

Q2 业绩稳健增长，新项目扭亏有望提升盈利

投资要点

- 业绩总结：**公司2024年上半年实现营业收入41.67亿元，同比增长47.78%；实现归母净利润1.52亿元，同比增长18.88%。2024Q2公司实现营业收入23.99亿元，同比增长52.25%；实现归母净利润1.11亿元，同比增长9.13%。
- 铝边框出货量保持高增长，盈利能力有所承压。**2024H1公司新能源光伏业务实现营业收入36.87亿元，同比增长59.83%。2024Q2整体营业收入23.99亿元，环比增长35.74%。光伏铝边框出货量保持高速增长，但受到下游组件价格下跌，盈利承压影响，公司产品毛利率亦有较大降幅。2024H1新能源光伏业务毛利率8.83%，较2023年同期下降3.44pp。2024Q2公司综合毛利率处于历史上最低水平，预计后续下降空间亦有限。公司开发出新一代轻量化铝合金边框，在性能提升的同时通过减少单位面积组件的铝边框用量取得降本增效的效果，有助于帮助客户降本并提高自身盈利能力。
- 汽车轻量化业务、再生铝回收项目尚处于产能爬坡阶段，业绩阶段性亏损。**2024H1公司汽车轻量化业务实现营业收入1.36亿元，同比增长284.89%；毛利率-6.80%。由于项目转固后产能尚处于爬坡期，前期生产成本较高导致亏损。公司年产60万吨再生铝项目一期20万吨已于2024年3月底投产。截至今年上半年，年产200万套高端铝合金汽车零部件项目、年产60万吨再生铝项目合计转固2.56亿元，前期折旧费用较高导致两个项目出现阶段性亏损。公司汽车零部件项目已陆续获得下游客户定点，随着下半年爬坡逐渐完成，有望实现扭亏为盈并贡献可观业绩增量。再生铝项目在实现向上游产业链延伸和自身废铝料回收利用的同时，充分保障公司原材料的供应质量与供应效率，推动公司实现原材料自主可控，预计成本可下降400~500元/吨，助力公司降本增效，提升盈利能力。
- 公司调整会计估计政策，信用减值转回0.66亿元。**为更公允反映公司整体财务状况和经营成果，公司调整会计估计，将6个月以内应收账款减值计提比例由5%调整为1%，4-5年应收账款减值计提比例由80%调整为100%。本次会计估计变更采用未来适用法，增加2024H1公司归母净利润约0.66亿元。
- 盈利预测与投资建议。**受下游客户经营情况恶化、新业务尚处爬坡期成本较高影响，公司毛利率阶段性承压。随着新能源汽车部件、再生铝项目逐渐完成爬坡，盈利能力有望回升。公司在布局东南亚铝边框产能，并开发新一代轻量化铝合金边框，有望帮助客户降本增效并提高自身盈利能力。预计公司2024~2026年归母净利润分别为3.1、4.5、6.4亿元，对应PE分别为10.5、7.1、5.0倍，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、新产能投产进度低于预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6821.32	9130.04	12507.92	15576.95
增长率	61.59%	33.85%	37.00%	24.54%
归属母公司净利润（百万元）	302.36	305.53	447.11	644.05
增长率	60.81%	1.05%	46.34%	44.05%
每股收益EPS（元）	1.21	1.23	1.79	2.58
净资产收益率ROE	9.91%	9.27%	12.14%	15.20%
PE	11	10.5	7.1	5.0
PB	1.05	0.97	0.87	0.75

数据来源：Wind，西南证券

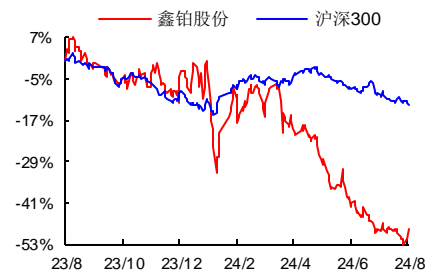
西南证券研究发展中心

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

分析师：谢尚师
执业证号：S1250523070001
电话：021-68416923
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)	2.49
流通A股(亿股)	1.72
52周内股价区间(元)	11.71-37.84
总市值(亿元)	31.93
总资产(亿元)	97.64
每股净资产(元)	12.41

相关研究

- 鑫铂股份（003038）：业绩稳健增长，盈利将迎拐点（2024-05-07）
- 鑫铂股份（003038）：铝边框出货环比增长，汽车轻量化拓展顺利（2023-10-30）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：新能源光伏铝边框产能扩张正常推进，公司出货量保持高速增长，假设 2024~2026 年光伏铝边框出货量分别为 35、45、55 万吨，铝边框价格基本保持稳定。随着公司海外产能、新型铝边框产品投产，推动公司毛利率稳步提升。预计 2024~2026 年新能源光伏铝边框产品毛利率分别为 10.0%、11.0%、12.0%。

假设 2：汽车铝部件项目一期于 2023 年 6 月顺利投产，公司顺利完成客户验证、导入，预计 2024~2026 年销量分别为 1 万吨、4 万吨、6 万吨。汽车轻量化业务价格稳定在 3.5 万元/吨（不含税），随着公司产能完成爬坡，毛利率趋于稳定，2024~2026 年毛利率分别为 0.0%、15.0%、15.0%。

假设 3：其他铝部件业务保持稳定增长，2024~2026 年销量分别为 5、6、7 万吨。产品价格、毛利率均保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024~2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
新能源光伏	收入	5,856.50	7,743.36	9,979.65	12,216.81
	增速	74.03%	32.22%	28.88%	22.42%
	毛利率	12.44%	10.00%	11.00%	12.00%
汽车轻量化	收入	89.85	309.73	1,238.94	1,858.41
	增速	64.73%	244.74%	300.00%	50.00%
	毛利率	2.18%	0.00%	15.00%	15.00%
其他铝部件	收入	824.78	1,061.95	1,274.34	1,486.73
	增速	5.60%	28.76%	20.00%	16.67%
	毛利率	10.34%	9.00%	9.00%	9.00%
其他业务	收入	50.20	15.00	15.00	15.00
	增速	142.52%	-70.12%	0.00%	0.00%
	毛利率	69.53%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	6,821.32	9,130.04	12,507.92	15,576.95
	增速	61.59%	33.85%	37.00%	24.54%
	毛利率	12.47%	9.64%	11.26%	12.13%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取光伏辅材行业中的三家主流公司，2024 年三家公司平均 PE 为 13.5 倍。参考可比同行业公司，给予公司 24 年 13.5 倍估值，对应目标价 16.61 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603806.SH	福斯特	14.80	0.99	0.87	1.09	14.91	17.09	13.64
601865.SH	福莱特	16.39	1.17	1.53	1.98	13.96	10.73	8.29
301266.SZ	宇邦新材	28.12	1.46	2.20	3.01	19.26	12.78	9.34
平均值						16.05	13.53	10.42

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6821.32	9130.04	12507.92	15576.95	净利润	302.36	305.53	447.11	644.05
营业成本	5970.65	8249.63	11099.13	13687.86	折旧与摊销	157.44	135.61	171.40	201.36
营业税金及附加	32.69	41.09	56.29	70.10	财务费用	64.77	105.18	137.75	188.08
销售费用	27.30	36.52	50.03	62.31	资产减值损失	-53.42	75.00	-50.00	-50.00
管理费用	396.32	502.15	687.94	856.73	经营营运资本变动	-1133.54	-272.96	-1036.67	-941.66
财务费用	64.77	105.18	137.75	188.08	其他	20.60	-33.02	110.59	105.73
资产减值损失	-53.42	75.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	-641.79	315.34	-219.82	147.56
投资收益	-8.31	-1.00	-5.00	-5.00	资本支出	-993.96	-600.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	0.02	0.00	0.00	0.00	其他	-4.89	31.66	-5.00	-5.00
其他经营损益	0.00	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-998.86	-568.34	-605.00	-605.00
营业利润	284.21	279.47	431.79	666.87	短期借款	2006.51	-1235.95	1293.91	980.46
其他非经营损益	42.06	60.00	65.00	65.00	长期借款	573.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	326.27	339.47	496.79	731.87	股权融资	872.88	0.00	0.00	0.00
所得税	23.90	33.95	49.68	87.82	支付股利	-29.38	-60.47	-61.11	-89.42
净利润	302.36	305.53	447.11	644.05	其他	-912.79	-220.86	-137.75	-188.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2510.86	-1517.29	1095.05	702.96
归属母公司股东净利润	302.36	305.53	447.11	644.05	现金流量净额	870.21	-1770.29	270.23	245.52
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2500.70	730.40	1000.63	1246.16	成长能力				
应收和预付款项	1993.89	2652.09	3633.90	4525.78	销售收入增长率	61.59%	33.85%	37.00%	24.54%
存货	577.50	822.76	1107.44	1366.40	营业利润增长率	67.46%	-1.67%	54.50%	54.44%
其他流动资产	608.32	173.05	237.07	295.24	净利润增长率	60.81%	1.05%	46.34%	44.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	69.74%	2.73%	42.42%	42.56%
投资性房地产	1.63	1.63	1.63	1.63	获利能力				
固定资产和在建工程	2302.32	2778.62	3219.13	3629.67	毛利率	12.47%	9.64%	11.26%	12.13%
无形资产和开发支出	117.20	105.32	93.44	81.56	三费率	7.16%	7.05%	7.00%	7.11%
其他非流动资产	494.28	494.25	494.23	494.20	净利率	4.43%	3.35%	3.57%	4.13%
资产总计	8595.85	7758.12	9787.47	11640.63	ROE	9.91%	9.27%	12.14%	15.20%
短期借款	3985.02	2749.06	4042.97	5023.43	ROA	3.52%	3.94%	4.57%	5.53%
应付和预收款项	685.81	940.81	1266.85	1563.68	ROIC	7.76%	6.02%	7.29%	8.71%
长期借款	643.57	643.57	643.57	643.57	EBITDA/销售收入	7.42%	5.70%	5.92%	6.78%
其他负债	230.14	128.30	151.70	172.95	营运能力				
负债合计	5544.53	4461.74	6105.09	7403.63	总资产周转率	1.05	1.12	1.43	1.45
股本	178.43	249.28	249.28	249.28	固定资产周转率	4.75	4.15	4.45	4.77
资本公积	2177.00	2106.15	2106.15	2106.15	应收账款周转率	4.40	3.81	3.85	3.70
留存收益	735.92	980.98	1366.98	1921.61	存货周转率	12.62	11.74	11.47	11.04
归属母公司股东权益	3051.32	3296.37	3682.38	4237.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.91%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3051.32	3296.37	3682.38	4237.00	资产负债率	64.50%	57.51%	62.38%	63.60%
负债和股东权益合计	8595.85	7758.12	9787.47	11640.63	带息债务/总负债	83.48%	76.04%	76.76%	76.54%
					流动比率	1.17	1.17	1.11	1.11
					速动比率	1.05	0.95	0.90	0.91
					股利支付率	9.72%	19.79%	13.67%	13.88%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	506.42	520.26	740.94	1056.31	每股收益	1.21	1.23	1.79	2.58
PE	10.56	10.45	7.14	4.96	每股净资产	12.24	13.22	14.77	17.00
PB	1.05	0.97	0.87	0.75	每股经营现金	-2.57	1.27	-0.88	0.59
PS	0.47	0.35	0.26	0.20	每股股利	0.12	0.24	0.25	0.36
EV/EBITDA	7.96	10.30	8.61	6.74					
股息率	0.92%	1.89%	1.91%	2.80%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

广 深	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn