

## 价量齐升助力业绩大增，募投项目打开成长空间

2022 年 01 月 16 日

➤ **事件概述：**1 月 15 日公司发布 2021 年业绩预告，预计归母净利润 7.51-8.21 亿元，同比+114-134%，扣非归母净利润 8.51-9.21 亿，同比+157-179%。

➤ **分析与判断：价量齐升助力 2021 年业绩大增，氧化铝价格高位拖累 Q4 业绩。**单季度来看，21Q4 归母净利润 1.57~2.27 亿元，同比大幅增长 42~105%，环比下滑 15.3%~41.4%；扣非归母净利润 2.57~3.27 亿元，同比大幅增长 205~288%，环比增长 1%~28.5%。**业绩变动原因：**1) 价：2021 年公司主要产品价格均同比增长，电子铝箔、电极箔产品受益下游需求旺盛价格上行，铝价高位带动 2021 年吨铝盈利同比大增，但 Q4 因氧化铝价格高位导致吨铝盈利环比大幅下滑、拖累公司 Q4 业绩；2) 量：为满足下游旺盛需求，公司通过技改提升了现有产线生产能力，且 2019 年非公开发行项目持续建设放量，电子铝箔、电极箔产品销量同比提升；3) 公司参股天池能源，受益于今年煤炭价格大幅上行，投资收益显著提升；4) 预计股权激励费用摊销或影响 2021Q4 利润释放。

➤ **中国电子级高端铝材的综合供应商，持续扩产受益新能源、半导体及航空航天发展机遇。**1) 公司拥有全球最大高纯铝生产基地之一，一次高纯铝年产能 18 万吨，高纯铝产能约 5 万吨，电子铝箔年产能 3.5 万吨，化成箔年产能 2300 万平方米；2) 公司 2019 年非公开发行项目扩产 1500 万平米化成箔预计将于 2022H2 完全投产，将受益新能源汽车、光伏及风电等领域需求放量；3) 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。

➤ **电极箔行业迎来供需拐点，下游铝电解电容器迎来调价，电极箔涨价空间打开，本轮电极箔涨价或将有持续。**1) 电极箔行业本轮涨价的核心在于由下游新兴应用领域需求增长驱动而不是仅仅是供给侧扰动。供给端，电极箔主要原材料铝及辅料磷酸价格大幅上行，同时限电及电费上涨推升电极箔成本，支撑价格上行；需求端，受益 2021 年新兴领域（新能源汽车、新能源发电、充电桩）需求出现增长拐点，行业由小幅过剩转向供需紧张，我们认为未来电极箔供需或将持续紧张。2) 下游电容器厂商已在 10 月开启新一轮调价，例如艾华集团全线产品提价 15-20%，江海股份提价 10%，电容器行业平均涨价幅度在 10-20%。铝电解电容器调价将有利于电极箔价格传导，未来涨价空间或将打开。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.86、11.09、13.07 亿元，以 2022 年 1 月 14 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 14X、10X、8X，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铝价格大幅下跌，项目进展不及预期；电极箔价格大幅下跌。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 5,717 | 7,669 | 8,530 | 9,254 |
| 增长率(%)          | 20.4  | 34.1  | 11.2  | 8.5   |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 351   | 786   | 1,109 | 1,307 |
| 增长率(%)          | 149.8 | 124.0 | 41.1  | 17.8  |
| 每股收益(元)         | 0.35  | 0.58  | 0.82  | 0.97  |
| PE              | 24    | 14    | 10    | 8     |
| PB              | 1.3   | 1.6   | 1.4   | 1.2   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 14 日收盘价）

### 推荐

首次评级

当前价格：

8.23 元



**分析师：邱祖学**

执业证号：S0100521120001

电话：13661578297

邮箱：qizuxue@mszq.com

**研究助理：张航**

执业证号：S0100122010011

电话：13148188873

邮箱：zhanghang@mszq.com

**研究助理：张建业**

执业证号：S0100120080003

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

### 相关研究

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 5,717 | 7,669 | 8,530 | 9,254 |
| 营业成本      | 4,944 | 6,552 | 7,082 | 7,563 |
| 营业税金及附加   | 45    | 61    | 68    | 74    |
| 销售费用      | 127   | 153   | 171   | 185   |
| 管理费用      | 200   | 238   | 256   | 278   |
| 研发费用      | 38    | 46    | 51    | 56    |
| EBIT      | 211   | 618   | 902   | 1,098 |
| 财务费用      | 230   | 184   | 173   | 182   |
| 资产减值损失    | -12   | -9    | -7    | -5    |
| 投资收益      | 181   | 292   | 325   | 331   |
| 营业利润      | 372   | 824   | 1,183 | 1,391 |
| 营业外收支     | -13   | -8    | -8    | -8    |
| 利润总额      | 359   | 816   | 1,175 | 1,383 |
| 所得税       | 8     | 24    | 59    | 69    |
| 净利润       | 351   | 791   | 1,116 | 1,314 |
| 归属于母公司净利润 | 351   | 786   | 1,109 | 1,307 |
| EBITDA    | 608   | 1,067 | 1,378 | 1,595 |

| 资产负债表 (百万元) | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 1,495  | 3,337  | 4,443  | 6,061  |
| 应收账款及票据     | 909    | 1,468  | 1,572  | 1,650  |
| 预付款项        | 588    | 766    | 817    | 885    |
| 存货          | 1,365  | 1,658  | 1,883  | 2,004  |
| 其他流动资产      | 495    | 565    | 783    | 797    |
| 流动资产合计      | 4,852  | 7,793  | 9,499  | 11,398 |
| 长期股权投资      | 1,333  | 1,533  | 1,720  | 1,928  |
| 固定资产        | 4,730  | 4,789  | 4,837  | 4,832  |
| 无形资产        | 274    | 290    | 307    | 318    |
| 非流动资产合计     | 6,848  | 7,156  | 7,410  | 7,610  |
| 资产合计        | 11,700 | 14,949 | 16,908 | 19,007 |
| 短期借款        | 851    | 851    | 851    | 851    |
| 应付账款及票据     | 1,435  | 1,948  | 2,236  | 2,277  |
| 其他流动负债      | 973    | 1,120  | 1,163  | 1,194  |
| 流动负债合计      | 3,259  | 3,920  | 4,250  | 4,323  |
| 长期借款        | 3,264  | 3,776  | 4,289  | 5,002  |
| 其他长期负债      | 285    | 285    | 285    | 285    |
| 非流动负债合计     | 3,549  | 4,062  | 4,575  | 5,287  |
| 负债合计        | 6,808  | 7,982  | 8,825  | 9,610  |
| 股本          | 1,025  | 1,348  | 1,348  | 1,348  |
| 少数股东权益      | 96     | 101    | 108    | 115    |
| 股东权益合计      | 4,892  | 6,967  | 8,084  | 9,397  |
| 负债和股东权益合计   | 11,700 | 14,949 | 16,908 | 19,007 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2020   | 2021E  | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |       |       |
| 营业收入增长率         | 20.42  | 34.15  | 11.22 | 8.49  |
| EBIT 增长率        | 89.70  | 192.98 | 45.87 | 21.77 |
| 净利润增长率          | 149.82 | 123.98 | 41.07 | 17.84 |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |       |       |
| 毛利率             | 13.53  | 14.56  | 16.98 | 18.27 |
| 净利润率            | 6.14   | 10.32  | 13.09 | 14.20 |
| 总资产收益率 ROA      | 3.00   | 5.26   | 6.56  | 6.88  |
| 净资产收益率 ROE      | 7.32   | 11.45  | 13.91 | 14.08 |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |
| 流动比率            | 1.49   | 1.99   | 2.23  | 2.64  |
| 速动比率            | 0.89   | 1.37   | 1.60  | 1.97  |
| 现金比率            | 0.46   | 0.85   | 1.05  | 1.40  |
| 资产负债率 (%)       | 58.19  | 53.39  | 52.19 | 50.56 |
| <b>经营效率</b>     |        |        |       |       |
| 应收账款周转天数        | 24.31  | 23.43  | 23.77 | 23.84 |
| 存货周转天数          | 100.74 | 92.33  | 97.07 | 96.72 |
| 总资产周转率          | 0.49   | 0.51   | 0.50  | 0.49  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益            | 0.35   | 0.58   | 0.82  | 0.97  |
| 每股净资产           | 4.68   | 5.10   | 5.92  | 6.89  |
| 每股经营现金流         | 0.30   | 0.54   | 0.92  | 1.15  |
| 每股股利            | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值分析</b>     |        |        |       |       |
| PE              | 24     | 14     | 10    | 8     |
| PB              | 1.3    | 1.6    | 1.4   | 1.2   |
| EV/EBITDA       | 15.56  | 12.28  | 9.07  | 7.27  |
| 股息收益率 (%)       | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 351  | 791   | 1,116 | 1,314 |
| 折旧和摊销       | 397  | 448   | 476   | 496   |
| 营运资金变动      | -488 | -439  | -270  | -209  |
| 经营活动现金流     | 307  | 733   | 1,244 | 1,544 |
| 资本开支        | -244 | -549  | -533  | -484  |
| 投资          | -2   | -214  | -200  | -215  |
| 投资活动现金流     | -258 | -475  | -412  | -368  |
| 股权募资        | 1    | 1,284 | 0     | 0     |
| 债务募资        | -350 | 514   | 514   | 713   |
| 筹资活动现金流     | -683 | 1,584 | 274   | 442   |
| 现金净流量       | -637 | 1,842 | 1,106 | 1,618 |

## 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