

➤ **事件：公司发布 2023 年报及 2024 年一季报。** 2023 年公司营收 728.4 亿元，同比增长 5.08%，归母净利润 9.58 亿元，同比下降 12.04%；扣非归母净利润 8.81 亿元，同比下降 17.28%。分季度看，2024Q1 营收 177.8 亿元，同比上升 7.78%，环比下降 8.22%，归母净利润 2.81 亿元，同比上升 6.02%，环比上升 17.63%；扣非归母净利润 2.73 亿元，同比上升 16.04%，环比上升 15.74%。

➤ **2023 年加工费与成本有所下滑。**量：2023 年公司板带箔产量 55.15 万吨，同比上升 9.71%；铝杆 67.1 万吨，同比上升 34.9%；棒材产量 340.9 万吨，同比上升 9.2%；型材 8.8 万吨，同比下降 12.02%；结构件产量 2312.62 万件，同比下降 36.49%。价：加工费下滑，制造成本有效管控。加工费：经折算后 2023 年公司板带箔/铝杆/棒材/型材加工费分别为 4612/2682/665/15661 元/吨，同比-8.41%/-13.76%/-6.35%/-0.97%；制造成本：经折算后 2023 年公司板带箔/铝杆/棒材/型材制造成本分别为 3880/2198/320/9713 元/吨，同比-7.67%/-16.9%/-3.88%/+2.98%。利：2023 年公司板带箔/铝杆/棒材/型材吨毛利分别为 732/485/344/5948 元，同比-12.14%/+4.09/-8.53%/-6.82%，板带箔/铝杆/棒材/型材/结构件毛利率分别为 3.87%/2.86%/2.30%/19.86%/-3.81%，同比-0.25/+0.31/-0.06/-0.72/+4.24pct。

➤ **24Q1 业绩有所改善。2024Q1 业绩拆分：环比来看，**主要增利项：毛利 (+1.08 亿元)，其他/投资收益 (+0.02 亿元)，营业外利润 (+0.04 亿元)，所得税 (+0.35 亿元)；主要减利项：费用和税金 (-0.83 亿元)，减值损失等 (-0.23 亿元)，少数股东损益 (-0.01 亿元)。同比来看，主要增利项：毛利 (+1.48 亿元)，所得税 (+0.002 亿元)；主要减利项：费用和税金 (-0.85 亿元)，其他/投资收益 (-0.28 亿元)，减值损失等 (-0.17 亿元)，营业外利润 (-0.01 亿元)，少数股东损益 (-0.01 亿元)。

➤ **未来看点：1) 加速全球化及产品高端化布局。**公司扩大汽车轻量化型材、3C 消费电子型材等高附加值产品产能的布局，在山东、江苏、内蒙、云南均加大产能建设，并在越南、墨西哥新建工厂，加速全球布局的步伐。2) **提高绿铝原料占比，增强长期综合竞争力。**2023 年与格朗吉斯共同在云南开展建设年产 32 万吨新能源汽车轻量化铝合金材料项目，预计 2024 年投产使用。公司持续提升绿电铝占原材料的占比，计划于 2026 年底实现占比达到 50%以上。3) **龙头客户保证下游需求。**公司连续多年进入苹果公司全球核心供应商序列，并通过比亚迪、宁德时代、小米、奔驰、宝马、奥迪等知名汽车厂商认证，客户优势突出。

➤ **投资建议：**随着公司高端化及全球化调整推进，叠加再生铝处理能力逐步提高，成本优势显现，我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 12.33 亿元、14.40 亿元和 16.13 亿元，对应现价的 PE 分别为 15、13 和 11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目投产进度不及预期，铝制品下游需求不及预期，加工费大幅下滑等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	72,844	87,274	98,761	105,813
增长率 (%)	5.1	19.8	13.2	7.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	958	1,233	1,440	1,613
增长率 (%)	-12.1	28.7	16.8	12.0
每股收益 (元)	0.22	0.28	0.33	0.37
PE	19	15	13	11
PB	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 5 月 22 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

4.19 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

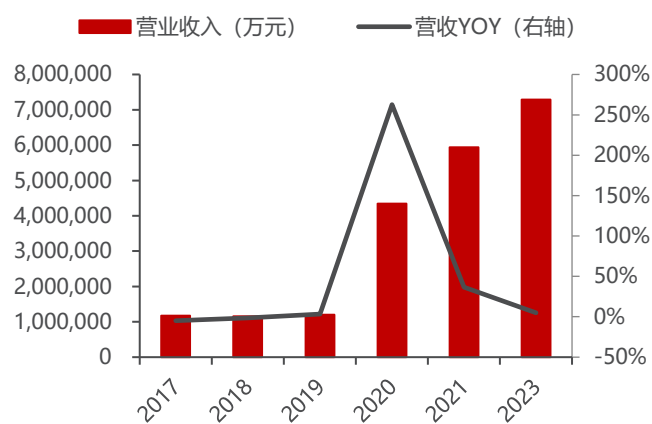
目录

1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报	3
2 2023 年度业绩：棒材、型材单吨毛利下滑，业绩承压	4
3 2024Q1 业绩：同环比均实现增长	6
4 全球化及产品高端化调整，铝加工龙头的“再发展”	8
5 盈利预测与投资建议	11
5.1 盈利预测假设与业务拆分	11
5.2 估值分析	14
5.3 投资建议	14
6 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

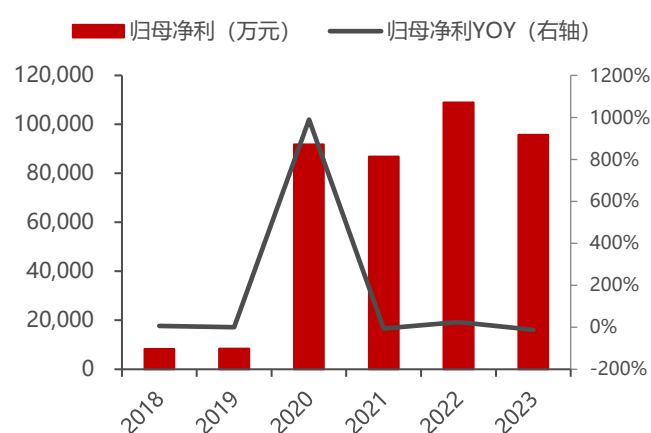
公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司营收 728.4 亿元，同比增长 5.08%，归母净利润 9.58 亿元，同比下降 12.04%；扣非归母净利润 8.81 亿元，同比下降 17.28%。分季度看，2024Q1 营收 177.8 亿元，同比上升 7.78%，环比下降 8.22%，归母净利润 2.81 亿元，同比上升 6.02%，环比上升 17.63%；扣非归母净利润 2.73 亿元，同比上升 16.04%，环比上升 15.74%。

图1：2023 年，公司营收同比增长 5.08%



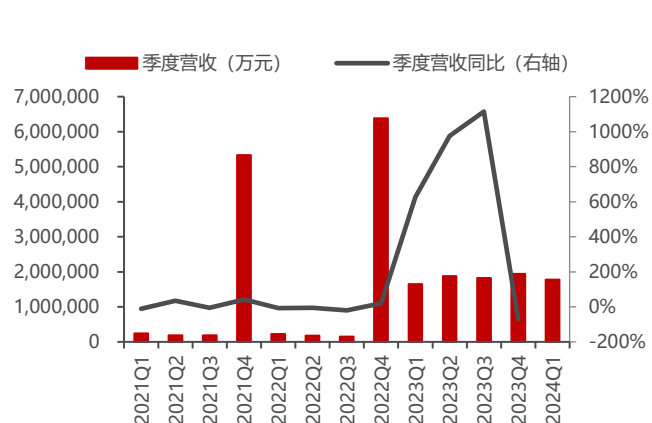
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司归母净利润同比减少 12.04%



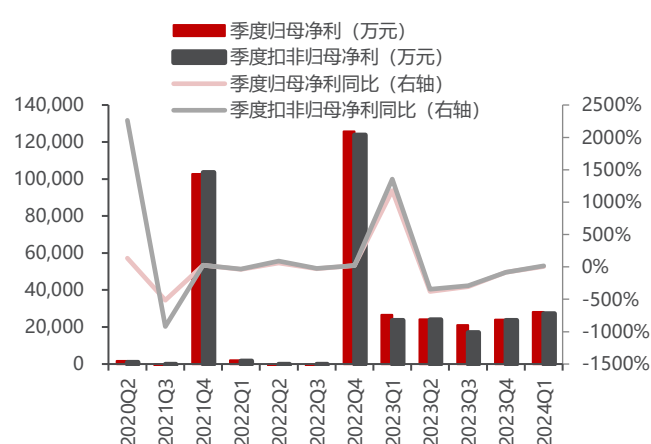
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q1，公司营收同比上升 7.78%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q1，公司归母净利润同比增加 6.02%

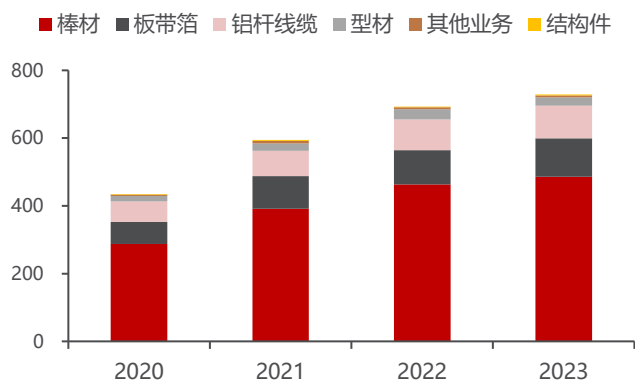


资料来源：wind，民生证券研究院

2 2023 年度业绩：棒材、型材单吨毛利下滑，业绩承压

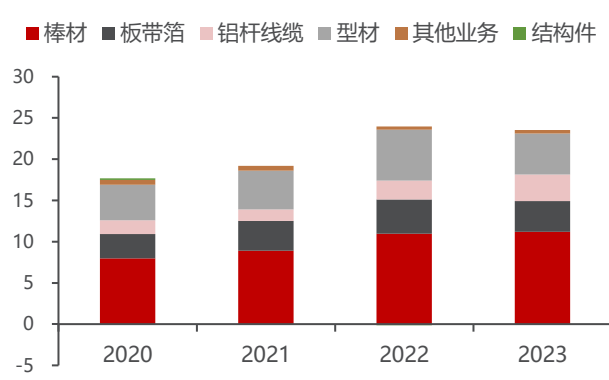
分产品看，公司棒材营收贡献占比 66.7%。公司业务以铝合金材料生产加工为主，广泛应用于 3C 电子、汽车轻量化、建筑行业、新能源等领域。2023 年，公司棒材营收 486.02 亿元，同比增长 4.86%，占总营收比重 66.7%，板带箔营收 113.7 亿元，同比增长 13.25%，占总营收比重 15.6%，铝杆线缆营收 95.9 亿元，同比增长 5.18%，占总营收比重 13.2%，型材营收 25.01 亿元，同比减少 16.17%，占营收比重 3.4%，结构件营收 2.03 亿元，同比增长 4.03%，占总营收 0.3%，其他业务营收 5.8 亿元，同比减 8.82%，占总营收 0.8%；毛利方面，公司棒材/板带箔/铝杆线缆/型材/结构件毛利分别为 11.19/3.71/3.24/4.96/-0.08 亿元，同比+2.02%/-10.22%/+40.08%/-19.12%/-50.75%，占毛利比重 47.7%/15.82%/13.84%/21.17%/-0.33%，其他业务实现毛利 0.42 亿元，同比增长 1.67%，占毛利比重 1.81%。

图5：2023 年，公司棒材营收占比 66.7% (单位：亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023 年，公司棒材毛利占比 47.7% (单位：亿元)

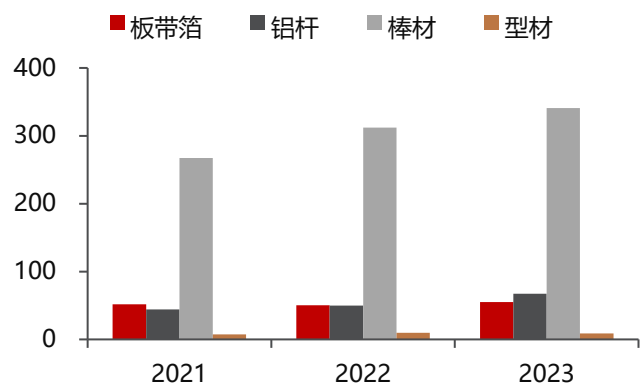


资料来源：wind，民生证券研究院

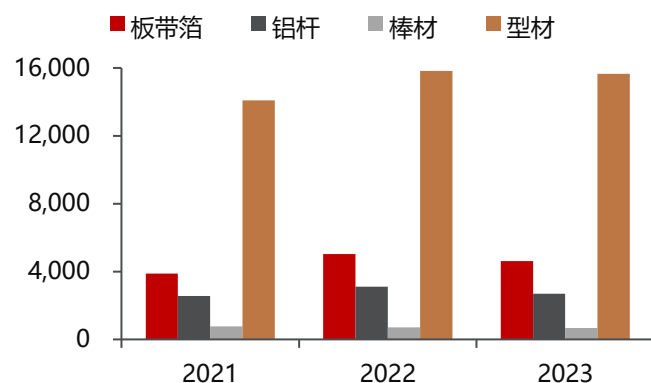
量：公司产品 2023 年产量达 471.96 万吨，同比+11.78%。2023 年公司板带箔产量 55.15 万吨，同比上升 9.71%；铝杆 67.1 万吨，同比上升 34.9%；棒材产量 340.9 万吨，同比上升 9.2%；型材 8.8 万吨，同比下降 12.02%；结构件产量 2312.62 万件，同比下降 36.49%。

价：加工费下滑。假设：参考公开数据以主要产品棒材的均价与加工费差额作为铝价成本，再以各产品均价和平均成本与铝价成本的差额作为加工费和制造成本。**加工费：**2023 年公司板带箔/铝杆/棒材/型材加工费分别为 4612/2682/665/15661 元/吨，同比-8.41%/-13.76%/-6.35%/-0.97%；**制造成本：**2023 年公司板带箔/铝杆/棒材/型材制造成本分别为 3880/2198/320/9713 元/吨，同比-7.67%/-16.9%/-3.88%/+2.98%。

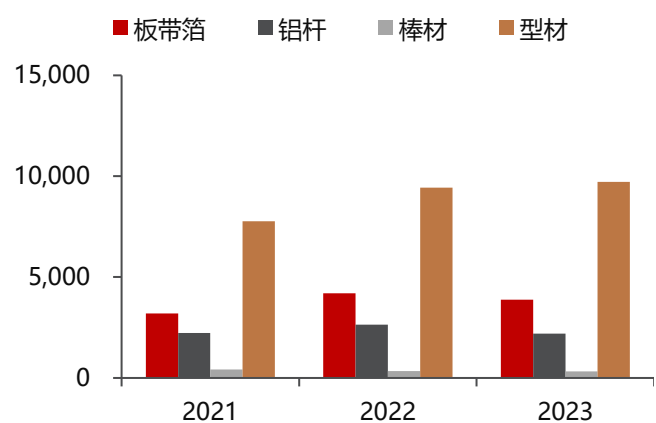
利: 2023 年公司板带箔/铝杆/棒材/型材吨毛利分别为 732/485/344/5948 元, 同比-12.14%/+4.09/-8.53%/-6.82%, 板带箔/铝杆/棒材/型材/结构件毛利率分别为 3.87%/2.86%/2.30%/19.86%/-3.81%, 同比-0.25/+0.31/-0.06/-0.72/+4.24pct。

图7: 公司主要产品产量 (单位: 万吨)


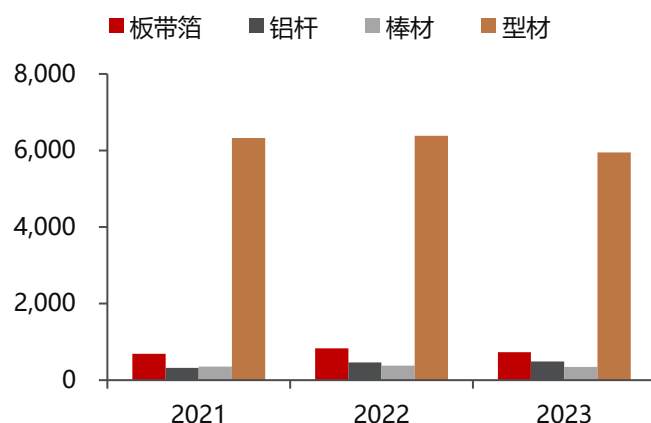
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 公司主要产品加工费 (单位: 元/吨)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

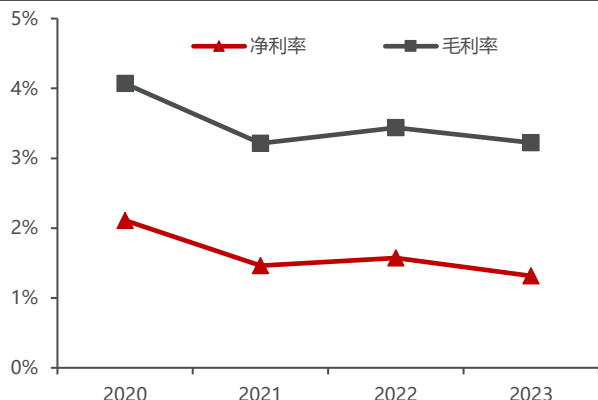
图9: 公司主要产品制造成本 (单位: 元/吨)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

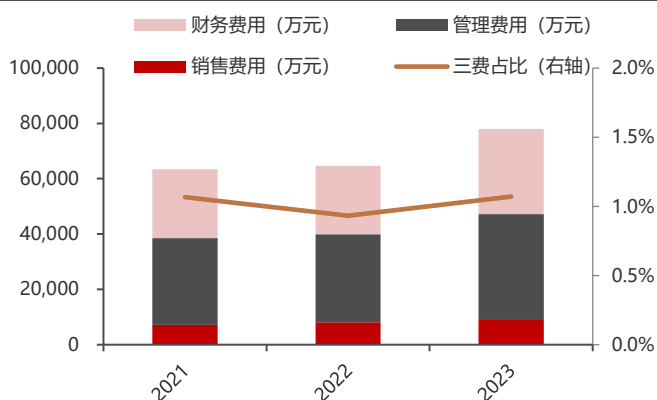
图10: 公司主要产品制造毛利 (单位: 元/吨)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

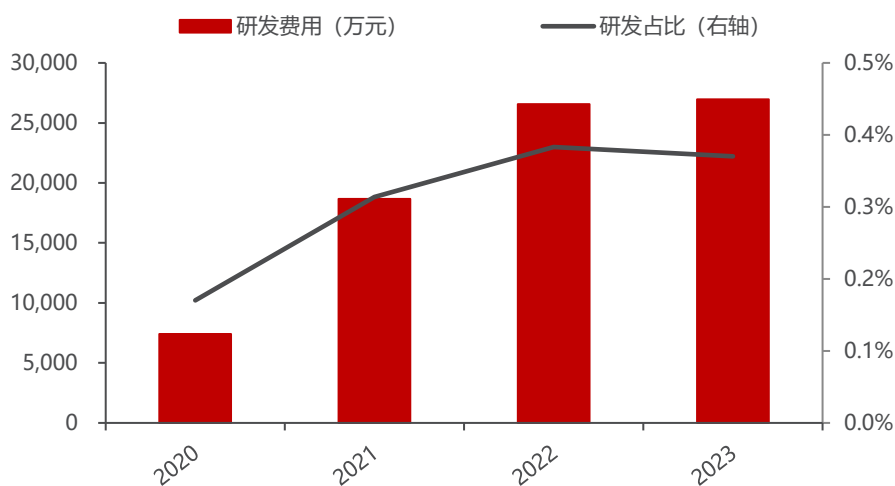
三费增长, 净利率有所下滑。公司 2023 年三费费用 7.8 亿元, 同比上涨 20.66%, 三费费率 1.07%, 同比增加 0.14pct。其中销售费用 0.92 亿元, 同比增长 13.55%; 管理费用 3.79 亿元, 同比增加 19.34%; 财务费用 3.08 亿元, 同比上涨 24.68%; 2023 年公司研发费用 2.7 亿元, 同比上升 1.5%, 研发费率 0.37%, 同比下降 0.01pct。公司毛利率、净利率为 3.22%和 1.31%, 同比分别下降 0.26 pct 和 0.22pct。

图11: 2023 年公司毛利率同比下降 0.26pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2023 年公司三费费率同比上涨 0.14pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

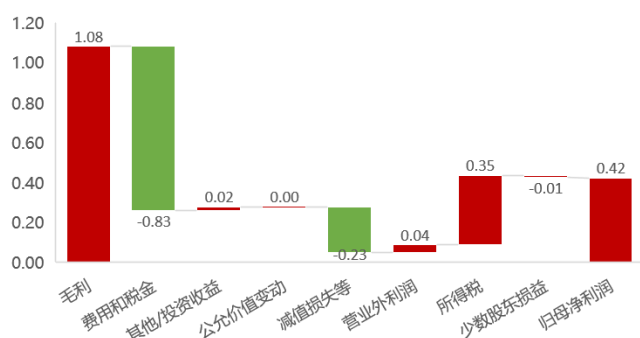
图13: 2023 年公司研发费用同比下降 0.01pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

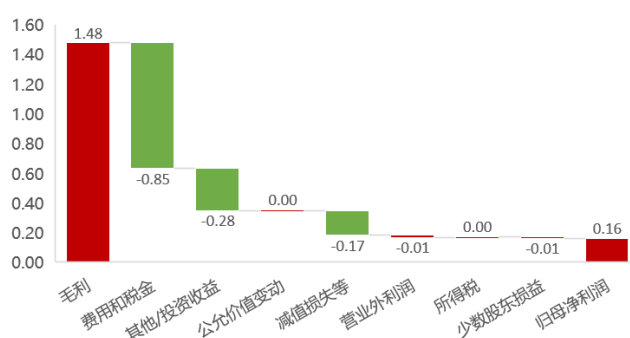
3 2024Q1 业绩: 同环比均实现增长

2024Q1, 公司归母净利润同环比均有所上涨。环比来看, 主要增利项: 毛利 (+1.08 亿元), 其他/投资收益 (+0.02 亿元), 营业外利润 (+0.04 亿元), 所得税 (+0.35 亿元); 主要减利项: 费用和税金 (-0.83 亿元, 主要在于研发费用环比增加 0.97 亿元), 减值损失等 (-0.23 亿元), 少数股东损益 (-0.01 亿元)。

同比来看, 主要增利项: 毛利 (+1.48 亿元), 所得税 (+0.002 亿元); 主要减利项: 费用和税金 (-0.85 亿元, 主要在于研发费用同比减少 0.69 亿元), 其他/投资收益 (-0.28 亿元), 减值损失等 (-0.17 亿元), 营业外利润 (-0.01 亿元), 少数股东损益 (-0.01 亿元)。

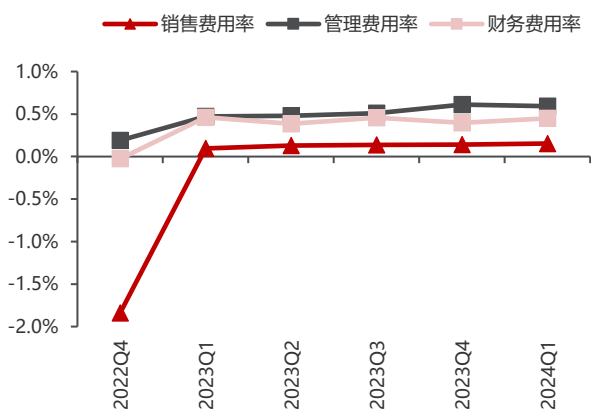
图14: 2024Q1, 公司归母净利润环比增加 0.42 亿元 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

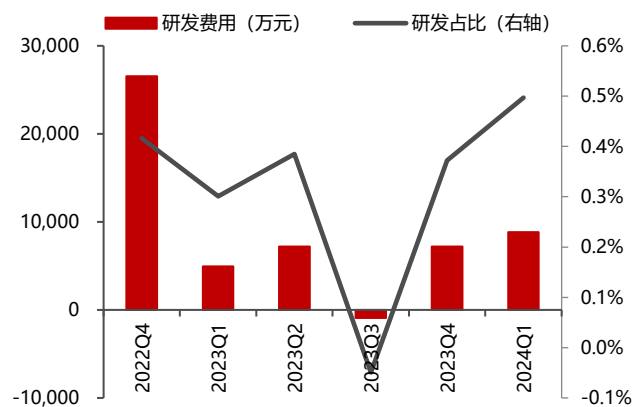
图15: 2024Q1, 公司归母净利润同比增加 0.16 亿元 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

三费管控稳定, 研发费用显著增加。从费用率来看, 公司三费率表现相对平稳, 2024Q1 公司销售费用率环比上升 0.01pct, 管理费用率和财务费用率基本不变。2024Q1 公司研发费用 0.88 亿元, 环比增加 22.6%, 同比增加 78.11%, 研发费率 0.5%, 环比上升 0.1pct。

图16: 2024Q1, 三费率环比上升 0.01pct


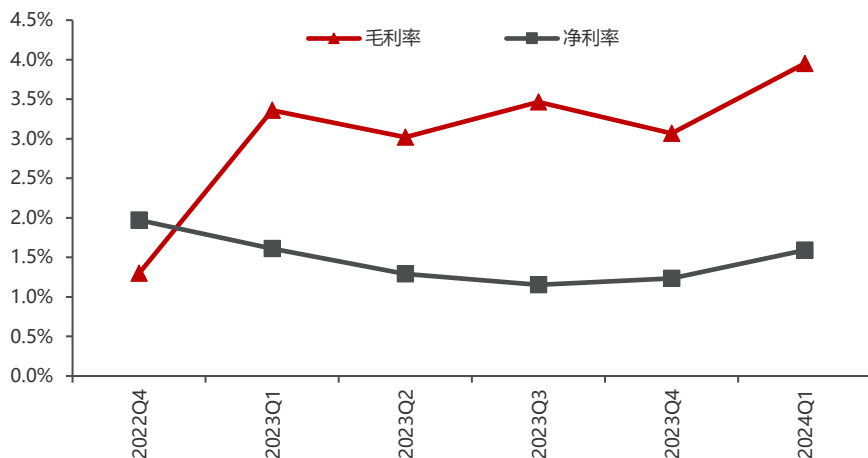
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2024Q1, 研发费用环比上升 22.6%


资料来源: wind, 民生证券研究院

Q1 盈利能力提升, 毛利率同比增加 0.99pct。2024Q1 公司毛利率、净利率为 3.95%和 1.59%, 同比分别上涨 0.59pct、下降 0.02pct, 环比分别上涨 0.88pct 和 0.35pct。

图18: 2024Q1 公司毛利率净利率均有所上涨



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 全球化及产品高端化调整, 铝加工龙头的“再发展”

加速全球化及产品高端化布局。公司通过扩大汽车轻量化型材、3C 消费电子型材、铝杆线缆系列产品产能的布局, 在山东、江苏、内蒙、云南均加大产能建设、加快投产速度, 并在越南、墨西哥新建工厂, 加速全球布局的步伐, 有效发挥生产基地的区位及资源优势, 快速全方位的满足下游客户需求, 提升客户粘性 & 信任度。从产品盈利能力看, 3C 消费电子型材及汽车轻量化相关铝合金材料高于铝棒、板带箔等业务, 随着产品往高端化及全球化布局加速, 公司整体盈利能力有望增强。

表1: 公司海外项目情况

项目	投资额 (万元)	工程进度	资金来源
越南 3C 消费电子型材等项目	136662	22%	自筹
墨西哥汽车轻量化铝合金材料等项目	140526	20%	自筹

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

提高绿铝原料占比, 增强长期综合竞争力。公司提前布局内蒙、云南等地区项目, 充分发挥当地水电铝、风光电铝资源。2023 年与格朗吉斯共同在云南开展建设年产 32 万吨新能源汽车轻量化铝合金材料项目, 预计 2024 年投产使用。公司充分利用控股股东在内蒙的优质绿电铝资源, 持续提升绿电铝占原材料的占比, 计划于 2026 年底实现占比达到 50% 以上。2023 年公司采购绿电铝 42.52 万吨, 云南创新计划于 2025 年底增加水电铝生产的铝合金圆铸棒产能达到 60

万吨，2030 年底达到 90 万吨，大大提升原材料中绿色铝的占比，把握绿色循环经济发展机遇，进一步扩大绿色能源的优势，以满足汽车轻量化、3C 消费电子等国内外头部客户对上游厂商清洁能源以及低碳发展的要求，长期持续提升公司综合竞争力。

表2：公司云南、内蒙主要项目情况

项目	投资额 (万元)	工程进度	资金来源
云南创格年产 38 万吨新能源汽车轻量化项目	118065	16%	借款、自筹
内蒙古创新轻量化年产 10 万吨交通运输轻量化铝合金零部件及 IT 配件项目	76500	19%	自筹
云南创新年产 120 万吨轻质高强铝合金材料项目	91524	11%	募集资金、自筹

资料来源：公司公告，民生证券研究院

扩张再生铝产能，提升产品成本优势。再生铝通行定价机制为在长江铝现货等公开市场报价上，结合该批次再生铝具体成分与状态，给予一定程度的折率(折率通常在 70%-95%之间)，因而以再生铝为原料，可一定程度节约直接材料成本，公司持续扩张再生铝产能，提升产品成本优势。2023 年公司综合循环利用再生铝 101.39 万吨，其中回收再生铝 69.89 万吨，自有产线回用铝 31.50 万吨，公司引进多条进口再生铝回收处理生产线，预计 2024 年安装完毕后，公司再生铝的处理能力将达到 205 万吨。

表3：公司再生铝项目情况

项目	投资额 (万元)	工程进度	资金来源
创源再生年产 50 万吨高品质再生铝合金项目	87621	36%	借款、自筹

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：精废价差走势 (单位：元/吨)


资料来源：SMM，民生证券研究院

龙头客户保证下游需求。公司产品类别丰富,在铝棒、铝板带箔、铝杆线缆、铝合金型材等领域连续多年市场占有率居国内外前列,连续多年进入苹果公司全球核心供应商序列。2023年公司铝合金圆铸锭销量为324.91万吨,国内和全球市场占有率分别为11.25%和8.43%,均排名第一;2023年公司3C电子铝型材全国市场占有率6.44%(排名前三);2023年公司铝线材国内市场占有率为14.72%(排名前三)。公司大力布局汽车轻量化业务,已通过比亚迪、宁德时代、小米、奔驰、宝马、奥迪等知名汽车厂商认证,产品份额不断提升。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们将公司主营业务分为板带箔、铝杆、棒材、型材、结构件和其他业务进行拆分预测。

铝价成本：铝加工行业通常采用“铝基准价+加工费”作为定价模式。由于公司部分产品采用绿铝作为原料，因此以公司营收占比主要来源棒材板块作为参考。根据 2021-2023 年公开披露数据用棒材均价与加工费差值计算折算铝价成本，参考近年数据并结合公司绿铝处理能力逐步增强的现状，以 87%的折算比例推断 2024-2026 年铝价成本约为 15398 元/吨。

表4：2024-2026 年折算铝价成本预测

单位：元/吨	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
铝价成本	19936	18700	18700	20000	20000	20000
不含税铝价成本	17642	16548	16549	17699	17699	17699
折算成本（以棒材 单价-加工费折算）	14613	15200	14294	15398	15398	15398
折算比例	82.83%	91.85%	86.38%	87%	87%	87%

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

板带箔板块：量：参考公司产能指引并结合历史数据，预计 2024-2026 年板带箔产量为 55、65、70 万吨；**加工费与制造成本：**公司近两年成本与加工费持续下降，预计未来三年加工费在 4600-4500 元/吨，制造成本 3875-3800 元/吨；**毛利：**根据“铝价+加工费”定价模式，预计公司 2024-2026 年板带箔吨毛利为 725-700 元。**收入：**综合以上分析，预计 2024-2026 年公司板带箔收入将达到 109.99/129.66/139.29 亿元。

表5：2024-2026 年板带箔板块业绩预测

单位：元/吨	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
单价	18497	20235	18906	19998	19948	19898
成本	17807	19402	18174	19273	19248	19198
加工费	3884	5035	4612	4600	4550	4500
制造成本	3194	4202	3880	3875	3850	3800
吨毛利	690	833	732	725	700	700
产量（万吨）	51.65	50.27	55.15	55	65	70
销量（万吨）	52.17	49.62	50.7	55.00	65.00	70.00
收入（亿元）	96.50	100.41	95.85	109.99	129.66	139.29
成本（亿元）	92.90	96.27	92.14	106.00	125.11	134.39

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

铝杆板块：量：根据 2024 年 2 月公司产能指引，2025 年板带箔产量有望达到 100 万吨，结合 2023 年产销量数据并进行平滑处理，预计 2024-2026 年铝杆产量为 85、100、100 万吨；**加工费与制造成本：**考虑下游行业竞争加剧，预计未来三年加工费在 2650-2600 元/吨，制造成本 2200-2100 元/吨；**毛利：**预计公司 2024-2026 年铝杆吨毛利为 450/450/500 元。**收入：**综合以上分析，预计 2024-2026 年公司铝杆收入将达到 144.39/161.98/179.98 亿元。

表6：2024-2026 年铝杆板块业绩预测

单位：元/吨	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
单价	17167	18310	16976	18048	17998	17998
成本	16846	17844	16492	17598	17548	17498
加工费	2553	3110	2682	2650	2600	2600
制造成本	2233	2645	2198	2200	2150	2100
吨毛利	321	466	485	450	450	500
产量 (万吨)	44.30	49.74	67.1	85	100	100
销量 (万吨)	43.71	49.77	66.98	80.00	90.00	100.00
收入 (亿元)	75.04	91.13	113.71	144.39	161.98	179.98
成本 (亿元)	73.63	88.81	110.46	140.79	157.93	174.98

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

棒材板块：公司棒材产品最终供应于苹果、联想、戴尔、比亚迪电子等众多知名企业，竞争能力较强。**量：**预计 2024-2026 年公司棒材产量为 370/400/420 万吨；**加工费与制造成本：**公司棒材加工费持续下滑，考虑棒材产能扩张产品固定成本下降，预计未来三年加工费在为 640/620/620 元/吨，制造成本 300/280/280 元/吨；**毛利：**预计公司 2024-2026 年棒材吨毛利为 340 元。**收入：**综合以上分析，预计 2024-2026 年公司板带箔收入将达到 577.38/640.73/672.77 亿元。

表7：2024-2026 年棒材板块业绩预测

单位：元/吨	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
单价	15384	15910	14959	16038	16018	16018
成本	15034	15533	14614	15698	15678	15678
加工费	771	710	665	640	620	620
制造成本	421	333	320	300	280	280
吨毛利	351	377	344	340	340	340
产量 (万吨)	267.34	312.22	340.93	370	400	420
销量 (万吨)	254.28	291.33	324.91	360.00	400.00	420.00
收入 (亿元)	391.19	463.50	486.02	577.38	640.73	672.77
成本 (亿元)	382.28	452.53	474.83	565.14	627.13	658.49

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

型材板块：公司铝型材的生产保持较快的增长速度，汽车轻量化型材板块经过两年多的建设运营，已进入多家国内外知名整车厂商核心供应链。**量：**预计2024-2026年公司型材产量为11/15/19万吨；**加工费与制造成本：**公司型材加工费较高，根据公司加工费下滑预期，预计未来三年加工费在14500/14000/13500元/吨，制造成本9000/8750/8500元/吨；**毛利：**预计公司2024-2026年型材吨毛利为5500/5250/5000元。**收入：**综合以上分析，预计2024-2026年公司板带箔收入将达到32.89/47.04/57.80亿元。

表8：2024-2026年型材板块业绩预测

单位：元/吨	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
单价	28697	31015	29955	29898	29398	28898
成本	22374	24632	24007	24398	24148	23898
加工费	14083	15815	15661	14500	14000	13500
制造成本	7761	9432	9713	9000	8750	8500
吨毛利	6323	6383	5948	5500	5250	5000
产量(万吨)	7.54	9.98	8.78	11	15	19
销量(万吨)	7.42	9.62	8.35	11	16	20
收入(亿元)	21.29	29.84	25.01	32.89	47.04	57.80
成本(亿元)	16.60	23.70	20.05	26.84	38.64	47.80

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

结构件板块及其他业务：公司结构件业务自2022年略有亏损，随着高强耐蚀汽车结构件用铝合金材料生产工艺研发逐步推进，预计未来结构件产品盈利能力有望修复，预计2024-2026年结构件收入为2.1/2.15/2.2亿元。预计公司其他业务收入6/6.05/6.1亿元。

表9：2024-2026年结构件业绩预测

单位：亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2.01	2.24	1.95	2.1	2.15	2.2
成本	1.78	2.32	2.11	2	2.1	2.15

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

表10：2024-2026年其他业务业绩预测

单位：亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	13.40	6.37	5.81	6.00	6.05	6.10
成本	0.04	5.95	5.38	5.60	5.70	5.80

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

估值分析: 我们选取铝加工行业且在新能源板块有主要业务布局的明泰铝业, 华峰铝业和立中集团作为可比公司。1) 明泰铝业作为铝板带箔加工生产企业重点开发新能源、汽车轻量化领域, 产品包括但不限于电池箔、电池壳、电池托盘、水冷板, 直接或间接供应于比亚迪、蔚来、北汽、长城、特斯拉、上汽、宇通客车、中集车辆等一线车企, 具备参考价值; 2) 华峰铝业作为铝热传输龙头企业深耕于铝压延加工行业, 其铝热传输材料产品以电池壳和水冷板为代表主要供向新能源汽车领域, 现有产能 35 万吨/年; 3) 立中集团拥有立中合金、立中车轮、四通新材和立中化工四大板块, 生产铸造铝合金、变形铝合金、铝合金车轮等产品, 目前已布局新能源汽车轻量化市场, 与众多头部新能源车企合作, 具有一定可比性。

以 5 月 22 日收盘价测算, 可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 14/12/10 倍, 创新新材 2024-2026 年平均 PE 为 15/13/11, 略高于可比公司 PE 平均值。公司提前布局内蒙、云南等地区项目, 充分发挥当地水电铝、风光电铝资源, 此外在海外布局相关产能。叠加 2024 年公司引进的多条进口再生铝回收处理生产线安装完毕, 公司再生铝的处理能力将达到 205 万吨, 因此在产量与成本共同作用下创新新材具有一定估值空间。

表11: 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)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601677.SH	明泰铝业	13.16	1.13	1.23	1.41	1.58	12	11	9	8
601702.SH	华峰铝业	19.08	0.90	1.15	1.40	1.61	21	17	14	12
300428.SZ	立中集团	20.60	0.97	1.38	1.72	2.12	21	15	12	10
平均 PE							18	14	12	10
600361.SH	创新新材	4.19	0.22	0.28	0.33	0.37	19	15	13	11

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; (注: 明泰铝业数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 5 月 22 日)

5.3 投资建议

随着公司高端化及全球化调整推进, 叠加再生铝处理能力逐步提高, 成本优势显现, 我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 12.33 亿元、14.40 亿元和 16.13 亿元, 对应现价的 PE 分别为 15、13 和 11 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 项目投产进度不及预期。公司现与格朗吉斯开展云南 32 万吨新能源汽车轻量化铝合金材料项目，若投产进度不及预期将对公司业绩产生不利影响。

2) 铝制品下游需求不及预期。公司产品应用于 3C 消费电子、汽车轻量化、建筑工业、新能源等领域，若下游需求不及预期则会对公司利润产生不利影响。

3) 加工费大幅下滑。公司采用“铝价+加工费”定价模式，若出现市场竞争加剧等情况，可能导致加工费下滑，对公司的盈利能力造成负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	72,844	87,274	98,761	105,813
营业成本	70,497	84,636	95,661	102,410
营业税金及附加	135	144	163	175
销售费用	92	100	119	129
管理费用	379	406	464	497
研发费用	270	279	316	339
EBIT	1,583	1,813	2,097	2,317
财务费用	308	280	283	288
资产减值损失	-14	-4	-4	-2
投资收益	-39	-9	10	11
营业利润	1,240	1,521	1,821	2,040
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	1,242	1,522	1,823	2,041
所得税	284	289	383	429
净利润	958	1,233	1,440	1,613
归属于母公司净利润	958	1,233	1,440	1,613
EBITDA	2,074	2,347	2,708	2,989

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,500	4,810	4,947	5,241
应收账款及票据	2,604	2,998	3,224	3,514
预付款项	288	423	336	307
存货	3,632	4,022	4,381	4,834
其他流动资产	632	796	849	794
流动资产合计	11,656	13,048	13,736	14,689
长期股权投资	282	282	282	282
固定资产	4,711	6,011	7,011	7,845
无形资产	1,014	1,014	1,014	1,014
非流动资产合计	8,259	9,234	10,034	10,734
资产合计	19,916	22,282	23,770	25,423
短期借款	4,651	5,051	5,251	5,451
应付账款及票据	966	1,646	1,860	1,991
其他流动负债	1,419	2,772	2,776	2,917
流动负债合计	7,036	9,469	9,887	10,360
长期借款	2,105	1,105	1,105	1,105
其他长期负债	498	491	491	491
非流动负债合计	2,602	1,596	1,596	1,596
负债合计	9,639	11,065	11,483	11,955
股本	4,336	4,336	4,336	4,336
少数股东权益	147	147	147	147
股东权益合计	10,277	11,218	12,287	13,468
负债和股东权益合计	19,916	22,282	23,770	25,423

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.08	19.81	13.16	7.14
EBIT 增长率	-0.45	14.51	15.69	10.45
净利润增长率	-12.10	28.74	16.77	12.01
盈利能力 (%)				
毛利率	3.22	3.02	3.14	3.22
净利润率	1.31	1.41	1.46	1.52
总资产收益率 ROA	4.81	5.53	6.06	6.34
净资产收益率 ROE	9.46	11.14	11.86	12.11
偿债能力				
流动比率	1.66	1.38	1.39	1.42
速动比率	1.02	0.85	0.85	0.86
现金比率	0.64	0.51	0.50	0.51
资产负债率 (%)	48.40	49.66	48.31	47.03
经营效率				
应收账款周转天数	10.82	9.64	9.42	9.67
存货周转天数	17.22	16.28	15.81	16.20
总资产周转率	3.96	4.14	4.29	4.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.28	0.33	0.37
每股净资产	2.34	2.55	2.80	3.07
每股经营现金流	0.13	0.39	0.47	0.51
每股股利	0.07	0.09	0.10	0.11
估值分析				
PE	19	15	13	11
PB	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.46	10.12	8.77	7.95
股息收益率 (%)	1.67	2.04	2.38	2.66

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	958	1,233	1,440	1,613
折旧和摊销	491	534	611	672
营运资金变动	-1,242	-399	-335	-389
经营活动现金流	582	1,694	2,038	2,220
资本开支	-2,310	-1,491	-1,368	-1,326
投资	1	7	0	0
投资活动现金流	-2,307	-1,490	-1,359	-1,316
股权募资	1,632	0	0	0
债务募资	733	739	200	200
筹资活动现金流	3,256	106	-542	-611
现金净流量	1,524	309	138	293

插图目录

图 1: 2023 年, 公司营收同比增长 5.08%	3
图 2: 2023 年, 公司归母净利润同比减少 12.04%	3
图 3: 2024Q1, 公司营收同比上升 7.78%	3
图 4: 2024Q1, 公司归母净利润同比增加 6.02%	3
图 5: 2023 年, 公司棒材营收占比 66.7% (单位: 亿元)	4
图 6: 2023 年, 公司棒材毛利占比 47.7% (单位: 亿元)	4
图 7: 公司主要产品产量 (单位: 万吨)	5
图 8: 公司主要产品加工费 (单位: 元/吨)	5
图 9: 公司主要产品制造成本 (单位: 元/吨)	5
图 10: 公司主要产品制造毛利 (单位: 元/吨)	5
图 11: 2023 年公司毛利率同比下降 0.26pct	6
图 12: 2023 年公司三费费率同比上涨 0.14pct	6
图 13: 2023 年公司研发费用同比下降 0.01pct	6
图 14: 2024Q1, 公司归母净利润环比增加 0.42 亿元 (单位: 亿元)	7
图 15: 2024Q1, 公司归母净利润同比增加 0.16 亿元 (单位: 亿元)	7
图 16: 2024Q1, 三费费率环比上升 0.01pct	7
图 17: 2024Q1, 研发费用环比上升 22.6%	7
图 18: 2024Q1 公司毛利率净利率均有所上涨	8
图 19: 精废价差走势 (单位: 元/吨)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司海外项目情况	8
表 2: 公司云南、内蒙主要项目情况	9
表 3: 公司再生铝项目情况	9
表 4: 2024-2026 年折算铝价成本预测	11
表 5: 2024-2026 年板带箔板块业绩预测	11
表 6: 2024-2026 年铝杆板块业绩预测	12
表 7: 2024-2026 年棒材板块业绩预测	12
表 8: 2024-2026 年型材板块业绩预测	13
表 9: 2024-2026 年结构件业绩预测	13
表 10: 2024-2026 年其他业务业绩预测	13
表 11: 可比公司 PE 数据对比	14
公司财务报表数据预测汇总	16

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。	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
	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