

业绩符合预期，收入结构改善

投资要点

- **业绩总结：**公司 2021 年实现营业收入 25.97 亿元，同比增长 101.72%；归母净利润 1.21 亿元，同比增长 33.01%；扣非归母净利润 1.09 亿元，同比增长 29.60%。
- **成本加成定价模式下，单吨毛利维持稳定。**受原材料铝锭价格上涨影响，2021 年公司主营业务毛利率为 13.04%，同比下降 2.05pp；铝制品销售量 11.27 万吨，同比增长 62.86%。铝制品单吨毛利 2992 元，同比小幅增长 33 元。在成本加成定价模式下，公司单吨毛利维持稳定，甚至有小幅度上涨。单吨净利润为 1074 元，同比减少 240 元，主要原因在于：1) 研发费用同比大幅增长 144%；2) 计提 2375 万元资产减值损失。
- **产品结构改善，大客户占比提升。**从收入结构来看，工业铝部件产品收入占比 32.61%，较 2020 年提升 8.39pp。反映出公司边框部件产品出货比例提升，产品结构改善。公司前五大客户收入占比提升至 60.11%，头部客户销售收入快速增长。前三大客户收入占比分别为 21.53%、18.53%、13.93%，收入结构更加健康、合理。
- **铝锭价格高企现金流压力凸显，上市公司融资能力优势明显。**受出货量高速增长、原材料价格高位、下游客户占款影响，公司经营现金流净流出 3.85 亿。截至 2021 年底，公司短期借款 8.32 亿元，较 2020 年同期（上市前）增加 341.75%，反映出公司上市后在融资能力方面的优势，配合产能高速扩展大幅抢占市场份额。
- **研发投入高速增长，新品类持续扩张。**2021 年公司研发费用 1.13 亿，同比增长 144.11%。公司研发人员 252 人，同比增加 77.46%。研发投入主要用于提升现有产品性能和质量，增加医疗设备、汽车、电源设备等领域的产品品类。
- **盈利预测与投资建议。**公司 Q4 业绩创历史新高，盈利能力更强的工业铝部件收入占比提升，客户结构更加合理。预计 2022~2024 年公司归母净利润分别为 2.69 亿元、4.15 亿元、5.57 亿元，对应 PE 分别为 28、18、14 倍，复合增速 66.38%。给予 2022 年 35 倍估值，上调目标价至 88.58 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**铝锭价格快速上涨，铝边框被其他产品替代，新产能建设、投产进度不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2596.55	4880.82	7392.13	9962.65
增长率	101.72%	87.97%	51.45%	34.77%
归属母公司净利润 (百万元)	121.01	269.37	414.59	557.32
增长率	33.01%	122.60%	53.91%	34.43%
每股收益 EPS (元)	1.14	2.53	3.90	5.24
净资产收益率 ROE	12.66%	22.43%	16.55%	27.37%
PE	63	28	18	14
PB	7.98	6.35	4.89	3.75

数据来源: Wind, 西南证券

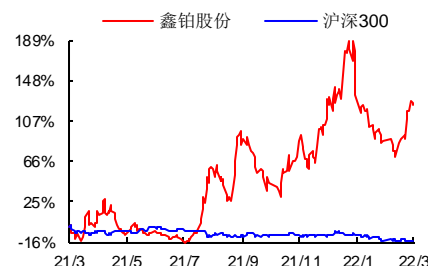
西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
 执业证号: S1250520100002
 电话: 021-58351923
 邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
 执业证号: S1250521080001
 电话: 021-58351917
 邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
 电话: 021-58351679
 邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.06
流通 A 股(亿股)	0.39
52 周内股价区间(元)	26.75-91.46
总市值(亿元)	75.46
总资产(亿元)	21.17
每股净资产(元)	8.98

相关研究

1. 鑫铂股份 (003038): 实控人参与定增扩产，产品结构优化 (2021-12-05)
2. 鑫铂股份 (003038): 客户优质产能高速扩张，铝边框龙头迎来长期成长 (2021-11-01)

关键假设：

假设 1：公司新增产能按计划投放，假设 2022~2024 年总销量分别为 20 万吨、30 万吨、40 万吨；

假设 2：随着下游需求增长，光伏铝边框部件出货比例提升，预计 2022~2024 年工业铝部件销量分别为 9 万吨、16 万吨、25 万吨；

假设 3：公司铝型材、部件产品的加工费保持相对稳定，假设原材料铝锭价格维持稳定不发生大幅波动，公司 2022~2024 年分产品毛利率水平维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022~2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
工业铝型材	收入	1,440.02	1,946.42	2,381.51	2,518.90
	增速	95.72%	35.17%	22.35%	5.77%
	毛利率	11.56%	11.35%	11.35%	11.35%
工业铝部件	收入	846.74	2,339.92	4,159.86	6,499.78
	增速	171.59%	176.34%	77.78%	56.25%
	毛利率	14.44%	14.23%	14.23%	14.23%
建筑铝型材	收入	298.91	582.48	838.77	931.96
	增速	28.12%	94.87%	44.00%	11.11%
	毛利率	16.19%	15.66%	15.66%	15.66%
其他业务	收入	10.87	12.00	12.00	12.00
	增速	69.49%	10.41%	0.00%	0.00%
	毛利率	32.58%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	2,596.55	4,880.82	7,392.13	9,962.65
	增速	101.72%	87.97%	51.45%	34.77%
	毛利率	13.12%	13.34%	13.52%	13.68%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2596.55	4880.82	7392.13	9962.65	净利润	121.01	269.37	414.59	557.32
营业成本	2255.88	4229.75	6392.60	8600.00	折旧与摊销	43.98	43.02	56.21	74.05
营业税金及附加	10.36	19.52	29.57	39.85	财务费用	32.25	48.92	72.59	99.76
销售费用	17.35	34.17	51.74	69.74	资产减值损失	-0.29	-0.50	-0.70	-1.00
管理费用	146.70	263.56	399.18	547.95	经营营运资本变动	-531.56	-378.58	-417.01	-465.33
财务费用	32.25	48.92	72.59	99.76	其他	-50.01	0.50	0.70	1.00
资产减值损失	-0.29	-0.50	-0.70	-1.00	经营活动现金流净额	-384.63	-17.27	126.39	265.81
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-275.32	-300.00	-300.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-63.26	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-338.58	-300.00	-300.00	-500.00
营业利润	112.81	284.40	445.75	604.35	短期借款	643.53	585.23	551.21	673.92
其他非经营损益	11.32	14.90	14.90	14.90	长期借款	-2.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	124.13	299.30	460.65	619.25	股权融资	423.84	0.00	0.00	0.00
所得税	3.12	29.93	46.07	61.92	支付股利	0.00	-24.20	-53.87	-82.92
净利润	121.01	269.37	414.59	557.32	其他	-250.21	-75.33	-72.59	-99.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	814.50	485.69	424.75	491.24
归属母公司股东净利润	121.01	269.37	414.59	557.32	现金流量净额	91.28	168.42	251.13	257.05
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	319.66	488.08	739.21	996.26	成长能力				
应收和预付款项	736.41	1274.78	1784.97	2305.00	销售收入增长率	101.72%	87.97%	51.45%	34.77%
存货	191.44	338.38	479.45	645.00	营业利润增长率	17.83%	152.11%	56.73%	35.58%
其他流动资产	66.18	56.03	84.86	114.37	净利润增长率	33.01%	122.60%	53.91%	34.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.59%	99.09%	52.67%	35.44%
投资性房地产	8.49	8.49	8.49	8.49	获利能力				
固定资产和在建工程	572.18	834.04	1082.71	1513.54	毛利率	13.12%	13.34%	13.52%	13.68%
无形资产和开发支出	45.84	41.07	36.29	31.52	三费率	7.56%	7.10%	7.08%	7.20%
其他非流动资产	177.13	177.02	176.92	176.81	净利率	4.66%	5.52%	5.61%	5.59%
资产总计	2117.33	3217.89	4392.90	5790.99	ROE	12.66%	22.43%	26.55%	27.37%
短期借款	831.83	1417.06	1968.27	2642.20	ROA	5.72%	8.37%	9.44%	9.62%
应付和预收款项	224.82	523.67	780.95	1024.81	ROIC	12.58%	14.81%	16.01%	16.07%
长期借款	24.59	24.59	24.59	24.59	EBITDA/销售收入	7.28%	7.71%	7.77%	7.81%
其他负债	80.19	51.50	57.30	63.21	营运能力				
负债合计	1161.42	2016.82	2831.11	3754.81	总资产周转率	1.71	1.83	1.94	1.96
股本	106.44	106.44	106.44	106.44	固定资产周转率	6.40	7.44	8.32	8.27
资本公积	542.58	542.58	542.58	542.58	应收账款周转率	5.16	5.07	5.06	5.12
留存收益	306.89	552.06	912.77	1387.17	存货周转率	16.17	15.97	15.63	15.30
归属母公司股东权益	955.90	1201.07	1561.78	2036.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.03%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	955.90	1201.07	1561.78	2036.19	资产负债率	54.85%	62.68%	64.45%	64.84%
负债和股东权益合计	2117.33	3217.89	4392.90	5790.99	带息债务/总负债	73.74%	71.48%	70.39%	71.02%
					流动比率	1.20	1.11	1.12	1.10
					速动比率	1.02	0.93	0.94	0.93
					股利支付率	0.00%	8.98%	12.99%	14.88%
					每股指标				
					每股收益	1.14	2.53	3.90	5.24
					每股净资产	8.98	11.28	14.67	19.13
					每股经营现金	-3.61	-0.16	1.19	2.50
					每股股利	0.00	0.23	0.51	0.78
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	189.03	376.34	574.56	778.16					
PE	63.08	28.34	18.41	13.70					
PB	7.98	6.35	4.89	3.75					
PS	2.94	1.56	1.03	0.77					
EV/EBITDA	42.29	22.28	15.12	11.70					
股息率	0.00%	0.32%	0.71%	1.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn