

审慎增持 (维持)

立中集团

300428

半年报业绩同比增长，期待免热铝和锂电材料放量

2022年08月01日

#### 市场数据

| 市场数据日期    | 2022-08-01 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元)    | 37.70      |
| 总股本(百万股)  | 616.96     |
| 流通股本(百万股) | 464.12     |
| 总市值(百万元)  | 23259.28   |
| 流通市值(百万元) | 17497.50   |
| 净资产(百万元)  | 5335.71    |
| 总资产(百万元)  | 16076.63   |
| 每股净资产(元)  | 8.65       |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 相关报告

《【兴证金属·公司跟踪】立中集团(300428): 布局新能源项目, 产业多元化有望再下一城》  
2021-08-17

《四通新材: 低估值中间合金龙头, 高端转型续力成长》  
2019-10-16

分析师:

赖福洋

laifuyang@xyzq.com.cn

S0190522050001

#### 主要财务指标

| 会计年度       | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 18634 | 24301 | 29896 | 34186 |
| 同比增长       | 39.1% | 30.4% | 23.0% | 14.3% |
| 归母净利润(百万元) | 450   | 668   | 1158  | 1530  |
| 同比增长       | 4.0%  | 48.5% | 73.3% | 32.1% |
| 毛利率        | 9.3%  | 9.3%  | 10.2% | 10.7% |
| 净利率        | 2.5%  | 3.0%  | 4.1%  | 4.8%  |
| 净资产收益率     | 8.9%  | 11.7% | 17.0% | 18.6% |
| 每股收益(元)    | 0.73  | 1.08  | 1.88  | 2.48  |
| 每股经营现金流(元) | -1.49 | -1.01 | 0.41  | 2.15  |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 2022 年上半年公司实现营业收入 100.52 亿元, 同比增长 16%; 实现归母净利润 2.77 亿元, 同比增长 0.54%; 扣除股权激励摊销费用的归母净利润为 3.23 亿元, 同比增长 17.13%。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 6.68、11.58、15.30 亿元, EPS 分别为 1.08、1.88、2.48 元, 8 月 1 日收盘价对应 PE 分别为 34.8、20.1、15.2 倍, 维持“审慎增持”评级。
- **高端产品放量对冲疫情不利影响, 公司业绩保持正增长。** 2022 年上半年长春、上海等地疫情爆发, 对公司铸造铝合金和铝合金车轮业务销售产生了不利影响。但公司业绩总体仍然保持正增长, 主要受益于: (1) 高端晶粒细化剂和航空航天级特种中间合金等高端产品放量 (2022H1 高端晶粒细化剂产品销量 3220 吨, 同比增长 120.55%, 特种中间合金销量 182 吨, 同比增长 35.05%); (2) 铝合金车轮材料成本和海运费联动等报价模式的调整、内外铝价正挂以及美元升值等诸多有利因素影响。
- **产品结构升级+在建产能放量, 传统业务量利齐升。** 公司在功能中间合金、铸造铝合金和铝合金车轮等三大传统业务领域均布局有新产能, 随着在建产能逐步落地投产, 公司产品产销量有望逐步增加。三大业务盈利能力提升均有强逻辑支撑: (1) 功能中间合金板块, 高端晶粒细化剂和航空航天级中间合金等高附加值产品逐步放量, 产品结构优化; (2) 铸造铝合金板块, 随着再生铝使用比例提高, 单位成本下降; (3) 车轮板块, 高附加值的大尺寸车轮销量占比提升, 提高了板块整体盈利能力。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **一期项目投产在即，锂电材料项目打造业绩增长第二曲线。**公司在锂电新能源材料领域 6.1 万吨产能项目规划分为两期，其中一期项目产能总计 3.4 万吨，预计于 2023 年 3 月投产，二期项目产能总计 2.7 万吨，预计于 2024 年上半年投产。锂电项目主要产品包括六氟磷酸锂等锂电池电解质和氟化盐，其中，氟化盐用作公司功能中间合金原料，六氟磷酸锂等电解质产品直接对外出售，在传统业务领域之外，为公司打造业绩增长第二曲线。
- **一体化压铸大势所趋，公司免热铝材料优势明显。**在汽车趋向轻量化发展的背景下，一体化压铸技术逐步推广，催生了市场对于免热处理材料的需求。公司通过多年来的技术攻关，现已成功开发出免热处理材料并申请专利，公司免热处理合金不仅解决了国外同类产品广泛存在的偏析性问题，而且成本降低了 15%-20%，并已投入市场应用。在新能源汽车渗透率快速提高和一体化压铸技术应用范围不断拓展背景下，免热处理合金业务有望为公司打开业绩增长新空间。
- **盈利预测及投资建议：**随着公司三大传统业务领域新建产能的逐步落地，公司产品产销量有望逐步增加；高端晶粒细化剂等高端产品营收占比不断提升，公司盈利能力增强。新能源材料项目即将落地，开辟业绩增长新路径。一体化压铸技术在新能源汽车领域的快速应用推动了上游原材料订单释放，公司作为国内免热处理合金市场领跑者，有望率先受益，我们预计 2022-2024 公司归母净利润分别为 6.68、11.58、15.30 亿元，EPS 分别为 1.08、1.88、2.48 元，8 月 1 日收盘价对应 PE 分别为 34.8、20.1、15.2 倍，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：原材料价格波动、海内外铝价倒挂、一体化压铸应用不及预期等。**

## 目 录

|                                       |       |
|---------------------------------------|-------|
| 1、财务分析：量利齐升，高端产品放量对冲疫情不利影响.....       | - 4 - |
| 2、公司发展：一体化布局已然成形，传统业务量利齐升.....        | - 5 - |
| 2.1、传统业务在建产能规模庞大，产销量有望快速增长.....       | - 6 - |
| 2.2、产品结构升级叠加再生铝使用比例提升，传统业务盈利能力增强..... | - 6 - |
| 3、公司看点：新能源材料+免热铝双轮牵引，助力公司业绩腾飞.....    | - 7 - |
| 4、募投项目：公开发行可转债，不断扩充高端产能规模.....        | - 8 - |
| 5、盈利预测及投资建议.....                      | - 9 - |
| 6、风险提示.....                           | - 9 - |

## 图目录

|                                       |       |
|---------------------------------------|-------|
| 图 1、2022H1 公司营业收入同比增长 16.00%.....     | - 4 - |
| 图 2、2022H1 公司归母净利润同比增长 0.54%.....     | - 4 - |
| 图 3、2022H1 公司销售毛利率为 8.94%.....        | - 5 - |
| 图 4、2022H1 公司期间费用率下降到 6.50%.....      | - 5 - |
| 图 5、2022H1 公司经营性现金流与归母净利润匹配度有待提高..... | - 5 - |
| 图 6、预计 2025 年公司再生铝使用比例将达到 80%.....    | - 7 - |

## 表目录

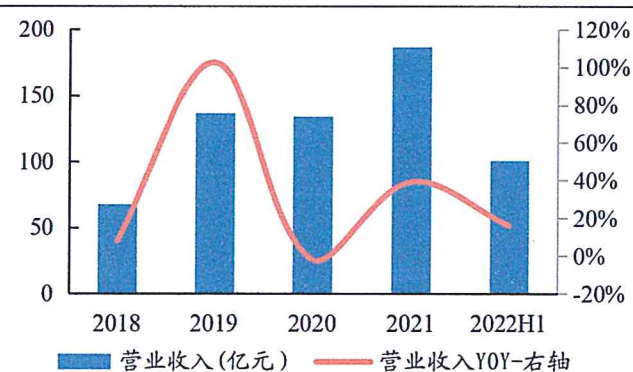
|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| 表 1、公司在建项目未来将陆续投产.....      | - 6 - |
| 表 2、公司锂电、钠电新材料项目产能逐步落地..... | - 8 - |
| 表 3、可转债募集资金主要用于高端产能扩充.....  | - 9 - |

## 报告正文

## 1、财务分析：量利齐升，高端产品放量对冲疫情不利影响

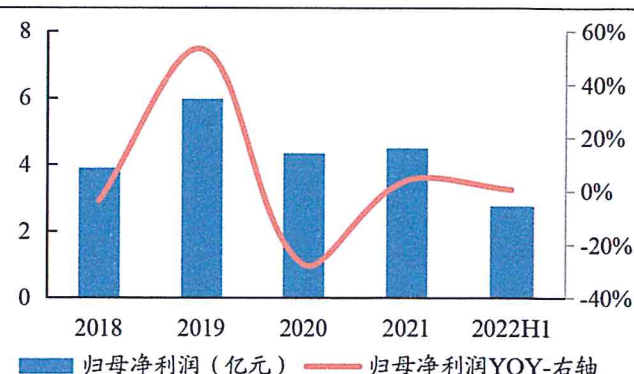
- **营收与利润情况：**2022年上半年公司实现营业收入100.52亿元，同比增长16.00%；实现归母净利润2.77亿元，同比增长0.54%；实现扣除股权激励摊销费用的归母净利润3.23亿元，同比增长17.13%；实现归母扣非净利润2.12亿元，同比减少6.98%；实现扣除股权激励摊销费用的归母扣非净利润2.57亿元，同比增加13.12%。
- **疫情影响冲击：**2021年上半年，长春、上海等汽车产业集中地区因发生疫情，汽车产业链内上下游企业停工停产，物流中断。公司现有的三大传统业务中，铸造铝合金和车轮产品销量受到一定程度影响，铝合金项目建设延期，功能中间合金业务因应用行业较为分散，受影响较小。
- **业绩增长原因：**疫情冲击下，公司上半年仍保持了收入和利润的双增长态势，主要原因包括两个方面：（1）功能中间合金业务板块的高端晶粒细化剂、航空航天级特种中间合金等高端产品销量的逐步提升（2022H1高端晶粒细化剂产品销量3220吨，同比增长120.55%，特种中间合金销量182吨，同比增长35.05%），提高公司整体盈利能力；（2）铝合金车轮板块的产品材料成本和海运费联动等报价模式的调整、车轮出口业务的稳定发展、内外铝价正挂以及美元升值等诸多有利因素推动。

图1、2022H1公司营业收入同比增长16.00%（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2022H1公司归母净利润同比增长0.54%（亿元）

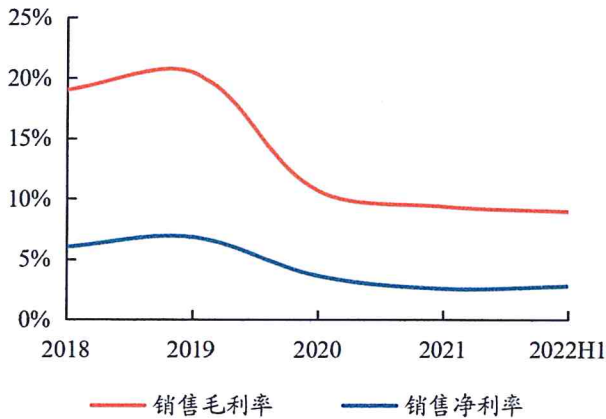


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **毛利率与期间费用率情况：**疫情影响下，2022H1公司销售毛利率为8.94%，较2021年同期下降0.86pct，其中铸造铝合金、铝合金车轮和中间合金的毛利率分别为4.30%、14.39%和14.20%，分别较上年同期下降1.53pct、2.21pct和0.96pct。同时，在期间费用率方面，2022H1销售费用率为0.97%，与2021年同期持平；由于股权激励摊销费用影响，2022H1公司管理费用率为2.04%，较2020年提高了0.21pct；研发费用率为2.72%，较2020年同期增加0.18pct，

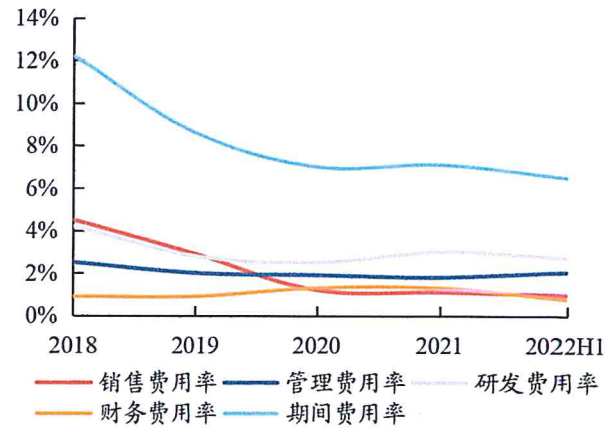
公司进一步加大研发投入;财务费用率为 0.77%,较 2020 年同期下降 0.52pct。合计来看,2022H1 公司期间费用率达到 6.50%,整体处于较低水平。

图 3、2022H1 公司销售毛利率为 8.94%



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

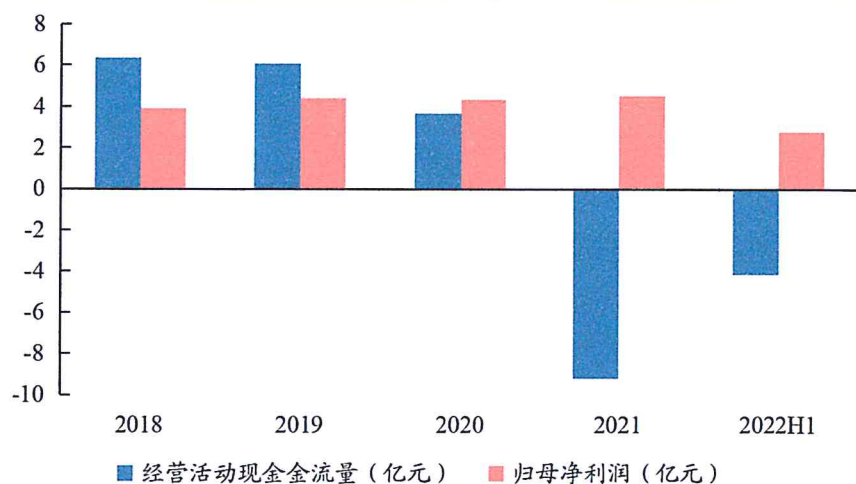
图 4、2022H1 公司期间费用率下降到 6.50%



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- **经营性现金流情况:**2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-4.16 亿元,较去年同期下降 90.62%,主要是铝价上涨原料备货占用资金增加及应收款项增加等所致。公司从 2021 年开始出现经营性现金流与归母净利润明显不匹配现象,目前二者的匹配度仍有待提高。

图 5、2022H1 公司经营性现金流与归母净利润匹配度有待提高



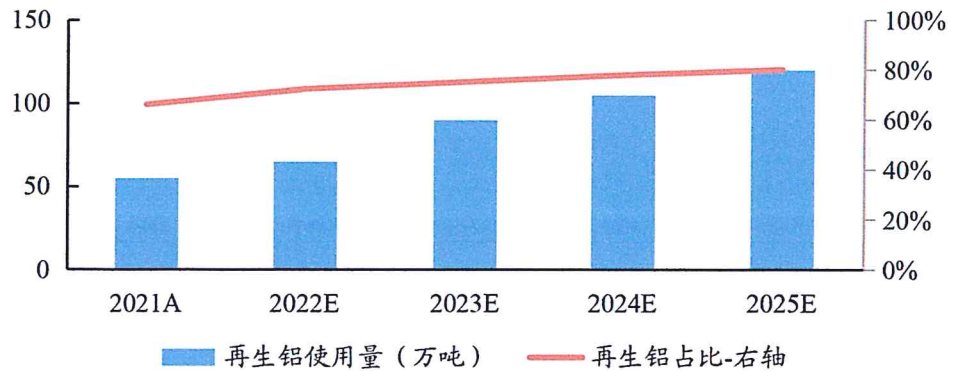
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、公司发展:一体化布局已然成形,传统业务量利齐升

- **公司传统业务业绩提升主要源于两点:**一方面,随着各项在建产能的陆续落地,公司产品产销量有望实现不断增长;另一方面,随着高端晶粒细化剂等高端产品的放量,公司产品结构逐步升级,结合公司再生铝使用比例的不断

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 6、预计 2025 年公司再生铝使用比例将达到 80%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

- **铝合金车轮业务：**公司铝合金车轮业务增强盈利能力主要通过两个途径来实现：（1）产品高端化，公司铝合金车轮产品结构逐步调整，向大尺寸和高端化方向进行切换，提高车轮产品的单位盈利能力；（2）锁定新能源汽车客户，公司在铝合金车轮领域已经实现为造车新势力和华人运通等多家新能源车企业提供配套服务，并且完成了比亚迪某新能源车型项目顶点和某国际头部新能源车企的工厂认证，在新能源汽车轻量化市场积极布局。

### 3、公司看点：新能源材料+免热铝双轮牵引，助力公司业绩腾飞

- 未来公司业绩提升看点主要集中在两方面：新建锂电、钠电等新能源材料项目和公司掌握的免热处理合金工艺。
- **新建锂电、钠电项目：**公司于 2021 年 7 月建立山东立中新能源材料有限公司，投资建设立中集团新能源锂、钠电新材料项目。该项目产品主要包括锂电池电解质和氟化盐两大系列，其中，六氟磷酸锂等锂电池电解质产品直接对外出售，氟钛酸钾等氟化盐产品用作公司功能中间合金的原材料。未来新能源材料项目落地投产，一方面将显著提高公司的原材料保障能力，另一方面在传统业务之外，为公司开辟新的营收增长点。

表 2、公司锂电、钠电新材料项目产能逐步落地

| 新能源材料项目 | 产能情况   | 预计投产时间     |
|---------|--|------------|
| 一期      | 六氟磷酸锂 (LiPF <sub>6</sub> ) 10000 吨, 氟钛酸钾、氟锆酸钾、氟硼酸钾等氟化盐 12000 吨, 其他氟化盐产品 12000 吨            | 2023 年 3 月 |
| 二期      | 六氟磷酸锂 (LiPF <sub>6</sub> ) 8000 吨, 双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI) 8000 吨, 电子级氟化钠 (NaF) 3000 吨, 氟化盐 8000 吨 | 2024 年二季度  |

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- **免热处理合金业务:** 在汽车逐渐轻量化的背景下,一体化压铸技术受到整车厂尤其是新能源汽车厂商推崇。与传统汽车制造所采用的冲压+焊接工艺相比,一体化压铸具备诸多优势:(1)有效减少零件个数(对比 Model 3 后底板的 70 个零部件,采用一体化压住的 Model Y 仅需 2 个零部件);(2)降低车身重量,增加续航里程;(2)提高生产效率,大幅降低生产成本。免热处理铝合金是一体化压铸的最佳材料,其具备良好热稳定性能与力学性能,可满足大型压铸件的生产要求,节约生产时间,降低生产成本,提高产品的良品率,同时,省去了热处理工艺,满足碳中和节能减排趋势要求。而公司作为国内免热铝龙头,其客户开拓与技术研发处于行业领先地位:
- ✓ **领先的技术水平:** 随着一体化压铸技术的推广,市场对于免热铝合金材料的需求将逐步增加。公司通过多年来持续的高研发投入和对市场需求的准确把握,打破国外技术垄断,成功研发出国产免热处理合金材料并已申请专利。公司产品采用独特低 Mo 变质技术,解决了一体化过程中偏稀性问题,材料价格降低了 15%-20%。与国内外同类产品相比,公司免热处理合金材料具有一定的竞争优势。
- ✓ **快速推进的客户认证:** 目前,公司免热处理合金已经实现市场化应用和批量生产。2022 年 5 月 18 日,公司与文灿股份签署了《战略合作框架协议》,在新能源汽车大型一体化车身结构件,电池盒箱体等产品的材料开发和应用领域建立合作关系。同时,公司利用传统业务领域积累的新能源汽车客户资源,积极推动与整车厂及压铸厂的合作,促进公司免热率材料的推广应用。随着下游客户对一体化压铸技术应用程度的加深,公司免热铝材料市场需求将逐步扩大,为公司业绩增长开辟新空间。

#### 4、募投项目:公开发行人可转债,不断扩充高端产能规模

- 根据公司 2022 年 7 月 31 日公告,公司拟通过向不特定对象发行可转换公司债券的方式募集资金不超过人民币 15.8 亿元,主要用于山东立中新能源锂电新材料项目(一期)和墨西哥立中年产 360 万只超轻量化铝合金车轮项目。其中,墨西哥立中年产 360 万只超轻量化铝合金车轮项目主要生产 17-19 寸

轻量化、大尺寸的高端车轮。该项目建成投产后，不仅能够就近将公司产品销售给北美当地客户，降低运输费用，还能够避开潜在贸易壁垒风险，同时，该产线属于高端产能，落地投产后将显著提高公司高端产品营收占比，增强公司盈利能力。

表 3、可转债募集资金主要用于高端产能扩充

| 序号 | 项目名称                      | 拟投入募集资金金额 |
|----|---------------------------|-----------|
| 1  | 山东立中新能源锂电新材料项目（一期）        | 5 亿元      |
| 2  | 墨西哥立中年产 360 万只超轻量化铝合金车轮项目 | 6 亿元      |
| 3  | 免热处理、高导热、高导电材料研发中心项目      | 0.3 亿元    |
| 4  | 补充流动资金                    | 4.5 亿元    |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、盈利预测及投资建议

- 随着公司三大传统业务领域新建产能的逐步落地，公司产品产销量有望逐步增加；高端晶粒细化剂等高端产品营收占比不断提升，公司盈利能力增强。传统业务迎量利齐升。新能源材料项目即将落地，为公司开辟业绩增长新路径，一体化压铸技术在新能源汽车领域的快速应用推动了上游原材料订单释放，公司作为国内免热处理合金市场领跑者，有望率先受益。我们预计 2022-2024 公司归母净利润分别为 6.68、11.58、15.30 亿元，EPS 分别为 1.08、1.88、2.48 元，8 月 1 日收盘价对应 PE 分别为 34.8、20.1、15.2 倍，维持“审慎增持”评级。

## 6、风险提示

- 原材料价格波动、海内外铝价倒挂、一体化压铸应用不及预期等。



## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2021  | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|----------------|-------|----------|----------|----------|
| <b>流动资产</b>    | 10435 | 13847    | 16513    | 18392    |
| 货币资金           | 2053  | 2816     | 3428     | 3891     |
| 交易性金融资产        | 203   | 304      | 271      | 282      |
| 应收票据及应收账款      | 3598  | 5293     | 6260     | 6894     |
| 预付款项           | 217   | 266      | 355      | 411      |
| 存货             | 3222  | 4049     | 4994     | 5653     |
| 其他             | 1142  | 1118     | 1205     | 1261     |
| <b>非流动资产</b>   | 3950  | 3636     | 3337     | 3003     |
| 长期股权投资         | 91    | 78       | 82       | 81       |
| 固定资产           | 2247  | 2329     | 2183     | 1927     |
| 在建工程           | 749   | 375      | 187      | 94       |
| 无形资产           | 576   | 601      | 626      | 650      |
| 商誉             | 29    | 30       | 30       | 30       |
| 长期待摊费用         | 7     | 2        | -2       | -7       |
| 其他             | 251   | 222      | 232      | 228      |
| <b>资产总计</b>    | 14386 | 17483    | 19850    | 21394    |
| <b>流动负债</b>    | 7675  | 9475     | 10133    | 9591     |
| 短期借款           | 4702  | 6033     | 6200     | 5296     |
| 应付票据及应付账款      | 1657  | 2,210.57 | 2,672.72 | 3,045.27 |
| 其他             | 1316  | 1232     | 1261     | 1250     |
| <b>非流动负债</b>   | 1426  | 2027     | 2577     | 3145     |
| 长期借款           | 1182  | 1656     | 2249     | 2802     |
| 其他             | 245   | 371      | 329      | 343      |
| <b>负债合计</b>    | 9101  | 11502    | 12711    | 12737    |
| 股本             | 617   | 617      | 617      | 617      |
| 资本公积           | 1343  | 1343     | 1343     | 1343     |
| 未分配利润          | 2971  | 3556     | 4578     | 5899     |
| 少数股东权益         | 217   | 266      | 343      | 449      |
| <b>股东权益合计</b>  | 5284  | 5981     | 7139     | 8658     |
| <b>负债及权益合计</b> | 14386 | 17483    | 19850    | 21394    |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度       | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润      | 450   | 668   | 1158  | 1530  |
| 折旧和摊销      | 327   | 320   | 354   | 371   |
| 资产减值准备     | 20    | 50    | 65    | 52    |
| 资产处置损失     | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 公允价值变动损失   | 8     | -0    | 2     | 0     |
| 财务费用       | 245   | 284   | 339   | 369   |
| 投资损失       | -35   | -34   | -32   | -33   |
| 少数股东损益     | 24    | 49    | 77    | 106   |
| 营运资金的变动    | -2012 | -2110 | -1665 | -1088 |
| 经营活动产生现金流量 | -922  | -621  | 252   | 1327  |
| 投资活动产生现金流量 | -516  | -102  | 11    | -25   |
| 融资活动产生现金流量 | 1731  | 1487  | 349   | -839  |
| 现金净变动      | 281   | 763   | 612   | 463   |
| 现金的期初余额    | 1588  | 2053  | 2816  | 3428  |
| 现金的期末余额    | 1869  | 2816  | 3428  | 3891  |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 18634 | 24301 | 29896 | 34186 |
| 营业成本            | 16891 | 22046 | 26848 | 30517 |
| 税金及附加           | 102   | 160   | 190   | 220   |
| 销售费用            | 199   | 200   | 230   | 260   |
| 管理费用            | 333   | 560   | 550   | 540   |
| 研发费用            | 552   | 540   | 650   | 750   |
| 财务费用            | 237   | 284   | 339   | 369   |
| 其他收益            | 278   | 320   | 360   | 400   |
| 投资收益            | 35    | 34    | 32    | 33    |
| 公允价值变动收益        | -8    | 0     | -2    | -0    |
| 信用减值损失          | -52   | -19   | -23   | -27   |
| 资产减值损失          | -20   | -14   | -17   | -18   |
| 资产处置收益          | -3    | -2    | -2    | -2    |
| <b>营业利润</b>     | 552   | 830   | 1436  | 1916  |
| 营业外收入           | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 营业外支出           | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>利润总额</b>     | 551   | 829   | 1436  | 1915  |
| 所得税             | 77    | 112   | 200   | 279   |
| <b>净利润</b>      | 474   | 717   | 1236  | 1637  |
| 少数股东损益          | 24    | 49    | 77    | 106   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 450   | 668   | 1158  | 1530  |
| <b>BPS(元)</b>   | 0.73  | 1.08  | 1.88  | 2.48  |

## 主要财务比率

| 会计年度           | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长性</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入增长率        | 39.1%  | 30.4%  | 23.0%  | 14.3%  |
| 营业利润增长率        | -4.2%  | 50.4%  | 73.1%  | 33.4%  |
| 归母净利润增长率       | 4.0%   | 48.5%  | 73.3%  | 32.1%  |
| <b>盈利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 9.3%   | 9.3%   | 10.2%  | 10.7%  |
| 净利率            | 2.5%   | 3.0%   | 4.1%   | 4.8%   |
| ROE            | 8.9%   | 11.7%  | 17.0%  | 18.6%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 63.3%  | 65.8%  | 64.0%  | 59.5%  |
| 流动比率           | 1.36   | 1.46   | 1.63   | 1.92   |
| 速动比率           | 0.94   | 1.03   | 1.14   | 1.33   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产周转率          | 145.1% | 152.5% | 160.2% | 165.8% |
| 应收账款周转率        | 587.3% | 603.7% | 585.7% | 554.8% |
| 存货周转率          | 641.1% | 604.2% | 591.6% | 571.1% |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.73   | 1.08   | 1.88   | 2.48   |
| 每股经营现金         | -1.49  | -1.01  | 0.41   | 2.15   |
| 每股净资产          | 8.21   | 9.26   | 11.02  | 13.30  |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |        |        |        |
| PE             | 51.7   | 34.8   | 20.1   | 15.2   |
| PB             | 4.6    | 4.1    | 3.4    | 2.8    |