

# 南山铝业 (600219.SH)

买入 (首次评级)

公司研究  
证券研究报告

## 汽车板龙头持续扩张

### 投资逻辑

出售低效电解铝产能，再生铝和海外电解铝保障长期原料供给。2022/1Q23 公司实现归母净利润分别为 35.16/5.19 亿元，同比 +3.07%/-28.12%，1Q23 同比下滑主因产品市场售价下跌。公司为调整、优化产业布局和资产结构，顺应国家产业政策发展，23 年 3 月已完成 33.6 万吨电解铝产能指标转让工作。截至 2022 年，公司 10 万吨再生铝项目厂房主体已施工完成，设备正在制造、安装中，我们预计将于 23 年下半年逐步投产。23 年 4 月公司公告印尼宾坦工业园年产 25 万吨电解铝项目，预计于 2026 年 7 月建成。公司在国内电解铝产能自备电不再占优的背景下，主动求变，增加再生铝和海外电解铝产能，有利于公司长期原料端成本保障。国内汽车板龙头产能持续扩张。公司汽车板在产产能 20 万吨，我们预计在建的 20 万吨产能将于 24 年年底逐步释放，进而匹配新能源汽车市场快速增长的需求。后续还将及时跟进客户需求及市场情况推进原有包装生产线转产，进一步巩固公司国内汽车轻量化铝板龙头企业地位。

航空板高端化持续推进，国产大飞机助力长期成长。作为民营企业，公司是国内唯一一家同时为波音、空客、中商飞等主机厂同时供货的企业，且供货产品成熟稳定，在质量、价格和交期方面均具备较强竞争力，充分得到飞机制造企业的认可。未来公司将借助国产大飞机 C919 项目的实施，加大对航空板的研发力度，积极推进产品认证工作，不断提升公司的品牌影响力。

国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢。中长期来看，受到后续有色行业可能的碳税以及电价等因素影响，铝价运行中枢将逐步抬高，预计 23-25 年分别为 1.9/1.95/2.0 万元/吨；氧化铝价格预计将维持在目前 3000 元/吨的中枢水平。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 23-25 年营收分别为 335/376/396 亿元，预计实现归母净利润分别为 37.23/39.86/45.21 亿元，EPS 分别为 0.32/0.34/0.39 元，对应 PE 分别为 9.75/9.11/8.03 倍。参考电解铝及铝加工行业 2023 年 13.09 倍 PE 估值以及公司历史估值水平，考虑到公司国内汽车板龙头地位以及未来成长性，给予 2023 年 13XPE，目标价 4.13 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

产品价格大幅下跌；氧化铝和汽车板产能释放不及预期；生产成本大幅上涨；人民币汇率波动风险。

金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

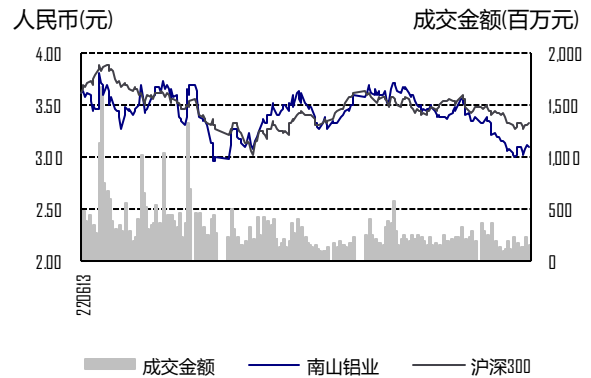
lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：3.10 元

目标价 (人民币)：4.13 元



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 28,725 | 34,951 | 33,484 | 37,615 | 39,593 |
| 营业收入增长率        | 28.82% | 21.68% | -4.20% | 12.34% | 5.26%  |
| 归母净利润(百万元)     | 3,411  | 3,516  | 3,723  | 3,986  | 4,521  |
| 归母净利润增长率       | 66.43% | 3.07%  | 5.91%  | 7.06%  | 13.42% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.285  | 0.300  | 0.318  | 0.340  | 0.386  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.37   | 0.57   | 0.57   | 0.59   | 0.72   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 7.96%  | 7.79%  | 7.72%  | 7.72%  | 8.14%  |
| P/E            | 16.50  | 10.89  | 9.75   | 9.11   | 8.03   |
| P/B            | 1.31   | 0.85   | 0.75   | 0.70   | 0.65   |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、南山铝业——汽车板龙头持续扩张.....       | 3  |
| 二、多产品齐头并进，整体经营稳健.....        | 4  |
| 三、成本降效产能释放，核心产品持续发力.....     | 5  |
| 3.1 氧化铝-加快产能释放.....          | 5  |
| 3.2 电解铝-转让部分国内产能，新建印尼产能..... | 6  |
| 3.3 再生铝-保级综合利用.....          | 6  |
| 3.4 汽车板-巩固龙头地位.....          | 6  |
| 3.5 航空板-强化领先优势.....          | 7  |
| 四、国内产能红线已达，碳税推高长期铝价中枢.....   | 7  |
| 五、盈利预测与投资建议.....             | 7  |
| 5.1 核心假设.....                | 7  |
| 5.2 盈利预测.....                | 8  |
| 5.3 估值及投资建议.....             | 10 |
| 六、风险提示.....                  | 10 |

## 图表目录

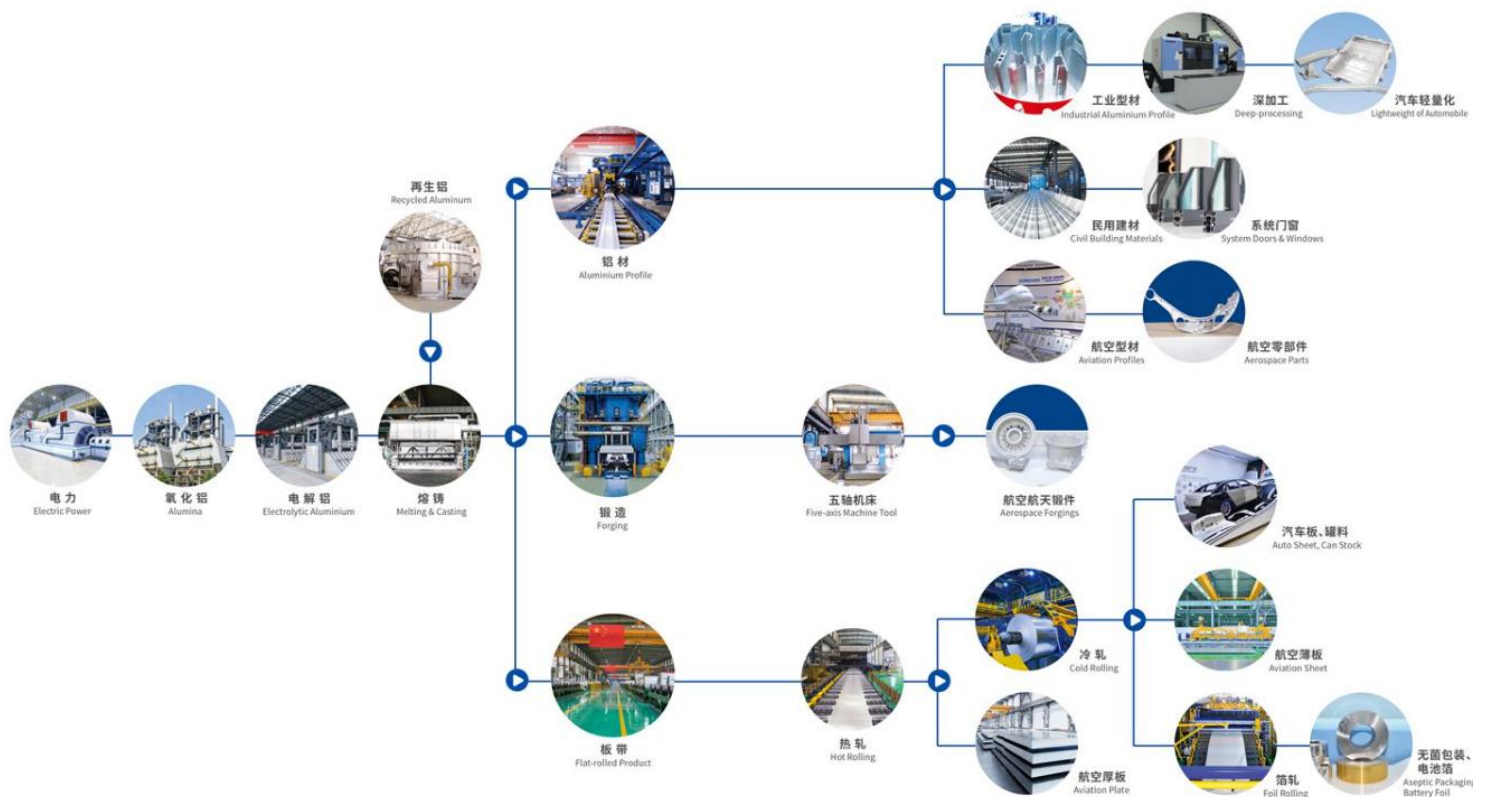
|   |    |
|---|----|
| 图表 1： 公司产业链条.....   | 3  |
| 图表 2： 公司股权结构图（截至 2023 年 03 月 31 日）.....                   | 4  |
| 图表 3： 2016-1Q2023 营业收入及增速.....                            | 4  |
| 图表 4： 2016-1Q2023 归母净利润及增速.....                           | 4  |
| 图表 5： 2016-2022 年公司分产品营收占比.....                           | 5  |
| 图表 6： 2016-2022 年公司分产品毛利占比.....                           | 5  |
| 图表 7： 公司主要产品产能产量及扩建情况（万吨）.....                            | 5  |
| 图表 8： 公司氧化铝产能（万吨）.....                                    | 5  |
| 图表 9： 公司电解铝产能指标（万吨）.....                                  | 6  |
| 图表 10： 公司再生铝产能（万吨）.....                                   | 6  |
| 图表 11： 公司汽车板产能（万吨）.....                                   | 6  |
| 图表 12： 电解铝和氧化铝价格震荡偏强（元/吨）.....                            | 7  |
| 图表 13： 预焙阳极价格持续回调（元/吨）.....                               | 7  |
| 图表 14： 营收及营业成本预测.....                                     | 9  |
| 图表 15： 可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；2023 年 6 月 12 日收盘价）..... | 10 |

## 一、南山铝业——汽车板龙头持续扩张

山东南山铝业股份有限公司于1999年12月23日成功在上海证券交易所上市。高起点打造了全球唯一同地区拥有热电、氧化铝、电解铝、熔铸、铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压、废铝回收(再生利用)的完整铝加工最短距离产业链。公司始终坚持“创新驱动、高端制造、精深加工”的发展战略，终端产品广泛应用于航空、汽车、轨道交通、船舶、能源、石化、集装箱、工业型材、精品民用型材、高端系统门窗、容器罐、食品包装、电池箔、铝深加工等若干领域。

目前主要客户为中国商飞、美国波音、英国罗罗、法国赛峰等飞机制造厂；宝马、大众、通用等汽车主机厂及国内外知名新能源汽车厂家；中国中车、中车四方、长春客车等轨道交通设备制造厂；华为、苹果、三星等通信企业；百事可乐、中粮集团等食品、饮料企业。成为世界尖端的航空材料供应商俱乐部成员和国内首家乘用车四门两盖铝板生产商，公司规模和产量稳居铝产业企业前列。

图表1：公司产业链条

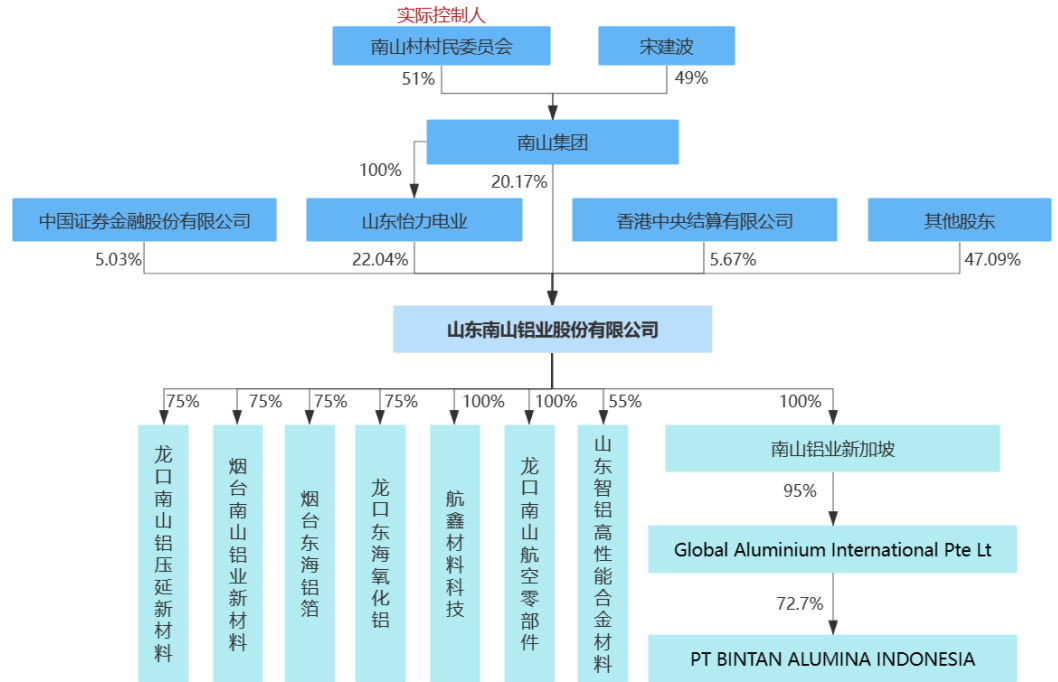


来源：公司官网，国金证券研究所

公司将持续推进印尼宾坦岛氧化铝项目向下游延伸规划的落地，逐步打造印尼的一体化产业链，摆脱中国铝工业严重依赖国外资源的困境；同时，继续发挥好欧洲、美国、新加坡市场运营中心的作用，不断提高公司在国际市场的影响力，树立世界一流的铝加工企业形象。

截至2023年一季报，南山集团为公司的控股股东，直接持有公司20.17%的股权，通过怡力电业间接持有22.04%的股权，合计持股42.21%，实际控制人为南山村村民委员会。

图表2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 03 月 31 日)



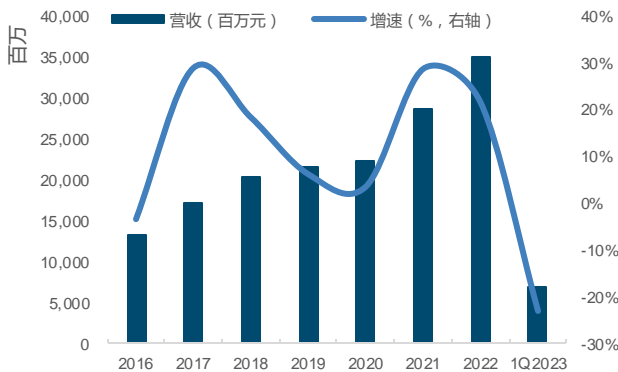
来源: 公司 2023 年一季报, 国金证券研究所

注: 股权结构图中只包括公司各版块主要子公司

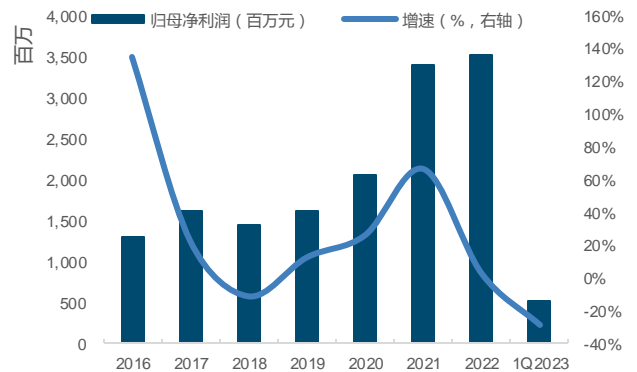
## 二、多产品齐头并进, 整体经营稳健

公司整体经营稳健, 2022 年, 公司实现营业收入 349.51 亿元, 同比增长 21.68%; 归母净利润 35.16 亿元, 同比增加 3.07%。根据 2023 年一季报, 公司营业收入为 68.34 亿元, 同比减少 22.83%; 归母净利润为 5.19 亿元, 同比减少 28.12%。1Q23 公司业绩同环比下滑, 一方面, 因为核心产品售价同环比下跌, 1Q23 长江有色铝含税均价为 1.85 万元/吨, 同比-16.82%, 环比-1.62%; 澳洲 FOB 氧化铝含税均价为 361 美元/吨, 同比-15.1%, 环比+13.98%。另一方面, 一季度国内过年因素导致消费淡季, 铝加工产品出货量同比有所下滑, 海外氧化铝项目受印尼重新派发采矿许可导致产品产量下降。

图表3: 2016-1Q2023 营业收入及增速



图表4: 2016-1Q2023 归母净利润及增速

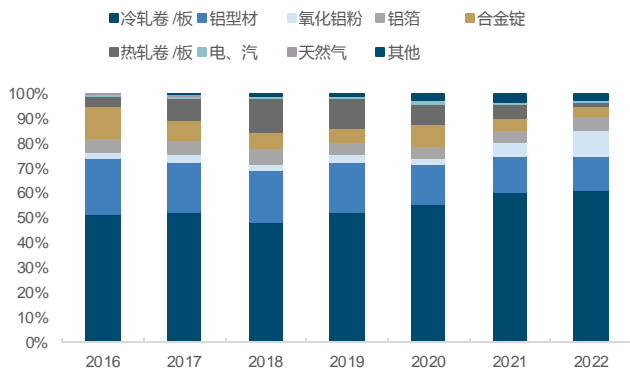


来源: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2022-2023 年一季报, 国金证券研究所

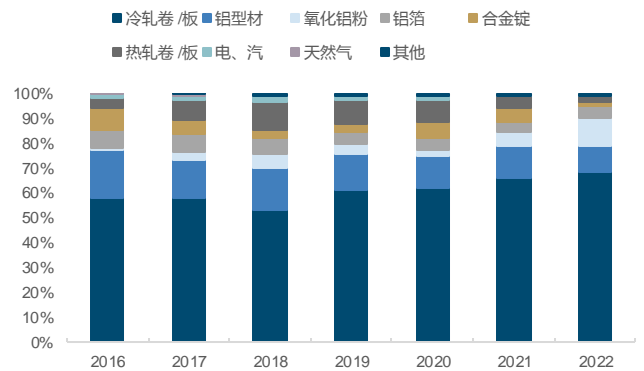
来源: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2022-2023 年一季报, 国金证券研究所

公司是一家全产业链的铝深加工企业, 公司有着高质量、多层次、高端化的产品系列矩阵。公司主营产品类别有冷轧产品、铝型材产品、铝合金锭、氧化铝、热轧卷以及高精度铝箔等。2022 年冷轧产品占主营业务收入的 61.78%; 铝型材产品占主营业务收入的 13.68%, 公司聚焦于汽车板、航空板、动力电池箔等高附加值产品的发展, 2022 年高端产品销量占铝产品总销量比例为 12.92%, 同比增长 0.26%, 占铝产品总毛利 21.16%, 同比增加 1.27%, 未来随着高端产品的产能进一步释放, 高端产品利润空间将会逐步扩大。

图表5: 2016-2022 年公司分产品营收占比



图表6: 2016-2022 年公司分产品毛利占比



来源: 公司 2016-2022 年年报, 国金证券研究所

来源: 公司 2016-2022 年年报, 国金证券研究所

### 三、成本降效产能释放, 核心产品持续发力

公司构建了以电力、氧化铝、电解铝、铝挤压材、铝压延材、锻造及铝精深加工为主体的产业链经营模式。2022 年公司主要业务产品产能分别为氧化铝 340 万吨、电解铝 81.6 万吨、铝型材 32 万吨、热轧卷 100 万吨、冷轧卷 80 万吨、铝箔 9.1 万吨。预计 2025 年以前公司存在产能扩张的产品主要为热轧和冷轧, 主因公司在建 20 万吨汽车板产能, 而铝锭产能会因指标出售而有所下降。

23 年 1 月, 公司与中航重机股份有限公司签署了《合作框架意向协议》。协议约定由公司设立全资子公司(山东宏山航空锻造有限责任公司), 并将公司锻造分公司的相关资产转入其中, 后续由中航重机收购锻造子公司 80% 股权。

23 年 6 月, 公司与中航重机在此前签署的《合作框架意向协议》基础上多次进行磋商谈判, 最终双方就山东宏山 80% 股权转让相关事项达成一致并于 2023 年 6 月 2 日在山东烟台签署了《股权转让协议》。此次股权出售事项完成后, 公司持有山东宏山 20% 股权。

图表7: 公司主要产品产能产量及扩建情况(万吨)

| 主要产品类型 | 22 年产能 | 22 年产量 | 23 年产能 | 24 年产能 | 25 年产能 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 氧化铝    | 340    | 294.16 | 340    | 340    | 340    |
| 铝锭     | 81.6   | 82.36  | 58     | 48     | 48     |
| 型材     | 32     | 19.95  | 32     | 32     | 32     |
| 热轧     | 100    | 103.10 | 100    | 110    | 110    |
| 冷轧     | 80     | 84.20  | 80     | 100    | 100    |
| 铝箔     | 9.1    | 6.05   | 9.1    | 9.1    | 9.1    |

来源: 2023 年 5 月南山集团债券募集说明书, 国金证券研究所

注: 23-25 年为国金证券基于公司在建项目进展的预测值。

#### 3.1 氧化铝-加快产能释放

截至 2022 年 12 月 31 日, 公司氧化铝产能 340 万吨(国内 140 万吨, 印尼 200 万吨)。其中印尼宾坦岛一期 100 万吨已达产, 二期 100 万吨已于 22 年 10 月投产。

图表8: 公司氧化铝产能(万吨)

| 产品  | 地区    | 产能  |     |
|-----|-------|-----|-----|
| 氧化铝 | 国内    | 140 |     |
|     | 印尼宾坦岛 | 一期  | 100 |
|     |       | 二期  | 100 |
| 合计  |       | 340 |     |

来源: 公司 2022 年年报, 国金证券研究所



### 3.2 电解铝-转让部分国内产能，新建印尼产能

22年底公司具备电解铝产能81.6万吨，2023年1月发布公告，转让33.6万吨电解铝产能指标，对应的电解铝生产线拟关停、拆除。待相关公司完成产能置换等手续后，公司将陆续关停涉及的33.6万吨产能指标对应的电解铝生产线。因转让指标导致的电解铝产能短缺，公司通过委托加工、外购铝锭、发力再生铝等方式补足。

公司本次拟关停、拆除的电解铝生产线（包括78台160KA预焙电解槽和412台300KA预焙电解槽）均在2006年以前投产，槽型较为落后，能耗较高，即使通过改造也较难达到国家及山东省政府关于电解铝生产能效基准的长期要求。公司剩余48万吨电解铝生产线均为400KA电解槽，目前已与国内各大高校及设计研究院开展技术合作，并对设备设施进行综合节能改造，相关产能在改造后能耗指标能够满足上述政策要求。

2023年4月，公司发布公告，投资60.63亿元在印尼宾坦工业园建设25万吨电解铝、26万吨炭素项目，并配套建设码头、水库等辅助设施，电解铝厂片区预计于2026年7月建成，炭素厂片区预计于2026年4月建成。

图表9：公司电解铝产能指标（万吨）

| 产品  | 地区 | 状态 | 出售单位           | 产能   |    |
|-----|----|----|----------------|------|----|
| 电解铝 | 国内 | 出售 | 贵州省六盘水双元铝业有限公司 | 10   |    |
|     |    |    | 贵州兴仁登高新材料有限公司  | 13.6 |    |
|     |    |    | 贵州华仁新材料有限公司    | 10   |    |
|     | 印尼 | 在建 | 剩余             | -    | 48 |
|     |    |    | 在建             | -    | 25 |

来源：公司2022年年报，公司关于转让电解铝产能指标进展暨完成公告，国金证券研究所

### 3.3 再生铝-保级综合利用

在资源节约、节能减排、环境保护等政策影响下，公司出资设立了龙口南山再生资源有限公司，主要从事金属废料和碎屑加工处理，回收来源以罐体、罐盖、汽车板生产厂工艺废料为主，附加航材铣屑料。项目建成后，能够切实响应国家“双碳”政策目标，减少碳排放。2022年项目厂房主体已施工完成，设备正在制造、安装中，我们预计将于23年下半年逐步投产。

图表10：公司再生铝产能（万吨）

| 产品  | 状态 | 产能 |
|-----|----|----|
| 再生铝 | 在建 | 10 |
| 合计  |    | 10 |

来源：公司2022年年报，国金证券研究所

### 3.4 汽车板-巩固龙头地位

公司是目前国内认证进度最快、认证厂家最多、认证合金最全的厂家，客户范围和项目规模不断扩大，产品得到各车企的一致好评。同时，公司切实落实“材料国产化”政策，加大研发投入，成为首家打破国外竞争对手对汽车外板垄断性供货的企业，为主机厂进行国产替代提供了坚实的后盾，目前已成为各主机厂材料国产化的首选厂家。

公司汽车板在产产能20万吨，我们预计在建的20万吨产能将于24年年底逐步释放，进而匹配新能源汽车市场快速增长的需求。后续还将及时跟进客户需求及市场情况推进原有包装生产线转产，进一步巩固公司国内汽车轻量化铝板龙头企业地位。

图表11：公司汽车板产能（万吨）

| 产品  | 状态 | 产能 |
|-----|----|----|
| 汽车板 | 现有 | 20 |
|     | 在建 | 20 |
| 合计  |    | 40 |

来源：公司2022年年报，国金证券研究所

### 3.5 航空板-强化领先优势

作为民营企业,公司是国内唯一一家同时为波音、空客、中商飞等主机厂同时供货的企业,且供货产品成熟稳定,在质量、价格和交期方面均具备较强竞争力,充分得到飞机制造企业的认可。未来公司将借助国产大飞机 C919 项目的实施,加大对航空板的研发力度,积极推进产品认证工作,不断提升公司的品牌影响力。

自 2017 年 3 月起,公司就参与国产大飞机 C919 的研发工作,目前已通过 2 系和 7 系多个合金型号厚板及薄板产品的认证,并已开始批量供货,产品主要应用于机身框、隔板、机翼壁板、翼梁及翼肋等部位,其中 7 系铝合金厚板已应用于 C919、ARJ21 等机型生产。现阶段,公司还参与了 C929 部分产品的研发工作。

## 四、国内产能红线已达,碳税推高长期铝价中枢

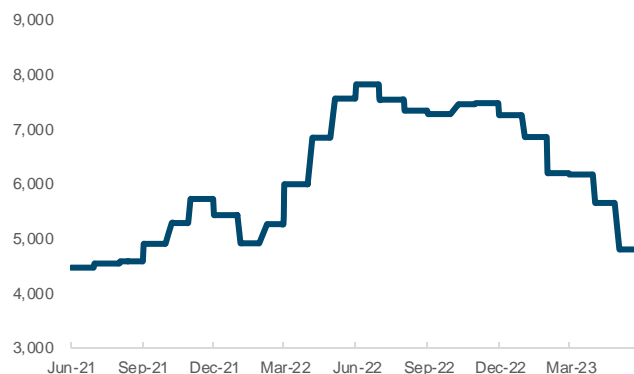
据有色金属工业协会,相关政策文件明确后,各方严格贯彻落实产能置换政策,梳理形成国内电解铝 4543 万吨/年合规产能“天花板”,不仅有效关停了行业违规产能,而且有力遏制了电解铝产能盲目扩张的势头。随着电解铝产能“天花板”的形成,在总量控制的约束推动下,加快了落后产能出清步伐。能源消耗高、废物排放量大、综合生产成本高的电解铝冶炼产能,相继退出行业。

2023 年以来,国内电解铝和氧化铝价格均维持震荡偏强运行。电解铝方面,国内产能天花板基本达到,后续新增产能较少,而需求端增速韧性较强,叠加云南缺电导致的当地电解铝停产比例达 40%,在旺季去库的背景下,铝价支撑性较强。中长期来看,受到后续有色行业可能的碳税以及电价等因素影响,铝价运行中枢将逐步抬高。氧化铝方面,国内总体产能略有过剩,但是因为氧化铝相对电解铝更容易停产复产,而国内山西河南等地氧化铝成本较高,对氧化铝价格形成有效支撑,因此我们预计在供给端不出现大规模减产的情况下,预计氧化铝价格将维持在目前的中枢水平。预焙阳极价格受到石油焦和煤沥青等原材料价格下跌影响,市场价格逐步回归正常水平。

图表12: 电解铝和氧化铝价格震荡偏强 (元/吨)



图表13: 预焙阳极价格持续回调 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 核心假设

#### (1) 价格假设

氧化铝价格: 2022 年氧化铝含税均价为 3011 元/吨,国内山西河南等地氧化铝成本对国内价格形成支撑,在供给过剩的背景下,预计 23-25 年国内氧化铝含税均价分别为 3000/3000/3000 元/吨。(23 年 1-5 月氧化铝含税均价为 2979 元/吨)

电解铝价格: 2022 年电解铝含税价格为 1.99 万元/吨,当前电解铝运行产能已接近产能红线,电力紧张导致的限产或将常态化,增加供给端不确定性;地产竣工的改善以及疫后经济的复苏预期将有效拉动需求。供需紧平衡和成本端支撑将导致电解铝价格高位运行。预计 23-25 年电解铝含税均价分别为 1.90/1.95/2.00 万元/吨。(23 年 1-5 月电解铝含税均价为 18476 元/吨)

铝型材加工费:通过倒算得到公司 21-22 年铝型材不含税加工费分别为 5621/6980 元/吨,2015-2022 年公司铝型材不含税加工费均值为 6581 元/吨,加工费总体运行区间较为稳定,预计 23-25 年铝型材不含税加工费分别为 6500/6500/6500 元/吨。

## (2) 成本假设

**预焙阳极价格:**预焙阳极价格与石油焦、煤沥青等价格相关度较高,主要受原油价格影响,2022年国内预焙阳极含税均价为7172元/吨,今年以来,随着原油价格的回调,预焙阳极价格也有所下降,预计23-25年预焙阳极含税均价分别为5000/5000/5000元/吨。(23年1-5月预焙阳极含税均价为6253元/吨)

**电力成本:**根据煤炭价格变化及公司自备电情况,预计23-25年不含税平均用电成本分别为0.47/0.47/0.47元/度。

**吨铝制造成本:**基于以上两个核心假设,预计23-25年公司电解铝不含税单吨制造成本分别为1.38/1.38/1.38万元/吨。

**铝型材加工成本:**通过倒算得到公司21-22年铝型材不含税加工成本分别为4221/4002元/吨,2015-2022年公司铝型材不含税加工成本均值为4564元/吨,加工成本自2019年开始持续下降,预计23-25年铝型材不含税加工成本为4100/4100/4100元/吨。

## (3) 销量假设

**氧化铝销量:**在公司印尼氧化铝23-25年产销量假设为180/200/200万吨的基础上,预计23-25年公司氧化铝销量(含内销)分别为355/375/375万吨(国内产能利用率高于100%)。

**铝型材销量:**公司铝型材产能和过去两年产能利用率较为稳定,预计23-25年公司铝型材销量分别为20/20/20万吨。

**冷轧卷销量:**在公司汽车板23-25年产销量假设为14/15/30万吨的基础上,预计23-25年公司冷轧卷销量(含内销)分别为88/89/104万吨。

## (4) 其他假设

除铝相关产品外,公司还有水汽、天然气、其他等产品外售,营收及毛利占比极低,假设23-25年相关业务营收和营业成本维持22年水平。

**营业税金及附加/销售收入:**该比率在20-22年分别为1.08%、0.90%、0.76%,20年该比例略高主因增值税税率在20年发生过调整,而21-22年略有下降,保守起见,假设23-25年该比率维持21-22年均值0.83%。

**销售费用率:**20-22年分别为1.16%、1.01%、0.83%,21年大幅下降主因会计准则变更,运费进入营业成本项目,而21-22年总体略有下降,保守起见,假设23-25年该比率维持21-22年均值0.92%。

**管理费用率:**20-22年分别为3.25%、2.97%、2.74%,总体呈现下降趋势,主因公司持续推进降本,管理效益有所提升,保守起见,假设23-25年该比例维持21-22年均值2.86%。

**研发费用率:**20-22年分别为6.64%、4.78%、4.25%,近两年总体维持稳定。保守起见,假设23-25年该比例维持21-22年均值4.52%。

## 5.2 盈利预测

根据上述核心假设,预计公司23-25年营收分别为335/376/396亿元,预计实现归母净利润分别为37.23/39.86/45.21亿元,EPS分别为0.32/0.34/0.39元,对应PE分别为9.75/9.11/8.03倍。



**图表14：营收及营业成本预测**

| 单位：百万元       | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         |        |        |        |        |        |
| 电、汽          | 197    | 235    | 235    | 235    | 235    |
| 天然气          | 42     | 50     | 50     | 50     | 50     |
| 氧化铝粉         | 1,558  | 3,643  | 5,821  | 6,825  | 7,081  |
| 合金锭          | 1,583  | 1,513  |        |        |        |
| 铝型材          | 4,252  | 4,782  | 4,599  | 4,686  | 4,773  |
| 热轧卷 /板       | 1,503  | 616    | 2,703  | 5,051  | 1,338  |
| 冷轧卷 /板       | 17,310 | 21,592 | 17,573 | 18,247 | 23,575 |
| 铝箔           | 1,357  | 1,757  | 1,739  | 1,759  | 1,778  |
| 其他           | 161    | 193    | 193    | 193    | 193    |
| 主营业务收入       | 27,964 | 34,380 | 32,913 | 37,044 | 39,022 |
| 其他业务收入       | 761    | 571    | 571    | 571    | 571    |
| 营业收入合计       | 28,725 | 34,951 | 33,484 | 37,615 | 39,593 |
| 营业成本         |        |        |        |        |        |
| 电、汽          | 175    | 232    | 232    | 232    | 232    |
| 天然气          | 35     | 49     | 49     | 49     | 49     |
| 氧化铝粉         | 1,152  | 2,795  | 4,252  | 4,998  | 5,196  |
| 合金锭          | 1,219  | 1,391  |        |        |        |
| 铝型材          | 3,402  | 4,079  | 3,914  | 4,008  | 4,089  |
| 热轧卷 /板       | 1,172  | 448    | 2,118  | 4,090  | 855    |
| 冷轧卷 /板       | 12,690 | 16,683 | 13,338 | 13,926 | 17,979 |
| 铝箔           | 1,055  | 1,433  | 1,395  | 1,427  | 1,459  |
| 其他           | 119    | 141    | 141    | 141    | 141    |
| 主营业务成本       | 21,019 | 27,251 | 25,438 | 28,872 | 29,999 |
| 其他业务成本       | 630    | 394    | 394    | 394    | 394    |
| 营业成本合计       | 21,650 | 27,644 | 25,832 | 29,265 | 30,393 |
| 毛利率          |        |        |        |        |        |
| 电、汽          | 11.07% | 1.08%  | 1.08%  | 1.08%  | 1.08%  |
| 天然气          | 16.84% | 1.18%  | 1.18%  | 1.18%  | 1.18%  |
| 氧化铝粉         | 26.08% | 23.28% | 26.96% | 26.76% | 26.63% |
| 合金锭          | 23.00% | 8.09%  |        |        |        |
| 铝型材          | 20.00% | 14.70% | 14.90% | 14.46% | 14.34% |
| 热轧卷 /板       | 22.06% | 27.19% | 21.64% | 19.01% | 36.06% |
| 冷轧卷 /板       | 26.69% | 22.74% | 24.10% | 23.68% | 23.74% |
| 铝箔           | 22.27% | 18.46% | 19.80% | 18.87% | 17.95% |
| 其他           | 26.07% | 27.02% | 27.02% | 27.02% | 27.02% |
| 主营业务毛利       | 24.83% | 20.74% | 22.71% | 22.06% | 23.12% |
| 其他业务毛利       | 17.17% | 31.07% | 31.07% | 31.07% | 31.07% |
| 营业毛利合计       | 24.63% | 20.91% | 22.85% | 22.20% | 23.24% |
| 营业税金及附加/销售收入 | 0.90%  | 0.76%  | 0.83%  | 0.83%  | 0.83%  |
| 销售费用率        | 1.01%  | 0.83%  | 0.92%  | 0.92%  | 0.92%  |
| 管理费用率        | 2.97%  | 2.74%  | 2.86%  | 2.86%  | 2.86%  |
| 研发费用率        | 4.78%  | 4.25%  | 4.52%  | 4.52%  | 4.52%  |

来源：Wind，国金证券研究所

### 5.3 估值及投资建议

参考电解铝及铝加工行业 2023 年 13.09 倍 PE 估值以及公司历史估值水平，考虑到公司国内汽车板龙头地位以及未来成长性，给予 2023 年 13XPE，目标价 4.13 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表15：可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；2023年6月12日收盘价）

| 公司简称 | 股票代码      | 收盘价   | EPS  |      |       |       |       | PE     |       |       |       |       |
|------|-----------|-------|------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |       | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2021   | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
| 中国铝业 | 601600.SH | 5.60  | 0.29 | 0.24 | 0.41  | 0.48  | 0.55  | 139.90 | 15.10 | 13.70 | 11.70 | 10.16 |
| 云铝股份 | 000807.SZ | 13.05 | 1.06 | 1.32 | 1.42  | 1.72  | 1.98  | 42.92  | 11.62 | 9.16  | 7.60  | 6.59  |
| 创新新材 | 600361.SH | 4.94  | -    | 0.32 | 0.32  | 0.36  | 0.40  | 37.13  | 27.93 | 15.47 | 13.59 | 12.36 |
| 华峰铝业 | 601702.SH | 13.14 | 0.50 | 0.67 | 0.94  | 1.15  | 1.33  | 49.31  | 29.85 | 14.01 | 11.46 | 9.85  |
| 平均   |           |       |      |      |       |       |       | 67.32  | 21.12 | 13.09 | 11.09 | 9.74  |
| 南山铝业 | 600219.SH | 3.10  | 0.29 | 0.29 | 0.32  | 0.34  | 0.39  | 27.46  | 11.23 | 9.75  | 9.11  | 8.03  |

来源：Wind，国金证券研究所

注：除中国铝业和云铝股份外，可比公司预测期 EPS 均为 Wind 一致预期。

## 六、风险提示

产品价格大幅下跌。公司对外销售产品主要为氧化铝和铝材，若产品市场价格大幅波动，会对公司营收规模、业绩水平产生较大影响。

氧化铝和汽车板产能释放不及预期。公司印尼氧化铝二期产能处于爬产过剩中，而汽车板在建 20 万吨产能，相关产能投产不及预期或将导致公司业绩受损。

生产成本大幅上涨。公司电解铝成本端主要为氧化铝、预焙阳极以及电力等，如果成本端出现大幅上涨，将对公司业绩产生较大影响。

人民币汇率波动风险。公司在印尼存在氧化铝相关产能，总体营收和毛利占比相对较高，人民币汇率大幅波动或导致公司营收和利润受到影响。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)          |                |                |                |                |                |                | 资产负债表 (人民币百万元)  |               |               |               |               |               |               |       |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------|
|                       | 2020           | 2021           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          |                 | 2020          | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |       |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>22,299</b>  | <b>28,725</b>  | <b>34,951</b>  | <b>33,484</b>  | <b>37,615</b>  | <b>39,593</b>  | 货币资金            | 13,227        | 18,273        | 20,875        | 18,810        | 21,264        | 21,983        |       |
| 增长率                   | 28.8%          | 21.7%          | -4.2%          | 12.3%          | 5.3%           |                | 应收款项            | 4,194         | 4,731         | 4,917         | 5,140         | 5,775         | 6,078         |       |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-17,010</b> | <b>-21,650</b> | <b>-27,644</b> | <b>-25,832</b> | <b>-29,265</b> | <b>-30,393</b> | 存货              | 4,624         | 6,429         | 6,436         | 6,369         | 7,216         | 7,494         |       |
| %销售收入                 | 76.3%          | 75.4%          | 79.1%          | 77.1%          | 77.8%          | 76.8%          | 其他流动资产          | 1,080         | 1,263         | 1,766         | 1,813         | 1,937         | 1,978         |       |
| <b>毛利</b>             | <b>5,289</b>   | <b>7,075</b>   | <b>7,307</b>   | <b>7,652</b>   | <b>8,350</b>   | <b>9,200</b>   | 流动资产            | 23,125        | 30,697        | 33,994        | 32,133        | 36,191        | 37,533        |       |
| %销售收入                 | 23.7%          | 24.6%          | 20.9%          | 22.9%          | 22.2%          | 23.2%          | 总资产             | 41.3%         | 48.6%         | 52.5%         | 49.2%         | 49.8%         | 48.2%         |       |
| <b>营业税金及附加</b>        | <b>-240</b>    | <b>-258</b>    | <b>-264</b>    | <b>-277</b>    | <b>-311</b>    | <b>-327</b>    | 长期投资            | 508           | 568           | 601           | 601           | 601           | 601           |       |
| %销售收入                 | 1.1%           | 0.9%           | 0.8%           | 0.8%           | 0.8%           | 0.8%           | 固定资产            | 29,226        | 29,160        | 27,304        | 29,713        | 32,800        | 36,563        |       |
| <b>销售费用</b>           | <b>-259</b>    | <b>-290</b>    | <b>-291</b>    | <b>-308</b>    | <b>-346</b>    | <b>-365</b>    | 总资产             | 52.2%         | 46.2%         | 42.2%         | 45.5%         | 45.2%         | 47.0%         |       |
| %销售收入                 | 1.2%           | 1.0%           | 0.8%           | 0.9%           | 0.9%           | 0.9%           | 无形资产            | 2,397         | 2,444         | 2,425         | 2,519         | 2,606         | 2,688         |       |
| <b>管理费用</b>           | <b>-724</b>    | <b>-854</b>    | <b>-958</b>    | <b>-957</b>    | <b>-1,075</b>  | <b>-1,131</b>  | 非流动资产           | 32,887        | 32,481        | 30,732        | 33,236        | 36,410        | 40,256        |       |
| %销售收入                 | 3.2%           | 3.0%           | 2.7%           | 2.9%           | 2.9%           | 2.9%           | 总资产             | 58.7%         | 51.4%         | 47.5%         | 50.8%         | 50.2%         | 51.8%         |       |
| <b>研发费用</b>           | <b>-1,481</b>  | <b>-1,374</b>  | <b>-1,486</b>  | <b>-1,513</b>  | <b>-1,699</b>  | <b>-1,789</b>  | <b>资产总计</b>     | <b>56,012</b> | <b>63,178</b> | <b>64,726</b> | <b>65,369</b> | <b>72,602</b> | <b>77,788</b> |       |
| %销售收入                 | 6.6%           | 4.8%           | 4.3%           | 4.5%           | 4.5%           | 4.5%           | 短期借款            | 5,093         | 8,445         | 7,362         | 4,702         | 7,336         | 7,726         |       |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>2,584</b>   | <b>4,300</b>   | <b>4,307</b>   | <b>4,598</b>   | <b>4,918</b>   | <b>5,589</b>   | 应付款项            | 3,868         | 4,336         | 4,334         | 4,053         | 4,592         | 4,769         |       |
| %销售收入                 | 11.6%          | 15.0%          | 12.3%          | 13.7%          | 13.1%          | 14.1%          | 其他流动负债          | 1,707         | 2,234         | 2,182         | 2,151         | 2,290         | 2,383         |       |
| <b>财务费用</b>           | <b>-134</b>    | <b>-148</b>    | <b>223</b>     | <b>274</b>     | <b>281</b>     | <b>253</b>     | 流动负债            | 10,668        | 15,014        | 13,878        | 10,906        | 14,218        | 14,879        |       |
| %销售收入                 | 0.6%           | 0.5%           | -0.6%          | -0.8%          | -0.7%          | -0.6%          | 长期贷款            | 350           | 0             | 190           | 190           | 190           | 190           |       |
| <b>资产减值损失</b>         | <b>-20</b>     | <b>-157</b>    | <b>-462</b>    | <b>-300</b>    | <b>-300</b>    | <b>-300</b>    | 其他长期负债          | 706           | 640           | 640           | 627           | 617           | 616           |       |
| <b>公允价值变动收益</b>       | <b>-9</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | 负债              | 11,725        | 15,655        | 14,708        | 11,723        | 15,024        | 15,685        |       |
| <b>投资收益</b>           | <b>107</b>     | <b>54</b>      | <b>118</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>普通股股东权益</b>  | <b>40,385</b> | <b>42,867</b> | <b>45,102</b> | <b>48,240</b> | <b>51,641</b> | <b>55,577</b> |       |
| %税前利润                 | 4.1%           | 1.3%           | 2.8%           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | 其中：股本           | 11,950        | 11,950        | 11,709        | 11,709        | 11,709        | 11,709        |       |
| <b>营业利润</b>           | <b>2,601</b>   | <b>4,145</b>   | <b>4,282</b>   | <b>4,573</b>   | <b>4,900</b>   | <b>5,542</b>   | 未分配利润           | 10,823        | 13,311        | 15,851        | 18,989        | 22,390        | 26,326        |       |
| 营业利润率                 | 11.7%          | 14.4%          | 12.3%          | 13.7%          | 13.0%          | 14.0%          | 少数股东权益          | 3,902         | 4,657         | 4,916         | 5,406         | 5,936         | 6,526         |       |
| <b>营业外收支</b>          | <b>5</b>       | <b>-5</b>      | <b>-27</b>     | <b>-27</b>     | <b>-27</b>     | <b>-27</b>     | <b>负债股东权益合计</b> | <b>56,012</b> | <b>63,178</b> | <b>64,726</b> | <b>65,369</b> | <b>72,602</b> | <b>77,788</b> |       |
| <b>税前利润</b>           | <b>2,606</b>   | <b>4,139</b>   | <b>4,255</b>   | <b>4,546</b>   | <b>4,873</b>   | <b>5,515</b>   | <b>比率分析</b>     |               | 2020          | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E |
| 利润率                   | 11.7%          | 14.4%          | 12.2%          | 13.6%          | 13.0%          | 13.9%          | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |               |               |       |
| <b>所得税</b>            | <b>-385</b>    | <b>-420</b>    | <b>-311</b>    | <b>-333</b>    | <b>-357</b>    | <b>-404</b>    | 每股收益            | 0.171         | 0.285         | 0.300         | 0.318         | 0.340         | 0.386         |       |
| 所得税率                  | 14.8%          | 10.1%          | 7.3%           | 7.3%           | 7.3%           | 7.3%           | 每股净资产           | 3.379         | 3.587         | 3.852         | 4.120         | 4.411         | 4.747         |       |
| <b>净利润</b>            | <b>2,221</b>   | <b>3,719</b>   | <b>3,944</b>   | <b>4,213</b>   | <b>4,516</b>   | <b>5,111</b>   | 每股经营现金净流        | 0.492         | 0.370         | 0.570         | 0.571         | 0.590         | 0.724         |       |
| 少数股东损益                | 172            | 309            | 428            | 490            | 530            | 590            | 每股股利            | 0.055         | 0.063         | 0.040         | 0.050         | 0.050         | 0.050         |       |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>2,049</b>   | <b>3,411</b>   | <b>3,516</b>   | <b>3,723</b>   | <b>3,986</b>   | <b>4,521</b>   | <b>回报率</b>      |               |               |               |               |               |               |       |
| 净利率                   | 9.2%           | 11.9%          | 10.1%          | 11.1%          | 10.6%          | 11.4%          | 净资产收益率          | 5.07%         | 7.96%         | 7.79%         | 7.72%         | 7.72%         | 8.14%         |       |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |                |                |                |                |                |                | 总资产收益率          | 3.66%         | 5.40%         | 5.43%         | 5.70%         | 5.49%         | 5.81%         |       |
|                       | 2020           | 2021           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 投入资本收益率         | 4.42%         | 6.90%         | 6.93%         | 7.28%         | 7.00%         | 7.40%         |       |
| <b>净利润</b>            | <b>2,221</b>   | <b>3,719</b>   | <b>3,944</b>   | <b>4,213</b>   | <b>4,516</b>   | <b>5,111</b>   | <b>增长率</b>      |               |               |               |               |               |               |       |
| 少数股东损益                | 172            | 309            | 428            | 490            | 530            | 590            | 主营业务收入增长率       | 3.67%         | 28.82%        | 21.68%        | -4.20%        | 12.34%        | 5.26%         |       |
| <b>非现金支出</b>          | <b>2,153</b>   | <b>2,299</b>   | <b>2,754</b>   | <b>2,647</b>   | <b>2,976</b>   | <b>3,304</b>   | EBIT 增长率        | 27.56%        | 66.38%        | 0.17%         | 6.75%         | 6.97%         | 13.62%        |       |
| 非经营收益                 | 398            | 242            | -105           | 344            | 340            | 416            | 净利润增长率          | 26.30%        | 66.43%        | 3.07%         | 5.91%         | 7.06%         | 13.42%        |       |
| <b>营运资金变动</b>         | <b>1,112</b>   | <b>-1,845</b>  | <b>76</b>      | <b>-514</b>    | <b>-927</b>    | <b>-352</b>    | 总资产增长率          | 2.29%         | 12.79%        | 2.45%         | 0.99%         | 11.06%        | 7.14%         |       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>5,883</b>   | <b>4,416</b>   | <b>6,669</b>   | <b>6,690</b>   | <b>6,906</b>   | <b>8,480</b>   | <b>资产管理能力</b>   |               |               |               |               |               |               |       |
| <b>资本开支</b>           | <b>-2,845</b>  | <b>-1,180</b>  | <b>-1,577</b>  | <b>-5,181</b>  | <b>-6,177</b>  | <b>-7,177</b>  | 应收账款周转天数        | 35.1          | 32.9          | 29.3          | 35.0          | 35.0          | 35.0          |       |
| 投资                    | 2,430          | -24            | 15             | 0              | 0              | 0              | 存货周转天数          | 104.5         | 93.2          | 84.9          | 90.0          | 90.0          | 90.0          |       |
| 其他                    | 59             | 0              | 67             | 0              | 0              | 0              | 应付账款周转天数        | 59.6          | 49.5          | 41.7          | 41.7          | 41.7          | 41.7          |       |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-356</b>    | <b>-1,205</b>  | <b>-1,495</b>  | <b>-5,181</b>  | <b>-6,177</b>  | <b>-7,177</b>  | 固定资产周转天数        | 379.6         | 349.5         | 275.5         | 306.2         | 286.0         | 281.5         |       |
| <b>股权募资</b>           | <b>1,218</b>   | <b>681</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |       |
| <b>债权募资</b>           | <b>-1,964</b>  | <b>2,922</b>   | <b>-888</b>    | <b>-2,673</b>  | <b>2,624</b>   | <b>390</b>     | 净负债/股东权益        | -17.41%       | -20.68%       | -26.65%       | -25.96%       | -23.88%       | -22.67%       |       |
| <b>其他</b>             | <b>-656</b>    | <b>-3,386</b>  | <b>-833</b>    | <b>-900</b>    | <b>-899</b>    | <b>-975</b>    | EBIT 利息保障倍数     | 19.2          | 29.1          | -19.3         | -16.8         | -17.5         | -22.1         |       |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-1,402</b>  | <b>218</b>     | <b>-1,721</b>  | <b>-3,573</b>  | <b>1,725</b>   | <b>-584</b>    | 资产负债率           | 20.93%        | 24.78%        | 22.72%        | 17.93%        | 20.69%        | 20.16%        |       |
| <b>现金净流量</b>          | <b>4,001</b>   | <b>3,274</b>   | <b>3,572</b>   | <b>-2,064</b>  | <b>2,454</b>   | <b>719</b>     |                 |               |               |               |               |               |               |       |

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
|    |     |     |     |     |     |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                        | 北京                        | 深圳                        |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903           | 电话：010-85950438           | 电话：0755-83831378          |
| 传真：021-61038200           | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558          |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005                 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204                 | 地址：北京市东城区建内大街26号          | 邮编：518000                 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号         | 新闻大厦8层南侧                  | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心   |
| 紫竹国际大厦7楼                  |                           | 18楼1806                   |