

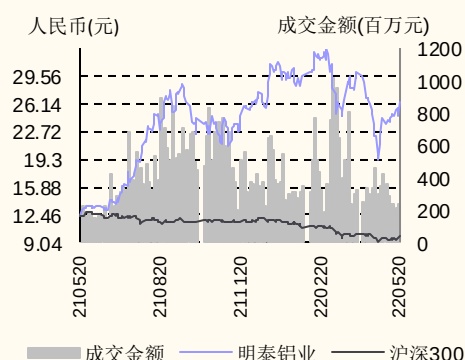
**明泰铝业 (601677.SH) 买入 (首次评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 26.37 元

目标价格 (人民币): 33.21 元

**市场数据 (人民币)**

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股)       | 9.66        |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 9.66        |
| 总市值(亿元)       | 254.69      |
| 年内股价最高最低(元)   | 32.95/12.38 |
| 沪深 300 指数     | 4078        |
| 上证指数          | 3147        |

**产品升级+降本持续，高成长可期****公司基本情况 (人民币)**

| 项目             | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 16,333 | 24,613 | 32,783 | 37,788 | 41,757 |
| 营业收入增长率        | 15.45% | 50.69% | 33.20% | 15.27% | 10.50% |
| 归母净利润(百万元)     | 1,070  | 1,852  | 2,673  | 3,395  | 4,066  |
| 归母净利润增长率       | 16.69% | 73.08% | 44.31% | 27.03% | 19.78% |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.618  | 2.713  | 2.767  | 3.515  | 4.210  |
| 每股经营性现金流净额     | 1.32   | 3.03   | 1.77   | 3.49   | 4.39   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 12.36% | 17.35% | 20.45% | 21.06% | 20.55% |
| P/E            | 8.74   | 16.25  | 9.53   | 7.50   | 6.26   |
| P/B            | 1.08   | 2.82   | 1.95   | 1.58   | 1.29   |

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**■ **铝加工龙头，利润显著穿越周期。**

- ✓ 公司为国内铝加工龙头企业之一，多年来深耕主业，当前业务范围涵盖铝板带箔、铝型材生产及再生资源综合利用。公司通过结构优化实现产品附加值提升，驱动加工费增长，并通过向上游布局再生铝实现原料成本降低。
- ✓ 近十年公司营收/归母净利复合增速 14%/22%，显著穿越周期。拆解发现：

1) 量：公司持续投入资本进行产能扩张，十年来产销复合增速达 13%。

2) 利：2011-2015 年面临需求萎靡压力，公司通过收购电厂、自制燃气等方式降低成本，有效抵御行业下行冲击；2015-2020 年，行业环境未有明显改善情况下，公司通过产品结构升级实现利润水平逆势增长；2021 年，行业需求回升+供给格局优化+产品结构升级助力下，公司利润增速超 80%。

■ **铝加工行业：格局优化。**拆解几家上市铝加工企业业绩发现，过去几年产能过剩+需求趋缓加剧行业竞争态势。行业内普通企业已经历一轮出清，龙头市占率持续提升，行业格局已然优化，但 CR6 不足 20%，尚有提升空间。■ **电解铝支撑较强。**22Q2 以来因国内需求走差而供给端复产加速，电解铝价格经历一轮回调。考虑到公司有一定生产周期，铝价波动会对公司业绩产生一定影响。预计 22-24 年电解铝供需维持紧平衡，铝价具备较强支撑。■ **产品附加值提升与再生铝降本逻辑持续演绎。**

- ✓ 公司延续产能扩张+结构优化步伐，2025 年目标产量 200 万吨，较 21 年复合增速达 15%。高端需求提升+产能放量驱动公司产品持续量价齐升。
- ✓ 公司为国内保级利用再生铝龙头，当前具有再生铝产能 68 万吨，在建 70 万吨。再生铝原料采购成本更低且享受一定税收优惠。通过再生铝产能扩张，公司在保障原材料供应的同时进一步夯实成本优势。

**投资建议**

- 预测 22-24 年归母净利润 26.7/34.0/40.7 亿元，同比+44.3%/+27.0%/+19.8%，实现 EPS 2.77/3.52/4.21 元，对应 PE 9.5/7.5/6.3 倍。考虑到公司未来几年的成长性并参考同行业平均 13 倍的 PE，给予 22 年业绩 13 倍估值，对应市值 321 亿元，目标价 33.21 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险**

- 铝价波动、需求不及预期、项目建设不及预期、汇率波动、董监高减持。

**倪文祎** 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
niwenyi@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 一、明泰成长复盘，缘何穿越周期.....        | 4  |
| 1.1 铝加工龙头，业务涵盖铝材与再生铝板块..... | 4  |
| 1.2 稳健增长，利润何以穿越周期.....      | 5  |
| 1.3 明泰成长路径再剖析.....          | 6  |
| 二、铝加工行业——格局优化.....          | 8  |
| 三、电解铝——国内紧平衡格局延续.....       | 10 |
| 3.1 供应——国内电解铝复产加速.....      | 10 |
| 3.2 需求——传统与新兴领域均有增量.....    | 12 |
| 3.3 供需平衡——紧平衡延续.....        | 15 |
| 四、产品附加值提升与降本逻辑持续演绎.....     | 15 |
| 4.1 高端产能放量驱动产品附加值提升.....    | 15 |
| 4.2 再生铝进一步夯实成本优势.....       | 18 |
| 五、盈利预测&投资建议.....            | 19 |
| 六、风险提示.....                 | 20 |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司板带箔主要以热轧工艺生产.....               | 4  |
| 图表 2: 公司产品下游应用领域广泛.....                 | 4  |
| 图表 3: 汽车及交通、新能源等高端领域已有较大占比.....         | 4  |
| 图表 4: 历年来公司约 20%-30%营收来自于海外.....        | 5  |
| 图表 5: 当前沪伦比值较低能够刺激公司出口（剔除汇率影响）.....     | 5  |
| 图表 6: 近十年来公司营收复合增速 14%（亿元）.....         | 5  |
| 图表 7: 近十年来公司归母净利复合增速 22%（亿元）.....       | 5  |
| 图表 8: 明泰十年复盘.....                       | 6  |
| 图表 9: 上市以来公司产销量复合增速为 13%（万吨）.....       | 6  |
| 图表 10: 近年来公司资本开支保持在较高水平（亿元）.....        | 6  |
| 图表 11: 公司通过自备电力及自制气等方式降低吨制造费用（元/吨）..... | 7  |
| 图表 12: 过去几年内公司研发费用率大幅提升（万元）.....        | 7  |
| 图表 13: 近年来公司毛利率逆势增长.....                | 7  |
| 图表 14: 铝合金有多重生产工艺.....                  | 8  |
| 图表 15: 铝板带箔产量增速高于铝挤压材（万吨）.....          | 8  |
| 图表 16: 铝板带箔占铝加工材比重约 32%.....            | 8  |
| 图表 17: 明泰 ROE 穿越周期.....                 | 9  |
| 图表 18: 明泰 ROE 提升源于净利率提升.....            | 9  |
| 图表 19: 明泰费用控制能力较强（管理+销售费用率）.....        | 9  |
| 图表 20: 明泰研发费用率接近华峰铝业.....               | 9  |
| 图表 21: 过去几年内铝合金行业集中度持续提升（CR6）集中度提升..... | 10 |

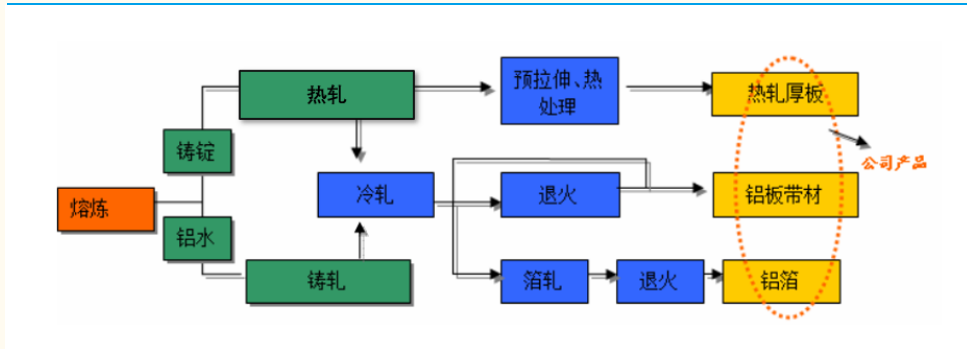
|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图表 22: 21 年以来铝价有较大涨幅 .....                        | 11 |
| 图表 23: 2022 年国内电解铝在产产能已有明显恢复 .....                | 11 |
| 图表 24: 22 年国内电解铝产量自 2021H2 恢复 (万吨) .....          | 11 |
| 图表 25: 2022 年电解铝新增产能达到 108 万吨 .....               | 11 |
| 图表 26: 近年来国内电解铝需求增速较低 .....                       | 12 |
| 图表 27: 国内铝材下游主要应用于建筑业 .....                       | 12 |
| 图表 28: 新开工是竣工的领先指标 .....                          | 13 |
| 图表 29: 2021 年国内汽车产量回升主要系新能源汽车产量大幅增长 (万辆)<br>..... | 13 |
| 图表 30: 16 年以来国内电网投资力度减弱 (亿元) .....                | 14 |
| 图表 31: 22 年一季度国内电网累计投资额增速较高 .....                 | 14 |
| 图表 32: 十四五期间光伏装机预测 .....                          | 14 |
| 图表 33: 22-24 年光伏用铝贡献需求增量 39/46/52 万吨 .....        | 14 |
| 图表 34: 22-24 年新能源车带来铝需求增量 17/21/26 万吨 .....       | 15 |
| 图表 35: 22-24 年电解铝仍处于紧平衡状态 .....                   | 15 |
| 图表 36: 公司近年来实施多个高端铝材项目 .....                      | 16 |
| 图表 37: 当前车用铝合金中铸造铝占比较高 .....                      | 16 |
| 图表 38: 新能源汽车新增电池包等领域用铝 .....                      | 17 |
| 图表 39: 新能源汽车结构件可用铝合金的部位 .....                     | 17 |
| 图表 40: 国内再生铝产量占原铝比重约 20% (万吨) .....               | 18 |
| 图表 41: 我国再生铝使用比例较发达国家有较大差距 .....                  | 18 |
| 图表 42: 铝精废价差与铝价走势相关 (万元/吨) .....                  | 19 |
| 图表 43: 再生铝项目投产为公司带来较多政府补助 (亿元) .....              | 19 |
| 图表 44: 盈利预测核心假设 .....                             | 19 |
| 图表 45: 可比公司估值 .....                               | 20 |

## 一、明泰成长复盘，缘何穿越周期

### 1.1 铝加工龙头，业务涵盖铝材与再生铝板块

- 公司多年来专注于主业经营，当前已发展为国内铝压延加工龙头，深耕铝板带箔、铝型材、再生资源综合利用业务。
- **铝板带箔**：主要采用热轧工艺生产，涵盖 1-8 系多种合金牌号，产品广泛应用于新能源、新材料、5G 通讯、汽车制造、军工、医药包装、食品包装、印刷制版、电子家电、交通运输、特高压输电等领域。

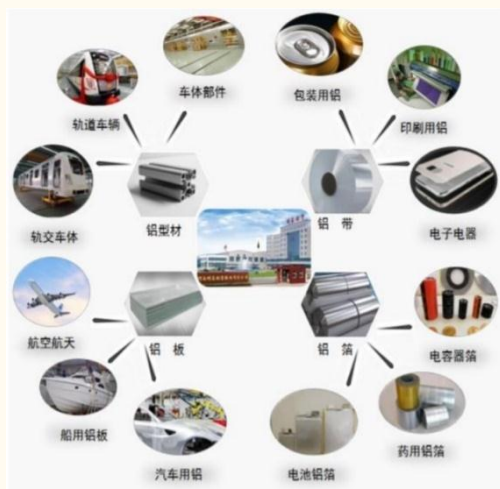
图表 1：公司板带箔主要以热轧工艺生产



来源：公司公告，国金证券研究所

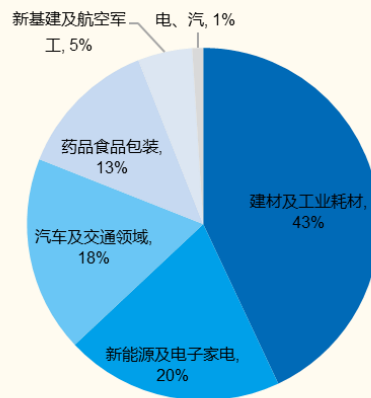
- **铝型材**：主要产品为轨道交通用车体及大部件与其他工业型材，轨道车体批量供应合资公司郑州中车，实现自给自足，并对外销售特高压输电设备 GIL 用挤压铝管材等。

图表 2：公司产品下游应用领域广泛



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：汽车及交通、新能源等高端领域已有较大占比



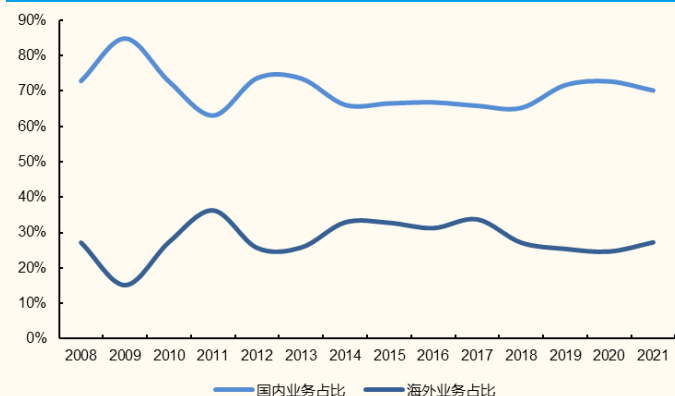
来源：公司公告，国金证券研究所

注：2020H1 分行业收入占比，此后公司未再公开披露下游需求结构

- **业务模式为收取加工费，铝价波动亦对公司利润产生影响。**公司产品定价时采取原材料+加工费模式，加工费取决于行业整体供需情况及产品附加值。此外由于从原材料铝锭采购到铝板带箔等产品销售存在一定周期，期间铝价波动亦会影响公司利润。
- **海外加工费更高，内外贸比例取决于铝价。**公司历年来外销收入约在 20%~30% 之间，年度之间有一定波动。由于海外能源等成本较国内更高，公司出口产品加工费较国内可收取一定溢价，因而具备更高的盈利能力，而铝价水平会影响到公司出口动力及盈利能力：

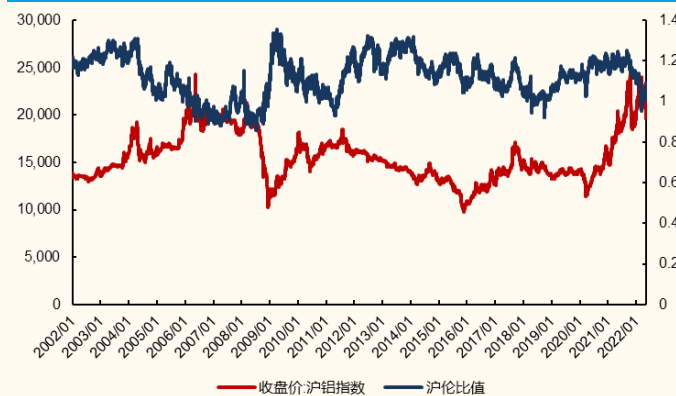
- 国内外电解铝通常存在一定价差，国内铝价低于海外时，出口还能够赚取内外价差带来的收益，公司有更强动力出口。且因出口本身具备更高加工费，此时公司盈利能力进一步增强；今年以来沪伦比值持续位于历史低位，预计出口比例将有所提升，驱动公司盈利增长。
- 由于公司内销产品主要采用“发货当天上海有色金属网现货铝价+加工费”确定；出口产品采用“发货前一个月 LME 现货铝均价+加工费”确定。内外贸原料定价基准参考期间略有不同，因而在铝价明显的下行期间，外贸业务受铝价下跌冲击相对更小，公司也更愿意出口。

图表 4：历年来公司约 20%-30% 营收来自于海外



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：当前沪伦比值较低能够刺激公司出口（剔除汇率影响）

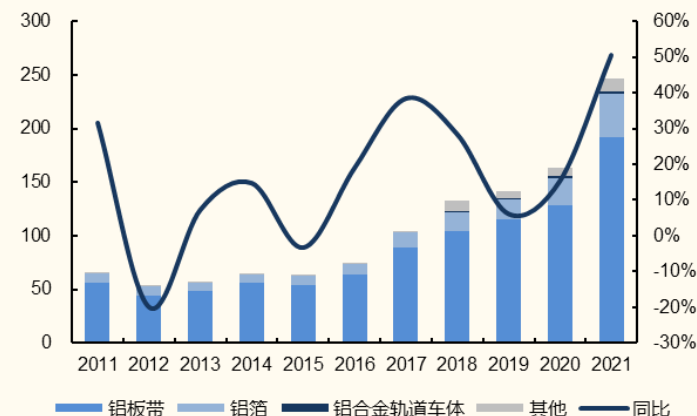


来源：Wind，国金证券研究所

## 1.2 稳健增长，利润何以穿越周期

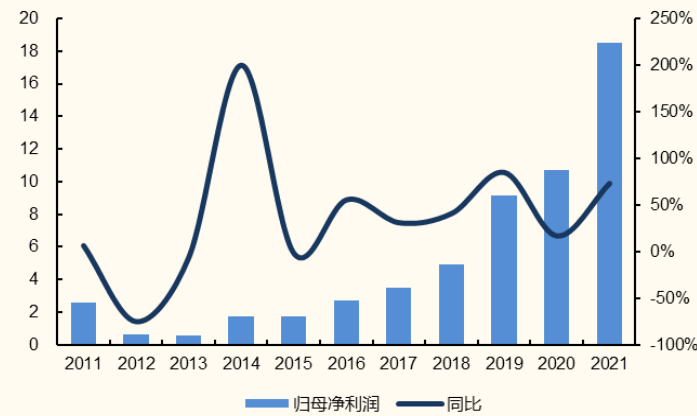
- 2021 年公司营收 246 亿元，同比+51%；归母净利润 18.5 亿元，同比+73%。近十年来公司营收复合增速 14%，归母净利润复合增速 22%，无论是规模还是盈利能力都有显著增强。

图表 6：近十年来公司营收复合增速 14%（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：近十年来公司归母净利润复合增速 22%（亿元）

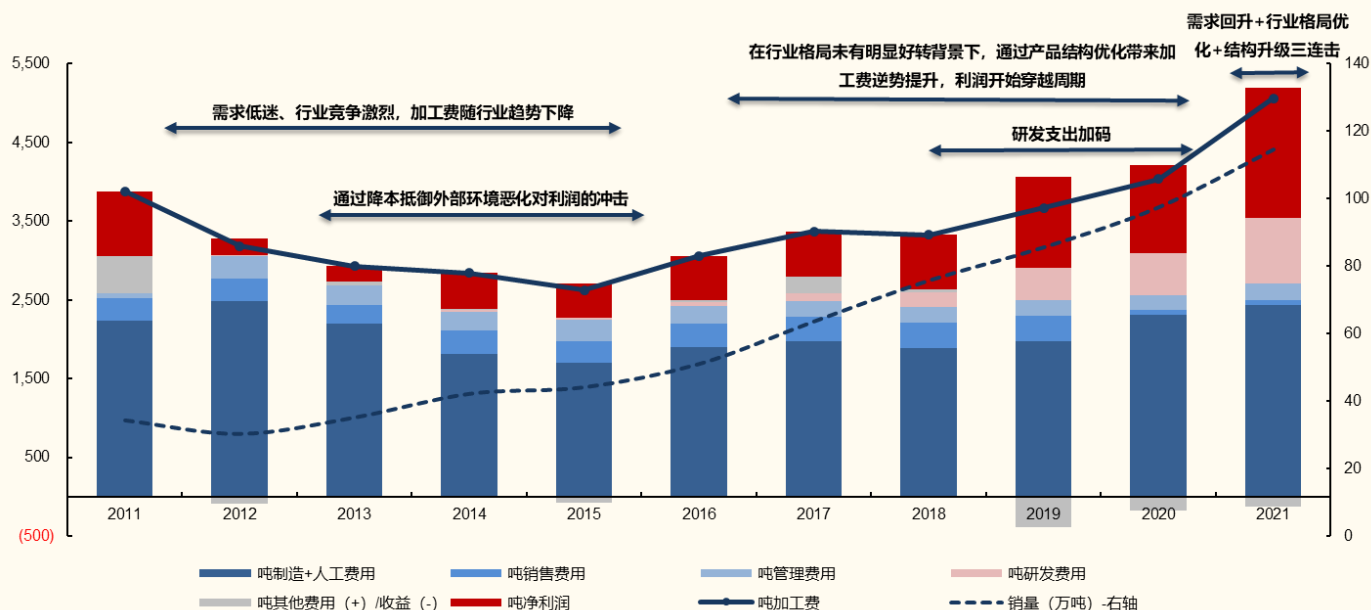


来源：公司公告，国金证券研究所

- 为了复盘过去十年间公司盈利增长的核心驱动力，我们对公司净利润的来源进行拆解。由于吨净利润=吨加工费-吨制造成本-吨人工成本-吨费用，我们将公司加工费拆解为净利润、制造+人工成本、费用几大部分，具体如下图所示。
- 量利齐升贡献业绩增长来源。1) 量：如下图虚线所示，过去十年间，公司产销量持续保持稳定增长。2) 价：2011-2015 年间，公司吨加工费随着行业环境恶化及需求低迷持续下滑，在此期间公司通过降低制造费用维持吨净利润水平；2015-2020 年虽行业环境未有明显好转，但公司通过产品结构优化实现加工费逆势增长，驱动吨净利润回升。3) 2021 年行业下游需

求回升+供给格局优化+公司产品结构升级三重助力下，公司业绩表现亮眼。过去几年间公司的业绩增长源于量利齐升。

图表 8：明泰十年复盘



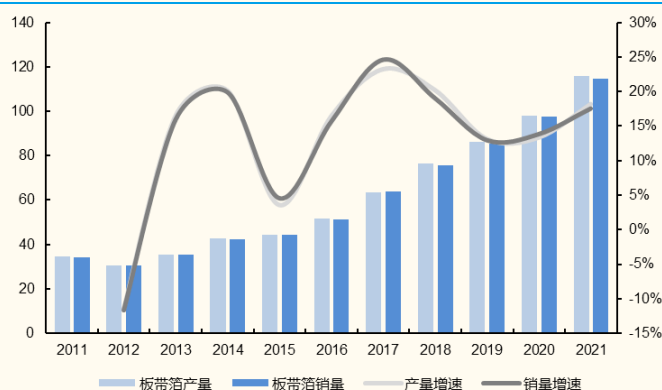
来源：公司公告，国金证券研究所

注：近三年其他收益（坐标轴上为负值）主要来自于政府补助

### 1.3 明泰成长路径再剖析

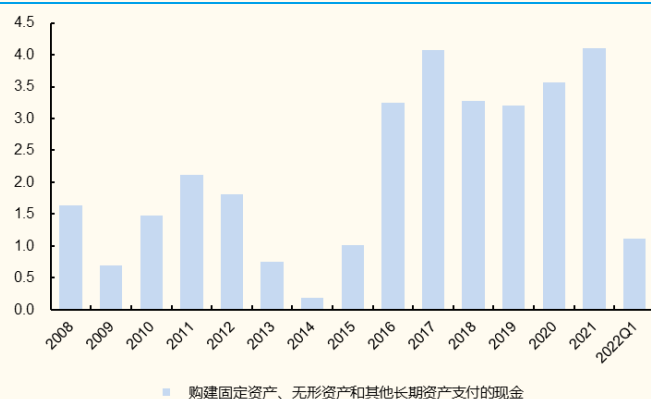
- 在上述明泰十年的复盘里，我们拆解了公司盈利增长的驱动力，在本段中将具体展开。具体而言，公司过去的发展模式一是持续不断的资本投入驱动产销增长，二是竞争优势从成本逐渐走向研发。
- 上市以来公司融资渠道得到拓宽，多次通过定增及转债募资方式筹集资金，持续进行产能扩张。2021 年公司铝板带箔产销量分别为 115.7/114.5 万吨，自 2011 年上市至今产销量复合增速达到 13%。

图表 9：上市以来公司产销量复合增速为 13%（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：近年来公司资本开支保持在较高水平（亿元）

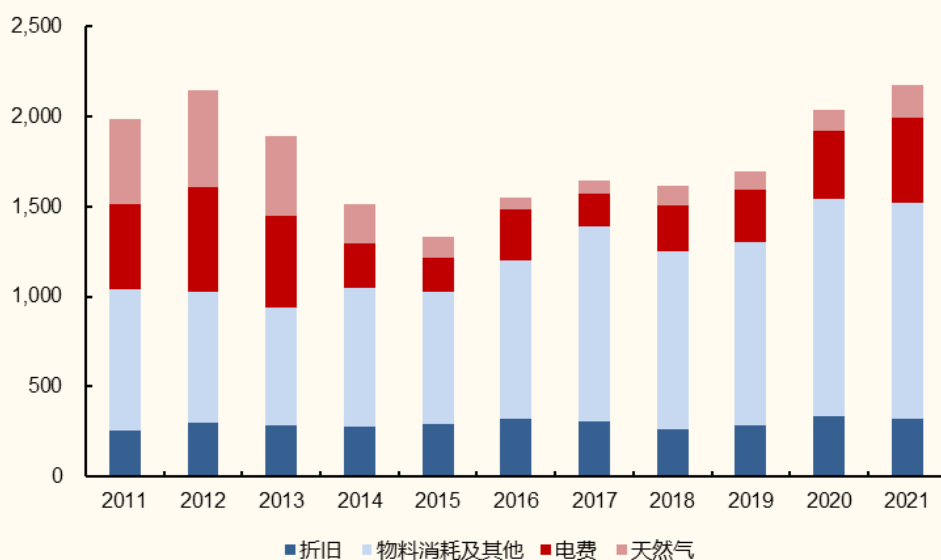


来源：公司公告，国金证券研究所

- 对上述的复盘里我们发现，过去很长一段时间内公司通过降本来抵御行业下行风险。而加工类企业成本差异的来源一是原材料，二是制造费用。
- 原材料方面。1) 公司所在河南省为全国铝锭产量较高省份之一，在公司 200 公里范围内，铝锭供应商年产能超过 300 万吨，优越的地理位置减少了铝锭采购的运输费用；2) 公司持续加码上游再生铝产能，再生铝较原铝经济性更强，进一步夯实公司成本优势。

- **制造费用方面。**公司制造费用主要包括折旧/电费/天然气/物料消耗及其他，2021 年铝板带箔吨制造费用 2176 元/吨，上述各项占比分别为 15%/22%/9%/55%。
  - **1) 电力：**公司 14 年收购巩电热力，减少了对外电力采购，单吨电力成本自当年起得到明显降低。后由于产量扩大，外购电力数量有所增加导致吨电力成本有所回升；
  - **2) 天然气：**公司新建燃气改造工程项目，以自制气的方式提供生产所需部分燃气，16 年起吨天然气费用显著降低，后又通过厂房屋顶架设光伏板利用太阳能以及通过余热回收系统提升能源利用率，天然气成本持续维持低位。公司吨燃料及动力成本较同行比具有明显优势。

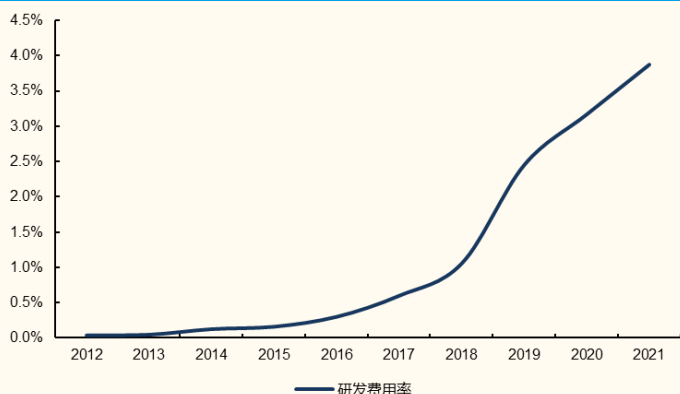
图表 11：公司通过自备电力及自制气等方式降低吨制造费用（元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

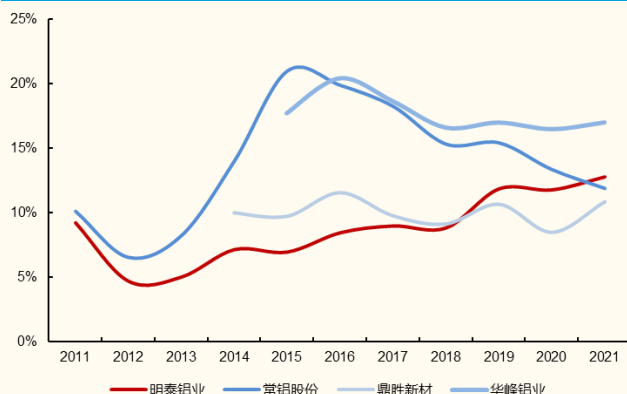
- **研发费用率大幅提升。**近年来公司研发支出不断加码，研发费用率自 2016 年的 0.3% 持续提升至 2021 年的 3.9%，主要系公司加大了高端阳极氧化用铝合金坯料，电池箔，动力电池，新能源汽车结构件、电池托盘用铝，轨道交通用铝、船舰隔板、车用全铝罐车材料等高端产品的研发力度。
- **成长驱动力由成本切换至研发。**随着公司高端产品持续放量，在全行业毛利率水平呈现周期性波动的背景下，公司近年来毛利率水平逆势提升。公司发展的模式已从原先的侧重于降本增效切换至研发驱动，且转型成效显著，高端产品的研发及生产带来了产品附加值及盈利能力的提升。

图表 12：过去几年内公司研发费用率大幅提升（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：近年来公司毛利率逆势增长

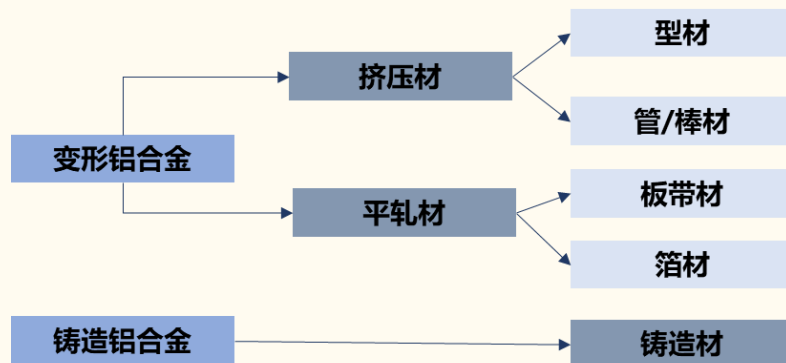


来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、铝加工行业——格局优化

- 铝合金按照工艺及成型方法可分为变形铝合金和铸造铝合金。
  - 变形铝合金生产过程中先将合金配料熔铸成坯锭，再进行塑性变形加工，其产品主要为挤压材和平轧材。挤压材主要指铝型材以及极少的管、棒材。平轧材主要包括板带箔等。
  - 铸造铝合金是将配料熔炼后用砂模、铁模、熔模和压铸法等直接铸成各种零部件的毛坯，其产品主要为各类铸造件。

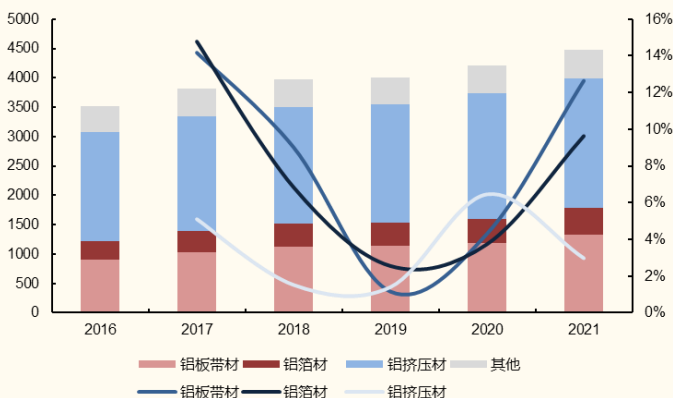
图表 14：铝合金有多重生产工艺



来源：国金证券研究所

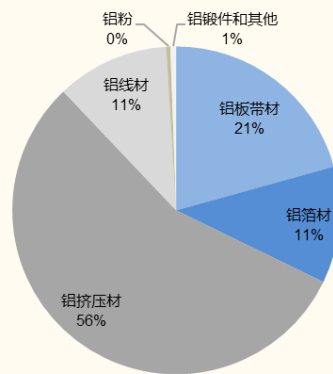
- 2021 年国内铝加工材产量 4470 万吨，同比增长 6.2%，剔除铝箔毛料后产量为 3953 万吨，同比增长 5.8%。从结构上来看，铝加工材中挤压材占比超过一半，板带箔合计占比约在 32%，其余为线材及锻件等。
- 近年来铝板带箔产量增速高于铝挤压材。铝挤压材以建筑铝型材为主，近年来产销增速明显低于下游应用领域更为广泛的铝板带箔。2016-2021 年，国内铝板带材/铝箔材/铝挤压材产量复合增速分别为 8.2%/7.4%/3.5%。

图表 15：铝板带箔产量增速高于铝挤压材（万吨）



来源：中国有色金属加工工业协会，安泰科，国金证券研究所

图表 16：铝板带箔占铝加工材比重约 32%

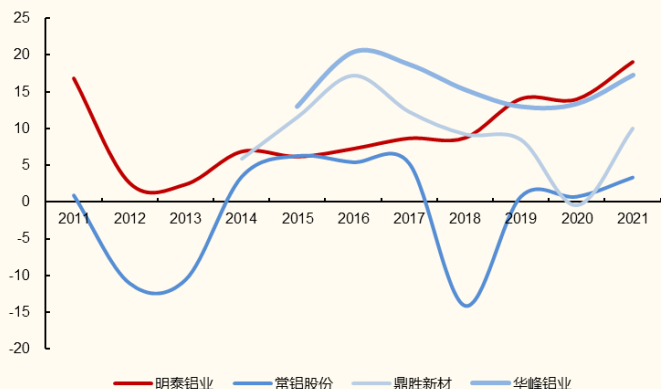


来源：中国有色金属加工工业协会，安泰科，国金证券研究所

- 为了加深对铝加工行业的了解，我们以明泰铝业、鼎胜新材、常铝股份、华峰铝业等几家上市公司为例来拆解行业盈利能力。这几家公司业务均集中于铝加工环节，可以较好地代表中间加工环节的业务模式及盈利能力。
- 普通铝加工行业回报率水平较低。常铝股份及鼎胜新材过去几年内的净利率水平从未高于 5%，华峰铝业因产品集中于高端领域，代表了高端产能的盈利水平，因此其净利率相对较高，但也仅位于 5%-10% 区间。行业内大部分普通铝加工企业过去几年都面临低盈利甚至亏损的困境，低净利率导致行业 ROE 普遍较低。

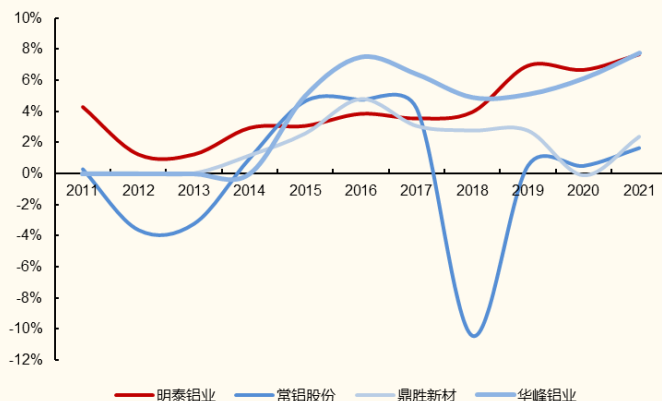
- **明泰穿越周期属性明显。**近年来行业内其他企业 ROE 水平经历了明显的周期性波动，而明泰 ROE 持续提升，且 ROE 水平已提升至行业内较高水平，主要源于其净利率提升。净利率的提升一是源于产品结构升级带来的盈利能力提升，上文中对比了公司与同行间不同的毛利率变化趋势；二是来自于费用管控得当。

图表 17：明泰 ROE 穿越周期



来源：Wind，国金证券研究所

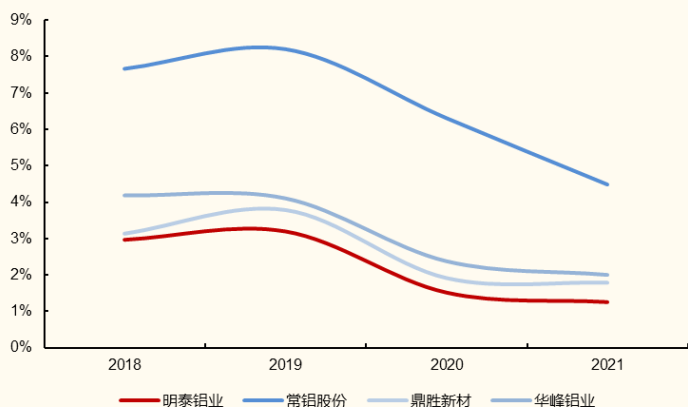
图表 18：明泰 ROE 提升源于净利率提升



来源：Wind，国金证券研究所

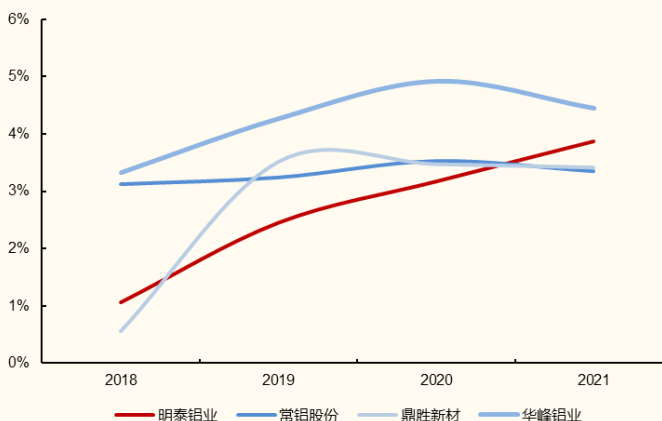
- **明泰费用控制能力较强。**近年来各家铝加工企业管理+销售费用率均有明显下降趋势，一方面得益于规模优势的显现，另一方面主要系铝价中枢逐年抬高带来收入水平扩大。而明泰费用率显著优于同行，展现了较强的费用控制能力。
- **明泰研发费用率已处于行业较高水平。**为持续实现产品迭代升级，铝加工企业需要投入大量资金用于研发，过去明泰研发费用率较同行偏低，近年来持续上升，当前已超过常铝股份与鼎胜新材，略低于华峰铝业。华峰铝业产品主要聚焦于汽车市场，其产品具备更高附加值，因而对研发要求也更高。明泰研发费用率已接近华峰水平，支持其进行更多高端产能投放。

图表 19：明泰费用控制能力较强（管理+销售费用率）



来源：Wind，国金证券研究所

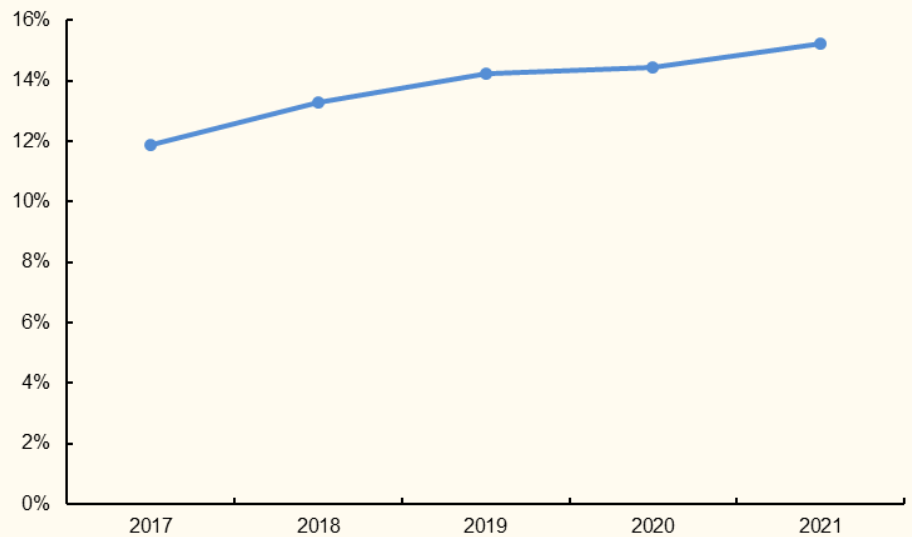
图表 20：明泰研发费用率接近华峰铝业



来源：Wind，国金证券研究所

- 对铝加工行业业务模式拆解后我们发现：
  - 一方面，在过去长达将近十年经济增速下滑导致需求增速放缓以及行业产能过剩导致竞争激烈的环境下，具备规模、资金、成本等优势的行业龙头企业尚且只能实现较低的回报率水平。行业内其他不具备规模优势且产品附加值较低的企业只会面临更严峻的生存环境。叠加供给侧改革的一系列举措，预计行业内较多低端产能已经得到一定出清，行业集中度持续提升，2021 年 CR6 提升至 15%，但整体仍较低；

图表 21：过去几年内铝合金行业集中度持续提升（CR6）集中度提升



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

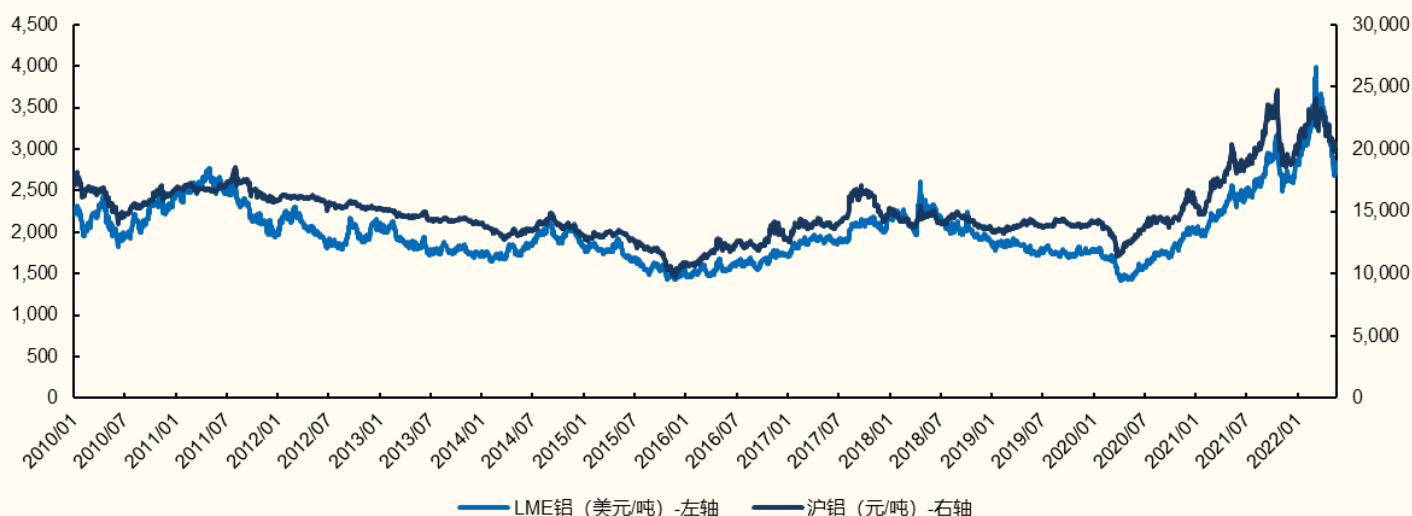
- 另一方面，对比各家上市铝加工龙头的回报率水平也可以发现，铝加工企业回报率提升的途径在于产品结构持续高端化。明泰已经通过不断投入研发实现了产品的升级与盈利能力的提升，随着新的高端产能不断落地，预计该趋势将继续保持。

### 三、电解铝——国内紧平衡格局延续

#### 3.1 供应——国内电解铝复产加速

- 21 年下半年以来，国内电解铝产量因能耗双控及限电限产持续收缩，而全球制造业需求强劲，供需紧平衡状态叠加能源电力等成本支撑下，沪铝价格自 21 年初的 15460 元/吨持续上涨至 10 月中旬的 24550 元/吨，上涨幅度达 59%。随后动力煤保供稳价政策的出台削弱了成本端的支撑，而地产等行业需求恶化又导致现货库存增加，电解铝价格迅速回调。
- 22 年以来，受俄乌冲突以及欧洲部分铝厂减产影响，电解铝价格在一季度再度迎来一轮大涨，但煤价的回落驱动电解铝利润回升，国内电解铝企业复产速度加快，而需求端受疫情冲击影响较大，供需格局逆转下铝价再次经历回调。

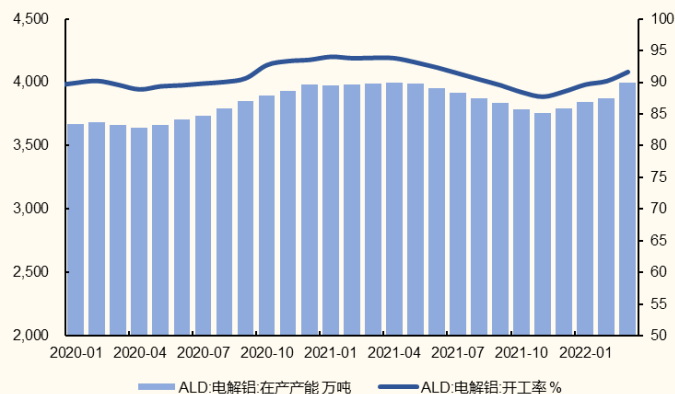
图表 22：21 年以来铝价有较大涨幅



来源：Wind，国金证券研究所

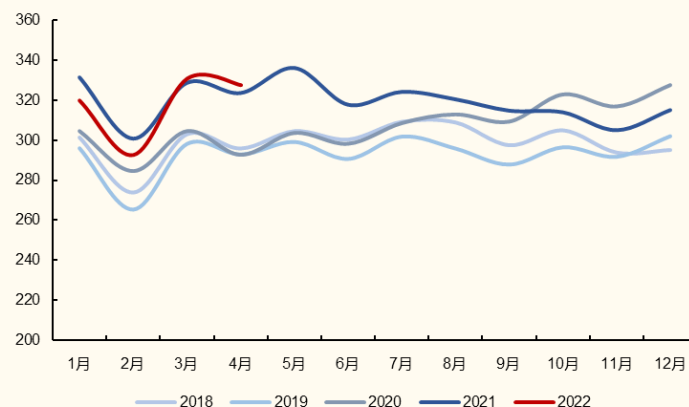
- **2021 年全国电解铝在产产能下降 183 万吨。**2021 年全国受能耗控制、限电、阶梯电价拉升成本等因素影响，电解铝在产产能自年初的 3975 万吨下降至年末的 3792 万吨，下降幅度达 183 万吨。据百川盈孚数据，21 年全年国内电解铝产量 3831 万吨，同比+3.92%，增量主要由上半年贡献。
- **22 年电解铝在产产能及产量迅速恢复。**因电力供应宽松，且电解铝生产利润维持在高位驱动企业提升产能利用率，22 年电解铝在产产能及产量迅速恢复。据百川盈孚统计，22 年国内电解铝总复产规模 356.2 万吨，截止 4 月末已复产 224.5 万吨，复产比例达到 63%。当前国内电解铝产量已恢复至去年同期水平。

图表 23：2022 年国内电解铝在产产能已有明显恢复



来源：Wind，ALD，国金证券研究所

图表 24：22 年国内电解铝产量自 2021H2 恢复 (万吨)



来源：百川盈孚，国金证券研究所

- **22 年产能增量超 400 万吨，23 年以后增量空间有限。**21 年规划的较多产能因能耗及限电问题被推迟至 22 年释放，22 年新增产能潜力达到 108 万吨。再考虑到复产产能，预计全年产能增量超 400 万吨。22 年新投产较多产能以后，电解铝产能即将到达 4500 万吨上限，预计后续增量空间有限。

图表 25：2022 年电解铝新增产能达到 108 万吨

| 省份 | 企业名称       | 2021 | 2022E | 2023 及以后 |
|----|------------|------|-------|----------|
| 内蒙 | 内蒙古创源（二期）  | 5    |       |          |
|    | 内蒙古白音华（一期） |      | 15    | 25       |
|    | 内蒙古华云（三期）  |      | 0     | 42       |

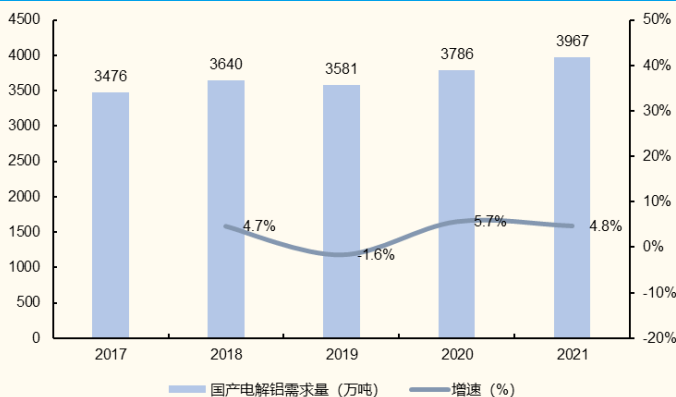
|          |            |    |     |       |
|----------|------------|----|-----|-------|
| 云南       | 云铝鹤庆（二期）   |    | 3   |       |
|          | 云铝昭通海鑫（二期） |    |     |       |
|          | 魏桥砚山（一期）   | 5  | 50  | 27    |
|          | 云南其亚       | 10 |     | 22    |
|          | 云南神火（二期）   | 15 |     | 20    |
|          | 魏桥砚山（二期）   |    |     | 95    |
|          | 云铝文山（二期）   |    |     | 50    |
|          | 云铝涌鑫（二期）   |    |     | 50    |
| 广西       | 百矿田林       | 10 | 10  |       |
|          | 百矿德保       | 20 |     |       |
|          | 百矿隆林       |    | 20  |       |
|          | 中铝华晟       |    |     | 80    |
| 贵州       | 兴仁登高（二期）   |    |     | 25    |
|          | 贵州元豪       |    |     | 8.7   |
| 四川       | 广元中孚（二期）   |    |     | 8.4   |
| 甘肃       | 甘肃中瑞（二期）   | 0  | 10  | 19.2  |
| 2021     |            | 65 |     |       |
| 2022     |            |    | 108 |       |
| 2023 及以后 |            |    |     | 499.3 |

来源：SMM，国金证券研究所

### 3.2 需求——传统与新兴领域均有增量

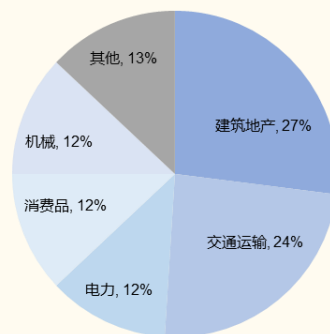
- **国内电解铝需求近年来保持低增长。**据百川盈孚数据，2021 年国内电解铝消费量 3967 万吨，同比+4.78%。近年来国内电解铝消费量保持低增长。从下游结构来看，主要应用领域为偏低端的建筑业，其占比达到 27%，其次为交通运输业的 24%，其余为电力、消费品、机械等领域。我们按传统领域需求增速的变化与新能源领域贡献的增量对需求做测算，新能源用铝增量主要来自于光伏与电动车。

图表 26：近年来国内电解铝需求增速较低



来源：Mysteel，国金证券研究所

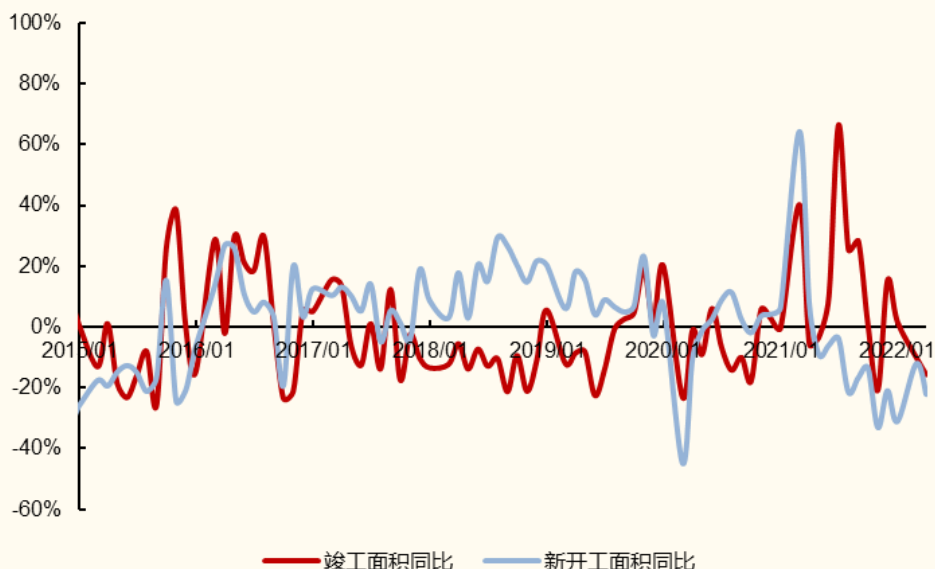
图表 27：国内铝材下游主要应用于建筑业



来源：百川盈孚，国金证券研究所

- **全年地产竣工存在韧性。**电解铝在建筑领域主要用在施工完成后安装的铝门窗、建筑幕墙及装饰等，与房地产竣工高度相关。21 年全年房屋竣工面积累计同比+11.2%，考虑 20 年基数低影响，较 19 年比其增速仍达到 5.7%，已呈现回暖趋势；22Q1 因受到疫情反复及房企资金面较紧影响，竣工面积累计同比-11.50%，全年在地产政策边际回暖以及新开工-竣工剪刀差修复支撑下，预计竣工端有较强韧性，我们假设 22 年增速为 2%。

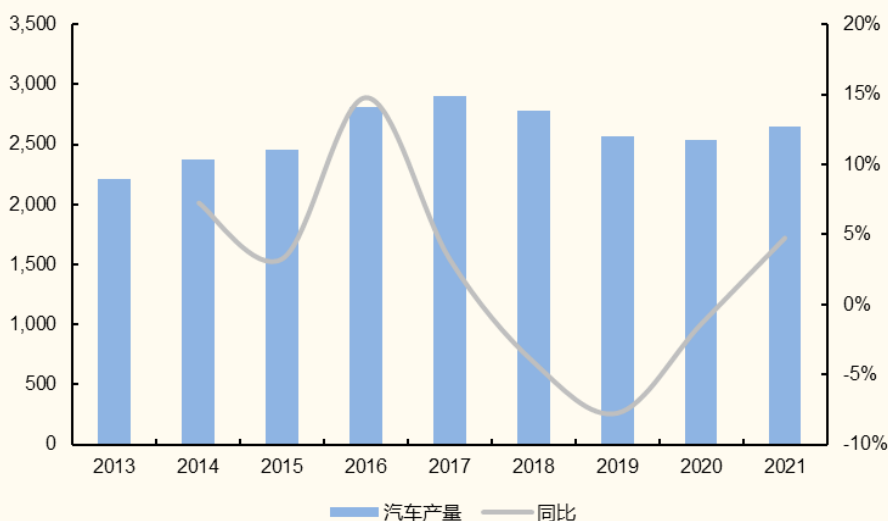
图表 28：新开工是竣工的领先指标



来源：Wind，国金证券研究所

- **传统汽车销量趋于稳定。** 交通运输用铝需求主要来自于汽车。21 年在芯片短缺的背景下，全年国内汽车产量 2653 万辆，同比实现了 4.8% 的增长。中汽协预计 22 年国内汽车销量增速将达到 5.4%。考虑到疫情对汽车产销的影响，我们假设 22 年汽车产量增速 3%。

图表 29：2021 年国内汽车产量回升主要系新能源汽车产量大幅增长（万辆）

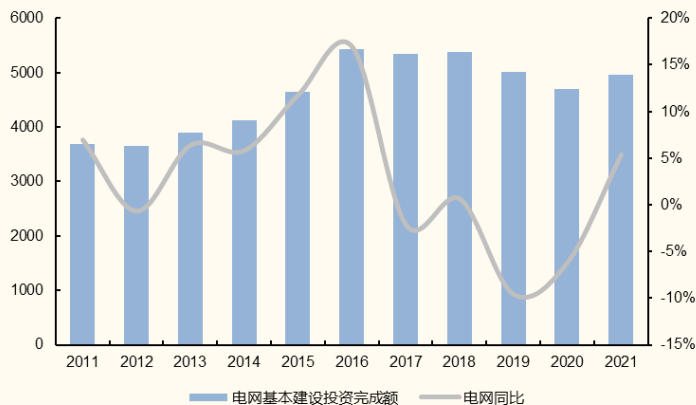


来源：Wind，国金证券研究所

- **电力：电网投资或有所回升。** 因前期大额的电网投资导致电力系统资产利用率偏低，自 16 年以来国内电网投资力度相对减弱，近五年 GAGR 为-1.8%。考虑到当前的能源结构转型对电力系统提出了新要求，预计后续电网投资将有所回升。21 年国内电网投资额为 4951 亿元，同比+5.4%。22 年国网规划电网投资额为 5012 亿元，以其承诺的 21 年投资额 4730 亿元为基数测算得 22 年增幅约 6.0%。表明近两年电网投资已有回升趋势。
- **“十四五”期间电网总投资超过“十三五”期间。** 十四五期间国网和南网规划电网投资金额超过 2.9 万亿元。而十三五期间国内电网基建投资为 2.59 万亿元，以电网基建占电网总投资 90% 假设测算得十四五期间国内电

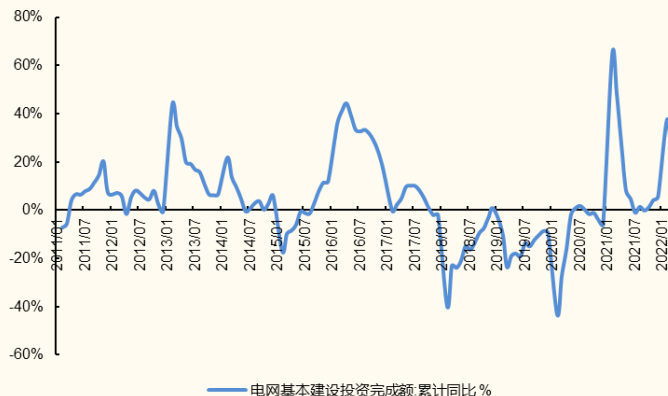
网总投资较“十三五”增长幅度约 1%，预计后续电网投资将小幅增长，假设 22 年其增速为 3%。

图表 30：16 年以来国内电网投资力度减弱（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：22 年一季度国内电网累计投资额增速较高



来源：Wind，国金证券研究所

- 光伏用铝主要为光伏组件的边框和光伏支架。光伏边框是用于固定、密封太阳能电池组件，增强组件强度，延长使用寿命，便于运输、安装。除光伏组件外，光伏发电系统或应用产品的安装过程需要光伏支架，而铝合金型材是用于制造光伏支架的主要材料之一。
- 保守预计 22 年光伏装机贡献铝需求增量 39 万吨。21 年国内光伏新增装机量 55GW，据中国光伏协会预测保守估计，25 年国内光伏新增装机量将达到 90GW 以上。考虑到新增光伏电站单 GW 所需要铝型材重量约 0.65 万吨，测算得 22-24 年国内光伏用铝需求增量为 39/46/53 万吨。

图表 32：十四五期间光伏装机预测



来源：中国光伏协会，国金证券研究所

图表 33：22-24 年光伏用铝贡献需求增量 39/46/52 万吨

|                 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 新增装机容量 (GW)     | 54.9 | 60    | 70    | 80    |
| 单位装机铝用量 (万吨/GW) | 0.65 | 0.65  | 0.65  | 0.65  |
| 铝需求增量 (万吨)      | 36   | 39    | 46    | 52    |

来源：中国光伏协会，国金证券研究所

- 22 年新能源汽车贡献铝需求增量 17 万吨。根据 DuckerFrontier 的数据，2020 年非纯电动汽车单车用铝量为 206kg，纯电动车单车用铝量为 292kg，用量显著提升；国际铝协发布的测算报告表明 2021 年电动车单车用铝较传统车高出约 30kg。我们按新能源车单车用铝量超过传统燃油车 30kg 测

算，参考国金证券电新组对国内新能源乘用车销量假设，测算得 22 年电动车带来的铝需求增量约 17 万吨。

图表 34：22-24 年新能源车带来铝需求增量 17/21/26 万吨

|               | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 国内新能源汽车销量（万辆） | 330  | 550   | 700   | 850   |
| 单车用铝增量（kg）    | 30   | 30    | 30    | 30    |
| 铝需求增量（万吨）     | 10   | 17    | 21    | 26    |

来源：国际铝协，国金证券研究所

### 3.3 供需平衡——紧平衡延续

- **供应：**预计 22 年全年国内总供给 4102 万吨，同比+2.86%。23-24 年国内产量增速因总产能接近 4500 万吨有所放缓，但考虑到进口量回升，预计总供给增速分别为+2.71%/+2.67%。
- **国内自产：**假设计划新增的 108 万吨产能均能在年内投产，考虑到投产时间及产能爬坡，假设一共可实现 40%产量；此外，考虑到年内计划复产的 356 万吨已有较多实现复产，考虑到复产进度，假设全年实现 50%产量。测算得 22 年全年国内产量 4052 万吨，同比+5.77%。
- **净进口：**年初以来因海外电解铝价格高于国内，进口窗口持续未打开，Q1 净进口量仅 2.36 万吨，考虑到欧洲冶炼产能因能源问题持续受到扰动，预计全年净进口量仍将维持偏低水平。假设 22-24 年国内净进口量分别为 50/80/110 万吨。
- **需求：22-24 年总需求增速分别为 2.58%/2.60%/2.59%。**
  - **传统领域：**需求增速虽较以往有所放缓，但仍有一定增量。假设建筑/交运/电力/消费品/机械/其他等领域 22-24 年需求增速分别为 2%/3%/3%/2%/2%/2%，22-24 年贡献总需求增量 94/96/98 万吨，
  - **新兴领域：**22-24 年光伏及新能源汽车领域贡献铝需求增量分别为 56/67/78 万吨。
- **供需平衡：**预测 22-24 年国内电解铝供应短缺 13.95/9.83/6.44 万吨，国内铝短缺情况下，进口铝或贡献更大弹性。但整体仍将处于紧平衡状态，对铝价形成支撑。

图表 35：22-24 年电解铝仍处于紧平衡状态

|               | 2018          | 2019          | 2020        | 2021E        | 2022E         | 2023E        | 2024E        |
|---------------|---------------|---------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 国产电解铝产量（万吨）   | 3590          | 3519          | 3686        | 3831         | 4052          | 4133         | 4216         |
| 增速（%）         | -1.37%        | -1.97%        | 4.75%       | 3.92%        | 5.77%         | 2.00%        | 2.00%        |
| 进口电解铝产量（万吨）   | 7             | 0             | 105         | 157          | 50            | 80           | 110          |
| 电解铝总供给（万吨）    | 3597          | 3519          | 3792        | 3988         | 4102          | 4213         | 4326         |
| 增速（%）         | -1.46%        | -2.16%        | 7.75%       | 5.18%        | 2.86%         | 2.71%        | 2.67%        |
| 国产电解铝需求量（万吨）  | 3640          | 3581          | 3786        | 3967         | 4116          | 4223         | 4332         |
| 增速（%）         | 4.70%         | -1.61%        | 5.72%       | 4.78%        | 3.76%         | 2.60%        | 2.59%        |
| <b>国内供需平衡</b> | <b>-42.92</b> | <b>-61.96</b> | <b>5.89</b> | <b>21.28</b> | <b>-13.95</b> | <b>-9.83</b> | <b>-6.44</b> |

来源：百川盈孚，国金证券研究所

## 四、产品附加值提升与降本逻辑持续演绎

### 4.1 高端产能放量驱动产品附加值提升

- **持续推进高端产能建设，产品结构持续优化。**公司近年来重点布局进军交通运输用铝、汽车轻量化用铝、新能源用铝等高端领域，重点实施了“高精度交通用铝板带”、“年产 2 万吨交通用铝型材项目”、“12.5 万吨车用铝

合金板项目”等，当前公司车用高端产品已直接或间接供应于比亚迪、蔚来、宇通客车、中集车辆等一线车企。

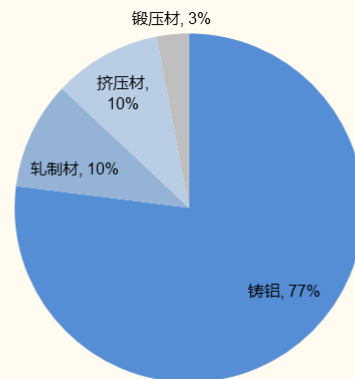
图表 36：公司近年来实施多个高端铝材项目

| 项目                | 产能及产品                                                                       |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 高精度交通用铝板带         | 5 万吨中厚板、10 万吨热轧卷材、5 万吨冷轧板带材，合计 20 万吨，产品向宇通、中集、比亚迪供货。                        |
| 年产 2 万吨交通用铝型材     | 主要生产轨道交通用铝型材、车体大部件及其他工业型材等。                                                 |
| 铝板带生产线升级改造项目      | 25 万吨，对原有设施进行改造升级，满足市场对高精铝板带需求。产品下游应用领域覆盖罐料、交通运输等。                          |
| 12.5 万吨车用铝合金板     | 主要布局汽车轻量化市场，同时布局车身轻量化、底盘轻量化、动力电池轻量化。                                        |
| 明晟新材料项目           | 50 万吨，一期主要生产铝合金板带及超硬 3C 材料，二期主要生产汽车板、轨道交通、航空航天、军工用铝。                        |
| 年产 70 万吨绿色新型铝合金材料 | 70 万吨再生铝+高性能铝材项目，其中 10 万吨动力电池料+10 万吨电池铝箔坯料+10 万吨汽车板坯料+25 万吨罐体罐盖料+15 万吨其他产能。 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 不同工艺制成的铝材在汽车工业中均有所应用，包括铸件、轧制产品、挤压件和锻件。
- 铸件主要应用于发动机、车轮和变速箱外壳、底架等结构件，这些部件铝化率较高，因此铸件是当前汽车工业中应用最多的铝材品种，其占汽车工业用铝比重超过一半。
- 轧制材、挤压材及锻件等变形铝合金主要在车身起到轻量化作用。但因车身等部件铝化率较低，其在汽车工业中应用量占比较低。

图表 37：当前车用铝合金中铸造铝占比较高



来源：李龙《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》，国金证券研究所

- 新能源车单车用铝量高于传统汽车。新能源汽车用铝合金的部件包括车身、车轮、底盘、防撞梁、动力电池、地板、座椅等。虽然少了发动机动力总成部件，但多了电池外壳等应用领域，且车身对铝材需求量也更大。
- 据国际铝协发布的《中国汽车工业用铝量评估报告》，2021 年国内燃油车/电动/混合动力单车用铝量分别为 145.2kg/173.1/206.8kg，新能源汽车用铝量较传统车有明显提升。

图表 38：新能源汽车新增电池包等领域用铝

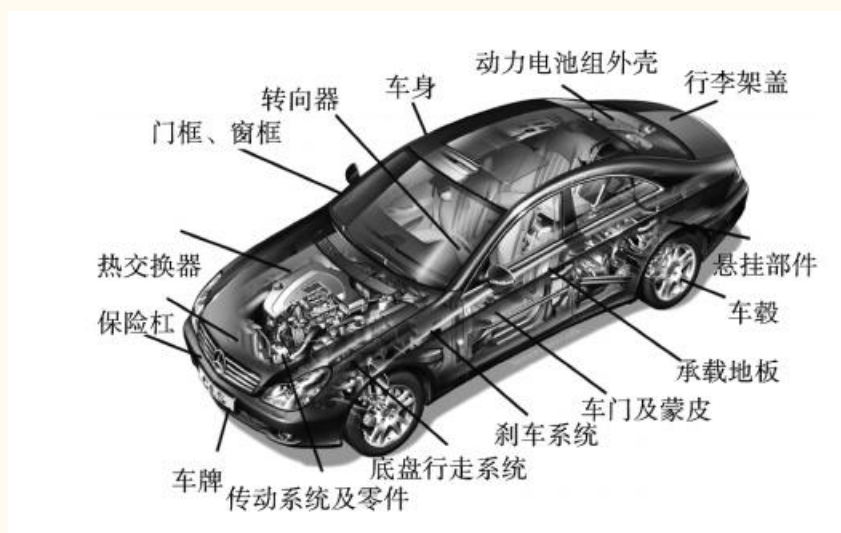
|    | 部件名称       | 最大用量 (kg)   |
|----|------------|-------------|
| 1  | 车顶和后备箱盖    | 8.9         |
| 2  | 发动机罩       | 9.3         |
| 3  | 联轴器        | 10.2        |
| 4  | 保险杠        | 10.4        |
| 5  | 白车身（开闭件除外） | 123.9       |
| 6  | 热交换器       | 7.5         |
| 7  | 转向系统       | 1.7         |
| 8  | <b>电池包</b> | <b>42.2</b> |
| 9  | 传动系统       | 14.9        |
| 10 | 副车架        | 25.5        |
| 11 | 悬架         | 7.5         |
| 12 | 刹车系统       | 10.2        |
| 13 | 翼子板        | 7.0         |
| 14 | 前门         | 18.9        |
| 15 | 后门         | 15.0        |
| 16 | 轮毂         | 26.8        |
| 17 | 仪表板梁       | 4.8         |
| 18 | 隔热罩        | 4.8         |
| 其他 | 其他         | 11.8        |
| 合计 |            | 361.3       |

来源：陶志民《新能源汽车用铝现状与展望》，国金证券研究所

注：因车身等部件铝化率较低，实际用量尚未达到最大用量值。

- **新能源汽车拉动变形铝合金需求占比提升。**车身用铝主要包括高性能铝型材制作的车身骨架及用高精铝板制作的蒙皮及车门，电池外壳也使用铝板为主。新能源车销量提升将拉动对铝板及铝型材等变形铝合金需求。

图表 39：新能源汽车结构件可用铝合金的部位



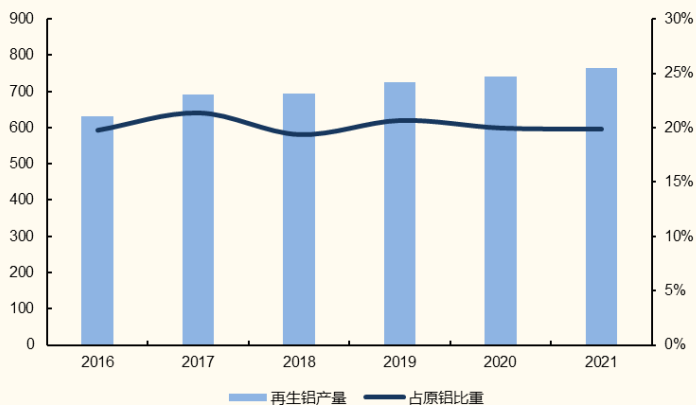
来源：李龙《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》，国金证券研究所

- **产销量及产品附加值双升。**随着明晟新材料二期项目以及 70 万绿色新型铝合金项目投产，公司产能将持续增长。2025 年公司产销量目标超过 200 万吨，较 21 年实际产量复合增速达到 15%。同时新能源车用铝板带等高端产品需求提升将提高公司产品整体附加值水平。

#### 4.2 再生铝进一步夯实成本优势

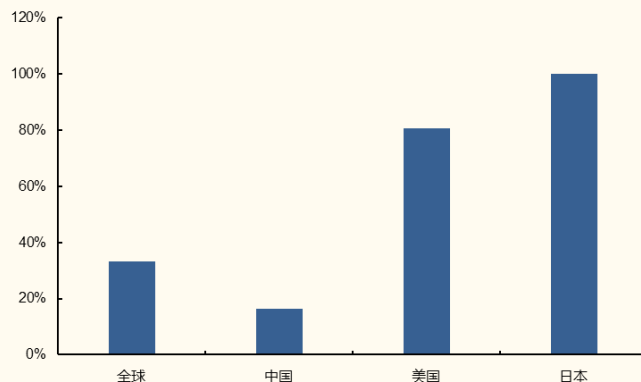
- 铝具有较强的抗腐蚀性，使用过程中损耗程度较低，且在多次循环利用后不会丧失基本特性，因此铝材具备较高的再生利用价值。
- **国内再生铝发展迎来机遇。**我国再生铝发展起步较晚，尚处于发展早期阶段，当前国内再生铝占原铝比重约在 20%，和海外发达国家相比存在较大差距，仍有较大发展空间。再生铝的吨能耗仅为原铝的 3%~5%，具有明显的节能减排优势，在国内电解铝产能受限以及能耗双控的背景下，再生铝发展迎来历史机遇。

图表 40：国内再生铝产量占原铝比重约 20%（万吨）



来源：国家统计局，中国有色金属工业协会，国金证券研究所

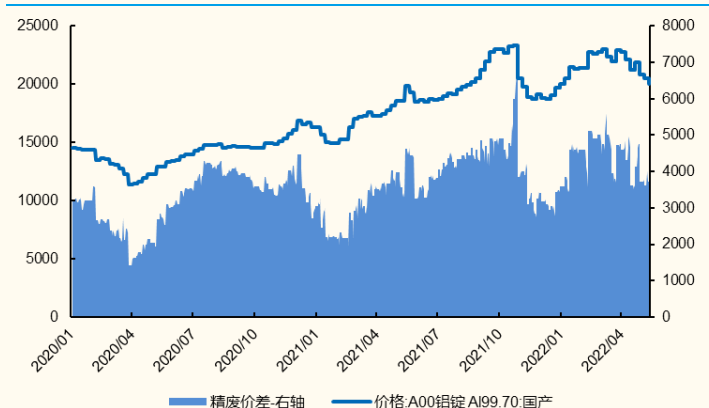
图表 41：我国再生铝使用比例较发达国家有较大差距



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

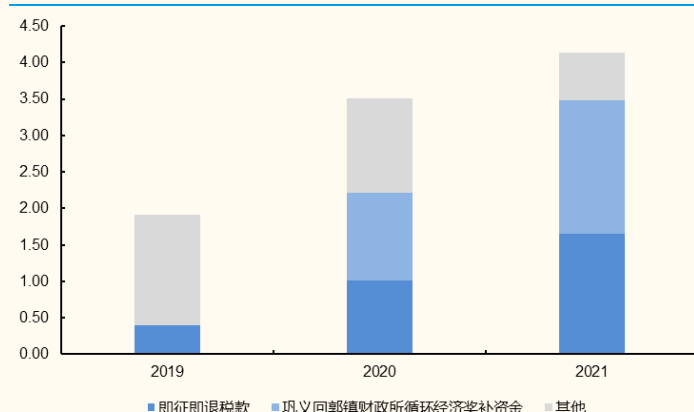
- **保级利用是再生铝发展趋势。**当前大部分回收的旧废铝因杂质含量高而国内回收技术水平有限，无法实现保级利用，只能通过降级做成压铸铝合金。一方面，压铸铝合金的需求主要来自于传统汽车行业，其主要用于生产汽车发动机、变速箱、传动链条壳等压铸件。近年来国内传统汽车消费低迷导致压铸铝合金需求承压；另一方面，由于压铸铝合金附加值低于变形铝合金，从经济效益的角度来说发展保级利用也是大势所趋。
- **公司是国内变形铝保级利用龙头企业。**公司能够实现产品保级利用，一方面得益于公司多年来的研发与设备投入，另一方面与公司本身产品多元化的经营策略也密不可分。公司当前拥有 68 万吨废铝产能与 12 万吨铝灰渣综合利用产能，正在新建义瑞新材 70 万吨再生铝产能。再生铝产能的持续提升将进一步夯实公司成本端优势。
- **再生铝具备原料成本及税收优势。**和原铝相比，再生铝的成本优势来自于几方面：1) 精废价差。废铝回收价约为铝价的 70%-85%，铝价走高时，一般而言精废价差扩大，再生铝成本优势更为明显。2) 再生铝中含有一定量的贵金属，使用再生铝可节约贵金属成本。3) 再生铝享受一定税收优惠。因再生铝冶炼过程中有一定损耗，制造费用也相对更高，但整体而言较原铝相比成本优势明显。

图表 42：铝精废价差与铝价走势相关（万元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：再生铝项目投产为公司带来较多政府补助（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

注：我们预计即征即退税款及循环经济奖补资金与再生铝相关

## 五、盈利预测&投资建议

- **量：**考虑到公司明晟新材料、义瑞新材等项目产能的逐步落地以及前期投产的光阳铝业项目等的爬坡，预计 22-24 年公司铝板带产品销量分别为 116/130/140 万吨，铝箔销量分别为 24/30/35 万吨。
- **价：**公司产品采取原材料+加工费模式，收入同时由原料成本和加工费决定，利润主要来源于加工费。
  - **原料成本：**公司原料主要为铝锭，我们认为铝价走势呈明显的单边上涨或下跌时，公司业绩易受到影响。考虑到未来几年内国内电解铝供需仍呈现紧平衡格局，预计铝价有较强支撑，假设 22-24 年铝锭均价较 22Q1 年持平，不含税均价为 16724 万元/吨。
  - **吨毛利润：**随着公司高端产品产能逐渐提升，预计公司加工费将继续提升，此外再生铝产能提升能够有效降低生产成本，驱动吨毛利润持续提升。预计 22-24 年公司铝板带吨毛利润分别提升至 3295/3583/3843 元，铝箔吨毛利润分别提升至 3893/4127/4387 元。
- **再生铝：**公司当前拥有再生铝产能 68 万吨，新建 70 万吨产能今年贡献产量约在 22 万吨。预计 22-24 年公司再生铝产量分别为 80/110/138 万吨。

图表 44：盈利预测核心假设

|           | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 铝板带销量（万吨） | 75   | 83   | 95   | 116   | 130   | 140   |
| 铝箔销量（万吨）  | 11   | 15   | 19   | 24    | 30    | 35    |
| 铝板带吨毛利润   | 1530 | 1660 | 2531 | 3295  | 3583  | 3843  |
| 铝箔吨毛利润    | 2818 | 2094 | 3075 | 3839  | 4127  | 4387  |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **费用率：**过去几年公司通过一系列生产线自动化、信息化改造措施提升生产效率及成本管控水平，费用率控制较好，除研发费用率持续提升外，各项费用均有下降趋势。预计随着公司规模效应进一步增强，费用率仍有下行空间，保守估计 22-24 年公司各项费用率水平较 21 年维持不变，管理费用率/销售费用率/研发费用率分别为 1.0%/0.3%/3.9%。
- **预测** 2022-2024 年公司营收分别为 328/378/418 亿元，同比 +33%/+15%/+11%；实现归母净利润分别为 26.7/34.0/40.7 亿元，同比 +44.3%/+27.0%/+19.8%，实现 EPS 分别为 2.77/3.52/4.21 元，对应 PE 分别为 9.5/7.5/6.3 倍。

- 估值部分，采用相对估值法，以 22 年 5 月 20 日收盘价对应 22 年 PE 为 9.5 倍，低于可比公司平均约 13 倍的估值。考虑到公司板带箔业务中长期内持续具备量增价升逻辑以及再生铝产能扩张带来的成本优化，**给予 2022 年归母净利润 13 倍估值，对应市值 321 亿元，目标价 33.21 元。首次覆盖给予“买入”评级。**

图表 45：可比公司估值

| 股票代码   | 股票名称 | 股价(元) | EPS(万得一致预测均值) |       |       |       |       | PE    |       |       |       |       |
|--------|------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |       | 2020A         | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 600219 | 南山铝业 | 3.5   | 0.17          | 0.29  | 0.36  | 0.43  | 0.49  | 18.43 | 16.50 | 9.64  | 8.20  | 7.23  |
| 603876 | 鼎胜新材 | 31.0  | -0.03         | 0.88  | 1.73  | 2.46  | 3.89  | -     | 42.55 | 17.93 | 12.61 | 7.97  |
| 601702 | 华峰铝业 | 9.0   | 0.25          | 0.5   | 0.69  | 0.88  | 1.14  | 33.38 | 24.60 | 12.96 | 10.18 | 7.88  |
| 002540 | 亚太科技 | 4.9   | 0.28          | 0.36  | 0.45  | 0.54  | 0.65  | 18.49 | 21.36 | 11.08 | 9.17  | 7.60  |
| 中位数    |      |       |               |       |       |       |       |       |       | 12.02 | 9.67  | 7.74  |
| 平均数    |      |       |               |       |       |       |       |       |       | 12.90 | 10.04 | 7.67  |
| 601677 | 明泰铝业 | 26.37 | 1.62          | 2.71  | 2.77  | 3.52  | 4.21  | 8.74  | 16.25 | 9.53  | 7.50  | 6.26  |

来源：国金证券研究所

注：股价对应日为 2022 年 5 月 20 日，盈利预测来自于 wind 一致预期

## 六、风险提示

- **铝价波动风险。**公司采取原材料+加工费模式定价，能够将大部分铝价波动的风险传递至下游，但考虑到公司原材料采购到产品销售存在一定周期，若短期内铝价大幅波动，公司业绩将受到影响。
- **下游需求不及预期风险。**公司未来几年内有较多产能扩建项目，产销量释放依赖于下游需求增长，若需求增长不及预期，大额折旧成本将对公司利润产生负面影响。
- **项目建设不及预期风险。**公司的产销量增长依赖于计划内产能的顺利投放，若项目建设进度不及预期，公司实际产量将低于预期。
- **汇率波动风险。**公司约 30%收入来自于海外，外销主要结算币种为美元，美元兑人民币汇率大幅波动将影响公司利润水平。
- **董监高减持风险。**2021 年 11 月至 2022 年 2 月，公司部分董事、监事及高级管理人员通过集中竞价方式合计减持股份 463 万股，占公司总股本比例为 0.67%。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 14,148  | 16,333  | 24,613  | 32,783  | 37,788  | 41,757  |
| 增长率          |         | 15.4%   | 50.7%   | 33.2%   | 15.3%   | 10.5%   |
| 主营业务成本       | -12,472 | -14,412 | -21,469 | -27,805 | -31,628 | -34,517 |
| %销售收入        | 88.2%   | 88.2%   | 87.2%   | 84.8%   | 83.7%   | 82.7%   |
| 毛利           | 1,675   | 1,921   | 3,144   | 4,978   | 6,160   | 7,240   |
| %销售收入        | 11.8%   | 11.8%   | 12.8%   | 15.2%   | 16.3%   | 17.3%   |
| 营业税金及附加      | -62     | -78     | -111    | -164    | -189    | -209    |
| %销售收入        | 0.4%    | 0.5%    | 0.4%    | 0.5%    | 0.5%    | 0.5%    |
| 销售费用         | -279    | -64     | -74     | -98     | -113    | -125    |
| %销售收入        | 1.97%   | 0.39%   | 0.30%   | 0.30%   | 0.30%   | 0.30%   |
| 管理费用         | -173    | -184    | -236    | -328    | -378    | -418    |
| %销售收入        | 1.22%   | 1.13%   | 0.96%   | 1.00%   | 1.00%   | 1.00%   |
| 研发费用         | -347    | -518    | -953    | -1,279  | -1,474  | -1,629  |
| %销售收入        | 2.45%   | 3.17%   | 3.87%   | 3.90%   | 3.90%   | 3.90%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 815     | 1,078   | 1,770   | 3,110   | 4,006   | 4,859   |
| %销售收入        | 5.8%    | 6.6%    | 7.2%    | 9.5%    | 10.6%   | 11.6%   |
| 财务费用         | -29     | -152    | -81     | -77     | -202    | -269    |
| %销售收入        | 0.2%    | 0.9%    | 0.3%    | 0.2%    | 0.5%    | 0.6%    |
| 资产减值损失       | -47     | -60     | 31      | -91     | -13     | -9      |
| 公允价值变动收益     | -8      | 11      | -6      | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 37      | 81      | 51      | 50      | 50      | 50      |
| %税前利润        | 3.0%    | 6.2%    | 2.4%    | 1.6%    | 1.2%    | 1.0%    |
| 营业利润         | 1,214   | 1,304   | 2,173   | 3,191   | 4,041   | 4,831   |
| 营业利润率        | 8.6%    | 8.0%    | 8.8%    | 9.7%    | 10.7%   | 11.6%   |
| 营业外收支        | -2      | -3      | -31     | 0       | 0       | 0       |
| 税前利润         | 1,212   | 1,301   | 2,142   | 3,191   | 4,041   | 4,831   |
| 利润率          | 8.6%    | 8.0%    | 8.7%    | 9.7%    | 10.7%   | 11.6%   |
| 所得税          | -228    | -210    | -251    | -479    | -606    | -725    |
| 所得税率         | 18.8%   | 16.1%   | 11.7%   | 15.0%   | 15.0%   | 15.0%   |
| 净利润          | 984     | 1,092   | 1,890   | 2,713   | 3,435   | 4,106   |
| 少数股东损益       | 67      | 22      | 38      | 40      | 40      | 40      |
| 归属于母公司的净利润   | 917     | 1,070   | 1,852   | 2,673   | 3,395   | 4,066   |
| 净利率          | 6.5%    | 6.6%    | 7.5%    | 8.2%    | 9.0%    | 9.7%    |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2019   | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 984    | 1,092 | 1,890  | 2,713  | 3,435  | 4,106  |
| 少数股东损益   | 67     | 22    | 38     | 40     | 40     | 40     |
| 非现金支出    | 357    | 450   | 403    | 570    | 552    | 610    |
| 非经营收益    | -222   | 37    | 47     | 19     | 10     | 3      |
| 营运资金变动   | -1,280 | -704  | -274   | -1,592 | -629   | -485   |
| 经营活动现金净流 | -161   | 875   | 2,067  | 1,710  | 3,368  | 4,235  |
| 资本开支     | 129    | -355  | -399   | -1,188 | -900   | -900   |
| 投资       | -1,893 | 943   | -728   | 0      | -1,600 | -2,500 |
| 其他       | 67     | 7     | -505   | 50     | 50     | 50     |
| 投资活动现金净流 | -1,696 | 596   | -1,632 | -1,138 | -2,450 | -3,350 |
| 股权募资     | 2,032  | 126   | 0      | -11    | 0      | 0      |
| 债权募资     | -447   | -300  | 0      | -167   | -100   | -108   |
| 其他       | 427    | 59    | -147   | -335   | -400   | -460   |
| 筹资活动现金净流 | 2,011  | -115  | -147   | -513   | -500   | -567   |
| 现金净流量    | 161    | 1,345 | 277    | 59     | 418    | 318    |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|          | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 2,401  | 2,073  | 2,909  | 2,967  | 3,385  | 3,702  |
| 应收款项     | 1,844  | 1,742  | 3,018  | 4,289  | 4,943  | 5,463  |
| 存货       | 2,029  | 2,362  | 3,724  | 4,479  | 5,095  | 5,561  |
| 其他流动资产   | 1,551  | 2,162  | 3,120  | 3,139  | 4,834  | 7,406  |
| 流动资产     | 7,824  | 8,339  | 12,771 | 14,874 | 18,258 | 22,132 |
| %总资产     | 66.5%  | 65.3%  | 67.5%  | 68.4%  | 71.6%  | 74.6%  |
| 长期投资     | 105    | 105    | 419    | 419    | 419    | 419    |
| 固定资产     | 3,269  | 3,400  | 4,771  | 5,299  | 5,566  | 5,774  |
| %总资产     | 27.8%  | 26.6%  | 25.2%  | 24.4%  | 21.8%  | 19.5%  |
| 无形资产     | 172    | 371    | 449    | 543    | 636    | 728    |
| 非流动资产    | 3,944  | 4,434  | 6,157  | 6,864  | 7,225  | 7,524  |
| %总资产     | 33.5%  | 34.7%  | 32.5%  | 31.6%  | 28.4%  | 25.4%  |
| 资产总计     | 11,768 | 12,773 | 18,929 | 21,738 | 25,482 | 29,656 |
| 短期借款     | 310    | 0      | 377    | 243    | 142    | 35     |
| 应付款项     | 2,062  | 1,902  | 3,887  | 4,437  | 5,048  | 5,509  |
| 其他流动负债   | 378    | 446    | 2,210  | 2,204  | 2,342  | 2,462  |
| 流动负债     | 2,749  | 2,348  | 6,474  | 6,884  | 7,532  | 8,007  |
| 长期贷款     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债   | 1,753  | 1,408  | 1,386  | 1,352  | 1,351  | 1,351  |
| 负债       | 4,502  | 3,756  | 7,860  | 8,236  | 8,884  | 9,358  |
| 普通股股东权益  | 7,042  | 8,658  | 10,674 | 13,069 | 16,124 | 19,784 |
| 其中：股本    | 616    | 661    | 682    | 966    | 966    | 966    |
| 未分配利润    | 2,574  | 3,550  | 5,185  | 7,590  | 10,646 | 14,306 |
| 少数股东权益   | 224    | 360    | 394    | 434    | 474    | 514    |
| 负债股东权益合计 | 11,768 | 12,773 | 18,929 | 21,738 | 25,482 | 29,656 |

**比率分析**

|            | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益       | 1.488   | 1.618   | 2.713   | 2.767   | 3.515   | 4.210   |
| 每股净资产      | 11.427  | 13.091  | 15.638  | 13.531  | 16.695  | 20.484  |
| 每股经营现金净流   | -0.261  | 1.323   | 3.028   | 1.771   | 3.487   | 4.385   |
| 每股股利       | 0.100   | 0.200   | 0.280   | 0.277   | 0.352   | 0.421   |
| 回报率        |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 13.02%  | 12.36%  | 17.35%  | 20.45%  | 21.06%  | 20.55%  |
| 总资产收益率     | 7.79%   | 8.38%   | 9.78%   | 12.29%  | 13.32%  | 13.71%  |
| 投入资本收益率    | 7.18%   | 8.77%   | 12.40%  | 17.74%  | 19.03%  | 19.23%  |
| 增长率        |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 6.18%   | 15.45%  | 50.69%  | 33.20%  | 15.27%  | 10.50%  |
| EBIT增长率    | 35.06%  | 32.30%  | 64.21%  | 75.67%  | 28.83%  | 21.30%  |
| 净利润增长率     | 85.02%  | 16.69%  | 73.08%  | 44.31%  | 27.03%  | 19.78%  |
| 总资产增长率     | 26.05%  | 8.54%   | 48.19%  | 14.84%  | 17.22%  | 16.38%  |
| 资产管理能力     |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 18.8    | 18.1    | 14.4    | 22.0    | 22.0    | 22.0    |
| 存货周转天数     | 49.0    | 55.6    | 51.7    | 60.0    | 60.0    | 60.0    |
| 应付账款周转天数   | 14.2    | 13.2    | 12.4    | 14.0    | 14.0    | 14.0    |
| 固定资产周转天数   | 70.1    | 65.8    | 54.7    | 41.4    | 35.6    | 31.4    |
| 偿债能力       |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | -18.10% | -26.49% | -32.75% | -28.28% | -26.12% | -23.46% |
| EBIT利息保障倍数 | 28.0    | 7.1     | 21.8    | 40.4    | 19.8    | 18.1    |
| 资产负债率      | 38.26%  | 29.40%  | 41.53%  | 37.88%  | 34.86%  | 31.55%  |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期        | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入        | 2           | 3           | 8           | 11          | 28          |
| 增持        | 0           | 0           | 2           | 2           | 0           |
| 中性        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>评分</b> | <b>1.00</b> | <b>1.00</b> | <b>1.20</b> | <b>1.15</b> | <b>1.00</b> |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402