环境保护等领域。

公司工程机械产品主要为平衡重，产品多用于出口。公司在工程机械领域的铸造件产品为叉车、高空作业车、装载机等使用的平衡重，卡车、工程机械车辆等减速器壳体上车桥以及叉车减速器壳体上桥壳。公司工程机械产品主要为出口业务，以欧洲和美国等国家和地区为主，涵盖了全球排名前列的主要工程机械生产商。

**疫后复苏，全球工程机械设备创新高，北美、西欧领先增长。**据 Off-Highway Research 调研数据，2021 年低利率、基础设施刺激投资和高价格等因素叠加利好工程机械，全球工程机械设备销量增长 10%，达到 119.6 万台的新纪录。2021 年，全球范围内（除中国）主要市场都出现了增长，北美增长最强劲，同比增长 25%，其次为新兴市场（不包括印度和中国）增长 24%，西欧增长 22%。未来几年，全球工程机械市场将呈缓慢持续增长趋势，欧洲市场相对稳定，而北美市场在美国政府出台的万亿美元基础设施建设计划政策下将有较大幅度增长。工程机械产品所用的平衡重、车桥及桥壳等铸造件产品单重较大，欧洲和北美工程机械市场的稳定发展或持续增长能够保证相关铸造件产品未来仍有一定幅度的上升空间。

图 27：全球工程机械产品销量呈周期性变化（台，亿美元）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，山西证券研究所（注：1999-2005 年未披露销售额数据）



图 28：北美工程机械销售变化（台，亿美元）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，山西证券研究所

图 29：西欧工程机械销售变化（台，亿美元）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，山西证券研究所

### 3. 公司竞争优势

#### 3.1 规模化与多元化

**规模化优势，有望受益于行业集中度提升。**铸造行业整体格局为“大行业，小公司”，随着供给侧改革推进，规模化头部企业在技术积累、成本把控、产品布局方面更具优势，有望在激烈的市场竞争中胜出。目前公司年铸件年产能 30 万吨，居行业第一梯队，有望受益于行业集中度提升。

**产品多元化，有助于分散下游需求端风险。**公司具备跨行业、多品种产品的批量化生产能力，形成压缩机零部件、工程机械零部件、汽车零部件等多元化产业布局。其中，工程机械零部件涵盖毛坯铸件到面漆的全工艺流程；压缩机零部件是“单项冠军”业务，是公司竞争力最强的业务；汽车零部件业务是目前增长潜力最大的业务，在目前加工产能还较低的情况下仍有较高的毛利率。此外，公司还布局了绝缘子、泵阀管件、3D 打印模具等业务。2022 年上半年，压缩机零部件、工程机械零部件、汽车零部件收入占比分别为 45%/22%/14%，毛利率分别为 24.9%/17.02%/20.7%，受到原材料涨价等影响，公司主要业务毛利率同比下滑。

**客户资源丰富，与细分领域龙头建立稳定合作。**公司可靠的产品质量和优秀的服务水平，积累了批量优质终端客户资源，与各细分业务领域龙头企业建立了稳定的合作关系。**(1) 压缩机零部件领域：**公司与格力电器、美的集团等全球领先的压缩机生产商建立了长期稳定的合作关系。根据公司可转债 2022 年跟踪评级报告，公司在格力电器的供货份额在 30% 左右，在美的集团供货份额在 10% 左右，供货份额稳定。据产业在线，2021 年转子压缩机 TOP3 企业为美芝（美的控股）、凌达（格力控股）、海立，其中美芝和凌达



合计占比超 60%。(2) 工程机械零部件领域：与丰田集团、特雷克斯、曼尼通、卡哥特科、斗山等全球知名工程机械企业建立了稳固的合作关系。(3) 汽车零部件领域：公司作为二级供应商，为知名汽车零部件一级供应商大陆集团、南方天合、帕捷、采埃孚供货。

表 5：公司铸铁件年产能 30 万吨

产品类别	项目	2021 年	2020 年	增减数
精密类	产能（吨）	223,764.00	221,922.69	1,841.31
	产量（吨）	209,216.51	170,468.06	38,748.45
	产能利用率	93.50%	76.81%	16.68%
	外购（吨）	10,731.86	6,594.09	4,137.77
	销量（吨）	210,143.08	168,300.37	41,842.17
	产销率	95.54%	95.05%	0.57%
重工类	产能（吨）	80,800.00	80,800.00	0
	产量（吨）	71,627.00	47,979.50	23,647.50
	产能利用率	88.65%	59.38%	29.27%
	外购（吨）	21,905.25	11,284.54	10,620.71
	销量（吨）	90,756.42	63,570.22	27,186.20
	产销率	97.03%	107.27%	-10.24%
机加工类	产能（万件）	25,165.95	21,431.32	3,734.63
	产量（万件）	20,893.12	16,802.10	4,091.02
	产能利用率	83.02%	78.40%	4.62%
	外协（万件）	364.71	290.91	73.8
	销量（万件）	20,694.58	16,325.44	4,369.14
	产销率	97.35%	95.51%	1.84%
生铁类	产能（吨）	251,250.00		不适用
	产量（吨）	154,377.28		
	产能利用率	61.44%		
	外协（吨）			
	销量（吨）	137,182.65		
	产销率	88.86%		

资料来源：公司 2021 年度报告，山西证券研究所



图 30：公司有丰富的客户资源



资料来源：公司官网，山西证券研究所

## 3.2 产业链延伸，降本增效

### 3.2.1 向下游机加工延伸，提升盈利能力

机加工铸件附加值更高，有助于提高公司盈利能力。铸造行业具有工艺流程长、生产环节多、生产工艺标准高、质量控制难度大等特点。公司核心品类产品为压缩机零部件、工程机械零部件及汽车零部件，从生产工艺上看，工程机械零部件在形成铸件后可直接销售，压缩机零部件和汽车零部件在形成铸件后可直接销售也可以进一步机加工后进行销售，通常同类零部件的机加工产品较铸件产品具备更高的附加值。

降低成本、分散风险，产业链分工逐步趋于细化。2021年底，公司获得小批量的压缩机核心部件组装业务。出于成本等因素，未来产业链分工有望继续细化，成本领先的供应商具备较强的竞争优势。



图 31：铸造业产业链



资料来源：公司可转债反馈意见回复，山西证券研究所

**IPO 和可转债募投项目，有效扩大机加工产能。**机加工主要是对压缩机零部件和汽车零部件产业链的延伸，是在现有产品毛坯件的基础上先进行粗加工，进一步延伸到精加工。IPO 募投项目“精加工智能化扩产升级项目”预计 2022 年年底前完成项目建设，可转债募投项目“机加工扩产升级及部件产业链延伸项目”建设期三年。以 2020 年为基数，两次募投项目达产后实际增加压缩机零部件粗加工产能 12,356.96 万件、精加工产能 4,265.80 万件，增加汽车零部件机加工产能 372.06 万件。截至 2021 年末，公司精密类产品年产能 22.38 万吨，重工类产品年产能 8.08 万吨；对精密类产品的机加工能力为 25,165.95 万件，其中机加工能力的提升系公司 IPO 募投项目陆续投产，机加工产能稳步释放所致。据公司测算，可转债募投项目达产后，或每年增加营业收入 3.59 亿元。

表 6：IPO 和可转债募资主要用于机加工扩产

序号		募投项目	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
IPO	1	华翔精加工智能化扩产升级项目	27,809.03	24,450.98
	2	华翔精密制造智能化升级项目	9,889.24	2,000.00
	3	补充流动资金项目	10,000.00	10,000.00
		合计	47,698.27	36,450.98
可转债	1	机加工扩产升级及部件产业链延伸项目	56,437.53	52,500.00
	2	铸造产线智能化升级与研发能力提升项目	7,612.80	6,500.00
	3	补充流动资金项目	21,000.00	21,000.00
		合计	85,050.33	80,000.00

资料来源：公司可转债反馈意见回复，山西证券研究所

表 7：两次机加工扩产升级项目达产后新增机加工产能

单位：万件	加工环节	IPO “精加工智能化扩产升级项目”	可转债“机加工扩产升级及部件产业链延伸项目”	合计
压缩机零部件	粗加工	5,266.80	7,090.16	12,356.96
	精加工	646.80	3,619.00	4,265.80
	小计	5,913.60	10,709.16	16,622.76
汽车零部件	机加工	63.14	308.92	372.06
合计		5,976.74	11,018.08	16,994.82

资料来源：公司可转债反馈意见回复，山西证券研究所

表 8：可转债机加工项目达产后营业收入测算

序号	产品类别	产能（万件）	不含税单价（元/件）	达产年营业收入（万元）
1	压缩机机加工零部件	10,709.16	2.92	31,317.87
2	汽车机加工零部件	308.92	14.95	4,616.90
	合计	11,018.08	-	35,934.77

资料来源：公司可转债反馈意见回复，山西证券研究所（注：营业收入指的是加工费收入）

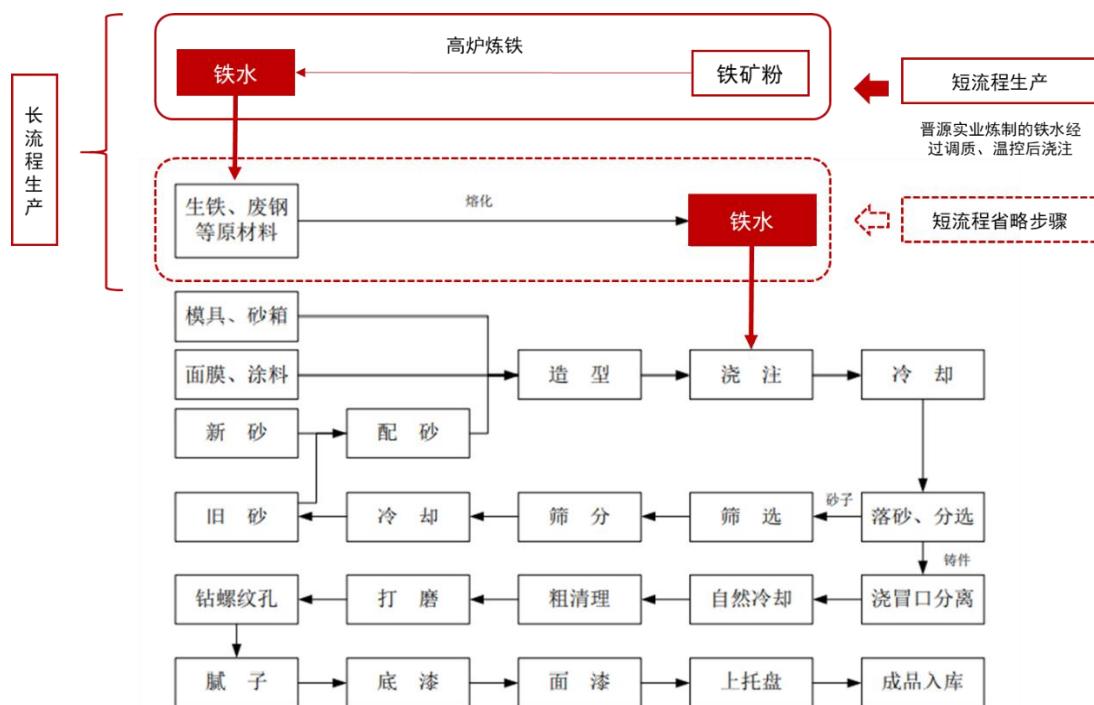
### 3.2.2 向上游原材料延伸，节约生产成本

**战略性布局上游，确保生铁资源供应。**晋源实业成立于 2003 年，位于素有“铁都”之称的临汾市翼城县，有较为充足的铁矿石资源，具备年产 33 万吨的铸造用生铁产能，与公司目前铸造产能相匹配。2021 年晋源实业实现收入 5.6 亿元，但由于原材料铁矿粉价格上涨过快，2021 年晋源实业净利润亏损 3,153.5 万元。未来公司将把重工事业部搬迁至晋源实业周边，目前正在相关改造。

**实现短流程生产，节约二次融化等成本。**公司铸件材质为铸铁件，采购生产所需主要原材料包括生铁、废钢等，并将生铁、废钢等原材料通过电炉熔化，形成铁水，然后将铁水注入模具成型。晋源实业主营业务为冶炼铸造生铁，收购晋源实业后，公司将实现短流程生产，即将铁矿粉直接熔炼出的铁水经过调质，温控等处理直接进行浇注，较常规铸造流程省去了生铁再融化的环节，达到节能减排，降低成本，提高生产效率的目的。相较长流程生产，短流程生产节约了原材料运输费用、电炉二次融化费用。



图 32：重工事业部短流程生产流程



资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 3.2.3 向上游光伏发电延伸，管理能源成本

铸造业为高能耗行业，电力成本占比高。公司铸件采用电炉融化，2021 年以前，电费在全部能源成本中的比重超 60%，在 2019-2020 年达到 96%/97%；2021 年 2 月，公司收购晋源实业，其生产生铁所需能源主要为焦炭、原煤、清洗煤，电费占比有所下降，2021 年上半年电费/能源成本为 43.3%，略低于焦炭/能源成本（为 43.4%），成本占比仍然很高。

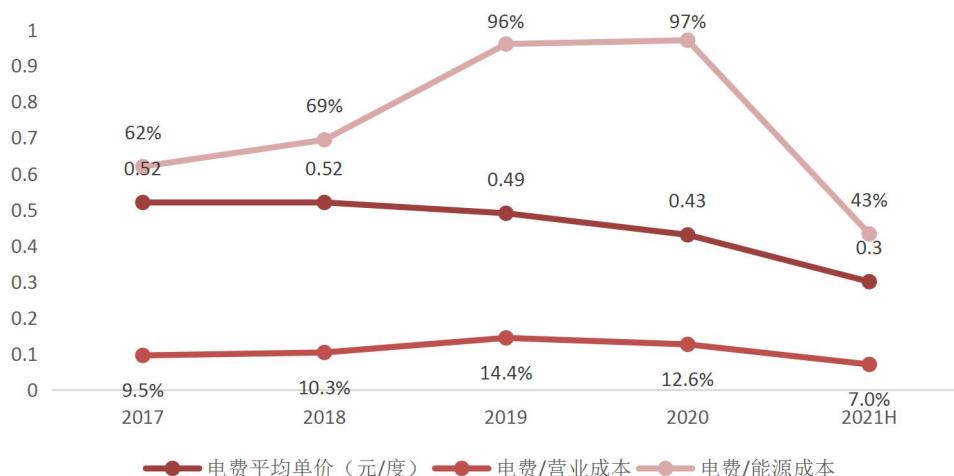
公司优惠电价 0.3 元/度，具备一定的成本优势。据公司可转债募集说明书，2017-2021H1，公司平均电价逐年下降，2021H1 受益于山西省优惠政策，公司平均电价为 0.3 元/度，较 2020 年大幅下降 30%，显著降低公司用电成本。2018-2020 年，公司电费/营业成本超 10%，2021H1 下降至 7%，较 2020 年减少 5.6 个百分点，主要原因则包括用电量占比下降和电平均单价减少。从去年开始的能源供应紧张问题，导致部分南方铸件供应商因限电等造成产品供应不及时的问题，甚至退出经营，当前能源的获取成本成为铸造业竞争力的突出影响因素。

布局光伏发电，或继续降低电力成本。2022 年 2 月，公司和洪洞县政府、特变电工新疆新能源股份有限公司签署框架合作协议，拟建设洪洞县 1GW 光伏发电项目及光伏支架产品生产项目，项目总投资 43 亿元；3 月，成立合资公司即山西华特新能源科技有限公司，注册资本 1 亿，其中华翔股份现金出资 4900 万，



占注册资本的 49%；特变电工新疆新能源公司现金出资 5100 万，占 51%。据公司 2022 年半年报，截至 2022 年上半年末，项目公司正积极申报土地和能源指标，同时，公司光伏支架产品生产项目预计将在下半年达产。光伏发电布局或进一步降低公司用电成本。

图 33：公司享受优惠电价，2021 年上半年平均单价为 0.3 元/度



资料来源：公司可转债募集说明书，山西证券研究所（注：2021 年 2 月收购的晋源实业，其生产生铁所需能源主要为焦炭、原煤、清洗煤，电费占比有所下降）

### 3.3 精细化运营

公司打造了完整的精益管理（HBS）体系，实现生产流程改善。《铸造行业“十四五”发展规划》明确要求应推进铸造企业精益化管理，通过实施专业化和规模化发展进一步提高产业集中度。公司近年来持续推进精益化、信息化、自动化三化融合，不断提升企业管理水平和生产质量，已建立健全完整的精益管理（HBS）体系。公司聘请精益咨询专业机构，并内部设置精益管理专属职能部门，通过实施“战略部署”、“VSM 价值流绘图”、“QC 全员自主改善”及“TPM 全员自主维护保养”等精益项目，对工艺流程、品质控制、日常生产管理等方面进行不断改善优化。2021 年，公司精益管理（HBS）由“工具应用”转变为“流程改善”，成功突破了多项精益改善成果并实现了“由点到线、由线到面”的复制推广。公司对多款产品进行了“毛坯件免打磨”的工艺改善，并通过上线“铁水智能系统”对电炉进行信息化升级，不断提升生产效率和工艺品质。

建立定制化客户专线，品类管理降低生产成本。专线用于生产固定品类的产品，铸造时减少了不必要的换型次数，比如铁水调材质过程、砂子换型、模具换型。专线生产稳定性强、成本低、效率更高，避免了产线共用导致的产品质量不稳定的问题，2021 年，公司铸造产能同比增长仅 0.6%，但产量同比增长 28.6%，

主要是品类管理带来的效率提升。目前，公司目前已设立 2 条白电专线，1 条汽车专线，1 条电力件专线。

## 4. 投资建议

### 4.1 推荐理由

**一是行业集中度提升的逻辑。公司规模化程度较高，将受益于行业集中度提升。**

2019 年以来，三部委联合发布《关于重点区域严禁新增铸造产能的通知》，铸造业产能不再增加。在环保趋严、能源紧张、原材料涨价、下游需求增长趋缓的背景下，行业供给侧改革提速，中小厂商逐步退出。公司铸件年产能 30 万吨，居行业第一梯队，同时，公司具备跨行业、多品种产品的批量化生产能力，是压缩机零部件单项冠军，在工程机械零部件、汽车零部件上也具备一定的竞争优势，将受益于行业集中度提升。

**二是毛利率改善的逻辑。主要包括两方面，机加工提升盈利能力以及突出的成本优势。**

一方面，产业链延伸增加产品附加值，带动细分业务毛利率提升。随着产业链分工细化，公司凭借工艺领先及成本优势，在机加工业务上仍有成长空间。公司 IPO、可转债募资用于压缩机零部件、汽车零部件机加工产能扩充，目前汽车零部件的机加工产能还在起步阶段，毛利率有望继续提升。

另一方面，多举措打造成本优势，充分保障能源供应。铸造业是高能耗行业，2018-2020 公司电费占营业成本比重超 10%，公司凭借区域优势，有充足电力供应，且 20Q4 年起享受优惠电价 0.3 元/度，下降近 30%；公司携手洪洞县政府、特变电工新疆新能源股份有限公司，积极布局光伏，或有望进一步降低公司用电成本。同时，公司收购晋源实业，一方面确保生铁供应、另一方面通过短流程生产节约生产成本，此外精益化运营包括客户专线、品类管理等对生产成本也有明显改善。

**三是细分业务增长的逻辑。汽零业务是公司最有潜力的业务之一，具备一定的成长空间。**

汽车是铸造业需求最大的下游，随着汽车出口的增长，汽车行业仍有较大的增长空间。公司汽零业务以刹车卡钳为主，目前主要应用在乘用车，未来公司通过拓品类、拓市场将继续打开汽零业务空间。压缩机零部件的下游白电行业，目前产销相对稳定，公司业务的增长主要体现为集中度的提升；工程机械零部件主要出口，取决于西欧、北美等的宏观经济环境，呈现一定的周期性。

### 4.2 盈利预测

**压缩机零部件业务：**公司压缩机零部件业务竞争力强，下游白色家电包括空调、冰箱产量相对稳定，市场空间主要为存量换新、高端产品升级等，且受房地产投资的影响较大。公司在美的、格力的供货比重

稳定在 10%、30%，能源紧张、环保趋严的趋势下，小型铸造厂或逐步退出，公司可能获得额外的份额；另一方面，压缩机零部件机加工产能不断落地、未来将实现毛坯件全覆盖，客户专线建设、精益化管理推进，压缩机零部件业务毛利率仍有改善空间。成本端，上半年大宗原材料继续涨价，而压缩机零部件客户约定产品价格主要按月度与生铁、废钢市场价格联动，价格传导相对及时。2022-2024 年，我们预计公司压缩机零部件业务收入增速为 10.0%/12.0%/12.0%；毛利率水平为 26.0%/27.5%/28.0%。

**工程机械零部件业务：**公司工程机械零部件以出口为主，与丰田集团等头部客户稳定合作。上半年，海外客户主动补库存，采购需求同比明显提升；中国工程机械工业协会数据显示，2022 年 1-6 月我国工程机械进出口贸易额为 213.91 亿美元，同比增长 25.2%，各月出口额均处于同月历史最高水平。京津冀地区环保压力逐步增加，相关地区的工程机械铸造企业或被限产停产，该部分订单需求向其他铸造产业集群地区转移。此外，随着公司晋源实业改造完成、重工事业部迁移、短流程生产落地，该业务毛利率将有所改善。2022-2024 年，我们预计公司工程机械零部件业务收入增速为 35.0%/30.0%/20.0%；毛利率水平为 17.2%/17.5%/17.5%。

**汽车零部件业务：**发展潜力最大的业务，目前公司作为二级供应商，为大陆集团、采埃孚等知名汽车零部件一级供应商供货。2022 年上半年，经历了疫情冲击、国家消费政策刺激，呈现出中期严重下滑、后期迅速恢复的特点，下半年有望持续复苏。当前公司汽车零部件 90%以上为毛坯件，毛利率水平近两年仍保持在 25%，随着机加工产能落地，公司汽车零部件业务有望继续增长。2022-2024 年，我们预计公司汽车零部件业务收入增速为 35.0%/32.0%/28.0%；毛利率水平为 23.5%/26.5%/27.5%。

**泵阀及其他：**2022-2024 年，预计公司泵阀管件及其他业务收入增速为 15.0%/50.0%/15.0%；毛利率水平为 12.0%/12.00%/11.0%。

**生铁和再生资源：**公司生铁业务将逐步转为成本中心，2022-2024 年，我们预计公司生铁和再生资源业务营业收入增速为 0/-25.00%/-25.00%。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入 38.5/44.7/50.8 亿元，同比增长 17.4%/15.9%/13.8%，归母公司净利润 4.1/5.8/7.2 亿元，同比增长 26.3%/40.5%/24.4%，EPS 为 0.95/1.33/1.66 元，对应 9 月 27 日收盘价 14.48 元，PE 为 15.3/10.9/8.7 倍，维持“买入-A”评级。

表 9：公司主要业务收入拆分及预测

		2021	2022E	2023E	2024E
压缩机零部件	营业收入	1431.0	1574.1	1763.0	1974.6
	YOY	34.7%	10.0%	12.0%	12.0%
	营业成本	1040.5	1164.9	1278.2	1421.7
	毛利率	27.3%	26.0%	27.5%	28.0%



工程机械零部件	营业收入	635.6	858.0	1115.4	1338.5
	YOY	61.2%	35.0%	30.0%	20.0%
	营业成本	530.8	710.4	920.2	1104.2
	毛利率	16.5%	17.2%	17.5%	17.5%
汽车零部件	营业收入	510.9	689.7	910.4	1165.3
	YOY	29.2%	35.0%	32.0%	28.0%
	营业成本	383.2	527.6	669.2	844.9
	毛利率	25.0%	23.5%	26.5%	27.5%
泵阀及其他类	营业收入	97.4	112.0	168.1	193.3
	YOY	14.6%	15.0%	50.0%	15.0%
	营业成本	86.5	98.6	147.9	172.0
	毛利率	11.2%	12.0%	12.0%	11.0%
生铁和再生资源	营业收入	583.7	583.7	437.8	328.3
	YOY	0.0%	0.0%	-25.0%	-25.0%
	营业成本	585.8	583.7	437.8	328.3
	毛利率	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	营业收入	23.7	35.5	71.1	81.7
	YOY	109.2%	50.0%	100.0%	15.0%
	营业成本	13.9	20.6	41.2	47.4
	毛利率	41.4%	42.0%	42.0%	42.0%
合计	营业收入	3282.3	3853.2	4465.8	5081.8
	YOY	68.4%	17.4%	15.9%	13.8%
	营业成本	2640.7	3105.9	3494.5	3918.6
	毛利率	19.5%	19.4%	21.8%	22.9%

资料来源：公司 2021 年度报告，山西证券研究所

## 5. 风险提示

**原材料价格波动的风险：**原材料成本包括生铁、废钢、硅铁等在公司生产成本中占比较大，公司直接材料主要，其市场价格波动必然对成本造成较大影响，挤压公司毛利率水平。此外，原材料价格持续上涨，会加大公司资金周转的压力；原材料价格持续下滑，将增大公司原材料库存管理的难度，并引致存货跌价的风险。

**能源价格大幅波动的风险：**能源对公司营业成本影响较大，电费等大幅波动会对公司经营产生不利影响。此外，根据山西省招商引资政策，目前公司享受 0.3 元/度的电价，若政策退出且公司未能找到替代方案，则会导致公司毛利率下滑风险。

**市场竞争加剧的风险：**铸造行业供给侧改革加速，行业竞争日趋激烈，行业集中度有望不断提升。若公司不能保持生产技术及工艺的先进性、产品质量的稳定性，稳固现有市场地位的同时积极开拓新的销售



及利润增长点，则可能在市场竞争中处于不利地位。

**疫情影响超出预期的风险：**新冠病毒疫情的持续蔓延将直接影响公司的市场开拓、供应链和产品物流运输等日常生产经营活动，甚至导致公司新增项目建设不及预期。

**国际贸易摩擦的风险：**公司工程机械零部件以北美、欧洲出口为主，如果国际贸易摩擦持续加剧，很可能导致公司在境外地区的收入规模继续缩减。

**汇率波动的风险：**公司外销产品结算主要以客户所在地货币结算，汇率的波动将会影响到公司汇兑损益。

## 财务报表预测和估值数据汇总

**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1691	3128	3155	3748	4000
现金	458	1295	1385	1498	1800
应收票据及应收账款	658	866	923	1150	1209
预付账款	10	30	18	38	25
存货	291	547	438	670	573
其他流动资产	274	390	391	392	392
<b>非流动资产</b>	940	1695	1800	1894	1978
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	777	1209	1301	1390	1455
无形资产	79	163	174	187	204
其他非流动资产	84	322	325	317	319
<b>资产总计</b>	2630	4823	4954	5642	5978
<b>流动负债</b>	631	1154	1177	1542	1432
短期借款	7	23	23	23	23
应付票据及应付账款	560	891	815	1104	1048
其他流动负债	64	241	339	415	361
<b>非流动负债</b>	217	1281	1081	879	675
长期借款	20	1055	855	653	449
其他非流动负债	197	226	226	226	226
<b>负债合计</b>	848	2436	2258	2422	2107
少数股东权益	7	188	180	166	147
股本	425	436	437	437	437
资本公积	800	881	881	881	881
留存收益	551	805	1150	1612	2153
归属母公司股东权益	1776	2200	2516	3055	3724
<b>负债和股东权益</b>	2630	4823	4954	5642	5978

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1949	3282	3853	4466	5082
营业成本	1516	2641	3106	3494	3919
营业税金及附加	11	9	10	13	15
营业费用	25	31	31	33	36
管理费用	73	129	136	160	187
研发费用	89	98	153	176	196
财务费用	8	31	7	1	-7
资产减值损失	-4	-23	-9	-13	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	7	2	3	3
<b>营业利润</b>	278	353	459	644	800
营业外收入	0	5	2	2	2
营业外支出	1	6	2	2	3
<b>利润总额</b>	278	352	459	644	800
所得税	33	43	53	76	95
<b>税后利润</b>	244	309	406	568	704
少数股东损益	-1	-19	-8	-14	-19
<b>归属母公司净利润</b>	245	328	414	582	724
EBITDA	385	540	616	820	976

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.8	68.4	17.4	15.9	13.8
营业利润(%)	44.8	26.9	29.9	40.2	24.3
归属于母公司净利润(%)	41.0	33.9	26.3	40.5	24.4
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	22.2	19.5	19.4	21.8	22.9
净利率(%)	12.6	10.0	10.7	13.0	14.2
ROE(%)	13.7	12.9	15.1	17.6	18.2
ROIC(%)	11.8	9.6	10.6	13.4	14.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.2	50.5	45.6	42.9	35.2
流动比率	2.7	2.7	2.7	2.4	2.8
速动比率	1.8	2.0	2.1	1.8	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	3.3	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	2.6	3.6	3.6	3.6	3.6
<b>估值比率</b>					
P/E	25.8	19.3	15.3	10.9	8.7
P/B	3.6	3.1	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.8	11.9	10.2	7.2	5.5

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	163	227	504	642	837
净利润	244	309	406	568	704
折旧摊销	120	155	165	194	206
财务费用	8	31	7	1	-7
投资损失	-1	-7	-2	-3	-3
营运资金变动	-222	-330	-71	-118	-63
其他经营现金流	13	69	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-146	-833	-267	-286	-287
<b>筹资活动现金流</b>	163	1409	-148	-243	-248
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.75	0.95	1.33	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.52	1.15	1.47	1.92
每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.72	5.44	6.67	8.20

数据来源：最闻数据、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

**北京**

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话：010-83496336

