

南山铝业(600219)

报告日期: 2022年08月16日

行业盈利底部回暖, 公司汽车用铝等高端铝材严重低估

——南山铝业更新报告

投资要点

□ 行业盈利见底回暖, 电解铝有望增加业绩弹性

中国在碳达峰、碳中和的远期目标仍未改变。电解铝作为用电大户, 占国内碳排放量的 5-6%。碳中和的目标对电解铝的生产设置了指导性的天花板。

根据目前投产进度, 2022 年行业产能复产高峰已过, 根据百川盈孚统计, 2022 年总复产规模为 368 万吨, 目前已复产 283 万吨, 预计年内还可复产产能 85.5 万吨, 复产进度已过 75%。目前开工产能已达到 **4089 万吨**, 预计到今年年底, 行业开工产能将达到 **4253 万吨**, 距离供给侧改革确定的电解铝产能天花板仅有一步之遥。

今年以来, 电解铝成本端快速上涨, 预焙阳极价格创历史新高; 煤价虽大幅上涨后有回落, 但仍远高于往年。7 月以来, 电解铝行业平均利润已经进入亏损, 根据安泰科统计, 7 月中国电解铝行业亏损面扩大至 **45.2%**, 目前电解铝盈利确定见底回升, 价格受成本支撑明显。

□ 汽车用铝材等高端产品占比逐年提升, 公司严重低估

经过长期、持续的研发创新, 南山铝业形成了在国内具有突出优势的多个高端核心产品: (1) **汽车铝板方面**, 南山铝业是国内首家乘用车四门两盖铝板生产商, 目前已完成 7 项外板材料认证、10 项内板材料认证。2021 年汽车板销量相比呈翻倍递增的态势, 目前在建 20 万吨汽车铝板生产线, 远期有望进一步扩产到 70-80 万吨规模; (2) **航空板方面**, 公司已经成为中国商飞、美国波音、英国罗罗、法国赛峰等众多世界一流航空公司供应商, 航空板项目已经于 2021 年年底达产, 今年产品产销两旺; (3) **动力电池箔方面**, 南山铝业是国内核心供应商之一, 2021 年公司 10 μ m 超高强度电池箔已完成方案定型及认证, 且具备可批量生产 10 μ m 低、中、高强度电池用铝箔能力, 2.1 万吨高端动力电池产线已于 2021 年 10 月投产。

根据公司年报, 2021 年公司高端核心产品(汽车板、航空板、动力电池箔)的销量占公司铝产品总销量的 12.66%, 较 2020 年增长 6.66 个百分点; 高端产品毛利占公司铝产品总毛利的 19.89%, 较 2020 年增长 6.62 个百分点。未来随着高端产品的产能释放, 公司高端产品利润占比将会进一步提升。

□ 盈利预测与估值

我们预计 2022/2023/2024 年营业收入分别为 346.63 亿元、376.97 亿元、436.05 亿元, 分别同比增长 20.67%、8.76%、15.67%; 归母净利润分别为 30.27 亿元、41.00 亿元、49.84 亿元。

我们将公司业绩分为印尼氧化铝业务、中端铝加工产品(罐料+包装箔+型材)、高端铝加工产品(汽车铝板+电池箔+航空板), 分别给予 8 倍、20 倍、30 倍的合理估值, 对应 2022/2023/2024 年市值为 621 亿元、820 亿元、1,030 亿元。

目前电解铝行业已经处于底部, 盈利继续下行空间非常有限, 行业的长期向好逻辑仍在成立; 南山铝业作为具有全产业链优势的铝深加工龙头企业, 终端产品壁垒高、难度大、成长性好, 因此我们认为目前被市场低估。综合以上分析, 我们认为 2022 年 621 亿元的合理市值对应股价为 5.20 元, 相较于当前价格有 42% 上涨空间, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

(1) 海外经济衰退风险; (2) 新能源汽车渗透率不及预期; (3) 在建项目进度不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马金龙

执业证书号: S1230520120003
majinlong@stocke.com.cn

分析师: 刘岗

执业证书号: S1230521040001
liugang@stocke.com.cn

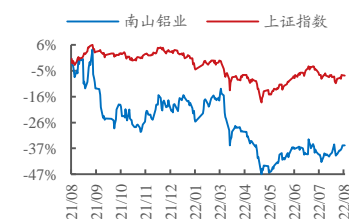
研究助理: 巩学鹏

gongxuepeng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 3.67
总市值(百万元)	43,858.27
总股本(百万股)	11,950.48

股票走势图



相关报告

- 《【浙商金属新材料】南山铝业: 核心产品占比提升, 公司向高端化迈进》2022.04.01
- 《【浙商金属新材料】南山铝业: 全年业绩同比高增, 看好明年稳增长及汽车铝板放量》2022.01.13
- 《【浙商金属新材料】南山铝业: 电解铝筑底, 高端产品进入放量期》2021.12.08

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	28725	34661	37697	43605
(+/-) (%)	28.82%	20.67%	8.76%	15.67%
归母净利润	3411	3027	4100	4984
(+/-) (%)	63.17%	-11.26%	35.44%	21.57%
每股收益(元)	0.29	0.25	0.34	0.42
P/E	12.86	14.49	10.70	8.80

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测：我们预计 2022/2023/2024 年营业收入分别为 346.63 亿元、376.99 亿元、436.07 亿元，分别同比增长 20.67%、8.76%、15.67%；归母净利润分别为 30.27 亿元、41.00 亿元、49.84 亿元，同比增长-11.26%、35.44%、21.57%。2022 年由于铝价下跌，导致利润下滑，2023 年的增量来自于电解铝利润的扩张、印尼氧化铝二期的投产以及电池箔产线的满产；2024 年的主要增长来自 20 万吨汽车铝板在建项目的投产、印尼氧化铝项目满产以及铝价的回升。
- 2) 估值：我们将公司业绩分为印尼氧化铝业务、中端铝加工产品（罐料+包装箔+型材）、高端铝加工产品（汽车铝板+电池箔+航空板），分别给予 8 倍、20 倍、30 倍的估值，对应 2022/2023/2024 年市值为 622 亿元、820 亿元、1,030 亿元。
- 3) 目标价格：2022 年 621 亿元的合理市值对应股价为 5.20 元，相较当前价格有 42% 上涨空间。
- 4) 评级：综合以上测算和分析，给予“买入”评级。

● 关键假设

- (1) 铝价：2022 年平均铝价（滞后 1.5 个月，下同）为 20,203 元/吨，如第一章所述，考虑到电解铝的长期产能天花板限制，以及短期周期见底，预计 2023 年和 2024 年分别同比上升 2%、2%；
- (2) 重点产品产量：罐料产销量基本稳定；汽车板随着在建 20 万吨项目的推进，预计 2022、2023、2024 年的销量分别为 14.5 万吨、14.5 万吨、24.7 万吨万吨；电池箔销量预计 2022、2023、2024 年分别为 1.8 万吨、3.0 万吨、3.2 万吨。
- (3) 电解铝成本：考虑到当前电力、煤炭、预焙阳极价格均处于高位，随着美联储加息开始影响到能源需求，预计明年有望出现成本端的回落。预计 2022、2023、2024 年电解铝完全成本（不含税）分别为 15,583 元/吨、15,283 元/吨、15,283 元/吨。

● 我们与市场的观点的差异

- (1) 市场认为：海外经济趋弱，铝价可能进一步回调，盈利难改善。依据：美国加息缩表的进度并未明确放缓，海外需求存在转弱预期。我们认为：美国回收流动性对大宗商品的影响在 7 月份已经充分反应，未来国内仍是铝消费的主要经济体，国内经济已经见底并在复苏中，行业盈利有望开始修复。依据：7 月份由于美国加息以及衰退预期铝价超跌，一度出现全行业亏损。但考虑到电解铝供给刚性，随

着9月份旺季来临以及后期稳增长效果逐步落地，电解铝盈利超预期恢复，带动公司盈利底部反转。随着铝价及行业盈利回升，将催化公司行情。

(2) 市场认为：公司是全流程企业，应分割工艺流程，对电解铝和铝材加工环节给予不同的估值水平。依据：上下游定价模式及利润变动有差异。我们认为：应将上游与下游环节利润合并，根据终端商品差异给予不同的估值。**依据：一是**高端材料除技术壁垒外，对质量稳定性要求很高，氧化铝、电解铝等原料质量稳定性同样是汽车板等高端产品质量稳定性的根本保障，不可简单分割。**二是**从公司商业模式看，电解铝只是中间产品，可作为业绩弹性指标，但是公司终端商品是铝材，计算整体估值应该针对不同产品进行分部估值。

● 股价上涨的催化因素

股价上涨的可观测指标：铝价上涨；汽车用铝板等需求超预期。

● 风险提示

(1) 海外经济衰退风险；(2) 新能源汽车渗透率不及预期；(3) 在建项目进度不及预期。

正文目录

1 电解铝：行业长逻辑仍在，目前已出现普遍亏损，盈利处于底部区间	6
1.1 碳中和仍是行业长期趋势，供给端天花板已经临近	6
1.2 今年供给端产能释放高峰已过，远期的天花板已经临近	8
1.3 目前行业已经普遍处于亏损，盈利位于底部区间	12
2 高端产品占比提升，公司有待价值重估	14
2.1 南山铝业是一家注重研发创新、敢于攻克卡脖子高端材料的企业	14
2.2 高端核心产品：汽车铝板、航空板、电池箔均为国内领先地位	14
2.2.1 汽车用铝合金板材：国内首家乘用车四门两盖铝板生产商	14
2.2.2 航空板材：国内首家能够稳定、批量生产航空级板材的企业	15
2.2.3 动力电池箔：定位高端路线，业内较早实现批量供货的动力电池箔企业之一	16
2.3 项目进展：高端核心产品进一步扩张，利润占比和销量占比持续提升	17
2.3.1 继续加码汽车用铝合金板，已建成+在建产能达到 40 万吨，远期将增至 70-80 万吨	18
2.3.2 航空板材：进入 C919 供应链，产品持续放量	18
2.3.3 铝箔：2.1 万吨高端动力电池箔项目建成投产	18
3 盈利预测与估值	20
3.1 盈利预测	20
3.2 估值分析	20
3.3 投资建议	21
4 风险提示	22

图表目录

图 1: 中国的制造业全球占比 (左轴)、城市化率 (右轴)	6
图 2: 中国碳排放量 (左轴, 亿吨), 同比增长 (右轴)	6
图 3: 主要经济体 1965-2021 年人均碳排放量 (吨/人)	7
图 4: 主要经济体 1990-2021 年单位 GDP 碳排放量 (吨/美元)	7
图 5: 主要经济体 2021 年人均碳排放量 (吨/人)	7
图 6: 主要经济体 2021 年单位 GDP 碳排放量 (吨/美元)	7
图 7: 碳达峰、碳中和对金属新材料领域的影响	7
图 8: 2022 年 6 月日均产量升至 11.15 万吨	9
图 9: 2022 年 6 月在产产能环比增长 38 万吨	9
图 10: 2021 年 12 月以来产能、产量开始逐步恢复	9
图 11: 预计 2022 年实现全年累计产量 4238 万吨, 同比增长 8.73%	12
图 12: 2019-2022 年预焙阳极、氧化铝价格变化	12
图 13: 2019-2022 电价及煤价变化	12
图 14: 2019-2022 电解铝盈利变化	13
图 15: 国内最早布局汽车铝板的铝加工企业	14
图 16: 公司汽车板产品	16
图 17: 公司航空板产品	16
图 18: 南山铝业高端产品占比持续提升, 预计到 2024 年将增至 27% 左右	17
图 19: 公司是国内首家能够稳定批量生产航空板材的企业	19
图 20: 公司 2.1 万吨高端电池铝箔项目已投产	19
表 1: 碳中和三个阶段具体目标	8
表 2: 碳达峰工作意见	8
表 3: 2022 年中国电解铝已复产、拟复产明	10
表 4: 2022 年国内电解铝新建产能投产统计	11
表 5: 预计到 2022 年年底的电解铝开工产能将达到 4253 万吨	11
表 6: 2016-2021 年公司汽车板业务相关认证及进展列示	15
表 7: 2016-2021 年公司航空板业务相关认证及进展列示	16
表 8: 2016-2021 年公司铝箔业务相关认证及进展列示	17
表 9: 南山铝业不断加码汽车轻量化铝板带	18
表 10: 按产品分类净利润预测	20
表 11: 目标市值预测	21
表 12: 可比公司估值	21
表附录: 三大报表预测值	23

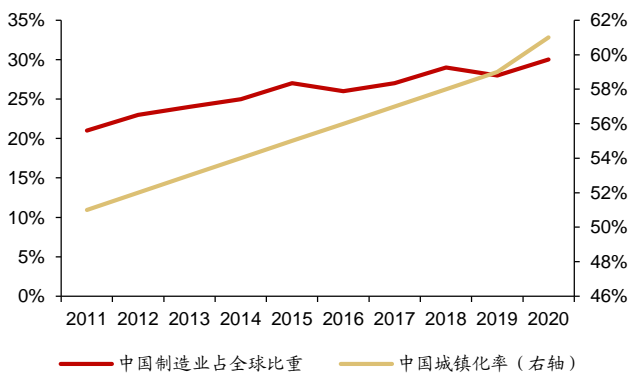
1 电解铝：行业长逻辑仍在，目前已出现普遍亏损，盈利处于底部区间

1.1 碳中和仍是行业长期趋势，供给端天花板已经临近

美国、日本和欧盟已提出 2050 年达到碳中和。《巴黎协定》是 2016 年由全球 178 个缔约方共同签署的气候变化协定，是为了应对 2020 年后全球气候变化而进行的国际间的统一安排。其长期目标是将全球平均气温较前工业化时期上升幅度控制在 2 摄氏度以内，并努力将温度上升幅度限制在 1.5 摄氏度以内。2019 年，全球平均温度较工业化前水平高出约 1.1℃。各国相继提出温室气体减排、中和目标，其中欧盟、美国、日本等多数发达国家提出在 2050 年实现中和。

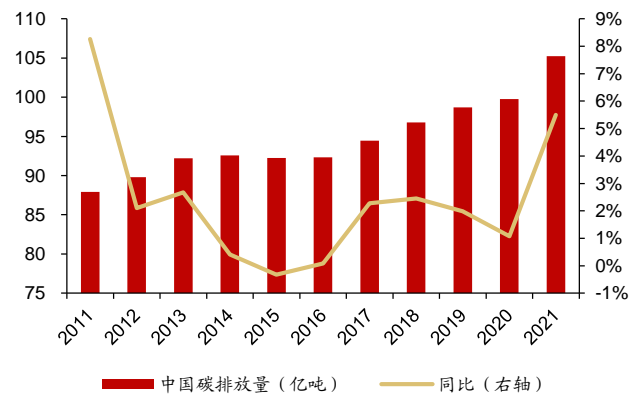
中国计划将在 2030 年前达到碳排放量峰值，并努力争取 2060 年前实现碳中和。2020 年 9 月，第七十五届联合国大会一般性辩论上，习近平总书记代表中国做出承诺：力争于 2030 年前达到二氧化碳排放峰值，并努力争取 2060 年前实现碳中和。

图1：中国的制造业全球占比（左轴）、城市化率（右轴）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

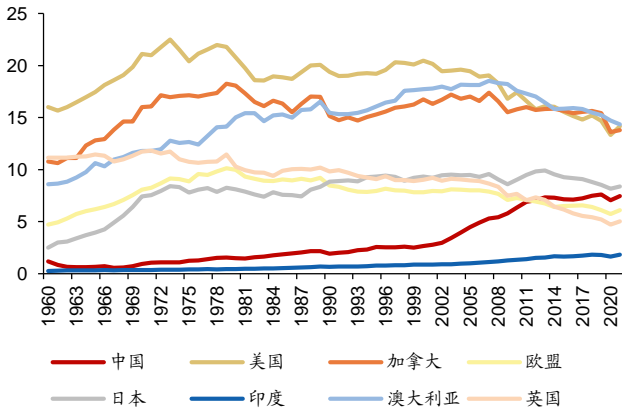
图2：中国碳排放量（左轴，亿吨），同比增长（右轴）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

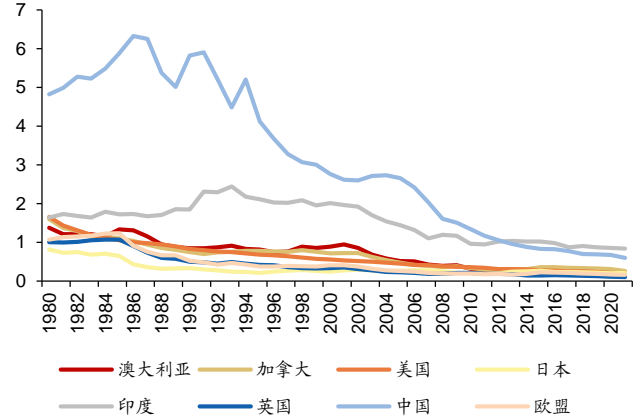
单位 GDP 的碳排放量持续下行，但中国人均碳排放仍未见拐点。我国人均碳排在 2000 年以前增速缓慢，之后增速加快且暂无短期内下降趋势。2020 年我国人均碳排放量已达到 7.01 吨/人，是 2000 年的 2.65 倍，年化增长率接近 5%。而单位 GDP 碳排在 2020 年仅为 2000 年的 44%，降低至 0.67 吨/美元，虽然在主要经济体中排位依然靠前，但未来仍有继续下行的趋势。

图3: 主要经济体 1965-2021 年人均碳排放量 (吨/人)



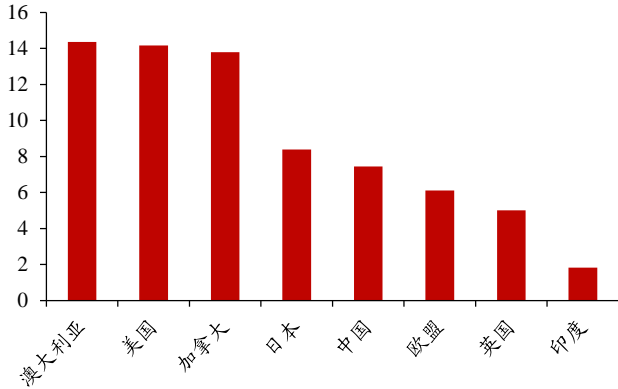
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 主要经济体 1990-2021 年单位 GDP 碳排放量 (吨/美元)



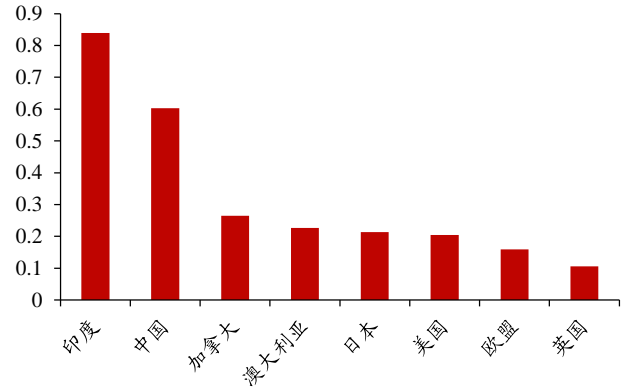
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 主要经济体 2021 年人均碳排放量 (吨/人)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

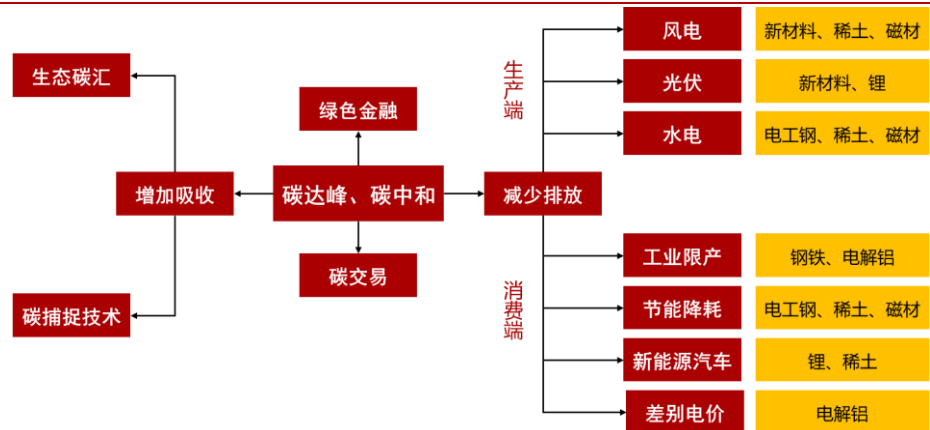
图6: 主要经济体 2021 年单位 GDP 碳排放量 (吨/美元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从能源消费端来说, 工业生产尤其是上游冶炼、加工是碳排放大户, 碳达峰要求在工业生产中减少对能源的消耗。目前采取的主要措施包括: 钢铁、电解铝、氧化铝等行业的严禁新增产能、压减产量、能耗双控等等; 高性能磁材应用于工业电机的节能降耗; 锂、钴、镍等新能源金属助力新能源汽车普及, 减少汽车行业对化石能源的依赖; 实行差别电价, 鼓励淘汰低效、落后产能以及节能改造, 通过成本手段实现落后产能出清。

图7: 碳达峰、碳中和对金属新材料领域的影响



资料来源: 浙商证券研究所

对于传统工业金属来说，行业逻辑已经从需求端转向供给端。在 2003-2007 年，中国快速地融入世界贸易体系、以及迅猛的工业化和城市化进程使得在供需体系中，需求起到了决定性因素。当前全球经济缺乏快速增长的动力，从需求端来看，没有长期牛市的基础，但碳中和进程已经开启了供给端驱动金属原材料价格上行的大门。

表1: 碳中和三个阶段具体目标

	2025	2030	2060
主要目标	绿色低碳循环发展的经济体系初步形成，重点行业能源利用效率大幅提升。	经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。	绿色低碳循环发展的经济体系和清洁低碳安全高效的能源体系全面建立，能源利用效率达到国际先进水平。
单位 GDP 能耗	比 2020 年下降 13.5%	大幅下降	
单位国内生产总值二氧化碳排放	比 2020 年下降 18%	比 2005 年下降 65%以上	
非化石能源消费比重	达到 20%左右	达到 25%左右	达到 80%以上
风电、太阳能发电总装机容量		12 亿千瓦以上	
森林覆盖率	达到 24.1%	达到 25%左右	
森林蓄积量	180 亿立方米	190 亿立方米	

资料来源：中国国务院，浙商证券研究所

表2: 碳达峰工作意见

经济发展	强化绿色低碳发展规划引领： 优化绿色低碳发展区域布局 加快形成绿色生产生活方式
产业结构	推动产业结构优化升级 坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展 大力发展绿色低碳产业
低碳能源体系	强化能源消费强度和总量双控 大幅提升能源利用效率 严格控制化石能源消费 积极发展非化石能源 深化能源体制机制改革
完善政策机制	完善投资政策： 积极发展绿色金融。 完善财税价格政策推进市场化机制建设

资料来源：中国国务院，浙商证券研究所

1.2 今年供给端产能释放高峰已过，远期的天花板已经临近

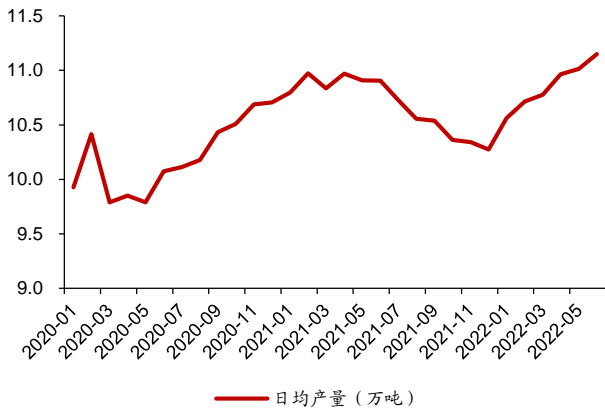
自 2021 年 12 月以来，产能、产量已经开始逐步恢复。环比来看：

产能方面，2022 年 5 月和 6 月的在产产能分别环比增长 20 万吨、38 万吨，达到 4051 万吨、4089 万吨；开工率分别环比增长 0.35%、0.61%，达到 92.39%、93.0%。

产量方面，2022 年 5 月和 6 月的月度产量分别为 341.5 万吨、334.5 万吨，日均产量分别为 11.02 万吨、11.15 万吨，分别环比增长 0.05 万吨、0.13 万吨。

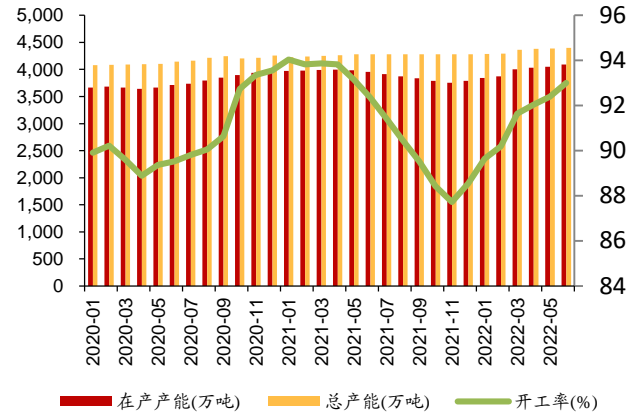
但同比来看，无论产量、产量还是开工率，今年一季度都较去年有比较大的降幅：日均产量同比减少 2.71%；开工产量减少 132 万吨，同比下降 3.32%；开工率下降 4.68%。进入二季度后日均产能和在产产能都有较大回升：截至 2022 年 6 月，日均产量同比增长 2.24%；开工产量增加 136.7 万吨，同比增加 3.46%；开工率回暖相比偏慢，6 月同比增加 0.7%。

图8: 2022年6月日均产量升至11.15万吨



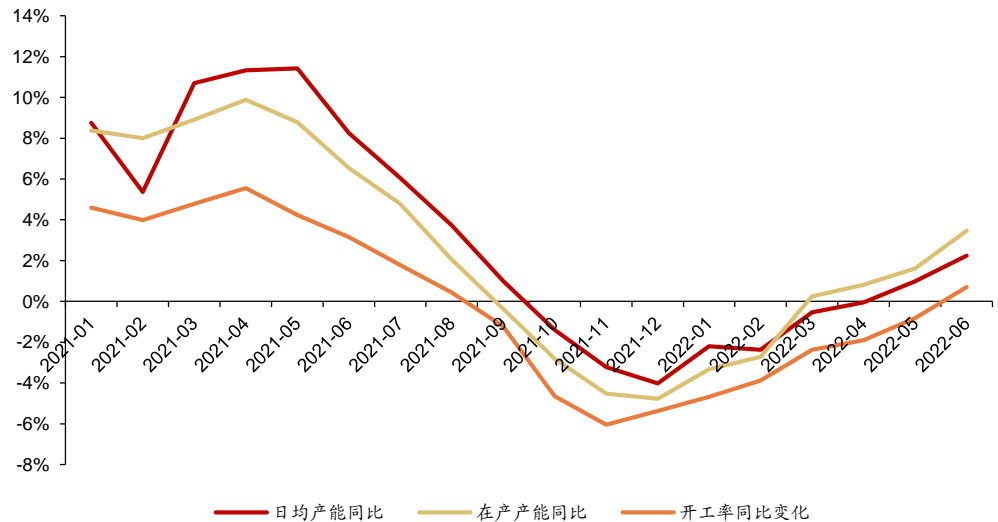
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 2022年6月在产产能环比增长38万吨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 2021年12月以来产能、产量开始逐步恢复



资料来源: 阿拉丁, 浙商证券研究所

复产方面: 根据百川盈孚统计, 2022年累计总复产规模为368万吨, 目前已复产283万吨, 预计年内还可复产产能85.5万吨, 复产进度已过75%。

表3: 2022年中国电解铝已复产、拟复产明

企业	总复产规模	已复产	始复产时间	待复产	预计年内还可复产	预计年内最终复产
贵州华仁新材料有限公司	15	5	2022年1月	10	0	5
云南文山铝业有限公司	39	39	2022年1月	0	0	39
云南神火铝业有限公司	30	30	2022年1月	0	0	30
云南宏泰新型材料有限公司	10	10	2022年1月	0	0	10
云南其亚金属有限公司	2	2	2022年2月	0	0	2
云南铝业股份有限公司	49	49	2022年1月	0	0	49
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司	4	4	2022年1月	0	0	4
鄂尔多斯市蒙泰新型铝合金材料有限责任公司	8	8	2022年1月	0	0	8
内蒙古锦联铝材有限公司	4	4	2022年3月	0	0	4
包头铝业有限公司	2	2	2022年1月	0	0	2
内蒙古创源金属有限公司	15	14	2022年1月	0	0	14
东方希望包头稀土铝业有限责任公司	7.2	7.2	2022年6月	0	0	7.2
中铝山西新材料有限公司	15	15	2022年1月	0	0	15
焦作万方铝业股份有限公司	12	10	2022年1月	2	2	12
青海海源绿能铝业有限公司	10	10	2022年2月	0	0	10
青海西部水电有限公司	5	3	2022年3月	2	2	5
广西田林百矿铝业有限公司	5	5	2022年3月	0	0	5
广西翔吉有色金属有限公司	3.5	3.5	2022年3月	0	0	3.5
山西兆丰铝电有限责任公司	5.7	0	2022年三季度	5.7	5.7	5.7
山西中铝华润有限公司	10	10	2022年2月	0	0	10
遵义铝业股份有限公司	5	5	2022年3月	0	0	5
中国铝业股份有限公司连城分公司	38.8	13	2022年6月	25.8	25.8	438.80
广西百色银海铝业有限公司	9	2	2022年三季度	7	7	9
广西来宾银海铝业有限公司	25	0	2022年三季度	25	15	15
广西百矿铝业有限公司	30	6	2022年5月	24	24	30
广西苏源投资股份有限公司	20	0		0	0	0
鹤庆溢鑫铝业有限公司	25	21	2022年5月	4	4	25
营口鑫泰铝业有限公司	6	5	2022年6月	1	0	5
总计	410.2	282.7		106.5	85.5	368.2

资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

投产方面: 2022年新建待开工产能为310.5万吨, 其中有明确规划的产能280.5万吨, 未有明确规划产能30万吨。有明确投产规划的产能中, 主要的投产期在二季度, 包括隆林百矿、甘肃中瑞、内蒙白音华、云南宏泰等。目前新建成投产产能170万吨, 根据百川盈孚统计, 预计年内可投产产能为78万吨。

表4: 2022年国内电解铝新建产能投产统计

企业	新产能	已投产	待开工	始投产时间	另在建	预计年内还可投产	预计年内累计投产
广西田林百矿铝业有限公司	10	10	0	2022年3月	0	0	10
广西隆林百矿铝业有限公司	20	20	0	2022年3月	0	0	20
甘肃中瑞铝业有限公司	22.5	10	12.5	2022年6月	0	0	10
内蒙古锡林郭勒白音华公司	40	0	40	2022年9月	0	15	15
内蒙古锦联铝材有限公司	5	0	5	2022年三季度	0	5	5
云南其亚金属有限公司	20	20	0	2022年3月	0	0	20
云南宏泰新型材料有限公司	118	65	10	2022年2月	0	53	118
云南神火铝业有限公司	15	15	0	2022年3月	0	0	15
云南云铝海鑫铝业有限公司	30	30	0	2022年3月	0	0	30
贵州兴仁登高新材料有限公司	25	0	25	待定	0	0	0
贵州元豪铝业有限公司	0	0	0	待定	0	0	0
广元中孚高精铝材有限公司	5	0	5	待定	0	5	5
总计	310.5	170	97.5		0	78	248

资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

通过对以上潜在形成产量增长的产能进行分类梳理:

- (1) 复产: 预计年内还可复产 85.5 万吨;
- (2) 建成未投产、已有开工计划的新产能: 预计年内还可投产 73 万吨;
- (3) 建成未投产、暂无开工计划的新产能: 5 万吨;

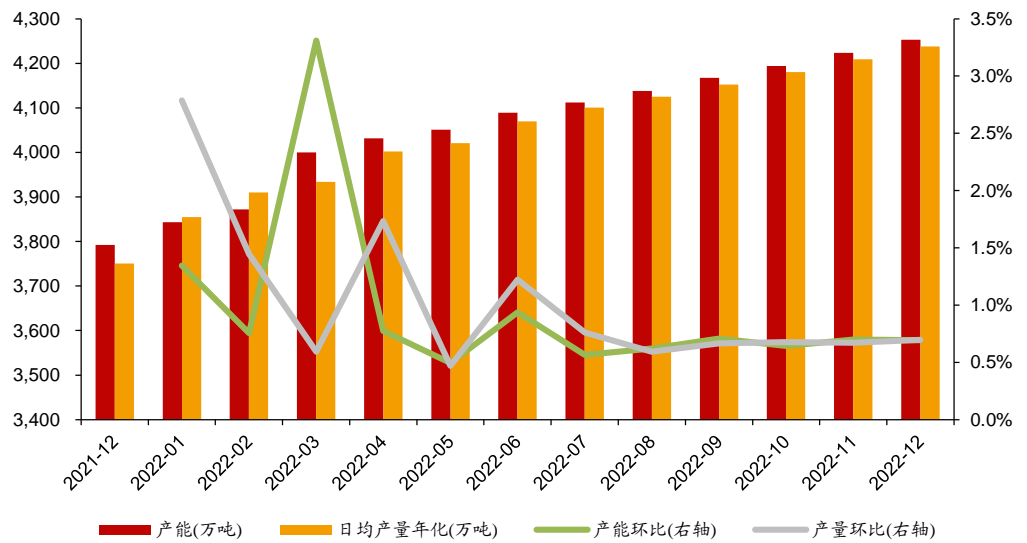
通过以上我们测算, 我们预计到 2022 年年底的电解铝开工产能将达到 4253 万吨, 2022 年实现全年累计产量 4238 万吨, 同比增长 8.73%。

表5: 预计到 2022 年年底的电解铝开工产能将达到 4253 万吨

潜在增量产能	产能(万吨)	释放节奏					
		7月	8月	9月	10月	11月	12月
复产	85.5	14	14	14	14	14	14
建成未投产已有规划	73	9	11	15	13	13	13
建成未投产暂无规划	5	0	0	0	0	2.5	2.5
当月产能增量	164	23	26	29	27	29	29

资料来源: 百川盈孚, Mysteel, 阿拉丁, 公司公告, 浙商证券研究所测算

图11: 预计2022年实现全年累计产量4238万吨,同比增长8.73%



资料来源:百川盈孚, Mysteel, 阿拉丁, 公司公告, 浙商证券研究所测算

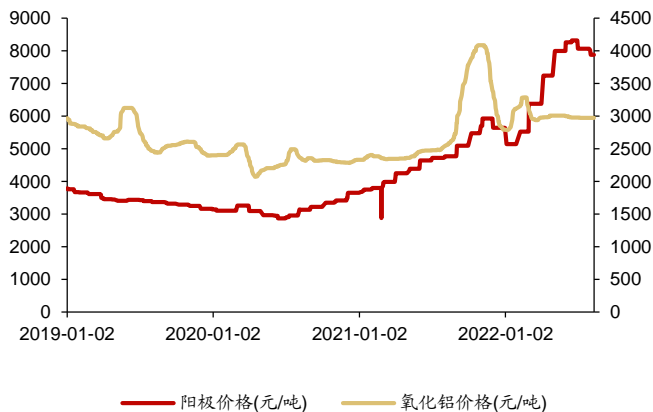
2022年电解铝复产高峰已过,行业产能增长空间已经十分有限。根据目前测算,预计2022年累计总复产规模为368万吨,目前已复产283万吨,预计年内还可复产产能85.5万吨,复产进度已过75%;预计2022年累计投产规模为248万吨,目前已投产170万吨,预计年内还可投产产能78万吨,投产进度已达69%。**到今年年底,预计行业开工产能将达到4253万吨,距离供给侧改革确定的电解铝产能天花板仅有一步之遥。**

1.3 目前行业已经普遍处于亏损,盈利位于底部区间

预焙阳极价格持续攀升,位于历史最高价格位置。自2019年起,预焙阳极价格整体呈上升趋势,尤其在2022年后,价格增速变大,至2022年8月预焙阳极价格达到7876元/吨,相比2019年增长108.14%,相比2022年1月增长53.24%。氧化铝价格在经过2021年三季度一次较大波动后,2022年上半年价格趋于稳定,价格为2970元/吨,相比2021年1月增长27.6%,与2019年1月价格持平。

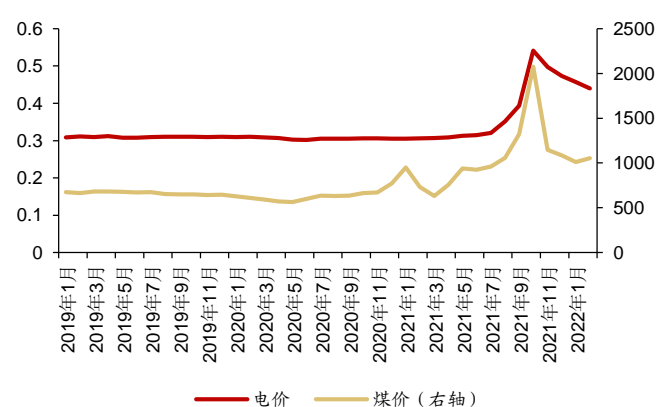
国内电价及煤价在2021年三季度一次急剧上升后有所回落,但仍处于历史高位。电价以及煤价在2021年10月大幅增长,分别同比增长77.1%、213.2%。之后半年内价格有所回落,电价相比2021-10同比下降19%,但对比2021年2月仍同比增长43.5%。煤价回落幅度更加显著,相比最高价下降49.3%,但对比2021年2月仍同比增长44.1%。

图12: 2019-2022年预焙阳极、氧化铝价格变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

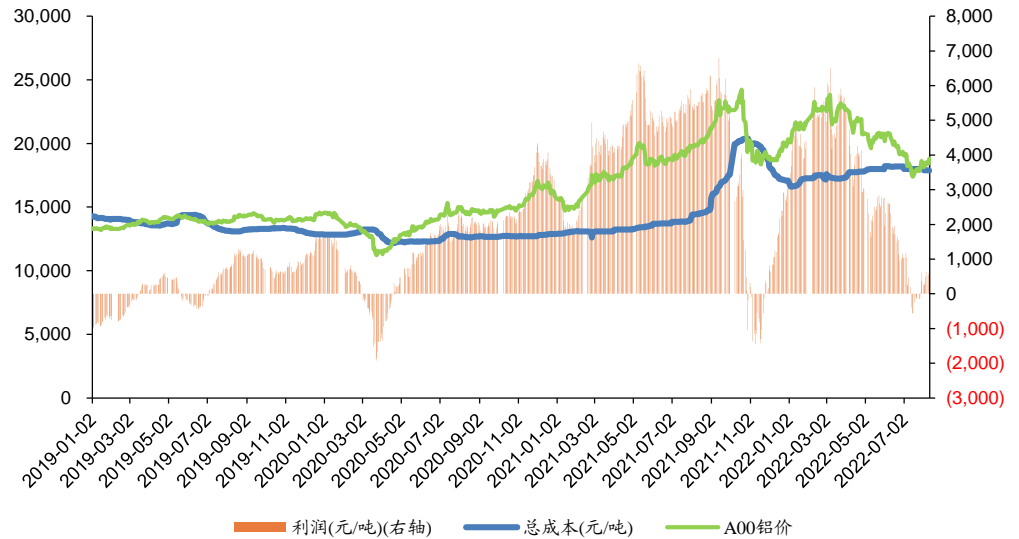
图13: 2019-2022年电价及煤价变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

目前电解铝盈利处于底部区间，盈利能力受成本价格变动影响严重。2021年煤电价格回落，电解铝板块盈利能力短暂回升到历史水平，但随着预焙阳极价格急升，且A00铝价持续处于高位，电解铝板块利润骤降，由2022年1月盈利4500元/吨降至2022年8月亏损100元/吨，盈利问题改善难度较高。

图14: 2019-2022 电解铝盈利变化



资料来源: 资料来源: 百川盈孚, Mysteel, 阿拉丁, 公司公告, 浙商证券研究所整理

2 高端产品占比提升，公司有待价值重估

2.1 南山铝业是一家注重研发创新、敢于攻克卡脖子高端材料的企业

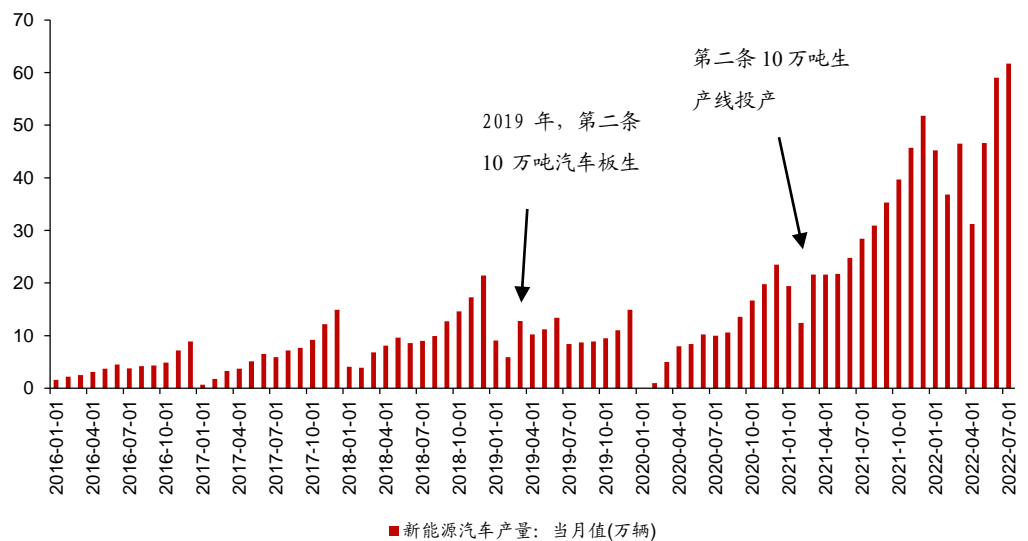
公司一直深化创新驱动，秉承“创新驱动、高端制造、精深加工”的发展战略，加力转型铝材高端制造，在汽车板、航空板材、罐体材料、高性能铝箔等产品方向持续突破，持续站在铝加工行业金字塔塔尖。

公司是最早布局、最早规模生产的汽车铝板的国内铝加工企业。汽车铝板是铝压延产品中技术壁垒最高的品种，且价格贵。汽车铝板在国外的汽车型号上，很早便已普及，但国内应用很少。在环保要求宽松、新能源汽车还未兴起的时期，汽车铝板应用范围有限。

2015年南山铝业第一条10万吨汽车板生产线投产。2011年10月，公司公告称拟投资建设20万吨超大规模高性能特种铝合金材料生产线项目，其中10万吨产线为汽车板专用部分，总投资61.9亿元，已经于2015年年中完工。项目建设内容包括熔铸车间3条熔铸生产线、压延车间的热轧生产线、中厚板生产线和薄带板生产线。项目主要产品包括中厚板5万吨，铝及铝合金合金薄板5万吨，铝及铝合金合金带材10万吨。

2017年以来，环保要求提升以及新能源汽车渗透率提升，汽车轻量化成为发展趋势。尤其是2021年以来，新能源汽车行业迅猛爆发，汽车铝板的需求快速增长，汽车铝板供不应求，公司提前布局该领域，领先行业竞争对手3年以上。

图15：国内最早布局汽车铝板的铝加工企业



资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

2.2 高端核心产品：汽车铝板、航空板、电池箔均为国内领先地位

经过长期、持续的研发创新，南山铝业形成了在国内具有突出优势的多个高端核心产品，包括乘用车汽车铝板、航空板和高端动力电池箔。

2.2.1 汽车用铝合金板材：国内首家乘用车四门两盖铝板生产商

经过多年的研发，公司的汽车用铝合金板在全球具有领先地位，是国内首家乘用车四门两盖铝板生产商。针对汽车轻量化用铝趋势，公司积极开展汽车用铝合金材料全流程业

务开发，扩大产品规格认证范围，加快推进新老客户产品认证工作，板材从内板继续向外板延伸。目前已完成7项外板材料认证、10项内板材料及各型号电池托盘认证。2021年4月，公司汽车板产品月产量首次破万吨且每月呈现递增趋势，产品销量较2020年同期相比呈翻倍递增的态势。

表6: 2016-2021年公司汽车板业务相关认证及进展列示

年份	公司汽车板相关认证信息和业务进展列示
2021年	公司持续加大高附加值产品研发投入，积极开展汽车用铝合金材料及零部件研发、生产、加工等全流程业务，扩大产品规格认证范围，加快推进新老客户产品认证工作，已完成7项外板材料认证、10项内板材料及各型号电池托盘认证，为公司进一步扩展汽车板市场占有率提供了坚实的基础。
2021上半年	销量增加迅猛，自4月份公司已实现汽车板单月产销量破万吨；上半年汽车板产品产量已经超过2020年全年总量
2020年	正在推进与理想、蔚来、恒大的认证；二期汽车板生产线已开始试生产，努力推进汽车板产品全系列、全型号覆盖
2019年	与小鹏、理想、恒大建立了合作意向；继续巩固和一汽、上汽、广汽、北汽的合作，订单量持续增加
2018年	已通过宝马、通用、一汽大众、菲亚特、克莱斯勒、日产、广汽新能源等汽车主机厂的材料认证，突破了汽车板高成形性工艺等关键技术；正在推进奔驰、本田、斯巴鲁、上汽大众、吉利、蔚来等主机厂材料认证
2017年	借助20万吨高性能特种铝合金材料生产线，为世界著名新能源汽车制造商及奇瑞新能源、上汽通用等国内车企实现批量供货；加快市场开发、试单认证，部分客户进入阶段性审核，部分客户已提交性能数据包；重点开发新能源汽车电池用6系高强铝合金板材、汽车车身用6系高强板材等产品
2016年	重点推进了国内合资汽车厂商的产品认证进度，并已经通过部分厂商产品认证，公司已具备为汽车厂商供货的能力，成为国内首家乘用车四门两盖铝板生产商；20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线已经稳产

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.2.2 航空板材：国内首家能够稳定、批量生产航空级板材的企业

公司已经成为中国商飞、美国波音、英国罗罗、法国赛峰等众多世界一流航空公司供应商。公司在航空板材领域投入了大量研发资源，进行持续的技术研发及工艺改进，为国际一流主机厂提供极具竞争力的产品解决方案，完成7英寸厚板及薄板研发及认证工作。公司自主研发的工艺方案，性能超过了同行业的性能水平，真正将南山铝业打造成世界先进的航空材料合格供应商和世界一流的铝加工企业。

表7: 2016-2021年公司航空板业务相关认证及进展列示

年份	公司航空板相关认证信息和业务进展列示
2021 上半年	继续助力国产大飞机 C919, 推动航空板国产化进程; 以 100%的产品质量和优质的售后服务得到飞机制造企业的认可
2020 年	已完成 7 英寸厚板及薄板研发及认证工作; 公司自主研发的工艺方案, 现性能超过了同行业的性能水平
2019 年	已通过波音、中商飞及中航航空工业的认证, 下一步将重点加强国内外主流主机厂的认证与批量供货; 承担了工信部民机上下游合作机制的多项研发任务
2018 年	公司航空产品得到波音的高度认可, 实现 100%按时交付和质量 100%合格, 并实现板材认证规格范围的扩项, 与波音签署了 5 年长协合同; 公司航空板通过了庞巴迪、中商飞、航空工业等企业的产品认证, 实现了批量供货; 成为国内首家为波音、空客、罗罗、赛峰、中航工业等飞机制造及零部件加工企业正式供货的铝加工企业
2017 年	以中商飞、中航工业的主机厂认证工作为主, 陆续通过了国内知名飞机厂商的认证并进入合格供应商名录; 中国商飞 (C919 机型) 对我司 7050-T7451 厚板合金的认证工作取得实质性进展; 首次实现了对波音航空板产品的批量供货, 与罗罗签署了发动机旋转件供货合同; 重点开展以 7050 为代表的 7 系航空厚板, 以 2024 为代表的航空厚板及薄板的研发工作
2016 年	积极推进与空客、波音、中商飞等国内外知名航空企业的深度合作, 与波音签订了《波音-南山关于铝压延与锻件采购供应合同》, 与空客签订了挤压型材供货合同; 承担了中国商飞 C919 大飞机用 2524 铝合金蒙皮和 2024 铝合金厚板产品的研发任务; 扁锭已通过波音认证, 7050 (AMS 标准) 板材数据包已通过了波音审核, 预计 2017 年上半年通过产品认证, 并在 2017 年下半年实现批量供货

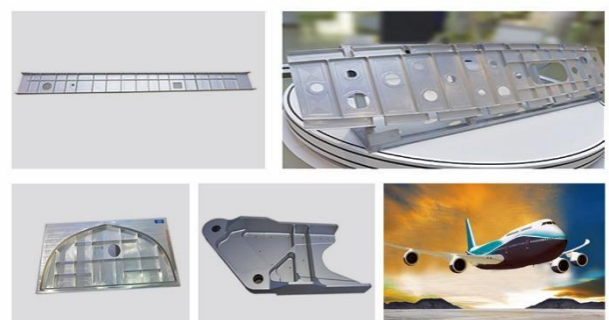
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图16: 公司汽车板产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图17: 公司航空板产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

2.2.3 动力电池箔: 定位高端路线, 业内较早实现批量供货的动力电池箔企业之一

公司已成为国内电池箔产品核心供应商之一: 宁德时代、比亚迪、国轩高科中航锂电等业内头部企业均为公司动力电池箔产品客户。2021 年伴随着国内新能源汽车行业的高速发展, 公司在电池箔领域取得了重大突破, 公司 10 μ m 超高强度电池箔已完成方案定型及认证, 满足客户技术要求, 且具备可批量生产 10 μ m 低、中、高强度电池用铝箔能力。

表8: 2016-2021年公司铝箔业务相关认证及进展列示

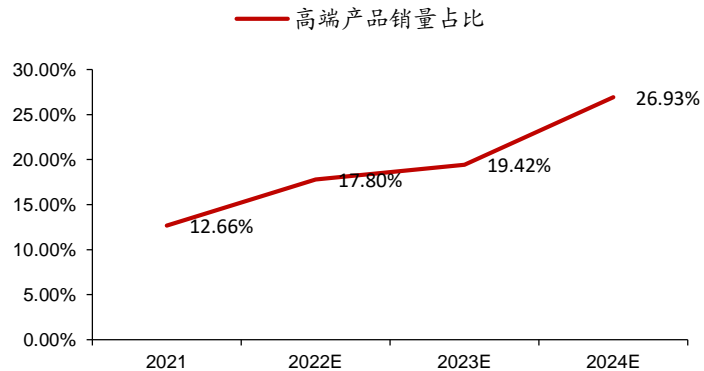
年份	公司铝箔产品研发进展
2021年	巩固扩大了宁德时代、中航锂电、国轩高科、亿纬锂能等重点客户的供货比例；公司在电池箔领域取得了重大突破，10μm 超高强度电池箔已完成方案定型及认证，满足客户技术要求，且具备可批量生产 10μm 低、中、高强度电池用铝箔能力
2020年	重点开发电池箔市场，扩大宁德时代、比亚迪、中航锂电等重点客户的供货比例；加快铝塑膜箔产品研发，推动铝塑膜的进口替代，加快向动力领域渗透；1100 合金 12μ 及 15μ 均已通过认证，具备批量供货条件；铝箔产品、坯料均获得有色金属产品实物质量认定金杯奖
2019年	开发高强度高伸长率单零箔；在动力电池箔领域成为国内外知名电池厂家的核心供应商；在参与修订国家标准《铝及铝合金箔》GB/T 3198-201X 时将本项目的 8021B、8021 合金产品加入标准中；预计投资建设 2.1 万吨高性能铝箔生产线并开展设备招标
2018年	完成 4.9-5.3μm 超薄铝箔、冷成型药箔、硬态药箔、容器易撕盖箔的产品开发，紧密对接国际高端铝箔市场需求，进一步优化产品结构，完善了市场布局；电池用铝箔通过了 IATF 16949 汽车质量管理体系认证，并加入 ASI 会员，随后建立了 ASI 绩效标准和 ASI 监管链标准体系
2017年	年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线全面达产，动力电池箔已实现量产；双零箔产销量持续提升，新开发的电池箔产品迅速成功抢占市场，并加大推广硬态药箔、医药软包、高延伸率厚箔等高附加值产品；将核心客户康美、纷美的合作扩大到欧洲，新开发欧洲知名标签、软包生产商和酿酒厂商，订单量显著增加
2016年	年产 4 万吨高精度多用途铝箔生产线进入试生产，定位在高端铝箔市场；着重研发高性能动力电池箔，并顺利通过测试，实现批量供货；8021 铝箔坯料已经批产，软包铝箔产品也已打入国际一流高端铝箔市场

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.3 项目进展：高端核心产品进一步扩张，利润占比和销量占比持续提升

2021 年公司重点发展的汽车板、航空板、动力电池箔等高端核心产品的销量占公司铝产品总销量的 12.66%，较 2020 年增长 6.66 个百分点；高端产品毛利占公司铝产品总毛利的 19.89%，较 2020 年增长 6.62 个百分点。未来随着高端产品的产能释放，公司高端产品利润占比将会进一步提升，我们预计到 2024 年，高端产品的销量占比将提升至总销量的 26.93%（预计汽车铝板 2 条 10 万吨产线满产、目前正在建的 20 万吨产能在 2024 年贡献满产产量的 70%，合计汽车板销量 24.65 万吨；航空板受益于航空业恢复，销量提升至 2 万吨；电池箔满产约 3.1 万吨；以上三者占总铝材销量 111 万吨的 26.93%）。

图18: 南山铝业高端产品占比持续提升，预计到 2024 年将增至 27%左右



资料来源: Wind, 浙商证券研究所测算

2.3.1 继续加码汽车用铝合金板, 已建成+在建产能达到 40 万吨, 远期将增至 70-80 万吨

2019 年新建 10 万吨汽车轻量化铝板带产线, 已于 2021 年建成, 2021 年 4 月, 公司汽车板产品月产量首次破万吨且每月呈现递增趋势, 产品销量较去年同期相比呈翻倍递增的态势。2019 年公司发布公告开展汽车轻量化铝板带生产线技术改造项目, 总投资 15.64 亿元, 位于已建成年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目厂区内。项目采用先进的板型控制技术, 引进 2500mm 冷轧机等进口设备 6 台(套), 购置外磨圆床等国产设备 10 台(套), 建成后将年新增汽车轻量化铝板带 10 万吨。自 2021 年以来, 行业需求爆发, 公司的汽车铝板产能同步释放, 成为公司最重要的增长点。

由于产品供不应求, 公司 2021 年再次加码汽车铝板带产能。2021 年 7 月公司发布公告计划开展全新汽车轻量化铝板带生产线项目, 总投资约 20 亿元, 建设周期预计为 18-30 个月。项目拟招标采购主体设备为 1 条 2350mm 单机架冷轧机、2 条 2400mm 连退热处理线、1 条 2400mm 连退化学线。项目建成后, 公司每年将新增汽车轻量化铝板带产能 20 万吨。

远期扩产空间较大, 未来汽车板产能有望达到 70-80 万吨。根据公司公告, 目前两条生产线均已满产, 单月产量超过万吨; 在建的 20 万吨生产线建设周期约 18 个月, 目前正在加速推进项目建设进度。后续公司可以根据客户、市场情况, 考虑将原有包装生产线进行转产, 达到汽车板产能 70-80 万吨。

表9: 南山铝业不断加码汽车轻量化铝板带

项目	20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目	汽车轻量化铝板带生产线技术改造项目	汽车轻量化铝板带生产线项目
汽车铝板产能	10 万吨	10 万吨	20 万吨
公告时间	2011 年 10 月	2019 年 8 月	2021 年 7 月
建成时间	2015 年	2021 年 4 月	预计 2023 年
规划建设期	36 个月	24 个月	18-30 个月
从公告到建成时间	约 44 个月	20 个月	
新建生产车间和设备	熔铸车间 3 条熔铸生产线、压延车间的热轧生产线、中厚板生产线和薄带板生产线	2500mm 冷轧机 6 台, 外磨圆床等国产设备 10 台	1 条 2350mm 单机架冷轧机、2 条 2400mm 连退热处理线、1 条 2400mm 连退化学线
投资总额	61.9 亿元	15.64 亿元	20 亿元

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.3.2 航空板材: 进入 C919 供应链, 产品持续放量

2011 年的 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目中包含 10 万吨为航天板块产能。该项目于 2015 年下半年开始试生产, 2017 年 9 月全部建设完成并投产, 其中中厚板 5 万吨/年产能和铝及铝合金薄板 5 万吨/年产能, 重点针对航空航天用板, 航空厚板主要应用在机翼、尾翼等部位, 薄板主要应用在飞机蒙皮上。

航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造项目已经于 2021 年年底达产。2018 年, 公司航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造项目利用原项目场地对中厚板热轧进行扩建。根据投资者问答, 截止 2021 年年底, 航空板目前已达产。

2.3.3 铝箔: 2.1 万吨高端动力电池箔项目建成投产

2.1万吨高端动力电池箔项目已于2021年10月份建成投产。南山铝业从2019年开始建设2.1万吨高性能高端铝箔生产线，2021年，铝箔销量较去年同期相比呈翻倍增长。根据2022年年初投资者问答，该项目达产后，公司的高性能动力电池箔产品年产总量将达到3万吨以上。

图19: 公司是国内首家能够稳定批量生产航空板材的企业



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图20: 公司2.1万吨高端电池铝箔项目已投产



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3 盈利预测与估值

公司利润虽来自于上游和下游，但销售的终端产品均为加工产品，市场分割工艺流程，对原料电解铝和铝材加工环节分别按照不同的估值水平计算市值是不合理的，因为电解铝并不是公司终端商品。按照公司商业模式看，公司终端商品是铝材，因此公司合理估值应该按照铝材综合利润计算。

3.1 盈利预测

关键假设：

- (1) 铝价：2022年平均铝价（滞后1.5个月，下同）为20,203元/吨，如第一章所述，考虑到电解铝的长期产能天花板限制，以及短期周期见底，预计2023年和2024年分别同比上升2%、2%；
- (2) 重点产品产量：罐料产销量基本稳定；汽车板随着在建20万吨项目的推进，预计2022、2023、2024年的销量分别为14.5万吨、14.5万吨、24.7万吨；电池箔销量预计2022、2023、2024年分别为1.8万吨、3.0万吨、3.2万吨。
- (3) 电解铝成本：考虑到当前电力、煤炭、预焙阳极价格均处于高位，随着美联储加息开始影响到能源需求，预计明年有望出现成本端的下降，但降幅不大。预计2022、2023、2024年电解铝完全成本（不含税）分别为15,583元/吨、15,283元/吨、15,283元/吨。

根据以上关键假设，我们预计2022/2023/2024年营业收入分别为346.63亿元、376.99亿元、436.07亿元，分别同比增长20.67%、8.76%、15.67%；归母净利润分别为30.27亿元、41.00亿元、49.87亿元，同比增长-11.26%、35.44%、21.57%。

其中，预计2022/2023/2024年印尼氧化铝归母净利润分别为4.02亿元、6.78亿元、10.42亿元；中端铝加工产品（罐料+包装箔+型材）归母净利润分别为19.35亿元、24.85亿元、24.93亿元；高端铝加工产品（汽车铝板+电池箔+航空板）归母净利润分别为6.89亿元、9.36亿元、14.49亿元。

表10：按产品分类净利润预测

归母净利润（亿元）	2022E	2023E	2024E
印尼氧化铝	4.02	6.78	10.42
中端铝加工产品（罐料+包装箔+型材）	19.35	24.85	24.93
高端铝加工产品（汽车铝板+电池箔+航空板）	6.89	9.36	14.49
合计	30.27	41.00	49.84

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 估值分析

我们将公司业绩分为印尼氧化铝业务、中端铝加工产品（罐料+包装箔+型材）、高端铝加工产品（汽车铝板+电池箔+航空板），分别给予8倍、20倍、30倍的合理估值，对应2022/2023/2024年市值为622亿元、820亿元、1,030亿元。

表11: 目标市值预测

目标市值(亿元)	2022	2023	2024
氧化铝	32	54	83
罐料+包装箔+型材	382	485	512
汽车铝板+电池箔	207	281	435
合计	621	820	1,030

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表12: 可比公司估值

行业	代码	简称	最新价	总市值 (亿)	净利润(亿)				P/E			
					TTM	2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E
		均值			21	30.11	37.87	48.04	29.99	23.52	17.54	13.68
高端铝	603876	鼎胜新材	62.35	305.37	6.01	10.61	15.03	20.51	50.79	28.78	20.31	14.89
加工	601702	华峰铝业	21.20	211.69	5.01	7.38	9.17	11.20	42.26	28.70	23.08	18.91
氧化铝	601600	中国铝业	4.66	796.49	56.88	81.50	87.90	101.16	14.04	9.80	9.08	7.89
中端铝	002968	豪美新材	16.11	37.5	1.48	2.01	3.50	4.85	25.35	18.70	10.71	7.73
加工	002996	顺博合金	19.17	84.16	3.90	3.98	4.83	5.92	21.56	21.14	17.42	14.22

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.3 投资建议

目前电解铝行业已经处于底部, 盈利继续下行空间非常有限, 行业的长期向好逻辑仍在成立; 南山铝业作为具有全产业链优势的铝深加工龙头企业, 终端产品壁垒高、难度大、成长性好, 因此我们认为目前被市场低估。综合以上分析, 我们认为 2022 年 622 亿元的合理市值对应股价为 5.21 元, 相较当前价格有 42% 上涨空间, 给予“买入”评级。

4 风险提示

- (1) **海外经济衰退风险**: 公司主要产品为罐料、汽车板等上游材料, 定价模式为“铝价+加工费”, 若全球宏观经济进入下行周期, 铝价进一步下跌, 将会导致业绩下滑;
- (2) **新能源汽车渗透率不及预期**: 公司具有极强竞争力的核心产品汽车铝板, 是汽车轻量化的一种关键材料, 若新能源汽车渗透率提升不及预期, 可能会导致公司产品的供需格局出现逆转;
- (3) **在建项目进度不及预期**: 公司未来增长点包括汽车板产线、印尼氧化铝产线等, 进度不及预期可能导致公司业绩释放不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	30697	35820	41507	48766
现金	18273	19604	24933	29889
交易性金融资产	0	815	272	362
应收账款	3895	4897	5432	5938
其它应收款	374	444	494	566
预付账款	1110	1350	1500	1686
存货	6429	8007	8306	9695
其他	615	705	571	630
非流动资产	32481	30998	30036	29761
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	498	441	459	466
固定资产	27504	26767	26305	26537
无形资产	2341	2269	2182	2118
在建工程	1656	727	454	119
其他	482	794	637	523
资产总计	63178	66818	71543	78527
流动负债	15014	14566	15137	16645
短期借款	8092	6010	6392	6831
应付款项	3950	5578	5751	6469
预收账款	0	105	38	59
其他	2972	2873	2956	3286
非流动负债	640	1149	832	873
长期借款	0	0	0	0
其他	640	1149	832	873
负债合计	15655	15714	15969	17518
少数股东权益	4657	4931	5302	5753
归属母公司股东权益	42867	46172	50272	55256
负债和股东权益	63178	66818	71543	78527

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4416	3428	6017	6297
净利润	3719	3301	4471	5435
折旧摊销	2142	1881	1956	2062
财务费用	148	127	52	(0)
投资损失	(54)	(112)	(91)	(86)
营运资金变动	283	74	(302)	33
其它	(1822)	(1844)	(69)	(1148)
投资活动现金流	(1205)	(790)	(516)	(1907)
资本支出	66	(85)	(1086)	(1825)
长期投资	(60)	57	(18)	(7)
其他	(1210)	(762)	587	(76)
筹资活动现金流	218	(1307)	(171)	566
短期借款	3020	(2083)	382	440
长期借款	(350)	0	0	0
其他	(2452)	775	(553)	126
现金净增加额	3429	1331	5329	4955

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	28725	34661	37697	43605
营业成本	21650	27548	28993	33274
营业税金及附加	258	311	338	391
营业费用	290	349	380	439
管理费用	854	1030	1120	1296
研发费用	1374	1658	1804	2086
财务费用	148	127	52	(0)
资产减值损失	157	45	73	127
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	54	112	91	86
其他经营收益	95	77	83	85
营业利润	4145	3782	5110	6162
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	4139	3776	5105	6157
所得税	420	475	634	722
净利润	3719	3301	4471	5435
少数股东损益	309	274	371	451
归属母公司净利润	3411	3027	4100	4984
EBITDA	6412	5760	7077	8179
EPS (最新摊薄)	0.29	0.25	0.34	0.42

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	28.82%	20.67%	8.76%	15.67%
营业利润	56.88%	-8.76%	35.14%	20.58%
归属母公司净利润	63.17%	-11.26%	35.44%	21.57%
获利能力				
毛利率	24.63%	20.52%	23.09%	23.69%
净利率	12.95%	9.52%	11.86%	12.46%
ROE	7.43%	6.14%	7.69%	8.55%
ROIC	7.48%	6.44%	7.88%	8.65%
偿债能力				
资产负债率	24.78%	23.52%	22.32%	22.31%
净负债比率	53.95%	41.03%	41.72%	41.02%
流动比率	2.04	2.46	2.74	2.93
速动比率	1.62	1.91	2.19	2.35
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.53	0.54	0.58
应收账款周转率	11.08	11.04	10.45	10.71
应付账款周转率	7.37	7.29	6.56	6.94
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.25	0.34	0.42
每股经营现金	0.37	0.29	0.50	0.53
每股净资产	3.59	3.86	4.21	4.62
估值比率				
P/E	12.86	14.49	10.70	8.80
P/B	1.02	0.95	0.87	0.79
EV/EBITDA	7.97	6.04	4.33	3.25

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>