

顺博合金

002996.SZ

审慎增持 (首次)

再生铝合金锭生产商 扩产完善华中及华南区域布局

2020年8月13日

市场数据

市场数据日期

收盘价(元)

总股本(百万股)

流通股本(百万股)

总市值(百万元)

流通市值(百万元)

净资产(百万元)

总资产(百万元)

每股净资产

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4353	4515	4846	5847
同比增长(%)	2.45%	3.72%	7.32%	20.65%
净利润(百万元)	168	218	238	283
同比增长(%)	17%	29.4%	9.5%	18.6%
毛利率(%)	7.33%	7.07%	7.02%	6.88%
净利率(%)	4.04%	4.82%	4.92%	4.84%
净资产收益率(%)	13.2%	14.1%	13.4%	13.7%
每股收益(元)	0.38	0.50	0.54	0.64
每股经营现金流(元)	0.37	1.21	0.50	0.42

相关报告

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

研究助理:

王琪

wangqi19@xyzq.com.cn

于嘉懿

yujiayi@xyzq.com.cn

投资要点

- **产能、产量优势明显，募投产能强化公司市场占有率。**公司主营再生铝合金锭，2016-2019年国内产量排名第4。公司在重庆、广东清远、江苏溧阳拥有生产基地，产品主要销往西南、华南、华东等地区，2019年铝合金锭产能达到40.27万吨。
- **上游供应充足叠加下游行业需求增长，再生铝前景广阔。**①**上游供给：**废铝进口受限，但随着国内铝制品报废高峰期到来，我国废铝社会保有量有望迅速增长；②**行业格局：**再生铝行业受到节能环保及资源节约政策的鼓励和推动，目前行业集中度较低；③**下游需求：**我国汽车市场仍具增长潜力，特别是新能源汽车的发展有望为汽车市场注入新动力，轻量化趋势下，单车用铝有望持续提升，助力再生铝锭需求扩张，此外，通信、消费电子领域有望充分受益于5G建设加速，需求高增长可期。
- **竞争优势：区域布局多元化，费用控制更优。**公司生产区域布局多元化，有利于拓展销售市场；产品销售区域多元化，有利于分散不同销售区域的市场风险。相较于可比公司怡球资源，公司销售费用率和管理费用率更低，财务费用率变化更加稳定。
- **扩建再生铝产能，完善华中及华南区域布局。**公司拟募资3.85亿元，全部用于年产20万吨铝合金锭的湖北襄阳生产基地的建设和运营，定位于华中地区以及广东省，建设期18个月，建成投产后，以产能利用率83.47%计，铝合金锭年均产量预计增加16.69万吨，预计年新增营业收入198,221.71万元，新增净利润7,352.73万元，增厚每股收益0.17元。
- **盈利预测与评级：**预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.18亿元、2.38亿元和2.83亿元，EPS分别为0.50元、0.54元和0.64元。首次覆盖，给予公司“审慎增持”评级。

风险提示：下游需求低迷；铝价大幅下跌；行业竞争加剧；募投项目建设进度不及预期



目 录

1、国内再生铝领域的领先企业	- 4 -
2、上游供应充足叠加下游行业需求增长，再生铝前景广阔	- 5 -
2.1、上游供给：国内铝制品或逐步迎来报废高峰期	- 6 -
2.2、行业格局：节能环保及资源节约政策推动，行业集中度较低	- 7 -
2.3、需求：汽车轻量化助力需求扩张，通信、电子需求高增长可期	- 10 -
3、业绩稳健增长，多元化布局，费用控制优于同行	- 16 -
3.1、受益汽车领域销量提升，收入规模稳步增长	- 16 -
3.2、盈利能力稳定，2019 年归母净利润 1.68 亿元	- 17 -
3.3、相较于可比公司，公司费用控制更好	- 18 -
3.4、公司竞争优势：产量规模领先，区域布局多元化	- 20 -
4、募投项目：扩建再生铝产能，完善华中及华南区域布局	- 21 -
5、盈利预测	- 22 -
6、风险提示	- 22 -
图 1、公司股权结构	- 4 -
图 2、再生铝行业产业链关系图	- 5 -
图 3、再生铝合金生产工业流程图	- 6 -
图 4、我国废铝进口数量总体呈下降趋势	- 7 -
图 5、我国再生铝占原铝和再生铝总量的比例逐步增加	- 7 -
图 6、汽车用铝路线图	- 10 -
图 7、汽车惯性质量对油耗的影响	- 11 -
图 8、汽车惯性质量与 NOx 排放量的关系	- 11 -
图 9、轻型汽车产量呈总体上升趋势	- 12 -
图 10、单车用铝量逐年上升	- 12 -
图 11、测算轻型汽车再生铝用量呈上升趋势	- 13 -
图 12、铝合金在摩托车的典型应用	- 13 -
图 13、再生铝在机械设备行业的应用	- 14 -
图 14、全国移动电话基站数逐年上升	- 15 -
图 15、笔记本电脑的铝合金外壳	- 15 -
图 16、家用电器中再生铝的应用	- 15 -
图 17、公司营业收入及增速	- 16 -
图 18、公司铝合金锭产能及产销量	- 16 -
图 19、产品主要应用于汽车行业	- 17 -
图 20、分行业销量情况（吨）	- 17 -
图 21、公司归母净利润及同比增速	- 17 -
图 22、公司毛利率和净利率	- 17 -
图 23、铝合金锭产品的毛利占比约 90%	- 18 -
图 24、铝合金锭产品毛利保持稳定	- 18 -
图 25、废铝占原材料采购金额比例超 80%	- 18 -
图 26、废铝成本低于废铝市场价格	- 18 -
图 27、2019 年三费呈下降趋势	- 19 -
图 28、三费在营业收入中的占比稳中有降	- 19 -
图 29、公司销售费用率低于同业上市可比公司	- 19 -
图 30、公司管理费用率低于同业上市可比公司	- 19 -
图 31、公司财务费用率低于同业上市可比公司	- 19 -

表 1、公司主营产品及应用	- 4 -
表 2、公司主要子公司及其业务分工	- 5 -
表 3、废铝进口相关贸易政策	- 6 -
表 4、再生铝行业相关政策	- 8 -
表 5、行业进入壁垒	- 9 -
表 6、国内再生铝行业主要公司	- 10 -
表 7、中国最新排放政策要求更加严格	- 11 -
表 8、2016-2020 年整车轻量化目标	- 12 -
表 9、公司铝合金锭销售价格变化（元/吨）	- 16 -
表 10、2016-2019 年，公司铝合金锭产量及在再生铝行业中市场份额	- 20 -
表 11、公司主要技术储备	- 21 -
表 12、公司募投资金投资项目	- 22 -

报告正文

1、国内再生铝领域的领先企业

- **公司是再生铝行业的领军企业。**公司于 2003 年设立，2013 年由顺博有限整体变更为股份有限公司。公司主营再生铝合金锭，主要利用各种废铝材料，通过分选、熔炼、浇铸等生产工序，生产各种牌号的铝合金锭，用于各类压铸铝合金产品和铸造铝合金产品的生产，应用于汽车、摩托车、机械设备、通讯设备、电子电器、五金灯具等终端行业。据中国有色金属工业协会再生金属分会统计，2016-2019 年公司国内再生铝行业中产量排名第 4。公司在重庆、广东清远、江苏溧阳拥有生产基地，产品主要销往西南、华南、华东等地区，2019 年铝合金锭产能达到 40.27 万吨，募投项目预计新增产能 20 万吨。

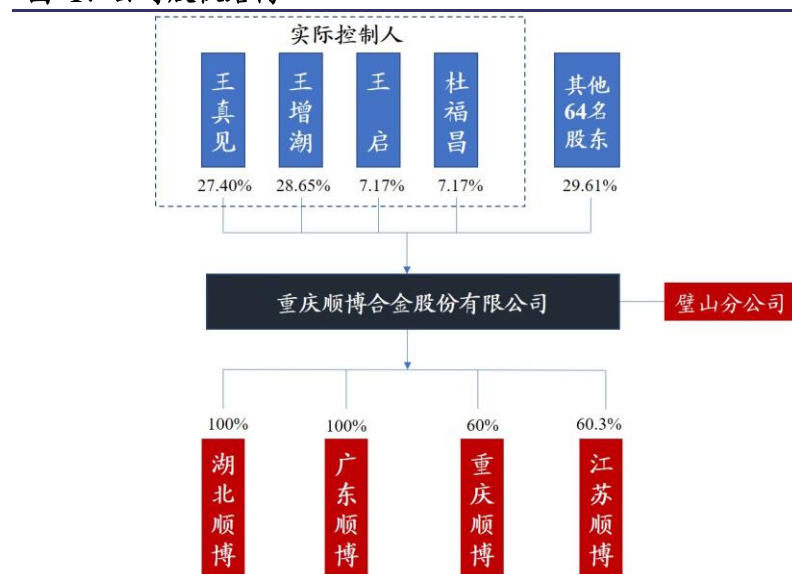
表 1、公司主营产品及应用

主营产品	产品型号	产品特点	应用
铝合金锭	ADC12	应用最广泛的再生铝产品，基本使用废铝生产	适合气缸盖罩盖、传感器支架、缸体类等制造。
	AC4B	具有优良的铸造性能	适用于制造形状结构复杂、力学性能要求高的薄壁铸件。
	A380	易于铸模，热传导好，便于机械加工，广泛地运用于各种产品，	电机设备的底盘、引擎支架、变速箱、家具、发电机和手工工具等。

资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- **王增潮、王真见、王启和杜福昌合计控制公司 70.39% 的股份，为公司控股股东及实际控制人。**王增潮持股 28.65%，为公司第一大股东，担任公司副董事长兼总经理，王真见持股 27.40%，担任公司董事长。王增潮、王真见及王启三人为兄弟关系，杜福昌是王增潮、王真见和王启的姐夫。

图 1、公司股权结构



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司目前拥有 2 家全资子公司和 2 家控股子公司。截止 2020 年 8 月公司有 2 家全资子公司广东顺博和湖北顺博，2 家控股子公司重庆博鼎和江苏顺博，均从事铝合金锭的生产和销售。

表 2、公司主要子公司及其业务分工

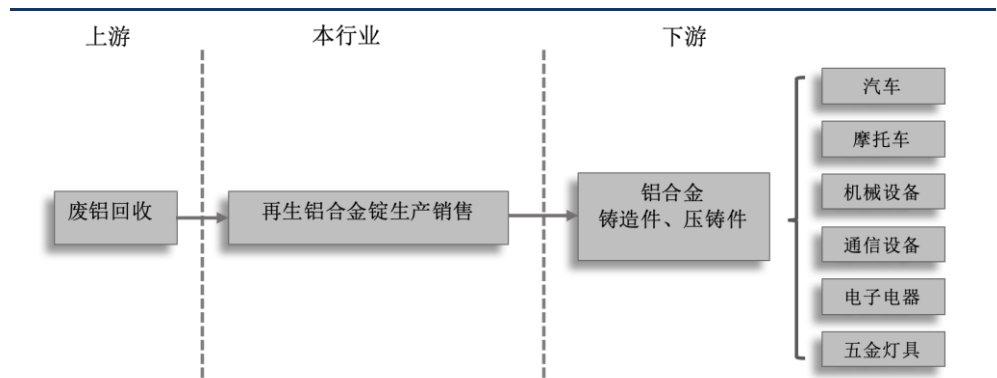
序号	子公司名称	公司性质	业务分工
1	广东顺博铝合金有限公司	全资子公司	铝合金锭的生产、销售。
2	顺博铝合金湖北有限公司	全资子公司	铝合金锭的生产、销售，目前处于投资建设期。
3	顺博合金江苏有限公司	控股子公司(公司持股 60.3%)	铝合金锭的生产、销售。
4	重庆博鼎铝业有限公司	控股子公司(公司持股 60%)	生产、销售铝合金锭。

资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2、上游供应充足叠加下游行业需求增长，再生铝前景广阔

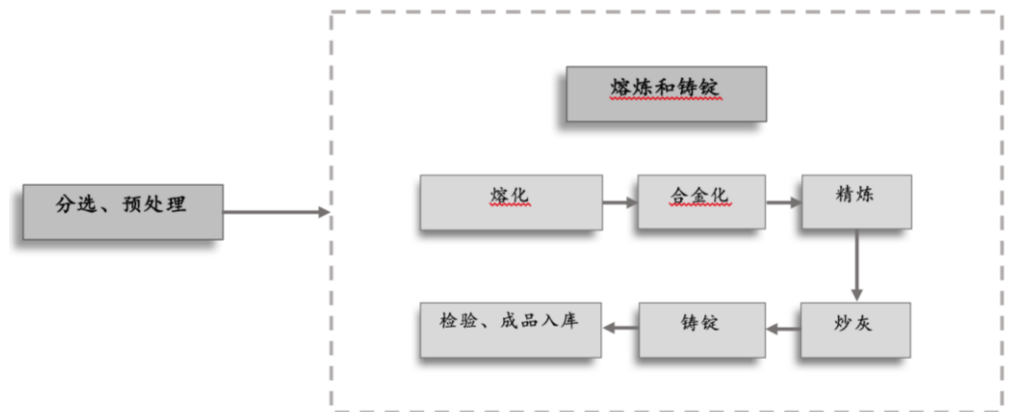
- 再生铝行业属于上游的原材料行业。其上游主要是供给废铝材料的行业，下游为铝合金压铸件和铸造件的生产企业，终端主要应用在汽车、摩托车、机械设备、通信电子和家电家具行业中。
- 再生铝合金锭的生产过程主要包括分选、预处理和熔炼、铸锭等工艺。首先需要通过分选和预处理，将原料中的塑料等非金属物质与金属物质区分开，并将金属物质中的其它金属分离并分类堆放。铝材料按配比熔化、合金化之后，需要将铝液进行精炼，以保证铝合金液品质。由上述流程中产出的熔融铝渣，会再次经过炒灰车间处理，再次分离出铝渣内少量残存铝合金液。其余精炼过后的铝液将会经过铸造或压铸，经检验合格后包装入库。
- 废铝回收利用具备显著的经济优势。由于铝金属的抗腐蚀性强，除某些铝制的化工容器和装置外，铝在使用期间几乎不被腐蚀，损失极少，可以多次重复循环利用，因此，铝具有很强的可回收性，而且使用回收的废铝生产铝合金比用原铝生产具有显著的经济优势。

图 2、再生铝行业产业链关系图



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、再生铝合金生产工业流程图



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、上游供给：国内铝制品或逐步迎来报废高峰期

- **上游废铝有“新废铝”与“旧废铝”之分**，“新废铝”是指铝制品生产过程中所产生的工艺废料和报废件。“旧废铝”是指铝制品经过消费后，从社会上回收的废铝与废铝件。一般而言，“废铝”包括旧废铝以及对外出售的新废铝。
- **废铝进口受限**。继 2018 年废铝碎料被加入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》后，2020 年 6 月 30 日，生态环境部强调，明年全面禁止固废进口，不再受理申请。公司废铝采购主要来自国内，2018 年后不再进口废铝材料。
- **随着国内铝制品报废高峰期到来，上游废铝资源社会保有量有望迅速增长**。再生铝企业原材料主要来源于报废的建筑材料、汽车、通用机械、电器、电网设施等。长期以来，我国废铝材料的来源以进口为主，广东和浙江是主要进口港。我国的铝消费量自 2003 年以来大幅增长，一般国内铝制品平均报废周期为 15-18 年，根据测算，2017 年以前国内废铝产生量以 10% 的速度增长，2017 年以后，伴随铝制品报废高峰期到来，增速有望达到 15% 以上。废铝的材料成本是再生铝合金的主要生产成本，国内废铝的社会保有量不断增长，形成价值巨大且回收成本低的“城市矿产”，同时废旧资源回收体系不断健全，有助于降低废铝的材料成本，扩大行业盈利空间。

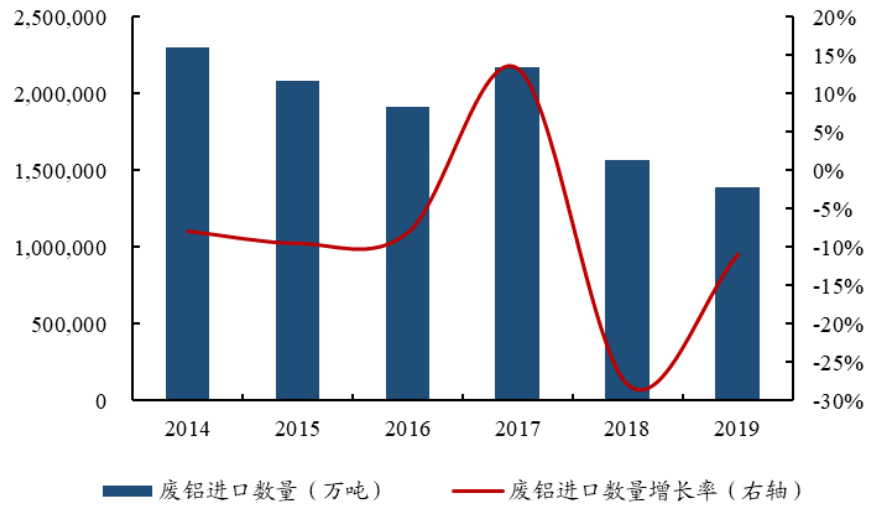
表 3、废铝进口相关贸易政策

主要政策	发布时间	颁布机构	与本行业相关政策内容
《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准-废有色金属》	2018 年 3 月	环境保护部	废有色金属夹杂物控制标准从 2% 提高到 1%。
《关于调整〈进口废物管理目录〉的公告》(2018 年第 6 号)	2018 年 4 月	国务院关税税则委员会	规定 16 个品种固体废物从限制进口调整为禁止进口，其中包括以回收铝为主的废电线、电缆、五金电器。
《关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》	2018 年 6 月	中共中央国务院	大幅减少以至停止固体废物的进口。
《限制进口类可用作原料的固体废物目录》	2018 年 12 月	生态环境部	将铝废从非限制进口调整为限制进口，2019 年 7 月开始实施。

资料来源：生态环境部官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 4、我国废铝进口数量总体呈下降趋势

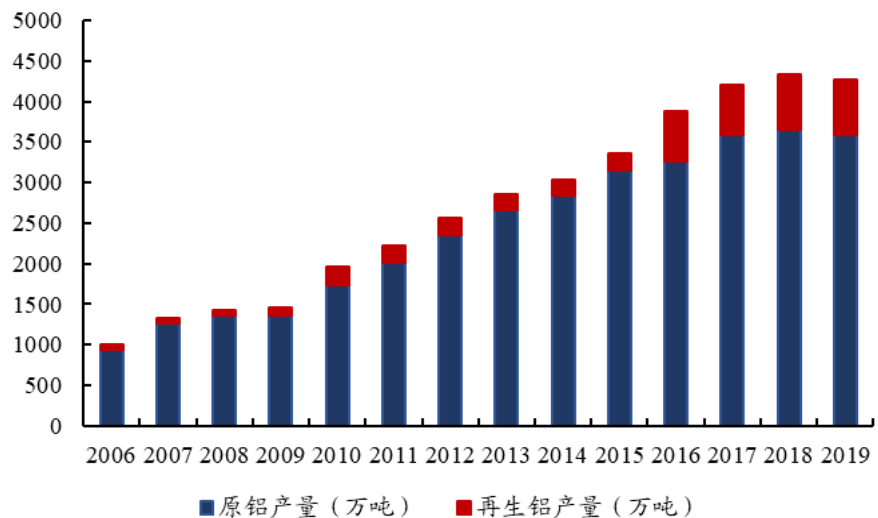


资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、行业格局：节能环保及资源节约政策推动，行业集中度较低

- **我国再生铝产量占原铝和再生铝总产量不足 20%，较发达国家仍有差距。**据国际铝业协会估计，2019 年全球由新废铝和旧废铝生产的再生铝产量占原铝和再生铝总产量的 32.75%。发达国家再生铝产量普遍超过原铝产量，据美国联邦地理调查局的统计数据，2017 年美国再生铝产量占总产量的 83.33%。我国再生铝工业起步较晚，根据 Wind 提供的数据，2019 年国内再生铝产量达到 690 万吨，相当于原铝和再生铝总产量的 19.29%，与国际水平仍有较大差距，有较大的增长空间，未来我国再生铝的占比有望进一步提升。

图 5、我国再生铝占原铝和再生铝总量的比例逐步增加



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- **再生铝行业具有节约资源、减少铝矿资源对外依赖、环保的特点以及经济优势，行业的良性发展具有重大的经济、社会和环境价值，受到了国家政策的鼓励 and 大力支持。**再生铝相比原铝生产大幅节约土地、水电资源，受到国家政策鼓励并提供发展机遇。原铝的生产过程能耗高，与生产等量的原铝相比，生产1吨再生铝相当于节约3.4吨标准煤，节水14立方米，减少固体废物排放20吨。再生铝行业属于再生资源和循环经济的范畴，被列入鼓励类产业，有助于企业生产项目在立项审批、融资和用地等方面获得国家政策支持。与此同时，国家为改善市场环境，清理再生铝行业内不符合条件的企业，去除行业落后产能出台了相关政策，为行业的健康发展扫清了道路。

表 4、再生铝行业相关政策

政策名称	发布时间	发布机关	与再生铝行业相关内容
《铝行业规范条件》	2020年3月	工信部	再生铝企业应采用烟气余热利用等其他先进节能技术以及提高金属回收率的先进熔炼炉型，并配套建设铝灰渣综合回收、废铝熔炼烟气和粉尘高效处理及二噁英防控设备设施，禁止利用直接燃煤反射炉和4吨以下其他反射炉生产再生铝，禁止采用坩埚炉熔炼再生铝合金。再生铝企业综合能耗应低于130千克标准煤/吨铝。再生铝企业铝或铝合金的总回收率应在95%以上，鼓励铝灰渣资源化利用。循环水重复利用率98%以上。
《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	2018年6月	中共中央国务院	大幅减少以至停止固体废物的进口
《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》	2016年12月	工信部、商务部、科技部	2020年再生资源回收量达到3.5亿吨，废有色金属利用规模达到1800万吨，其中再生铝900万吨
《有色金属工业发展规划（2016-2020）》	2016年10月	工信部	预计到2020年原铝产量达到4000万吨，再生铝占铝的供应量比重为20%
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	2016年3月	全国人大	大力发展循环经济，健全再生资源回收利用网络
《“互联网+”绿色生态三年行动实施方案》	2016年1月	发改委	完善废旧资源回收利用和在线交易体系，推动回收行业利用信息技术从松散粗放型向集约型、规模型、产业型、效益型方向转变；鼓励互联网企业参与搭建城市废弃物回收平台，创新再生资源回收模式；完善报废汽车、二手车、再制造旧件、在制造产品等的相关标准；推动现有骨干再生资源交易市场向线上线下结合转型升级，逐步形成行业性、区域性、全国性的产业废弃物和再生资源在线交易系统，完善线上信用评价和供应链融资体系，开展在线竞价，发布价格交易指数，提高稳定供给能力，增强主要再生资源品种的定价权。

资料来源：发改委、工信部，兴业证券经济与金融研究院整理

- **产能规模、工艺装备、资金投入、成本控制、生产技术经验以及环境保护共同筑起行业护城河。**2013年7月18日，工信部公告了《铝行业规范条件》，对再生铝项目在企业布局、规模和外部条件、质量、工艺和装备、能源消耗、资源消耗及综合利用、环境保护等方面提出要求。这些政策规定为竞争对手进入行业设置了很高的障碍。除此之外，由于行业毛利率水平较低，需要有效的成本控制才能盈利，这就需要企业拥有较高的对废铝价格的把控能力和对废铝材料的调配能力。同时，先进的生产技术以及丰富的研发经验也需要长期积累和不断的研发创新。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 5、行业进入壁垒

壁垒分类	内容
产能规模、工艺装备	新建再生铝项目的产能规模应在年产 10 万吨以上，现有再生铝企业的产能规模不小于年产 5 万吨；再生铝项目必须按照规模化、环保型的发展模式建设，必须采用双室炉、带蓄热式燃烧系统满足废烟气热量回收利用、提高金属回收率等的先进熔炼炉型。
资金投入	固定资产方面：再生铝建设项目满足《铝行业规范条件》，需要投入较多资金购置生产设备和环保设施；流动资金方面：再生铝行业毛利率尚处于较低水平，因而单位产量所需的营运资金就会相应提高，提高产能要求意味着较高的流动资金需求。
废铝成本控制	再生铝行业的毛利率尚处于较低水平，成本控制对再生铝企业的盈利水平就更为重要，而成本控制主要是废铝材料的成本控制，要求 采购环节对废铝价格具有较高的把控能力 （平衡不同材质的回收率与采购价格之间的矛盾，在满足生产要求的前提下降低采购成本）， 生产环节对废铝材料具有较高的调配能力 （尽可能实现废铝材料中的合金成分与客户订单中产品牌号要求的合金成分之间互相匹配，尽可能充分利用废铝材料中的合金成分）。
提高产品物理性能技术	早期我国再生铝合金下游覆盖领域主要是摩托车配件、通用机械配件等行业，对材料物理性能关注不多，随着其应用向汽车、通信、航海航空等领域拓展，对再生铝的质量要求不仅是合金元素成分，还有物理性能的要求。在生产过程中，配料、熔炼温度、时间、精炼工艺和精炼剂选择等因素都会对铝合金的物理性能造成影响，因此再生铝的产品质量控制是一个复杂的过程，需要企业对生产工艺进行长期的摸索，并对生产过程进行细致的管理。
新产品开发能力和多样化生产经验	需要根据客户的装备、工艺、产品的特点，为客户量身定制提供铝合金锭的生产方案，从而保障客户生产的产品的合格率或良品率。量身定制的生产模式存在试制成本，如果再生铝企业没有积累足够的多种牌号产品的生产经验，那么试制成本可能成为无法满足客户多样化需求的障碍，而积累足够的生产经验需要较长的时间过程和较多的资源投入。
环境保护	近年来随着环保政策的实施，例如《再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准》、《排污许可证申请与核发技术规范（有色工业-再生金属）》，环保主管部门对再生铝行业不断加大环保检查的范围、频率和执法力度，再生铝行业的环保要求已经形成较高的进入壁垒。

资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- 国内的再生铝行业的主要企业有立中集团、华劲集团、新格集团、怡球资源、帅翼驰集团和顺博合金。行业集中度处于较低水平。
 - ✓ **立中集团**：创立于 1984 年，是以加工、生产、制造汽车工业用铸造铝合金锭和铝合金轿车车轮为主业的私营企业集团，立中集团的再生铝业务主要位于环渤海区域和广东省，其再生铝产品主要供给立中集团的汽车轮毂业务，再生铝产量位居行业第一位。
 - ✓ **华劲集团**：创立于 1996 年，主要生产铝合金液、铝合金锭，在广东肇庆、广东高要、广东南海、广州增城、江苏南通、湖北武汉等地建立了规模化厂区，是华南地区最大的再生铝企业，再生铝产量位居行业前三位；
 - ✓ **新格集团**：台资企业，于 1992 年进入上海开始从事内地再生铝业务，目前拥有上海新格（已搬迁至浙江）、漳州新格、重庆新格、日照新格、长春新格、成都新格、包头新格等多家再生铝企业，再生铝产量位居行业前三位；
 - ✓ **怡球资源**：台资企业，成立于 2001 年，于 2012 年在上交所上市。怡球资源的业务进出口比例较大，废铝材料主要来自境外采购，铝合金产品也以出口为主。怡球资源国内产能为 37.44 万吨，生产基地位于江苏太仓，国外产能为 26.98 万吨，生产基地位于马来西亚；
 - ✓ **帅翼驰集团**：成立于 2009 年，以生产销售铸造铝合金为主业，是上海地区再生铝行业的领先企业。2016 年，帅翼驰重庆公司投产，2017 年末，帅翼驰河南永城、浙江海盐两个项目建设完成。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 6、国内再生铝行业主要公司

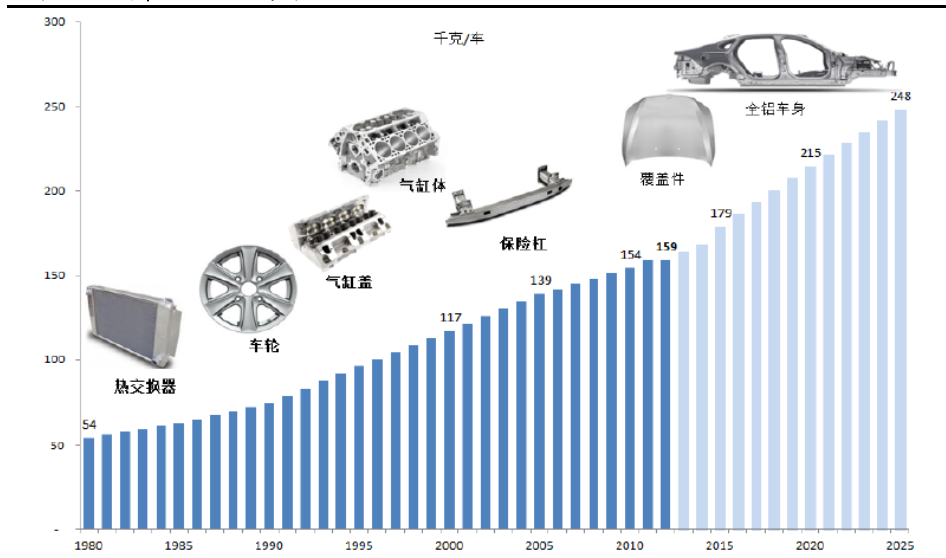
公司名称	地区/厂区位置	主要产品	2019 年再生铝产量 (万吨)	2019 年市场 份额
立中集团	环渤海区域和广东省	加工、生产、制造汽车工业用铸造铝合金 锭和铝合金轿车车轮	45.60	6.29%
华劲集团	华南地区	铝合金液、铝合金锭	35.00	4.83%
新格集团	多地	二次铝合金、锌合金的生产及废金属贸易	28.00	3.86%
怡球资源	江苏太仓、马来西亚	铝合金锭（再生铝）	30.09	4.15%
帅翼驰集团	上海	铸造铝合金	35.00	4.83%
顺博合金	西南、华南、华东	铝合金锭（再生铝）	34.23	4.72%

资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、需求：汽车轻量化助力需求扩张，通信、电子需求高增长可期

- **再生铝合金主要用于生产铸造铝合金产品和压铸铝合金产品。** 铝合金产品可以分为铸造铝合金产品、压铸铝合金产品、变形铝合金产品，再生铝受限于废铝原材料成分复杂的影响，延展性较差，因此，国内再生铝合金主要用于生产铸造铝合金产品和压铸铝合金产品，很少用于生产变形铝合金产品，变形铝合金基本上由原铝生产。
- **再生铝的下游应用不断拓展，汽车、摩托车和电动车在整个下游消费中占比近 70%。** 早期我国再生铝合金的下游覆盖领域主要是摩托车配件、通用机械配件等行业，近年来再生铝主要用于生产汽车、摩托车、机械设备、通信电子、电子电器及五金灯具等行业中的铝合金铸造件和压铸件，目前汽车、摩托车和电动车在整个下游消费中占比近 70%。汽车用铝普及较早的是车轮、气缸盖、气缸体、曲轴箱、进气管、带轮、变速箱、油泵等部件，这些部件一般是用铸造铝合金制成，在节能减排的压力之下，近年来汽车轻量化快速发展，用铝量扩展到覆盖件、全铝车身等部件。

图 6、汽车用铝路线图



资料来源：Ducker Worldwide, Aug2014，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.3.1、交通运输：汽车轻量化特别是新能源车放量助力需求扩张

- **汽车轻量化降油耗、减排放，还可提升安全性。**汽车减重不仅可以降低消费者油耗或电耗以及减少汽车排放量，车重每减轻 1kg，汽车每运行 10000 km，就能够节省汽油 0.7L；而在某纯电车型上试验，整车每减重 100kg，续航里程增加 17km (3.6%)，相当于增加 2.5kwh 电量，成本约 3250 元（以 2019 年电量均价计算）。与此同时，车重减少 50%，CO₂ 的排放量就会减少 13%，同时也减少了其他有害物质的排放，如氮化物、硫化物等。减重后惯性降低可减小制动距离，提升安全性，另外还能提升加速性能，根据美国铝业协会，车重每减轻 25%，就能够使汽车加速到 96.56 km h⁻¹ 的时间从原来的 10s 减少到 6s；；减轻汽车的质量，同时可以降低动力和动力传动系统的负荷，能够使汽车在较低的牵引负荷状态下即可表现出同样的或者更好的性能。

图 7、汽车惯性质量对油耗的影响

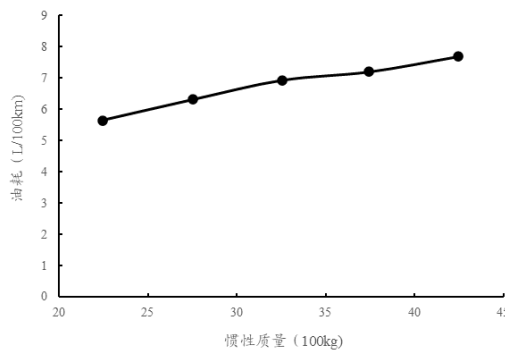
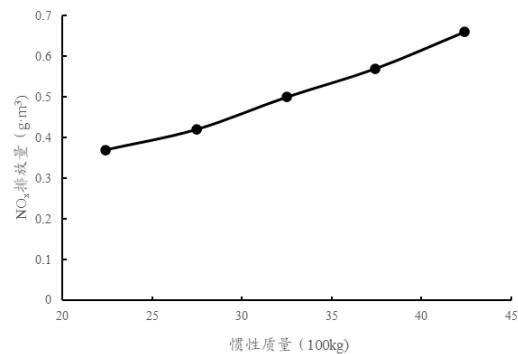


图 8、汽车惯性质量与 NO_x 排放量的关系



资料来源：《汽车轻量化及铝合金在现代汽车生产中的应用》，兴业证券经济与金融研究院整理
注：惯性质量排除了速度等外力对结论的影响

资料来源：《汽车轻量化及铝合金在现代汽车生产中的应用》，兴业证券经济与金融研究院整理
注：惯性质量排除了速度等外力对结论的影响

- **环保政策趋严促进轻量化。**自 2020 年 7 月起实施的《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》规定，在排除工况和测试影响情况下，汽油车辆关于 CO 的排放量需要降低 33%，总碳氢化物和非甲烷总烃的排放量要下降 33%，氮氧化合物排放也要下降 42%；另外欧洲要求 2020、2021 年 CO₂ 排放要求低于 95g/km, 2030 年要求低于 59g/km. 2018-2030 年年均下降 3.2%，2021 年年均下降 7.6%。环保政策趋严，也将推动汽车轻量化的进程,国内外主流车企均制定了整车轻量化的目标，在 2020 年普遍减重 100kg 或 10%。

表 7、中国最新排放政策要求更加严格

类型	政策	CO (mg/km)	THC (mg/km)	NO _x (mg/km)	PM (mg/km)	PN (个/km)	NMHC (mg/km)	N ₂ O (mg/km)
轻型车	国五	1000	100	60	4.5	-	68	-
	国 6a	700	100	60	4.5	6*10 ¹¹	68	20
	国 6b	500	50	35	3	6*10 ¹¹	35	20

资料来源：工信部，兴业证券经济与金融研究院整理
注：国 6a 从 2020 年 7 月 1 日起实施；国 6b 从 2023 年 7 月 1 日起实施

表 8、2016-2020 年整车轻量化目标

车系	企业	2016-2020 年整车轻量化目标
日系	丰田	主要车型减重 100kg
	日产	相比 2010 年整车减重 15%
	本田	根据车型不同, 减重 5%-10%
	马自达	整车减重 100kg
欧美	福特	新款轿车及卡车将采用轻质材料, 减重幅度将在 110-340kg
	大众	MQB 平台减重 100kg
	通用	相比 2010 年整车减重 15%
中国品牌	北汽	2018 年整车减重 5%, 5 款重点车型实现单车减重 80kg, 2020 年实现整车减重 10%
	广汽	整车减重 10%
	吉利	相比 2013 年整车减重 13%

资料来源: 中国汽车轻量化联盟, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **随着汽车轻量化的推进, 单车用铝量增长。**根据汽车工业协会数据, 2011-2019 年, 我国轻型汽车产量呈上升趋势, 仅在 2018 年和 2019 年有略微的下降, 轻型汽车的产量增加体现了汽车轻量化逐步推进; 而作为汽车轻量化的重要材料, 铝合金的在汽车中的应用将逐步深入。2011-2019 年, 汽车单车用铝量从 102 千克/车, 增长至 136.4 千克/车。

图 9、轻型汽车产量呈总体上升趋势

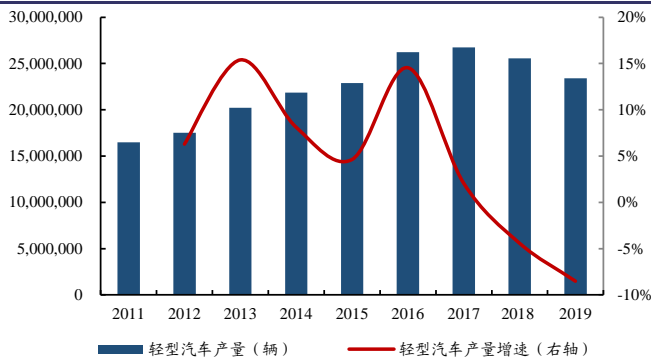
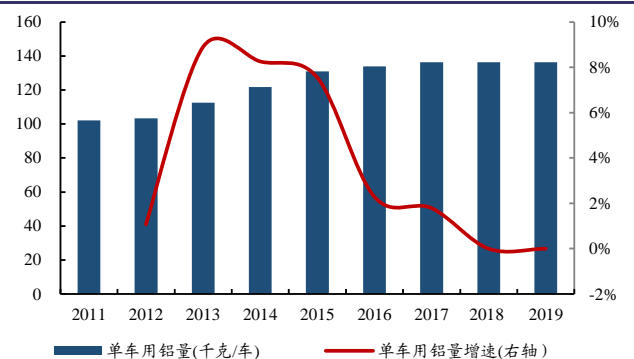


图 10、单车用铝量逐年上升



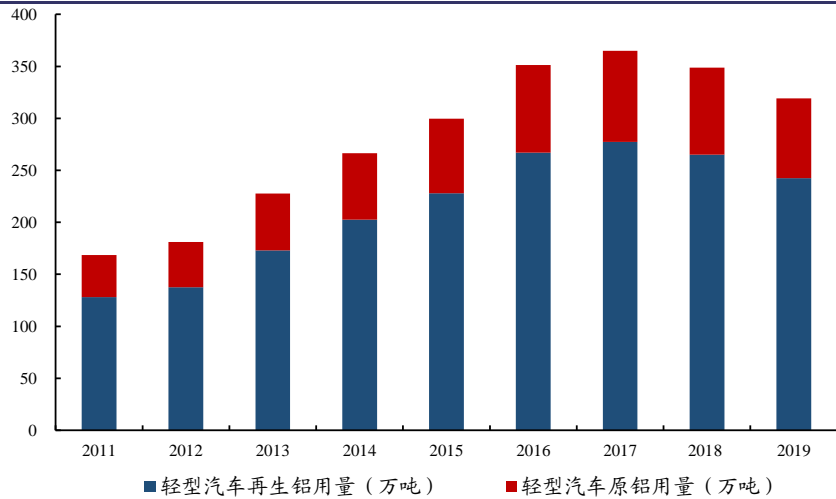
资料来源: 顺博合金招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 顺博合金招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **我国汽车市场仍具增长潜力, 特别是新能源汽车的发展有望为汽车市场注入新动力, 带动单车用铝量进一步提升。**1) 从汽车保有量来看, 我国汽车产销仍有增长空间。我国汽车千人保有量 2019 年为 173 辆, 而同期美国为 837 辆, 与主要发达国家还存在很大差距。汽车行业仍有较大的发展空间。2) 新能源汽车发展迅速。2016 年 12 月, “十三五”国家战略性新兴产业发展规划再次明确到 2020 年新能源车累计产销超过 500 万辆, 并且实现当年产销 200 万辆以上。长期来看新能源汽车需求成长性明确。3) 单车用铝量有望提升。新能源车电池组重量一般会比燃油发动机重量高 2 倍以上, 目前电动商用车的电池系统重量通常占车辆总重的 10%~15%, 而乘用车占比高达 20%~30%, 这直接导致电动汽车相比传统燃油车会增重 30%~40%。为了满足汽车轻量化提升续航能力的要求, 单车铝合金用量也有望显著提升。

- 除了轻型汽车产量增长以及单车用铝量的增长拉动再生铝的需求量之外，国家也在积极鼓励再生铝的生产，以及更加节能环保，节约资源的再生铝材料的应用。未来再生铝在汽车行业用铝的占比有望进一步提升。

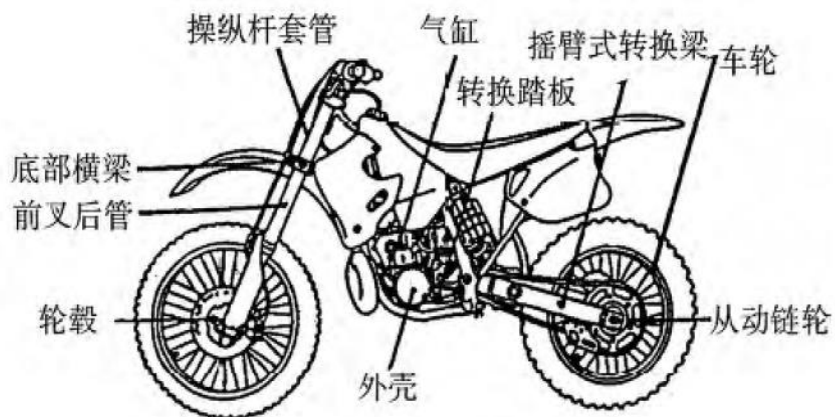
图 11、测算轻型汽车再生铝用量呈上升趋势



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- 摩托车工业是使用铝合金较多的行业，其中绝大部分为再生铝铸件，主要包括曲轴箱、气缸盖、气缸体、减震器、制动器、边盖、手柄、边罩连接体、车把罩等。我国自 1993 年以来就成为全球摩托车最大生产国，2019 年我国摩托车产量为 1,736.70 万辆，其中出口 712.50 万辆。根据中国有色金属工业协会再生金属分会的《2015 年中国再生有色金属产业发展报告再生篇》，2015 年我国摩托车用再生铝总量达到 40 万吨，占当年再生铝产量的 6.9%。

图 12、铝合金在摩托车的典型应用



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- 再生铝在机械设备行业的应用广泛，典型应用是内燃机、传动部件、电机及各式机具的箱体、壳体、罩子和其他机械部件。2019 年机械工业累计实现营业收入 21.76 万亿元，同比增长 2.46%，随着机械工业的发展，对机械设备的

需求量也会逐步提升，因此再生铝在机械设备行业的应用也会进一步提高。

图 13、再生铝在机械设备行业的应用



电机右盖

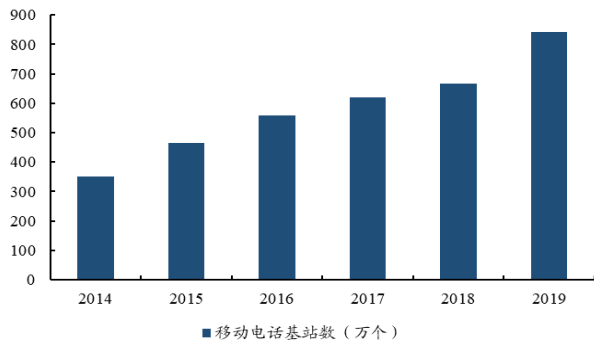
曲轴箱体

资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.2、通信、电子：铝合金结构件及外观件需求高增长可期

- 再生铝合金在通信和电子领域的应用主要是各种铝合金结构件以及铝合金外观件。铝合金需求有望充分受益于 5G 建设加速。
 - ✓ **在通讯基站设备中**，滤波器、双工器、散热器、功率放大器、通讯基站机架等设备采用铝合金压铸件和铸造件，我国的移动通信设备市场增长迅速，2019 年，全国净增加的移动通信基站为 174 万个，总数达到 841 万个，2014 年至 2019 年的复合年均增长速率为 19.1%。由于 5G 的投资建设，移动通讯设备未来仍然具有较大的增长空间，据工信部通信科委测算，5G 投资大约为 4G 的 1.5 倍，预计全国 5G 投资达 1.2 万亿元，5G 投资周期可能将超过 8 年，5G 基站数量至少为 4G 的 2 倍，5G 单个基站的投资至少为 4G 的 2 倍。因此未来移动通信设备的需求上升有望显著拉动铝合金需求增长，从而为再生铝的应用拓展更大的空间。
 - ✓ **在消费电子领域**，主要是手机和笔记本电脑的全铝机壳、铝中框以及内部铝结构件。铝合金在手机金属外壳渗透率由 2012 年的 10% 上升至 2016 年的 38%。随着行业发展，一些国内厂商已经掌握了采用压铸方法生产消费电子产品外观件的工艺，再生铝合金在消费电子领域的应用也将获得拓展。

图 14、全国移动电话基站数逐年上升



资料来源：工信部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、笔记本电脑的铝合金外壳



资料来源：搜狐科技，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.3、家电：地产竣工改善或带动家电用铝合金需求提升

- 家用电器是再生铝重要的应用行业，在空调、冰箱、洗衣机等家用电器的零部件、外壳、边框的制造中广泛使用了再生铝合金材料，其需求有望随着地产竣工端改善而实现稳步增长。在家电产品轻量化的趋势下，家电生产中出现了铝代铁、铝代钢、铝代铜的趋势，此外，由于铜价较高，进一步增加了家电生产中铝代铜的情况，铝合金在家电生产中使用量是逐步增加的趋势。从近年来我国家电行业的发展情况来看，人们生活水平和消费水平的提高，新修住宅的装修、旧住宅的改造以及家电的更新换代等都为家电产品带来了广阔的市场空间。在日常生活用品中，除家用电器外，再生铝合金由于材质轻、强度高、加工便利等优点，在灯饰产业中也有着广泛应用。地产竣工端自 2019H2 开始出现显著的回暖迹象，2019 年全年房屋竣工面积同比实现了 2.6% 的正增长，也是 2018 年以来竣工面积累积同比增速首次转正，从单月竣工面积来看，2019 年 8 月开始房屋竣工面积即出现持续的单月同比增长。今年突如其来的疫情虽然影响了短期建筑项目的开复工，但随着国内生产活动逐步恢复正轨，地产竣工端的回暖趋势延续，家电用铝需求有望改善。

图 16、家用电器中再生铝的应用



资料来源：世铝网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、业绩稳健增长，多元化布局，费用控制优于同行

3.1、受益汽车领域销量提升，收入规模稳步增长

- **2016-2019 年公司营收稳步增长，主因在于铝合金锭产品销售规模增长。**公司的主营业务为铝合金锭的生产和销售(其中 ADC12 产品贡献营收超 60%)，辅以少量的铝合金锭的受托加工收入。2016-2019 年，公司铝合金锭产能从 32.50 万吨增长至 40.27 万吨，产量从 27.25 万吨增长至 34.23 万吨，销量从 27.20 万吨增长至 35.04 万吨，产量规模稳步增长。价格方面，2016-2019 年铝合金锭价格持续增长，特别是 2017 年价格涨幅较大，而 2019 年销售单价同比略有回落，因此公司 2017 年收入增速高达 28.23%，2019 年收入增速 2.45%。

图 17、公司营业收入及增速 (单位: 万元)

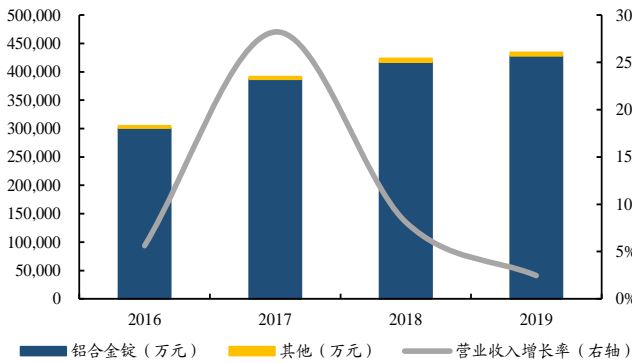
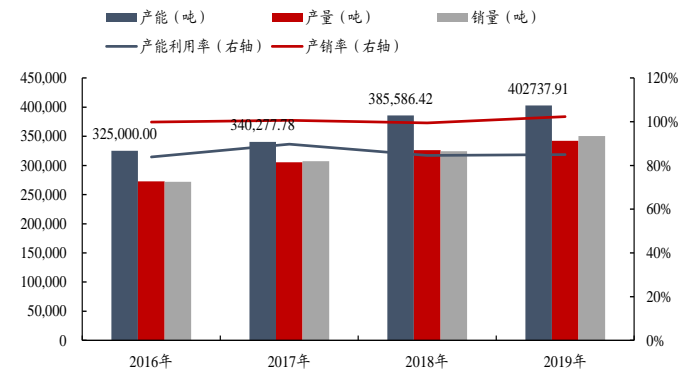


图 18、公司铝合金锭产能及产销量 (单位: 吨)



资料来源: 硕博合金招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 硕博合金招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、公司铝合金锭销售价格变化 (元/吨)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
铝合金锭销售均价	11,412.02	12,924.21	13,126.75	12,494.73
分产品				
ADC12 的销售价格	11,309.83	12,756.69	12,970.92	12,238.66
AC4B 的销售价格	11,629.24	13,347.40	13,437.60	12,925.62
A380 的销售价格	11,544.19	13,010.58	13,425.93	12,722.06
其他牌号的平均销售价格	11,728.03	13,389.18	13,341.31	12,921.78
分行业				
汽车	11,473.81	13,056.08	13,243.04	12,692.43
摩托车	11,233.10	12,670.27	13,036.78	12,237.63
机械设备	11,352.96	12,797.31	13,037.11	12,308.02
通讯设备	11,592.05	13,152.59	13,277.91	12,856.15
其他行业	11,361.33	12,849.56	12,988.92	12,287.35

资料来源: 硕博合金招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司产品销售收入近一半来自汽车行业，2016-2019 年销售收入呈上升趋势；中美贸易战下，机械设备行业的销售收入下降。**公司的下游行业有汽车、

摩托车、机械设备、通讯设备和其他行业（其他行业主要指五金产品和家用电器），其中占比最大的为汽车行业，比例将近 50%，且销售量呈逐年上升趋势。2018 年开始机械设备行业销量下滑，销售收入占比持续下降，主要是中美贸易摩擦对机械设备行业客户的产品出口业务造成较大影响。2019 年通讯设备行业销量同比出现明显增长，主要是随着 5G 基础设施开始投资建设，基站投资建设出现了增量需求。

图 19、产品主要应用于汽车行业

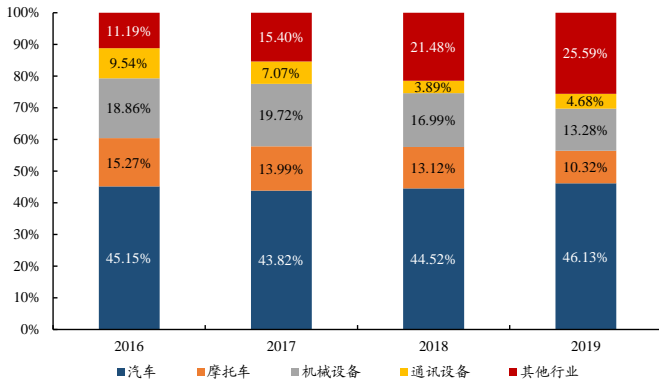
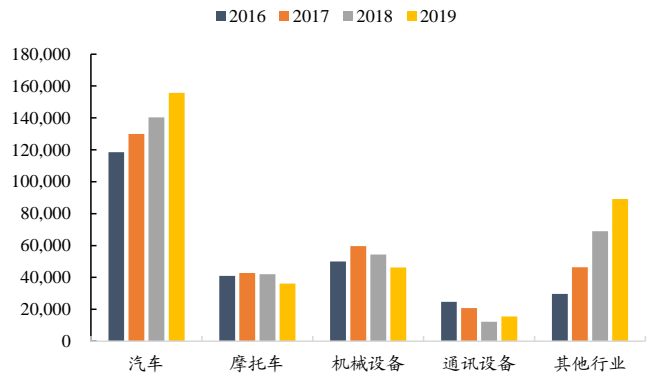


图 20、分行业销量情况（吨）



资料来源：顺博合金招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：顺博合金招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、盈利能力稳定，2019 年归母净利润 1.68 亿元

- 2019 年净利率受主营业务毛利率影响有所上升。公司的归母净利润 2015 年-2016 年呈上升趋势，2018 年由于主营业务毛利率的下降，归母净利润同比下降 10.9% 至约 1.44 亿元。2019 年主营业务毛利率上升，公司的净利润与营业收入同时达到历年最高水平。

图 21、公司归母净利润及同比增速

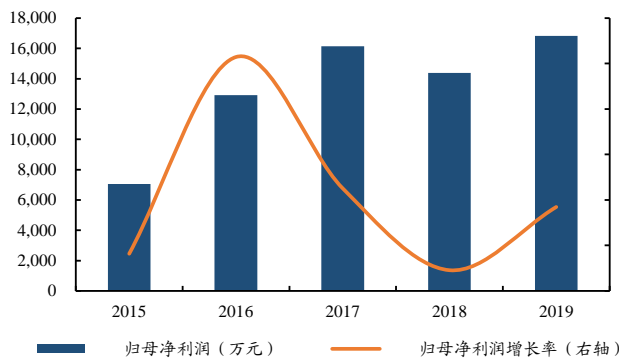
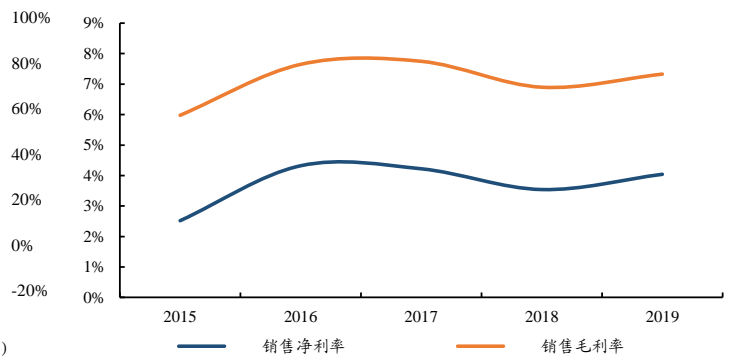


图 22、公司毛利率和净利率



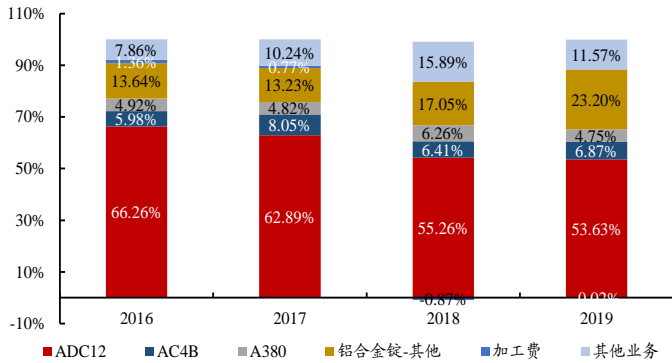
资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2016-2019 年铝合金锭产品的毛利占比约 90%，毛利率总体稳定在 6%-7%。铝合金锭产品销售是公司盈利的最主要来源，其中毛利贡献最大的是 ADC12 型号，2016-2019 年占比约为 53%-66%。2016-2019 年铝合金锭的综合毛利率总体稳定在 6%-7%。

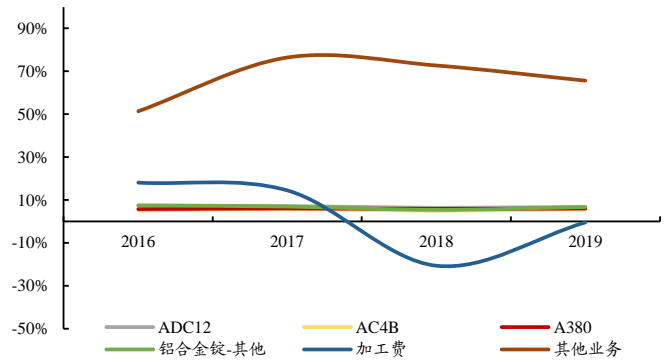
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 23、铝合金锭产品的毛利占比约 90%



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

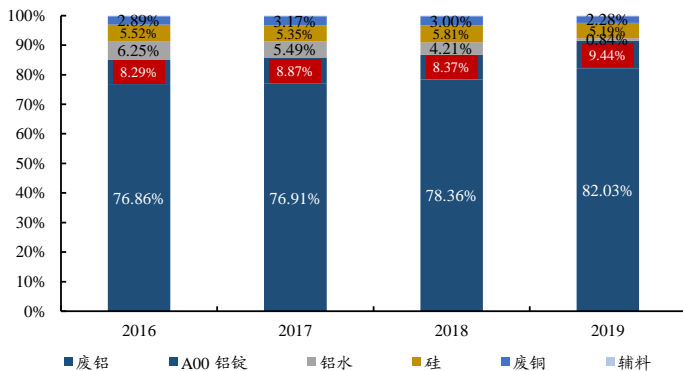
图 24、铝合金锭产品毛利保持稳定



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

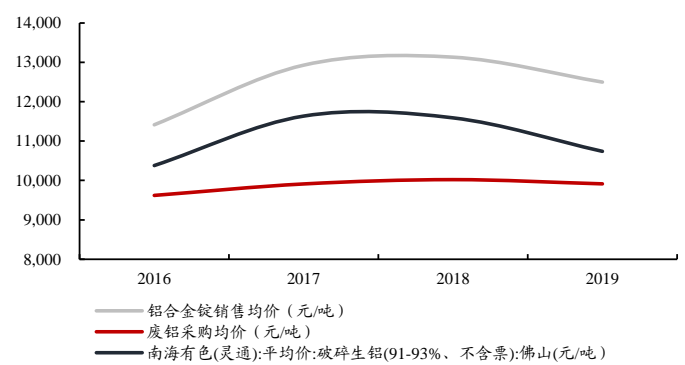
- 从原料端来看，废铝在直接材料中的占比超 80%，废铝的采购价格低于可比市场价格；铝合金锭的售价与废铝的市场价格正相关。废铝采购成本占直接材料采购成本的 82.03%，是公司最主要的原材料。1) 公司废铝的采购价格低于可比市场价格，不同的废铝材料在形态、洁净度、合金含量等方面存在较大差异，由此决定了废铝材料的品质差异以及价格差异。废铝不存在标准化产品，任何废铝品种也不存在全国性市场报价。公司采购的废铝种类较多，各种废铝的采购均价低于南海有色破碎生铝的市场报价。2) 铝合金锭的售价随可比市场价格波动而波动，公司在制定销售价格时主要参考已采购的原材料成本及产品的市场价格，在此基础上与客户协商确定合同价格。

图 25、废铝占原材料采购金额比例超 80%



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、废铝成本低于废铝市场价格



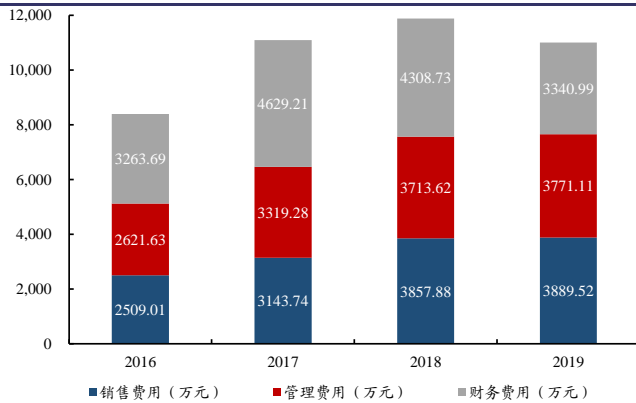
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、相较于可比公司，公司费用控制更好

- 2016-2019 年，公司三费在营业收入中的占比呈下降趋势。2016-2019 年公司销售费用率分别为 0.82%、0.80%、0.91%、0.89%；管理费用率分别为 0.86%、0.84%、0.87%和 0.87%；财务费用率分别为 1.06%、1.18%、1.01%、0.77%。总的来看，2016-2019 年，公司三费占比分别为 2.74%、2.82%、2.80%和 2.53%，

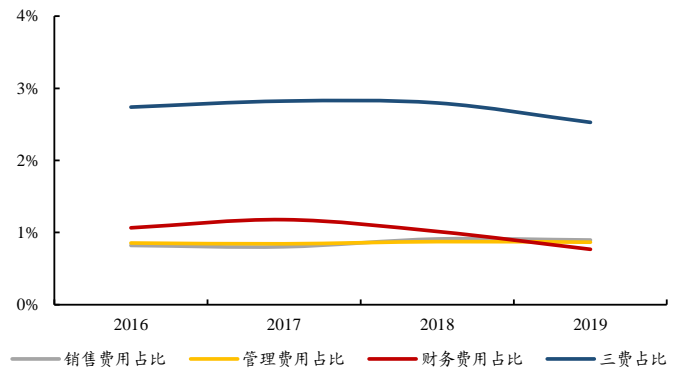
呈下降趋势。

图 27、2019 年三费呈下降趋势



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

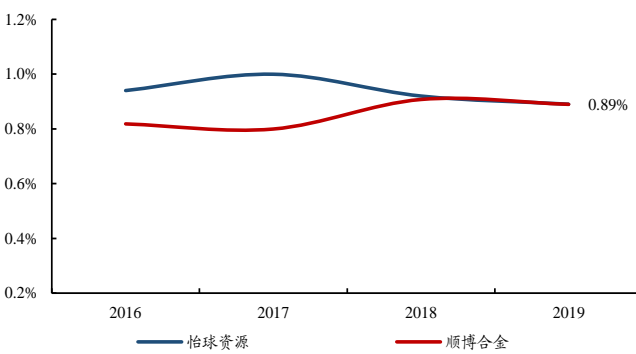
图 28、三费在营业收入中的占比稳中有降



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

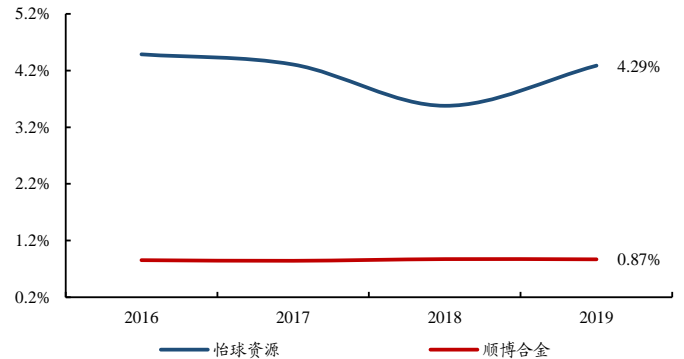
- 相较于可比公司，公司销售费用率和管理费用率更低，财务费用率变化更加稳定。销售费用方面：公司与怡球资源的销售费用的主要构成均为运输费用，2016-2019 年运输费用率差异较小，销售费用率差异小。管理费用方面：2016-2019 年公司的管理费用率远低于怡球资源，主要是公司全部业务集中在国内，而怡球资源的业务分布在国内、马来西亚、美国，职工薪酬差异较大。2016-2019 年公司财务费用率变化较为稳定，在 0.77%-1.06% 的范围波动，但而怡球资源财务费用率变化幅度较大，主要是其汇兑损益变动较大。

图 29、公司销售费用率低于同业上市可比公司



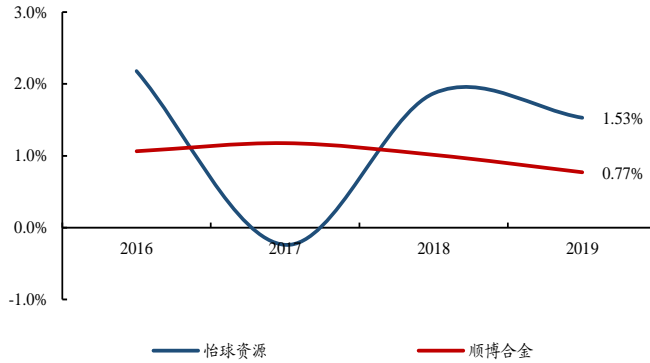
资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、公司管理费用率低于同业上市可比公司



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、公司财务费用率低于同业上市可比公司



资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、公司竞争优势：产量规模领先，区域布局多元化

- **公司铝合金锭产量在行业内排名第4位。**公司作为再生铝行业的领先企业之一，相比国内中小型再生铝企业，公司在生产规模、生产装备、技术工艺、产品质量、产品种类、销售网络、管理水平上具有全方位的竞争优势；相对于大型再生铝企业或主要竞争对手，公司在资产周转率及净资产收益率、营运资金周转率等方面具有竞争优势。

表 10、2016-2019 年，公司铝合金锭产量及在再生铝行业中市场份额

项目	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
公司的铝合金锭产量/万吨	34.23	32.61	30.53	27.25
再生铝行业的铝合金锭产量/万吨	725	695	690	640
公司的市场份额	4.72%	4.69%	4.42%	4.26%

资料来源：顺博合金招股说明书、再生铝合金的行业产量由中国有色金属工业协会再生金属分会、兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司生产区域、销售区域多元化。1) 生产区域布局多元化，有利于拓展销售市场。**公司在重庆、广东清远、江苏溧阳拥有生产基地，产品主要销往西南、华南、华东三个区域市场。重庆合川生产基地是公司产能最大的基地，西南地区也是公司销售收入最高的区域市场。公司业务起步于以重庆为中心的西南地区，已经成为西南地区产量最大的再生铝企业。广东清远和江苏溧阳两个生产基地，是公司在华南和华东两个重要区域市场的开拓。募集资金拟建设湖北襄阳生产基地，定位于华中地区和广东省。**2) 产品销售区域多元化，有利于分散不同销售区域的市场风险。**重庆是西南地区重要的工业中心，再生铝产品广泛应用的汽车、摩托车、机械等行业是重庆的支柱型产业，再生铝行业在重庆具有广泛的市场基础。因此，以重庆为中心的西南地区成为公司产品的销售区域，公司在汽车、摩托车、机械行业的最大区域市场也在西南地区。公司也并不局限于西南地区，通过生产基地、销售区域的不断延伸，公司在华南、华东等区域市场继续加强汽车、摩托车、机械行业的产品销售，有利于分散不同销售区域的市场风险。
- **公司具备成熟的产业化技术与工艺，和行业领先的技术储备。**铝合金锭生产

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

中的主要技术工艺体现在废料预处理和熔炼过程，公司在废料预处理和熔炼过程中使用的工艺和技术，均处于大批量生产阶段，属于成熟的产业化技术与工艺。公司积极研发符合传统汽车行业、新能源汽车行业、电子电器行业、机械行业、移动通讯行业等不同行业客户需求的产品，探索更加优化的工艺技术标准，形成公司与客户间稳定的供应纽带关系。公司共有八十余项技术已取得国家知识产权局颁发的实用新型专利证书，1项技术已取得国家知识产权局颁发的发明专利证书。除已获得及正在申请的专利外，公司在生产过程中还具有一系列处于行业先进水平的相关技术储备，是公司市场竞争力强有力的支撑。

表 11、公司主要技术储备

序号	核心技术名称	主要技术特点及内容	达到目标
1	新型高散热铝合金制备技术	用压铸高导热铝合金逐步代替变形铝合金生产手机外壳和中板，降低加工成本，提高效率。本技术可广泛应用于高热量密度的电子产品散热领域。	行业先进
2	铝合金产品晶粒细化技术	采用机械搅拌方式，提高合金均匀度，使铝锭截面组织排列更加均匀、细化，提高产品强度、可塑性，改善铸件气密性，减少裂纹，进一步提升产品质量。同时减少开启炉门的次数达到节能减排效果。	行业先进
3	铝合金产品气体杂质控制	利用在线旋转设备除去气体杂质，使铝锭含氢量由 0.3ml/100g 下降至 0.2ml/100g，针孔度由 3 级以内提升至 2 级以内，提高产品质量。	行业先进
4	铝锭产品杂质含量控制	通过改进除渣工艺，降低精炼剂用量，达到降低含渣量的目的。	行业先进
5	反射炉节能减排技术	通过对炉体结构及保温层进行优化，提高对流热的吸收，通过天然气燃烧器的二次燃烧，降低污染物产生，同时利用高温余热，达到节约能源的目的。	行业先进
6	铝锭产品铁含量控制	通过改进除渣工艺，采用车载电磁除铁，提高出铁效率和效果。	行业先进
7	高效精炼剂应用技术	提高对铝液的除渣能力，减少铝液中的渣含量，为适应市场部分机加面大的压铸件产品的需求。	行业先进
8	铝液直供技术的开发	通过铝液储存装置，将铝液直接运输给客户使用，减少客户重熔铝锭的能耗、烧损，降低了整个产业链的有害气体排放，提升了环保水平。	行业先进
9	铝灰处理新技术	利用铝灰处理新设备、新工艺，提升铝的回收率，减少资源浪费。	行业先进
10	炉外除气技术改进	加强炉外除气效果，提升铝锭产品针孔度等级，从而提升产品质量。	行业先进

资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4、募投项目：扩建再生铝产能，完善华中及华南区域布局

- 公司拟募资 4.46 亿元，全部用于年产 20 万吨铝合金锭的湖北襄阳生产基地的建设和运营，项目总投资 6.75 亿元。2019 年，公司铝合金锭的产能 40.27 万吨，产量 34.23 万吨，募投项目建成后，以产能利用率 83.47% 计，公司铝合金锭的年均产量预计增加 16.69 万吨。
- 产品的市场主要定位于华中地区以及广东省，填补了华中地区的产能空白，同时弥补了华南地区的产能不足。公司在重庆、广东清远、江苏溧阳拥有生产基地，产品销售分别覆盖西南地区、华南地区、华东地区等三个主要区域市场，本次募集资金全部用于湖北襄阳生产基地的建设和运营。华中地区，

主要是以武汉、襄阳、十堰、随州为中心的汽车制造业，以株洲、武汉为中心的轨道交通工具制造业，以长沙为中心的工程机械制造业；**在广东省**，主要是以广州、深圳为中心的汽车制造业，以广州、江门为中心的摩托车制造业，以及广东省内广泛分布的电子电器、通讯设备、五金灯具家具等制造业。项目的建设将进一步完善公司的生产区域布局，借助于公司整体业务体系，发挥规模经济效应，有利于充分开发区域市场，提高公司的市场占有率。

- **本次募投项目建设期 18 个月，建成投产后预计年新增营业收入 198,221.71 万元，新增净利润 7,352.73 万元，增厚每股收益 0.17 元。**

表 12、公司募投资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	顺博铝合金湖北有限公司废铝资源综合利用项目	67,469.22	41,307.91

资料来源：顺博合金招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测

随着再生铝市场的逐步扩大以及公司新增产能将于 2022 年逐步达产，预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 2.18 亿元、2.38 亿元和 2.83 亿元，EPS 分别为 0.50 元、0.54 元和 0.64 元。首次覆盖，给予公司“审慎增持”评级。

6、风险提示

- 下游需求低迷；
- 铝价大幅下跌；
- 行业竞争加剧；
- 募投项目建设进度不及预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1567	1407	1678	2049	营业收入	4353	4515	4846	5847
现金	256	415	657	871	营业成本	4034	4196	4506	5445
应收账款	812	677	678	760	营业税金及附加	11	0	0	0
其他应收款	3	0	0	0	营业费用	39	38	41	50
预付账款	92	84	90	109	管理费用	38	27	28	36
存货	305	210	225	272	财务费用	33	-14	-22	-32
其他流动资产	99	20	27	36	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	639	549	510	470	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	427	406	375	340	营业利润	207	256	280	333
无形资产	123	123	123	123	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	89	19	11	8	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2206	1955	2187	2519	利润总额	209	256	280	333
流动负债	784	265	259	307	所得税	33	38	42	50
短期借款	466	0	0	0	净利润	176	218	238	283
应付账款	140	126	135	163	少数股东损益	8	0	0	0
其他流动负债	178	139	124	144	归属母公司净利润	168	218	238	283
非流动负债	51	50	49	50	EBITDA	285	280	298	341
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.50	0.54	0.64
其他非流动负债	51	50	49	50	主要财务比率				
负债合计	835	315	309	357	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	98	98	98	98	成长能力				
股本	386	439	439	439	营业收入	2.4%	3.7%	7.3%	20.7%
资本公积	249	249	249	249	营业利润	14.6%	23.8%	9.5%	18.6%
留存收益	634	852	1090	1373	归属于母公司净利润	16.9%	29.4%	9.5%	18.6%
归属母公司股东权益	1272	1542	1780	2063	获利能力				
负债和股东权益	2206	1955	2187	2519	毛利率(%)	7.3%	7.1%	7.0%	6.9%
现金流量表					净利率(%)	3.9%	4.8%	4.9%	4.8%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	13.2%	14.1%	13.4%	13.7%
经营活动现金流	163	533	219	183	ROIC(%)	12.8%	16.2%	17.3%	19.1%
净利润	176	218	238	283	偿债能力				
折旧摊销	45	38	39	40	资产负债率(%)	37.9%	16.1%	14.1%	14.2%
财务费用	33	-14	-22	-32	净负债比率(%)	55.81%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	2.00	5.31	6.47	6.66
营运资金变动	-60	268	-35	-108	速动比率	1.61	4.52	5.60	5.78
其他经营现金流	-31	23	-1	-0	营运能力				
投资活动现金流	-76	28	0	0	总资产周转率	2.06	2.17	2.34	2.48
资本支出	91	0	0	0	应收账款周转率	6	6	7	8
长期投资	0	-28	0	0	应付账款周转率	30.02	31.55	34.52	36.48
其他投资现金流	14	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-57	-401	22	32	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.50	0.54	0.64
短期借款	7	-466	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	1.21	0.50	0.42
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.51	4.06	4.70
普通股增加	0	53	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	-64	12	22	32					
现金净增加额	29	159	242	215					

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn