

Q2 业绩超预期，产品高端化趋势有望加快

2022 年 08 月 31 日

► **公司发布 2022 年半年报。**2022H1 公司实现营业收入 179.10 亿元，同比增加 42.8%，实现归母净利润 18.26 亿元，同比增加 21.2%；实现扣非归母净利润 17.99 亿元，同比增加 23.1%。2022Q2 公司营业收入 90.54 亿元，同比增加 33.1%，环比增加 2.2%；归母净利润 11.04 亿元，同比增加 13.7%，环比增加 52.9%；扣非归母净利润 10.63 亿元，同比增加 13.3%，环比增加 44.5%，业绩超出我们预期。

► **产能逐步释放，产品量利齐升。**量：2022H1 公司高端产品销量占比 13%，同比提升约 2pct，主要因为公司汽车板产能释放，航空板需求也在逐步改善。**利：**2022H1 公司高端产品毛利占比 21%，同比提升 1pct，产品结构继续优化，22Q2 铝价环比下跌 1650 元/吨，滕州动力煤坑口价环比上涨 80 元/吨，东明石油焦价格环比上升 1128 元/吨，氧化铝价格环比持平，铝价下行，动力煤、氧化铝价格坚挺，冶炼端利润承压，但由于公司高端产品占比提升，以及 Q2 执行较多 Q1 高价时订单，盈利环比改善。**22Q2 环比看，**主要增利点有毛利 (+1.55 亿元)，主要因为公司产品量利齐升，费用及税金 (+2.58 亿元)，主要因为人民币兑美元贬值，汇兑损益明显增加，财务费用-1.4 亿元，环比减少 1.8 亿元；减利点有所得税 (-0.43 亿元)，少数股东损益 (-0.51 亿元)；**22Q2 同比看，**主要增利点为毛利 (+0.71 亿元)、费用及税金 (+2.03 亿元)；主要减利点有减值损失 (-0.66 亿元)，少数股东损益 (-1.24 亿元)。

► **未来看点：**①**汽车板行业竞争格局好，产能加快推进。**汽车板技术难度大，行业壁垒高，公司是国内唯一一家可以批量供汽车板的企业，除了与某著名新能源汽车企业合作外，公司积极推动蔚来、广汽、北汽等国内主机厂的开发，“双碳”政策实施，汽车能耗要求日趋严格，汽车自重每减少 10%，汽车可以减少 6%-8% 能耗，未来轻量化有望加快，汽车板需求空间大，而良好的竞争格局将使公司充分受益。公司汽车板产能 20 万吨，正处于爬坡阶段，三期在建 20 万吨，并且公司可以将之前罐料箔产能切向汽车板，产能推进有望提速，行业龙头地位稳固。②**产业链一体化布局，产品高端化趋势明显。**公司形成热电-氧化铝-电解铝-铝加工完整的铝产业链，原料保障能力强。印尼 100 万吨氧化铝产能逐步释放，二期 100 万吨陆续完成设备安装工作，印尼禁矿后，铝土矿供需偏松，氧化铝吨净利 866 元，二期 100 万吨投产后，**两期项目有望贡献归母净利 11 亿元。**公司积极布局高端产品，汽车板是公司重点发展方向，目前产能 20 万吨，在建 20 万吨，电池箔产能 3.1 万吨，汽车板和电池箔产能继续爬坡，航空板需求逐步改善，未来公司高附加值产品占比将进一步提升，结构将持续优化，盈利能力增强。

► **投资建议：**公司原料保障能力强，主营汽车板、航空板、电池箔等高端铝产品，随着汽车板产能放量，公司业绩将逐步向好，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 36.95 亿元、45.49 亿元、52.91 亿元，对应 8 月 31 日收盘价的 PE 为 11x、9x 和 8x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**汽车板需求不及预期，项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	28725	32872	36512	40109
增长率 (%)	28.8	14.4	11.1	9.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	3411	3695	4549	5291
增长率 (%)	66.4	8.3	23.1	16.3
每股收益 (元)	0.29	0.31	0.38	0.44
PE	12	11	9	8
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 8 月 31 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

3.39 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

1.南山铝业 (600219.SH) 2021 年年报点评：量利齐升助推业绩，产品升级打开增长空间-2022/04/02

2.【民生金属公司点评】南山铝业：成本承压不改业绩亮眼，量价齐升创历史最佳盈利-2022/01/13

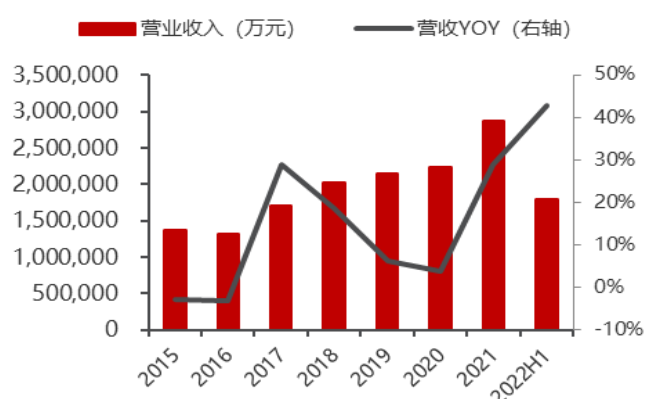
目录

1 事件：2022H1 归母净利同比增加 21%	3
2 分析：产品量利齐升，印尼氧化铝盈利水平高	4
2.1 2022H1 业绩：产能逐步释放，产品量利齐升	4
2.2 主要子公司利润	6
2.3 2022Q2 业绩：产品量利齐升催化业绩	6
2.4 未来看点：汽车板成长性强，印尼氧化铝增利明显	9
3 盈利预测与投资建议	12
3.1 估值分析	12
3.2 投资建议	12
4 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：2022H1 归母净利同比增加 21%

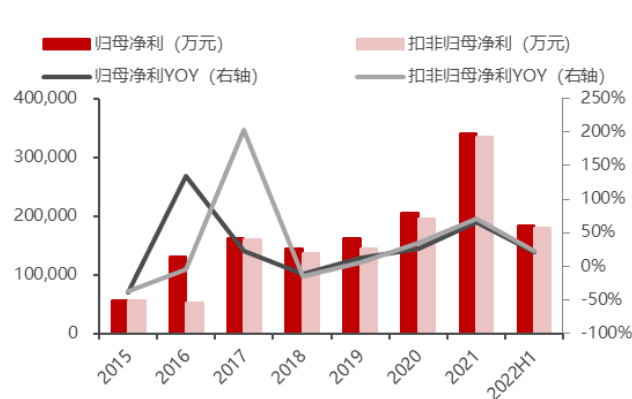
公司发布 2022 年半年报：2022H1 公司实现营业收入 179.10 亿元，同比增加 42.8%，实现归母净利润 18.26 亿元，同比增加 21.2%；实现扣非归母净利润 17.99 亿元，同比增加 23.1%。2022Q2 公司营业收入 90.54 亿元，同比增加 33.1%，环比增加 2.2%；归母净利润 11.04 亿元，同比增加 13.7%，环比增加 52.9%；扣非归母净利润 10.63 亿元，同比增加 13.3%，环比增加 44.5%，业绩超出我们预期。

图1：2022H1，公司营收同比增加 42.8%



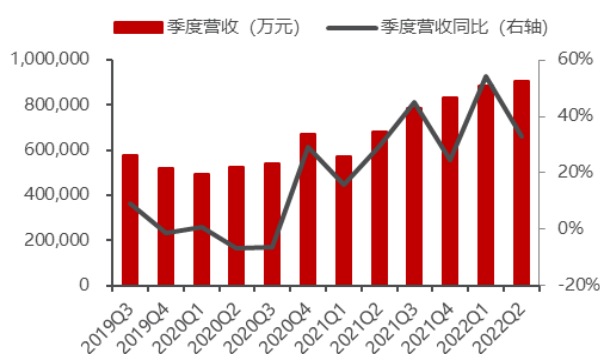
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022H1，公司归母净利润同比增加 21.2%



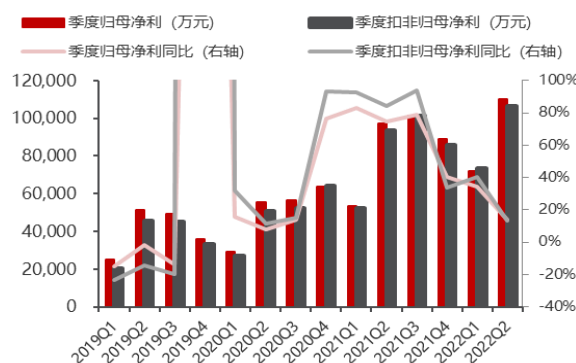
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q2，公司营收同比增加 33.1%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2，公司归母净利润同比增加 13.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

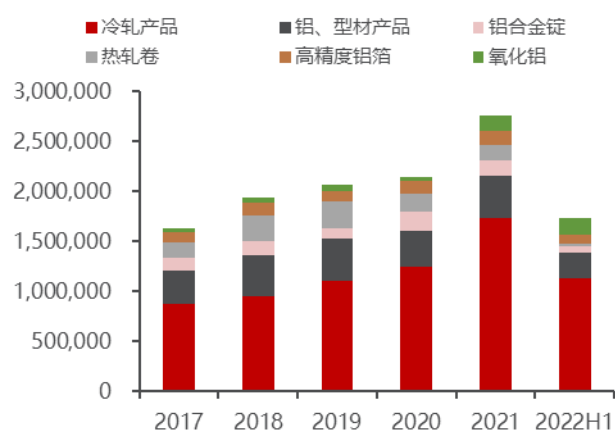
2 分析：产品量利齐升，印尼氧化铝盈利水平高

2.1 2022H1 业绩：产能逐步释放，产品量利齐升

一体化生产为主，终端产品营收占比高。公司从上游热电、氧化铝，到中游电解铝，再到下游铝加工，全产业链布局，销售以终端汽车板、罐料等冷轧产品为主，2022H1 公司冷轧营收 113.3 亿元，同比增加 50.1%，占总营收比例 64%，铝型材营收占比 14.1%，公司印尼氧化铝主要用于当地销售，营收占比 9.6%。

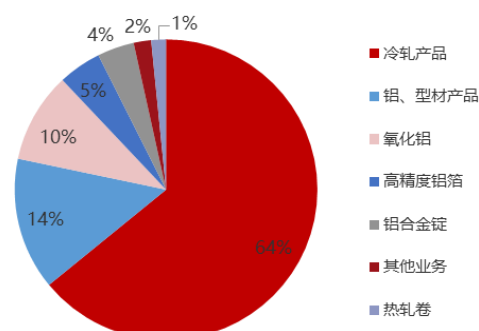
高端产品占比提升，盈利能力增强。量：随着公司 10 万吨汽车板和 2.1 万吨电池箔产能释放，公司高端产品占比提升，结构继续优化，2022H1 公司高端产品销量占比 13%，同比提升约 2pct，主要因为公司汽车板产能释放，航空板需求也在逐步改善。**利**：2022H1 公司高端产品毛利 7.9 亿元，同比增加 21.3%，占公司总毛利比例 21%，同比提升 1pct，高端产品毛利占比高于销量占比，盈利能力更强，随着高端产品占比提升，公司产品结构继续优化，盈利能力提高。

图5：2022H1，公司分产品营收（单位：万元）



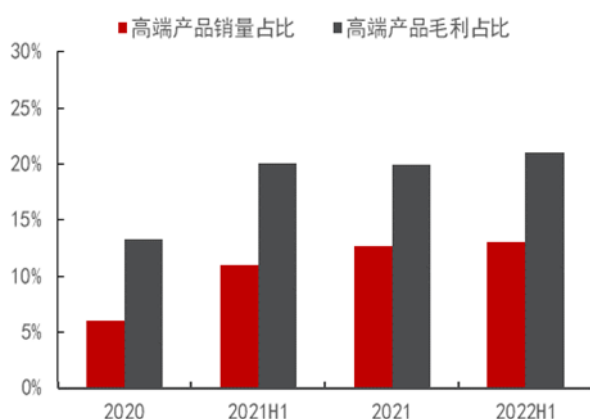
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022H1，公司分产品营收占比



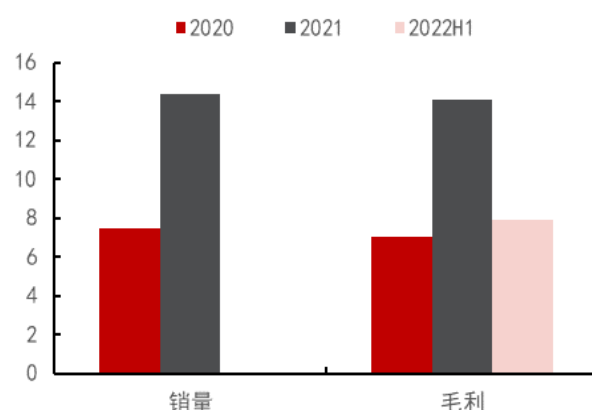
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022H1，高端产品销量占比 13%



资料来源：wind，民生证券研究院

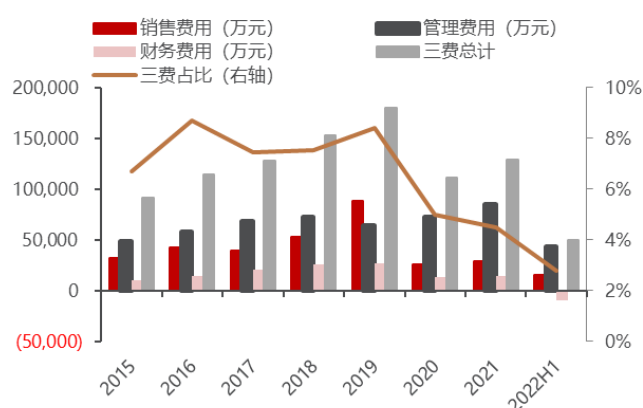
图8：2022H1，高端产品毛利 7.9 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

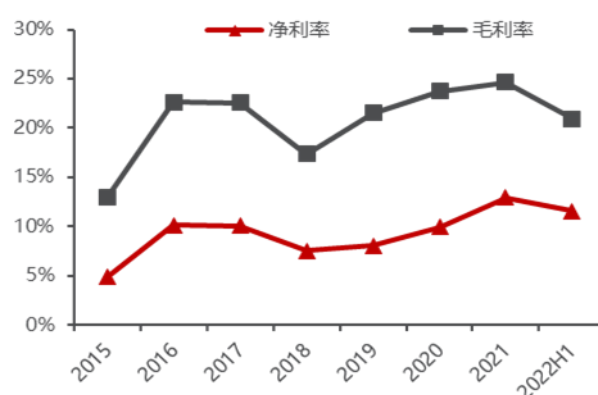
三费费率下降 1.7pct，净利率下降 0.9pct。2022H1 公司三费费用 5.01 亿元，同比下降 10.3%，三费费率 2.8%，同比下降 1.7pct，其中销售费用 1.57 亿元，同比减少 5.1%，主要因为差旅费下降；管理费用为 4.37 亿元，同比增加 22.1%，主要因为公司经费增长明显；财务费用-0.92 亿元，2021H1 为 0.36 亿元，主要因为本期汇率升高，公司汇兑收益增加。2022H1 公司毛利率、净利率为 20.9% 和 11.6%，同比分别下降 4.9pct 和 0.9pct，主要因为产品价格上涨，营业收入增长明显。

图9：2022H1，公司三费费率同比下降 1.7pct



资料来源：公司公告，民生证券研究院

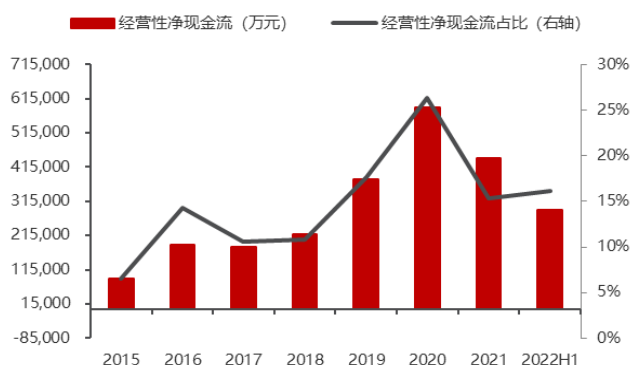
图10：2022H1，公司净利率同比下降 0.9pct



资料来源：wind，民生证券研究院

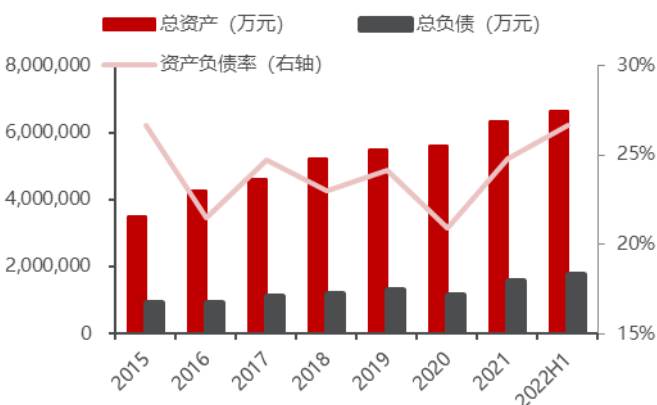
经营性净现金流增加 6.97 亿元，资产负债率上升 2.4pct。受益于利润向好，公司现金流和资本结构均得到改善，2022H1 公司经营性现金流净额 28.98 亿元，同比增加 6.97 亿元，主要因为净利润增加，公司资产负债率 26.6%，同比上升 2.4pct。

图11：2022H1，公司经营性净现金流增加 6.97 亿元

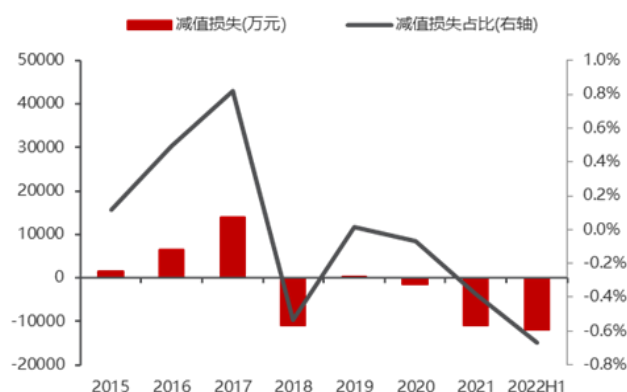


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2022H1，公司资产负债率上升 2.4pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2022H1，减值损失同比增加 1.17 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 主要子公司利润

印尼氧化铝项目产能释放，子公司利润大幅增加。2022H1，子公司龙口南山铝压延新材料贡献归母净利润为 2.7 亿元，同比增加 160.6%，占公司归母净利润 14.8%；PT BINTAN ALUMINA INDONESIA 贡献归母净利润 4.33 亿元，占公司归母净利润 16.4%，主要因为印尼氧化铝项目产能释放，而印尼铝土矿供应偏松，项目盈利能力强。

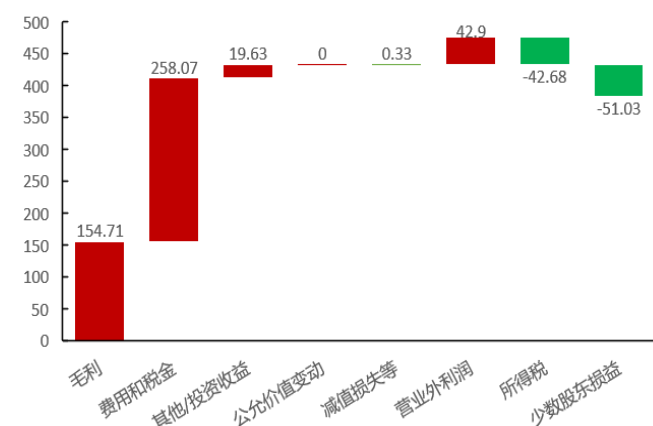
表1：主要控股子公司净利润变化（单位：万元）

公司名称	权益比例	主要经营范围	2021H1 净利润	2021 年净利润	2022H1 净利润	2022H1 净利润同比
龙口南山铝压延新材	75%	生产新型合金产品	13815	64374	35996	160.6%
PT BINTAN ALUMINA INDONESIA	69%	加工和提炼铝钒土	-	20029	43283	-

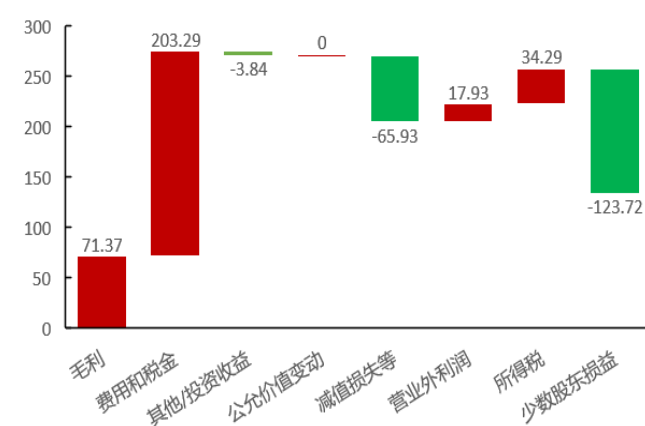
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 2022Q2 业绩：产品量利齐升催化业绩

2022Q2，公司归母净利润同比、环比均明显上升，分拆来看，归母净利润的环比增加主要因为毛利上升，费用明显下降。22Q2 环比看，主要增利点有毛利 (+1.55 亿元)，主要因为公司汽车板和电池箔产能释放，航空板需求也在改善，高端产品量利齐升，费用及税金 (+2.58 亿元)，主要因为人民币兑美元贬值，汇兑损益明显增加，财务费用-1.4 亿元，环比减少 1.8 亿元；减利点有所得税 (-0.43 亿元)，少数股东损益 (-0.51 亿元)；**22Q2 同比看**，主要增利点为毛利 (+0.71 亿元)、费用及税金 (+2.03 亿元)；主要减利点有减值损失 (-0.66 亿元)，少数股东损益 (-1.24 亿元)。

图14：2022Q2，公司归母净利润环比增加 3.82 亿元（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022Q2，公司归母净利润同比增加 1.33 亿元（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

铝价下行，原料成本坚挺，电解铝冶炼利润承压。受美联储加息影响，市场对未来电解铝需求预期走弱，铝价大幅下降，2022Q2 铝价环比下跌 1650 元/吨。由于电力供应紧张，动力煤价格表现坚挺，山东滕州动力煤坑口价环比上涨 80 元/吨，石油焦由于冬奥会限产，加上油价高企，供应受限，价格也大幅上涨，东明石油焦价格环比大幅上升 1128 元/吨；铝土矿受印尼禁矿以及国内环保影响，供应偏紧，加上人民币兑美元贬值，进口矿价格环比上涨 80 元/吨，延续强势。铝价下行，动力煤、氧化铝价格坚挺，冶炼端利润明显承压。

图16：2022Q2，长江有色铝价环比下跌 1650 元/吨


资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2022Q2，山东动力煤价格环比上涨 80 元/吨


资料来源：wind，民生证券研究院

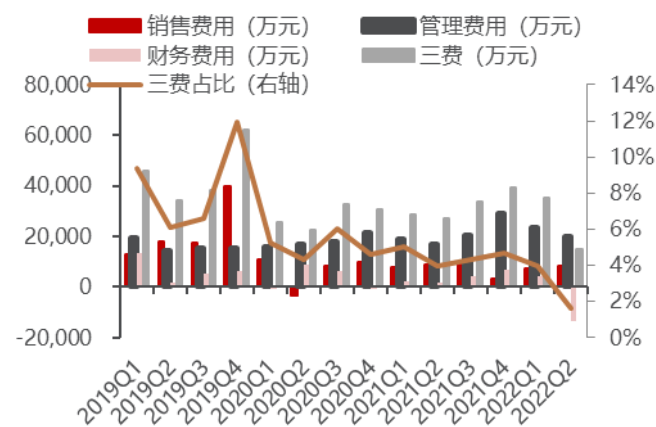
图18: 2022Q2, 山东石油焦价格环比 1128 元/吨


资料来源: wind, 民生证券研究院

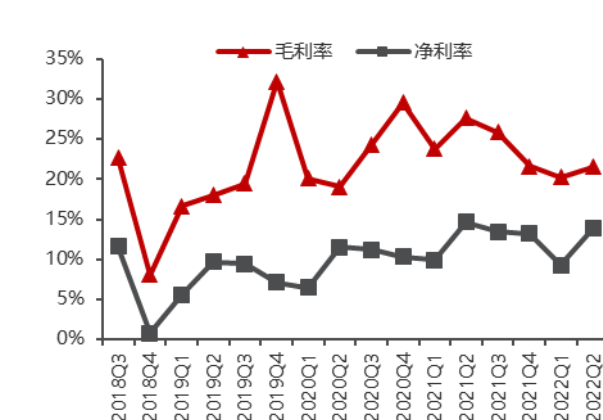
图19: 2022Q2, 进口铝土矿价格环比上涨 80 元/吨


资料来源: wind, 民生证券研究院

三费费率环比下降 2.4pct。 2022Q2, 公司销售费用/管理费用/财务费用分别为 0.81 亿元/2.02 亿元/-1.36 亿元, 费率分别为 0.9%/2.2%/-1.5%, 环比分别变化 0.0pct/-0.4pct/-2.0pct, 财务费用转负, 主要因为人民币兑美元贬值, 公司汇兑损益大幅增加。2022Q2 研发费用 3.95 亿元, 研发费用率为 4.4%。2022Q2 公司毛利率、净利率分别为 21.6%和 13.8%, 环比分别增加 1.3pct 和 4.6pct, 盈利水平改善。

图20: 2022Q2, 公司三费占比为 1.6%


资料来源: wind, 民生证券研究院

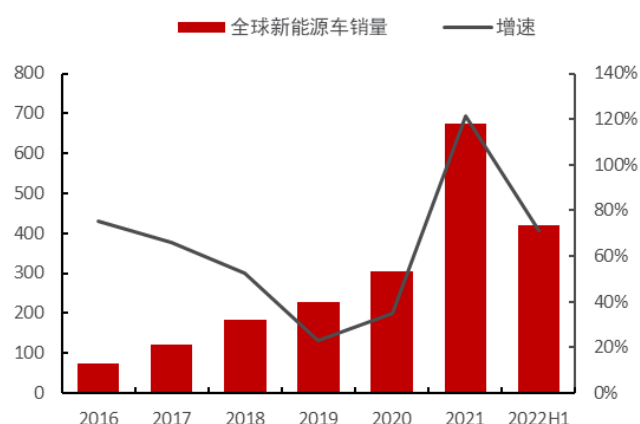
图21: 2022Q2, 公司净利率为 13.8%


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.4 未来看点：汽车板成长性强，印尼氧化铝增利明显

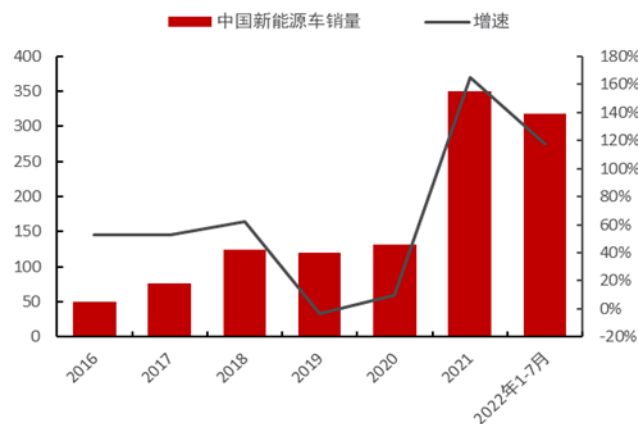
新能源车高速发展，销量大幅增加。由于新能源车推陈出新，产品越来越丰富，智能化和电动化齐头并进，加上油价处于高位，2022 年新能源车市场延续快速扩张态势，销量继续大幅增加，2022H1 全球新能源车销量 421 万辆，同比增加 71%，中国 2022 年 1-7 月新能源车销量 318 万辆，同比增加 117%。

图22：2016-2022 年全球新能源车销量（单位：万辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：2016-2022 年中国新能源车销量（单位：万辆）

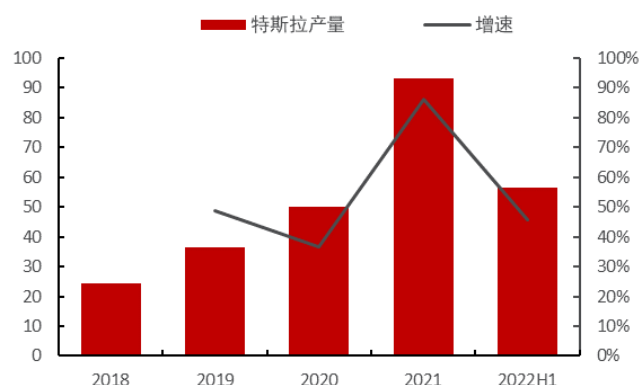


资料来源：wind，民生证券研究院

汽车板竞争格局好，公司在产、在建产能各 20 万吨。汽车板是公司主要布局方向，汽车板技术难度大，行业壁垒高，而公司是国内唯一一家可以批量供汽车板的企业，目前汽车板在产产能 20 万吨，其中 10 万吨产能处于爬坡阶段，公司以自筹资金约 20 亿元再度增加汽车板年产能 20 万吨，项目预计于 2023 年投产，届时公司有望拥有汽车板产能 40 万吨/年，产能翻倍增长，以匹配新能源车高速增长的需求。

某著名新能源车公司销量旺盛，汽车板需求好。公司作为国内汽车板龙头，除与某著名新能源车主机厂合作外，公司积极推动蔚来、广汽新能源、北汽新能源、奥迪、戴勒姆、通用、宝马、日产、现代等客户的业务合作或认证工作。2022H1 该著名新能源车公司新能源车销量 56.4 万辆，同比增加 45.8%，其中高端车型销量 3.1 万辆，同比增加 1209%，公司汽车板需求旺盛。国内中高端车代表蔚小理 2022 年 1-7 月新能车销量 21.2 万辆，同比增加 66.5%，蔚来受限于产能，新能源车销量 6.1 万辆，同比增加 22%，增速相对较低。

图24：某著名系能源车公司汽车销量（单位：万辆）



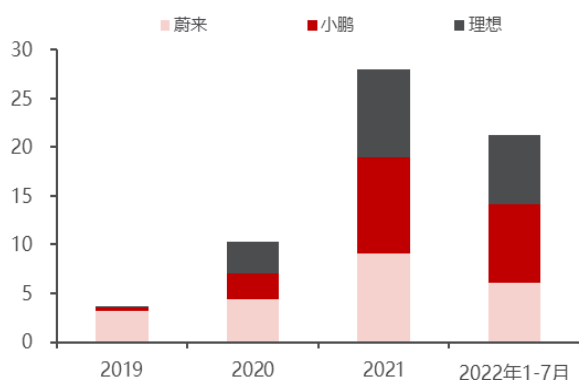
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图25：公司汽车板国内主要客户分布



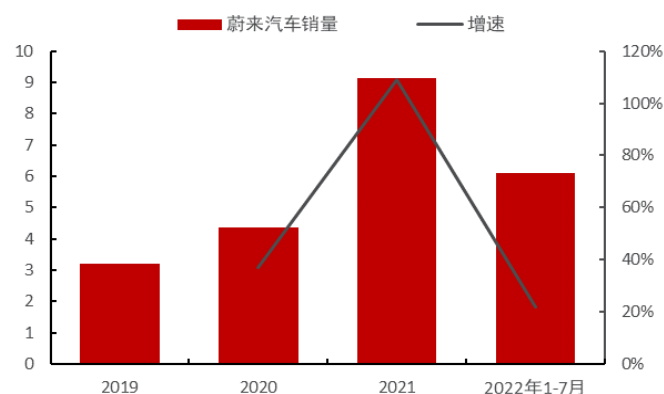
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：国内造车新势力新能源车销量（单位：万辆）



资料来源：，民生证券研究院

图27：蔚来新能源车销量（单位：万辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

汽车轻量化提速，汽车板需求潜力大。双碳“政策实施，汽车能耗要求日趋严格，汽车自重每减少10%，汽车可以减少6%-8%能耗，未来轻量化有望加快，特别是电动汽车追求续航里程，轻量化需求更迫切。某知名新能源车公司作为电动车行业领军者，是电动车未来发展方向，目前该公司汽车板采用铝合金进行轻量化的路线比较确定，预计未来其他电动汽车也有望跟随该公司切换到铝合金的四门两盖，汽车板需求空间大，未来行业成长性十足，而汽车板技术壁垒高、投资大，行业竞争格局好，公司作为行业龙头，未来将充分受益于行业的快速增长。

高端冷轧产能释放，产品结构继续优化。除了汽车板高端产能快速扩张外，**铝电池箔方面**，公司2.1万吨动力电池箔于2021年10月投产，目前产能处于爬坡阶段，电池箔客户覆盖宁德、比亚迪、国轩高科等国内头部厂商，公司具备锂电池箔产能扩张能力，下游客户覆盖面又比较广，产能扩张相对容易，更多根据市场供需情况确定产能扩张节奏。**航空板方面**，公司下游基本覆盖波音、空客、中商飞等主机厂客户，航空板质量要求高，认证周期长，行业壁垒高，未来随着国产大飞机

C919 项目的实施，国产大飞机替代有望带动国内航空板需求走强，公司也将充分收益。汽车板、电池箔、航空板未来需求空间大，公司也积极布局高端产品产能，未来随着产能的释放，公司高端产品比例将进一步提升，产品结构持续优化。

印尼氧化铝项目盈利水平高，二期完成后有望贡献归母净利润 11 亿元。公司印尼氧化铝项目合计产能 200 万吨，一期 100 万吨产能 2021 年 9 月达产，已处于满产状态。由于印尼铝土矿资源丰富，供应充足，而下游氧化铝配套产能相对不足，氧化铝项目盈利水平较高，**2022H1 印尼子公司净利润 4.33 亿元，公司 100 万吨氧化铝产能，上半年销量约 50 万吨，吨净利高达 866 元，远远高于国内。**二期项目稳步推进，陆续完成设备安装工作，截至 2022 年 6 月底，工程进度已完成 64%，预计明年有望完工，考虑到一期较强的盈利能力，以及禁止铝土矿出口后，印尼国内铝土矿将出现过剩局面，预计二期氧化铝项目仍能保持较强盈利，二期完成后，预计印尼 200 万吨氧化铝项目有望贡献 11 亿净利润。

3 盈利预测与投资建议

3.1 估值分析

公司是铝冶炼、加工一体化，加工端产能更高，公司终端产品主要为汽车板、罐料箔、铝箔，我们选择 A 股一体化生产，主营铝板带箔的明泰铝业，主营汽车铝挤压材，下游以汽车为主的亚太科技，以及主营铝箔、铝板带，产品切向新能源车赛道的鼎胜新材，作为可比公司。2022H1 明泰铝业铝板带和铝箔营业收入分别为 120.25 亿元和 24.66 亿元，占总收入比例分别为 77.69%和 15.93%；亚太科技铝型材、棒材、管材、铸棒类产品营业收入分别为 11.72 亿元、8.92 亿元、7.58 亿元和 2.18 亿元，占比总收入比分别为 37.26%、28.34%、24.10%和 6.93%；鼎胜新材铝箔和普板带营业收入分别为 99.06 亿元和 10.67 亿元，占总收入比分别为 86.55%和 9.32%。2022 年可比公司现价 PE 平均值为 15 倍，公司现价 PE 为 11 倍，并且汽车板行业竞争格局好，公司经营比较稳健，因此我们认为公司估值水平具备提升空间。

表2：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601677.SH	明泰铝业	22.30	1.92	2.57	3.08	12	9	7
603799.SH	亚太科技	5.57	0.36	0.43	0.52	15	13	11
603876.SH	鼎胜新材	56.30	0.88	2.36	3.37	64	24	17
可比公司平均 PE						30	15	12
601137.SH	南山铝业	3.39	0.29	0.31	0.38	12	11	9

资料来源：wind，民生证券研究院预测；亚太科技、鼎胜新材采用 wind 一致预测；

注：股价时间为 2022 年 08 月 31 日

3.2 投资建议

公司原料保障能力强，主营汽车板、航空板、电池箔等高端铝产品，随着汽车板产能放量，公司业绩将逐步向好，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 36.95 亿元、45.49 亿元、52.91 亿元，对应 8 月 31 日收盘价的 PE 为 11x、9x 和 8x，维持“推荐”评级

4 风险提示

1) 原材料价格大幅上涨。公司自备电厂原料动力煤，动力煤价格大幅上涨，将影响自备电厂成本，对公司的利润产生不利影响。

2) 产能释放不及预期。公司有较多产能规划，若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 下游需求不及预期等。公司在建项目较多，产能持续增长，若下游市场开拓遇到困难，或是需求不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量减少，对公司盈利产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	28725	32872	36512	40109
营业成本	21650	25017	27264	29851
营业税金及附加	258	296	339	367
销售费用	290	331	475	463
管理费用	854	822	876	963
研发费用	1374	1709	1753	1765
EBIT	4258	4696	5806	6702
财务费用	148	403	501	513
资产减值损失	-24	-12	-14	-15
投资收益	54	66	91	89
营业利润	4145	4458	5504	6398
营业外收支	-5	4	-1	-3
利润总额	4139	4462	5503	6395
所得税	420	446	550	640
净利润	3719	4016	4953	5756
归属于母公司净利润	3411	3695	4549	5291
EBITDA	6401	7394	8737	9882

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	18273	20473	21387	23910
应收账款及票据	3895	4725	5269	5722
预付款项	1110	751	818	1001
存货	6429	7246	7882	8674
其他流动资产	990	1565	1927	2399
流动资产合计	30697	34759	37283	41707
长期股权投资	498	552	608	664
固定资产	27504	29191	31097	33048
无形资产	2341	2327	2313	2306
非流动资产合计	32481	36412	38502	40601
资产合计	63178	71171	75785	82308
短期借款	8092	10884	10035	11306
应付账款及票据	3950	4930	5300	5770
其他流动负债	2972	3064	3211	3422
流动负债合计	15014	18878	18545	20498
长期借款	0	1000	2000	2000
其他长期负债	640	590	600	610
非流动负债合计	640	1590	2600	2610
负债合计	15655	20468	21146	23108
股本	11950	11950	11950	11950
少数股东权益	4657	4978	5382	5847
股东权益合计	47524	50703	54640	59201
负债和股东权益合计	63178	71171	75785	82308

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.82	14.44	11.07	9.85
EBIT 增长率	61.57	10.28	23.62	15.44
净利润增长率	66.43	8.32	23.12	16.31
盈利能力 (%)				
毛利率	24.63	23.89	25.33	25.58
净利率	12.95	12.22	13.56	14.35
总资产收益率 ROA	5.40	5.19	6.00	6.43
净资产收益率 ROE	7.96	8.08	9.24	9.92
偿债能力				
流动比率	2.04	1.84	2.01	2.03
速动比率	1.54	1.42	1.54	1.56
现金比率	1.22	1.08	1.15	1.17
资产负债率 (%)	24.78	28.76	27.90	28.07
经营效率				
应收账款周转天数	36.40	36.44	36.69	36.56
存货周转天数	108.40	105.71	105.53	106.07
总资产周转率	0.45	0.46	0.48	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.31	0.38	0.44
每股净资产	3.59	3.83	4.12	4.46
每股经营现金流	0.37	0.57	0.65	0.74
每股股利	0.06	0.07	0.09	0.10
估值分析				
PE	12	11	9	8
PB	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.79	4.36	3.60	3.06
股息收益率 (%)	1.86	2.06	2.51	2.95

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3719	4016	4953	5756
折旧和摊销	2142	2698	2931	3180
营运资金变动	-1845	-490	-794	-920
经营活动现金流	4416	6846	7818	8789
资本开支	-1180	-4572	-4973	-5231
投资	-24	-2354	-355	-356
投资活动现金流	-1205	-6861	-5237	-5498
股权募资	681	0	0	0
债务募资	2922	3742	161	1281
筹资活动现金流	218	2215	-1667	-769
现金净流量	3274	2200	914	2523

插图目录

图 1: 2022H1, 公司营收同比增加 42.8%	3
图 2: 2022H1, 公司归母净利润同比增加 21.2%	3
图 3: 2022Q2, 公司营收同比增加 33.1%	3
图 4: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 13.7%	3
图 5: 2022H1, 公司分产品营收 (单位: 万元)	4
图 6: 2022H1, 公司分产品营收占比	4
图 7: 2022H1, 高端产品销量占比 13%	4
图 8: 2022H1, 高端产品毛利 7.9 亿元 (单位: 亿元)	4
图 9: 2022H1, 公司三费率同比下降 1.7pct	5
图 10: 2022H1, 公司净利率同比下降 0.9pct	5
图 11: 2022H1, 公司经营性净现金流增加 6.97 亿元	5
图 12: 2022H1, 公司资产负债率上升 2.4pct	5
图 13: 2022H1, 减值损失同比增加 1.17 亿元	6
图 14: 2022Q2, 公司归母净利润环比增加 3.82 亿元 (单位: 百万元)	7
图 15: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 1.33 亿元 (单位: 百万元)	7
图 16: 2022Q2, 长江有色铝价环比下跌 1650 元/吨	7
图 17: 2022Q2, 山东动力煤价格环比上涨 80 元/吨	7
图 18: 2022Q2, 山东石油焦价格环比 1128 元/吨	8
图 19: 2022Q2, 进口铝土矿价格环比上涨 80 元/吨	8
图 20: 2022Q2, 公司三费占比为 1.6%	8
图 21: 2022Q2, 公司净利率为 13.8%	8
图 22: 2016-2022 年全球新能源车销量 (单位: 万辆)	9
图 23: 2016-2022 年中国新能源车销量 (单位: 万辆)	9
图 24: 某著名系能源车公司汽车销量 (单位: 万辆)	10
图 25: 公司汽车板国内主要客户分布	10
图 26: 国内造车新势力新能源车销量 (单位: 万辆)	10
图 27: 蔚来新能源车销量 (单位: 万辆)	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 主要控股子公司净利润变化 (单位: 万元)	6
表 2: 可比公司 PE 数据对比	12
公司财务报表数据预测汇总	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026