

顺博合金 (002996.SZ)

产销量稳步增长，重点项目加速推进

买入

核心观点

公司2022H1业绩增长36%。公司2022H1营业收入56.10亿元，同比增长33.5%，归母净利润2.12亿元，同比增长36.4%，扣非归母净利润1.49亿元，同比增长8.4%，经营活动产生的现金流量净额2.63亿元，同比增加213.2%。2022H1公司收到的税费返还和政府补助合计1.26亿元，比去年同期增加0.82亿元。2022Q2公司营业收入28.07亿元，同比增长10.6%，环比增0.2%；2022Q2归母净利润0.85亿元，同比增11.0%，环比下降32.5%。2022H1公司实现再生铝合金销量29.15万吨，同比增长5.6%。二季度铝价阴跌以及疫情对公司二季度产销量及业绩产生一定扰动。

重点项目进展顺利。铸造铝合金版块，转债项目安徽顺博一期40万吨产能有望在2022年4季度实现10万吨产能装置投产。变形铝合金版块，湖北顺博15万吨变形系铝棒项目力争2022年4季度投产，此外公司积极推进安徽顺博二期50万吨变形系原材料项目的土地和环评等前期工作，力争在2023年度部分产能装置试运行。固体危废处理版块，公司铝灰危废单项无害化利用项目进展顺利，报告期内位于重庆的项目已取得市生态环境局环评批复，湖北襄阳和安徽马鞍山的铝灰项目也正在积极开展项目环评、安全评价等前期手续。

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。

假设国内再生锭价格维持2021年水平，测算公司2022-2024年再生合金锭销售年均价不含税均为16488元/吨，公司铝合金产品单吨毛利维持2021年水平，预计公司2022-2024年营收分别为121/151/185亿元，同比增速21.5%/24.8%/22.3%，归母净利润分别为4.62/5.82/7.36亿元，同比增速35.0%/26.0%/26.4%；摊薄EPS=1.05/1.33/1.68元，当前股价对应PE=14.7/11.7/9.2X。公司是国内领先的再生铝生产企业，公司产能布局区域合理，未来产能进一步扩张，布局铝灰处理项目有望给公司带来新的盈利增长点，提前布局再生铝保级利用，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

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,869 | 9,985 | 12,136 | 15,149 | 18,521 |
| (+/-%) | 11.8% | 105.1% | 21.5% | 24.8% | 22.3% |
| 净利润(百万元) | 204 | 342 | 462 | 582 | 736 |
| (+/-%) | 4.5% | 68.0% | 35.0% | 26.0% | 26.4% |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.78 | 1.05 | 1.33 | 1.68 |
| EBIT Margin | 6.0% | 5.0% | 5.5% | 5.5% | 5.7% |
| 净资产收益率(ROE) | 10.8% | 15.6% | 18.3% | 19.8% | 21.2% |
| 市盈率(PE) | 33.4 | 19.9 | 14.7 | 11.7 | 9.2 |
| EV/EBITDA | 22.8 | 17.0 | 13.4 | 11.5 | 9.9 |
| 市净率(PB) | 3.62 | 3.11 | 2.70 | 2.31 | 1.96 |

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

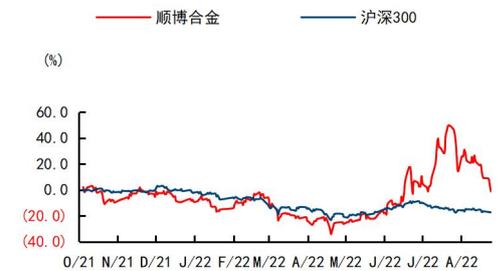
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

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 | 15.49元 |
| 总市值/流通市值 | 6800/1952百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 24.03/10.00元 |
| 近3个月日均成交额 | 234.29百万元 |

市场走势



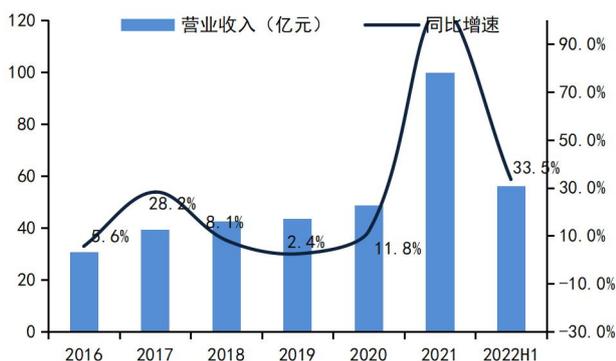
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《顺博合金(002996.SZ)-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

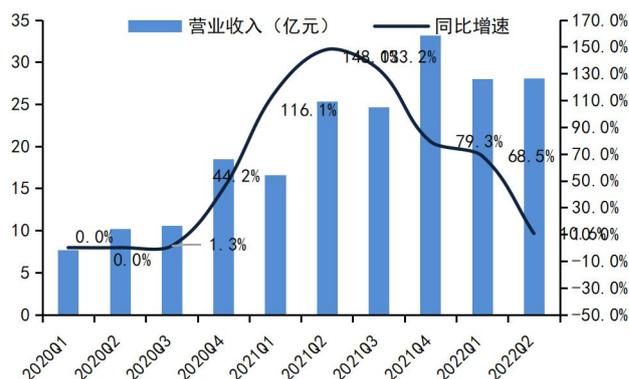
公司 2022H1 业绩增长 36%。公司 2022H1 营业收入 56.10 亿元，同比增长 33.5%，归母净利润 2.12 亿元，同比增长 36.4%，扣非归母净利润 1.49 亿元，同比增长 8.4%，经营活动产生的现金流量净额 2.63 亿元，同比增加 213.2%。2022H1 公司收到的税费返还和政府补助合计 1.26 亿元，比去年同期增加 0.82 亿元。2022Q2 公司营业收入 28.07 亿元，同比增 10.6%，环比增 0.2%；2022Q2 归母净利润 0.85 亿元，同比增 11.0%，环比下降 32.5%。2022H1 公司实现再生铝合金销量 29.15 万吨，同比增长 5.6%。二季度铝价阴跌以及疫情对公司二季度产销量及业绩产生一定扰动。

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、%）



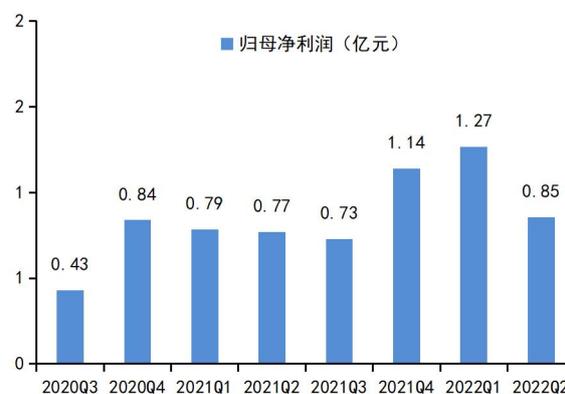
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

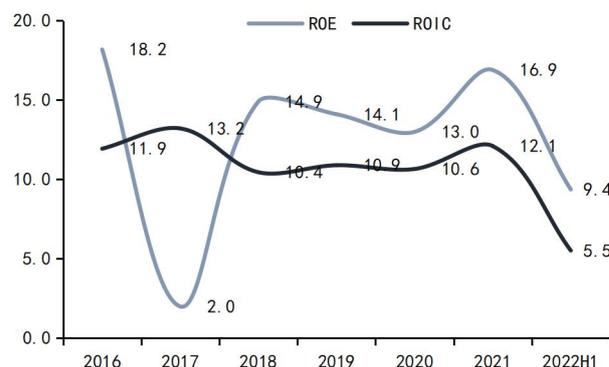
盈利能力方面，由于 2022H1 铝价同比上涨，公司毛利率有所下滑，但得益于公司期间费用控制良好，以及其他收益增加较多，公司净利率较为稳定。公司延续了营运周转效率高的优势，在“料重工轻”的行业特点及加工环节利润相对恒定的条件下，通过全业务链条精细化管理，保持高效的运营效率，公司 ROE 稳中有升。

图5: 顺博合金毛利率、净利率变化



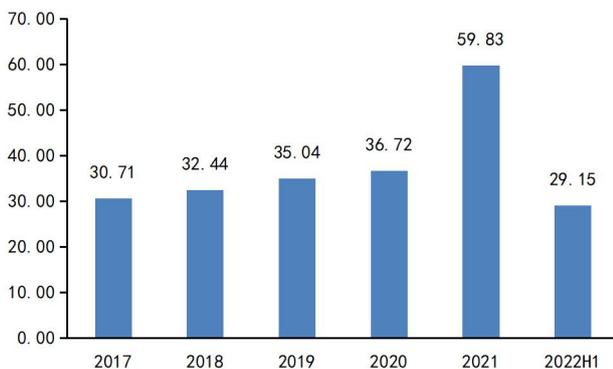
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 顺博合金 ROE 和 ROIC (%)



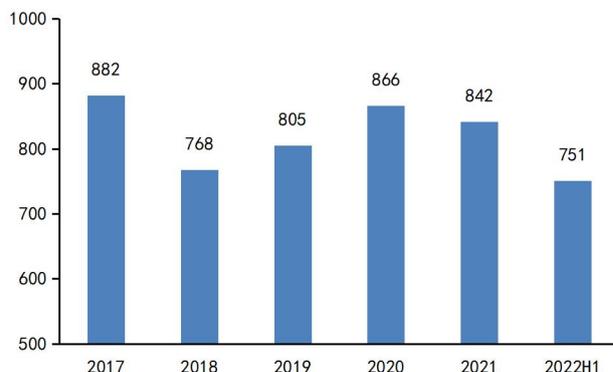
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

公司重点项目进展顺利

铸造铝合金版块: 公司将加快推进安徽顺博一期 40 万吨生产基地的建设工作, 确保在 2022 年 4 季度约 10 万吨产能装置陆续投产。

变形铝合金版块: 重庆奥博上半年实现变形系铝合金材料销量 1.29 万吨。另外加快推进湖北顺博 15 万吨变形系铝棒项目的设备建设安装进度, 力争在 2022 年 4 季度投产; 此外, 公司积极推进安徽顺博二期 50 万吨变形系原材料项目的土地和环评等前期工作, 力争项目早日开工、在 2023 年度部分产能装置投入试运行。

固体危废处理版块: 公司铝灰危废单项无害化利用项目进展顺利, 报告期内位于重庆的项目已取得市生态环境局的环境影响评价批复, 湖北襄阳和安徽马鞍山的铝灰危废单项无害化利用项目也正在积极开展项目环境影响评价、安全评价等前期手续, 按照预期进度紧锣密鼓地推进工作计划的落地。

投资建议: 假设国内再生锭价格维持 2021 年水平, 测算公司 2022-2024 年再生合金锭销售均价不含税均为 16488 元/吨, 公司铝合金产品单吨毛利维持 2021 年水平, 预计公司 2022-2024 年营收分别为 121/151/185 亿元, 同比增速 21.5%/24.8%/22.3%, 归母净利润分别为 4.62/5.82/7.36 亿元, 同比增速 35.0%/26.0%/26.4%; 摊薄 EPS=1.05/1.33/1.68 元, 当前股价对应 PE=14.7/11.7/9.2X。公司是国内领先的再生铝生产企业, 公司产能布局区域合理,

未来产能进一步扩张，布局铝灰处理项目有望给公司带来新的盈利增长点，提前布局再生铝保级利用，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) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 464 | 410 | 377 | 417 | 401 | 营业收入 | 4869 | 9985 | 12136 | 15149 | 18521 |
| 应收款项 | 1145 | 2450 | 2978 | 3717 | 4545 | 营业成本 | 4495 | 9427 | 11339 | 14155 | 17285 |
| 存货净额 | 567 | 835 | 1005 | 1255 | 1533 | 营业税金及附加 | 13 | 46 | 56 | 70 | 86 |
| 其他流动资产 | 162 | 378 | 460 | 574 | 702 | 销售费用 | 44 | 24 | 30 | 37 | 45 |
| 流动资产合计 | 2338 | 4074 | 4819 | 5963 | 7181 | 管理费用 | 42 | 58 | 76 | 93 | 113 |
| 固定资产 | 518 | 667 | 746 | 817 | 878 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产及其他 | 122 | 128 | 123 | 118 | 113 | 财务费用 | 29 | 59 | 72 | 90 | 110 |
| 投资性房地产 | 57 | 144 | 144 | 144 | 144 | 投资收益 | 1 | 3 | 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 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3035 | 5014 | 5833 | 7043 | 8316 | 其他收入 | 12 | 59 | 27 | 41 | 60 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 531 | 1932 | 2240 | 2777 | 3231 | 营业利润 | 259 | 434 | 589 | 744 | 941 |
| 应付款项 | 337 | 516 | 621 | 775 | 947 | 营业外净收支 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 其他流动负债 | 54 | 153 | 184 | 229 | 280 | 利润总额 | 264 | 439 | 595 | 749 | 947 |
| 流动负债合计 | 922 | 2601 | 3045 | 3782 | 4458 | 所得税费用 | 35 | 53 | 73 | 92 | 116 |
| 长期借款及应付债券 | 20 | 10 | 10 | 10 | 10 | 少数股东损益 | 25 | 44 | 60 | 75 | 95 |
| 其他长期负债 | 58 | 67 | 67 | 67 | 67 | 归属于母公司净利润 | 204 | 342 | 462 | 582 | 736 |
| 长期负债合计 | 78 | 77 | 77 | 77 | 77 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 1000 | 2677 | 3122 | 3858 | 4535 | 净利润 | 204 | 342 | 462 | 582 | 736 |
| 少数股东权益 | 155 | 147 | 190 | 244 | 312 | 资产减值准备 | (15) | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1880 | 2189 | 2521 | 2940 | 3469 | 折旧摊销 | 49 | 59 | 75 | 85 | 94 |
| 负债和股东权益总计 | 3035 | 5014 | 5833 | 7043 | 8316 | 公允价值变动损失 | 0 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 29 | 59 | 72 | 90 | 110 |
| 每股收益 | 0.46 | 0.78 | 1.05 | 1.33 | 1.68 | 营运资本变动 | (500) | (1588) | (643) | (903) | (1011) |
| 每股红利 | 0.05 | 0.22 | 0.30 | 0.37 | 0.47 | 其它 | 37 | 28 | 43 | 54 | 68 |
| 每股净资产 | 4.28 | 4.99 | 5.74 | 6.70 | 7.90 | 经营活动现金流 | (225) | (1159) | (62) | (182) | (113) |
| ROIC | 11% | 11% | 12% | 13% | 13% | 资本开支 | 0 | (211) | (150) | (150) | (150) |
| ROE | 11% | 16% | 18% | 20% | 21% | 其它投资现金流 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 8% | 6% | 7% | 7% | 7% | 投资活动现金流 | 0 | (212) | (150) | (150) | (150) |
| EBIT Margin | 6% | 5% | 5% | 6% | 6% | 权益性融资 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 负债净变化 | 20 | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 12% | 105% | 22% | 25% | 22% | 支付股利、利息 | (22) | (96) | (130) | (164) | (207) |
| 净利润增长率 | 5% | 68% | 35% | 26% | 26% | 其它融资现金流 | 436 | 1528 | 309 | 536 | 454 |
| 资产负债率 | 38% | 56% | 57% | 58% | 58% | 融资活动现金流 | 433 | 1316 | 179 | 373 | 247 |
| 息率 | 0.3% | 1.4% | 1.9% | 2.4% | 3.0% | 现金净变动 | 208 | (54) | (33) | 40 | (16) |
| P/E | 33.4 | 19.9 | 14.7 | 11.7 | 9.2 | 货币资金的期初余额 | 256 | 464 | 410 | 377 | 417 |
| P/B | 3.6 | 3.1 | 2.7 | 2.3 | 2.0 | 货币资金的期末余额 | 464 | 410 | 377 | 417 | 401 |
| EV/EBITDA | 22.8 | 17.0 | 13.4 | 11.5 | 9.9 | 企业自由现金流 | 0 | (1310) | (131) | (231) | (139) |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 208 | 177 | 305 | 315 |

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。本报告仅供我公司客户使用，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