

顺博合金 (002996.SZ)

巩固再生铝业务，布局铝压延加工

买入

核心观点

公司2022年业绩下降42%。公司2022年营业收入110.66亿元(+10.8%)，归母净利润2.0亿元(-41.6%)，扣非归母净利润0.74亿元(-69.6%)，经营活动产生的现金流量净额3.44亿元(+135.6%)。分季度来看，2022Q4公司营业收入28.18亿元(-15.1%)，归母净利润-0.42亿元(-137%)。2022年公司实现再生铝合金销量63.58万吨，同比增加3.75万吨或6.3%。2022Q4单季度出现亏损主因市场需求趋弱，同时计提资产减值及信用减值准备6800万元。

盈利能力方面，受2022年三季度西南地区高温限电、四季度疫情因素运行不畅的影响，2022年铝合金锭吨毛利润350元/吨，比2021年842元/吨水平有明显下降。公司克服上述困难继续巩固和拓展市场，2022年再生铝合金销量63.58万吨，比2021年增加了3.75万吨。

计划新建50万吨铝板带项目。为进一步打开成长空间，公司决心全面进入铝板带热轧、冷轧领域，在马鞍山规划50万吨铝板带项目，正在积极推进土地和环评等前期工作，力争项目早日开工。

再生铝低碳优势凸显。欧盟计划今年10月1日启动碳边境调节机制过渡期，对包括铝在内的六大行业商品征收“碳关税”，对高碳排放企业的产品出口欧洲构成影响。国内外碳减排背景下，再生铝低碳优势将进一步凸显。

风险提示：公司新增产能投产进度不及预期，下游需求走弱风险。

投资建议：维持“买入”评级。

假设国内再生铝价格维持2022年水平，测算公司2023-2025年再生铝合金锭销售均价不含税均为17826元/吨，公司铝合金产品单吨毛利润恢复到700元/吨水平，预计公司2023-2025年营收分别为154/190/227亿元，同比增速39.3%/23.4%/19.1%，归母净利润分别为3.70/5.43/7.21亿元，同比增速85.2%/46.7%/32.8%；摊薄EPS分别为0.84/1.24/1.64元，当前股价对应PE分别为15.4/10.5/7.9X。公司是国内领先的再生铝生产企业，产能布局区域合理并保持稳定扩张，公司计划建设50万吨铝板带项目，打开未来增长空间。公司将充分受益于再生铝行业加速发展，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,985	11,066	15,410	19,020	22,660
(+/-%)	105.1%	10.8%	39.3%	23.4%	19.1%
净利润(百万元)	342	200	370	543	721
(+/-%)	75.3%	-41.6%	85.2%	46.7%	32.8%
每股收益(元)	0.78	0.46	0.84	1.24	1.64
EBIT Margin	5.0%	3.0%	3.7%	4.3%	4.7%
净资产收益率(ROE)	15.6%	8.1%	13.9%	18.4%	21.6%
市盈率(PE)	16.7	28.6	15.4	10.5	7.9
EV/EBITDA	15.0	21.9	15.5	12.3	10.4
市净率(PB)	2.61	2.32	2.15	1.93	1.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

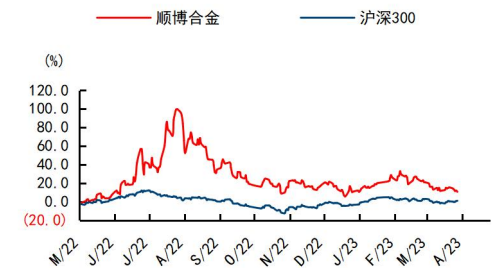
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.00元
总市值/流通市值	5707/1635百万元
52周最高价/最低价	24.03/10.00元
近3个月日均成交额	53.32百万元

市场走势



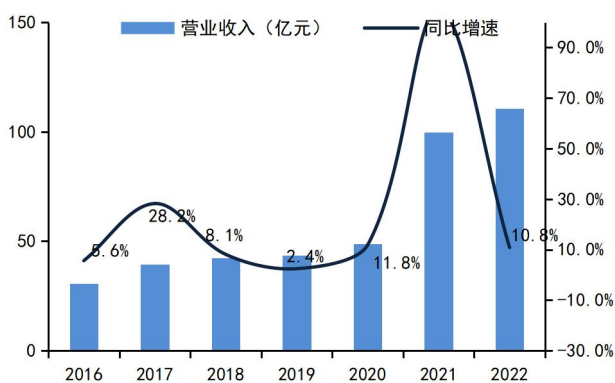
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《顺博合金(002996.SZ)-高温限电拖累公司业绩，转债成功发行助力产能扩张》——2022-10-30
- 《顺博合金(002996.SZ)-产销量稳步增长，重点项目加速推进》——2022-09-01
- 《顺博合金(002996.SZ)-产销量同比大增，布局再生铝保级利用》——2022-03-16
- 《顺博合金-002996-2021年半年报点评：产能布局优化，盈利稳步提升》——2021-08-26

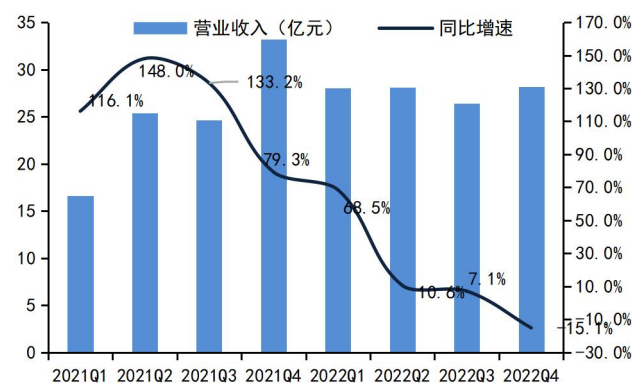
公司 2022 年业绩下降 42%。公司 2022 营业收入 110.66 亿元 (+10.8%)，归母净利润 2.0 亿元 (-41.6%)，扣非归母净利润 0.74 亿元 (-69.6%)，经营活动产生的现金流量净额 3.44 亿元 (+135.6%)。分季度来看，2022Q4 公司营业收入 28.18 亿元 (-15.1%)，归母净利润-0.42 亿元 (-137%)。2022 年公司实现再生铝合金销量 63.58 万吨，同比增加 3.75 万吨或 6.3%。2022Q4 单季度出现亏损主因市场需求趋弱，同时计提资产减值及信用减值准备 6800 万元。

图1: 顺博合金营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 顺博合金单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



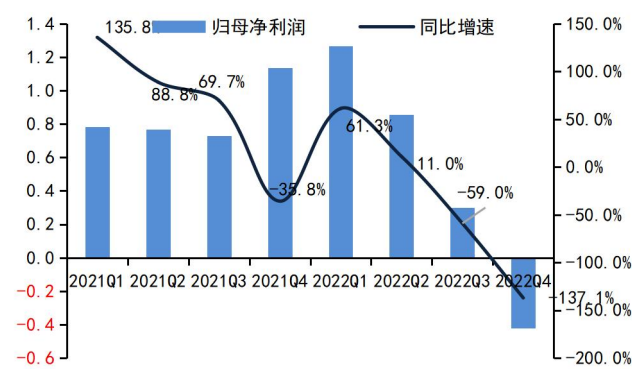
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 顺博合金归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 顺博合金单季归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

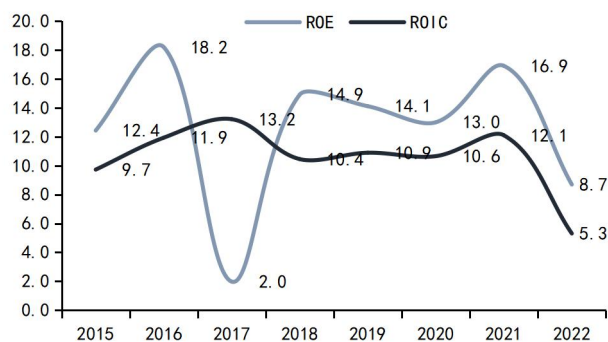
盈利能力方面, 受 2022 年三季度西南地区高温限电、四季度疫情因素运行不畅的影响, 公司铝合金锭单位毛利润出现明显下降, 2022 年铝合金锭吨毛利润 350 元/吨, 比 2021 年 842 元/吨水平有明显下降, 比 2022 上半年 751 元/吨的水平也有明显下降。公司克服上述困难继续巩固和拓展市场, 2022 年再生铝合金销量 63.58 万吨, 比 2021 年增加了 3.75 万吨, 2022H2 比 2022H1 销量增加了 5.28 万吨。转债募投项目方面, 公司加快推进安徽顺博一期 40 万吨生产基地的建设工作, 已于 2022 年 4 季度实现 8.1 万吨产能装置投产, 并继续推进新产能装置建设工作。

图5: 顺博合金毛利率、净利率变化

图6: 顺博合金 ROE 和 ROIC (%)

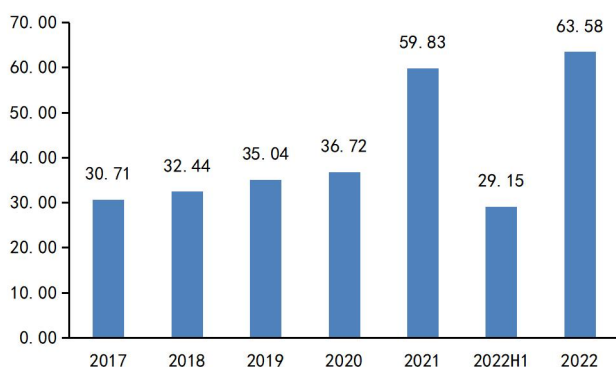


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



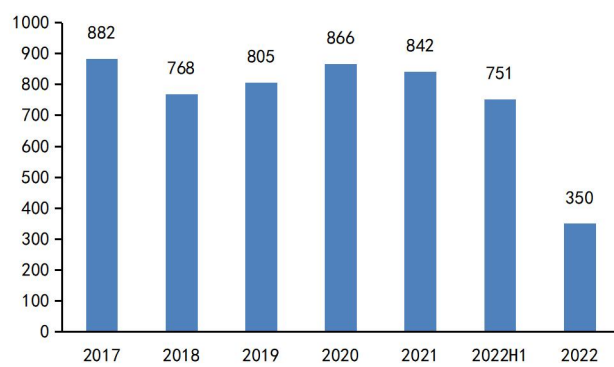
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：顺博合金销量变化（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司产品单吨毛利润（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

积极推进铝合金板带项目。为进一步打开成长空间，公司决心全面进入铝板带热轧、冷轧领域。公司于2022年四季度公告在安徽马鞍山基地建设铝合金板带项目，在年报中披露将积极推进安徽顺博63万吨低碳环保型铝合金扁锭项目和50万吨绿色循环高性能铝板带项目的土地和环评等前期工作，力争项目早日开工。

欧盟计划今年10月1日启动碳边境调节机制过渡期，对包括铝在内的六大行业商品征收“碳关税”，对高碳排放企业的产品出口欧洲构成影响。国内外碳减排背景下，再生铝低碳优势将进一步凸显。

投资建议：假设国内再生锭价格维持2022年水平，测算公司2023-2025年再生合金锭销售均价不含税均为17826元/吨，公司铝合金产品单吨毛利润恢复到700元/吨水平，预计公司2023-2025年营收分别为154/190/227亿元，同比增速39.3%/23.4%/19.1%，归母净利润分别为3.70/5.43/7.21亿元，同比增速85.2%/46.7%/32.8%；摊薄EPS分别为0.84/1.24/1.64元，当前股价对应PE分别为15.4/10.5/7.9X。公司是国内领先的再生铝生产企业，产能布局区域合理并保持稳定扩张，公司计划建设50万吨铝板带项目，打开未来增长空间。公司将充分受益于再生铝行业加速发展，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	410	759	544	571	625	营业收入	9985	11066	15410	19020	22660
应收款项	2450	2373	3305	4079	4860	营业成本	9427	10761	14721	18041	21384
存货净额	835	900	1233	1511	1791	营业税金及附加	46	51	71	88	105
其他流动资产	378	572	797	984	1172	销售费用	24	26	37	45	54
流动资产合计	4074	4619	5893	7159	8462	管理费用	58	74	103	127	151
固定资产	667	850	967	1070	1159	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	128	156	150	143	137	财务费用	59	89	123	152	182
投资性房地产	144	274	274	274	274	投资收益	3	20	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	11	0	0	0
资产总计	5014	5899	7285	8647	10033	其他收入	59	153	99	99	99
短期借款及交易性金融负债	1932	1696	2676	3569	4384	营业利润	434	249	454	666	884
应付款项	516	457	626	767	909	营业外净收支	5	(4)	0	0	0
其他流动负债	153	94	128	157	186	利润总额	439	245	454	666	884
流动负债合计	2601	2247	3430	4493	5480	所得税费用	53	38	71	104	138
长期借款及应付债券	10	929	929	929	929	少数股东损益	44	7	13	19	26
其他长期负债	67	114	114	114	114	归属于母公司净利润	342	200	370	543	721
长期负债合计	77	1042	1042	1042	1042	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2677	3289	4473	5535	6522	净利润	342	200	370	543	721
少数股东权益	147	154	162	172	186	资产减值准备	3	8	4	2	1
股东权益	2189	2456	2657	2952	3343	折旧摊销	59	77	78	96	109
负债和股东权益总计	5014	5899	7291	8659	10052	公允价值变动损失	(3)	(11)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	59	89	123	152	182
每股收益	0.78	0.46	0.84	1.24	1.64	营运资本变动	(1588)	(376)	(1281)	(1067)	(1076)
每股红利	0.22	0.21	0.38	0.56	0.75	其它	28	(4)	3	9	13
每股净资产	4.99	5.59	6.05	6.72	7.62	经营活动现金流	(1159)	(106)	(826)	(418)	(233)
ROIC	11%	3%	7%	9%	10%	资本开支	0	(275)	(200)	(200)	(200)
ROE	16%	8%	14%	18%	22%	其它投资现金流	(0)	(14)	0	0	0
毛利率	6%	3%	4%	5%	6%	投资活动现金流	(0)	(289)	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	5%	3%	4%	4%	5%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	4%	4%	5%	5%	负债净变化	(10)	216	0	0	0
收入增长	105%	11%	39%	23%	19%	支付股利、利息	(96)	(91)	(169)	(248)	(329)
净利润增长率	75%	-42%	85%	47%	33%	其它融资现金流	1316	493	980	893	815
资产负债率	56%	58%	64%	66%	67%	融资活动现金流	1105	744	811	645	486
息率	1.7%	1.6%	3.0%	4.3%	5.8%	现金净变动	(54)	349	(215)	27	54
P/E	16.7	28.6	15.4	10.5	7.9	货币资金的期初余额	464	410	759	544	571
P/B	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7	货币资金的期末余额	410	759	544	571	625
EV/EBITDA	15.0	21.9	15.5	12.3	10.4	企业自由现金流	0	(292)	(915)	(481)	(267)
						权益自由现金流	0	418	65	412	548

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032