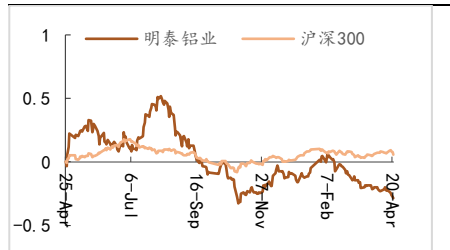


评级： 买入

吴轩
有色行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521120001
wuxuan123@sczq.com.cn
电话: 021-58820297

刘崇娜
有色行业研究助理
liuchongna@sczq.com.cn
电话: 010-81152687

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	14.18
一年内最高/最低价 (元)	30.85/12.94
市盈率 (当前)	10.10
市净率 (当前)	1.11
总股本 (亿股)	9.70
总市值 (亿元)	137.52

资料来源: 聚源数据

相关研究

核心观点

- **22 年业绩下滑, 23Q1 环比改善。**2022 年公司实现营业收入 277.81 亿元, 同比增长 12.87%; 实现归母净利润 15.99 亿元, 同比下降 13.68%; 扣非归母净利润 12.54 亿元, 同比下降 21.15%。2023 年 Q1 公司实现营业收入 60.93 亿元, 同比下滑 18.64%, 环比增长 5.76%; 实现归母净利润 3.54 亿元, 同比下降 40.15%, 环比增长 26.64%; 扣非归母净利润 2.77 亿元, 同比下降 42.98%, 环比增长 53.71%。
- **铝板带箔销量稳中有升, 25 年目标 200 万吨。**2022 年公司实现铝板带箔销量 117 万吨, 虽不及年初预期, 但保持行业市占率稳中有升。目前在建义瑞新材 70 万吨绿色新型铝合金材料项目, 建成投产后公司将拥有四条热连轧生产线, 加之明晟新材新增及搬迁设备运行稳定, 韩国阳光铝业 12 万吨产能运行效率稳步提升, 公司规划 2025 年实现年销量 200 万吨。
- **再生铝保级利用产能持续扩张, 成本&低碳优势明显。**公司再生铝保级利用在设备、技术、工艺等方面国内领先, 具有废铝利用率高, 盈利空间大等优势。公司产品种类丰富, 可对应消耗 1 至 8 系各种合金牌号废铝。2022 年义瑞新材年产 36 万吨再生铝项目投产, 公司再生铝保级利用产能超 100 万吨。2025 年预计再生铝产能达 140 万吨, 再生铝使用比例的不断提提高降低公司生产成本, 提升盈利能力。
- **持续优化产品结构, 盈利能力不断增强。**公司重点开发新能源、汽车轻量化领域相关产品, 汽车轻量化方面成功研制汽车安全结构件、电池托盘并投入生产, 实现 120 公里、80 公里 B 型标准地铁车体批量生产。电池箔、电子箔、铝塑膜箔、电池壳、电池托盘、水冷板、乘用车铝部件、汽车铝型材等新能源及汽车领域产品不断丰富。义瑞新材“年产 70 万吨绿色新型铝合金材料项目”及“年产 25 万吨新能源电池材料项目”投产后, 公司新能源占比将显著提升, 产品结构优化的同时盈利能力不断提升。
- **投资建议:** 公司铝板带箔产能及产量大幅扩张, 持续优化产品结构, 同时再生铝产量增长以降低生产成本, 公司业绩有望稳步增长。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 332.16/401.58/471.45 亿元, 归母净利润分别为 19.25/20.43/24.88 亿元, EPS 分别为 1.98/2.11/2.57。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 项目建设进度不及预期, 铝板带箔需求疲软。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	277.81	332.16	401.58	471.45
营收增速 (%)	12.87%	19.56%	20.90%	17.40%
净利润 (亿元)	15.99	19.25	20.43	24.88
净利润增速 (%)	-13.68%	20.39%	6.14%	21.81%
EPS (元/股)	1.66	1.98	2.11	2.57
PE	8.33	6.96	6.56	5.39

资料来源: Wind, 首創證券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,737.28	15,037.61	16,046.48	20,410.65	经营活动现金流	-856.43	2196.50	804.44	3216.93
现金	1,876.37	2,851.24	2,827.38	4,867.96	净利润	1642.38	1924.50	2042.74	2488.20
应收账款	800.38	1,527.18	1,286.87	2,016.76	折旧摊销	531.87	502.11	549.34	594.53
其它应收款	15.51	15.51	15.51	15.51	财务费用	24.50	-158.58	200.79	235.72
预付账款	564.65	890.16	861.89	1,185.80	投资损失	-47.94	-54.25	-54.25	-54.25
存货	3,866.59	5,137.08	5,706.13	6,966.79	营运资金变动	-3381.37	-70.42	-1990.14	-115.44
其他	525.49	525.49	525.49	525.49	其它	374.12	53.15	55.96	68.16
非流动资产	7,217.24	7,573.61	7,832.75	8,046.69	投资活动现金流	600.72	-804.23	-475.33	-754.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-390.16	958.48	858.48	858.48
固定资产	5,018.32	5,530.60	5,937.27	6,257.88	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	432.09	420.77	409.45	398.13	其他	990.88	-1762.71	-1333.81	-1612.71
其他	1,063.76	1,063.76	1,063.76	1,063.76	筹资活动现金流	-210.28	-417.40	-352.97	-422.12
资产总计	18,954.52	22,611.22	23,879.23	28,457.34	短期借款	-85.05	-291.05	0.00	0.00
流动负债	4,969.35	6,933.77	6,255.78	8,463.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	291.05	0.00	0.00	0.00	其他	-125.23	-126.35	-352.97	-422.12
应付账款	991.73	1,141.36	1,374.56	1,606.50	现金净增加额	-466.00	974.88	-23.87	2040.58
其他	1,968.43	1,968.43	1,968.43	1,968.43					
非流动负债	1,347.95	1,347.95	1,347.95	1,347.95	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	363.01	363.01	363.01	363.01	营业收入	12.87%	19.56%	20.90%	17.40%
负债合计	6,317.30	8,281.72	7,603.73	9,811.49	营业利润	-10.06%	20.63%	6.12%	21.72%
少数股东权益	435.28	488.00	543.95	612.11	归属母公司净利润	-13.68%	20.39%	6.14%	21.81%
归属母公司股东权益	12,201.94	13,841.50	15,731.54	18,033.74	获利能力				
负债和股东权益	18,954.52	22,611.22	23,879.23	28,457.34	毛利率	9.76%	10.47%	10.82%	11.22%
					净利率	5.75%	5.79%	5.09%	5.28%
					ROE	7.95%	13.80%	12.89%	13.71%
					ROIC	23.58%	19.89%	23.38%	23.06%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	27,781.13	33,215.69	40,158.19	47,144.79	资产负债率	33.33%	36.63%	31.84%	34.48%
营业成本	25,070.55	29,737.09	35,812.67	41,855.80	净负债比率	27.89%	22.09%	27.31%	20.33%
营业税金及附加	139.94	167.31	202.29	237.48	流动比率	2.36	2.17	2.57	2.41
营业费用	70.63	84.45	102.10	119.86	速动比率	1.58	1.43	1.65	1.59
研发费用	994.70	1,189.29	1,437.86	1,688.02	营运能力				
管理费用	246.83	295.11	356.79	418.87	总资产周转率	1.47	1.60	1.73	1.80
财务费用	-132.63	-158.58	200.79	235.72	应收账款周转率	28.54	28.54	28.54	28.54
资产减值损失	-25.51	-22.55	-22.55	-22.55	应付账款周转率	28.87	31.14	31.92	31.63
公允价值变动收益	-1.11	0.43	0.00	0.00	每股指标(元)				
投资净收益	47.94	54.25	54.25	54.25	每股收益	1.66	1.98	2.11	2.57
营业利润	1,954.13	2,357.33	2,501.56	3,044.91	每股经营现金	-0.88	2.26	0.83	3.32
营业外收入	3.67	1.69	1.69	1.69	每股净资产	12.42	14.27	16.22	18.60
营业外支出	7.91	11.61	11.61	11.61	估值比率				
利润总额	1,949.88	2,347.41	2,491.64	3,035.00	P/E	8.33	6.96	6.56	5.39
所得税	307.51	370.20	392.95	478.64	P/B	1.11	0.97	0.85	0.74
净利润	1,642.38	1,977.21	2,098.70	2,556.36					
少数股东损益	43.79	52.72	55.96	68.16					
归属母公司净利润	1,598.59	1,924.50	2,042.74	2,488.20					
EBITDA	2,319.57	2,700.86	3,251.70	3,875.17					
EPS (元)	1.66	1.98	2.11	2.57					

分析师简介

吴轩，金融硕士，曾就职于长城证券。2021年12月加入首创证券，负责有色金属板块研究。

刘崇娜，有色行业研究助理，FRM，2022年5月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现