


投资评级:增持(首次)
基本数据**2022-11-03**

收盘价(元)	15.81
流通股本(亿股)	2.78
每股净资产(元)	3.59
总股本(亿股)	9.99

最近 12 月市场表现



分析师 田源

SAC 证书编号: S0160522090003

tianyuan@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布三季报, 2022 年 Q1-Q3 分别实现营业收入和归母净利润 63.25 亿元、5.17 亿元, 同比+36.20%、+41.91%; Q3 单季度分别实现营业收入和归母净利润 22.26 亿元、2.08 亿元, 同比+44.97%、+67.77%, 环比+5.35%、+1.41%。
- ❖ **销量上涨冲抵铝价下行:** 根据长江有色金属报价, 22 年 Q2 的电解铝均价为 2.1 万元, Q3 均价下降至 1.8 万元, 降幅 11.6%。在铝价下跌背景下公司营业收入环比上升, 或因为公司铝产品销量增长所致。同时美元波动使得公司获得收益, Q3/Q2 的财务费用分别为-0.22/-0.05 亿元, 汇兑收益提升归母净利。
- ❖ **定增 10 亿扩产, 未来预计产能 50 万吨:** 22 年 2 月公司宣布定增计划, 拟募资 10 亿元在重庆投建年产 15 万吨新能源汽车用高端铝板带箔项目 (总耗资 19.8 亿元), 建设周期 36 个月, 预测税后投资回收期为 5.90 年 (不包含建设期)。其中产能分布: 水冷板坯料 4 万吨, 水冷板 0.5 万吨, 矩形/方形电池壳料 3.35 万吨, 条形电池用铝带材 4 万吨, 电池箔 0.3 万吨, 软包电池铝塑膜用铝箔 0.5 万吨, 复合钎焊铝板带 2.35 万吨。公司目前在上海和重庆分别具有产能 14 万吨、20 万吨, 募投项目达产后公司具备近 50 万吨产能,
- ❖ **新能源车需求带动业绩:** 公司业务分为铝热传输材料和汽车铝板带箔两个板块。近年来得益新能源汽车中对于水箱与电池散热的不断增长的需求, 铝热传输材料板块获得额外的业务增量, 19/20/21 年的增长率分别为 9.5%/13.1%/57.1%; 铝板带箔板块, 公司具有水冷板、电池壳料 (条形/方形电池壳料) 等成熟的新能源板块产品, 电池壳业务 20/21 年的增长率分别为 2.1%/207.3%。对于附加值较高的铝塑膜料和电池箔, 公司目前正在集中力量进行开发、验证和工艺提升, 以期望在未来实现目前高端铝塑膜进口产品的国产替代化。公司 Q3 研发费用达 1 亿元, 同比+59%, 环比+41%, 为扩产和新品研发做好技术储备。
- ❖ **投资建议:** 不考虑定增对业绩的影响, 我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 86.65/90.01/94.08 亿元, 归母净利润 8.53/9.53/10.87 亿元。对应 PE 分别为 18.1/16.2/14.2 倍, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 下游新能源汽车需求不达预期的风险; 铝锭价格上涨风险; 市场供给过多产品降价风险; 疫情反复风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4067	6449	8665	9001	9408
收入增长率 (%)	13.3	58.6	34.4	3.9	4.5
归母净利润 (百万元)	249	500	853	953	1087
净利润增长率 (%)	35.9	100.5	70.5	11.8	14.0
EPS (元/股)	0.3	0.5	0.9	1.0	1.1
PE	26.9	24.6	18.1	16.2	14.2
ROE (%)	9.4	15.9	21.8	19.6	18.2
PB	3.1	3.9	3.9	3.2	2.6

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4066.89	6448.63	8664.66	9001.41	9407.76	成长性					
减:营业成本	3395.37	5350.35	7043.76	7289.22	7539.12	营业收入增长率	13.3%	58.6%	34.4%	3.9%	4.5%
营业税费	8.39	13.99	19.31	19.39	20.55	营业利润增长率	30.6%	102.3%	71.5%	11.1%	14.3%
销售费用	27.69	35.87	111.64	75.78	84.25	净利润增长率	35.9%	100.5%	70.5%	11.8%	14.0%
管理费用	68.65	92.67	132.95	139.80	141.88	EBITDA 增长率	53.8%	56.5%	37.5%	15.7%	13.5%
研发费用	200.21	286.73	393.96	417.54	427.48	EBIT 增长率	81.7%	81.6%	51.0%	9.1%	12.3%
财务费用	98.84	115.82	67.36	54.44	39.23	NOPLAT 增长率	87.7%	80.1%	50.2%	9.8%	12.1%
资产减值损失	-7.18	-16.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	13.7%	16.9%	10.9%	9.4%	7.6%
加:公允价值变动收益	0.00	0.23	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	75.7%	17.9%	24.7%	24.3%	22.3%
投资和汇兑收益	2.75	-2.96	1.19	1.06	-0.64	利润率					
营业利润	272.14	550.57	944.34	1049.20	1198.76	毛利率	16.5%	17.0%	18.7%	19.0%	19.9%
加:营业外净收支	0.47	0.34	0.00	0.00	0.00	营业利润率	6.7%	8.5%	10.9%	11.7%	12.7%
利润总额	272.61	550.92	944.34	1049.20	1198.76	净利率	6.1%	7.8%	9.8%	10.6%	11.6%
减:所得税	23.14	50.79	91.63	95.87	112.12	EBITDA/营业收入	13.5%	13.3%	13.6%	15.1%	16.4%
净利润	249.47	500.16	852.74	953.38	1086.70	EBIT/营业收入	9.1%	10.4%	11.7%	12.2%	13.2%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	114.67	320.52	440.13	255.95	438.80	固定资产周转天数	140	95	72	84	100
交易性金融资产	48.67	105.50	105.50	105.50	105.50	流动营业资本周转天数	215	162	133	144	130
应收账款	942.31	1120.74	1574.93	1675.58	1617.14	流动资产周转天数	261	210	173	181	167
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	75	58	56	65	63
预付账款	59.52	73.88	53.53	55.40	57.30	存货周转天数	129	100	79	83	83
存货	1347.09	1639.69	1451.74	1909.41	1566.97	总资产周转天数	419	302	254	270	278
其他流动资产	147.90	124.72	124.72	124.72	124.72	投资资本周转天数	406	300	247	260	268
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	9.4%	15.9%	21.8%	19.6%	18.2%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.0%	8.6%	13.3%	13.5%	14.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.4%	11.5%	15.5%	15.6%	16.2%
固定资产	1563.75	1673.82	1719.31	2068.04	2569.15	费用率					
在建工程	276.35	165.22	220.29	187.32	157.64	销售费用率	0.7%	0.6%	1.3%	0.8%	0.9%
无形资产	182.94	179.53	239.37	258.60	283.81	管理费用率	1.7%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%
其他非流动资产	20.38	45.32	45.32	45.32	45.32	财务费用率	2.4%	1.8%	0.8%	0.6%	0.4%
资产总额	4999.76	5824.78	6400.82	7087.89	7446.08	三费/营业收入	4.8%	3.8%	3.6%	3.0%	2.8%
短期债务	1614.21	1404.20	1204.20	804.20	204.20	偿债能力					
应付账款	218.41	257.21	251.50	355.93	230.44	资产负债率	46.7%	46.1%	38.8%	31.3%	20.0%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	87.7%	85.5%	63.4%	45.5%	25.0%
其他流动负债	1.09	0.71	0.71	0.71	0.71	流动比率	1.45	1.93	2.40	3.08	5.98
长期借款	150.00	582.50	582.50	582.50	582.50	速动比率	0.67	0.97	1.45	1.63	3.55
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	4.23	6.88	13.91	17.87	28.50
负债总额	2335.57	2683.92	2483.14	2216.87	1488.41	分红指标					
少数股东权益	0.05	0.01	-0.02	-0.07	-0.12	DPS(元)	0.04	0.08	0.00	0.00	0.00
股本	998.53	998.53	998.53	998.53	998.53	分红比率					
留存收益	788.57	1250.83	2027.68	2981.06	4067.76	股息收益率	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2664.18	3140.86	3917.68	4871.02	5957.66	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.31	0.50	0.85	0.95	1.09
净利润	249.47	500.16	852.74	953.38	1086.70	BVPS(元)	2.67	3.15	3.92	4.88	5.97
加:折旧和摊销	178.68	187.41	166.93	259.95	308.62	PE(X)	26.9	24.6	18.1	16.2	14.2
资产减值准备	18.63	24.63	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.1	3.9	3.9	3.2	2.6
公允价值变动损失	0.00	-0.23	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	78.70	78.35	72.65	61.70	43.45	P/S	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
投资收益	-2.75	2.96	-1.19	-1.06	0.64	EV/EBITDA	18.4	16.5	14.4	12.3	10.3
少数股东损益	-0.01	-0.03	-0.03	-0.05	-0.05	CAGR(%)					
营运资金的变动	-543.94	-418.78	-291.99	-396.11	201.42	PEG	0.7	0.2	0.3	1.4	1.0
经营活动产生现金流量	-26.17	380.58	798.96	877.88	1640.70	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-159.90	-310.76	-330.81	-600.36	-814.39	REP					
融资活动产生现金流量	209.21	161.38	-348.54	-461.70	-643.45						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给他任其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。