

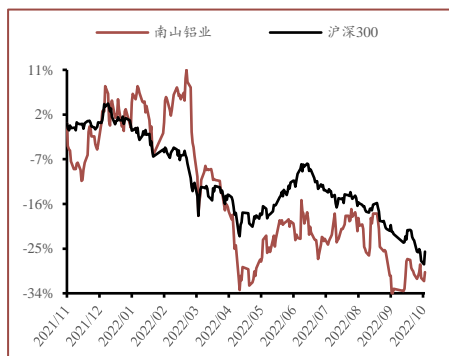
Q3 稳健增长，高端化路线持续推进

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)
基本数据
2022-11-01

收盘价(元)	3.16
流通股本(亿股)	119.50
每股净资产(元)	3.77
总股本(亿股)	119.50

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

1. 《切入宝马全球供应链体系，高端制造成长可期》 2019-02-26

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 265.28 亿元、28.49 亿元, 同比增长 30.14%、13.07%; Q3 单季度分别实现营业收入和归母净利润 86.18 亿元、10.23 亿元, 同比增长 9.85%、1.03%, 环比减少 4.82%、7.34%。前三季度 EPS 为 0.24 元/股。
- ❖ **Q3 铝价下跌拖累毛利率:** 公司 22 年 Q1-Q3 毛利率为 20.20%, 同比下降 5.66pct。Q3 单季度毛利率 18.68%, 同比下降 7.17pct, 环比下降 2.87pct。费用方面, Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.63%/1.98%/3.84%/-2.20%, 合计费用率为 4.25%, 同比下降 3.48pct, 环比下降 1.17pct; 产品价格端, 长江有色金属网显示 22 年 Q3 平均电解铝价格为 18450 元/吨, 同比下降 9.14%, 环比下降 11.5%。美元升值带来的汇兑收益对公司业绩有提振, 但是铝价下跌或压缩了公司利润空间。
- ❖ **高端产品需求旺盛, 产能扩增进行时:** 1) 新能源汽车轻量化趋势带动下, 汽车铝板和铝箔需求旺盛。公司是国内唯一一家可以批量供汽车板的铝加工企业, 目前拥有汽车板产能 20 万吨, 三期在建 20 万吨, 预计 2023 年投产; 2) 电池铝箔方面, 公司已经和宁德时代、比亚迪、国轩高科中航锂电等头部锂电客户达成合作, 公司目前正在推进 10-12 μm 高端锂电铝箔的研发和认证工作。公司 21 年有 2.1 万吨高性能动力电池箔投产, 22 年致力于产量释放; 3) 航空板方面, 公司是国内首家能够稳定批量生产航空板材的企业公司, 切入国产大飞机供应链, 同时稳定供货波音、空客等巨头客户。
- ❖ **印尼氧化铝二期投产, 持续贡献业绩增长:** 公司在印尼设立氧化铝工厂, 直接利用当地丰富的铝土矿和煤炭资源, 实现较低成本的氧化铝产能扩张。此前已于 21 年 5 月投产 100 万吨, 同年 9 月满产。22 年 10 月公司宣布二期 100 万吨投产。随着合计 200 万吨产能全部投产, 工厂将形成规模化效益, 进一步降低印尼氧化铝项目的生产成本, 同时带来量利提升的贡献。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 38.69、42.56、52.94 亿元, EPS 为 0.3、0.4、0.4 元/股, 当前股价对应的 PE 为 9.7、8.8、7.1 倍。给予公司“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 下游需求不振的风险; 国内疫情反复的风险; 海外地缘政治风险; 汽车板扩产不达预期的风险; 煤炭或电力等成本上升的风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	22299	28725	33372	35261	40587
收入增长率 (%)	3.7	28.8	16.2	5.7	15.1
归母净利润 (百万元)	2049	3411	3869	4256	5294
净利润增长率 (%)	26.3	66.4	13.4	10.0	24.4
EPS (元/股)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
PE	18.6	16.2	9.7	8.8	7.1
ROE (%)	5.1	8.0	8.7	8.7	10.0
PB	0.9	1.3	0.8	0.8	0.7

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						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	22298.99	28725.02	33372.10	35261.25	40586.50	成长性					
减:营业成本	17010.24	21649.67	25333.50	26687.08	30379.78	营业收入增长率	3.7%	28.8%	16.2%	5.7%	15.1%
营业税费	240.15	257.78	326.44	341.23	389.42	营业利润增长率	31.1%	59.3%	15.0%	9.9%	24.4%
销售费用	258.92	289.51	337.06	364.77	414.75	净利润增长率	26.3%	66.4%	13.4%	10.0%	24.4%
管理费用	724.02	853.74	1025.13	1081.73	1239.17	EBITDA 增长率	16.0%	34.2%	2.9%	9.5%	15.0%
研发费用	1481.22	1374.29	1755.29	1880.03	2117.19	EBIT 增长率	27.4%	61.6%	12.9%	4.4%	23.0%
财务费用	134.39	147.66	-42.64	-97.45	-204.38	NOPLAT 增长率	25.2%	70.4%	10.3%	4.7%	23.3%
资产减值损失	-2.49	-23.88	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	1.6%	12.4%	-0.5%	6.0%	7.9%
加:公允价值变动收益	-8.73	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	6.6%	7.3%	3.6%	9.8%	8.9%
投资和汇兑收益	107.13	53.72	130.27	119.04	133.97	利润率					
营业利润	2601.06	4144.69	4766.55	5237.46	6516.10	毛利率	23.7%	24.6%	24.1%	24.3%	25.1%
加:营业外净收支	5.29	-5.34	14.30	14.40	1.00	营业利润率	11.7%	14.4%	14.3%	14.9%	16.1%
利润总额	2606.34	4139.35	4780.85	5251.86	6517.10	净利润率	10.0%	12.9%	12.6%	13.1%	14.2%
减:所得税	385.25	419.87	583.63	627.52	764.72	EBITDA/营业收入	21.4%	22.3%	19.7%	20.4%	20.4%
净利润	2049.45	3410.83	3869.19	4256.16	5293.97	EBIT/营业收入	11.8%	14.8%	14.4%	14.2%	15.2%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	13227.11	18273.38	17724.45	22368.39	27687.24	固定资产周转天数	380	349	299	269	220
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	70	70	62	60	57
应收帐款	2320.68	2864.90	3438.72	3221.74	3091.71	流动资产周转天数	379	390	340	379	387
应收票据	1326.13	1029.60	1195.20	1351.44	1241.58	应收帐款周转天数	35	32	34	34	28
预付帐款	933.91	1110.46	1241.10	1329.02	1519.83	存货周转天数	103	92	90	92	91
存货	4624.14	6429.49	6237.26	7402.80	8006.62	总资产周转天数	894	747	684	671	624
其他流动资产	143.99	151.26	151.26	151.26	151.26	投资资本周转天数	815	711	609	611	572
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	5.1%	8.0%	8.7%	8.7%	10.0%
长期股权投资	437.30	497.77	663.69	755.42	861.47	ROA	3.7%	5.4%	6.1%	6.3%	7.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	4.5%	6.8%	7.6%	7.5%	8.6%
固定资产	23192.30	27504.43	27341.10	25967.56	24514.36	费用率					
在建工程	6033.84	1655.60	952.80	526.40	363.20	销售费用率	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	2315.37	2340.92	3121.23	3358.80	3706.61	管理费用率	3.2%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	631.69	153.27	153.27	153.27	153.27	财务费用率	0.6%	0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
资产总额	56011.86	63178.18	63661.44	67745.69	72916.56	三费/营业收入	5.0%	4.5%	4.0%	3.8%	3.6%
短期债务	5072.61	8092.42	6092.42	4592.42	4432.36	偿债能力					
应付帐款	2682.03	3190.97	3294.65	4019.10	4099.05	资产负债率	20.9%	24.8%	22.7%	20.2%	19.3%
应付票据	893.30	758.62	1079.93	1105.54	1231.36	权益权益比	26.5%	32.9%	29.3%	25.3%	23.9%
其他流动负债	791.80	969.09	969.09	969.09	969.09	流动比率	2.17	2.04	2.25	2.81	3.20
长期借款	350.43	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.63	1.53	1.70	2.13	2.48
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	8.52	15.65	18.56	25.73	37.48
负债总额	11724.93	15654.52	14435.96	13695.87	14067.56	分红指标					
少数股东权益	3901.80	4656.97	4985.00	5353.19	5811.60	DPS(元)	0.06	0.06	0.00	0.00	0.00
股本	11950.48	11950.48	11797.24	11797.24	11797.24	分红比率					
留存收益	12133.15	14886.70	16867.58	21323.74	25664.51	股息收益率	1.7%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	44286.93	47523.67	49225.48	54049.82	58849.00	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.17	0.29	0.32	0.36	0.44
净利润	2049.45	3410.83	3869.19	4256.16	5293.97	BVPS(元)	3.38	3.59	3.70	4.07	4.44
加:折旧和摊销	2132.25	2142.24	1780.25	2192.47	2120.62	PE(X)	18.6	16.2	9.7	8.8	7.1
资产减值准备	20.43	156.86	107.51	0.00	0.00	PB(X)	0.9	1.3	0.8	0.8	0.7
公允价值变动损失	8.73	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	358.31	315.59	258.87	195.00	164.70	P/S	1.7	2.0	1.1	1.0	0.9
投资收益	-107.13	-53.72	-130.27	-119.04	-133.97	EV/EBITDA	6.3	7.3	4.0	2.8	1.7
少数股东损益	171.65	308.66	328.03	368.18	458.42	CAGR(%)					
营运资金的变动	1111.58	-1844.98	-170.64	-151.05	-482.81	PEG	0.7	0.2	0.7	0.9	0.3
经营活动产生现金流量	5883.41	4416.01	6025.49	6723.51	7415.45	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-356.22	-1204.82	-1712.62	-584.58	-818.63	REP					
融资活动产生现金流量	-1402.47	217.67	-3611.33	-1695.00	-324.76						

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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。