



增持（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：18.11

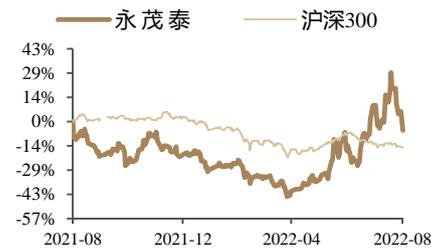
证券分析师

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(%) | -13.43 | 11.86 | 44.73 |
| 相对涨幅(%) | -11.24 | 19.61 | 43.49 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《一体化压铸材料龙头-永茂泰(605208.SH): 潜龙在渊》, 2022.8.10

永茂泰(605208.SH): 多重因素扰动下业绩短期承压, 基本面长期向好趋势不变

投资要点

● **疫情扰动叠加期货套期保值亏损影响, 公司 2022H1 业绩下降明显。**疫情扰动叠加期货套期保值亏损影响, 公司 2022H1 业绩下降明显。2022H1 公司主营收入 16.65 亿元, 同比上升 15.35%; 归母净利润 5004.6 万元, 同比下降 58.92%; 扣非净利润 5498.7 万元, 同比下降 31.61%; 其中, 2022Q2, 公司单季度主营收入 7.47 亿元, 同比上升 4.56%; 单季度归母净利润-3441.74 万元, 同比下降 162.8%; 单季度扣非净利润 2010.9 万元, 同比下降 42.4%。上半年, 公司营收端增长主要系随着铝均价上升, 产品销售价格上升所致。业绩端大幅下降主因: 1) 4、5 月份受疫情影响, 公司产能利用率较低, 规模效应较弱推高单位产品综合成本, 22H1 公司毛利率为 11.59%, 较去年同期下降 4.24pcts; 2) 公司及子公司所买入套期保值的铝、铜、镍期货价格下跌, 期货账户累计亏损 4040 万元, 对上半年净利润影响金额为 -3,134 万元。展望下半年, 6 月份开始公司产销量逐步全面恢复, 在下游汽车旺盛需求牵引下, 产能利用率有望持续高位运行, 叠加规模效应作用, 下半年公司利润端有望迎来较大改善。

● **研发费用大幅增长, 进一步拖累利润表现。**2022H1, 公司研发费用约为 5644 万元, 较去年同期 2162 万元, 净增加 3482 万元, 同比大幅增长 161%。研发费用激增主要系新项目研发所用的直接材料和职工薪酬均有所增长所致。研发费用绝对值的大幅增加较大程度拖累了公司利润释放。同时, 研发的大幅加码亦助力公司高性能铝合金材料的创新突破和性能提升, 进一步夯实公司的核心竞争力, 提高客户粘性, 抢占未来一体压铸市场份额。

● **公司存货高位运行彰显下游旺盛订单。**截止 22H1, 公司存货价值为 6.07 亿元, 较 21 年年末 5.16 亿元增长了 17.7%, 较 22 年一季度 6.13 亿元, 环比微降 0.96%。从存货结构来看, 截止 22H1, 存货中原材料库存价值为 2.81 亿元, 较 21 年年末 2.04 亿元大幅增长 37.7%。基于公司以销定产的生产模式, 侧面反映公司正购买原材料积极备货以应对下游客户旺盛订单增长, 未来成长动力充足。

● **积极布局汽车用铝合金产能, 迎接行业上行周期。**公司规划投资约 5 亿元左右在云南砚山新建 20 万吨硅铝合金及深加工项目, 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。同时, 在上半年公司规划投资约 5.7 亿元在安徽广德新建年产 10 万吨再生铝新材料项目、年产 6 万吨汽车用液态铝合金项目, 项目建设期 2 年。公司供给端大幅扩张, 匹配原有客户需求增长及新开拓新能源客户未来需求, 进一步提升供货能力, 有望深度受益于汽车轻量化、一体化产业趋势红利, 未来业绩弹性释放可期。

● **投资建议:** 公司下半年经营生产恢复后, 随着规模效应的提升, 盈利水平有望恢复。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, 维持“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;

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总股本(百万股): | 253.80 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 流通 A 股(百万股): | 129.63 | 营业收入(百万元) | 2,696 | 3,290 | 3,743 | 5,187 | 7,219 |
| 52 周内股价区间(元): | 10.64-24.60 | (+/-)YOY(%) | 2.0% | 22.0% | 13.8% | 38.6% | 39.2% |
| 总市值(百万元): | 4,596.32 | 净利润(百万元) | 173 | 227 | 229 | 329 | 479 |
| 总资产(百万元): | 3,266.68 | (+/-)YOY(%) | 39.3% | 31.2% | 0.6% | 43.9% | 45.6% |
| 每股净资产(元): | 7.98 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.68 | 0.90 | 0.90 | 1.30 | 1.89 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 15.2% | 13.1% | 14.3% | 13.4% | 13.3% |
| | | 净资产收益率(%) | 13.9% | 11.3% | 10.4% | 13.2% | 16.4% |

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

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 | 1.89 |
| 每股净资产 | 10.68 | 8.67 | 9.81 | 11.50 |
| 每股经营现金流 | -0.85 | 2.92 | 0.06 | 2.30 |
| 每股股利 | 0.18 | 0.14 | 0.16 | 0.20 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 16.32 | 21.17 | 14.72 | 10.11 |
| P/B | 1.97 | 2.20 | 1.94 | 1.66 |
| P/S | 1.09 | 1.29 | 0.93 | 0.67 |
| EV/EBITDA | 10.16 | 9.96 | 9.19 | 6.26 |
| 股息率% | 0.9% | 0.7% | 0.8% | 1.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 13.1% | 14.3% | 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% | 16.4% |
| 资产回报率 | 7.8% | 6.7% | 7.7% | 9.3% |
| 投资回报率 | 8.2% | 9.6% | 9.2% | 11.8% |
| 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% | 31.1% | 22.8% | 46.9% |
| 净利润增长率 | 31.2% | 0.6% | 43.9% | 45.6% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 31.2% | 35.7% | 41.6% | 43.5% |
| 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 | 479 |
| 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 | 294 | -522 | -158 |
| 经营活动现金流 | -160 | 741 | 15 | 585 |
| 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 | 268 | -115 | 339 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 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 | 3,209 | 4,491 | 6,256 |
| 毛利率% | 13.1% | 14.3% | 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 | 22 | 78 | 87 |
| 营业费用率% | 0.5% | 0.6% | 1.5% | 1.2% |
| 管理费用 | 103 | 94 | 145 | 188 |
| 管理费用率% | 3.1% | 2.5% | 2.8% | 2.6% |
| 研发费用 | 49 | 94 | 78 | 108 |
| 研发费用率% | 1.5% | 2.5% | 1.5% | 1.5% |
| EBIT | 266 | 349 | 428 | 629 |
| 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 | 615 |
| 营业外收支 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 291 | 294 | 422 | 615 |
| EBITDA | 429 | 509 | 619 | 870 |
| 所得税 | 64 | 65 | 93 | 136 |
| 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 | 479 |

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 127 | 395 | 280 | 619 |
| 应收账款及应收票据 | 653 | 616 | 1,136 | 1,304 |
| 存货 | 516 | 465 | 409 | 634 |
| 其它流动资产 | 276 | 282 | 389 | 528 |
| 流动资产合计 | 1,572 | 1,757 | 2,213 | 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 | 3,422 | 4,261 | 5,164 |
| 短期借款 | 523 | 623 | 1,123 | 1,223 |
| 应付票据及应付账款 | 188 | 391 | 385 | 681 |
| 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 | 1,154 | 1,703 | 2,178 |
| 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 | 1,221 | 1,770 | 2,245 |
| 实收资本 | 188 | 254 | 254 | 254 |
| 普通股股东权益 | 2,008 | 2,201 | 2,490 | 2,919 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和所有者权益合计 | 2,918 | 3,422 | 4,261 | 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： 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； 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。 | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。 | 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。 |
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。