

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

买入

核心观点

公司 2022Q3 业绩同比下滑 59%。公司 2022Q3 营业收入 26.39 亿元（同比 +7.1%，环比 -6.0%），归母净利润 0.30 亿元（同比 -59.0%，环比 -65.1%），扣非归母净利润 0.12 亿元（同比 -79.1%，环比 -77.5%）。

公司业绩下滑主因西南地区高温限电降低公司周转。公司赚取的是废铝与再生合金锭之间的价格差，理论上讲盈利波动与铝的绝对价格涨跌关系不大。但是今年 7-8 月份重庆地区高温限电，下游客户订货滞后及交付滞后，造成公司 7-9 月份经营运转效率受到一定的冲击和波及，存货周转效率下降，而恰逢铝价在 6-7 月份大幅下跌，公司采购高价原料生产的产品无法及时交付，承受了铝价跌价损失。重庆顺博建成产能 25 万吨，约占公司总产能 1/3，对公司总体业绩造成影响。截至 9 月末，上述影响运转效率的不利因素已消除。

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。

由于三季度高温限电影响公司业绩，我们下调今年盈利预测。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，预计公司 2022-2024 年营收分别为 110/151/185 亿元，同比增速 10.0/37.9/22.3%，归母净利润分别为 3.62/5.82/7.36 亿元（原预测值 4.62/5.82/7.36 亿元），同比增速 5.9/60.7/26.4%；摊薄 EPS=0.83/1.33/1.68 元，当前股价对应 PE=15.5/9.6/7.6X。我们继续看好再生铝行业在节能降碳大趋势下的广阔发展前景，公司是国内领先的再生铝生产企业，产能布局区域合理，通过全业务链条精细化管理，运营效率业内领先，成功发行转债助力产能进一步扩张，布局铝灰处理项目有望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。短期事件冲击不改公司长期发展趋势，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	10,982	15,149	18,521
(+/-%)	11.8%	105.1%	10.0%	37.9%	22.3%
净利润(百万元)	204	342	362	582	736
(+/-%)	4.5%	68.0%	5.9%	60.7%	26.4%
每股收益(元)	0.46	0.78	0.83	1.33	1.68
EBIT Margin	6.0%	5.0%	4.8%	5.5%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	10.8%	15.6%	14.8%	20.3%	21.7%
市盈率 (PE)	27.6	16.4	15.5	9.6	7.6
EV/EBITDA	19.4	14.9	13.8	10.3	8.9
市净率 (PB)	2.99	2.56	2.29	1.96	1.65

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

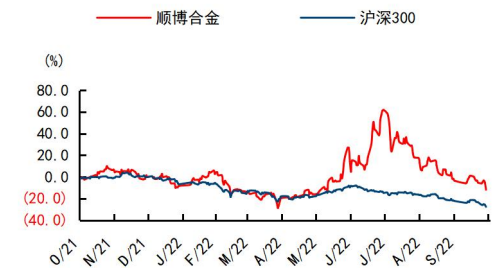
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		12.79 元
总市值/流通市值		5615/1612 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		130.63 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 2022Q3 业绩同比下滑 59%。公司 2022Q3 营业收入 26.39 亿元（同比+7.1%，环比-6.0%），归母净利润 0.30 亿元（同比-59.0%，环比-65.1%），扣非归母净利润 0.12 亿元（同比-79.1%，环比-77.5%）。

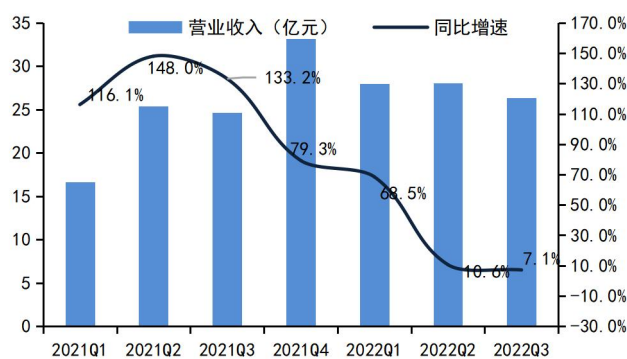
公司业绩下滑主因西南地区高温限电降低公司周转。公司赚取的是废铝与再生合金锭之间的价格差，盈利波动一般与铝的绝对价格涨跌关系不大。但是今年 7-8 月份重庆地区高温限电，下游客户订货滞后及交付滞后，造成公司 7-9 月份经营运转效率受到一定的冲击和波及，存货周转效率下降，而恰逢铝价在 7 月份大幅下跌，公司采购的高价原料生产的产品无法及时交付，承受部分铝价跌价损失。重庆顺博建成产能 25 万吨，约占公司总产能 1/3，对公司总体业绩造成影响。截至 9 月末，上述影响运转效率的不利因素已消除。

图1：顺博合金营业收入及增速（单位：亿元、%）



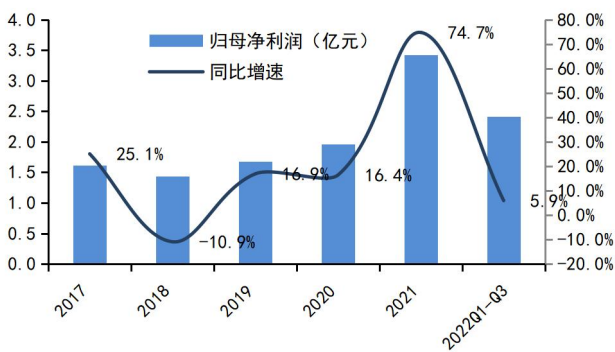
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：顺博合金单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



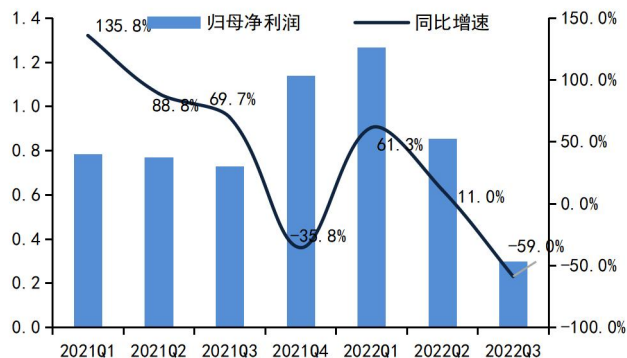
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



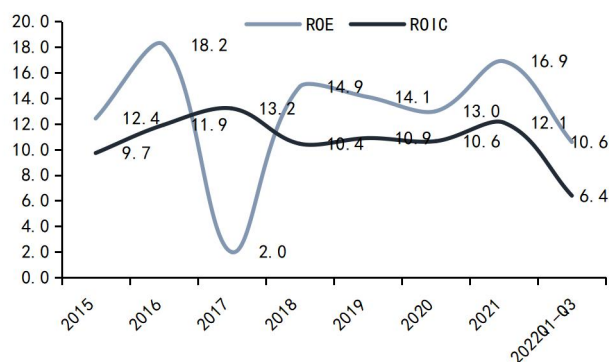
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 顺博合金毛利率、净利率变化



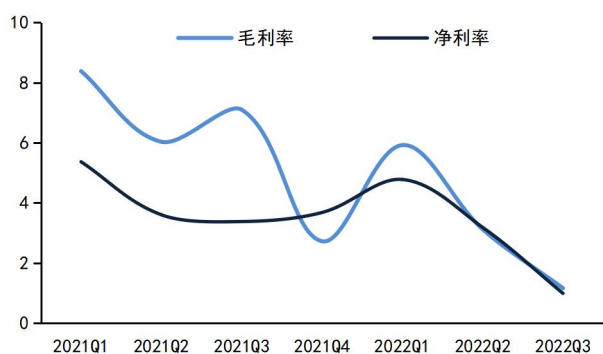
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 顺博合金 ROE 和 ROIC (%)



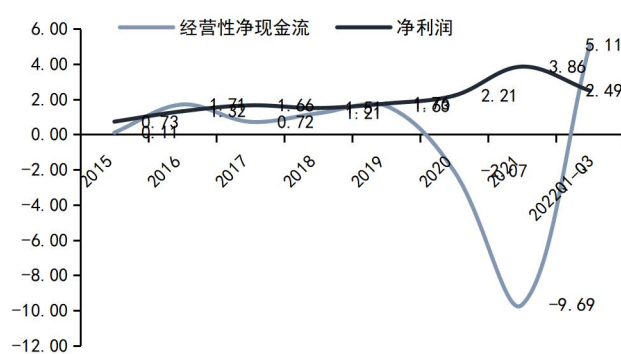
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 顺博合金单季度毛利率、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8: 顺博合金经营性净现金流 (亿元)



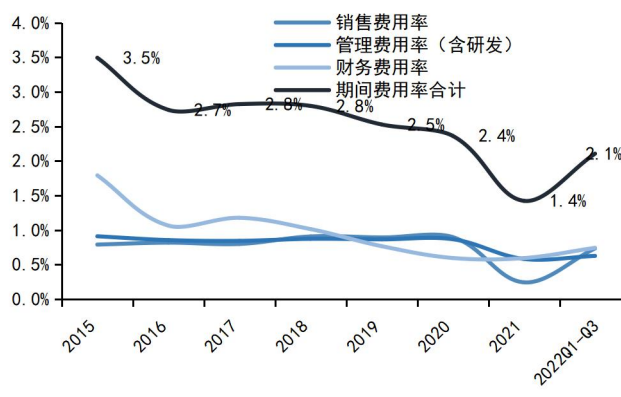
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 顺博合金资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 顺博合金单季度财务费用 (亿元)



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

公司于今年 8 月 12 日发行 8.3 亿元可转债, 并于 9 月 7 日起在深圳证券交易所挂牌交易, 募集资金主要用于公司安徽马鞍山基地 40 万吨再生铝项目及补充流动资金

金。公司未来业务布局在铸造铝合金、变形铝合金及固体危废处理三个板块，其中转债项目有望在今年四季度实现 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。

投资建议：由于三季度高温限电影响公司业绩，我们下调今年盈利预测。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，预计公司 2022-2024 年营收分别为 110/151/185 亿元，同比增速 10.0%/37.9%/22.3%，归母净利润分别为 3.62/5.82/7.36 亿元（原预测值 4.62/5.82/7.36 亿元），同比增速 5.9%/60.7%/26.4%；摊薄 EPS=0.83/1.33/1.68 元，当前股价对应 PE=15.5/9.6/7.6X。我们继续看好再生铝行业在节能降碳大趋势下的广阔发展前景，公司是国内领先的再生铝生产企业，产能布局区域合理，通过全业务链条精细化管理，运营效率业内领先，成功发行转债助力产能进一步扩张，布局铝灰处理项目有望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	10982	15149	18521
应收款项	1145	2450	2695	3717	4545	营业成本	4495	9427	10334	14155	17285
存货净额	567	835	915	1255	1533	营业税金及附加	13	46	51	70	86
其他流动资产	162	378	416	574	702	销售费用	44	24	27	37	45
流动资产合计	2338	4074	4403	5963	7181	管理费用	42	58	69	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	65	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	5417	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	1976	2857	3311	营业利润	259	434	461	744	941
应付款项	337	516	565	775	947	营业外净收支	5	5	5	5	5
其他流动负债	54	153	167	229	280	利润总额	264	439	467	749	947
流动负债合计	922	2601	2709	3862	4539	所得税费用	35	53	57	92	116
长期借款及应付债券	20	10	10	10	10	少数股东损益	25	44	47	75	95
其他长期负债	58	67	67	67	67	归属于母公司净利润	204	342	362	582	736
长期负债合计	78	77	77	77	77	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1000	2677	2786	3939	4616	净利润	204	342	362	582	736
少数股东权益	155	147	181	235	303	资产减值准备	(15)	3	0	0	0
股东权益	1880	2189	2450	2868	3397	折旧摊销	49	59	75	85	94
负债和股东权益总计	3035	5014	5417	7043	8316	公允价值变动损失	0	(3)	0	0	0
						财务费用	29	59	65	90	110
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(500)	(1588)	(298)	(1248)	(1011)
每股收益	0.46	0.78	0.83	1.33	1.68	其它	37	28	33	54	68
每股红利	0.05	0.22	0.23	0.37	0.47	经营活动现金流	(225)	(1159)	174	(527)	(113)
每股净资产	4.28	4.99	5.58	6.53	7.74	资本开支	0	(211)	(150)	(150)	(150)
ROIC	11%	11%	10%	13%	13%	其它投资现金流	0	(0)	0	0	0
ROE	11%	16%	15%	20%	22%	投资活动现金流	0	(212)	(150)	(150)	(150)
毛利率	8%	6%	6%	7%	7%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	6%	6%	负债净变化	20	(10)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(22)	(96)	(102)	(164)	(207)
收入增长	12%	105%	10%	38%	22%	其它融资现金流	436	1528	45	881	454
净利润增长率	5%	68%	6%	61%	26%	融资活动现金流	433	1316	(57)	717	247
资产负债率	38%	56%	55%	59%	59%	现金净变动	208	(54)	(33)	40	(16)
息率	0.4%	1.7%	1.8%	2.9%	3.7%	货币资金的期初余额	256	464	410	377	417
P/E	27.6	16.4	15.5	9.6	7.6	货币资金的期末余额	464	410	377	417	401
P/B	3.0	2.6	2.3	2.0	1.7	企业自由现金流	0	(1310)	95	(576)	(139)
EV/EBITDA	19.4	14.9	13.8	10.3	8.9	权益自由现金流	0	208	140	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