

投资评级 优于大市 维持

股票数据

04月15日收盘价(元)	14.08
52周股价波动(元)	9.94-19.40
总股本/流通A股(百万股)	578/149
总市值/流通市值(百万元)	8143/2096

相关研究

- 《老主业新应用——打造 5G 轻量化材料产业》2019.12.26
- 《轻量化持续推进，技术升级有望量价齐升》2019.08.13

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-6.5	-19.5	-11.5
相对涨幅 (%)	-3.9	-14.8	-2.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 施毅

Tel: (021)23219480

Email: sy8486@htsec.com

证书: S0850512070008

分析师: 陈晓航

Tel: (021)23154392

Email: cxh11840@htsec.com

证书: S0850519090003

分析师: 周慧琳

Tel: (021)23154399

Email: zhl11756@htsec.com

证书: S0850519090001

联系人: 甘嘉尧

Tel: (021)23154394

Email: gjy11909@htsec.com

联系人: 郑景毅

Tel: (021)23154509

Email: zjy12711@htsec.com

## 拥抱“新材料+新能源+新基建”三大优质赛道

### 投资要点:

- **全年归母净利润逆势增长 11.92%，华丽收尾。**公司发布 2019 年年报，全年实现营业收入 64.27 亿元，同比减少 4.85%；归母净利润 4.37 亿元，同比增加 11.92%。分业务看，2019 年铝合金车轮业务营收 49.96 亿元，同比下滑 5.07%，2019 年汽车产销规模下滑显著，叠加中美贸易摩擦、新能源补贴退坡等因素，公司铝合金车轮业务营收下降难免，但公司通过优化客户结构实现毛利增长 2.23%，毛利率 21.97%（同比增加 1.57pct）。此外，公司功能中间合金新材料业务表现亮眼，实现营业收入 12.31 亿元，同比增加 10.18%；毛利 1.84 亿元，同比增加 32.39%；毛利率 14.92%，同比增加 2.50pct。
- **新技术红利逐步兑现，高端市场开拓进行时。**公司此前通过海外收购已掌握全球性能最高的晶粒细化剂生产技术，并于报告期内实现产品的批量生产；同时在航空航天级特种中间合金市场有所突破，实现该产品销量 130 吨，营收 4053.86 万元，同比增加 50.84%；毛利 1130 万元，同比增长 29.72%。展望未来我们认为公司功能中间合金新材料业务正处在技术提升带来高端市场份额提升的红利期，公司正在建设年产 2.5 万吨高端晶粒细化剂生产线，项目建成后将进一步扩大公司高端领域市场份额；航空航天特种合金领域产能也将逐步释放，成为公司新的利润增长点。
- **短期业绩下滑难免，新材料+新能源+新基建“三轮”业务增长趋势明确。**公司还发布了一季报。受新冠疫情影响，2020 年一季度铝合金车轮业务订单量同比有一定幅度下降，公司实现营业收入 12.93 亿元，同比下降 18.21%；实现归母净利润 7656.86 万元，同比下降 23.7%，扣非归母净利润同比下降 13.28%。但同时要看到公司一季度现金流表现优异，实现经营性现金流净额 1.20 亿元，同比增加 85.52%。

疫情终将过去，我们认为公司拥抱新材料、新能源、新基建三大优质赛道，增长趋势明确：1、新材料：高端铝合金、航空航天特种合金的需求量不断上升，公司正处于开拓高端市场进行时；2、新能源：公司近几年加快新能源汽车市场布局，已获得特斯拉的供应商代码。我们认为特斯拉国产化进程的顺利进行有望持续利好公司业绩；3、新基建：5G 基建建设属于新基建七大领域之一。公司投资成立的江苏立中新材料科技有限公司，致力于新型 5G 通信设备专用轻量化铝合金材料的研发、制造和销售。公司预计 2020 年中期开始试生产并向客户批量供货，达产后预计实现年营业收入 8-10 亿元。

**盈利预测与估值。**我们预计公司 2020~2022 年 eps 分别为 0.86、1.09、1.28 元。选取分部估值法，我们预计公司 2020 年功能中间合金新材料业务净利润

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6755	6427	6363	7404	7959
(+/-)YoY(%)	7.9%	-4.9%	-1.0%	16.3%	7.5%
净利润(百万元)	390	437	499	632	742
(+/-)YoY(%)	-3.7%	11.9%	14.2%	26.7%	17.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.76	0.86	1.09	1.28
毛利率(%)	19.0%	20.4%	21.1%	21.8%	22.6%
净资产收益率(%)	13.4%	11.4%	11.5%	12.7%	13.0%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.35 亿元，给予 25-26 倍 PE 估值；铝合金轮毂业务净利润 3.64 亿元，给予 15-16 倍 PE 估值。加总市值 88.32 亿元~93.31 亿元。对应合理价值区间 15.27~16.13 元。给予“优于大市”评级。

**风险提示。** 1、海外疫情形势恶化；2、新材料领域开拓市场进度不及预期。

**表 1 功能中间合金新材料业务可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2020E
600888	新疆众和	44.42	0.14	0.12	0.13	33.82	36.4	33.6	0.9	1.0
000933	神火股份	80.20	1.35	0.39	0.55	4.06	10.72	7.64	0.4	0.9
603045	福达合金	18.15	0.48	-	-	27.52	-	-	-	-
000969	安泰科技	60.33	0.18	-	-	33.08	-	-	-	-
均值						24.62	23.57	20.64	0.6	0.9

注：收盘价为 2020 年 4 月 15 日价格，EPS 为 Wind 一致预期  
资料来源：Wind、海通证券研究所

**表 2 铝合金车轮轻量化业务可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2020E
601966	玲珑轮胎	255.00	1.41	1.55	1.81	16.26	13.7	11.7	1.3	2.0
002085	万丰奥威	146.96	0.35	0.44	0.47	19.84	15.4	14.2	1.3	1.9
601163	三角轮胎	105.76	0.88	0.99	1.12	17.48	13.3	11.8	1.2	1.0
均值						17.86	14.15	12.59	1.2	1.7

注：收盘价为 2020 年 4 月 15 日价格，EPS 为 Wind 一致预期  
资料来源：Wind、海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6427</b>	<b>6363</b>	<b>7404</b>	<b>7959</b>
每股收益	0.76	0.86	1.09	1.28	营业成本	5114	5024	5789	6161
每股净资产	6.62	7.48	8.57	9.86	毛利率%	20.4%	21.1%	21.8%	22.6%
每股经营现金流	1.05	0.84	-0.14	0.62	营业税金及附加	37	35	42	45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	325	305	365	387
P/E	18.65	16.33	12.89	10.98	营业费用率%	5.1%	4.8%	4.9%	4.9%
P/B	2.13	1.88	1.64	1.43	管理费用	185	172	207	219
P/S	1.27	1.28	1.10	1.02	管理费用率%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%
EV/EBITDA	12.53	16.38	64.27	13.96	EBIT	499	560	692	814
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	48	48	48	42
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%
毛利率	20.4%	21.1%	21.8%	22.6%	资产减值损失	-16	0	1	0
净利润率	6.8%	7.8%	8.5%	9.3%	投资收益	-2	3	1	3
净资产收益率	11.4%	11.5%	12.7%	13.0%	营业利润	<b>500</b>	<b>575</b>	<b>723</b>	<b>854</b>
资产回报率	6.4%	7.0%	7.7%	9.1%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	7.8%	8.4%	8.9%	10.8%	利润总额	<b>499</b>	<b>575</b>	<b>723</b>	<b>854</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	729	531	134	521
营业收入增长率	-4.9%	-1.0%	16.3%	7.5%	所得税	60	66	83	99
EBIT 增长率	3.1%	12.3%	23.6%	17.6%	有效所得税率%	12.1%	11.4%	11.4%	11.6%
净利润增长率	11.9%	14.2%	26.7%	17.4%	少数股东损益	2	11	8	13
<b>偿债能力指标</b>					归属母公司所有者净利润	<b>437</b>	<b>499</b>	<b>632</b>	<b>742</b>
资产负债率	43.8%	39.2%	39.4%	29.5%					
流动比率	1.78	2.08	2.00	3.35	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.26	1.53	1.48	2.53	货币资金	797	1000	1400	1801
现金比率	0.34	0.47	0.54	1.04	应收账款及应收票据	1239	1386	1520	1684
<b>经营效率指标</b>					存货	1167	1117	1304	1379
应收账款周转天数	68.83	63.35	66.09	64.72	其它流动资产	931	931	944	952
存货周转天数	83.27	81.14	82.21	81.68	流动资产合计	4133	4433	5168	5815
总资产周转率	0.94	0.89	0.90	0.97	长期股权投资	118	118	118	118
固定资产周转率	3.56	3.48	3.24	4.95	固定资产	1806	1830	2288	1609
					在建工程	241	252	317	355
					无形资产	397	378	199	99
					非流动资产合计	2720	2740	3087	2351
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6853</b>	<b>7173</b>	<b>8255</b>	<b>8166</b>
净利润	437	499	632	742	短期借款	1190	944	1261	314
少数股东损益	2	11	8	13	应付票据及应付账款	901	968	1068	1162
非现金支出	256	-29	-559	-294	预收账款	8	7	9	9
非经营收益	50	44	47	39	其它流动负债	225	217	241	249
营运资金变动	-140	-40	-209	-144	流动负债合计	2325	2136	2578	1734
<b>经营活动现金流</b>	<b>605</b>	<b>485</b>	<b>-82</b>	<b>356</b>	长期借款	525	525	525	525
资产	-298	9	212	1031	其它长期负债	152	152	152	152
投资	-475	0	0	0	非流动负债合计	678	678	678	678
其他	84	3	1	3	<b>负债总计</b>	<b>3002</b>	<b>2813</b>	<b>3255</b>	<b>2412</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-689</b>	<b>12</b>	<b>213</b>	<b>1033</b>	实收资本	578	578	578	578
债权募资	2183	-246	317	-946	普通股股东权益	3828	4327	4959	5700
股权募资	500	0	0	0	少数股东权益	22	33	41	54
其他	-2769	-48	-48	-42	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6853</b>	<b>7173</b>	<b>8255</b>	<b>8166</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-86</b>	<b>-294</b>	<b>269</b>	<b>-988</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-151</b>	<b>203</b>	<b>400</b>	<b>401</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 15 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

施毅 有色金属行业  
 陈晓航 有色金属行业  
 甘嘉尧 有色金属行业  
 周慧琳 钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：久立特材,方大特钢,赣锋锂业,博威合金,新钢股份,雅化集团,万顺新材,华菱钢铁,海亮股份,紫金矿业,永兴材料,锡业股份,宝钢股份,中信特钢,驰宏锌锗,太钢不锈,天华超净,华友钴业,四通新材,菲利华,金诚信,南钢股份,银泰黄金,深圳新星,洛阳钼业,盛达资源,中矿资源

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。