



2022-02-21

公司点评报告

买入/维持

立中集团(300428)

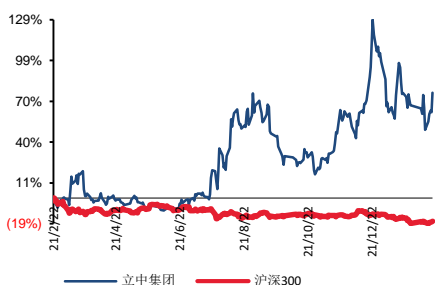
目标价: 46.80

昨收盘: 23.35

汽车 汽车零部件

激励计划意义重大，公司进入高速成长期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	617/420
总市值/流通(百万元)	14,406/9,810
12 个月最高/最低(元)	30.34/12.12

相关研究报告:

立中集团 (300428)《一体化压铸，免热处理合金，新能源汽车降本必选项》--2021/12/19

立中集团 (300428)《业绩触底，未来可期》--2021/11/23

立中集团 (300428)《立中集团，再生铝龙头，新晋六氟新星》--2021/08/08

证券分析师: 李帅华

电话: 010-88695231

E-MAIL: lish@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521070002

事件:立中集团公布 2022 年限制性股票激励计划(草案)。公司拟向激励对象授予权益总计不超过 2855 万股, 约占公告时公司股本总额的 4.63%。其中首次授予 2300 万股, 预留授予 555 万股, 授予价格均为 11.09 元/股。

点评:

激励计划激发积极性, 公司发展进入快车道。此次激励计划授予条件, 2022 年-2024 年净利润不低于 6 亿、7.2 亿、8.64 亿, 年平均增速 20%, 考虑到公司未来新增业务陆续放量, 公司实际业绩有望远超激励解锁承诺业绩。随着激励措施的实施, 公司发展有望进入快车道。同时此次激励人员也包括三名外籍高层, 计划实施有利于充分调动员工积极性, 促进公司核心人才队伍的稳定。

四箭齐发, 描绘公司未来成长曲线。

(1) 再生铸造铝合金板块: 原料端-再生铝占比不断提升, 产品端-免热处理合金成为明星产品。

公司是再生铝铸造合金龙头, 产能不断扩张, 2020 年公司铸造铝合金产量 74.54 万吨, 其中再生铝占比 62%, 达到 46.16 万吨。近年来, 公司在国内 18 家合金工厂再生铝资源利用的基础上, 加快泰国和墨西哥的再生铝回收和产能建设, 实现国内国外再生铝资源的双循环发展, 海外废铝回收体系完善, 可以有效降低原料成本。与生产 1 吨电解铝相比, 每回收利用 1 吨再生铝可减少二氧化碳和二氧化硫排放约 11 吨。在 30/60 双碳目标的国家战略推动下, 再生铝行业迎来行业重大发展机遇, 公司作为再生铝龙头将充分受益。

免热处理合金有望成为公司新的盈利增长点。受益于新能源汽车一体化压铸的大趋势, 免热处理合金的市场有望打开, 公司多年研发具备深厚的技术积淀, 产品已经申请专利, 具备较强的卡位优势, 目前公司研发的免热合金已经得到商业化应用, 成功打破海外厂商如美铝、德国莱茵菲尔的垄断。按照单车 200kg 计算, 预期 2025/2030 年免热合金市场将达到 400/800 万吨, 对应市场规模 1000/2000, 市场空间广阔。

(2) 铝合金车轮板块: 结构调整, 发力新能源。

目前公司车轮自有产能 2000 万只/年, 未来规划 3000 万只/年; 车轮模具产能 1000 套/年, 设计规划产能 2000 套/年。积极推动产品结构调整, 向大尺寸、高端化产品切换, 向新能源汽车、商用车配套切换, 提高铝合金车轮产品的盈利能力。初步估算个, 公司车轮在新

能源汽车份额超过 10%，已经切入特斯拉、蔚来、小鹏、威马等新能源汽车供应商供应链。

(3) 功能中间合金板块：产能逐步落地，布局高端产品。

功能中间合金主要用于铝的深加工行业，通过添加功能中间合金改变金属性能。目前公司是全球龙头，现有产能 7 万吨的基础上正在建设年产 2.5 万吨的高端晶粒细化剂生产线和包头年产 5 万吨铝基稀土中间合金项目。此外，公司布局航空航天级特种中间合金等高附加值产品，2020 年公司特种中间合金销量 106.07 吨，实现毛利 801.49 万元。

(4) 布局锂电新材料，形成增长第四极。

功能中间合金材料原料之一是六氟磷酸锂生产的副产品，公司生产制造的铝基功能中间合金产品尤其是高端晶粒细化剂、金属净化类、熔剂等产品每年对氟硼酸钾、氟钛酸钾、氟锆酸钾以及氟硅酸钾等氟化盐原料的需求量较大。公司依托多年的产业优势，拟在山东建设新能源锂电新材料项目，包括 1.8 万吨六氟磷酸锂，0.8 万吨双氟磺酰亚胺锂。一方面公司原材料能够得到有效的保证，另一方面也可以缓解新能源汽车客户锂电池材料的供应短缺问题。新项目盈利能力强劲，有望形成公司业绩增长第四极。

维持“买入”评级，目标价 46.8 元。我们认为公司业务布局合理，增长趋势较为清晰。此次激励计划意义重大，将激发管理层和骨干积极性，恰逢其时，带动公司进入高速成长期。综合而言，预期 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.83/7.95/12.07 亿元，给予未来 12 个月目标市值 300 亿元，对应 2023 年的 PE 约为 25 倍，考虑到股权激励的股本摊薄，对应目标价 46.8 元，较 2.21 日收盘价 22.27 元尚有 110% 的空间，维持“买入”评级。

风险提示：项目落地进度不及预期；新能源需求不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13392	17453	18660	20920
(+/-%)	(2.00)	30.32	6.92	12.11
净利润(百万元)	433	483	795	1207
(+/-%)	(27.59)	11.72	64.56	51.73
摊薄每股收益(元)	0.75	0.84	1.38	2.09
市盈率(PE)	19.27	26.65	16.20	10.67

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

一、事件

公司拟向激励对象授予权益总计不超过2855万股，约占公告时公司股本总额的4.63%。其中首次授予2300万股，预留授予555万股，授予价格均为11.09元/股。

二、点评

(一) 激励计划彰显信心，公司发展进入快车道。

此次激励计划授予条件，2022年-2024年净利润不低于6亿、7.2亿、8.64亿，年平均增速20%，公司进入快速发展阶段。同时此次激励人员也包括三名外籍高层，计划实施有利于充分调动员工积极性，促进公司核心人才队伍的建设和稳定。

(二) 再生铸造铝合金，碳中和大潮下的弄潮儿。

经过三十多年的发展，公司已经发展成为我国最大的再生铸造铝合金生产企业之一，以再生铝和电解铝为主要原材料，生产各种牌号的铸造铝合金锭/液，是国内再生铸造铝合金行业龙头企业。公司拥有铸造铝合金（原生+再生）产能120万吨/年，2019、2020年再生铸造铝合金产量分别为71.48、74.54万吨，其中以再生铝为原料的合金产量分别为43.20、46.16万吨，占比分别为60%、62%，再生铝产量占比进一步提高，产量位居国内第一。

图表 1：主要再生铝公司再生铝产量排名

企业名称	2019年		2018年		2017年	
	产量	市占率	产量	市占率	产量	市占率
立中集团	43.2	6.29%	41.4	5.96%	48.6	7.04%
华劲集团	35	4.83%	42.6	6.13%	53	7.68%
帅翼驰集团	35	4.83%	28	4.03%	25	3.62%
顺博合金	34.23	4.72%	32.61	4.69%	30.53	4.42%
怡球资源	30.09	4.15%	29.66	4.27%	25.72	3.73%
新格集团	28	3.86%	37.63	5.41%	50	7.25%

资料来源：顺博合金招股书，太平洋证券整理

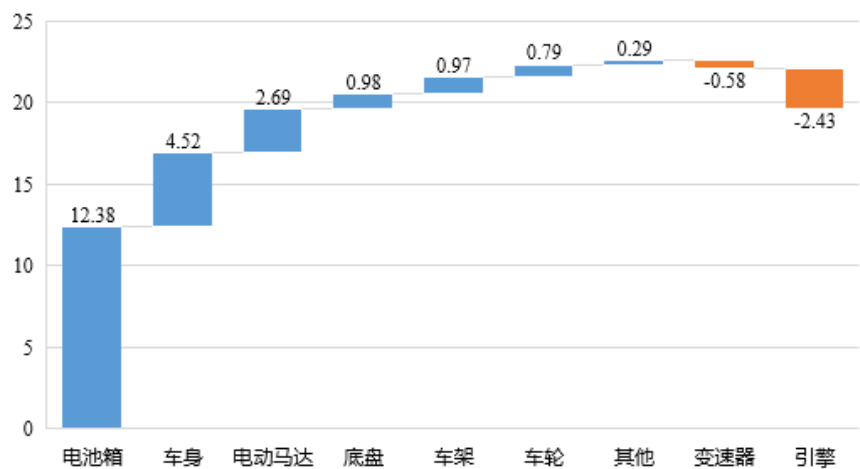
生产一吨电解铝相比，每回收利用一吨再生铝可减少二氧化碳和二氧化硫排放约11吨，节省用电13,000度，节约用水22立方，减少矿石开采约11吨，减少固体废料排放约20吨，因此再生铝合金相对于使用电解铝生产的铝合金在生产成本和节能减排方面具有明显的竞争优势。在3060双碳目标的国家战略推动下，再生铝行业迎来行业重

大发展机遇，公司作为再生铝龙头将充分受益。

(三) 乘新能源轻量化之风，多项技术加速渗透

新能源汽车对轻量化渴求强烈。相比燃油车，电动车受制续航里程焦虑和高电池材料成本，具备很强的轻量化渴求。实现轻量化有两种途径：一方面，通过设计优化的途径使结构紧凑，实现减积减重；另一方面，通过使用更轻质的材料。以特斯拉为例，下一步将以2-3个大型压铸件替换由370个零件组成的整个下车体总成，重量将进一步降低10%，对应续航里程可增加14%。以普通电动车电池容量80kWh为例，若采用一体压铸车身减重并保持续航里程不变，则电池容量可减少约10kWh。以目前磷酸铁锂电池包成本0.7元/Wh计算，则单车成本可降低7000元。按照2025年产2500万台计算，一年可减少1750亿元成本。

图表2：新能源汽车较传统燃油气用铝量增加



资料来源：CM Group，太平洋研究院整理

(1) 免热处理铝合金打破海外垄断，放量在即。公司研发的免热处理合金材料，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，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。目前该种合金主要是海外企业生产，如美铝，德国莱茵菲尔德等，国内只有立中集团开发出来，已经申请专利，并形成批量供货。新材料的开发至少需要5-10年，甚至更长的时间，构筑了坚固的护城河。

(2) 铝合金轮毂助力轻量化，成长可期。公司是行业内唯一一家从铝合金材料研发制造到车轮产品设计及制造的企业，铝合金车轮产能2000万只/年，行业第二，未来将继续增长50%。公司积极开发新能源汽车轻量化市场，成功获得特斯拉供应商代

码，已经切入特斯拉、蔚来、小鹏、威马等新能源汽车供应商供应链。2020年，新能源车轮毂销量43.72万只，收入增长52.32%，新能源车业务成长可期。

(四) 切入锂电新材料赛道，打造多元化产业布局

公司建设六氟磷酸锂等项目，切入新能源材料赛道。功能中间合金材料原料之一是六氟磷酸锂生产的副产品，公司生产制造的铝基功能中间合金产品尤其是高端晶粒细化剂、金属净化类、熔剂等产品每年对氟硼酸钾、氟钛酸钾、氟锆酸钾以及氟硅酸钾等氟化盐原料的需求量较大。公司凭借产业优势向锂电材料进军，建设14.5万吨新能源锂电新材料，包括1.8万吨六氟磷酸锂。

一方面公司原材料能够得到有效的保证，另一方面也可以缓解新能源汽车客户锂电池材料的供应短缺问题。新项目盈利能力强劲。

图表3：立中集团新能源锂电新材料项目基本情况

产品	一期产能	二期产能	小计
六氟磷酸锂	10,000	8,000	18,000
双氟磺酰亚胺锂	-	8,000	8,000
氟钛酸钾	3,000	-	3,000
氟硼酸钾	6,000	-	6,000
氟锆酸钾	2,000	-	2,000
其他氟盐	16,000	-	16,000
氟化钙	-	13,000	13,000
盐酸	-	76,000	76,000
氟化钠（电子级）	-	3,000	3,000
合计	37,000	108,000	145,000

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

资产负债表(百万)					
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
货币资金	797	1,636	1,426	1,726	2,359
应收和预付款项	1,239	2,680	2,917	3,119	3,496
存货	1,167	2,028	2,596	2,713	2,959
其他流动资产	888	1,493	1,323	1,466	1,649
流动资产合计	4,133	8,001	8,405	9,177	10,636
长期股权投资	118	52	72	92	112
投资性房地产	20	12	(2)	(16)	(30)
固定资产	1,806	2,138	2,427	2,571	2,568
在建工程	241	369	469	569	669
无形资产	397	535	655	725	795
长期待摊费用	3	7	9	11	13
其他非流动资产	117	169	157	145	133
资产总计	6,853	11,297	12,218	13,312	14,946
短期借款	1,190	3,368	3,368	3,368	3,368
应付和预收款项	901	1,251	1,514	1,583	1,726
长期借款	525	352	502	652	802
其他负债	2,473	6,299	6,550	6,640	6,826
负债合计	3,002	6,655	7,056	7,295	7,631
股本	578	578	578	578	578
资本公积	1,451	813	813	813	813
留存收益	83	53	53	53	53
归母公司股东权益	3,828	4,177	4,660	5,455	6,662
少数股东权益	22	466	502	562	653
股东权益合计	3,850	4,643	5,162	6,017	7,315
负债和股东权益	6,853	11,297	12,218	13,312	14,946

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
经营性现金流	605	363	926	1,611	1,949
投资性现金流	(689)	(373)	(1,131)	(1,297)	(1,295)
融资性现金流	(86)	456	(6)	(14)	(21)
现金增加额	(151)	427	(211)	300	633

利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
营业收入	13,665	13,392	17,453	18,660	20,920
营业成本	11,828	11,965	15,793	16,505	18,003
营业税金及附加	77	84	96	103	115
销售费用	394	161	262	280	418
管理费用	268	260	349	373	418
财务费用	119	178	132	142	145
资产减值损失	(22)	(17)	(10)	(5)	(2)
投资收益	58	20	35	19	21
公允价值变动	3	6	0	0	0
营业利润	804	576	620	1,019	1,546
其他非经营损益	179	184	227	243	272
利润总额	798	575	619	1,018	1,545
所得税	123	92	99	163	247
净利润	675	483	520	855	1,298
少数股东损益	78	51	36	60	91
归母股东净利润	597	433	483	795	1,207

预测指标					
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
毛利率	13.44%	10.65%	9.51%	11.55%	13.94%
销售净利率	5.17%	4.48%	2.86%	4.85%	6.69%
销售收入增长率	102.30%	(2.00%)	30.32%	6.92%	12.11%
EBIT 增长率	66.63%	(15.21%)	(16.71%)	81.23%	54.70%
净利润增长率	53.10%	(27.59%)	11.72%	64.56%	51.73%
ROE	15.60%	10.36%	10.37%	14.58%	18.11%
ROA	8.72%	3.83%	3.96%	5.97%	8.07%
ROIC	10.59%	5.61%	4.34%	7.13%	9.71%
EPS(X)	1.06	0.75	0.84	1.38	2.09
PE(X)	13.26	19.27	26.65	16.20	10.67
PB(X)	2.12	2.00	2.76	2.36	1.93
PS(X)	0.66	0.70	0.80	0.74	0.66
EV/EBITDA(X)	9.07	12.12	12.89	8.81	6.28

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。