



## 买入（首次）

所属行业：有色金属  
当前价格(元)：23.43

### 证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

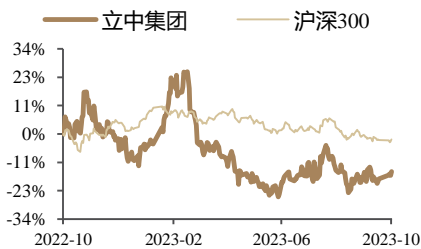
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

### 研究助理

康宇豪

邮箱：kangyh@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.43	-0.59	-3.66
相对涨幅(%)	3.16	4.09	0.66

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 立中集团（300428.SZ）：铸造铝合金龙头，免热处理合金有望随一体化压铸趋势向好

## 投资要点

- **领先的轻合金新材料、轻量化产品制造商，业绩增长稳健。**公司深耕铸造铝合金材料和铝合金车轮制造近四十年，目前已形成三大业务和新能源锂电新材料项目。2022年，公司实现营业收入213.7亿元，同比增长14.7%；归母净利润达4.92亿元，同比增长9.41%。
- **三大业务合金业务齐头并进，新能源项目实现产业链拓展。****(1) 再生铝铸造铝合金业务：**立中集团是再生铝制造行业龙头，2030年汽车工业铝总消费量有望达1070万吨，2020-2030年GAGR达8.9%。2021年，公司再生铝产量市场份额为6.29%，领先于其他企业；2022年铸造铝合金板块营业收入达116.05亿元，2020年至2022年营业收入CAGR为22.3%，公司铸造铝合金年产能25年有望达182万吨。**(2) 功能中间合金业务：**立中集团处于行业领先地位，2022年公司的高端晶粒细化剂实现销售收入2.78亿元，同比增长131.67%；航空航天级特种中间合金实现销售收入1亿元，同比增长64.88%。**(3) 铝合金车轮业务：**公司的铝合金汽车车轮技术先进、产品种类多样，产销量逐年提升，规模化效益明显，预计2025年产能将达2360万只。**(4) 新能源锂电新材料项目：**开展两期项目，其中一期项目建设期为2021年11月至2023年3月，涵盖六氟磷酸锂(LiPF<sub>6</sub>)10,000吨，氟钛酸钾、氟锆酸钾、氟硼酸钾等氟化盐12,000吨，其他氟化盐产品12,000吨；二期项目建设期为2023年4月至2024年8月，产品包括六氟磷酸锂(LiPF<sub>6</sub>)8,000吨，双氟磺酰亚胺锂(LiFSI)8,000吨，电子级氟化钠(NaF)3,000吨，氟化盐8,000吨。
- **一体化压铸方兴未艾，免热处理合金材料前景广阔。**汽车轻量化需求使得一体化压铸成为发展趋势，一体化压铸迎来高速增长期，渗透率有望持续提升。免热处理合金材料是一体化压铸重要的上游原材料，立中集团实现了该材料的国产化，打破国外垄断。公司在免热处理合金技术领域技术成熟，国际市场竞争力强，并完成FTO报告，保证公司免热合金材料下游市场的顺利应用，推动整车厂和压铸厂深入合作。
- **盈利预测与投资建议。**随公司铝板块及锂电材料板块产能扩张、产能利用率提升，预计公司2023-2025年营业收入分别为228.34/287.01/353.14亿元。归母净利润分别为6.43/9.02/11.71亿元，对应PE22.76/16.23/12.51倍，选取四家汽车铝加工企业作为可比公司，可比公司平均PE为29.71/19.09/14.90倍，公司作为上游铝合金龙头企业，估值有望随利润持续向上，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**公司产能扩张不及预期；铝合金行业竞争加剧超预期；公司产品研发配套不及预期

**股票数据**

总股本(百万股):	625.12
流通 A 股(百万股):	528.16
52 周内股价区间(元):	20.64-34.57
总市值(百万元):	14,646.61
总资产(百万元):	17,346.92
每股净资产(元):	9.81

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,634	21,371	22,834	28,701	35,314
(+/-)YOY(%)	39.1%	14.7%	6.8%	25.7%	23.0%
净利润(百万元)	450	492	643	902	1,171
(+/-)YOY(%)	4.0%	9.4%	30.7%	40.2%	29.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.72	0.79	1.03	1.44	1.87
毛利率(%)	9.3%	9.5%	9.8%	10.1%	10.1%
净资产收益率(%)	8.9%	8.6%	10.1%	12.4%	13.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 立中集团：领先的轻合金新材料、轻量化产品制造商 .....	6
1.1. 并购推进发展，规模不断扩大 .....	6
1.2. 股权结构清晰，子公司分工明确 .....	6
1.3. 营收逐年提升，业绩向好发展 .....	7
2. 三大合金业务齐头并进，新能源项目实现产业链拓展 .....	9
2.1. 再生铝铸造铝合金：双碳背景下迎来春天 .....	9
2.1.1. 再生铝制造行业龙头，践行绿色理念 .....	10
2.1.2. 铸造铝合金行业及公司产能有望实现双重共振 .....	13
2.2. 功能中间合金：处于行业领先地位 .....	15
2.3. 铝合金车轮：规模化效益带动竞争力提升 .....	17
2.4. 新能源锂电新材料项目：满足上游原料供应，提升下游盈利空间 .....	20
3. 一体化压铸方兴未艾，免热处理合金材料前景广阔 .....	21
3.1. 汽车轻量化需求使得一体化压铸成为发展趋势 .....	21
3.2. 公司免热处理合金材料打破国外垄断，率先实现市场化应用 .....	24
4. 盈利预测与估值 .....	25
5. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 H1) .....	6
图 3: 公司营业收入情况 .....	7
图 4: 公司归母净利润情况 .....	7
图 5: 公司营业收入结构变化情况 .....	7
图 6: 公司 2022 年营业收入结构 .....	7
图 7: 公司分业务毛利率和整体毛利率 .....	8
图 8: 公司历年费用率 .....	8
图 9: 公司主要业务及其应用 .....	9
图 10: 2018-2025 中国再生铝产量及预测 .....	11
图 11: 2018-2023 中国再生铝产量占原铝比重情况 .....	12
图 12: 2021 年中国再生铝企业市场份额占比情况 .....	12
图 13: 2018-2025 中国汽车行业用铝量 (万吨) .....	13
图 14: 2020-2022 年立中集团铸造铝合金销售量及营业收入 .....	14
图 15: 公司铸造铝合金产能预测 .....	15
图 16: 2019-2022 年立中集团功能中间合金产销量及营业收入 .....	16
图 17: 晶粒细化剂产品 .....	16
图 18: 航空航天级特种中间合金 .....	16
图 19: 2017-2021 年中国铝合金车轮市场规模情况 .....	17
图 20: 2017-2021 年汽车车轮和铝合金车轮销量 .....	17
图 21: 立中集团主要铝合金车轮产品 .....	18
图 22: 立中集团铝合金车轮板块合作公司 .....	19
图 23: 2019-2022 年公司铝合金车轮产销量及营业收入 .....	19
图 24: 2022-2025 年公司铝合金车轮产能预测 .....	19
图 25: 新能源锂电新材料项目主要产品 .....	21
图 26: 2013-2022 年中国新能源汽车销量及增长率 .....	22
图 27: 传统工艺与一体化压铸工艺对比 .....	23
图 28: 2021-2025 年中国一体化压铸市场空间及预测 .....	23
图 29: 2021-2025 年中国一体化压铸渗透率及预测 .....	23
图 30: 立中集团免热处理合金材料 .....	24

表 1: 中国再生铝行业相关政策整理.....	10
表 2: 2018-2021 年中国主要再生铝企业产量及市场占有率 .....	12
表 3: 中国汽车单车铝消耗量估算 (公斤) .....	14
表 4: 公司功能中间合金新材料主要产品及其用途和作用 .....	15
表 5: 铝合金车轮行业主要企业 .....	17
表 6: 锂钠电新材料项目产能.....	21
表 7: 汽车轻量化对降低燃油及排放的作用 .....	22
表 8: 一体化压铸产业链 .....	23
表 9: 公司业务拆分表.....	26
表 10: 可比公司估值表.....	26

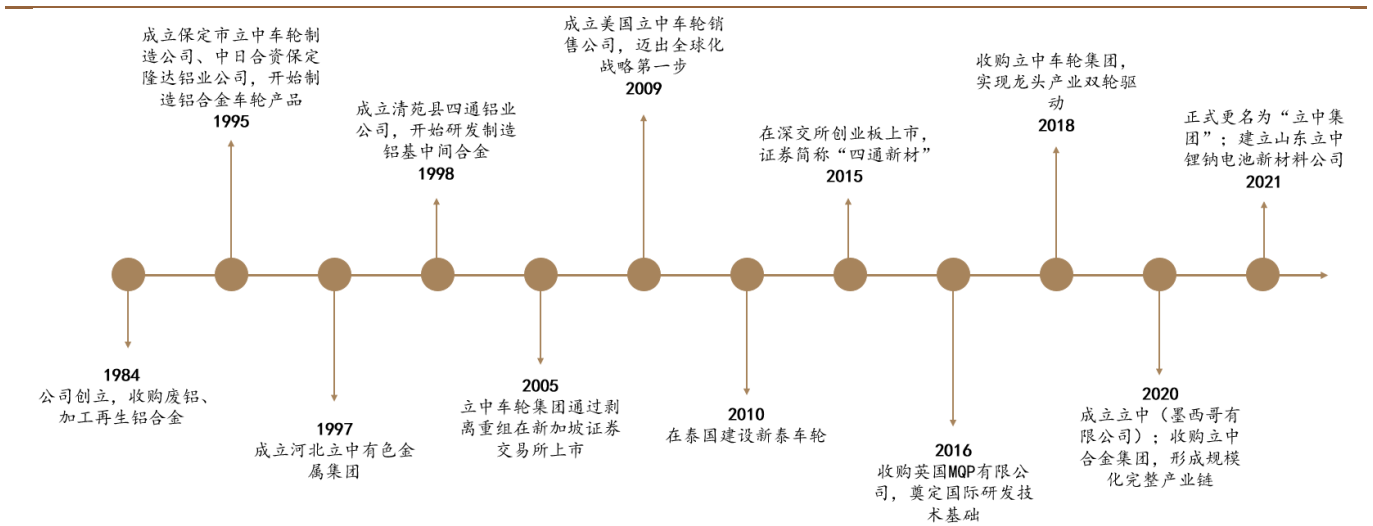
## 1. 立中集团：领先的轻合金新材料、轻量化产品制造商

### 1.1. 并购推进发展，规模不断扩大

**领先的再生铝合金、汽车轻量化产品和新材料全球制造商。**立中集团成立于1984年，2015年在深交所创业板挂牌上市，总部位于河北保定，紧邻雄安新区，是国家级专精特新“小巨人”企业。公司在轻合金新材料、轻量化产品领域深耕近四十年，始终以行业发展的前瞻趋势开展现实研究，处于行业领先地位。2021年，集团在全球拥有47家子公司，其中制造工厂34家，员工约9000人，资产规模144亿元，实现销售收入186亿元。

公司前身为四通新材，于2018和2020年收购立中车轮集团与立中合金集团，实现再生铸造铝合金、功能中间合金和铝合金车轮三大主业齐头并进的格局，形成规模化完整产业链。2021年8月，立中集团建立山东立中锂钠电池新材料公司，正式切入锂电材料领域。

图 1：公司发展历程

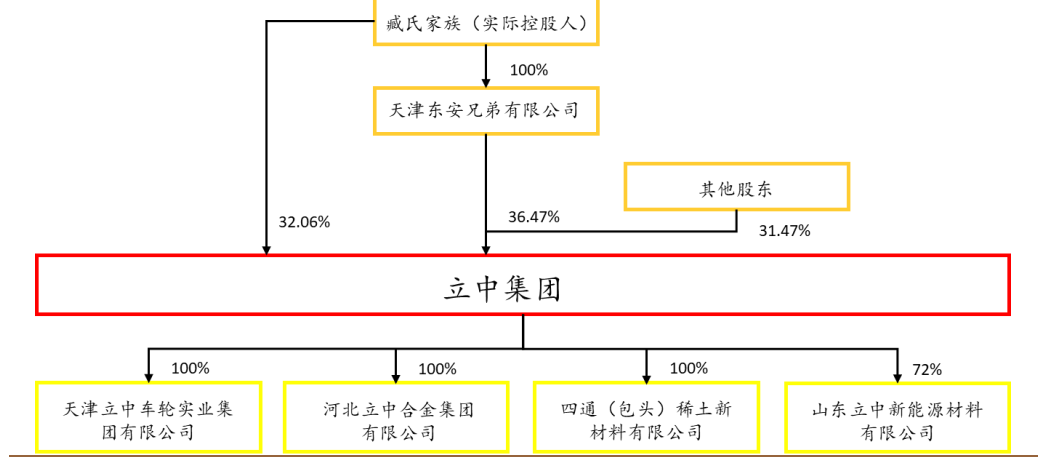


资料来源：公司官网、德邦研究所

### 1.2. 股权结构清晰，子公司分工明确

**公司股权集中，结构清晰，臧氏家族为实际控制人。**截至2023年H1，臧氏家族是臧立根、刘霞、臧永兴、臧娜、臧立中、陈庆会、臧永建、臧亚坤、臧立国、臧永奕、臧永和和臧洁爱欣12名成员组成的家族，直接持有立中集团32.06%的股份，并通过天津东安兄弟有限公司间接持有立中集团36.47%的股份。立中集团子公司主要包括天津立中车轮实业集团有限公司、河北立中合金集团有限公司、四通（包头）稀土新材料有限公司、山东立中新能源材料有限公司等，子公司分工明确，经营稳定。

图 2：公司股权结构（截至2023年H1）

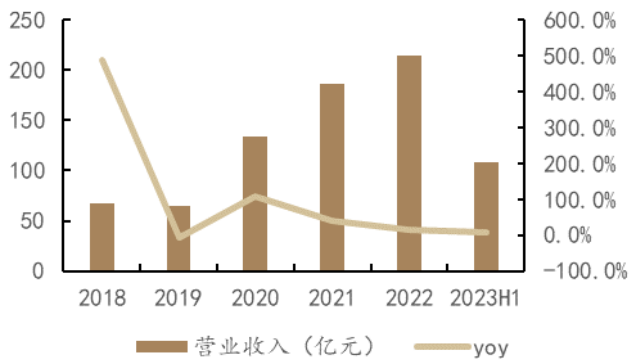


资料来源：公司公告、德邦研究所  
注：子公司股权来自 2022 年年报

### 1.3. 营收逐年提升，业绩向好发展

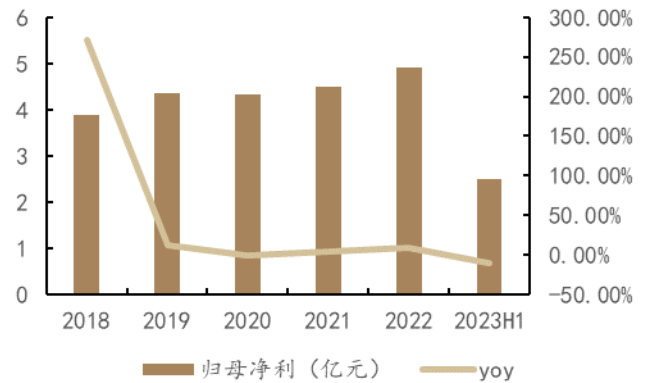
公司营业收入近三年来持续增长。立中集团 2019 年收入较 2018 年同比下降 4.9%，我们认为主要原因是国内外经济环境形势严峻，汽车行业受到中美经贸摩擦、新能源补贴退坡等因素的影响，导致国内外需求回落。但在 2020 年后，立中集团完成了对立中合金的股权收购，形成较为完整的产业链，同时在疫情冲击下制定对应的发展战略和经营目标，实现连续三年收入增长。2022 年实现营业收入 213.7 亿元，较 2021 年同比增长 14.7%；2023 年 H1 实现营业收入 108.87 亿元，较 2022 年 H1 同比增长 8.3%。2022 年归母净利润 4.92 亿元，较上年增长 9.41%；2023 年 H1 归母净利润 2.49 亿元，比上年同期下降 10.15%略有下滑。

图 3：公司营业收入情况



资料来源：wind、公司公告、德邦研究所

图 4：公司归母净利润情况

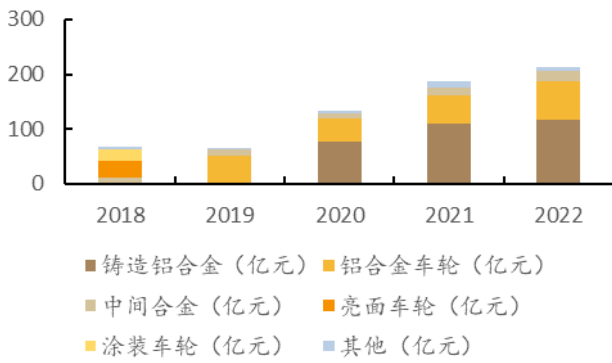


资料来源：wind、公司公告、德邦研究所

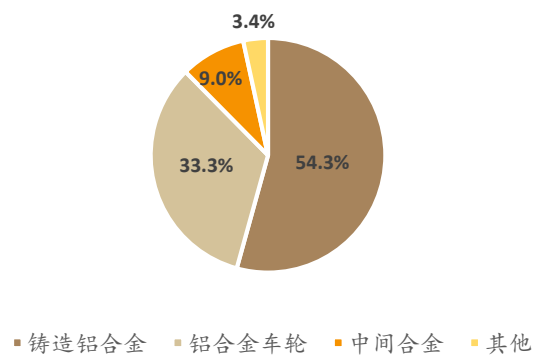
当前收入来源以三大业务为主，铸造铝合金为主要收入来源。2018 年，立中集团的收入来源主要来自亮面车轮、铝合金车轮和涂装车轮，当年 11 月收购立中车轮集团，营业收入结构发生变化。2020 年 7 月立中集团收购立中合金集团后，三大主业形成，收入来源主要为铸造铝合金、铝合金车轮和中间合金的销售收入。2022 年，铸造铝合金、铝合金车轮和中间合金分别占营收比 54.3%，33.3%和 9.0%。

图 5：公司营业收入结构变化情况

图 6：公司 2022 年营业收入结构



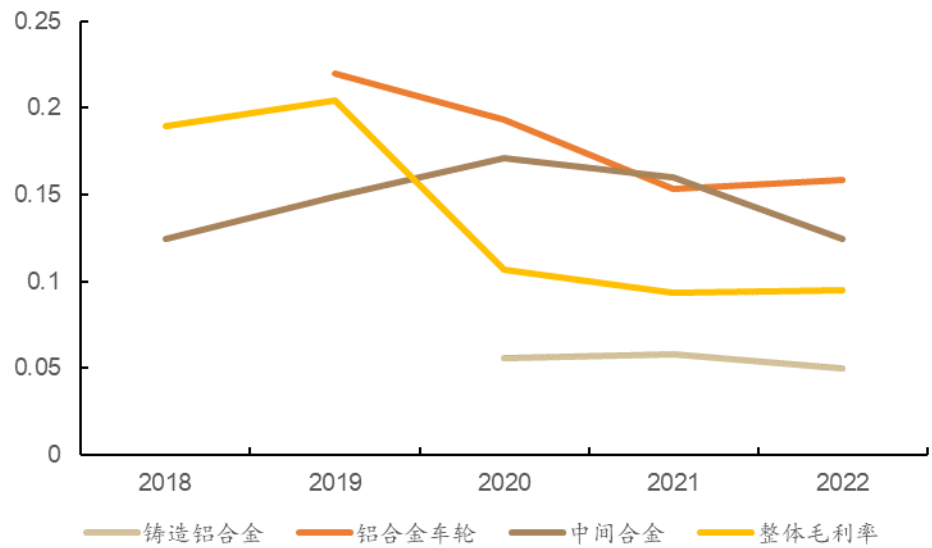
资料来源：公司公告、德邦研究所



资料来源：公司公告、德邦研究所

近两年毛利率走低，2022 年整体毛利率略有上升。2020 年至 2021 年，公司受到海外汽车产量大幅下降、美元持续贬值、国内外铝价倒挂、金属硅价格上涨等因素的影响，整体毛利率持续走低。2022 年，在国内外多重超预期因素冲击下，公司顶住压力紧密围绕经营目标，全力组织生产经营，最终整体毛利率为 9.51%，实现毛利率的回升。从分业务的毛利率来看，中间合金和铸造铝合金毛利率略有下滑，但铝合金车轮在 2022 年实现毛利率上升，2022 年实现 15.82% 的毛利率。

图 7：公司分业务毛利率和整体毛利率

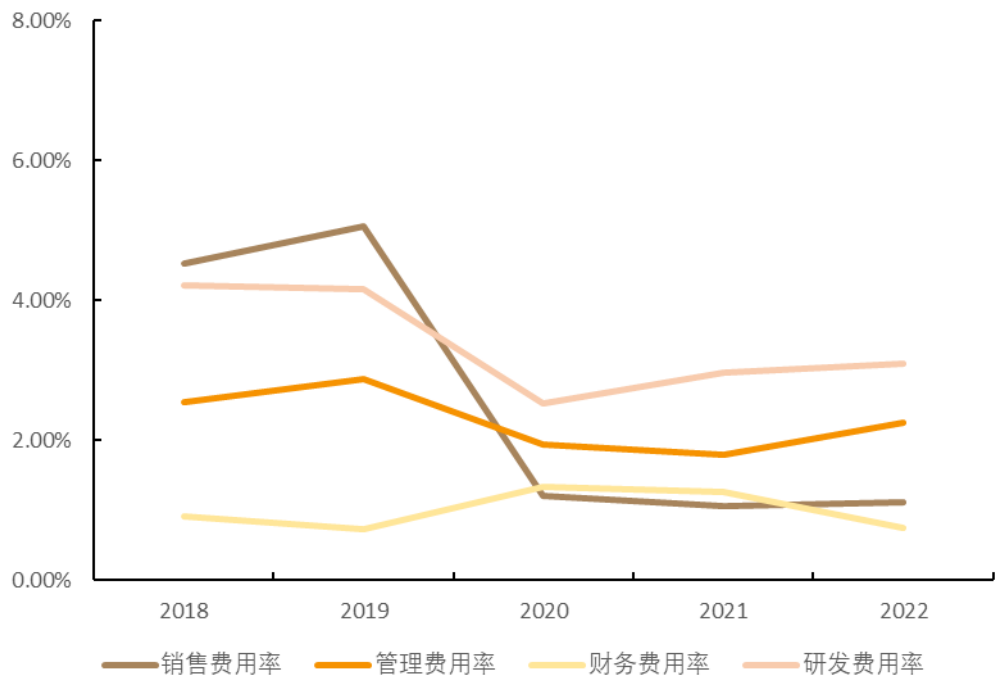


资料来源：wind、公司公告、德邦研究所

2020 年至 2022 年费用率变化小，较为平缓。2020 年，由于公司执行新收入准则，且受人民币升值的影响，整体费用率下降。自 2020 年至 2022 年，公司费用率总体起伏较小。公司 2022 年销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 1.12%、2.25%、0.75% 和 3.10%。由于公司注重研发创新，提升核心竞争力，2022 年新产品研发投入较多，实现研发费用率增长。

图 8：公司历年费用率



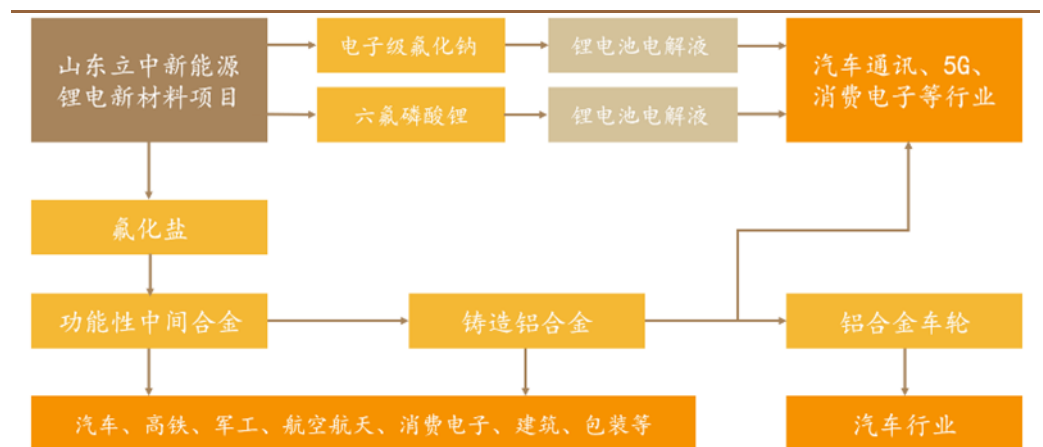


资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

## 2. 三大合金业务齐头并进，新能源项目实现产业链拓展

形成主营三大业务，实现产业链闭环。在 2018 年和 2020 年相继并购天津立中车轮实业集团有限公司和河北立中合金集团有限公司后，立中集团正式确立了公司三大业务，即中间合金新材料、再生铸造铝合金材料和铝合金车轮产品，成为拥有熔炼设备和车轮模具研发制造，再生铝资源回收利用，再生铸造铝合金研发制造，功能中间合金新材料研发制造，汽车铝合金车轮及轻量化底盘零部件设计研发制造的完整产业链公司。2021 年，成立山东立中锂电新材料公司，开展新能源锂电新材料项目，向产业链上游延伸，保证公司铝合金原材料的供应并进一步缓解新能源动力电池的供需错配问题。

图 9：公司主要业务及其应用



资料来源: 公司 2022 年年报、德邦研究所

### 2.1. 再生铝铸造铝合金：双碳背景下迎来春天

再生铸造铝合金材料产品主要是以废铝、电解铝、工业硅、电解铜、金属镁、金属钛、金属锰、中间合金等为主要原材料，生产的各种牌号铸造铝合金锭、铸

造铝合金液，主要用于生产燃油汽车和新能源汽车的发动机缸体、发动机缸盖、离合器、变速箱、卡钳、制动泵壳、车身结构件等汽车铝合金零部件和 5G 通信设备、消费电子等领域的铝合金铸造件和压铸件等。

### 2.1.1. 再生铝制造行业龙头，践行绿色理念

**绿色低碳循环经济发展理念驱动再生铝行业发展。**国家对资源和环保等问题高度关注，相关政策层出不穷。近三年，我国政府及相关部门发布多份再生铝行业相关政策，引导行业技术进步的同时确立了 2025 年再生铝产量达 1150 万吨的目标。

表 1：中国再生铝行业相关政策整理

时间	政策文件	政策内容
2020 年	《铝行业规范条件》	取消了新建再生铝项目与现有再生铝企业的生产规模的要求。
2021 年	《“十四五”规划纲要》	全面推进循环经济理念，构建多层次资源高效循环利用体系。
2021 年	《“十四五”原材料工业发展规划》	明确提出支持优势企业建立大型再生铝回收基地和产业集聚区，推进再生金属回收、拆解、加工、分类、配送一体化发展。
2021 年	《“十四五”工业绿色发展规划》	要求以碳达峰碳中和目标为引领，明确了碳排放强度和污染物排放强度下降、能源效率和资源利用水平提升、完善绿色制造体系等发展目标。
2021 年	《“十四五”循环经济发展规划》	2025 年，主要资源产出率比 2020 年提高约 20%，单位 GDP 能源消耗、用水量比 2020 年分别降低 13.5%、16%左右，再生有色金属产量达到 2000 万吨，其中再生铝达到 1,150 万吨，资源循环利用产业产值达到 5 万亿元。

2021 年

《关于加快推动工业资源综合利用的实施方案》

实施废钢铁、废有色金属、废塑料、废旧轮胎、废纸、废旧动力电池、废旧手机等再生资源综合利用行业规范管理。鼓励大型钢铁、有色金属、造纸、塑料聚合加工企业与再生资源加工企业合作，建设一体化大型废钢铁、废有色金属、废纸废塑料等绿色加工配送中心。

2022 年

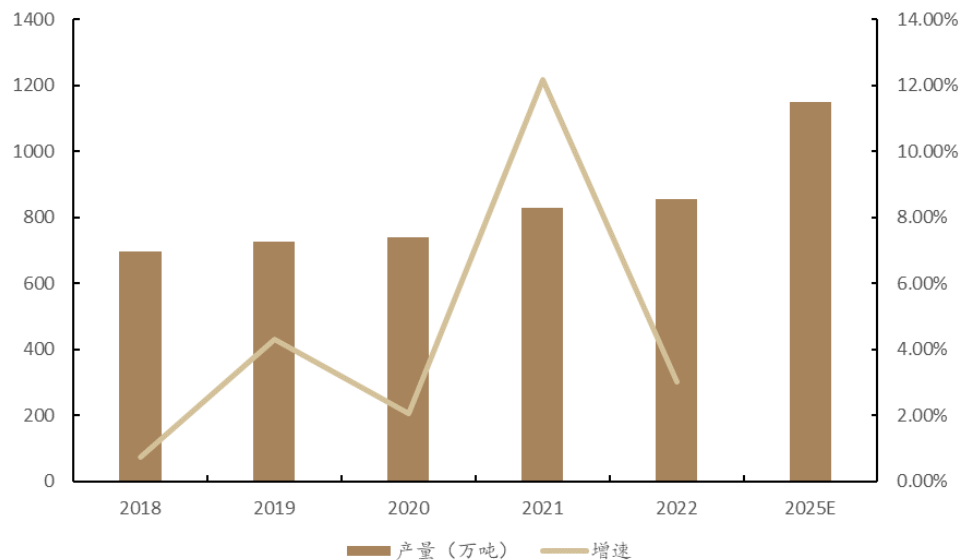
《有色金属行业碳达峰实施方案》

明确鼓励原生与再生、冶炼与加工产业集群化发展，鼓励发展再生有色金属产业，实现能源资源梯级利用和产业循环衔接；到 2025 年国内再生铝产量达到 1,150 万吨，再生金属供应占比 24% 以上，“十五五”期间绿色低碳、循环发展的产业体系基本建立，确保 2030 年前行业实现碳达峰。

资料来源：公司公告、国家发展改革委、德邦研究所

**国家政策鼓励下再生铝产销量预计突破新高。**发展再生铝产业不但是解决铝工业发展资源的重要途径，也是实现铝行业碳减排的主要途径之一，是国家明确支持、鼓励发展的产业。近年来再生铝产量保持上升趋势，根据《“十四五”循环经济发展规划》，我国 2025 年再生铝产量将达到 1150 万吨，2022 年至 2025 年实现 10.4% 的 CAGR。同时，目前汽车轻量化已成为未来汽车行业发展的主要方向之一。近年来随着汽车行业尤其是新能源汽车行业的发展，再生铝的需求量将持续提高。

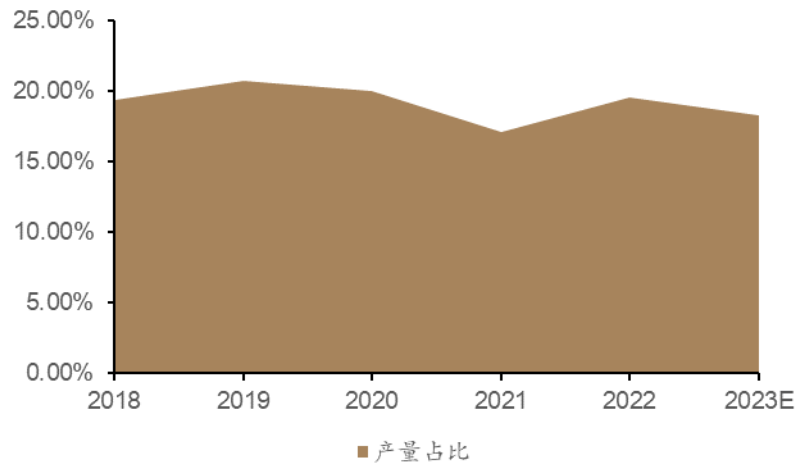
图 10：2018-2025 中国再生铝产量及预测



资料来源：华经产业研究院、顺博合金公告、德邦研究所

**再生铝行业当前渗透率低，未来发展空间广阔。**中国再生铝产量占原铝产量比重较低，2022 年再生铝市场渗透率为 19.5%。然而目前国内电解铝产能接近天花板，再生铝或为原料新选择。中国目前电解铝产能无继续增长空间，中国目前电解铝产能天花板为 4500 万吨，已建成电解铝产能 4450 万吨，将来新增用铝缺口或将依靠再生铝来满足，再生铝未来增长空间广阔。

图 11: 2018-2023 中国再生铝产量占原铝比重情况



资料来源: 华经产业研究院、德邦研究所

**再生铝行业集中度低。**中国再生铝行业市场较为分散, 中小型企业数量较多且规模较小, 市场集中度偏低, 具有成熟核心制造技术并进行规模化再生铝生产的大型企业数量相对较少。

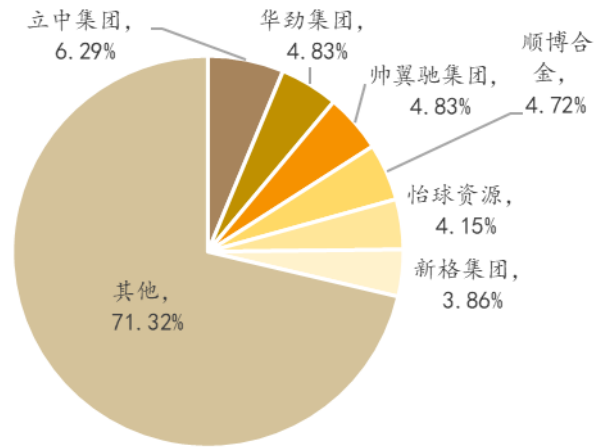
表 2: 2018-2021 年中国主要再生铝企业产量及市场占有率

公司名称	2020 年		2019 年		2018 年	
	产量	市场占有率	产量	市场占有率	产量	市场占有率
立中集团	46.16	6.24%	45.6	6.29%	41.4	5.96%
华劲集团	-	-	35	4.83%	42.6	6.13%
新格集团	-	-	28	3.86%	37.63	5.41%
顺博合金	36.97	5%	34.23	4.72%	32.61	4.69%
怡球资源	31.07	4.2%	30.09	4.15%	29.66	4.27%
帅翼驰集团	-	-	35	4.83%	28	4.03%
国内再生铝行业总产量	740	100%	725	100%	695	100%

资料来源: 顺博合金公司公告、德邦研究所

**立中集团是再生铝制造行业龙头。**2018 年至 2021 年, 公司再生铝产量市场份额分别为 5.96%、6.29%、6.24%和 6.29%, 持续占 5%以上, 领先于其他企业。

图 12: 2021 年中国再生铝企业市场份额占比情况



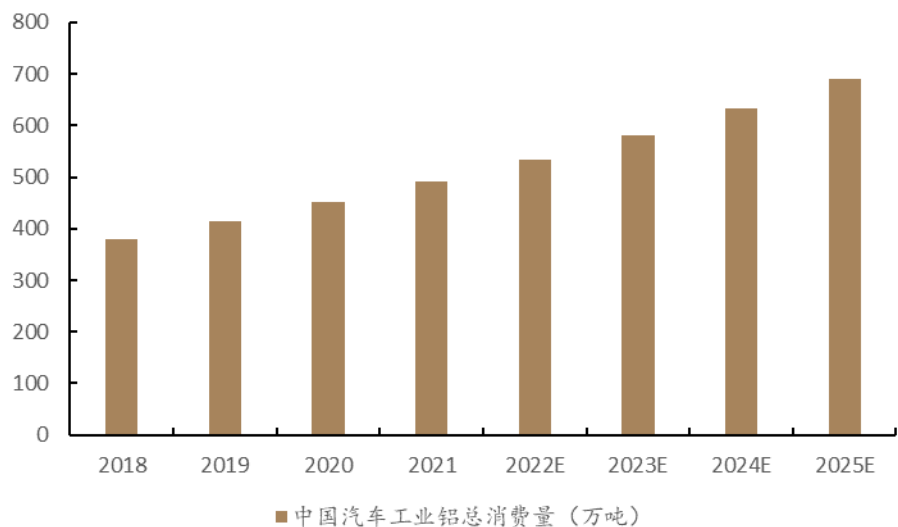
资料来源：华经产业研究院、德邦研究所

**立中集团是国内再生铝合金行业的领军企业。**公司拥有强大的再生铝处理和  
使用能力，专业和规范化的再生铝回收平台，领先的产能规模和贴近用户的铝液  
供应优势。近四十年来，立中集团始终践行绿色发展理念，紧跟行业发展趋势，  
充分利用产能布局优势，实现国内外再生铝资源利用的双循环发展。2022 年公  
司再生铝资源采购量为 56.63 万吨，同比增长 3.13%，使公司的再生铝业务规模始  
终处于行业领先地位。

### 2.1.2. 铸造铝合金行业及公司产能有望实现双重共振

**汽车工业铝消费量不断提升，铸造铝合金需求量扩大。**汽车轻量化成为汽车  
制造发展的趋势，在“双碳”背景和限制“双高”的政策下，铝合金代替汽车用  
钢成为了实现汽车轻量化的有效方式。汽车工业铝消费量将持续增加，据《中  
国汽车工业用铝量评估报告》，2030 年汽车工业铝总消费量将达到 1070 万吨，2020  
年至 2030 年共实现 8.9%的 CAGR。当前汽车铝压铸件广泛应用于底盘、车身、  
动力系统等领域，压铸铝部件占汽车用铝的 80%左右，若维持此占比，2030 年  
汽车铸造铝合金需求量将达 856 万吨左右。

图 13：2018-2025 中国汽车行业用铝量（万吨）



资料来源：公司公告、《中国汽车工业用铝量评估报告》、德邦研究所

汽车工业铝总消费量提升的同时，单车铝消耗量也在逐年增长。

表 3：中国汽车单车铝消耗量估算（公斤）

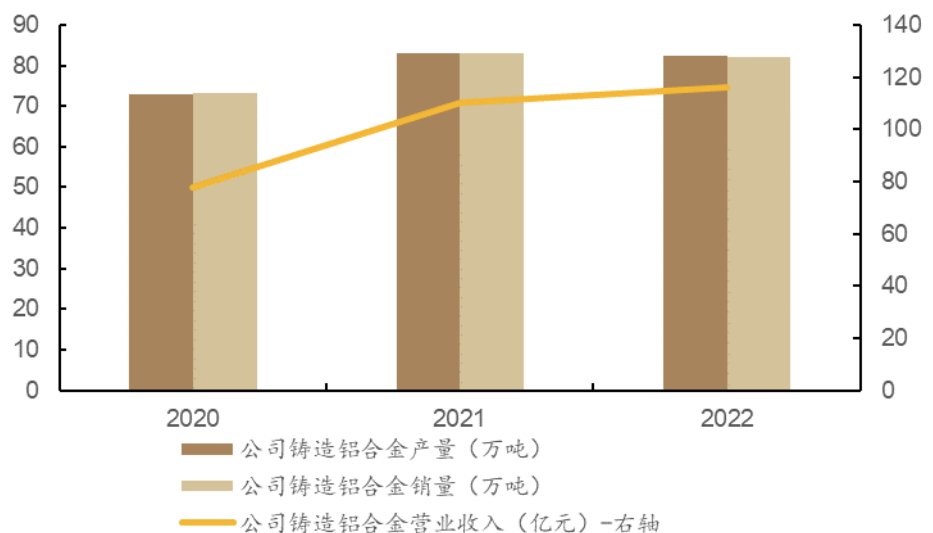
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
乘用车	110.4	115.9	119.7	129.1	138.6	148.1	157.7	167.4	177.4	187.1	197.3	207.9	219.0	230.7	242.2
燃油	110.3	115.7	118.7	127.6	136.4	145.2	153.9	162.5	171.2	179.8	188.5	197.2	205.8	214.5	222.8
电动	107.1	117.9	128.4	143.0	157.9	173.1	188.2	201.9	215.5	226.8	238.1	249.8	261.8	274.2	283.5
混合动力	147.4	160.0	179.6	188.8	198.1	206.8	215.5	224.2	232.9	238.3	243.7	249.0	254.4	259.8	265.2
商用车	76.5	87.0	99.3	110.9	122.6	133.9	145.1	156.2	165.9	180.1	194.8	209.1	223.6	238.3	253.2
客车	92.8	92.0	94.4	101.4	109.3	118.2	128.1	139.1	151.5	165.4	181.0	198.3	217.7	239.3	263.4
燃油	60.5	62.8	65.3	67.8	70.3	73.0	75.7	78.6	81.5	84.6	87.9	91.2	94.7	98.3	102.1
新能源	189.0	196.4	210.1	220.8	232.2	244.5	257.7	271.8	287.1	303.6	321.4	340.6	361.5	384.1	408.7
货车	73.8	86.4	99.9	112.0	123.9	135.4	146.7	157.8	167.2	181.4	196.0	210.1	224.1	238.2	252.3
特种车	53.2	58.6	61.6	67.7	74.0	80.6	87.5	94.8	102.4	110.5	119.0	128.1	137.6	147.8	158.6
二三轮车	10.4	10.5	10.5	10.5	10.6	10.6	10.7	10.7	10.7	10.8	10.8	10.9	10.9	11.0	11.0
燃油	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
电动自行车	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6	9.7	9.8	9.9	10.0	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5

资料来源：CM 咨询、国际铝协-《中国汽车工业用铝量评估报告（2016-2030）》、德邦研究所

**立中集团在铸造铝合金方面拥有良好的技术研发能力：**生产的铸造铝合金成分均匀、组织致密、纯净度高、铸造流动性好，是精密铸造的理想合金材料；同时，锻造用高强度铝合金铸棒成分均匀、纯净度高，晶粒细小、组织致密，均热处理技术先进，是汽车等领域用高强度锻造铝合金安全部件的专用材料。优秀的技术研发能力，能够满足用户特殊技术质量需求，扩大产品销售量。

**铸造铝合金业务营业收入呈上升趋势。**2021 年公司实现近年来铸造铝合金产销量顶峰，实现 83.16 万吨产量和 83.08 万吨销量。2022 年，受全球流动性变化、地缘政治以及能源因素的影响，公司铸造铝合金产品库存较高不能及时消耗，造成业绩承压。但立中集团积极克服市场压力，结合领先的再生铝利用技术，进一步提高再生铝的使用比例，降低生产成本提高利润水平，在铸造铝合金销量减少的情况下维持该业务营业收入的增长。2022 年铸造铝合金板块营业收入达 116.05 亿元，2020 年至 2022 年营业收入 CAGR 为 22.3%。

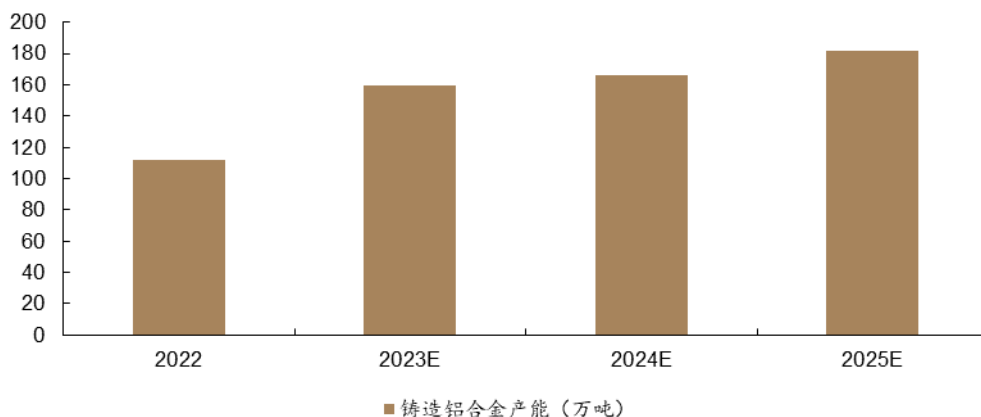
图 14：2020-2022 年立中集团铸造铝合金销售量及营业收入



资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

公司铸造铝合金年产能 25 年有望达 182 万吨。2022 年立中集团铸造铝合金产能达 112 万吨，23 年公司披露铸造铝合金产能达 160 万吨。22 年 11 月公司在六安经济技术开发区规划 12 万吨铝合金材料生产项目。2023 年 6 月公司规划在重庆建设年产 10 万吨高性能铝合金新材料项目，规划 2024 年试生产，2025 年正式投产。假设六安项目也是在 24 年试生产，25 年正式投产，按照试生产释放 30% 的产能，则预计公司 24 年铸造铝合金产能 166.6 万吨，2025 年铸造铝合金产能将达 182 万吨。

图 15：公司铸造铝合金产能预测



资料来源：公司公告、德邦研究所预测

## 2.2. 功能中间合金：处于行业领先地位

功能中间合金新材料是指由一种金属做基体，与其他金属（包括过渡族元素和稀土）或非金属通过热熔和/或化学反应生成的具有特定功能的合金新材料。功能中间合金新材料产品主要包括金属晶粒细化剂、金相变质剂、元素添加剂、金属净化剂 4 大类功能中间合金和航空航天级特种中间合金等 360 多种，产品广泛应用于汽车、高铁、航空航天、电力电器、消费电子、工业铝型材、食品医药包装等中高端铝加工行业领域。

表 4：公司功能中间合金新材料主要产品及其用途和作用

产品	用途与作用	
铝基中间合金	晶粒细化剂	用于合金组织控制，在凝固过程中产生晶粒细化效果，将晶粒尺寸由毫米级细化到微纳米级，使金属力学性能、表面性能和冷热加工性能得到大幅提升。
	金相变质剂	金相变质剂将金属组织中粗大的针状、片状组织孕育成球状或微粒，以减少针、片状组织对基体的穿刺割裂作用，使形成的金相组织更加致密均匀，提高合金的力学性能和耐磨性能。
	元素添加剂	将熔点相差大、难熔融的金属或贵金属通过热熔和/或化学反应，制作成易熔、易吸收的中间合金材料。降低用户生产工艺过程温度和时间而减少能源消耗、提高金属实收率、降低成本、降低污染物排放。
	金属净化剂	在高温下通过化学反应和物理干预作用，将金属液体中的杂质沉浮分离，提高金属纯净度，提高金属力学性能和导电性能。
镁基中间合金	用于高端镁合金成分、组织调控，性能提升。	
锌基中间合金	用于锌合金微合金化的元素及性能调整。	

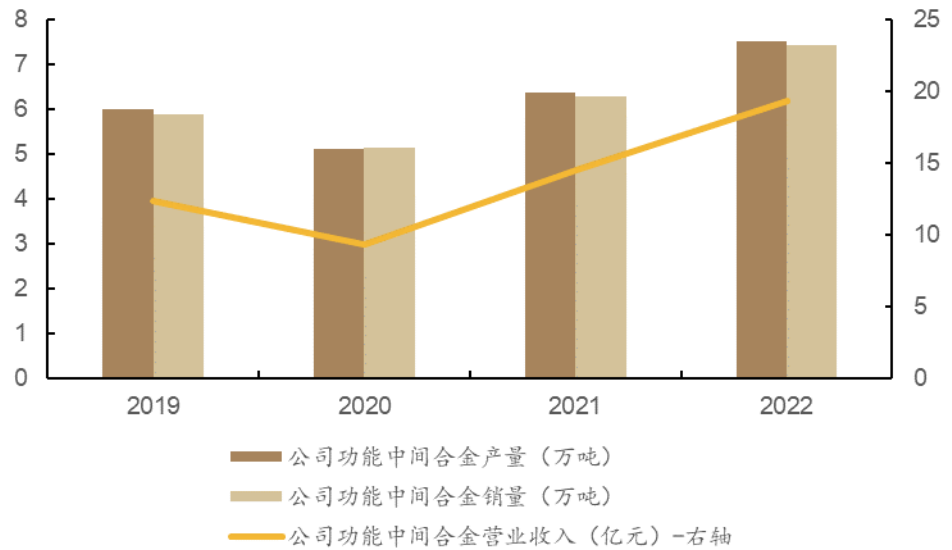
铜基中间合金

用于铜合金微合金化的元素及性能调整。

资料来源：公司 2019 年年报、德邦研究所

在功能中间合金新材料领域，公司产销规模始终处于行业领先地位。规模化的产能配置在进一步巩固公司的行业和市场地位的同时，也能够帮助企业降低生产成本，扩大利润空间。2022 年公司功能中间合金产销量分别为 7.5 万吨和 7.43 万吨，同比增长 17.88% 和 18.13%，实现近三年来产销量逐步上升，领先于其他企业。

图 16：2019-2022 年立中集团功能中间合金产销量及营业收入



资料来源：公司年报、德邦研究所

立中集团 2025 年功能中间合金产能有望达到 14.2 万吨左右。截至 2022 年末，公司功能中间合金产能达 9.2 万吨，同时仍有年产 5 万吨铝基稀土功能性中间合金新材料项目处于建设状态，2024 年达到可使用状态。预计 2025 年公司功能中间产能将达 14.2 万吨。

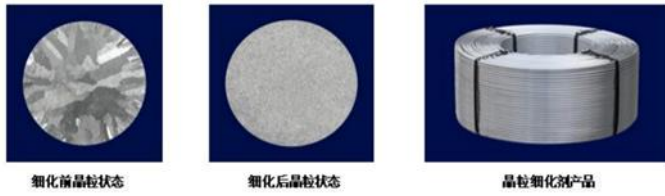
高端晶粒细化剂销量增加，带动公司的盈利空间持续走阔。公司生产的晶粒细化类中间合金晶粒细化效果显著且持久，细化效率高，铝合金的加工性能和力学性能强，并且产品质量稳定性提高，衰退周期长。2022 年公司的高端晶粒细化剂销量为 9433 吨，同比增长 123.81%，实现销售收入 2.78 亿元，较 2021 年增长 131.67%。

航空航天级特种中间合金产品产能加速释放，为公司贡献业绩增量。2022 年，航空航天级特种中间合金销量 408.25 吨，同比增长 58.28%，实现销售收入 1 亿元，同比增长 64.88%。

图 17：晶粒细化剂产品

图 18：航空航天级特种中间合金





资料来源：公司公告、德邦研究所

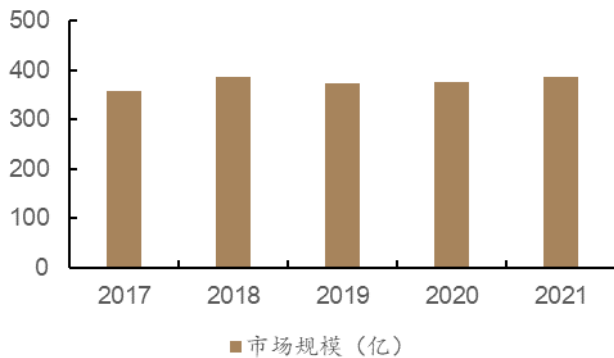


资料来源：公司公告、德邦研究所

### 2.3. 铝合金车轮：规模化效益带动竞争力提升

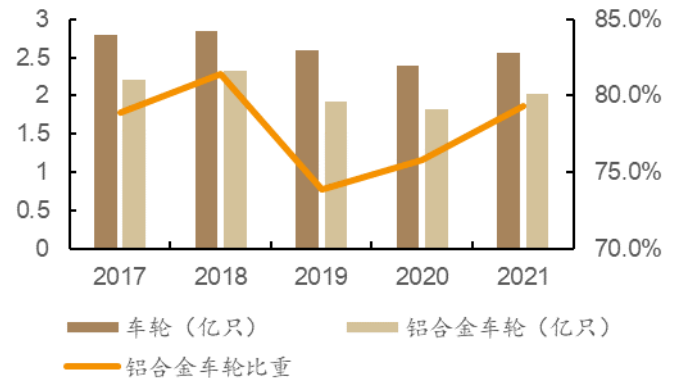
国内铝合金车轮市场规模逐步扩大，替代钢制车轮成为主流产品。目前碳减排已成为全球共识，同时对汽车零部件的轻量化需求也愈加迫切。2017年铝合金车轮市场规模为356.3亿元，2021年市场规模为384.6亿元，2017-2021实现1.93%的CAGR。2021年，中国车轮和铝合金车轮的销量分别为2.56亿只和2.03亿只，铝合金车轮占车轮总销量79%。

图 19： 2017-2021 年中国铝合金车轮市场规模情况



资料来源：智研咨询、德邦研究所

图 20： 2017-2021 年汽车车轮和铝合金车轮销量



资料来源：智研咨询、德邦研究所

铝合金车轮行业集中度高，立中集团处于领先行列。当前铝合金车轮行业龙头企业为中信戴卡。立中集团位居铝合金车轮市场前列，发展空间大。

表 5： 铝合金车轮行业主要企业

名称	公司简介	主要产品/业务
中信戴卡	公司是中信集团于 1988 年投资组建的中国大陆第一家铝车轮制造企业。2007 年 10 月，进行股份制改造，2012 年 8 月，正式更名为中信戴卡股份有限公司。	铝车轮、铝铸件
立中集团	公司始创于 1984 年。公司是专业从事研发、生产铸造铝合金、变形铝合金、铝合金车轮、功能合金新材料、精密模具、自动熔炼装备和锂钠电池新材料的国际化企业集团。公司于 2015 年在深交所创业板挂牌上市。	功能合金新材料、再生铸造铝合金、铝合金车轮
万丰奥威	公司是一家以先进制造业为核心的国际化公司，在全球十个国家（地区）拥有制造基地和研发中心。公司于 2006 年在深交所上市。	轻量化技术、飞机制造

今飞凯达 成立于 2005 年，是一家生产铝合金汽轮的专业制造商。公汽车铝轮毂、高端汽车轮毂  
司于 2017 年 4 月在深交所成功挂牌上市。

资料来源：各公司官网、德邦研究所

立中集团铝合金车轮产品种类多样，国际竞争力强。公司的主要产品包括低压铸造车轮、铸造旋压车轮、液态模锻车轮和固态模锻车轮，并以低压铸造、铸造旋压、固态锻造、液态锻造、差压铸造五大成型技术为依托，为全球知名整车厂商提供优质、专业的服务，客户遍布北美、南美、欧洲、韩国、日本等 20 多个国家及地区，具有较强的国际竞争力和广阔的发展前景。

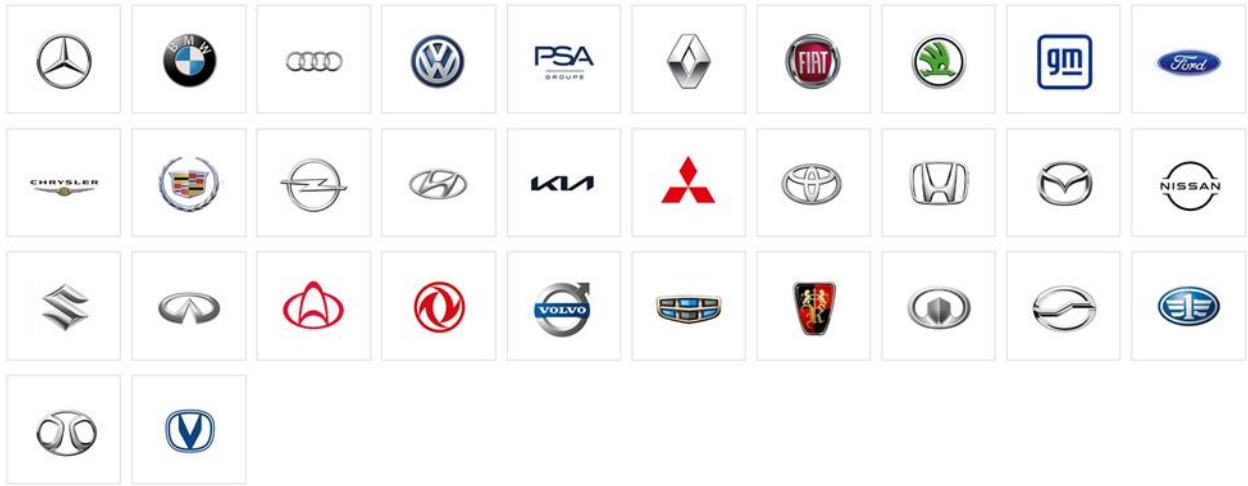
图 21：立中集团主要铝合金车轮产品



资料来源：公司官网、德邦研究所

公司技术成熟先进，为多家车企提供铝合金车轮配套服务。在铝合金车轮领域，公司是行业内唯一一家从铝合金材料研发制造、模具研发制造、工装设备研究制造到车轮产品设计、制造工艺研发、数字信息化应用为一体的企业。此外，公司积极布局新能源汽车轻量化市场，目前已为蔚来、比亚迪、理想、小鹏、威马、华人运通及牛创等多家新能源车企业提供铝合金车轮的产品配套服务。

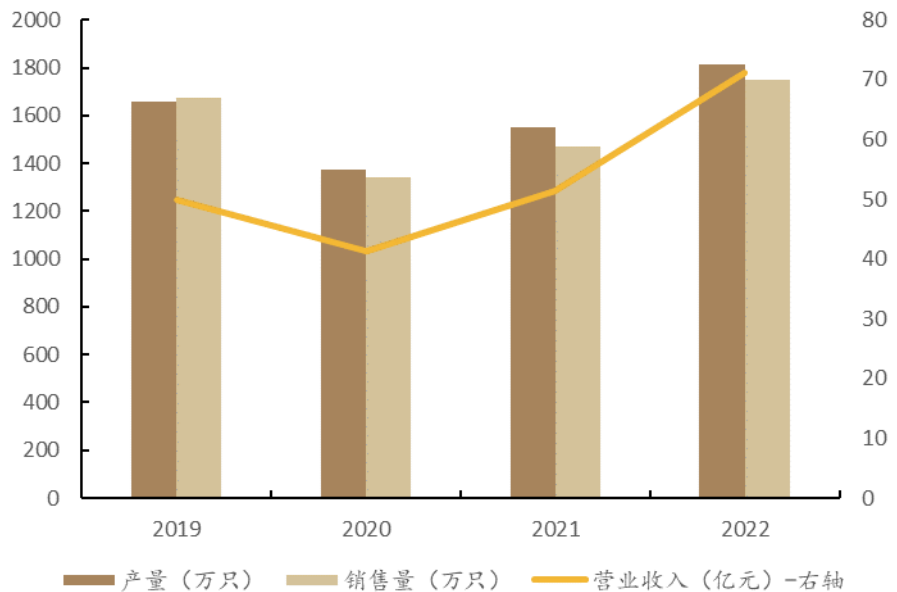
图 22：立中集团铝合金车轮板块合作公司



资料来源：公司官网、德邦研究所

公司的铝合金汽车车轮产销量逐年提升，规模化效益明显。公司在中国、泰国、美国、韩国、巴西和墨西哥拥有多家子公司，全球化的生产基地和销售服务机构在为客户提供优质服务的同时，提高了公司的盈利能力和抗风险能力。2020 年受疫情影响，立中集团铝合金车轮产销量略有下降，但在 2021 年后公司克服外界压力恢复生产，铝合金车轮产销量逐步回升。2022 年，立中集团铝合金车轮产量达 1816 万只，销售量达 1748 万只。

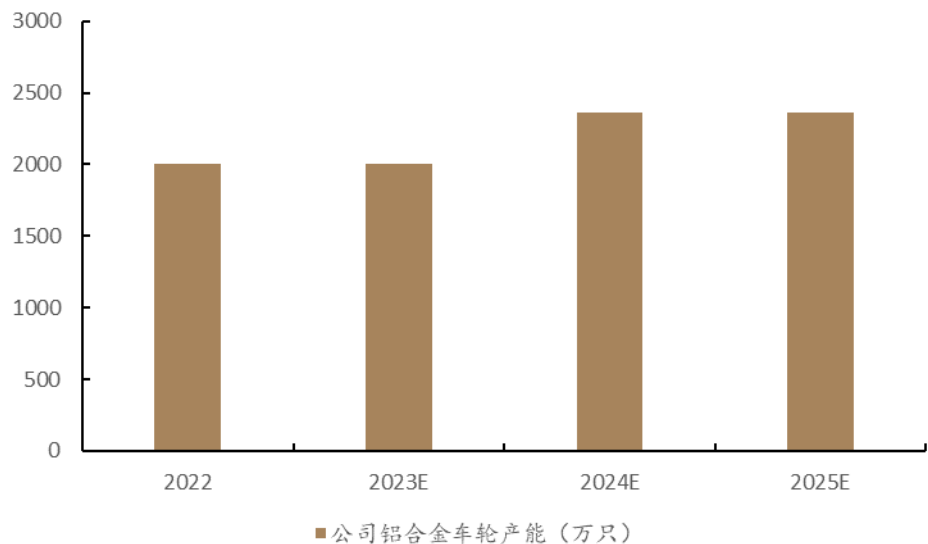
图 23：2019-2022 年公司铝合金车轮产销量及营业收入



资料来源：公司公告、德邦研究所

墨西哥立中铝合金车轮项目促进产能逐年释放，预计 2025 年铝合金车轮产能将达 2360 万只。公司计划在墨西哥新建年产 360 万只超轻量化铝合金车轮产能，实现公司全球化制造体系布局，该项目预计在 2024 年达到可使用状态，公司 2025 年铝合金车轮产能预计达 2360 万只。

图 24：2022-2025 年公司铝合金车轮产能预测



资料来源：立中集团向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书、德邦研究所

#### 2.4. 新能源锂电新材料项目：满足上游原料供应，提升下游盈利空间

**新能源汽车销量剧增带动六氟磷酸锂等材料价格提升。**随着全球主要经济体的碳排放承诺的逐步清晰，围绕绿色经济的扶持和激励政策更加积极，推动新能源汽车步入高速增长趋势。据中汽协统计，2022年中国新能源汽车销量达到688.7万辆，较2021年增长93.4%，市场占有率达到25.6%，较上年增长12.1%。在新能源汽车高速发展且需求量不断增加的背景下，六氟磷酸锂等材料价格大幅上涨，从目前的市场需求来看，六氟磷酸锂的价格预计还将维持一段时间高位运行。

**投资新能源锂电新材料，延伸上下游产业链。**为了保证公司关键原料的质量和供应保障，公司2021年7月份成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电新材料项目推进上下游产业链的延伸发展。公司产品主要包括六氟磷酸锂、锂电池添加剂材料、电子级氟化钠产品和无机氟化盐类产品，主要运用于新能源汽车、消费电子、风能等领域，能够缓解新能源汽车客户锂电池材料的供应短缺问题，有效保障立中集团产品质量的稳定性以及关键原料的供应。

图 25: 新能源锂电新材料项目主要产品



资料来源: 公司官网、德邦研究所

建设锂电新材料项目加快产能扩张, 满足上游原料供应, 提升下游盈利空间。该业务板块投资建设的新能源锂、钠电新材料项目共两期, 其中一期项目建设期为 2021 年 11 月至 2023 年 3 月, 涵盖六氟磷酸锂 (LiPF6) 10,000 吨, 氟钛酸钾、氟锆酸钾、氟硼酸钾等氟化盐 12,000 吨, 其他氟化盐产品 12,000 吨; 二期项目建设期为 2023 年 4 月至 2024 年 8 月, 产品包括六氟磷酸锂 (LiPF6) 8,000 吨, 双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI) 8,000 吨, 电子级氟化钠 (NaF) 3,000 吨, 氟化盐 8,000 吨。该项目建成将进一步完善公司上游氟化盐产业链建设, 推动公司在新能源汽车锂、钠电池材料方面的市场布局, 丰富公司在新能源汽车新材料领域的产品种类。

表 6: 锂电新材料项目产能

产品	一期 (吨)	二期 (吨)
六氟磷酸锂	10000	8000
双氟磺酰亚胺锂	-	8000
电子级氟化钠	-	3000
氟化盐	12000	8000
其他氟化盐	12000	-

资料来源: 公司 22 年年报、德邦研究所

### 3. 一体化压铸方兴未艾, 免热处理合金材料前景广阔

#### 3.1. 汽车轻量化需求使得一体化压铸成为发展趋势

在双碳背景下, 汽车轻量化成为行业发展趋势。近年来, 随着双碳战略提出以及化石能源价格不断攀升, 环境保护要求不断提高。交通运输的温室气体排放量仅次于电力工业。因此, 汽车工业节能减排对于一个国家的能源供应、环境保护乃至国家安全都具有重要的意义。对汽车工业来说, 降低油耗的主要方法有: 减轻重量占 50%, 提高发动机效率占 20%, 降低行驶阻力占 30%, 其中最有效

的方法就是汽车轻量化。据《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》-李龙等，约 75%的油耗与整车重量有关，降低汽车重量就可有效降低油耗及排放。

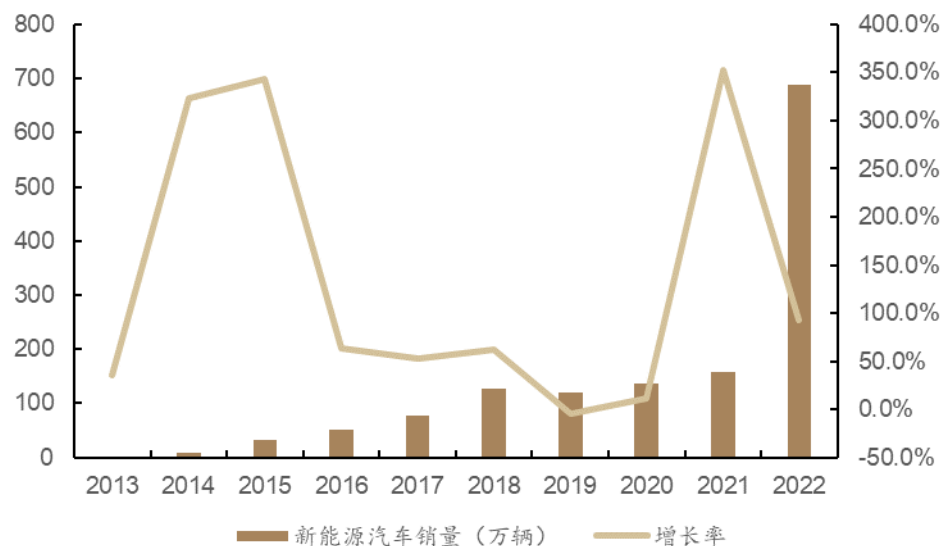
表 7：汽车轻量化对降低燃油及排放的作用

内容	轻量化带来的效果
汽车轻量化	油耗降低 37%，悬挂装置负荷降低 18%，震动强度降低 5% 降低 1/2 的能源消耗,降低行驶阻力可降低 1/3 的能源消耗, 提高发动机效率可降低 1/5 的能源消耗
汽车减轻 10%	燃油消耗下降 6%~10% 燃油消耗可降低 8% 排放降低 4%
汽车使用 1kg 铝	降低油耗 10%~15% 可获得 2.2 kg 的减轻效果 可降低汽车重量 0.25 kg 寿命周期中减少 20 kg 的尾气排放
汽车减轻 100kg	燃油效率就可以提升 6%~8% 1L 汽油可使汽车多行驶 1.1 km CO <sub>2</sub> 的排放量即可减少大约 5 g/km 每 100 km 油耗可降低 0.3L~0.6L

资料来源：《铝合金在新能源汽车工业的应用现状及展望》-李龙等、德邦研究所

**新能源汽车消费量逐年提升带动汽车轻量化需求扩大。**新能源汽车出于增加续航能力、降低制造成本的考虑，对轻量化的要求较高。近年来我国新能源汽车市场迅速扩大，销量增长。2022 年，我国新能源汽车销量达到 688.7 万辆，同比增长 93.4%。随着中国新能源汽车产销量的进一步增加，汽车轻量化需求大增已是大势所趋。

图 26：2013-2022 年中国新能源汽车销量及增长率

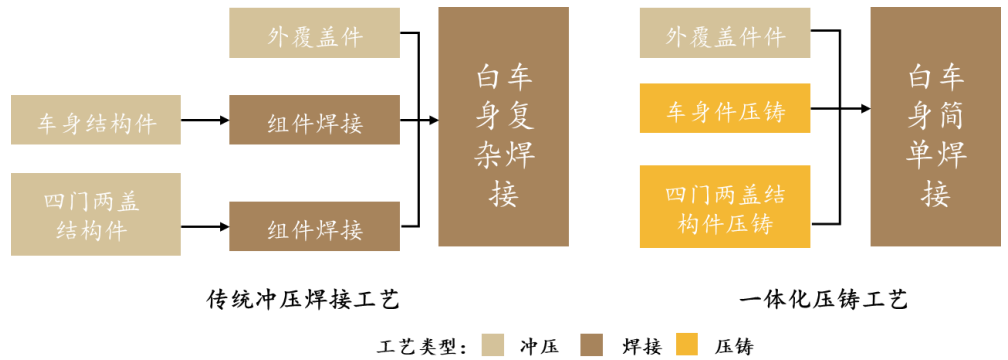


资料来源：中国汽车工业协会、德邦研究所

**一体化压铸成为实现汽车轻量化的有效方式。**一体化压铸是将白车身中多个单独、分散零件的复杂结构经过重新设计高度集成再使用一体化压铸工艺变成只使用一个零件的新型制造技术。大型压铸机进行一体化压铸一次成型，省略由多个部件焊接的过程从而直接压铸得到一个完整车身部件。一体化压铸工艺与传统钣金焊接结构工艺对比，省了许多组件间的冲压、焊接过程，在减少生产成本的

同时直接提高了生产效率。

图 27：传统工艺与一体化压铸工艺对比



资料来源：《新能源汽车车身一体化压铸技术发展分析》-赵辉、德邦研究所

一体化压铸正处于发展成长期，未来具有巨大增长潜力。随着越来越多大型压铸设备生产企业与新能源汽车企业合作，以自建生产、外包生产等方式进入大型一体化压铸领域，一体化压铸的产业规模逐渐扩大。据华经产业研究院，2021年中国一体化压铸产业链规模已达 5 亿，2025 年有望达到 181 亿元，2021-2025 年 CAGR 达到 145%。

表 8：一体化压铸产业链

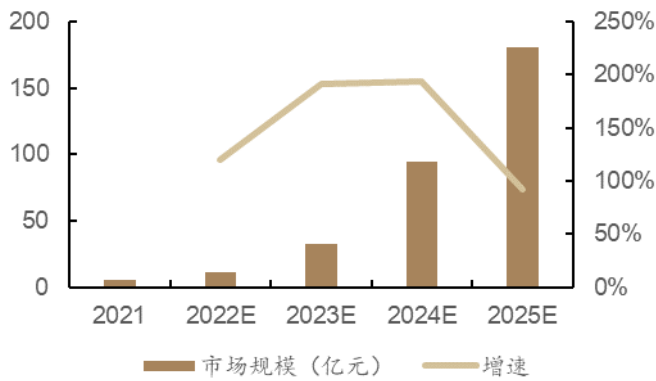
产业规模	2021 年约为 5 亿元				
产业前景	2025 年有望达到 181 亿元，复合增速达到 145%				
生命周期	小于 5%，属于发展成长期				
产业链构成	上游原材料设备		中游	下游	
环节	免热处理合金	大型压铸机	压铸模具	压铸商	整车厂商
代表企业	立中集团、广东鸿图、华力劲集团、海天金属、伊人运通、湖北新金洋、特斯拉等	之密	-	文灿股份、拓普集团、爱柯迪等	特斯拉、蔚来、小鹏、理想、高合、沃尔沃、华为、大众

资料来源：《新能源汽车车身一体化压铸技术发展分析》-赵辉、华经产业研究院、德邦研究所

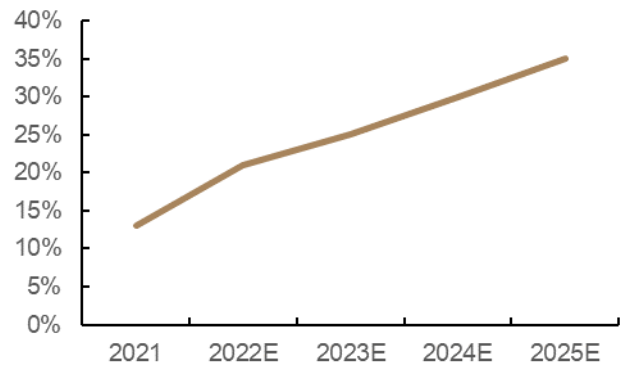
一体化压铸市场迎来高速增长期，渗透率有望持续提升。未来随着一体化压铸产业从新势力品牌扩展到传统乘用车品牌，从新能源汽车扩展到燃油车，公司认为免热处理合金的需求量预计将实现大幅提升，在 2023 年进入快速发展阶段，并于 2024-2026 年进入市场的爆发期。2021 年一体化压铸渗透率为 13%，随着国内造车新势力等新能源汽车品牌持续布局和技术发展，高效率同时高面积利用率可有效降低成本，预计一体化压铸渗透率将持续提升，据华经产业研究院，预计到 2025 年渗透率有望达 35%，2021-2025 四年内实现 22% 的渗透率增长。

图 28：2021-2025 年中国一体化压铸市场空间及预测

图 29：2021-2025 年中国一体化压铸渗透率及预测



资料来源：华经产业研究院、德邦研究所



资料来源：华经产业研究院、德邦研究所

### 3.2. 公司免热处理合金材料打破国外垄断，率先实现市场化应用

免热处理合金材料位于一体化压铸产业链上游，是重要的原材料。对于传统铝合金而言，热处理是保障压铸零部件机械性能的必备手段。由于一体化压铸件的产品外形太大，热处理过程易引起汽车零部件变形、尺寸变化和表面缺陷。而免热处理铝合金材料使大型一体化压铸结构件成为可能。免热处理铝合金材料具有强度和韧性高、冲型力好、在高温熔融状态下吸气和氧化现象小，重量轻成本较低等特征，成为一体化压铸上游不可或缺的原材料。

立中集团实现了免热处理高性能材料的国产化，打破国外垄断。面对汽车行业零部件新的市场需求变化，公司成功研发了免热处理合金材料，实现了汽车零部件在一体化、大尺寸、薄壁、结构复杂和热处理易变形的新能源汽车结构件“铝代钢”材料的替代。该产品已取得了专利证书，打破了国外在该领域的产品垄断和技术封锁，实现了免热处理高性能材料的国产化。

图 30: 立中集团免热处理合金材料



资料来源：公司官网、德邦研究所

公司在免热处理合金技术领域技术成熟，国际市场竞争力强。公司的免热处理合金在保持高强度和良好铸造性能的基础上，延伸率较传统压铸材料提升了 5 倍以上，不仅解决了国外产品因硅含量较低导致的流动性较差而造成的后续一体化压铸零部件报废率较高的问题，还采用了独特的低 Mo 变质技术，Mo 含量仅为国际同类变质含量的 1/5-1/7，解决了一体化过程中的偏析性问题，同时较国外同类材料价格可降低 15%-20%，充分体现优势。



完成 FTO 报告，保证公司免热合金材料下游市场的顺利应用。公司已完成了《铝合金机构件专利风险检索分析 (FTO) 报告》，在公司研发的免热处理合金结构件材料的技术方案的基础上，通过检索国内外铝合金材料及其相关工艺的专利，并于相关专利的权利要求进行对比，通过筛选、比对、分析相关领域专利 448 件，确定公司免热处理合金材料技术方案均未落入上述专利的保护范围，从而进一步保证了公司免热处理合金技术的自由使用和开发，并使通过该技术生产的产品投入市场时能够受到保护。

率先实现免热处理合金市场化应用，推动整车厂和压铸厂深度合作。公司积极与下游压铸厂和汽车主机厂推进项目合作，已与文灿集团股份有限公司签署了《战略合作框架协议》，在新能源汽车的大型一体化车身结构件、一体化铸造电池盒箱体等产品的材料开发和工艺应用领域建立了战略合作关系；同时，凭借丰富的新能源汽车客户资源，公司已与众多下游整车厂及压铸厂展开了合作，完成了多家新能源汽车和传统汽车后纵梁、后底板、电池包、前轮上横梁、减震塔等项目的前期验证；同时公司还积极加强与 CTC、CTB、CTP 技术公司的合作，持续加快免热处理合金的市场推广和量产进程。

#### 4. 盈利预测与估值

我们预测随公司产能不断提升，公司产销量预计持续提升，下游汽车对铝合金需求提升，我们认为公司各板块业务将持续增长。

(1) 铸造铝合金：随公司产能扩张，产能利用率提升，预计公司 23-25 铸造铝合金营业收入分别为 121.53/157.99/205.38 亿元，毛利率随公司成本管控能力上升而提升，预计公司 23-25 年毛利率分别为 5.20%/5.30%/5.39%。

(2) 铝合金车轮：随公司产能利用率提升，我们预计墨西哥基地建成后产品量利齐升，预计公司 23-25 年铝合金车轮营业收入分别为 75.62/84.01/91.64 亿元，毛利率分别为 15.82%/16.65%/17.48%。

(3) 中间合金：随公司产能利用率提升，预计公司 23-25 年中间合金营业收入分别为 20.18/22.19/22.42 亿元，毛利率维持在 12.45%的水平。

(4) 锂电材料：随公司产线逐步放量，预计公司 23-25 年锂电材料营业收入分别为 3/14/24 亿元，毛利率维持在 20%的水平。

**表 9：公司业务拆分表**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
铸造铝合金营业收入 (百万元)	10997	11605	12153	15799	20538
铸造铝合金营业成本 (百万元)	10360	11024	11521	14962	19431
铸造铝合金毛利 (百万元)	637	581	632	837	1108
铸造铝合金毛利率	5.79%	5.00%	5.20%	5.30%	5.39%
铝合金车轮营业收入 (百万元)	5147	7107	7562	8401	9164
铝合金车轮营业成本 (百万元)	4357	5983	6365	7002	7562
铝合金车轮毛利 (百万元)	790	1124	1196	1399	1602
铝合金车轮毛利率	15.36%	15.82%	15.82%	16.65%	17.48%
中间合金营业收入 (百万元)	1452	1931	2018	2219	2242
中间合金营业成本 (百万元)	1220	1690	1767	1943	1963
中间合金毛利 (百万元)	232	240	251	276	279
中间合金毛利率	15.99%	12.45%	12.45%	12.45%	12.45%
锂电材料营业收入 (百万元)	0	0	300	1400	2400
锂电材料营业成本 (百万元)	0	0	240	1120	1920
锂电材料毛利 (百万元)	0	0	60	280	480
锂电材料毛利率	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务营业收入 (百万元)	1037	729	801	882	970
其他业务营业成本 (百万元)	954	642	706	776	854
其他业务毛利 (百万元)	83	87	96	105	116
其他业务毛利率	8.00%	11.92%	11.92%	11.92%	11.92%
<b>合计营业收入 (百万元)</b>	<b>18634</b>	<b>21371</b>	<b>22834</b>	<b>28701</b>	<b>35314</b>
<b>合计营业成本 (百万元)</b>	<b>16891</b>	<b>19339</b>	<b>20598</b>	<b>25803</b>	<b>31730</b>
<b>合计毛利 (百万元)</b>	<b>1742</b>	<b>2032</b>	<b>2235</b>	<b>2898</b>	<b>3584</b>
<b>合计毛利率</b>	<b>9.35%</b>	<b>9.51%</b>	<b>9.79%</b>	<b>10.10%</b>	<b>10.15%</b>

资料来源：21-22 年为公司公告，其余为德邦研究所测算

综上，随公司铝板块及锂电材料板块产能扩张、产能利用率提升，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 228.34/287.01/353.14 亿元。归母净利润分别为 6.43/9.02/11.71 亿元，对应 PE22.76/16.23/12.51 倍，选取四家汽车铝加工企业作为可比公司，可比公司平均 PE 为 29.71/19.09/14.90 倍，公司作为上游铝合金龙头企业，估值有望随利润持续向上，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 10：可比公司估值表**

公司	代码	股价(元)(截止 2023 年 10 月 12 日)	EPS(元)				PE (倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
立中集团	300428.SZ	23.43	0.80	1.03	1.44	1.87	31.01	22.76	16.23	12.51
可比公司										
拓普集团	601689.SH	69.86	0.90	2.14	2.96	3.97	37.97	32.60	23.59	17.58
文灿股份	603348.SH	47.24	0.30	0.88	1.72	2.58	63.86	53.66	27.41	18.33
爱柯迪	600933.SH	24.30	0.52	0.93	1.21	1.57	24.80	20.07	15.51	15.51
万丰奥威	002085.SZ	5.71	0.18	0.46	0.58	0.70	15.75	12.51	9.84	8.17
平均								29.71	19.09	14.90

资料来源：立中集团 23-25 年为德邦研究所测算，其余为 wind 一致预期

## 5. 风险提示

**(1) 公司产能扩张不及预期。**若公司产能扩张不及预期,则公司销量可能不及预期,对公司营收及利润有不利影响。

**(2) 铝合金行业竞争加剧超预期。**若行业铝合金竞争超预期,则对公司加工费及毛利率有不利影响。

**(3) 公司产品研发配套不及预期。**若公司产品研发能力无法跟随新能源汽车厂家研发能力,则对公司锂电材料、免热处理合金等新产品放量有较大不利影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.80	1.03	1.44	1.87
每股净资产	9.29	10.18	11.62	13.49
每股经营现金流	0.39	1.53	0.76	0.69
每股股利	0.08	0.08	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	30.94	22.76	16.23	12.51
P/B	2.66	2.30	2.02	1.74
P/S	0.73	0.68	0.54	0.44
EV/EBITDA	19.54	15.13	12.30	10.54
股息率%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	9.5%	9.8%	10.1%	10.1%
净利润率	2.3%	2.9%	3.2%	3.4%
净资产收益率	8.6%	10.1%	12.4%	13.9%
资产回报率	2.9%	3.5%	4.4%	5.0%
投资回报率	4.6%	5.6%	6.7%	7.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	14.7%	6.8%	25.7%	23.0%
EBIT 增长率	-6.9%	31.8%	31.7%	25.5%
净利润增长率	9.4%	30.7%	40.2%	29.7%
偿债能力指标				
资产负债率	64.9%	63.9%	63.4%	62.5%
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	57.9	57.3	51.0	49.4
存货周转天数	64.1	66.2	59.8	57.9
总资产周转率	1.4	1.3	1.5	1.6
固定资产周转率	7.8	7.1	8.6	10.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	492	643	902	1,171
少数股东损益	9	12	16	21
非现金支出	426	431	499	532
非经营收益	166	274	318	347
营运资金变动	-851	-405	-1,263	-1,641
经营活动现金流	242	954	473	430
资产	-1,251	-516	-778	-688
投资	-335	-26	-24	-24
其他	-52	-10	-20	-21
投资活动现金流	-1,637	-551	-822	-733
债权募资	2,347	445	810	891
股权募资	4	43	0	0
其他	-760	-299	-297	-325
融资活动现金流	1,591	189	514	565
现金净流量	272	570	164	262

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 10 月 12 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,371	22,834	28,701	35,314
营业成本	19,339	20,598	25,803	31,730
毛利率%	9.5%	9.8%	10.1%	10.1%
营业税金及附加	73	94	111	140
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	239	251	318	390
营业费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	482	479	603	741
管理费用率%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	663	697	881	1,082
研发费用率%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
EBIT	721	950	1,252	1,571
财务费用	160	248	268	295
财务费用率%	0.8%	1.1%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	-31	-8	-20	-21
营业利润	540	702	984	1,277
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	537	702	984	1,277
EBITDA	1,108	1,381	1,751	2,103
所得税	36	47	66	85
有效所得税率%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
少数股东损益	9	12	16	21
归属母公司所有者净利润	492	643	902	1,171

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,311	2,880	3,044	3,306
应收账款及应收票据	3,914	4,121	4,877	5,896
存货	3,665	3,912	4,659	5,553
其它流动资产	1,910	2,064	2,348	2,712
流动资产合计	11,800	12,977	14,928	17,466
长期股权投资	110	135	158	182
固定资产	3,213	3,204	3,448	3,552
在建工程	741	775	768	774
无形资产	612	650	688	726
非流动资产合计	5,145	5,262	5,564	5,744
资产总计	16,945	18,239	20,492	23,210
短期借款	5,671	6,216	6,903	7,543
应付票据及应付账款	1,533	1,669	2,076	2,559
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,452	1,306	1,424	1,576
流动负债合计	8,657	9,192	10,403	11,678
长期借款	2,059	2,171	2,294	2,545
其它长期负债	285	289	289	289
非流动负债合计	2,345	2,460	2,583	2,834
负债总计	11,002	11,652	12,986	14,513
实收资本	617	617	617	617
普通股股东权益	5,730	6,362	7,265	8,435
少数股东权益	213	225	241	262
负债和所有者权益合计	16,945	18,239	20,492	23,210

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 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，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。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。