

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.54
总股本/流通股本(亿股)	9.99 / 2.78
总市值/流通市值(亿元)	135 / 38
52周内最高/最低价	22.71 / 7.37
资产负债率(%)	40.6%
市盈率	20.21
第一大股东	华峰集团有限公司
持股比例(%)	55.1%

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 魏欣  
SAC 登记编号: S1340123020001  
Email: weixin@cnpsec.com

华峰铝业(601702)

铝热传输行业龙头，储能、AI 应用打开空间

● 投资要点

公司发布 2022 年度报告和 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入/归母净利/扣非归母净利 85.45/6.66/6.45 亿元，同比增长 32.51%/33.11%/34.11%，2022 年 Q4 公司实现 22.20/1.49 亿元，同比增长 22.99%/9.58%，环比减少 0.27%/28.37%。2023 年 Q1 公司实现营业收入/归母净利 19.97/1.70 亿元，同比增长 0.58%/65.03%，环比变化-10.05%/14.09%。公司业绩符合预期。

**业绩稳步增长，主营产品毛利率稳定。**分业务看，铝热传输业务始终是公司的主营业务，占比保持在 85%以上，其次为电池料业务，占比从 2018 年的 2.34%提升至 2022 年的 9.25%。毛利率方面，铝热传输材料毛利率基本稳定，电池料业务毛利率 2022 年大幅下降主要由于铝价 2022 年成前高后低走势，公司在手订单较多，采用“铝锭价格+加工费”销售形式，上半年采购大量半成品造成毛利率大幅下滑。

**铝热传输行业龙头，重庆二期项目投产后产能达 60 万吨。**公司现有上海、重庆基地产能合计约 35 万吨，重庆二期项目建成后公司产能有望达到 59-60 万吨。2018-2022 年公司铝热传输材料产量/销量年复合增长率为 20.36%/20.53%，二期项目投产后，公司产销量增长率有望维持。

**储能、AI 服务器打开增长空间。**公司立足汽车、空调等优势市场，积极关注和开拓储能、5G 基站、大数据中心新市场，其中 AI 服务器散热要求更高，通常通常需要采取液冷方式散热，公司生产铝热传输材料可用于冷板式液冷技术中，未来有望在 AI 服务器应用带动下开辟新的增长极。

**投资建议：**公司目前在手订单充足，产能利用率仍有提升空间，未来重庆二期项目投产后将助力公司在新能源汽车等市场进一步提高市占率，储能、AI 服务器等领域也为公司提供广阔的市场空间，我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 109.92/128.12/149.87 亿元，分别同比增长 28.64%/16.56%/16.98%；归母净利润分别为 10.17/11.88/14.27 亿元，分别同比增长 52.73%/16.80%/20.19%，对应 EPS 分别为 1.02/1.19/1.43 元。

以 2023 年 4 月 28 日收盘价 13.56 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 13.32/11.40/9.49 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示：

项目进度不及预期，铝价上涨，汇率波动等风险。

■ 盈利预测和财务指标

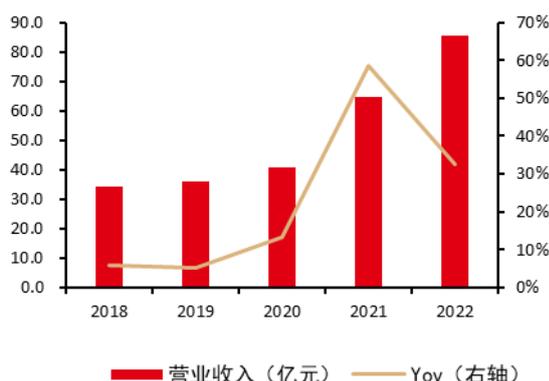
项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8545	10992	12812	14987
增长率 (%)	32.51	28.64	16.56	16.98
EBITDA (百万元)	971.42	1365.06	1522.93	1746.46
归属母公司净利润 (百万元)	665.77	1016.83	1187.66	1427.49
增长率 (%)	33.11	52.73	16.80	20.19
EPS (元/股)	0.67	1.02	1.19	1.43
市盈率 (P/E)	20.34	13.32	11.40	9.49
市净率 (P/B)	3.63	2.85	2.28	1.84
EV/EBITDA	17.00	11.04	9.14	7.82

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 业绩稳步增长，主营产品毛利率稳定

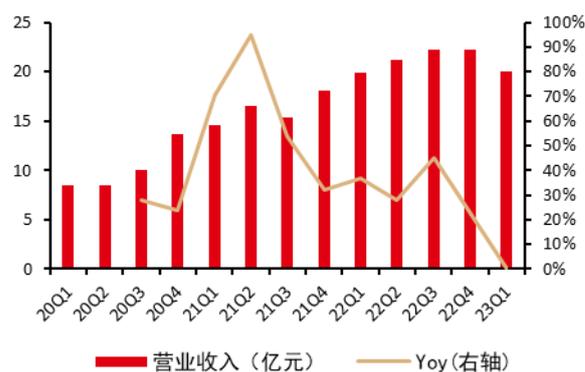
**营收稳步增长，盈利质量提升。**公司发布 2022 年度报告和 2023 年一季报，2022 年公司实现营收/归母净利/扣非归母净利 85.45/6.66/6.45 亿元，同比增长 32.51%/33.11%/34.11%，2022 年 Q4 公司实现营收/归母净利润 22.20/1.49 亿元，同比增长 22.99%/9.58%，环比减少 0.27%/28.37%。2023 年 Q1 公司实现营收/归母净利 19.97/1.70 亿元，同比增长 0.58%/65.03%，环比变化-10.05%/14.09%。

图表1：公司年度营收及同比情况



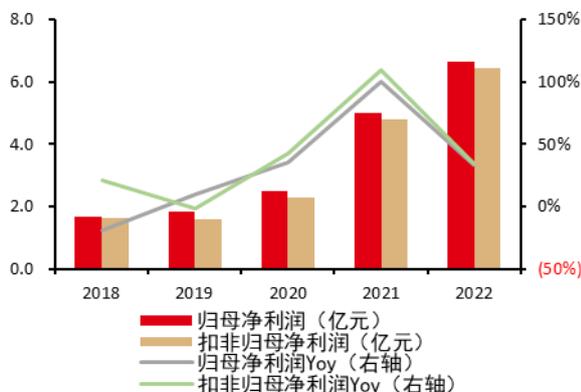
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表2：公司季度营收及同比情况



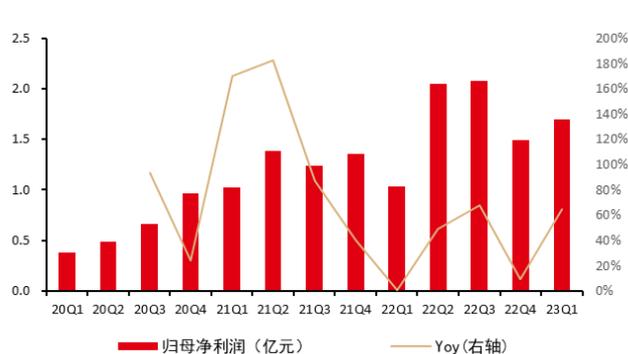
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表3：公司年度归母净利润及同比情况



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表4：公司季度归母净利润及同比情况

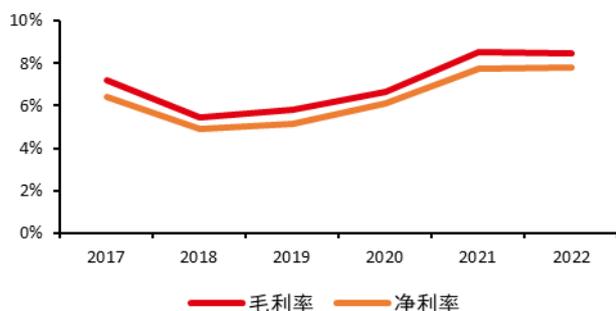


资料来源：wind，中邮证券研究所

**毛利率/净利率稳步提升，三费占比持续下降。**公司毛利率和净利率在保持营收稳步增长的同时持续提升，毛利率从 2018 年的 5.47 提升至 2022 年的 8.47%，净利率从 2018 年的 4.92% 提升至 2022 年的 7.79%，盈利质量和产品结构不断优化。

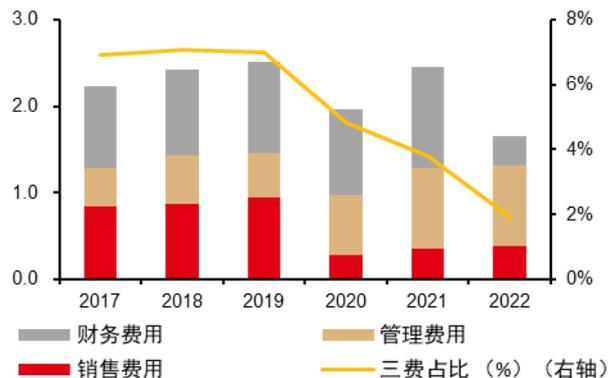
费用方面，公司三费占比持续降低，从 2018 年的 7.08% 降至 2022 年的 1.93%，主要由公司营收规模扩大以及汇兑损益增加导致。

图表5：公司毛利率和净利率年度变化



资料来源：wind，中邮证券研究所

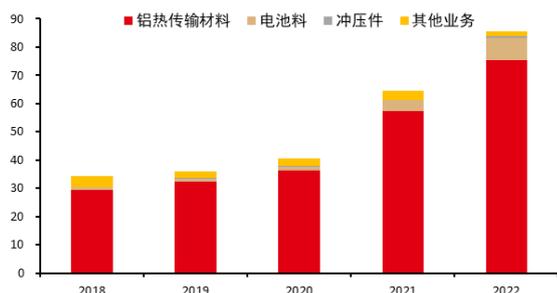
图表6：公司期间费用情况（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

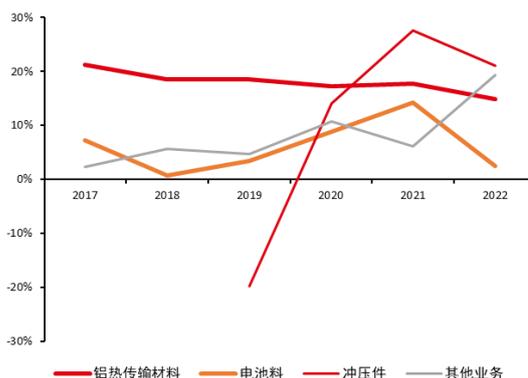
分业务看，铝热传输业务始终是公司的主营业务，占比保持在85%以上，其次为电池料业务，占比从2018年的2.34%提升至2022年的9.25%。毛利率方面，铝热传输材料毛利率基本稳定，电池料业务毛利率2022年大幅下降主要由于铝价2022年成前高后低走势，公司在手订单较多，采用“铝锭价格+加工费”销售形式，上半年采购大量半成品造成毛利率大幅下滑。

图表7：公司分业务营收变化（亿元）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表8：公司分业务毛利率情况 (%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

## 2 铝热传输行业龙头，重庆二期项目投产后产能达60万吨

公司是铝热传输材料行业龙头。公司从事铝板带箔的研发、生产和销售，主要产品为铝热传输材料，电池料，冲压件制品。铝热传输材料（复合材料、非复合材料），指热传输领域内的铝合金板带箔材料，广泛应用于汽车、工程机械、电站和家用商用空调热交换系统，其中复合材料，附加值更高，技术难度更大、工序更为复杂。

冲压件为铝热传输材料的下游制品，主要用于制造汽车冷却设备等的结构件。

电池料主要为矩形/方形电池壳料、条形电池用铝带材、电池箔、软包电池铝塑膜用铝箔等。

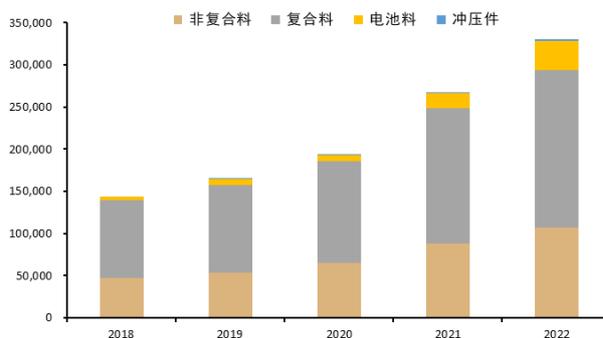
公司共有上海、重庆两个基地，上海基地产能14-15万吨，工艺成熟，辐射东部及海外市场，重庆基地产能为20万吨，采用新工艺、新设备，重点辐射中国中西部市场，产能利用率逐步提升，带动公司此外公司拟在重庆基地筹建二期“年产15万吨新能源汽车用高端铝板带

箔项目”，建成后公司产能有望达到 59-60 万吨。2018-2022 年公司铝热传输材料产量/销量年复合增长率为 20.36%/20.53%，二期项目投产后，公司产销量增长率有望维持。

图表9：公司部分终端应用产品



图表10：2018-2022 公司销量变化（吨）



资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 3 储能、AI 服务器打开增长空间

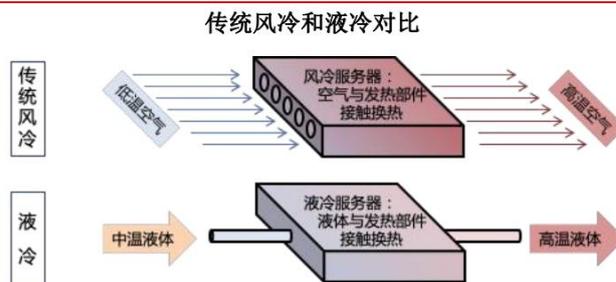
公司立足汽车、空调等优势市场，积极开拓储能业务新市场，开发以吹胀板材料、大尺寸水冷板材料等为代表的储能领域用热传输材料，对 5G 基站、大数据中心等未来饱含散热需求的新业务领域保持关注和积极开发。

液冷散热是 AI 服务器的大势所趋。数据中心目前主要采用风冷方式散热，但随着 AI 集群算力密度普遍达到 50kw/柜，传统风冷方式仅能满足 2.7kW/机柜的数据中心散热需求，对高密度数据中心通常需要采取液冷方式散热，另一方面，传统风冷项目 PUE（电能比）值很难大幅降低，根据工信部《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》，2023 年底新建大型及以上数据中心 PUE 需降至 1.3 以下，而液冷方式可以将 PUE 控制在 1.1 左右，达到节能降本的效果，未来液冷方式有望在 AI 数据中心应用中逐步取代传统风冷散热方式。

图表11：不同功率数据中心对应制冷方式

每平方米功率	数据中心密度	制冷方式
1. 2KW/机柜 以下	超低密度数据中心	风冷
1. 2-2.7KW/机柜	低密度数据中心	风冷
2. 7-7.5KW/机柜	中、低密度数据中心	风冷/水冷
7. 5-18KW/机柜	中、高密度数据中心	水冷/液冷-冷板式
18-30KW/机柜	高密度数据中心	液冷-冷板式/浸没式

图表12：传统风冷、液冷对比



资料来源：绿色数据中心白皮书，中邮证券研究所

资料来源：赛迪顾问，中邮证券研究所

液冷方式分为直接冷却和间接冷却，直接冷却以浸没式液冷技术为主，又可分为相变和非相变 2 种，间接冷却以冷板式液冷技术为主。

公司深耕热传输领域十余年，具备较高的精准定制化能力，产品可用于冷板式液冷技术中的冷板散热器，未来有望在 AI 服务器应用带动下开辟新的增长极。

### 4 盈利预测

公司目前在手订单充足，产能利用率仍有提升空间，未来重庆二期项目投产后将助力公司在新能源汽车等市场进一步提高市占率，储能、AI 服务器等领域也为公司提供广阔的市场空间，我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 109.92/128.12/149.87 亿元，分别同比增长 28.64%/16.56%/16.98%；归母净利润分别为 10.17/11.88/14.27 亿元，分别同比增长 52.73%/16.80%/20.19%，对应 EPS 分别为 1.02/1.19/1.43 元。

以 2023 年 4 月 28 日收盘价 13.56 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 13.32/11.40/9.49 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	8545	10992	12812	14987	营业收入	32.5%	28.6%	16.6%	17.0%
营业成本	7357	9303	10879	12727	营业利润	31.4%	54.4%	14.3%	20.2%
税金及附加	16	20	23	27	归属于母公司净利润	33.1%	52.7%	16.8%	20.2%
销售费用	39	51	59	69	<b>获利能力</b>				
管理费用	92	119	138	162	毛利率	13.9%	15.4%	15.1%	15.1%
研发费用	259	334	389	455	净利率	7.8%	9.3%	9.3%	9.5%
财务费用	34	48	47	12	ROE	17.8%	21.4%	20.0%	19.4%
资产减值损失	-27	0	0	0	ROIC	12.5%	15.9%	15.6%	15.5%
<b>营业利润</b>	<b>724</b>	<b>1117</b>	<b>1277</b>	<b>1535</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	40.6%	36.1%	31.6%	28.2%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	2.09	2.58	3.16	3.70
<b>利润总额</b>	<b>722</b>	<b>1117</b>	<b>1277</b>	<b>1535</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	56	101	89	107	应收账款周转率	6.94	6.94	6.94	6.94
<b>净利润</b>	<b>666</b>	<b>1017</b>	<b>1188</b>	<b>1427</b>	存货周转率	4.77	4.86	4.84	4.84
归母净利润	666	1017	1188	1427	总资产周转率	1.41	1.60	1.59	1.58
每股收益(元)	0.67	1.02	1.19	1.43	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.67	1.02	1.19	1.43
货币资金	352	412	1557	1828	每股净资产	3.74	4.76	5.95	7.38
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1343	1826	1868	2454	PE	20.34	13.32	11.40	9.49
预付款项	43	54	63	74	PB	3.63	2.85	2.28	1.84
存货	1939	2587	2706	3486	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>4294</b>	<b>5644</b>	<b>7083</b>	<b>8862</b>	净利润	666	1017	1188	1427
固定资产	1671	1472	1273	1074	折旧和摊销	202	199	199	199
在建工程	82	82	82	82	营运资本变动	-653	-1156	-242	-1355
无形资产	174	174	174	174	其他	112	59	59	59
<b>非流动资产合计</b>	<b>1991</b>	<b>1791</b>	<b>1592</b>	<b>1393</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>327</b>	<b>119</b>	<b>1204</b>	<b>331</b>
<b>资产总计</b>	<b>6285</b>	<b>7436</b>	<b>8675</b>	<b>10255</b>	资本开支	-70	0	0	0
短期借款	1180	1180	1180	1180	其他	101	0	0	0
应付票据及应付账款	309	407	430	549	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他流动负债	568	604	632	666	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2057</b>	<b>2190</b>	<b>2242</b>	<b>2395</b>	债务融资	-212	0	0	0
其他	496	496	496	496	其他	-136	-59	-59	-59
<b>非流动负债合计</b>	<b>496</b>	<b>496</b>	<b>496</b>	<b>496</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-348</b>	<b>-59</b>	<b>-59</b>	<b>-59</b>
<b>负债合计</b>	<b>2552</b>	<b>2686</b>	<b>2738</b>	<b>2891</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>24</b>	<b>60</b>	<b>1145</b>	<b>272</b>
股本	999	999	999	999					
资本公积金	820	820	820	820					
未分配利润	1689	2553	3562	4776					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	226	378	556	770					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3733</b>	<b>4749</b>	<b>5937</b>	<b>7365</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>6285</b>	<b>7436</b>	<b>8675</b>	<b>10255</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048