

产品量价齐升，各板块产能齐头并进

2022 年 08 月 31 日

► **事件：公司发布 2022 半年报：**2022H1，公司实现营收 56.1 亿元，同比增长 33.5%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 36.4%；扣非归母净利 1.49 亿元，同比增长 8.4%。2022Q2，公司实现营收 28.07 亿元，同比增长 10.6%、环比增长 0.2%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 11%、环比减少 32.5%；扣非归母净利 0.52 亿元，同比减少 17.8%、环比减少 46.1%。业绩符合业绩快报。

► **2022H1 归母净利同比增长 5657.03 万元**，主要得益于其他收益（主要为税费返还和政府补助）同比增加了 8198.7 万元，以及应收账款和应收票据余额减少，冲减坏账，使得信用减值损失同比减少 3186 万元。2022H1，公司产品虽量价齐升，但成本增量更大，毛利同比减少 3908.36 万元。①**价：**2022H1 公司铝合金锭销售均价为 16419.5 元/吨，同比增加 1387.37 元/吨。②**量：**2022H1，公司铝合金锭销量为 30.44 万吨，同比增加 10.25%。③**成本：**2022H1，公司铝合金锭平均成本为 15700.2 元/吨，同比增加 1649.1 元/吨。

► **单季度来看**，归母净利润环比增加 8549.2 万元。增利点主要有毛利（+8785 万元）、其他/投资收益（+4660 万元）、公允价值变动（+1223 万元）和减值损失等（+880 万元）。①**价：**ADC12 铝合金锭 Q2 市场均价为 21041 元/吨，同比涨 13.1%，环比降 2.56%。②**量：**截至上半年底，公司销量完成全年目标的 42.28%，未能全额完成计划，主要原因一是 Q2 铝价阶段性下行、部分客户延缓采购节奏；二是 4-5 月华东区域物流不畅及广东基地临时性停产；三是湖北生产基地新增的变形铝合金产能在建设期内，重庆奥博技术改造仍在进行，暂未投产。减利点主要包括费用和税金（-6564 万元），原因是社保减免、缴纳政策及薪酬的调整以及贷款利息支出和贴现息的增加，和少数股东损益（-383 万元）。

► **产能扩张持续进行。**①**铸造铝合金锭：**加快推进安徽马鞍山一期 40 万吨生产基地的建设工作，确保在 2022Q4 约 10 万吨产能装置陆续投产。②**变形铝合金锭：**公司将在现有业务基础上，加快推进湖北顺博 15 万吨变形系铝棒项目的设备建设安装进度，力争在 2022Q4 实现部分量产；积极推进安徽马鞍山二期 50 万吨项目的土地和环评等前期工作，力争项目早日开工、在 2023 年部分产能装置投入试运行。③**铝灰危废利用项目：**重庆大足区项目已取得批复，湖北襄阳和安徽马鞍山的项目也正在积极开展项目环境影响评价、安全评价等前期手续。预计随着该等项目的陆续实施推进，将为公司未来发展打开新的业务增长空间。

► **投资建议：**公司已初步形成了辐射西南地区、华南地区、华东地区及华中区域等再生铝主要消费市场的经营网络，新生产基地逐步投产，销量稳定增长，盈利确定性强。我们预计公司 2022-2024 年归母净利为 4.41、5.87 和 6.67 亿元，对应 8 月 30 日收盘价的 PE 分别为 16、12 和 11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**铝价持续下行，环保政策趋严，下游需求及项目投产不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9985	13694	16335	19382
增长率（%）	105.1	37.2	19.3	18.7
归属母公司股东净利润（百万元）	342	441	587	667
增长率（%）	74.7	28.9	33.0	13.6
每股收益（元）	0.78	1.00	1.34	1.52
PE	21	16	12	11
PB	3.3	2.7	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.38 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1. 民生金属 2022 年年度策略系列报告之工业金属篇：稳增长发力，供需有望共振

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	9985	13694	16335	19382
营业成本	9427	12759	15147	17981
营业税金及附加	46	68	73	91
销售费用	24	137	147	174
管理费用	58	164	180	213
研发费用	0	0	0	0
EBIT	491	566	788	923
财务费用	59	98	157	217
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	3	7	8	10
营业利润	434	640	836	950
营业外收支	5	2	1	1
利润总额	439	641	838	951
所得税	53	128	159	181
净利润	386	513	679	771
归属于母公司净利润	342	441	587	667
EBITDA	550	666	921	1090

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	410	451	496	546
应收账款及票据	2436	3184	3866	4583
预付款项	250	383	454	529
存货	835	1262	1515	1757
其他流动资产	143	895	1609	2332
流动资产合计	4074	6174	7940	9747
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	651	830	1088	1422
无形资产	128	152	166	181
非流动资产合计	940	1166	1767	2347
资产合计	5014	7340	9707	12094
短期借款	1864	3341	4759	6057
应付账款及票据	516	816	950	1111
其他流动负债	220	307	343	380
流动负债合计	2601	4464	6052	7548
长期借款	10	230	100	210
其他长期负债	67	-203	27	37
非流动负债合计	77	27	127	247
负债合计	2677	4491	6179	7796
股本	439	439	439	439
少数股东权益	147	219	311	415
股东权益合计	2337	2849	3528	4299
负债和股东权益合计	5014	7340	9707	12094

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	105.07	37.15	19.28	18.65
EBIT 增长率	76.34	15.24	39.37	17.11
净利润增长率	74.74	28.93	33.04	13.56
盈利能力 (%)				
毛利率	5.59	6.83	7.27	7.23
净利率	3.87	3.75	4.15	3.98
总资产收益率 ROA	6.82	6.01	6.05	5.51
净资产收益率 ROE	15.63	16.77	18.24	17.16
偿债能力				
流动比率	1.57	1.38	1.31	1.29
速动比率	1.15	1.01	0.99	0.99
现金比率	0.16	0.10	0.08	0.07
资产负债率 (%)	53.40	61.18	63.66	64.46
经营效率				
应收账款周转天数	75.35	77.05	77.66	77.07
存货周转天数	32.34	36.10	36.50	35.67
总资产周转率	1.99	1.87	1.68	1.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	1.00	1.34	1.52
每股净资产	4.99	5.99	7.33	8.85
每股经营现金流	-2.21	-1.38	-0.51	-0.11
每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	21	16	12	11
PB	3.3	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.85	15.17	12.57	11.88
股息收益率 (%)	0.26	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	386	513	679	771
折旧和摊销	60	101	133	167
营运资金变动	-1447	-1314	-1191	-1200
经营活动现金流	-969	-605	-226	-50
资本开支	-91	-313	-720	-732
投资	-62	-372	-371	-371
投资活动现金流	-335	-677	-1083	-1094
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1330	1427	1518	1418
筹资活动现金流	1187	1322	1354	1194
现金净流量	-116	41	45	50

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