

华翔股份 (603112.SH)

优于大市

半年报业绩点评：国内铸件领先企业，大股东定增及股权激励彰显发展信心

核心观点

公司为我国领先综合性铸造企业，已形成多业务线布局。公司成立于1999年，深耕金属铸件行业二十余年，立足华北地区，具有原材料丰富且稳定、成本较低等优势，下游聚焦白色家电、工程机械和汽车制造等三大行业。在白色家电压缩机零部件市场，公司处于国内行业龙头地位。公司积极推进精益化管理，优化工艺流程，提升高毛利率机加工件占比，业绩持续增长，2017-2023年收入/归母净利润CAGR为11.63%/21.77%，2023年毛利率/净利率约24%/11%，相较2017-2022年净利率平均值8%，盈利能力进一步提升。

2024年上半年营业收入同比增长25.74%，归母净利润同比增长30.92%。公司2024年上半年实现营业收入19.30亿元，同比增长25.74%，归母净利润2.31亿元，同比增长30.92%。上半年收入、归母净利润同比增长主要系下游白色家电产业链保持较高景气度，同时汽车零部件、工程机械零部件等销量稳健增长。同期毛利率/净利率分别为21.42%/11.47%，同比变动-1.95/+0.71个百分点，其中净利率提升主要公司系优化工艺流程，提升自动化率，生产效率提升，管理及销售费用有所降低。

核心业务布局新产能，奠定未来增长基础。分板块看，1) **精密件**：2024年上半年白色家电压缩机零部件和汽车零部件合计收入14.19亿元，同比增长28.42%。2023年四季度公司建成并投入运营2条新铸造线，同时启动洪洞白色家电产业园新一轮扩建工程，并加大对压缩机零部件精加工工序投资力度，业绩有望持续增长。2) **工程机械零部件**：收入3.68亿元，同比增长22.57%，毛利率为14.83%，产品以叉车、高车配重为主，公司与较多全球知名工程机械生产商建立了稳固的战略合作关系，是国内领先企业之一。

股权激励业绩考核3年CAGR 20.76%，高指标彰显发展信心。公司8月发布股票激励计划，拟授股票约883万股，占股本总额2.02%，首次授予价格7.88元/股，考核2024-2026年净利润目标值分别不低于4.8/6.0/7.0亿元，3年复合增速20.76%。此前公司2021年已做过一轮股票激励计划，已全部完成行权。另公司计划向控股股东华翔实业发行股票约2665万股，发行价格7.88元/股，资金总额约2.1亿元，提高公司资金实力，彰显控股股东对公司发展信心，2024年7月23日证监会已同意注册申请。

投资建议：我们预计2024-2026年归属母公司净利润分别为4.76/5.92/6.98亿元，对应PE 10/8/7倍，一年期合理估值为14.19-16.37元（对应2024年PE 13-15x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格波动；宏观经济承压。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,226	3,264	4,088	4,832	5,543
(+/-%)	-1.7%	1.2%	25.2%	18.2%	14.7%
净利润(百万元)	263	389	476	592	698
(+/-%)	-19.7%	47.7%	22.3%	24.5%	17.9%
每股收益(元)	0.60	0.89	1.09	1.36	1.60
EBIT Margin	9.7%	13.9%	13.1%	14.1%	14.8%
净资产收益率(ROE)	10.9%	14.1%	15.5%	17.1%	17.8%
市盈率(PE)	18.9	12.8	10.4	8.4	7.1
EV/EBITDA	15.3	11.4	10.9	9.2	7.9
市净率(PB)	2.06	1.81	1.62	1.44	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：王鼎

0755-81981000

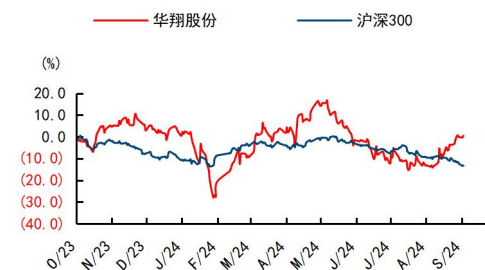
wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	11.47元
总市值/流通市值	5008/5004百万元
52周最高价/最低价	13.90/7.82元
近3个月日均成交额	24.28百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告


铸造行业综合型领先企业

铸造业务起家，主要聚焦在白色家电、工程机械和汽车制造三大行业

华翔集团创建于1999年，是一家拥有近6000名员工的大型装备制造企业，专注于金属材料成型及精密加工领域，主要聚焦在白色家电、工程机械和汽车制造三大行业，总部位于山西临汾，并在广东建立了生产、研发基地，形成了覆盖华北、华中、华南的产业格局，并辐射全国及海外市场，主要客户涵盖丹佛斯、恩布拉科、美的、格力、台湾瑞智、松下、三菱；大陆汽车、TRW、南方天合、法雷奥；丰田、林德、Terex、Haulotte, JcbKalmar、Doosan等世界一流企业。

公司于2020年在上交所成功上市，以百亿产值为目标，牢牢把握主业领先、延链强链、精益智造的战略主轴，通过横向扩张、纵向延伸、精益改善的“三轮驱动”发展模式，启动了“实业+资本”双引擎，专注于智能家居、新能源汽车、工业装备三大主业，全力打造华翔（洪洞）白色家电产业园、华翔（翼城）工业装备产业园、华翔（甘亭）汽车零部件产业园“三园”建设，推动工业化、信息化“两化”融合，持续提升产品附加值，引领华翔集团在技术创新、绿色环保、智能制造、精益管理等方面持续突破，全方位推动行业高质量发展。

表1：华翔集团主要业务情况

应用领域	产品用途	主要产品	图片展示	主要客户
白色家电	空调、冰箱压缩机(以转子式、活塞式、涡曲轴、气缸、活旋式为主)	涡曲轴、气缸、活塞、法兰等		凌达(格力电器)、美芝(美的集团)、恩布拉科、瑞智、中航三洋、思科普、三菱等
工程机械	工程车辆	平衡重、车桥、桥壳等		丰田集团(TOYOTA)、特雷克斯(TEREX)、曼尼通(MANITOU)、卡哥特科(CARGOTEC)、皓乐特(HAULLOTTE)、斗山(DOOSAN)、洛克拉(ROCLA)、克拉斯(CLAAS)等
汽车制造	汽车制动系统、转向系统、离合器系统	壳体、支架、油承盖、压盘、连接杆等		上汽制动、采埃孚(ZE)、天合(TRW)、南方天合(CTCS)、帕捷(PGI)、大陆集团等

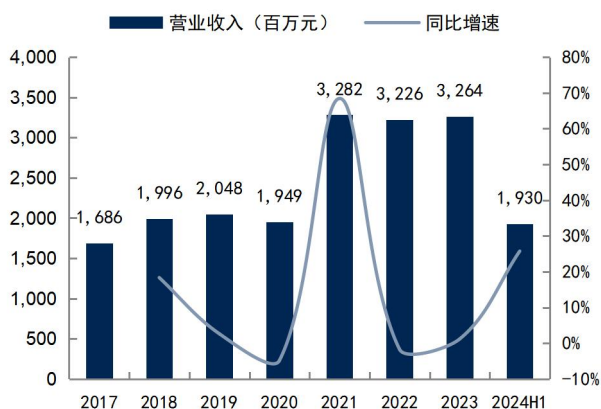
资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

财务情况

公司业绩保持稳健增长态势。公司业绩自 2017 年以来增长稳健，业绩增速仅在 2022 年有所下滑，其余年份均保持稳健增长。2022 年业绩有所波动主要系铁矿石价格大幅波动，能源价格大涨，钢材价格震荡下行，对钢铁行业效益影响较大，给公司生铁业务经营带来不利影响，造成生铁业务亏损及商誉减值，2022 年收入同比下降 1.72% 至 32.26 亿元，归母净利润同比下降 19.70% 至 2.63 亿元，此后逐步修复。

公司近期业绩实现较好增长。2023 年/2024 年上半年收入同比增长 1.17%/25.74% 至 32.64/19.30 亿元，归母净利润同比增长 47.66%/30.92% 至 3.89/2.31 亿元。2024 年上半年收入、业绩同比实现较好增长主要系下游白色家电产业链保持较高景气度，汽车零部件、工程机械零部件等销量稳健增长。同时公司降本增效取得成效，盈利能力有所提升，净利率提升 0.71 个百分点至 11.47%，主要系公司优化工艺流程，提升自动化率，生产效率提升，管理及销售费用有所降低。

图1：华翔股份历年营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

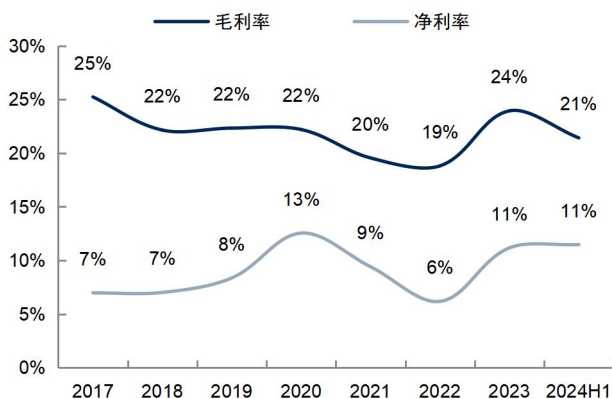
图2：华翔股份历年业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

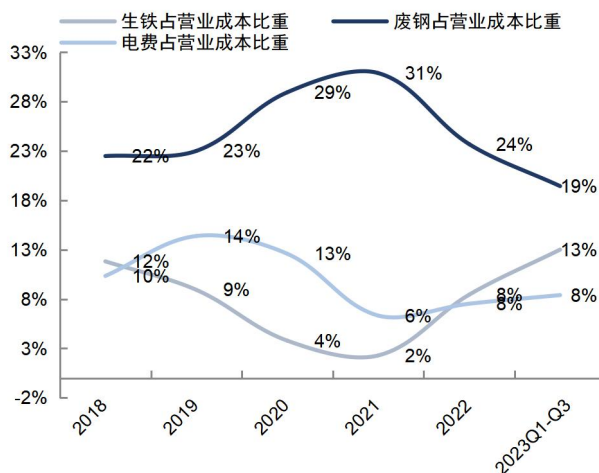
毛利率受原材料价格影响有所波动。公司 2016 年-2023 年毛利率/净利率保持在 18%-29%/6%-13% 之间，产品结构以白色家电压缩机零部件、工程机械零部件及汽车零部件等为主。2016 年-2022 年毛利率从 29.00% 下滑至 18.81%，毛利率下降主要系生铁、废钢、焦炭等主要原材料、燃料价格上涨和汇率波动等因素影响所致，其中压缩机零部件毛利率从 27.72% 下降至 23.80%，工程机械零部件从 27.21% 下降至 16.22%，汽车零部件从 38.76% 下降至 22.80%。2023 年毛利率修复至 23.62%，同比提升 5.17 个百分点，主要系白色家电零部件业务中高毛利加工件销量增长及产能利用上升所致。

图3: 华翔股份盈利能力保持稳定



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

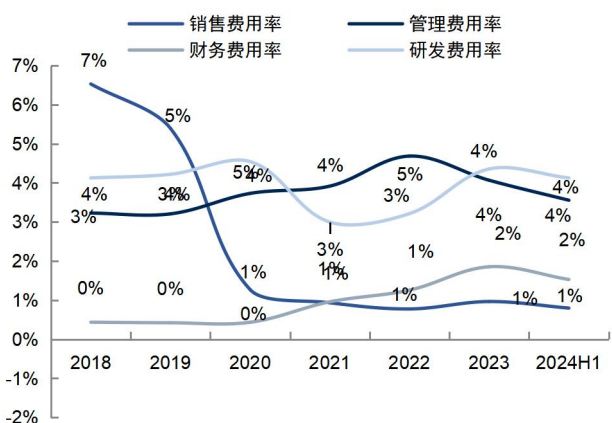
图4: 华翔股份原材料和能源成本占比



资料来源: 公司招股说明书及其他公告、Wind、国信证券经济研究所整理

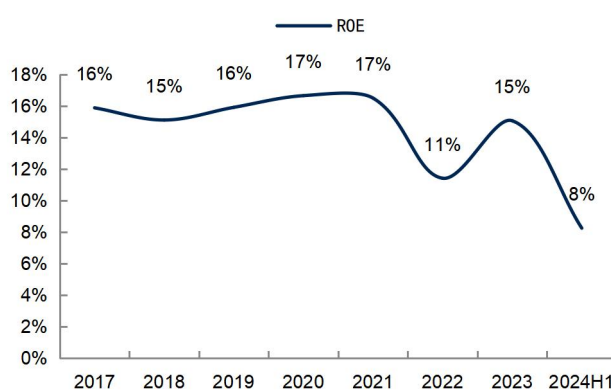
净利率持续提升，主要系受益于白色家电零部件业务稳健增加及降本增效成效显著。2016年-2020年净利率从6.69%上升至12.54%，主要系公司在营业收入保持快速增长的同时，较好地控制了各项费用支出，其中销售费用率下降幅度较大。2016年-2023年销售费用占营业收入比重从7.95%下降至0.96%。2021年-2022年净利率下滑，分别为9.41%/6.18%，主要系生铁业务受原材料价格影响，造成亏损及商誉减值，管理费用率有所提升。2023年/2024年上半年净利率修复至11.17%/11.47%，盈利能力改善主要系白色家电零部件业务收入实现较好增长，同时公司持续推进精益管理，加大技术创新投入，探索数字化建设，优化工艺流程，突破技术瓶颈，从而有效降本增效、提升公司盈利能力和市场竞争力。**得益于净利率持续提升，股东资本回报率长期保持在15%以上。**2017年-2023年公司ROE保持在15%-17%区间，除2022年受生铁业务影响，ROE有所下滑。

图5: 期间费用率整体保持稳定



资料来源: 公司招股说明书及其他公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 华翔股份期间ROE保持稳定



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司现金流状况良好，资本开支占营收比重略有波动。2017年-2023年公司经营性现金流净额与净利润的比值为0.66/1.71/0.59/0.66/0.69/0.53/0.74，基本稳定在0.5-0.7左右，2024年上半年经营活动产生的现金流量净额2.54亿元，同比增长19.25%，规模创历史同期新高，同时对应经营利润现金比率突破1.00达到1.10，亦创下近年来新高，体现下游需求较好，对未来业绩或形成较好支撑。
资本开支有所下降。2017年-2023年公司资本开支占营收比重为5.05%/6.52%/4.75%/6.55%/12.53%/9.94%/3.07%，其中2021年-2022年占比较高主要系公司通过设立合资子公司翼城新材料，收购晋源实业100%股权等，业务范围延伸到上游产业，将生铁的生产与加工纳入主营业务范围，同时扩充产能，而其余年份保持在3%-7%之间，2023年资本开支占营收比重下降至3.07%。

图7: 经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 资本开支情况

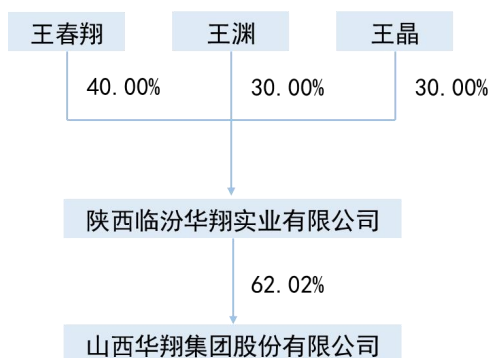


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构：股权结构：股权结构稳定，股权激励充分

股权结构稳定，股权激励充分。截至 2024 年上半年，公司控股股东为山西临汾华翔实业有限公司，持股数量占比 62.02%，本企业最终控制方是王春翔、王渊、王晶（王春翔与王渊系父子关系、王春翔与王晶系父女关系），分别持有华翔实业股份占比 40%/30%/30%，其中王春翔为公司董事长，王渊为董事兼总经理。

图9：公司控股股东及实际控制人情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 6 月 31 日）

公司于近期发布股权激励计划及向控股股东发行股票预案：

股权激励业绩考核 3 年 CAGR 20.76%，高指标彰显发展信心。公司于 2024 年 8 月 23 日发布《2024 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予激励对象的限制性股票数量为 882.90 万股，占股本总额 2.02%，其中首次授予 782.90 万股，占授予比例 88.67%，激励对象为核心骨干员工及董事会认为需要激励的其他人员，共计 277 人，授予价格为 7.88 元/股，考核 2024 年-2026 年净利润目标值分别不低于 4.8/6.0/7.0 亿元，较 2023 年净利润分别增长 31.87%/64.84%/92.31%，3 年复合增速 20.76%。

表2：本激励计划业绩考核目标（首次授予的限制性股票）

解除限售期	业绩考核目标	
	目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个解除限售期	2024 年净利润不低于 48,000.00 万元。	2024 年净利润不低于 45,600.00 万元。
第二个解除限售期	2025 年净利润不低于 60,000.00 万元，或 2024 年-2025 年两年累计净利润不低于 108,000.00 万元。	2025 年净利润不低于 57,000.00 万元，或 2024 年-2025 年两年累计净利润不低于 105,000.00 万元。
第三个解除限售期	2026 年净利润不低于 70,000.00 万元，或 2024 年-2026 年三年累计净利润不低于 178,000.00 万元。	2026 年净利润不低于 66,500.00 万元，或 2024 年-2026 年三年累计净利润不低于 174,500.00 万元。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（截至 2024 年 6 月 31 日）

此前公司 2021 年已做过一轮股票激励计划，已全部完成行权。2021 年股票激励计划拟授予的限制性股票数量为 1,240.00 万股，约占当时股本的 2.92%，具体考核 2021 年-2023 年净利润目标值为 1.80/2.20/2.70 亿元，3 年复合增速 22.47%。公司实际实现 2021 年-2023 年业绩 3.28/2.63/3.89 亿元，成功完成该计划。

大股东定向增发补充营运资金，体现控股股东对公司的信心和支持。公司于 2024 年 6 月 14 日发布《2023 年度向特定对象发行股票预案（三次修订稿）》，发行对象为控股股东华翔实业，拟发行股票数量为 26,649,746 股，发行价格为 7.88 元/股，发行募集资金总额约 2.1 亿元。此次定增体现控股股东华翔实业对公司支持的决心以及对公司未来发展前景的信心，同时增强公司可持续发展能力，有利于提升公司投资价值。

盈利预测

假设前提

精密件业务：具体包括白色家电压缩机零部件和汽车零部件，2024 年上半年收入 14.19 亿元，同比增长 28.42%。其中压缩机零部件收入增长主要系下游空调、冰箱销量实现较好增速，同时产能持续释放，市场份额提升导致；汽车零部件收入增长主要系下游汽车出口、新能源车销量实现快速增长。我们假设精密件业务未来三年收入增速分别为 30%/20%/15%，毛利率保持稳定，分别为 24.79%/24.79%/24.79%。主要基于以下逻辑判断：

(1) 压缩机零部件业务展望：目前产能利用率保持在较高水平，未来随着旧产线搬迁、扩产和技改，包括机加工扩产升级及部件产业链延伸项目等，以及新产线建设，产量将逐步提升，销售量将保持稳健增长态势。毛利率主要跟材料成本及机加工比重相关，预计毛利率逐步增长。

(2) 汽车业务展望：公司积极推进扩张战略，有望复制压缩机增长路径，先扩张规模，后续逐步发展精加工件，提升毛利率，未来三年收入及毛利有望实现持续较好增长。

工程机械零部件：公司工程机械零部件产品主要出口海外，2024 年上半年尽管世界经济增长动能偏弱、外部不确定不稳定因素增多，但是国内该类产品的出口规模仍然实现了稳步增长。根据海关总署数据显示，该产品出口量和出口额分别约为 40 万吨和 46 亿元，分别增长 7.5%和 7.6%。同期业务收入约 3.68 亿元，同比增长 22.67%，毛利率 14.83%，同比下滑 1.10 个百分点，业务增长主要系公司积极拓展客户，且不断突破新产品的制造工艺，确保了客户订单的准时交付。未来随着业务布局持续深化，有望实现稳健增长，假设 2024 年-2026 年收入增速分别为 15.00%/15.00%/15.00%，毛利率保持稳定，分别为 14.81%/14.81%/14.81%。

生铁和再生资源：近年该业务收入规模持续下降，长期亏损，2022 年-2023 年收入分别为 3.86/1.06 亿元，同比增速分别为-33.87%/-72.54%，毛利率分别为-4.60%/-11.74%。考虑到该业务景气度较低，公司控制产能投放，同时参考 2024 年上半年收入情况以及折旧摊销等费用，假设 2024 年-2026 年收入增速分别为-20%/-50%/-50%，毛利率略有改善，分别为-10.74%/-7.74%/-4.74%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 40.88/48.32/55.43 亿元，同比增长 25.25%/18.20%/14.73%，毛利率分别为 22.07%/22.52%/22.67%。

表3: 华翔股份业绩拆分

报告期（亿元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
报表类型					
1、精密件					
收入	20.08	23.29	30.28	36.33	41.78
增速	3.39%	16.00%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率(%)	23.53%	27.29%	24.79%	24.79%	24.79%
2、工程机械零部件					
收入	6.91	6.19	7.12	8.19	9.41
增速	11.81%	-10.42%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	16.21%	17.81%	14.81%	14.81%	14.81%
3、生铁和再生资源					
收入	3.86	1.06	0.85	0.42	0.21
增速	-33.87%	-72.54%	-20.00%	-50.00%	-50.00%
毛利率(%)	-4.60%	-11.74%	-10.74%	-7.74%	-4.74%
4、其他业务					
收入	1.08	1.71	2.22	2.89	3.47
增速	11.52%	58.08%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率(%)	20.50%	16.42%	16.42%	16.42%	16.42%
整体					
营业收入（亿元）	32.26	32.64	40.88	48.32	55.43
增速	-1.72%	1.17%	25.25%	18.20%	14.73%
毛利率	18.81%	23.95%	22.07%	22.52%	22.67%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2023-2025 年归属母公司净利润分别为 4.76/5.92/6.98 亿元，同比变动 22.3%/24.5%/17.9%。

表4: 未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3226	3264	4088	4832	5543
营业成本	2619	2482	3186	3743	4287
营业税金及附加	14	21	18	25	30
销售费用	25	31	35	39	42
管理费用	151	133	145	161	173
研发费用	104	142	166	181	191
财务费用	40	60	61	66	70
投资收益	23	25	68	64	54
资产减值及公允价值变动	-91	-46	-38	-38	-38
其他收入	-74	-116	-166	-181	-191
营业利润	235	400	507	641	766
营业外净收支	1	5	2	3	3
利润总额	235	405	508	643	769
所得税费用	36	40	53	68	81
少数股东损益	-64	-25	-21	-17	-10
归属于母公司净利润	263	389	476	592	698

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：通过 Wind 数据选取 2019-2023 年铸件领域上市公司日月股份、联德股份作为可比公司，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.01；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.75%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 3% 的溢价，由此得出股票风险溢价 7.36%；

K_d：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，给与 3% 左右的风险溢价，由此假设债务成本 5.85%；

永续增长率：公司产品的下游应用广泛，与宏观经济环境相关性较高，假设公司永续增长率为 2%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 10.56%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 14.71 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：绝对估值法资本成本假设（截至日期：2024/09/09）

	合理值
无杠杆 Beta	1.01
无风险利率	2.75%
股票风险溢价	7.36%
公司股价（元）	11.38
发行在外股数（百万股）	436
股票市值（百万元）	4963
债务总额（百万元）	1425
K _d	5.85%
T	10.00%
K _a	10.18%
有杠杆 Beta	1.27
K _e	12.09%
E/(D+E)	77.69%
D/(D+E)	22.31%
WACC	10.56%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: FCFF 估值表

单位: 百万元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	537.29	681.40	819.63	940.39	1074.96	1135.99	1241.66	1294.28	1300.55	1304.27	
所得税税率	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	
EBIT*(1-所得税税率)	480.81	609.77	733.47	841.54	961.96	1016.57	1111.14	1158.22	1163.84	1167.16	
折旧与摊销	176.98	193.53	207.51	221.98	237.08	252.00	266.92	281.90	296.81	311.71	
营运资金的净变动	13.65	-381.77	-381.26	-254.76	-503.41	-416.92	-424.60	-362.81	-372.31	-393.35	
资本性投资	-278.38	-233.73	-204.44	-238.85	-225.67	-222.99	-229.17	-225.94	-226.03	-227.05	
FCFF	393.06	187.80	355.28	569.91	469.96	628.67	724.29	851.38	862.31	858.47	10225.01
PV(FCFF)	355.50	153.63	262.87	381.38	284.45	344.15	358.61	381.26	349.26	314.48	3745.74
核心企业价值	6931.33										
减: 净债务	518.22										
股票价值	6413.11										
每股价值(元)	14.71										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档分别为 0.2% 的变动幅度, 折现率浮动范围为 10.16%-10.96%, 永续增长率的变化范围为 1.6%-2.4%, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 13.52-16.14 元。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
		10.16%	10.36%	10.56%	10.76%	10.96%
永续 增长 率变 化	2.40%	16.14	15.64	15.17	14.72	14.29
	2.20%	15.88	15.39	14.94	14.50	14.09
	2.00%	15.62	15.16	14.71	14.29	13.89
	1.80%	15.38	14.93	14.50	14.09	13.70
	1.60%	15.15	14.71	14.30	13.90	13.52

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值

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，能够达到公司规模的企业在产品、客户等方面都存在明显差异，不构成直接竞争，而各细分业务领域的直接竞争对手不具备综合型铸造生产能力，竞争对手存在较大差异。公司分精密类产品（压缩机零部件、汽车零部件等）和重工类产品（工程机械零部件）。基于此，我们选择日月股份及联德股份作为可比公司。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。联德股份主要从事高精度机械零部件以及精密型腔模产品的研发、设计、生产和销售，提供从铸造到精加工的一站式服务，产品包括用于压缩机、工程机械、注塑机以及食品机械整机制造的精密零部件等。

综合考虑可比公司的估值及公司的成长性，我们预计华翔股份 2024 年-2026 年归母净利润分别为 4.76/5.92/6.98 亿元，对应 PE 10/8/7 倍，一年期合理估值为 14.19-16.37 元（对应 2024 年 PE 13-15x）。

表8: 可比公司相对估值（截至 2024 年 9 月 08 日）

证券代码	证券简称	投资评级	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
605060.SH	联德股份	未评级	29	12.03	1.05	1.18	1.46	11	10	8
603218.SH	日月股份	未评级	109	10.62	0.47	0.66	0.79	23	16	13
							平均值	17	13	11
603112.SH	华翔股份	优于大市	50	11.41	0.9	1.09	1.36	13	10	8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：可比公司盈利预测为 Wind 一致预测

投资建议

综合以上，我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 4.76/5.92/6.98 亿元，对应 PE 10/8/7 倍，一年期合理估值为 14.19-16.37 元（对应 2024 年 PE 13-15x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 14.19-16.37 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

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

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

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

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2024 年 13-15 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

基于白色家电零部件行业的较高景气度，同时工程机械零部件收入保持稳健增长趋势，我们假设公司未来 3 年收入增长 25.2%/18.2%/14.7%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果白色家电零部件销量不达预期，行业竞争激烈，产品价格下降，公司未来营收增速可能不达预期。

市场竞争加剧的风险

随着铸造行业供给侧结构调整加快，落后产能加速淘汰，行业集中度将大幅提高，目前行业细分业务领域已形成一批具备规模化生产能力的铸造企业。在国家政策扶持、市场需求增加的背景下，国内具有一定规模的铸造生产企业纷纷加大投入，如引进国外先进生产设备、增加技术研发投入等，扩张产能规模同时提升技术工艺能力，行业竞争日趋激烈，产品价格竞争压力大幅提高。公司如不能保持生产技术及工艺的先进性、产品质量的稳定性，充分利用现有规模优势，稳固现有细分产品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，导致盈利能力下降。

主要原材料价格波动的风险

公司直接材料主要包括生铁、废钢、硅铁等，其市场价格波动会对成本造成较大影响，进而影响公司经营业绩的稳定性。生铁和废钢价格主要受铁矿石价格影响，而铁矿石价格影响波动因素较多、波动性较高，导致生铁和废钢的价格也呈较高的波动性。一方面，若原材料价格持续上涨，原材料采购将占用公司更多的流动资金，从而加大公司资金周转的压力；另一方面，若原材料价格持续下滑，则将增大公司原材料库存管理的难度，并引致存货跌价损失的风险。此外，原材料价格的波动还会造成公司产品毛利率等财务指标波动。

宏观经济环境恶化的风险

铸造行业是制造业的基础产业，细分业务领域发展与下游应用行业密切相关，公司主要产品包括白色家电压缩机零部件、工程机械零部件、汽车零部件等，下游涉及白色家电制造、工程机械制造和汽车制造等行业。上述行业作为国民经济的重要产业，行业景气度与国内外宏观经济形势密切相关，市场需求受行业消费者信心及收入水平等影响较大。目前，全球经济复苏放缓，国内经济发展增速下降，若未来几年全球经济复苏进程受阻、国内经济攻坚改革进展不甚理想，将影响铸造下游行业的发展，进而对公司的经营业绩造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	610	448	749	916	1013	营业收入	3226	3264	4088	4832	5543
应收款项	1088	1150	1300	1537	1763	营业成本	2619	2482	3186	3743	4287
存货净额	634	640	760	937	1082	营业税金及附加	14	21	18	25	30
其他流动资产	246	289	349	403	475	销售费用	25	31	35	39	42
流动资产合计	3231	3413	4045	4679	5220	管理费用	151	133	145	161	173
固定资产	1605	1638	1703	1708	1671	研发费用	104	142	166	181	191
无形资产及其他	160	157	154	151	148	财务费用	40	60	61	66	70
投资性房地产	105	83	83	83	83	投资收益	23	25	68	64	54
长期股权投资	0	0	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(91)	(46)	(38)	(38)	(38)
资产总计	5100	5292	5985	6622	7123	其他收入	(74)	(116)	(166)	(181)	(191)
短期借款及交易性金融负债	371	14	0	129	48	营业利润	235	400	507	641	766
应付款项	902	739	1053	1136	1181	营业外净收支	1	5	2	3	3
其他流动负债	158	166	210	242	284	利润总额	235	405	508	643	769
流动负债合计	1431	920	1263	1507	1512	所得税费用	36	40	53	68	81
长期借款及应付债券	951	1365	1425	1475	1525	少数股东损益	(64)	(25)	(21)	(17)	(10)
其他长期负债	178	153	139	110	87	归属于母公司净利润	263	389	476	592	698
长期负债合计	1130	1519	1564	1585	1612	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	2561	2438	2827	3091	3124	净利润	263	389	476	592	698
少数股东权益	125	101	87	76	70	资产减值准备	57	(50)	2	(0)	(1)
股东权益	2414	2752	3071	3454	3929	折旧摊销	179	196	177	194	208
负债和股东权益总计	5100	5292	5985	6622	7123	公允价值变动损失	91	46	38	38	38
						财务费用	40	60	61	66	70
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(112)	(317)	14	(382)	(381)
每股收益	0.60	0.89	1.09	1.36	1.60	其它	(92)	32	(16)	(10)	(6)
每股红利	0.27	0.25	0.36	0.48	0.51	经营活动现金流	386	295	690	431	556
每股净资产	5.52	6.29	7.04	7.92	9.01	资本开支	0	(131)	(278)	(234)	(204)
ROIC	11%	16%	18%	20%	22%	其它投资现金流	(535)	(234)	0	0	0
ROE	11%	14%	15%	17%	18%	投资活动现金流	(535)	(365)	(279)	(234)	(205)
毛利率	19%	24%	22%	23%	23%	权益性融资	7	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	14%	13%	14%	15%	负债净变化	(146)	370	60	50	50
EBITDA Margin	15%	20%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(120)	(108)	(156)	(209)	(224)
收入增长	-2%	1%	25%	18%	15%	其它融资现金流	(11)	(616)	(14)	129	(81)
净利润增长率	-20%	48%	22%	24%	18%	融资活动现金流	(535)	(92)	(111)	(31)	(254)
资产负债率	53%	48%	49%	48%	45%	现金净变动	(685)	(162)	301	167	97
息率	2.4%	2.2%	3.1%	4.2%	4.5%	货币资金的期初余额	1295	610	448	749	916
P/E	18.9	12.8	10.4	8.4	7.1	货币资金的期末余额	610	448	749	916	1013
P/B	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	0	156	393	188	355
EV/EBITDA	15.3	11.4	10.9	9.2	7.9	权益自由现金流	0	(90)	384	307	262

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032