

# 闽发铝业（002578）

## 专注铝加工业，持续培育型材利润新增长点

中性（首次）

2024年05月09日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 徐毅达

执业证书：S0600123090025

xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2791	2824	2904	3067	3330
同比（%）	24.41	1.17	2.82	5.61	8.57
归母净利润（百万元）	49.92	26.86	46.20	56.60	76.65
同比（%）	(14.28)	(46.19)	71.99	22.51	35.42
EPS-最新摊薄（元/股）	0.05	0.03	0.05	0.06	0.08
P/E（现价&最新摊薄）	58.85	109.37	63.59	51.91	38.33

### 股价走势



### 投资要点

- 公司铝型材业务主要覆盖建筑建材与工业用铝，积极布局新能源型材领域，开拓全线增长点：**公司近六年铝型材保持逐年递增，2021年、2022年、2023年销量为9.13万吨、11.17万吨、12.02万吨，2021至2023年CAGR14.8%，目前公司积极布局新能源汽车与光伏铝配件领域，主要就电池包相关铝型材和空调管铝型材方面加大研发力度。
- 公司顺应下游需求变化以租代售，旧版置换降低铝模板生产成本：**2023年受到地产新开工数据的下滑，铝模板市场呈现断崖式下降，市场萎缩预计超过20%。公司在周期下行阶段顺应市场需求，提高铝模板的租赁比例，提高业务收入；公司重点开发旧板置换，实现半循环，有利于保证公司产能，降低生产成本。2023年公司销售量533.10万平方米，其中租赁业务量为532.15万平方米，充分适应行业以租代售的需求变化。
- 公司充分享受海西地缘优势，立足福建辐射全国市场：**公司所在地闽南金三角地区是福建省最大的工业型材需求市场，所处地域拥有众多的应用工业型材的企业，其中泉州是国内箱包的主要集散地之一、南安是中国的“建材之乡”，厦门拥有最为完整的五金配件产业链，公司地处闽南金三角的中心，具有得天独厚的地理优势和市场优势，能够为公司客户提供个性化的产品和服务。
- 我国铝材产量稳步增长，新能源需求拉动细分市场快速增长：**2023年全国铝加工材总产量约4695万吨，比上年增长3.9%，产量稳中有升，其中铝型材产量2180万吨，同比增长9%。细分市场中，2023年以来，新能源汽车和光伏电池保持良好发展态势，产量和出口均强势增长，带动铝加工行业的高速发展，其中2023年光伏型材产量达340万吨，同比增长30.8%；新能源汽车型材产量达98万吨，同比增长30.7%。
- 我们认为受到政策端的进一步支持以及新能源汽车自身快速迭代所形成的竞争力，2024至2025年我国新能源汽车产量将进一步同比增长27%/25%；**我们认为当下中国光伏全产业链制造能力具备满足全球光伏需求快速增长的供给能力，随着碳中和进程的进一步加速，预计2024年全球光伏新增装机量达487GW，同比增长17%。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年实现营收分别为29.04/30.67/33.30亿元，同比增速分别为2.82%/5.61%/8.57%；实现归属母公司股东净利润分别为0.46/0.57/0.77亿元，同比增速分别为71.99%/22.51%/35.42%。对应2024-2026年的PE分别为63.59/51.91/38.33倍，高于可比公司估值均值，考虑到公司业务发展受中国地产周期影响较大，且由于铝型材市场产能过剩，企业纷纷采取以价换量的竞争策略，公司在进行业务扩张、营收增长的同时无法兼顾利润的增长，因此首次覆盖给予公司“中性”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期导致铝加工品价格下跌风险；美元持续走强风险。

### 市场数据

收盘价(元)	3.13
一年最低/最高价	2.22/5.34
市净率(倍)	1.89
流通A股市值(百万元)	2,695.44
总市值(百万元)	2,937.91

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.65
资产负债率(% ,LF)	39.36
总股本(百万股)	938.63
流通A股(百万股)	861.16

### 相关研究

## 内容目录

1. 公司概况：海西铝型材行业的龙头企业 .....	4
1.1. 公司股权架构稳定，上饶城投为其实际控制人.....	4
1.2. 公司营收稳中有进，需求不足拖累利润承压.....	5
2. 公司专注于铝加工行业，持续培育型材利润新增长点 .....	7
2.1. 建筑+工业双轮驱动，公司工业铝型材业务迎供给放量期 .....	8
2.2. 顺应下游需求变化以租代售，旧版置换降低铝模板生产成本.....	8
3. 我国铝材产量稳步增长，新能源需求拉动细分市场快速增长 .....	11
4. 盈利预测与估值 .....	12
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 闽发铝业股权结构图 (截至 2023 年 12 月 31 日)	4
图 2: 公司发展历程	5
图 3: 公司营业收入及同比	5
图 4: 公司归母净利润及同比	5
图 5: 公司各业务营收稳定增长 (百万元)	6
图 6: 公司各业务毛利率	6
图 7: 公司研发费用逐年增长	7
图 8: 公司杜邦分析	7
图 9: 公司所处产业链位置	7
图 10: 公司高端铝型材产品示意图	8
图 11: 公司铝型材产销量及同比	8
图 12: 公司铝模板销量与同比	9
图 13: 公司铝模板租赁面积与同比	9
图 14: 铝模板购置及租赁成本测算 (元/平方米)	10
图 15: 中国新能源汽车销量 (万辆)	12
图 16: 中国广义乘用车销量 (万辆)	12
图 17: 中国光伏新增装机量 (GW)	12
图 18: 全球光伏新增装机量 (GW)	12
表 1: 中国铝模板市场情景测算	10
表 2: 2023 年中国工业铝型材产量 (万吨)	11
表 3: 公司业务拆分	13
表 4: 可比公司估值 (2024 年 5 月 8 日)	14

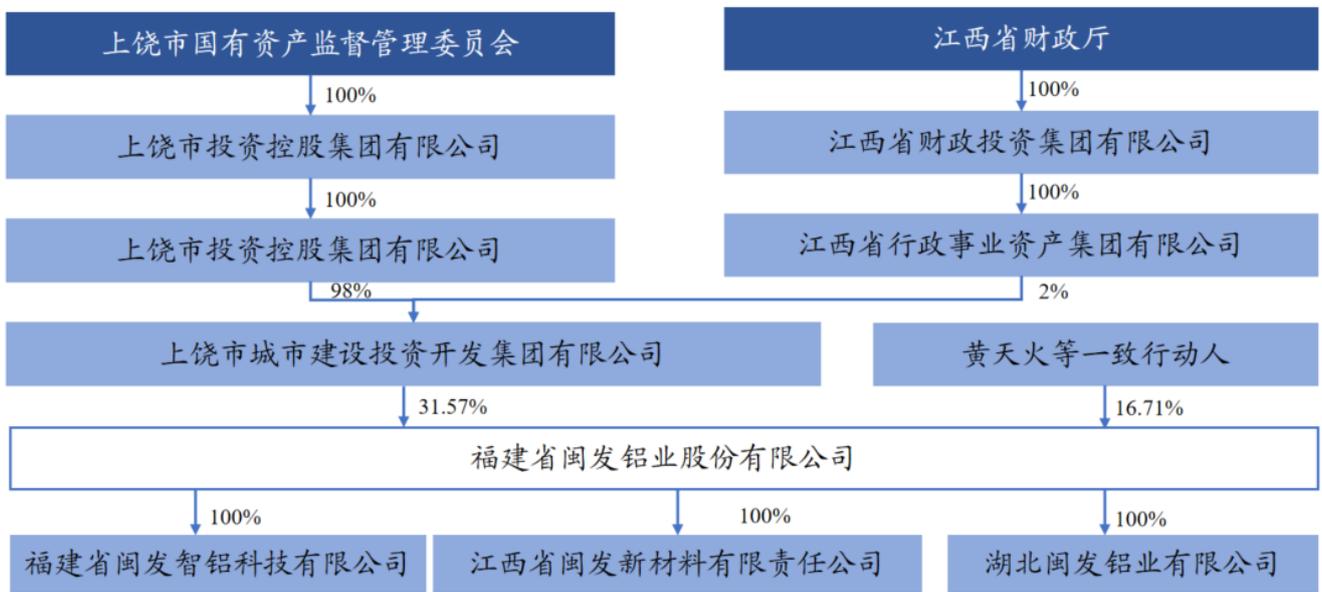
## 1. 公司概况：海西铝型材行业的龙头企业

### 1.1. 公司股权架构稳定，上饶城投为其实际控制人

公司深耕铝型材加工，是海西铝型材行业龙头企业。闽发铝业创办于1993年，是专业生产铝合金建筑型材、工业型材、铝模板以及从事各种铝型材精加工的工业企业，2023年，公司生产铝型材9.68万吨，生产铝模板7.01万平方米。公司建筑铝型材主要用于房地产开发、建筑工程、民用建筑、厂房、大型门窗、幕墙装饰公司、门店销售、零星门窗加工等。工业铝型材主要用于电子电器、太阳能、交通运输、家具、卫浴用品、体育用品等。

公司股权架构稳定，实际控制人为上饶国资委。截至2023年底，上饶市城市建设投资开发集团有限公司为公司最大股东（持有股份31.57%），此外本公司第二大股东为黄天火，与股东黄文乐、黄长远、黄印电构成关联关系，一致行动人共持股16.71%，公司总体股权架构稳定。

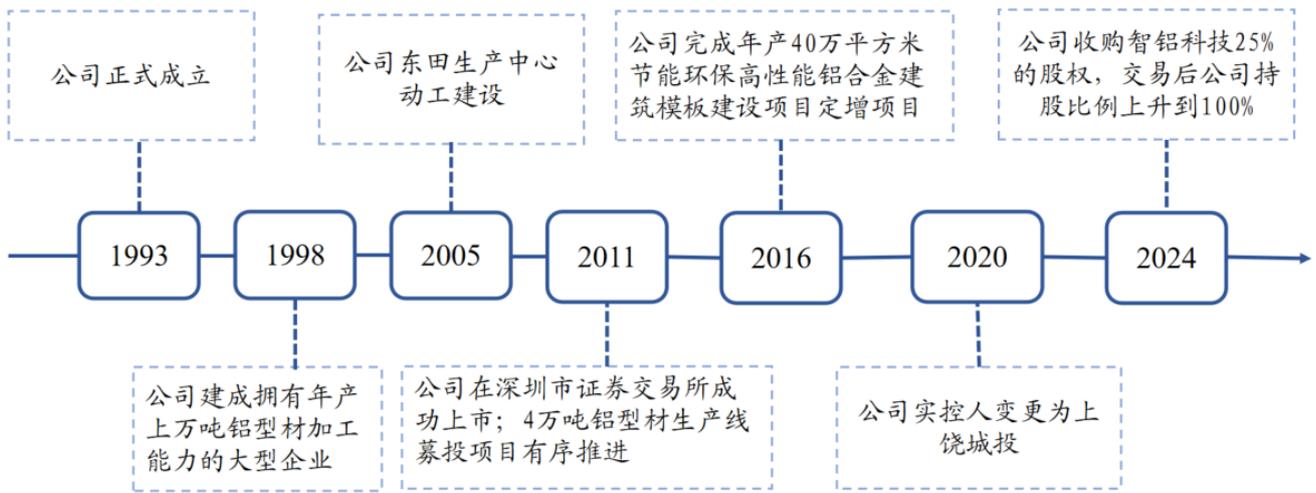
图1：闽发铝业股权结构图（截至2023年12月31日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司乘建筑行业东风启航，优化产品结构布局新能源铝材。公司成立至今深耕铝加工领域，是国内较早涉足工业型材领域的少数企业之一。1998-2010年，公司乘建筑行业东风顺风而起，建成拥有年产上万吨铝型材加工能力的大型企业。2011年，公司成功上市后，接连完成4万吨铝型材生产线建设以及年产40万平方米高性能铝合金建筑模板建设项目。2020年，公司引入国有资本，实控人变更为上饶城投。

图2: 公司发展历程



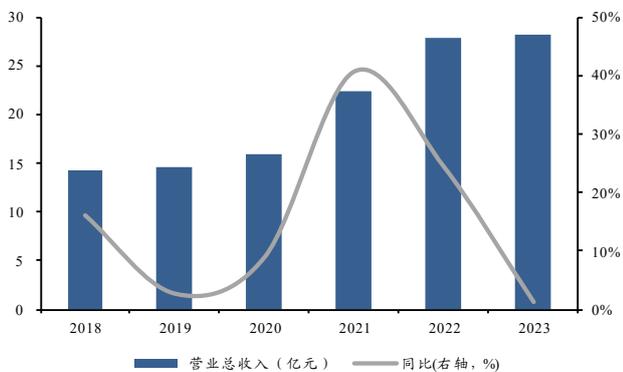
数据来源: 公司公告, 公司年报, 东吴证券研究所

### 1.2. 公司营收稳中有进, 需求不足拖累利润承压

公司自 2018 年开始, 营业收入、归母净利润乘风进入快速上行通道。受益于公司产能持续释放与先进经营模式的引入, 公司探索原有产能应用范围, 积极调整产品结构, 营业收入和归母净利润进入快速上行通道。公司营业收入从 2019 年的 14.63 亿元上升至 2023 年的 28.24 亿元。

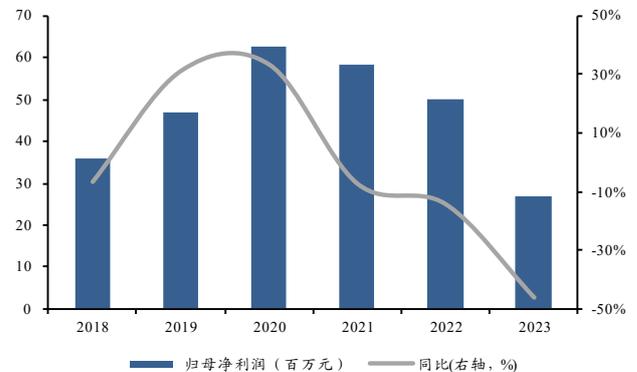
2021 年后行业产能过剩显现+成本上涨, 公司归母净利润持续承压。随着成本端铝价中枢的抬升以及铝型材市场的产能过剩现象逐步显现, 公司利润端承压, 2023 年润发铝业实现营业收入 28.24 亿元, 同比增长 1.17%; 实现归母净利润 2686.29 万元, 同比减少 46.19%。

图3: 公司营业收入及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司归母净利润及同比

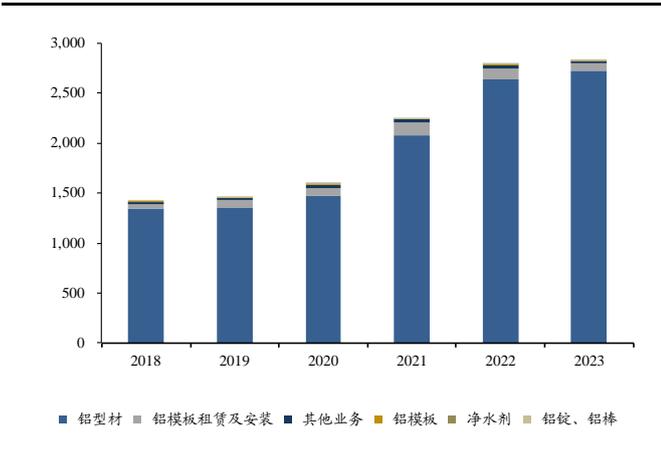


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司专注铝型材加工业务，近三年单项业务营收占比均超 92%。公司深耕建筑铝型材、工业铝型材领域，形成以销定产的弹性生产模式，2021 年、2022 年、2023 年铝型材业务分别贡献营业收入的 92.75%、94.62%、96.52%。铝模板业务方面，建筑铝模板销售方式由出售为主向租赁为主转变，公司铝模板租赁和安装面积由 2020 年的 317 万平方米增长至 2023 年的 532 万平方米。

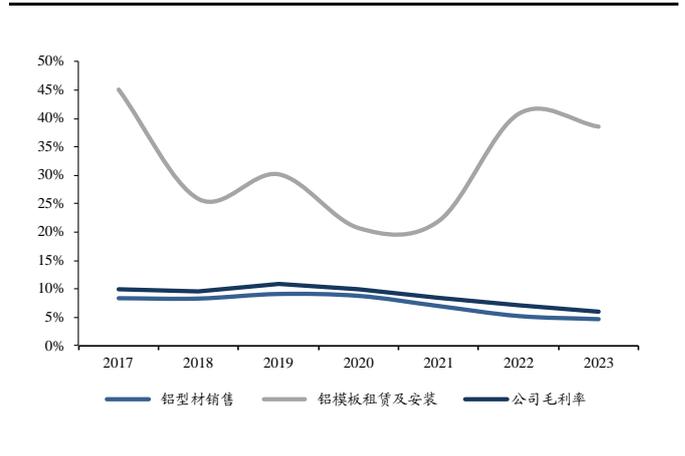
公司铝模板租赁业务具备高利率的特点。2023 年公司铝型材业务与铝模板业务毛利率分别为 4.70%、38.58%，较上年同比下降 0.54pct、2.26pct，铝模板业务由于折旧费用为主要成本，随着公司旧版管理能力逐渐提升，部分模板实际使用寿命大于折旧次数，摊销成本降低，毛利率较高。2023 年毛利下降主要受房地产行业影响，行业产能过剩叠加需求不足，公司各类型材加工费及铝模板租赁费均有不同程度下降。

图5: 公司各业务营收稳定增长 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 公司各业务毛利率

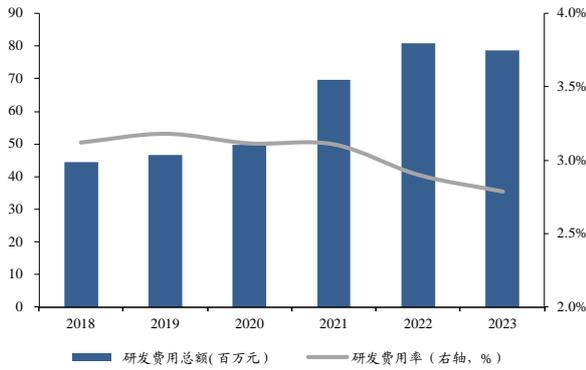


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司近六年研发费用率保持 3%左右，推动公司产品结构优化。公司近六年研发费用率稳定在 3%左右，研发费用随营收呈递增态势，主要原因为 1) 公司以加工业务为主，销售模式为“铝锭价格+加工费”，高研发投入拉升业务技术附加值；2) 公司近几年适应市场需求变化，持续探索铝型材加工在新能源汽车电池箱体、太阳能光伏承载系统型材领域的应用，助力公司产品结构优化。

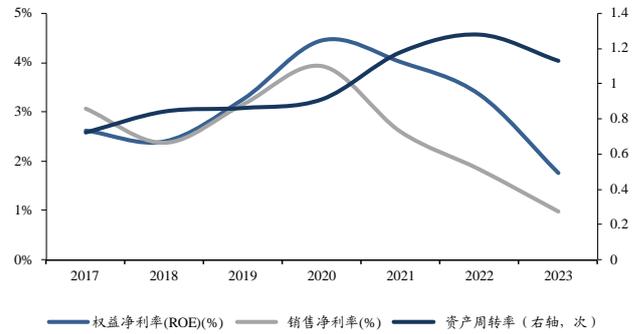
高运营周转能力支撑公司营收，需求不足导致利润压缩拖累业绩。公司依靠完善的销售网络与区域行业龙头国企的背景，2020 年引入国有资本后运营周转能力持续增强，2021 年、2022 年、2023 年资产周转率分别为 1.18、1.28、1.13，其中资产周转率的提高得益于公司降价促销并适应市场需求变化，铝型材加工业务以销定产，铝模板业务方面适应市场需求以租代销。受地产开工需求不足影响，公司 23 年经营效率略有下降。

图7: 公司研发费用逐年增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 公司杜邦分析

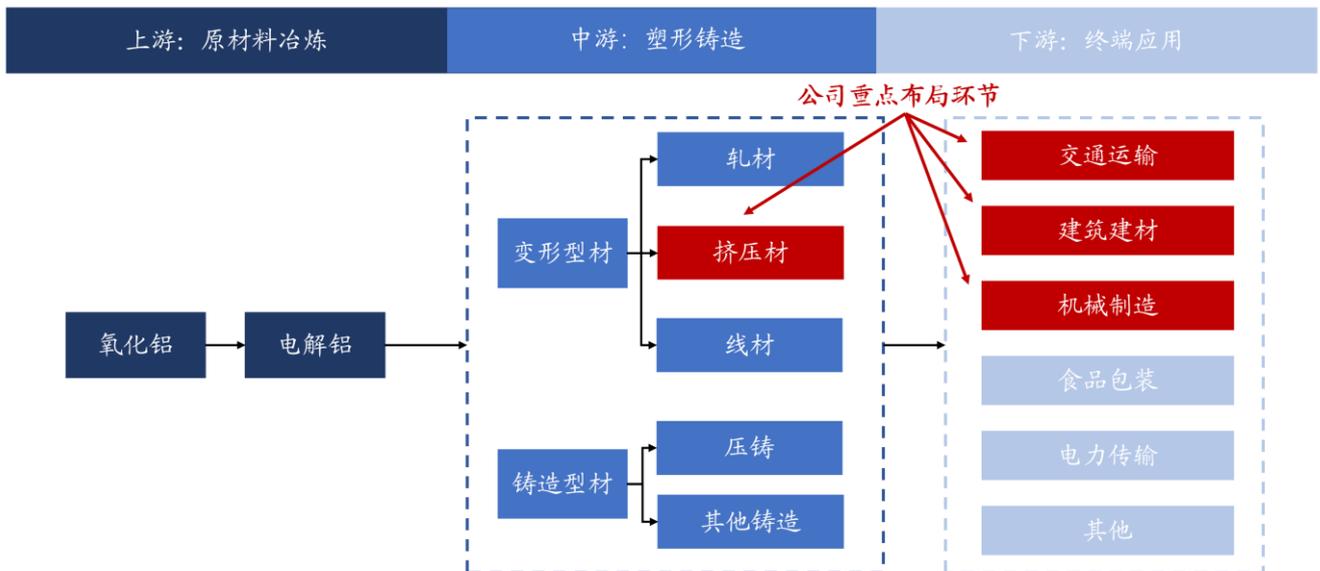


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 公司专注于铝加工行业，持续培育型材利润新增长点

公司坚持做大做强主业的经营方针，拓展铝型材应用领域。公司重点布局下游高技术附加值环节，产品范围覆盖门窗、幕墙、智慧整装、汽车新能源、5G基站用铝、光伏边框支架等领域。在铝型材方面，2023年公司销售量12.02万吨，同比2022年11.17万吨增长7.67%；铝模板业务方面，2023年公司销售量533.10万平方米，其中租赁业务量为532.15万平方米，充分适应行业以租代销的需求变化。

图9: 公司所处产业链位置



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.1. 建筑+工业双轮驱动，公司工业铝型材业务迎供给放量期

公司铝型材业务主要覆盖建筑建材与工业用铝，灵活生产保障公司产销逐年递增。公司近六年铝型材保持逐年递增，2021年、2022年、2023年销量为9.13万吨、11.17万吨、12.02万吨，2021至2023年CAGR14.8%。

公司充分享受海西地缘优势，立足福建辐射全国市场。公司所在地闽南金三角地区是福建省最大的工业型材需求市场，所处地域拥有众多的应用工业型材的企业，其中泉州是国内箱包的主要集散地之一、南安是中国的“建材之乡”，厦门拥有最为完整的五金配件产业链，公司地处闽南金三角的中心，具有得天独厚的地理优势和市场优势，能够为公司客户提供个性化的产品和服务。

公司积极布局新能源汽车、光伏铝配件领域，开拓全线增长点。公司是国内行业中较早涉足工业型材领域的少数企业之一，目前公司生产与新能源汽车相关产品主要是电池包相关铝型材和空调管铝型材。据公司2023年业绩说明会，未来公司将继续优化产品结构，大力开发新能源汽车用铝、光伏边框支架用铝等新产品，巩固存量，提高增量，增加高附加值收入。

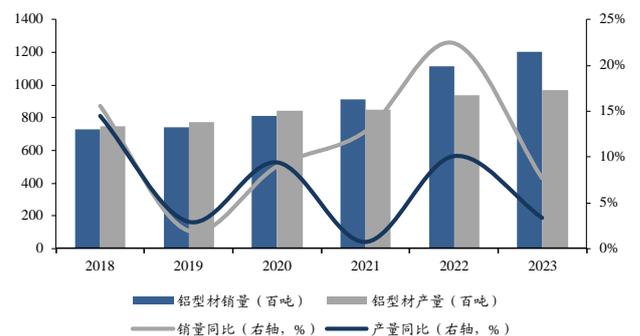
公司自成立伊始就将研发作为公司核心。截止至2023年底，公司在标准制修订领域，先后参加国际、国家、行业标准修订47项，拥有国家专利148项。其中在新能源汽车与光伏配件方面，公司已完成新能源汽车电池箱体6M63铝合金成分配方与高气密性结构铝合金型材、太阳能光伏承载系统用高强耐蚀铝合金型材制造关键技术的研发。

图10: 公司高端铝型材产品示意图



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 公司铝型材产销量及同比

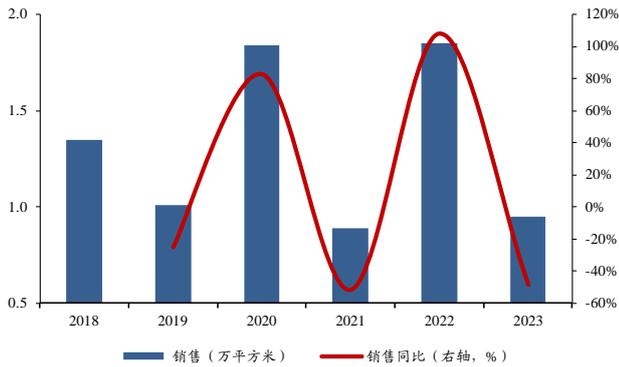


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 顺应下游需求变化以租代售，旧版置换降低铝模板生产成本

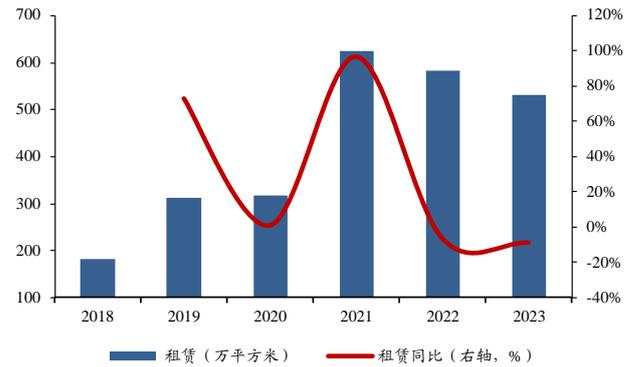
模板使用于建筑施工中混凝土浇筑成形时的临时支撑结构系统，铝模板具备多方面比较优势。建筑模板主要用于建筑混凝土定型、墙面平整等。铝模板具有应用范围广、易达到混凝土表面质量、机械依赖度低、后续维护费用低、回收价值高的特点，相较于其他模板在施工质量、施工效率、安全性、节能环保、经济效益方面具备比较优势。公司 2023 年铝模板销售量为 533.10 万平方米。

图12: 公司铝模板销量与同比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

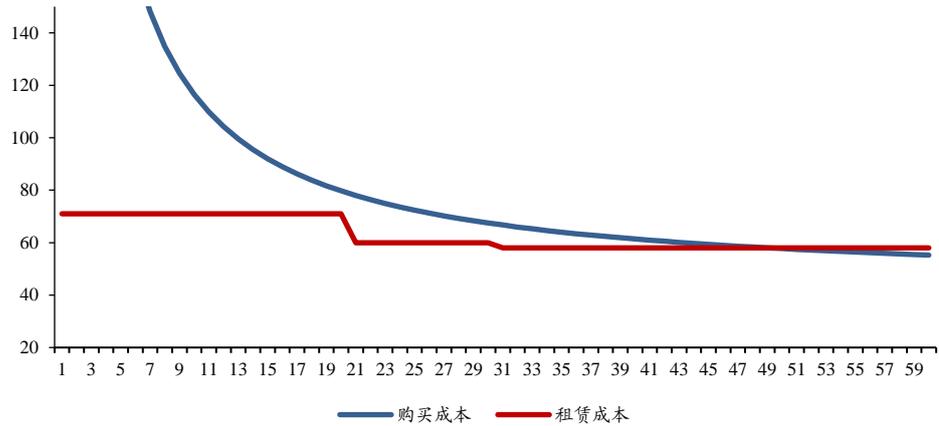
图13: 公司铝模板租赁面积与同比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司铝模板经营模式以租代销，重点开发旧版置换降低生产成本。在基准情形下，我们假设铝模板单平米购置费为 1050 元/平方米，残值率为 30%，并假设铝模板租赁价格在小于 20 层为 28 元/平方米，价格在 20 至 30 层为 17 元/平方米，而价格在大于 30 层时为 15 元/平方米。在清理费、人工费恒定的情境下，相较于购买，租赁铝模板在建造 50 层以下建筑时拥有成本优势。公司一方面加大对大型开发商的合作力度，提高服务水平和能力，扩大市场占有率，提高铝模板的业务收入；另一方面重点开发旧板置换，实现半循环，有利于保证公司产能，降低生产成本。

图14: 铝模板购置及租赁成本测算 (元/平方米)



数据来源:《志特新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》, 东吴证券研究所  
注: x 轴为楼房建造层数

**地产冲击短期铝模板市场规模, 长期替代逻辑并未改变。**回顾整个地产端在 2023 年的表现, 市场呈现出由需求导致的弱投资, 以及由政策托底的强竣工表现。2023 年 1-12 月, 中国商品房销售金额同比下降 6.5%, 继 2022 年同比下降 26.7% 后连续第二年下滑, 增速的连续下降体现了房企目前回款难度加大以及现金流的紧张, 房企在需求不振、回款不佳的背景下多施行以销定产的方式以减少前期投入, 2023 年中国房地产开发投资完成额同比下降 16.5%; 房屋新开工面积同比下降 20.4%。

**2023 年受到地产新开工数据的下滑, 铝模板市场呈现断崖式下降, 市场萎缩预计超过 20%。**根据中国模板脚手架协会数据, 2020 年至 2023 年我国铝模板保有量分别为 6200、7950、7600、6050 万平方米, 我们预计随着政府一系列地产政策的发布以及宏观经济的改善, 以及铝模板由于其铝模板凭借重量轻、施工难度小、循环次数多等优点带来的渗透率的提升, 铝模板保有量将跟随地产端逐步复苏, 预计 2024/2025 年保有量上升至 6200/6500 万平方米, 假设新增比例 20%, 及两年铝模板新增销售需求为 1240/1300 万平方米。

表1: 中国铝模板市场情景测算

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
铝模板保有量 (万平方米)	6,200.00	7,950.00	7,600.00	6,050.00	6,200.00	6,500.00
YOY	24%	27%	-4%	-20%	2%	5%
当年新增比例	30%	30%	30%	20%	20%	20%
铝模板当年新增需求量 (万平方米)	1,860.0	2,385.0	2,280.0	1,210.0	1,240.0	1,300.0

数据来源: 中国模板脚手架协会, 世铝网, 东吴证券研究所

铝模板行业经历大规模产能出清，行业集中度进一步提升。根据中国模板脚手架协会，市场需求阶段性萎缩，产能过剩，铝模板开工率承压，一批竞争力不足的企业和产能开始陆续退出，行业洗牌进入加速阶段，据不完全统计，大、中、小各级规模铝模板企业、上下游配套企业 100 多家离场，数量持续滑坡，我们认为本轮出清周期较使得头部铝模板企业集中度进一步提高，以闽发铝业为代表的铝模板企业将获得更大的市占率。

### 3. 我国铝材产量稳步增长，新能源需求拉动细分市场快速增长

根据中国有色金属加工工业协会联合北京安泰科信息股份有限公司统计，2023 年全国铝加工材总产量约 4695 万吨，比上年增长 3.9%，产量稳中有升，其中铝型材产量 2180 万吨，同比增长 9%。细分市场中，2023 年以来，新能源汽车和光伏电池保持良好发展态势，产量和出口均强势增长，带动铝加工行业的高速发展，其中 2023 年光伏型材产量达 340 万吨，同比增长 30.8%；新能源汽车型材产量达 98 万吨，同比增长 30.7%。

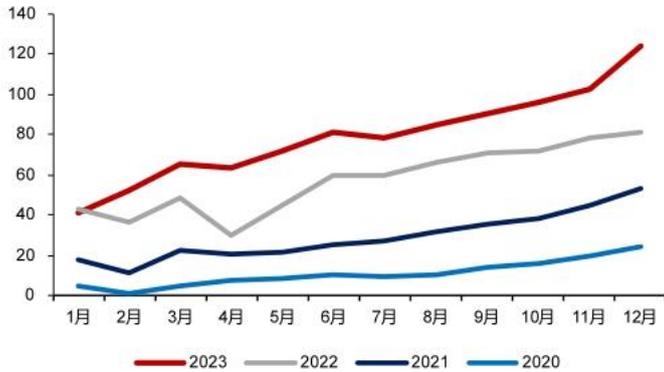
表2：2023 年中国工业铝型材产量（万吨）

产品名称	产量	增幅
建筑模板型材	40	-11.1%
光伏型材（含电站安装用铝）	340	30.8%
轨道交通车体型材	8	-11.1%
3C 型材	95	8.0%
新能源汽车型材	98	30.7%
其他	369	30.4%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

汽车轻量化趋势以及电车普及率有望进一步提升，中国光伏制造能力将配合全球需求进一步加快碳中和进程。据中国汽车协会数据，2023 年，中国燃油车产量 2057.4 万辆，同比增长 6.1%；新能源汽车产量为 959 万辆，同比增长 32.8%。我们认为受到政策端的进一步支持以及新能源汽车自身快速迭代所形成的竞争力，2024 至 2025 年我国新能源汽车产量将进一步同比增长 27%/25%；根据国家能源局及国际能源署光伏发电系统计划，2023 年我国新增光伏装机量达 216GW，同比增长 148.3%，全球装机量同样保持高增至 446GW。我们认为当下中国光伏全产业链制造能力具备满足全球光伏需求快速增长的供给能力，随着碳中和进程的进一步加速，预计 2024 年全球光伏新增装机量达 487GW，同比增长 17%。

图15: 中国新能源汽车销量 (万辆)



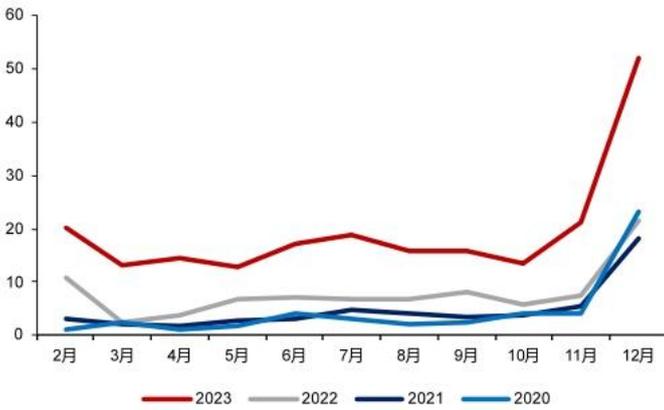
数据来源: Wind, 国家能源局, 东吴证券研究所

图16: 中国广义乘用车销量 (万辆)



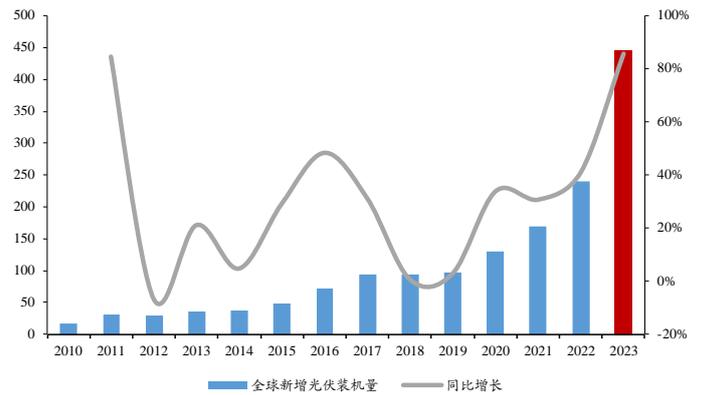
数据来源: Wind, 国家能源局, 东吴证券研究所

图17: 中国光伏新增装机量 (GW)



数据来源: Wind, 国家能源局, 东吴证券研究所

图18: 全球光伏新增装机量 (GW)



数据来源: Wind, 国家能源局, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

基于宏观经济状况及公司自身经营情况, 我们对未来公司细分业务做出核心假设:

细分业务产量: 1) 铝型材业务: 随着国内制造业的进一步, 预计工业型材销量稳定增长, 建筑型材小幅下滑, 整体预计 2024、2025、2026 年铝型材销量达 12.2 万吨、12.5 万吨、13 万吨; 2) 铝模板业务: 随着铝模板在模板市场的渗透率进一步提升, 以及大量小厂在 23 年产能出清后公司市占率的进一步提升, 预计公司 2024、2025、2026 年铝模板销量达 1 万平方米、1.05 万平方米、1.1 万平方米; 随着铝模板租赁比例的进一步提升, 预计公司 2024、2025、2026 年铝模板租赁面积达 575 万平方米、603 万平方米、

634 万平方米。

表3: 公司业务拆分

	单位	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
铝型材	销量	万吨	8.09	9.13	11.17	12.02	12.20	12.50	13.00
	产量	万吨	8.44	8.51	9.36	9.68	10.00	10.50	11.00
	税前单价	百元/吨	182	228	236	227	228	236	246
	营业收入	百万元	1,473	2,081	2,641	2,726	2,786	2,945	3,203
	营业成本	百万元	1,344	1,936	2,503	2,598	2,652	2,795	3,021
	毛利	百万元	129	145	138	128	134	150	182
铝模板销售	销量	万平方米	1.84	0.89	1.85	0.95	1.00	1.05	1.10
	税前单价	元/平方米	449	742	699	551	560	560	560
	营业收入	百万元	8	7	13	5	6	6	6
	营业成本	百万元	7	6	12	4	4	4	4
	毛利	百万元	1	0	1	2	2	2	2
铝模板租赁和安装	租赁量	万平方米	317	624	584	532	575	603	634
	税前单价	元/平方米	26	21	18	14	15	15	15
	营业收入	百万元	83	131	106	75	86	91	95
	营业成本	百万元	66	102	63	46	49	51	54
	毛利	百万元	17	29	43	29	37	39	41
其他	营业收入	百万元	29	25	31	18	26	26	25
	营业成本	百万元	17	9	16	10	13	13	12
	毛利	百万元	12	16	15	8	13	13	13
合计	营业收入	百万元	1,593	2,244	2,791	2,824	2,904	3,067	3,330
	营业成本	百万元	1,434	2,053	2,593	2,657	2,718	2,863	3,092
	毛利	百万元	159	190	198	167	186	204	238

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

根据公司自身经营策略, 主要业务板块为以铝型材及铝模板为主的铝价工业。志特新材的铝模板业务与公司相近、明泰铝业的铝型材业务与公司相近、亚太科技以及豪美新材在有色加工板块和公司业务相近, 故选择这四家有色金属加工企业为可比公司。

我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 29.04/30.67/33.30 亿元, 同比增速分别为 2.82%/5.61%/8.57%; 实现归属母公司股东净利润分别为 0.46/0.57/0.77 亿元, 同比增速分别为 71.99%/22.51%/35.42%。对应 2024-2026 年的 PE 分别为 63.59/51.91/38.33 倍, 高于可比公司估值均值, 考虑到公司业务发展受中国地产周期影响较大, 且由于铝型材市场产能过剩, 企业纷纷采取以价换量的竞争策略, 公司在进行业务扩张、营收增长的同时无法兼顾利润的增长, 因此首次覆盖给予公司“中性”评级。

表4: 可比公司估值 (2024年5月8日)

行业定位	证券简称	股票代码	股价 (元/股)	PE			EPS (元/股)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
有色加工	志特新材	300986.SZ	8.34	16	10	10	0.5	0.8	0.8
	明泰铝业	601677.SH	12.66	10	9	8	1.3	1.4	1.6
	亚太科技	002540.SZ	6.41	12	9	8	0.6	0.7	0.8
	豪美新材	002988.SZ	19.62	19	16	13	1.0	1.2	1.5
	均值			14	11	10	0.8	1.1	1.2
	闽发铝业	002578.SZ	3.17	64	52	38	0.1	0.1	0.1

数据来源: Wind, 国家能源局, 东吴证券研究所

注: 可比公司估值来自 Wind 一致预期, 其他由东吴证券研究所测算

## 5. 风险提示

### 1) 下游需求不及预期导致铝加工品价格下跌风险

铝的下游消费主要为房地产、电力和交通。地产端, 在“保交楼”的政策下, 2023年竣工端增速较快, 但新开工数据依旧大幅同比下降, 若后续地产竣工端疲软则对用铝需求影响较大; 电力端, 光伏为主要用铝增长方向, 若因经济衰退导致光伏组件需求量降低, 则对用铝需求影响较大; 交通端看来, 新能源汽车为主要汽车用铝需求增长方向, 若后续因政策变动导致新能源汽车增长放缓, 则对用铝需求影响较大。

### 2) 美元持续走强风险

铝作为大宗商品具备一定的金融属性, 美元若持续走强将对铝价形成压制作用。

## 闽发铝业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,905</b>	<b>2,226</b>	<b>2,553</b>	<b>2,905</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,824</b>	<b>2,904</b>	<b>3,067</b>	<b>3,330</b>
货币资金及交易性金融资产	677	1,032	1,286	1,523	营业成本(含金融类)	2,657	2,718	2,863	3,092
经营性应收款项	908	844	906	993	税金及附加	11	13	13	14
存货	315	345	354	383	销售费用	31	32	33	36
合同资产	0	0	0	0	管理费用	61	60	62	67
其他流动资产	5	6	6	6	研发费用	42	42	44	48
<b>非流动资产</b>	<b>701</b>	<b>658</b>	<b>621</b>	<b>585</b>	财务费用	(6)	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	加:其他收益	15	15	15	17
固定资产及使用权资产	523	489	456	423	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	4	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	91	88	86	84	减值损失	(8)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>34</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>90</b>
其他非流动资产	53	51	49	48	营业外净收支	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,605</b>	<b>2,885</b>	<b>3,174</b>	<b>3,489</b>	<b>利润总额</b>	<b>33</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>90</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,032</b>	<b>1,263</b>	<b>1,494</b>	<b>1,731</b>	减:所得税	5	7	8	11
短期借款及一年内到期的非流动负债	734	956	1,178	1,390	<b>净利润</b>	<b>28</b>	<b>47</b>	<b>58</b>	<b>78</b>
经营性应付款项	166	156	164	180	减:少数股东损益	1	1	1	2
合同负债	25	30	30	33	<b>归属母公司净利润</b>	<b>27</b>	<b>46</b>	<b>57</b>	<b>77</b>
其他流动负债	107	121	121	128	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.03	0.05	0.06	0.08
非流动负债	27	28	28	28	EBIT	28	54	66	90
长期借款	24	24	24	24	EBITDA	114	119	129	153
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	5.90	6.40	6.64	7.15
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	0.95	1.59	1.85	2.30
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	1.17	2.82	5.61	8.57
<b>负债合计</b>	<b>1,059</b>	<b>1,291</b>	<b>1,522</b>	<b>1,759</b>	归母净利润增长率(%)	(46.19)	71.99	22.51	35.42
归属母公司股东权益	1,543	1,590	1,647	1,724					
少数股东权益	3	4	5	7					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,546</b>	<b>1,594</b>	<b>1,652</b>	<b>1,730</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,605</b>	<b>2,885</b>	<b>3,174</b>	<b>3,489</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(42)	158	57	50	每股净资产(元)	1.64	1.69	1.75	1.84
投资活动现金流	(103)	(26)	(25)	(26)	最新发行在外股份(百万股)	939	939	939	939
筹资活动现金流	187	222	223	212	ROIC(%)	1.08	1.93	2.13	2.61
现金净增加额	43	354	255	236	ROE-摊薄(%)	1.74	2.91	3.44	4.45
折旧和摊销	86	65	62	63	资产负债率(%)	40.65	44.75	47.95	50.41
资本开支	(82)	(25)	(26)	(28)	P/E (现价&最新股本摊薄)	109.37	63.59	51.91	38.33
营运资本变动	(160)	42	(63)	(91)	P/B (现价)	1.90	1.85	1.78	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>