

➤ **事件：3月28日公司发布2021年报。**2021年公司实现营收82.25亿元，同比增长43.88%；归母净利润8.53亿元，同比增长142.97%；扣非归母净利润9.30亿元，同比增长192.72%。2021Q4公司实现营收20.51亿元，同比增长12.47%、环比下滑5.93%；归母净利润2.62亿元，同比增长137%、环比增长-2%；扣非归母净利润3.82亿元，同比增长353%、环比增长50%。

➤ **2021年实现归母净利润8.53亿元，主要是因为新能源电极箔业务销量提升，产品售价上涨，量价齐升。量：产品产量同比增长。**公司“年产1500万平方高压高性能化成箔项目”逐步投产，高纯铝、电子铝箔、电极箔产品的产、销量同比均有所增长。公司电子铝箔产量2.92万吨，同比增长21.63%；化成箔产量2476万平米，同比增长32.03%；合金产量8.58万吨，同比增长31.03%。
价格与成本：价格和成本均上涨，单位盈利能力小幅提升。铝价2021年均价为18884元/吨，同比增长35.01%。铝价的上涨对公司业绩影响偏正面，公司业务多与铝相关，主要产品的毛利率和盈利能力显著提升。

➤ **2021Q4公司归母净利润同比增长，受营业外因素影响环比下降。**同比看公司主营产品在2021年销售均价皆有所提升，加上投资收益，2021Q4归母净利润同比增加1.54亿元。环比看，归母净利润有所下滑，毛利的增长依旧贡献主要增量，投资收益也贡献了2738万元，然而，营业外利润给公司减利2888万元，费用及税金更是减利4302万元，导致公司归母净利润环比下滑646万元。

➤ **电子新材料综合供应商，完整的产业链铸就深厚的技术和成本壁垒，受益新能源行业景气成长。**公司是“中国电子元件百强企业”，拥有一次高纯铝产能18万吨，高纯铝液产能5.5万吨，电子铝箔产能3.5万吨，电极箔产能2300万平方米。已经形成“能源—（一次）高纯铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”电子新材料循环经济产业链。2021年新能源领域增长助推电容器需求反转，公司电极箔业务迎来量价齐升，其中新能源相关领域用电极箔占公司电极箔销量的20-30%。我们认为在2022年下游景气度持续的情况下，公司有望显著受益。

➤ **配股扩产项目受益半导体及航空航天发展机遇，参股天池能源有望增厚投资收益。**公司2021年配股项目将扩建高纯铝产能1.5万吨、超高纯铝基溅射靶坯500吨（应用于半导体芯片、平板显示器等）、强高韧铝合金大截面铸坯3000吨（应用于航空航天领域），扩产项目的高毛利率将为公司业绩带来高弹性。公司参股天池能源将受益于煤炭、发电业务持续向好，未来有望迎来更大发展空间。

➤ **投资建议：**我们预计公司2022-2024年将实现归母净利10.98亿元、12.71亿元和14.71亿元，EPS分别为0.82元、0.94元和1.09元，对应3月29日收盘价的PE分别为9、8和7倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铝价格下跌，产能释放、下游需求不达预期等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 8,226 | 8,292 | 8,887 | 9,573 |
| 增长率（%） | 43.9 | 0.8 | 7.2 | 7.7 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 853 | 1,098 | 1,271 | 1,471 |
| 增长率（%） | 143.0 | 28.8 | 15.7 | 15.8 |
| 每股收益（元） | 0.63 | 0.82 | 0.94 | 1.09 |
| PE | 12 | 9 | 8 | 7 |
| PB | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年3月29日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.37元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

1.【民生金属】新疆众和：量价齐升助力业绩大增，募投项目打开成长空间

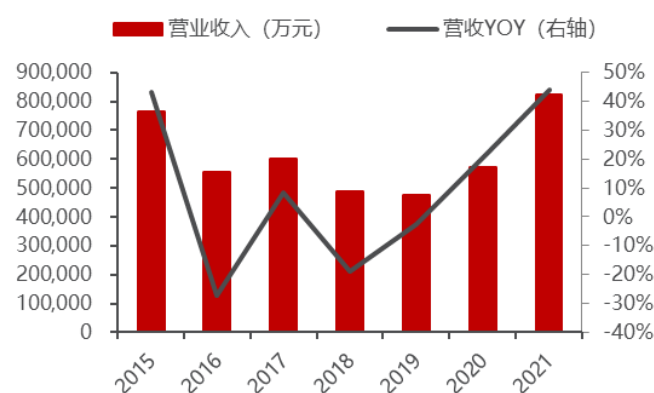
目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 1 事件：公司发布 2021 年年报 | 3 |
| 2 分析：受益新能源需求景气，电极箔销量大幅提升 | 4 |
| 2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩 | 4 |
| 2.2 2021Q4 业绩：套期保值或短期影响利润 | 6 |
| 2.3 股权激励实施，激发管理层动力 | 7 |
| 2.4 电子新材料综合供应商，受益新能源行业景气成长 | 8 |
| 2.5 配股扩产项目受益半导体及航空航天发展机遇 | 10 |
| 3 盈利预测与投资建议 | 12 |
| 4 风险提示 | 13 |
| 插图目录 | 15 |
| 表格目录 | 15 |

1 事件：公司发布 2021 年年报

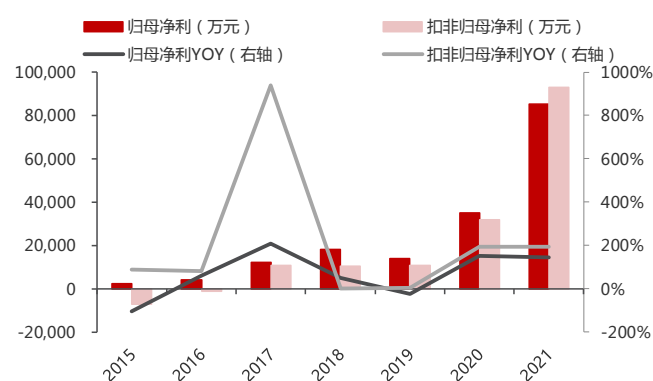
公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 82.25 亿元，同比增长 43.88%；归母净利润 8.53 亿元，同比增长 142.97%；扣非归母净利 9.30 亿元，同比增长 192.72%。2021Q4，公司实现营收 20.51 亿元，同比增长 12.47%、环比增长 5.93%；归母净利润 2.62 亿元，同比增长 137%、环比增长 -2%；扣非归母净利 3.82 亿元，同比增长 353%、环比增长 50%。最终业绩超出业绩预告上限。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 43.88%



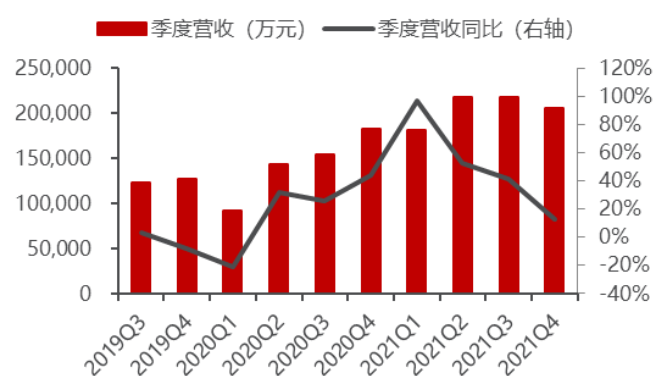
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 192.72%



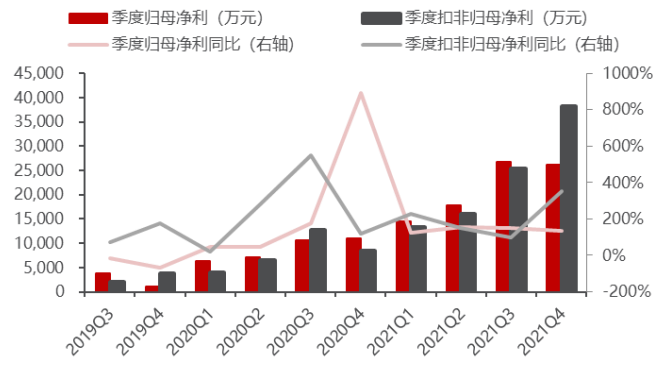
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增长 12.47%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增长 137%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 分析 : 受益新能源需求景气 , 电极箔销量大幅提升

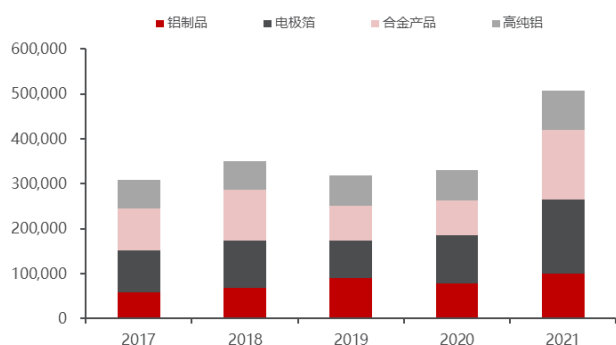
2.1 2021 年度业绩 : 受益于行业景气 , 创历史最佳业绩

公司主要从事铝电子新材料和铝及合金制品的研发、生产和销售,主要产品包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝制品及合金产品。2021 年公司取得优异业绩,其原因主要为:

量: 产品产量同比增长。2021 年公司“年产 1500 万平方高压高性能化成箔项目”逐步投产,高纯铝、电子铝箔、电极箔产品的产、销量同比均有所增长。公司全年电子铝箔产量 2.92 万吨,同比增长 21.63%;化成箔产量 2476.56 万平米,同比增长 32.03%;合金产量 8.58 万吨,同比增长 31.03%。同时,公司根据市场需求做了产品结构的调整,公司调整了合金产品与铝制品两个产品之间的生产与销售结构,合金产品的产销量各同比增加 31.03%、46.76%,铝制品的产销量各同比减少 7.28%、6.41%。

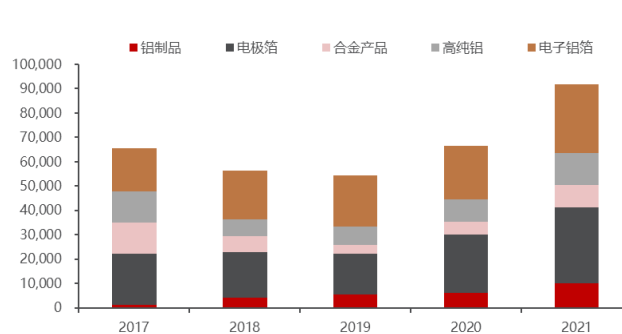
价格与成本: 价格和成本均上涨,价格涨速略高于成本,单位盈利能力小幅提升。铝价 2021 年均价为 18884 元/吨,同比增长 35.01%。2021 年全年铝均价为 18884 元/吨,同比增长 35.01%。铝价的上涨对公司业绩影响偏正面,公司业务多与铝相关,其中铝制品及高纯铝产品收益与铝价上涨,电子铝箔及电极箔的原材料为铝,略微受到影响。我们看到高纯铝及铝制品受益于铝价上涨,毛利率分别上涨 4.11 个百分点及 4.84 个百分点。电子铝箔顺利传导成本上涨导致的冲击,毛利率上涨 1.58 个百分点,电极箔因成本涨幅超过价格涨幅,毛利率下跌 3.51 个百分点。另外,合金产品毛利率上涨 2.7 个百分点。2021 年,公司主要产品销售均价皆有所上涨,公司业务毛利率实现多数上涨。

图 5 : 2017-2021 年公司分产品营收 (单位: 万元)



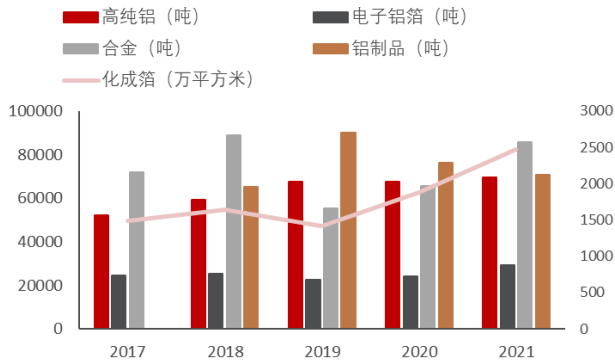
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6 : 电子铝箔及电极箔业务贡献主要毛利 (万元)



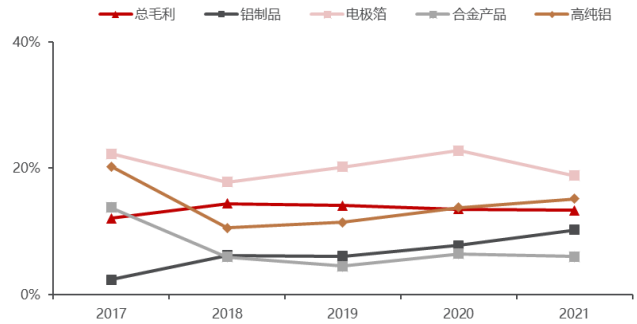
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7：2017-2021 年公司产品产量情况



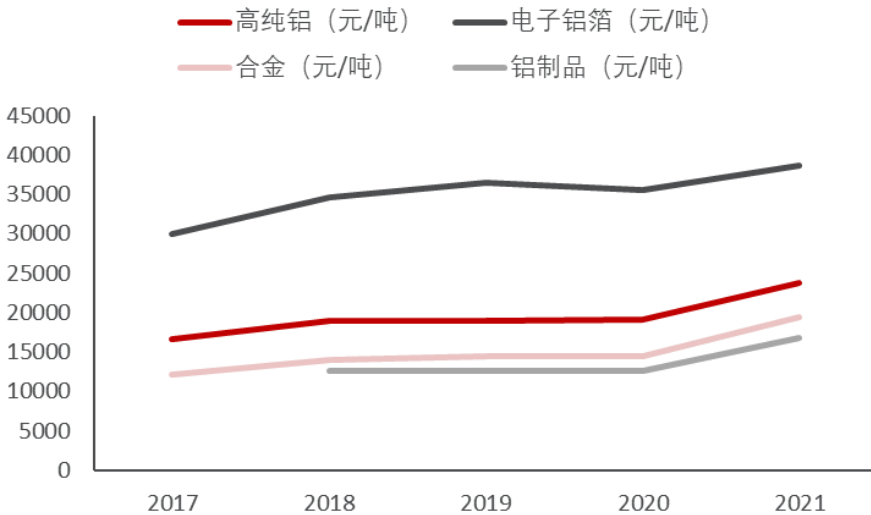
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年公司毛利率为 13.34%



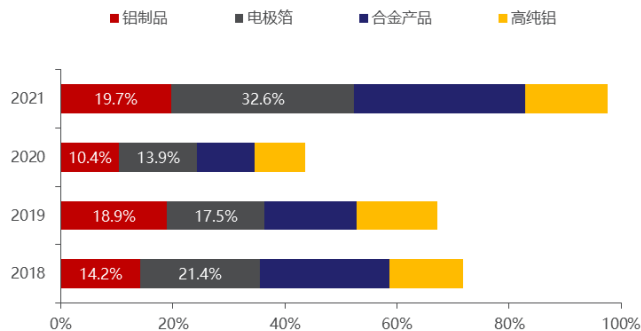
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年，公司主要产品销售价格皆有所上涨



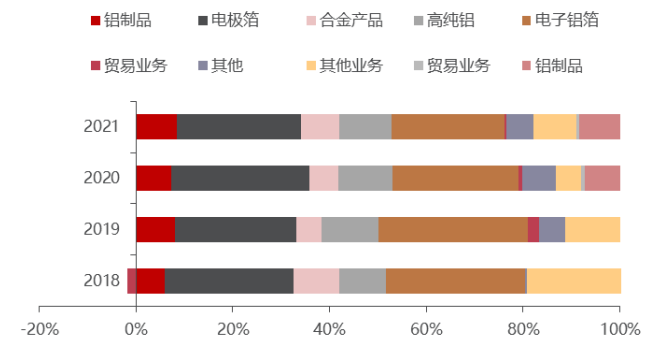
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年，公司电极箔营收占比为 32.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年，公司电极箔毛利占比为 25.8%

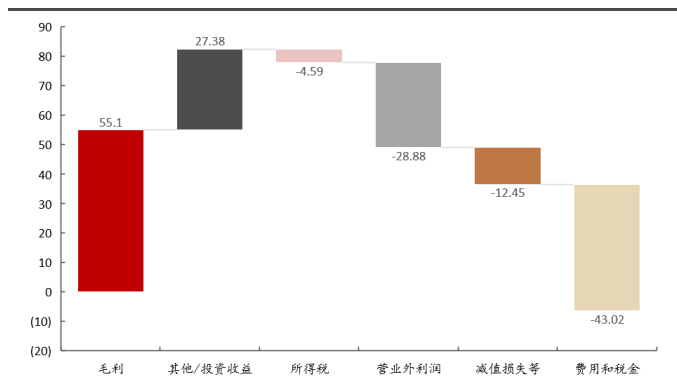


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2021Q4 业绩：套期保值或短期影响利润

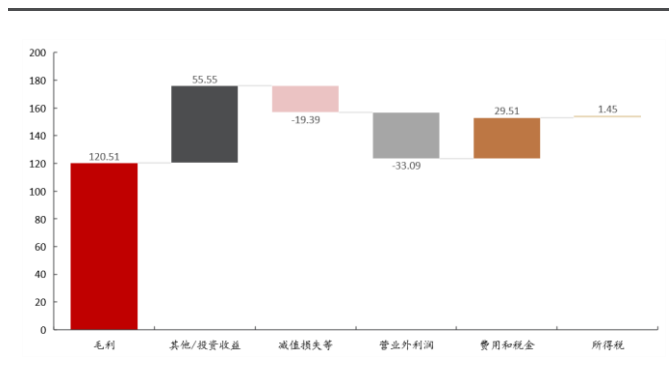
2021Q4，公司归母净利润同比增长，环比下降。分拆来看，同比归母净利润的增长主要源于毛利的增长。同比看，公司主营产品在 2021 年销售均价皆有所提升，加上投资收益，2021Q4 归母净利润同比增加 1.54 亿元。环比看，归母净利润有所下滑，毛利的增长依旧贡献主要增量，投资收益也贡献了 2738 万元，然而，营业外利润给公司减利 2888 万元，费用及税金更是减利 4302 万元，导致公司归母净利润环比下滑 646 万元。

图 12：2021Q4，公司归母净利润环比减少 646 万元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

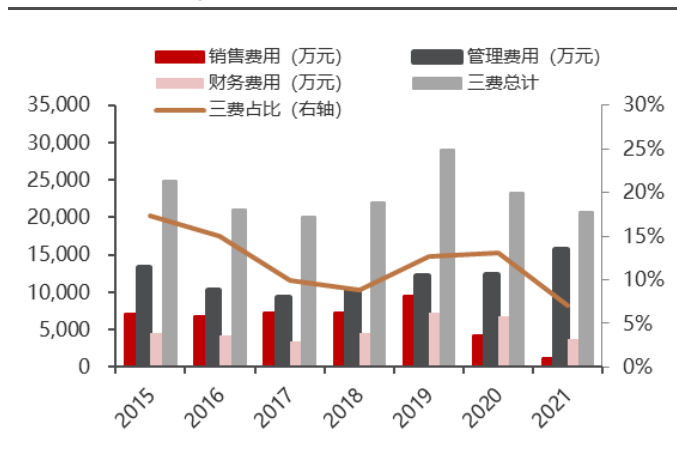
图 13：2021Q4，公司归母净利润同比增加 1.54 亿元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

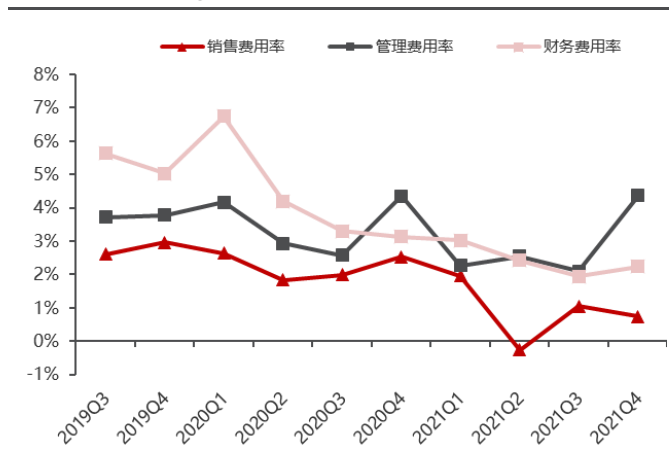
从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比减少 0.32pct、增加 2.27pct 和增加 0.29pct，至 0.74%、4.37% 和 2.23%。近一年费用率有所提升。Q4 研发费用为 1055 万元，增长 0.13pct，研发费用率为 0.51%。近一年管理费用有所增长主要原因为股权激励费用的增加以及咨询费用的增加，以及员工薪酬的提升。

图 14：2021Q4，公司三费占比为 7.12%

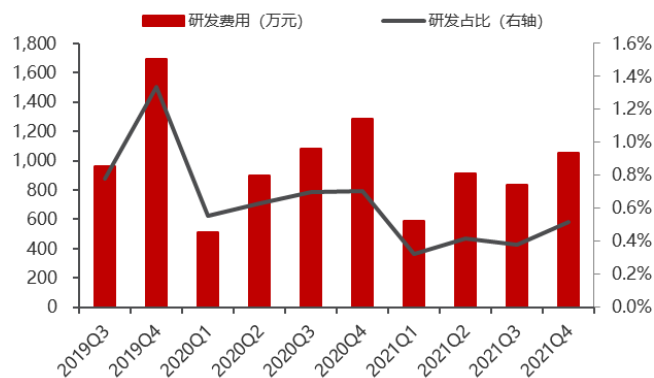


资料来源：wind，民生证券研究院

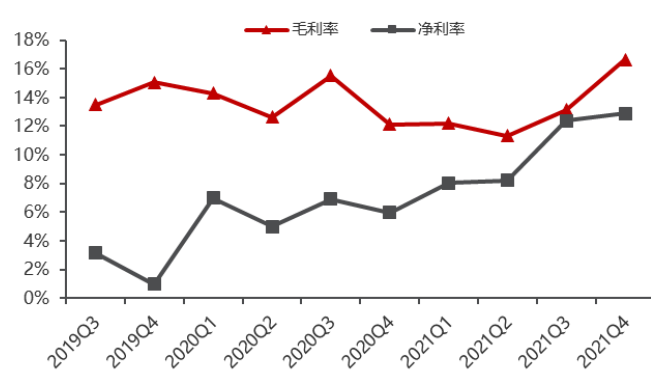
图 15：2021Q4，公司管理费用率为 4.37%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2021Q4，公司研发费用为 1055 万元


资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021Q4，公司净利率为 12.88%


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 股权激励实施，激发管理层动力

2021 年 9 月公司发布股权激励计划，股权激励彰显公司信心，将公司利益、员工利益与市值绑定，有利于促进利益关系趋同，激发管理层和员工活力，目前已顺利完成授予。激励计划欲向激励对象授予限制性股票数量 7500 万股，占公司总股本的 5.66%。其中首次授予限制性股票数量为 2225 万股，股票期权 4459 万份，预留限制性股票数量为 275 万股，股票期权 541 万份，限制性股票授予价格为 5.05 元/股，股票期权的行权价格为 10.09 元/份，激励对象总人数为 340 人，占公司员工总人数的 12.7%，包括在公司（含控股子公司）任职的公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术（业务）人员等，覆盖范围广。

业绩考核目标较高，未来业绩有望持续超预期。公司本次激励计划的考核年度为 2021-2023 年，归母净利润须分别为 2020 年的 200%、220%和 240%，测算得到 2021-2023 年公司净利润须分别达到 7.02 亿元、7.72 亿元和 8.43 亿元。2021H1 公司归母净利润为 3.22 亿元，在公司 2021 年业绩考核条件下，我们认为公司 2021 年下半年业绩加速释放、甚至超预期的确定性较强。同时在未来随着电极箔产能的逐步投产爬坡、募投项目的逐步达产，公司 2022-2023 年业绩有望持续高增。

表 1：授予业绩考核要求

| 归属期 | 解除限售/行权比例 | 业绩考核目标 |
|------------------|-----------|--|
| 第一个解除限售期 /行权期 | 30% | 以 2020 年净利润为基数，公司 2021 年净利润增长率不低于 100% |
| 第二个解除限售期 /行权期 | 30% | 以 2020 年净利润为基数，公司 2022 年净利润增长率不低于 120% |
| 第三个解除限售期 /行权期 | 40% | 以 2020 年净利润为基数，公司 2023 年净利润增长率不低于 140% |

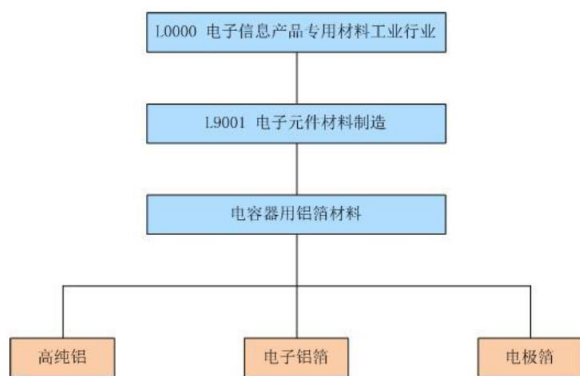
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 电子新材料综合供应商，受益新能源行业景气成长

公司是电子级铝材综合供应商。根据原国家信息产业部(现国家工业和信息化部)《电子信息产业行业分类》，公司所属行业为电子信息产品专用材料工业行业中的电子元件材料制造行业之“电容器用铝箔材料”；根据中国证监会《上市公司行业分类指引》，公司属于“计算机、通信和其他电子设备制造业”。公司作为“中国电子元件百强企业”，拥有一次高纯铝产能 18 万吨，高纯铝液产能 5.5 万吨，电子铝箔产能 3.5 万吨，电极箔产能 2300 万平方米。

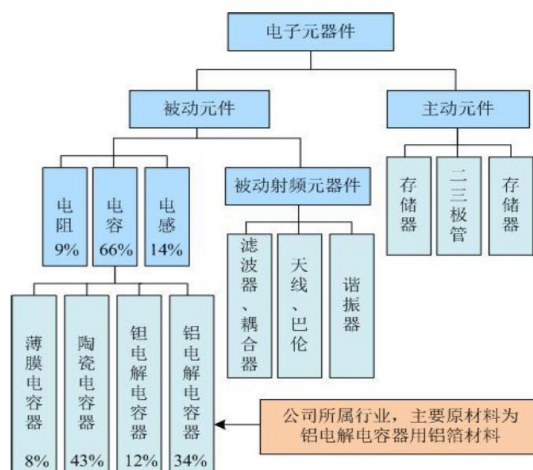
完整的产业链铸就深厚的技术和成本壁垒。利用新疆地区丰富的煤炭资源，公司形成“能源—(一次)高纯铝—高纯铝/合金产品—电子铝箔—电极箔”电子新材料循环经济产业链，生产过程环环相扣，上下游产品紧密衔接，是铝电子新材料行业中产业链最为完整的企业。完整的产业链可以使得公司：(1)方便公司对产品边角料进行有效利用，降低产品成本；(2)完整的产业链使生产过程环环相扣，上下游产品紧密衔接，能够确保产品品质的一致性；(3)公司产业链完整、抗风险能力强，公司在能源端的布局为持有天池能源股权，天池能源主要从事煤炭生产、销售业务，煤价上涨有利于天池能源效益增加，可有效抵消因煤价上涨而导致的公司自发电及外购电成本上涨的影响。

图 18：公司行业分类为电子元件材料制造



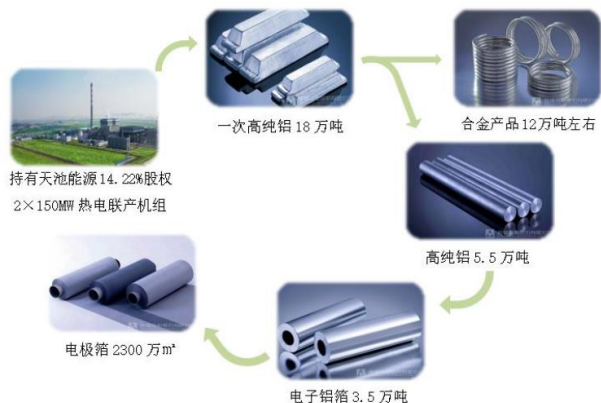
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 19：公司所属行业为电子元件中的电容制造领域



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 20：公司已形成“煤-电-高纯铝-电子铝箔-电极箔”铝电子新材料产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 21：公司发展历程及扩产里程碑，历史可追溯至 1958 年



资料来源：公司公告，民生证券研究院

受益新能源需求拉动，公司电子新材料业务、尤其是电极箔业务增长显著。(1)

铝电解电容器用铝箔材料作为基础的电子元器件组成材料，是电子信息产业的重要组成部分，2021 年，随着电子消费品需求旺盛，加之新能源电动车、新能源发电、储能等新兴领域的迅速崛起，大容量高质量的铝电解电容产品的应用范围更为广泛，铝电解电容器等被动元器件行业需求旺盛，为上游铝电解电容器用铝箔材料行业提供了广阔的市场发展空间。(2) 2021 年公司电极箔产品销售收入为 16.52 亿元，同比增长 56.77%，销售量为 2,557.94 万平方米，同比增长 48.76%；电子铝箔产品销售收入为 8.17 亿元，同比增长 26.45%，销售量为 2.11 万吨，同比增长 16.15%。电极箔、电子铝箔销售量、销售收入增长的主要原因是新能源及消费电子市场增长带动了铝电容器用铝箔材料需求增长，新能源相关领域用电极箔占公司电极箔销量的 20-30%。

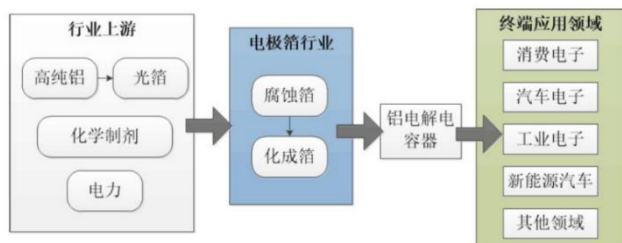
公司电极箔技术优势显著，已经成功进入全球一线供应链。电极箔下游客户对电子材料、高纯铝材料的质量要求非常严格，需要较长的开拓周期和认证周期，一旦确定将会形成长期稳定的合作关系。通过长期的考察与合作，公司已与众多国际、国内知名厂商如贵弥功、路碧康、日本蓄电器工业株式会社(JCC)、意大利TDK、立隆电子、台湾金山、格力电器、华晨宝马、中铝瑞闽、敏实集团以及航天领域的爱励铝业、航天科技、中国航发北京航空材料研究院等建立了紧密合作关系，有利于公司进一步开展合作、拓展市场和保持市场竞争优势。

图 22：电子新材料产品下游应用行业

| 应用行业 | 应用行业简介 | 终端应用产品示意图 |
|--------|--|---|
| 汽车电子 | 汽车工业已成为我国经济持续发展的重要支柱，国家在政策上鼓励轿车进入家庭。传统汽车电子化涉及十大电子系统，都或多或少地使用铝电解电容器。而未来的电动汽车更是铝电解电容器新的增长点，每部电动汽车至少需要 4 只高压大容量铝电解电容器用在电池充电、电压转换、逆变器等电路中。 |  |
| 家用电器 | 电视、变频空调、变频冰箱、洗衣机、微波炉、电饭锅、吸尘器、节能灯以及数码相机等都是铝电解电容器的使用大户。一台数字电视机中铝电解电容器的需求量是普通电视机的 2 倍左右。 |  |
| 工业领域 | 工业领域大量使用开关电源，不间断电源（UPS）、逆变器、监视器、变频电机、数控设备，都要大量使用铝电解电容器。 |  |
| 航空航天领域 | 航空航天、电子装备等行业也大量使用先进的电子设备，对铝电子电容器同样具有广阔的需求空间。 |  |

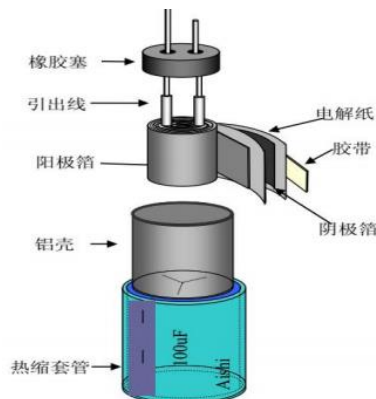
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图 23：电极箔行业产业链及下游应用



资料来源：海星股份招股说明书，民生证券研究院

图 24：电极箔是铝电解电容器的关键性材料



资料来源：海星股份招股说明书，民生证券研究院

2.5 配股扩产项目受益半导体及航空航天发展机遇

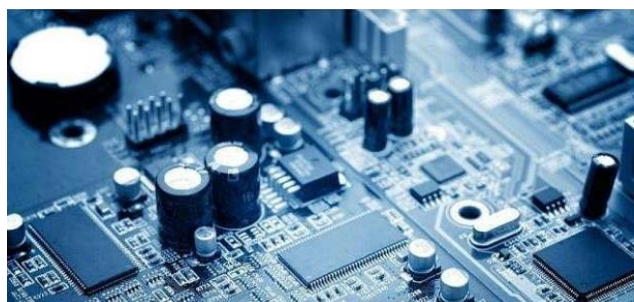
公司 2021 年配股项目将扩建高纯铝产能 1.5 万吨、超高纯铝基溅射靶坯 500 吨（应用于半导体芯片、平板显示器等）、强高韧铝合金大截面铸坯 3000 吨（应用于航空航天领域），公司原有约 300 吨/年超高纯铝基溅射靶坯项目的中试生产线、1000 吨/年高强高韧铝锻坯件的中试生产线，且下游订单饱满，据公司披露，公司高强高韧铝锻坯件已经成功与多家客户签订订单、签订意向订单，2021 年已签订意向需求量达 2150 吨。扩产项目的高毛利率将为公司业绩带来高弹性。

表 2：公司配股项目概况及投资额（万元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 拟投入募集资金金额 |
|----------------------------|------------|------------|
| 年产 15,000 吨三层法高纯铝提纯及配套加工项目 | 48,873.12 | 46,473.12 |
| 年产 3,000 吨高强高韧铝合金大截面铸坯项目 | 16,261.81 | 16,261.81 |
| 年产 500 吨超高纯铝基溅射靶坯项目 | 7,227.94 | 7,227.94 |
| 补充流动资金及偿还银行贷款 | 50,037.13 | 50,037.13 |
| 合计 | 122,400.00 | 120,000.00 |

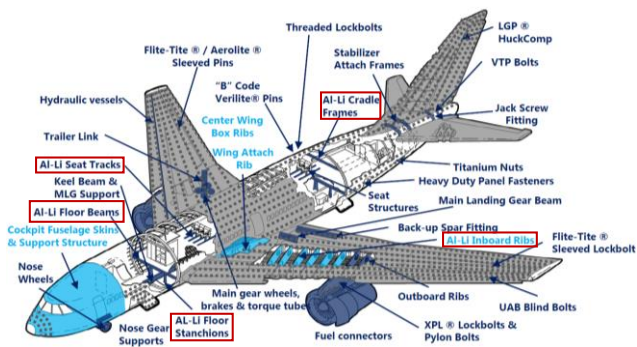
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25：超高纯铝溅射靶基材主要应用于半导体



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 26：铝合金、铝锂合金已经广泛应用于飞机



资料来源：Howmet 公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

核心投资逻辑：（1）新能源助推电容器需求反转，募投项目助力电极箔价量齐升；（2）高纯铝业务募投项目增厚营收，公司作为国内超高纯 5N5 铝坯唯一供应商，有望受益铝靶材进口替代；（3）募投的高强度高韧铝锻坯件项目将受益航空航天需求放量，项目的高毛利为公司带来高业绩弹性。（4）铝价格大幅上涨增厚公司盈利。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 10.98 亿元、12.71 亿元和 14.71 亿元，EPS 分别为 0.82 元、0.94 元和 1.09 元，对应 3 月 29 日收盘价的 PE 分别为 9、8 和 7 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 铝价格大幅下跌的风险。公司产品的盈利随铝价的波动而变化，若铝价出现下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) 公司募投项目进展不及预期。公司有较多在建项目，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 需求增长不及预期等。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 8,226 | 8,292 | 8,887 | 9,573 |
| 营业成本 | 7,129 | 7,044 | 7,376 | 7,845 |
| 营业税金及附加 | 65 | 75 | 71 | 77 |
| 销售费用 | 68 | 108 | 178 | 191 |
| 管理费用 | 232 | 282 | 302 | 325 |
| 研发费用 | 34 | 41 | 53 | 57 |
| EBIT | 722 | 742 | 906 | 1,077 |
| 财务费用 | 196 | 89 | 75 | 55 |
| 资产减值损失 | -22 | -9 | -7 | -5 |
| 投资收益 | 374 | 393 | 412 | 433 |
| 营业利润 | 901 | 1,152 | 1,352 | 1,565 |
| 营业外收支 | -33 | -13 | -8 | -8 |
| 利润总额 | 867 | 1,139 | 1,344 | 1,557 |
| 所得税 | 9 | 34 | 67 | 78 |
| 净利润 | 859 | 1,105 | 1,277 | 1,479 |
| 归属于母公司净利润 | 853 | 1,098 | 1,271 | 1,471 |
| EBITDA | 1,161 | 1,210 | 1,395 | 1,591 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,041 | 3,186 | 4,239 | 5,260 |
| 应收账款及票据 | 1,428 | 1,479 | 1,514 | 1,666 |
| 预付款项 | 633 | 743 | 766 | 779 |
| 存货 | 1,493 | 1,761 | 1,798 | 1,839 |
| 其他流动资产 | 856 | 794 | 821 | 916 |
| 流动资产合计 | 6,451 | 7,963 | 9,138 | 10,461 |
| 长期股权投资 | 1,821 | 2,104 | 2,441 | 2,810 |
| 固定资产 | 4,659 | 4,732 | 4,741 | 4,716 |
| 无形资产 | 279 | 291 | 297 | 305 |
| 非流动资产合计 | 7,495 | 7,865 | 8,211 | 8,565 |
| 资产合计 | 13,946 | 15,828 | 17,349 | 19,026 |
| 短期借款 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 应付账款及票据 | 1,569 | 2,032 | 1,953 | 2,022 |
| 其他流动负债 | 2,645 | 2,919 | 3,203 | 3,605 |
| 流动负债合计 | 4,229 | 4,967 | 5,172 | 5,643 |
| 长期借款 | 2,499 | 2,673 | 2,847 | 2,708 |
| 其他长期负债 | 281 | 281 | 281 | 281 |
| 非流动负债合计 | 2,780 | 2,954 | 3,128 | 2,989 |
| 负债合计 | 7,009 | 7,921 | 8,300 | 8,632 |
| 股本 | 1,347 | 1,347 | 1,347 | 1,347 |
| 少数股东权益 | 97 | 104 | 110 | 119 |
| 股东权益合计 | 6,937 | 7,907 | 9,049 | 10,394 |
| 负债和股东权益合计 | 13,946 | 15,828 | 17,349 | 19,026 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 43.88 | 0.80 | 7.18 | 7.72 |
| EBIT 增长率 | 72.73 | 2.79 | 22.12 | 18.89 |
| 净利润增长率 | 142.97 | 28.76 | 15.68 | 15.76 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 13.34 | 15.05 | 17.00 | 18.05 |
| 净利润率 | 10.44 | 13.33 | 14.37 | 15.45 |
| 总资产收益率 ROA | 6.12 | 6.94 | 7.32 | 7.73 |
| 净资产收益率 ROE | 12.47 | 14.08 | 14.21 | 14.32 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.53 | 1.60 | 1.77 | 1.85 |
| 速动比率 | 1.02 | 1.10 | 1.27 | 1.39 |
| 现金比率 | 0.48 | 0.64 | 0.82 | 0.93 |
| 资产负债率 (%) | 50.26 | 50.04 | 47.84 | 45.37 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 13.23 | 20.37 | 19.30 | 17.63 |
| 存货周转天数 | 76.47 | 91.28 | 88.99 | 85.58 |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.52 | 0.51 | 0.50 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.63 | 0.82 | 0.94 | 1.09 |
| 每股净资产 | 5.08 | 5.79 | 6.63 | 7.63 |
| 每股经营现金流 | 0.51 | 1.25 | 1.17 | 1.38 |
| 每股股利 | 0.11 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 12 | 9 | 8 | 7 |
| PB | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 10.37 | 9.14 | 7.30 | 5.68 |
| 股息收益率 (%) | 1.49 | 1.36 | 1.36 | 1.36 |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 859 | 1,105 | 1,277 | 1,479 |
| 折旧和摊销 | 439 | 468 | 489 | 513 |
| 营运资金变动 | -489 | 364 | 77 | 161 |
| 经营活动现金流 | 688 | 1,689 | 1,575 | 1,864 |
| 资本开支 | -197 | -545 | -473 | -457 |
| 投资 | -9 | -309 | -369 | -416 |
| 投资活动现金流 | -500 | -458 | -427 | -436 |
| 股权募资 | 1,265 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -638 | 178 | 178 | -132 |
| 筹资活动现金流 | 324 | -86 | -95 | -407 |
| 现金净流量 | 512 | 1,144 | 1,054 | 1,021 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1：2021 年，公司营收同比增加 43.88% | 3 |
| 图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 192.72% | 3 |
| 图 3：2021Q4，公司营收同比增长 12.47% | 3 |
| 图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增长 137% | 3 |
| 图 5：2017-2021 年公司分产品营收（单位：万元） | 4 |
| 图 6：电子铝箔及电极箔业务贡献主要毛利（万元） | 4 |
| 图 7：2017-2021 年公司产品产量情况 | 5 |
| 图 8：2021 年公司毛利率为 13.34% | 5 |
| 图 9：2021 年，公司主要产品销售价格皆有所上涨 | 5 |
| 图 10：2021 年，公司电极箔营收占比为 32.6% | 5 |
| 图 11：2021 年，公司电极箔毛利占比为 25.8% | 5 |
| 图 12：2021Q4，公司归母净利润环比减少 646 万元（单位：百万元） | 6 |
| 图 13：2021Q4，公司归母净利润同比增加 1.54 亿元（单位：百万元） | 6 |
| 图 14：2021Q4，公司三费占比为 7.12% | 6 |
| 图 15：2021Q4，公司管理费用率为 4.37% | 6 |
| 图 16：2021Q4，公司研发费用为 1055 万元 | 7 |
| 图 17：2021Q4，公司净利率为 12.88% | 7 |
| 图 18：公司行业分类为电子元件材料制造 | 8 |
| 图 19：公司所属行业为电子元件中的电容制造领域 | 8 |
| 图 20：公司已形成“煤-电-高纯铝-电子铝箔-电极箔”铝电子新材料产业链 | 9 |
| 图 21：公司发展历程及扩产里程碑，历史可追溯至 1958 年 | 9 |
| 图 22：电子新材料产品下游应用行业 | 10 |
| 图 23：电极箔行业产业链及下游应用 | 10 |
| 图 24：电极箔是铝电解电容器的关键性材料 | 10 |
| 图 25：超高纯铝溅射靶基材主要应用于半导体 | 11 |
| 图 26：铝合金、铝锂合金已经广泛应用于飞机 | 11 |

表格目录

| | |
|----------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 | 1 |
| 表 1：授予业绩考核要求 | 7 |
| 表 2：公司配股项目概况及投资额（万元） | 11 |
| 公司财务报表数据预测汇总 | 14 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 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。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001