

顺博合金 (002996.SZ)

产销量同比大增，布局再生铝保级利用

增持

核心观点

2021年业绩增长75%。顺博合金公布2021年业绩，公司2021年营业收入99.85亿元，同比增长105.1%，归母净利润3.42亿元，同比增长74.7%，扣非归母净利润2.43亿元，同比增长32.9%，经营活动产生的现金流量净额-9.69亿元，同比下降367.6%。公司经营活动产生的现金流净额与净利润存在较大差异，主因公司现款采购原材料，销售端给予客户一定的信用期，叠加公司产销规模快速扩张及铝价上涨，导致公司应收账款规模变大。

公司延续高周转，盈利能力稳定。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，保持高效运营效率，2021年公司ROE稳中有升。得益于下游需求的旺盛和公司湖北老河口生产基地的投入使用，销售半径扩大和趋于合理，公司2021年实现再生合金销量59.8万吨，同比增长达62.9%。产销量高增长的同时，公司单吨产品利润维持稳定，在不考虑受托加工业务情况下，粗算公司2021年单吨再生铝毛利润842元，与过去几年盈利水平基本相当。

提前布局再生铝保级利用，打开未来增长空间。公司在发展铸造铝合金业务的基础上，于2021年11月收购了重庆奥博铝材料制造有限公司100%股权，初步切入体量更大的变形铝合金应用市场，顺应行业发展趋势，加快推进废铝资源保级利用，打造“铸造铝合金原料供应+变形铝合金原料供应”业务双轮驱动。

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“增持”评级。

假设国内再生铝合金锭价格维持2021年水平，则公司2021-2023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121/151/188亿元，同比增速21.4%/24.5%/24.6%，归母净利润分别为3.98/4.83/5.92亿元，同比增速16.3%/21.4%/22.5%；摊薄EPS=0.91/1.10/1.35元，当前股价对应PE=13.3/11.0/8.9X。考虑到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，产能稳步扩张，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“增持”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	12,121	15,089	18,798
(+/-%)	11.8%	105.1%	21.4%	24.5%	24.6%
净利润(百万元)	204	342	398	483	592
(+/-%)	4.5%	68.0%	16.3%	21.4%	22.5%
每股收益(元)	0.46	0.78	0.91	1.10	1.35
EBIT Margin	6.0%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%
净资产收益率(ROE)	10.8%	15.6%	16.1%	17.1%	18.2%
市盈率(PE)	26.0	15.5	13.3	11.0	8.9
EV/EBITDA	18.4	14.3	12.8	11.6	10.5
市净率(PB)	2.82	2.42	2.14	1.88	1.63

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 联系人：焦方冉
 010-88005312 021-60933177
 liumengluan@guosen.com.cn jiaofangran@guosen.com.cn
 S0980520040001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	不适用
收盘价	12.07元
总市值/流通市值	5299/1521百万元
52周最高价/最低价	29.78/12.02元
近3个月日均成交额	62.52百万元

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-002996-2021年半年报点评：产能布局优化，盈利稳步提升》——2021-08-26

公司2021年业绩增长75%。顺博合金公布2021年业绩,公司2021年营业收入99.85亿元,同比增长105.1%,归母净利润3.42亿元,同比增长74.7%,扣非归母净利润2.43亿元,同比增长32.9%,经营活动产生的现金流量净额-9.69亿元,同比下降367.6%。公司2021年度利润分配计划:向全体股东每10股派发现金股利人民币1.00元,共计派发现金股利人民币4390万元。

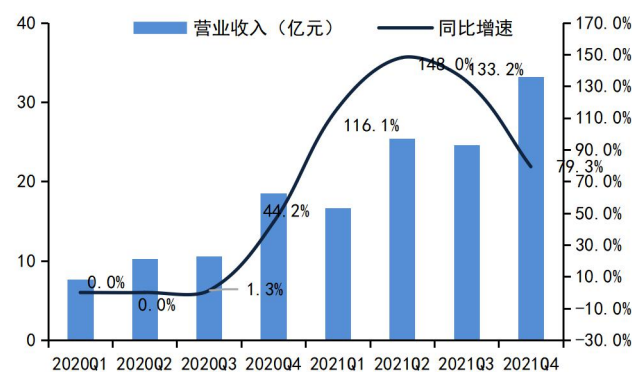
公司盈利同比大增主要得益于产销量高增长,2021年公司实现再生铝合金销量59.83万吨,同比增长62.9%。公司经营活动产生的现金流净额与净利润存在较大差异,主因公司现款采购原材料,销售端给予客户一定的信用期,叠加公司产销规模快速扩张及铝价上涨,导致公司应收账款规模变大。

图1: 顺博合金营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



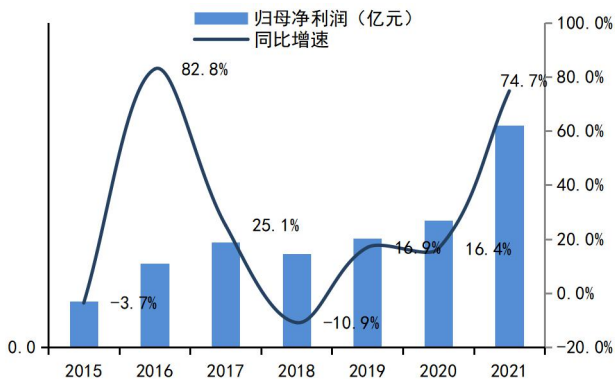
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 顺博合金单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



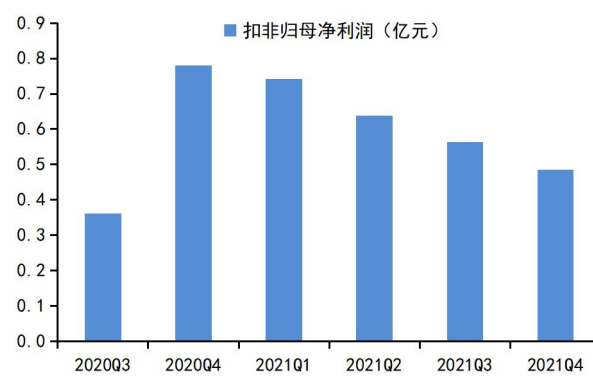
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

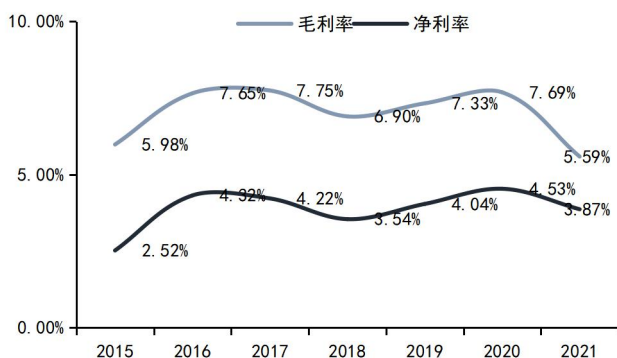
图4: 顺博合金单季归母扣非净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

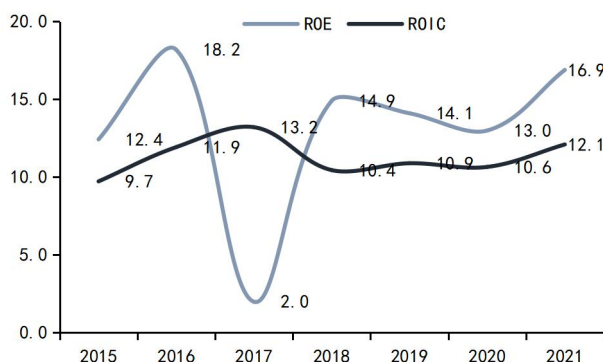
盈利能力方面,由于2021年铝价大幅上涨,公司毛利率有所下滑,但得益于公司期间费用控制良好,公司净利率较为稳定。公司延续了营运周转效率高的优势,在“料重工轻”的行业特点及加工环节利润相对恒定的条件下,通过全业务链条精细化管理,保持高效的运营效率,2021年公司ROE稳中有升。

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

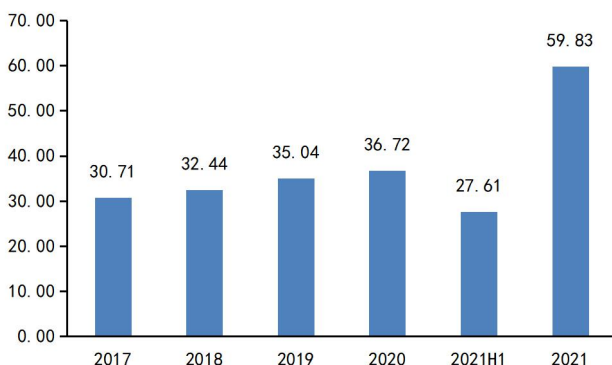
图6: 顺博合金 ROE 和 ROIC (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

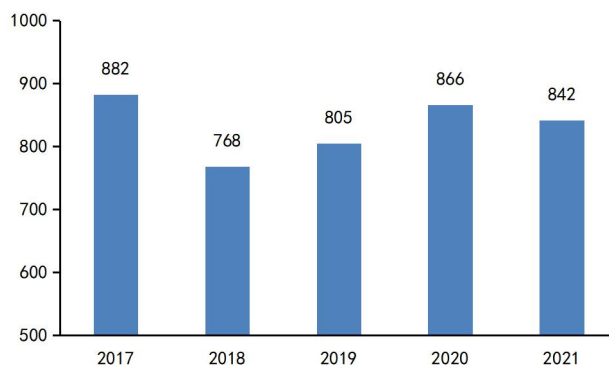
得益于下游需求的旺盛和公司湖北老河口生产基地的投入使用, 使得销售半径扩大和趋于合理, 公司 2021 年实现再生合金销量 59.8 万吨, 同比增长达 62.9%。产销量高增长的同时, 公司单吨产品利润维持稳定, 在不考虑受托加工业务情况下, 粗算公司 2021 年单吨再生铝毛利润 842 元, 与过去几年盈利水平基本相当。

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

行业迎来快速成长, 公司提前布局再生铝保级利用

大力发展再生铝行业是实现铝行业低碳发展的重要途径。铝具有良好的回收利用性, 再生铝能耗仅为原铝 5%, 碳排放仅为电解铝生产碳排放量的 2.1%, 与生产等量的原铝相比, 生产 1 吨再生铝相当于节约 3.4 吨标准煤, 节水 14 立方米, 减少固体废物排放 20 吨。2021 年 7 月份国家发改委发布《“十四五”循环经济发展规划》, 力争到 2025 年国内再生铝产量达到 1150 万吨, 据此推算“十四五”期间国内再生铝产量年均复合增速要达到 9% 以上。随着国内铝报废周期来临, 再生铝行业将迎来快速发展。

提前布局再生铝保级利用, 打开未来增长空间。公司在发展铸造铝合金业务的基础上, 于 2021 年 11 月收购了重庆奥博铝材料制造有限公司 100% 股权, 初步切入体量更大的变形铝合金应用市场, 顺应行业发展趋势, 加快推进废铝资源保级利用, 打造“铸造铝合金原料供应+变形铝合金原料供应”业务双轮驱动。

投资建议: 假设国内再生铝价格维持 2021 年水平, 测算公司 2021-2023 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 121/151/188 亿元，同比增速 21.4%/24.5%/24.6%，归母净利润分别为 3.98/4.83/5.92 亿元，同比增速 16.3%/21.4%/22.5%；摊薄 EPS= 0.91/1.10/1.35 元，当前股价对应 PE=13.3/11.0/8.9X。考虑到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“增持”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	12121	15089	18798
应收款项	1145	2450	2974	3703	4613	营业成本	4495	9427	11337	14153	17674
存货净额	567	835	1004	1255	1568	营业税金及附加	13	46	56	70	87
其他流动资产	162	378	459	572	713	销售费用	44	24	30	37	46
流动资产合计	2338	4074	4815	5946	7294	管理费用	42	58	99	117	136
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	112
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	5829	7025	8430	其他收入	12	59	(19)	(4)	14
短期借款及交易性金融负债	531	1932	2288	2891	3564	营业利润	259	434	507	617	757
应付款项	337	516	621	775	969	营业外净收支	5	5	5	5	5
其他流动负债	54	153	184	230	287	利润总额	264	439	513	622	762
流动负债合计	922	2601	3092	3896	4820	所得税费用	35	53	63	76	93
长期借款及应付债券	20	10	10	10	10	少数股东损益	25	44	52	62	76
其他长期负债	58	67	67	67	67	归属于母公司净利润	204	342	398	483	592
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	3169	3973	4897	净利润	204	342	398	483	592
少数股东权益	155	147	184	229	284	资产减值准备	(15)	3	0	0	0
股东权益	1880	2189	2476	2823	3249	折旧摊销	49	59	75	85	94
负债和股东权益总计	3035	5014	5829	7025	8430	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	112
每股收益	0.46	0.78	0.91	1.10	1.35	营运资本变动	(500)	(1588)	(638)	(890)	(1113)
每股红利	0.05	0.22	0.25	0.31	0.38	其它	37	28	37	45	55
每股净资产	4.28	4.99	5.64	6.43	7.40	经营活动现金流	(225)	(1159)	(127)	(277)	(372)
ROIC	11%	11%	11%	12%	12%	资本开支	0	(211)	(150)	(150)	(150)
ROE	11%	16%	16%	17%	18%	其它投资现金流	0	(0)	0	0	0
毛利率	8%	6%	6%	6%	6%	投资活动现金流	0	(212)	(150)	(150)	(150)
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	5%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	5%	5%	5%	负债净变化	20	(10)	0	0	0
收入增长	12%	105%	21%	24%	25%	支付股利、利息	(22)	(96)	(112)	(136)	(166)
净利润增长率	5%	68%	16%	21%	23%	其它融资现金流	436	1528	356	604	673
资产负债率	38%	56%	58%	60%	61%	融资活动现金流	433	1316	244	468	506
息率	0.4%	1.8%	2.1%	2.6%	3.1%	现金净变动	208	(54)	(33)	40	(16)
P/E	26.0	15.5	13.3	11.0	8.9	货币资金的期初余额	256	464	410	377	417
P/B	2.8	2.4	2.1	1.9	1.6	货币资金的期末余额	464	410	377	417	401
EV/EBITDA	18.4	14.3	12.8	11.6	10.5	企业自由现金流	0	(1310)	(199)	(330)	(402)
						权益自由现金流	0	208	157	273	271

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