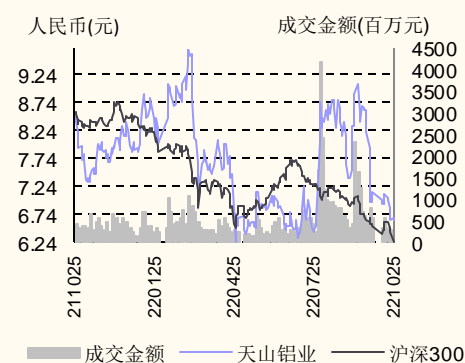


市场价格(人民币): 6.65元

目标价格(人民币): 10.48元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	46.52
已上市流通A股(亿股)	23.10
总市值(亿元)	309.35
年内股价最高最低(元)	9.71/6.26
沪深300指数	3627
深证成指	10640



一体化成本优势显著, 打造电池箔第二增长极

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,460	28,745	33,963	34,657	34,842
营业收入增长率	1561.00%	4.68%	18.15%	2.04%	0.53%
归母净利润(百万元)	1,912	3,833	3,479	4,434	4,985
归母净利润增长率	1351.49%	100.44%	-9.23%	27.43%	12.43%
摊薄每股收益(元)	0.411	0.824	0.748	0.953	1.072
每股经营性现金流净额	0.67	0.43	1.21	1.41	1.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.91%	18.02%	14.90%	17.04%	17.19%
P/E	18.42	9.89	8.89	6.98	6.21
P/B	1.82	1.78	1.32	1.19	1.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电解铝龙头企业, 一体化成本优势显著。**公司在新疆建有120万吨电解铝产能, 已形成铝土矿-氧化铝-电解铝-高纯铝/动力电池铝箔的上下游一体化布局, 同时在疆内配套自备电厂和预焙阳极。电力、预焙阳极及氧化铝自给率接近100%, 测算得公司一体化具备约2500-3000元/吨成本优势。
- **电解铝: 盈利底部, 或迎较大边际改善弹性。**
 - ✓ 短期: 供应端上半年大量新投及复产产能驱动国内产量持续增加, 受Q4云南电力紧张影响, 短期内供应增量较小; 需求端年内地产行业的疲软持续对上游形成拖累, 铝加工产品出口同比大幅增加叠加新能源领域高增长对国内需求形成托底。当前供需双弱背景下行业吨铝利润处于历史低位。
 - ✓ 中期: 国内供应端即将触及供给侧改革确立的4500万吨产能天花板, 需求端传统领域或迎边际改善, 新能源领域增量贡献确定性强。国内外供应干扰持续演绎下, 预计23-24年电解铝行业供需紧平衡, 铝价有望维持高位, 行业吨铝利润具备较大改善弹性。
- **高纯铝: 需求平稳增长, 低成本产能持续扩张。**公司引入日本成熟团队, 采用能耗极低的偏析法生产高纯铝, 较传统的三层液电解法具有成本低、污染小的特点。在行业需求平稳增长的同时, 通过成本+工艺壁垒巩固行业地位。随着公司扩产项目推进, 预计公司22-24年高纯铝出货量4/7/9万吨。
- **电池铝箔: 一体化+团队+设备优势保障产能快速落地, 受益行业高增长。**
 - ✓ 受益于下游动力电池及储能应用增长, 全球电池铝箔需求高增。供应端受限于设备及认证壁垒, 产能放量相对较慢, 预计22-23年行业供需紧平衡。
 - ✓ 公司通过技改+新建方式建设电池铝箔产线, 总规划22万吨产能, 预计23-24年出货量分别为5/15万吨。友商扩产周期普遍在两年及以上, 公司通过团队+设备优势保障产能快速落地, 通过一体化构筑成本+工艺壁垒。

盈利预测&投资建议

- 预测22-24年归母净利34.8/44.3/49.9亿元, 同比-9.2%/+27.4%/+12.4%; 实现EPS分别为0.75/0.95/1.07元, 对应PE分别为9/7/6倍。给予23年业绩11倍估值, 目标价10.48元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 项目进度不及预期、铝价波动、需求不及预期、股东减持、限售股解禁。

苏晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

陈凯丽

联系人
chenkaili@gjzq.com.cn

内容目录

一、天山铝业——电解铝龙头企业，一体化布局加码.....	4
二、电解铝——行业周期底部，一体化保障盈利空间.....	5
2.1 历史低位吨铝利润，供需存改善空间.....	5
2.2 上游核心原料接近 100%自给，成本护城河显著.....	10
三、高纯铝——低成本产能扩张持续推进.....	12
2.2 铝电解电容器关键原料，需求稳步增长.....	12
2.2 行业呈寡头垄断格局，公司偏析法工艺具备显著成本优势.....	13
四、切入锂电铝箔赛道，一体化构筑成本+工艺壁垒.....	15
五、盈利预测&投资建议.....	18
5.1 盈利预测.....	18
5.2 估值及投资建议.....	19
六、风险提示.....	20

图表目录

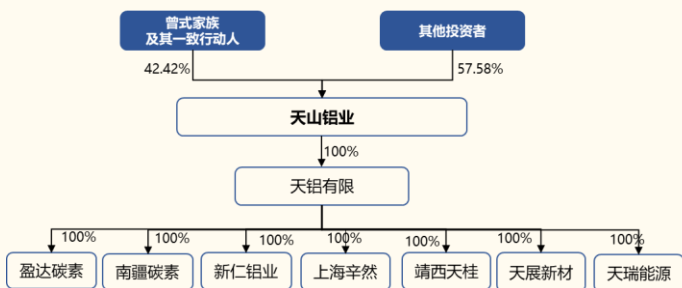
图表 1: 公司各业务板块依托不同子公司开展.....	4
图表 2: 公司已形成从铝土矿到铝深加工的一体化布局.....	4
图表 3: 近年来自产铝锭销量稳定、贸易量下降(万吨).....	4
图表 4: 公司营收主要来自自产及外购铝锭销售(亿元).....	4
图表 5: 21 年公司吨铝利润大幅提升(元/吨).....	5
图表 6: 公司自产铝锭业务毛利率显著高于同行.....	5
图表 7: 公司毛利主要由自产铝锭贡献(亿元).....	5
图表 8: 22H1 公司净利润维持在较高水平(亿元).....	5
图表 9: 国内电解铝建成产能逐步接近天花板(万吨).....	6
图表 10: 22 年 1-8 月国内电解铝产量同增 2.3%(万吨).....	6
图表 11: 新产能主要在 2-3 月完成投产(万吨).....	6
图表 12: 预计年内还可复产 134 万吨产能，主要位于四川(万吨).....	7
图表 13: 建筑地产及交运占国内电解铝消费比重约一半.....	7
图表 14: 地产对电解铝需求形成较大拖累.....	7
图表 15: 22 年 1-9 月国内光伏新增装机同比+106%.....	8
图表 16: 22 年 1-9 月国内新能源车累计销量增速 113%.....	8
图表 17: 预计 2024 年全球光伏新增装机达到 450GW.....	8
图表 18: 预计 22-25 年全球新能源车销量复合增速 37%.....	8
图表 19: 22 年较大的进口亏损抑制原铝进口(元/吨).....	8
图表 20: 22 年末锻轧铝及铝材出口同比大增(万吨).....	8
图表 21: 铝锭库存位于历史低位(万吨).....	9
图表 22: 铝棒承接部分累库压力(万吨).....	9
图表 23: 22-24 年国内电解铝整体处于供需相对平衡状态.....	9

图表 24: 当前行业吨铝盈利已处于相对较低区间.....	9
图表 25: 氧化铝成本主要由铝土矿、碱及燃料构成.....	10
图表 26: 广西地区氧化铝行业毛利相对较高.....	10
图表 27: 新疆煤炭价格成本优势明显 (元/吨)	10
图表 28: 新疆地区电力成本优势明显 (元/度)	10
图表 29: 阳极成本主要由石油焦及沥青构成 (元/吨)	11
图表 30: 预焙阳极环节吨盈利大幅走阔 (元/吨)	11
图表 31: 公司一体化带来电解铝吨成本优势 2500-3000 元.....	11
图表 32: 近五年国内高纯铝产量 CAGR 约 4% (万吨)	12
图表 33: 国内高纯铝下游主要应用于电子铝箔.....	12
图表 34: 电极箔 (腐蚀箔、化成箔) 是制造铝电解电容器的关键原料.....	12
图表 35: 铝电解电容器下游工业类需求增速较高.....	13
图表 36: 预计 21-25 年国内铝电解电容器市场规模复合增速达 8% (亿元) .	13
图表 37: 三层电解液法精炼铝槽示意图.....	13
图表 38: 三层电解液法工艺流程.....	13
图表 39: 各杂质元素在液相和固相中的溶解度不同.....	14
图表 40: 平衡分配系数<1 杂质可通过偏析法直接去除.....	14
图表 41: 偏析法能耗较三层液电解法有大幅度降低.....	14
图表 42: 国内高纯铝行业市场集中度相对较高 (万吨)	14
图表 43: 天山铝业高纯铝吨毛利显著高于新疆众和 (元/吨)	15
图表 44: 铝箔应用于锂电池正极集流体.....	15
图表 45: 钠离子电池正负集流体均使用铝箔.....	15
图表 46: 22-25 年锂电池对电池铝箔需求复合增速 36%.....	16
图表 47: 21 年国内电池箔产量占比仅 3%.....	16
图表 48: 21 年电池铝箔行业 CR3 超过 70%.....	16
图表 49: 电池铝箔新增产能将在 22-24 年逐渐落地.....	17
图表 50: 22-23 年电池铝箔行业供需基本匹配 (万吨)	17
图表 51: 铸轧工艺生产电池铝箔流程.....	18
图表 52: 公司计划扩产+转产 22 万吨电池铝箔.....	18
图表 53: 天山铝业电池铝箔项目单吨投资相对适中.....	18
图表 54: 公司毛利主要由电解铝、高纯铝及电池铝箔贡献.....	19
图表 55: 可比公司估值.....	20

一、天山铝业——电解铝龙头企业，一体化布局加码

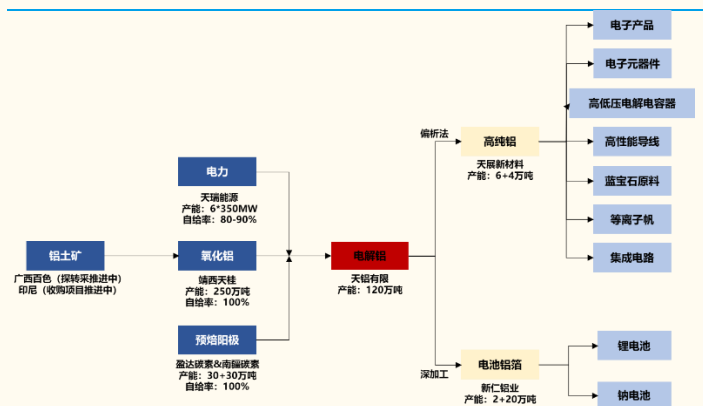
- 天山铝业成立于 2010 年，在电解铝及上游原材料领域深耕多年后于 2020 年借壳上市。当前公司已形成铝土矿-氧化铝-电解铝-高纯铝/电池铝箔的上下游一体化布局，并配套自备电厂和预焙阳极，具备显著成本优势。
- 原料：靖西天桂在广西建有 250 万吨氧化铝生产线，自给率达 100%。此外公司在广西百色配套铝土矿资源，正推进探转采工作；印尼铝土矿收购项目正在推进中。
- 电解铝：天铝有限在新疆石河子建有 120 万吨电解铝产能，配套天瑞能源 6*350MW 发电机组，可满足 80-90%电解铝电力需求。此外盈达碳素和南疆碳素分别建成 30 万吨预焙阳极，阳极自给率达 100%。
- 高纯铝：天展新材料在新疆石河子建成一期 6 万吨高纯铝产能，二期 4 万吨项目在建。建成后高纯铝总产能达 10 万吨。
- 电池铝箔：新仁铝业在江苏江阴有 2 万吨技改项目用于生产电池铝箔。此外公司还新建 20 万吨电池铝箔产能。

图表 1：公司各业务板块依托不同子公司开展



来源：公司公告，国金证券研究所

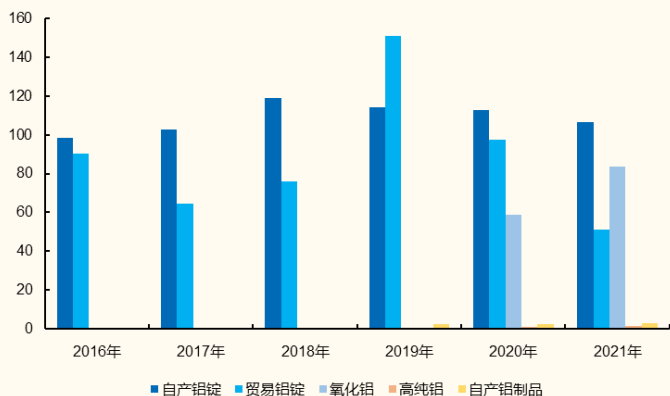
图表 2：公司已形成从铝土矿到铝深加工的一体化布局



来源：公司公告，国金证券研究所

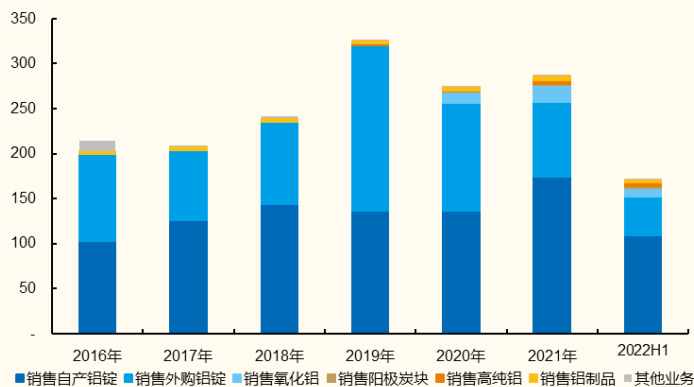
- 公司电解铝销售时参考长江均价、上海期货现货均价等基准，按照当日现货或月均价定价，营收主要受铝价波动影响。近两年公司自产铝锭规模相对稳定，贸易规模有所降低，铝价大幅上升驱动营收增长。
- 电解铝以外产品收入体量较小：1) 预焙阳极：自供为主，较少外销。2) 氧化铝：因广西生产的氧化铝运送至新疆电解铝生产基地运费较高，公司自产氧化铝主要在当地直接外销，营收随产能放量有所增长。3) 高纯铝&铝制品：虽单价较高，但规模相对较小，营收随产销量提升增长。

图表 3：近年来自产铝锭销量稳定、贸易量下降(万吨)



来源：公司公告，国金证券研究所

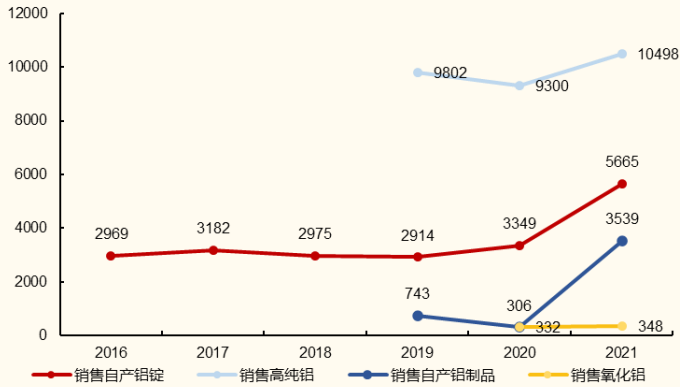
图表 4：公司营收主要来自自产及外购铝锭销售(亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

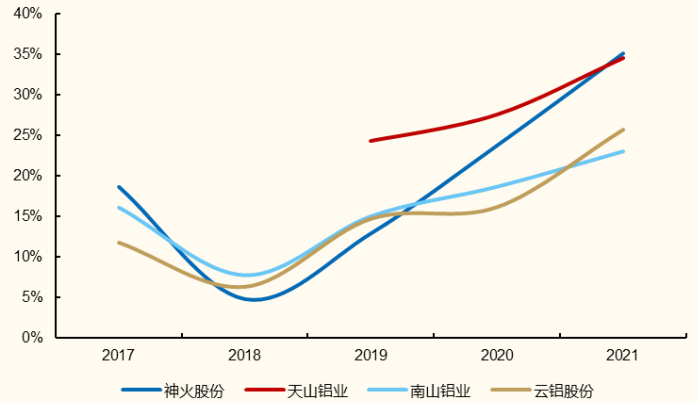
- 在全球电解铝供需错配及高能源成本刺激下，21年起铝价涨至历史高位，大幅提升公司吨铝利润。高纯铝及氧化铝产能放量进一步增厚公司利润。22H1 铝价虽涨后回落，价格中枢仍较高，公司归母净利润 20 亿元，较 21H1 基本持平。

图表 5: 21 年公司吨铝利润大幅提升 (元/吨)



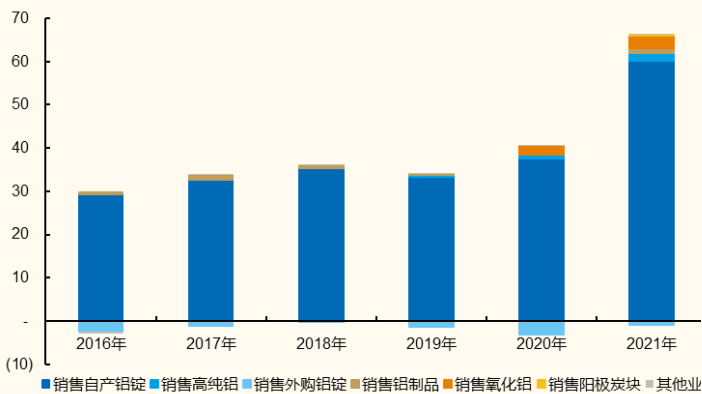
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 公司自产铝锭业务毛利率显著高于同行



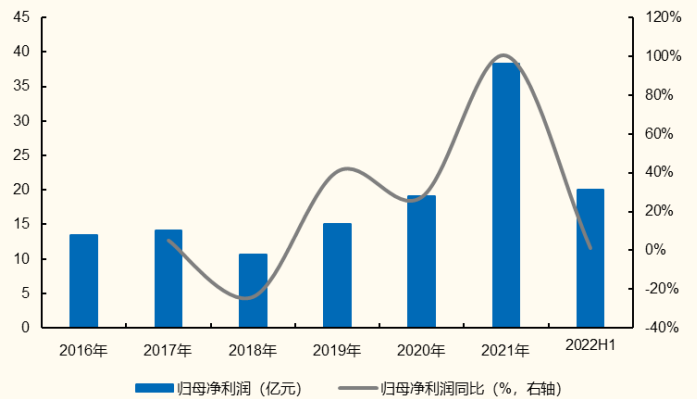
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 公司毛利主要由自产铝锭贡献 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 22H1 公司净利润维持在较高水平 (亿元)



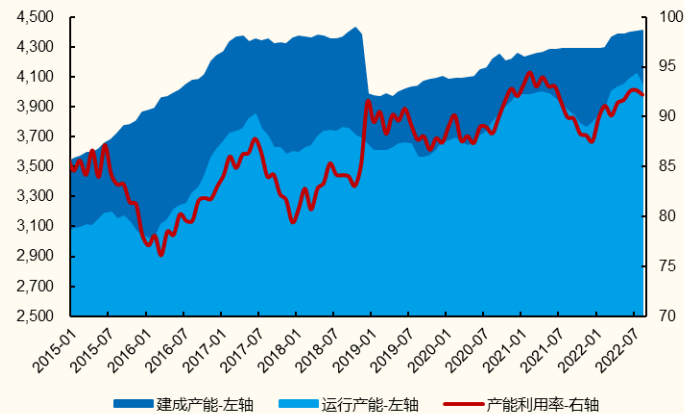
来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、电解铝——行业周期底部，一体化保障盈利空间

2.1 历史低位吨铝利润，供需存改善空间

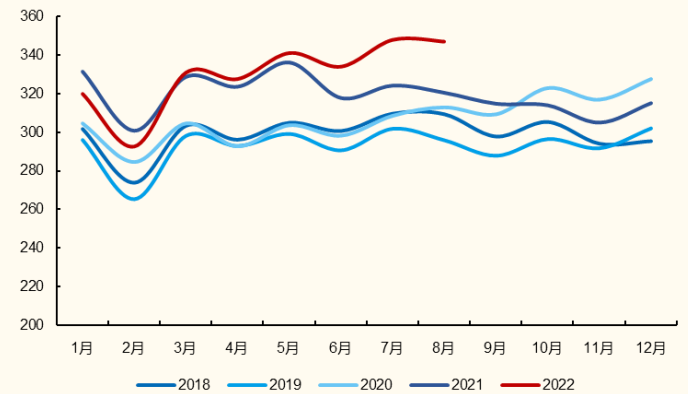
- 2017 年经历供给侧改革后，电解铝行业确定了约 4500 万吨/年的产能天花板，以控制行业产能的无序增长。据阿拉丁数据，截至 22 年 8 月底，国内电解铝建成产能 4410 万吨，运行产能 4040 万吨，开工率达 92.2%，位于历史高位。
- 限电及能耗双控等制约缓解叠加较高吨铝利润刺激下，上半年新产能加速投放，前期减产产能也陆续复产。电解铝月度产量持续攀升，据百川盈孚数据，22 年 1-8 月国内电解铝累计产量 2642 万吨，同比+2.3%。

图表 9: 国内电解铝建成产能逐步接近天花板 (万吨)



来源: 阿拉丁, 国金证券研究所

图表 10: 22 年 1-8 月国内电解铝产量同增 2.3% (万吨)



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

- 新投产产能在今明两年集中落地。据百川数据, 22-23 年待投新产能合计 320.5 万吨, 年内预计可实现 215 万吨投产, 截至 9 月底已完成 180.5 万吨, 占比达 84%。
- 剩余年内待投产能主要为内蒙古白音华及贵州登高项目, 预计 Q4 国内新投产产能 34.5 万吨。其余约 105 万吨新产能预计将在 23 年陆续投产, 23 年后暂无新项目或新建产能。

图表 11: 新产能主要在 2-3 月完成投产 (万吨)

地区	企业	新产能	新产能已投产	始投产时间	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计
广西	广西田林百矿铝业有限公司	10	10	22 年 3 月	0	10
	广西隆林百矿铝业有限公司	20	20	22 年 3 月	0	20
甘肃	甘肃中瑞铝业有限公司	22.5	10	22 年 6 月	0	10
内蒙古	内蒙古锡林郭勒白音华煤电有 限责任公司铝电分公司	40	0.5	22 年 9 月	14.5	15
	内蒙古锦联铝材有限公司	5	0	22Q4	5	5
云南	云南其亚金属有限公司	20	20	22 年 3 月	0	20
	云南宏泰新型材料有限公司	118	70	22 年 2 月	0	70
	云南神火铝业有限公司	15	15	22 年 3 月	0	15
	云南云铝海鑫铝业有限公司	30	30	22 年 3 月	0	30
贵州	贵州兴仁登高新材料有限公司	25	0	22Q4	10	10
	贵州元豪铝业有限公司	10	0	22Q4	5	5
四川	广元中孚高精铝材有限公司	5	5	22 年 9 月	0	5
合计		320.5	180.5		34.5	215

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

- 减产&复产: 待复产产能主要位于四川、广西和云南。四川预计于年内完成复产, 广西和云南预计将主要在明年实现复产。
 - 四川: 7-8 月四川因电力紧张导致约 100 万吨产能全部停产, 虽已处于复产过程中, 但由于四川项目电解槽较老, 复产流程较长, 预计产量将自 10 月以后才有明显恢复, 年底前基本完成复产。
 - 广西: 由于广西电力成本较高, 前期停产产能在当前电解铝价格水平下复产意愿不强, 预计 Q4 复产规模有限, 主要将于明年实现复产。
 - 云南: 7 月以来云南地区来水偏枯导致主力水库蓄水下降, 至明年 4 月枯水期结束前电力供应将维持紧张局面。截至 9 月底云南地区电解铝减产幅度已达接近 25%, 影响产能 121 万吨, 后续若电力不足, 或

仍有进一步扩大趋势。且一旦减产，来年丰水期前复产概率较小，对 Q4 及来年 Q1 产量有较大影响。预计自 23 年 Q2 开始陆续复产。

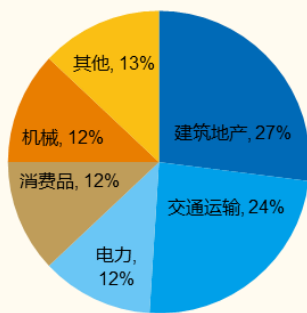
图表 12: 预计年内还可复产 134 万吨产能, 主要位于四川 (万吨)

地区	企业	总复产规模	已复产	始复产通电时间	预期年内还可复产	预计年内最终实现累计
贵州	贵州华仁新材料有限公司	15	5	22 年 1 月	0	5
河南	焦作万方铝业股份有限公司	12	10	22 年 1 月	2	12
青海	青海西部水电有限公司	5	3	22 年 3 月	2	5
山西	山西兆丰铝电有限责任公司	5.7	0	22 年 Q3	5.7	5.7
广西	广西百色银海铝业有限公司	9	4	22 年 Q3	5	9
	广西来宾银海铝业有限公司	25	0	22 年 Q3	15	15
	广西百矿铝业有限公司	30	14	22 年 5 月	16	30
	广西苏源投资股份有限公司	20	0	-	0	0
四川	四川启明星铝业有限责任公司	12.5	4.5	22 年 9 月	8	12.5
	阿坝铝厂	20	0	待定	20	20
	眉山市博眉启明星铝业有限公司	12.5	0.5	22 年 9 月	12	12.5
	广元中孚高精铝材有限公司	44	7	22 年 9 月	37	44
	广元弘昌晟铝业有限责任公司	12	0.5	22 年 9 月	11.5	12
辽宁	营口鑫泰铝业有限公司	6	5	22 年 6 月	0	5
合计		228.7	53.5		134.2	187.7

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

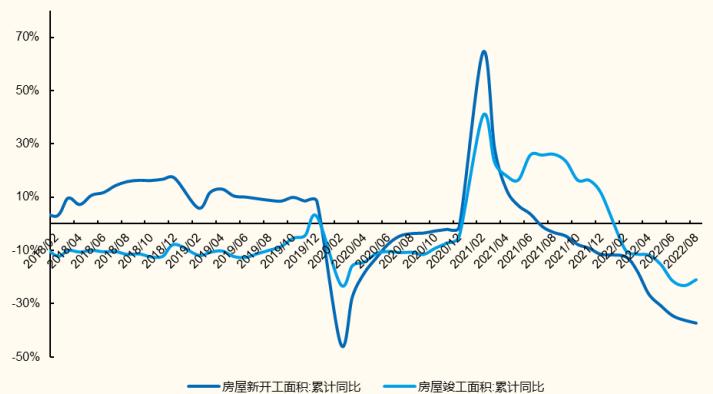
- 国内电解铝下游需求中, 建筑地产及交通运输等传统行业占比较高, 两者合计占比约 50%。新能源汽车、光伏等行业虽需求总体量较小, 但因其增速较快, 贡献较多增量需求。
- 自去年 Q4 以来持续疲软的地产行业对电解铝需求形成较大拖累, 1-8 月房屋竣工面积累计同比-21%, 地产用铝量同比下滑较多。随着各地“保交楼”等举措落地及其他地产刺激政策的落地, 地产需求存在环比改善空间。

图表 13: 建筑地产及交运占国内电解铝消费比重约一半



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

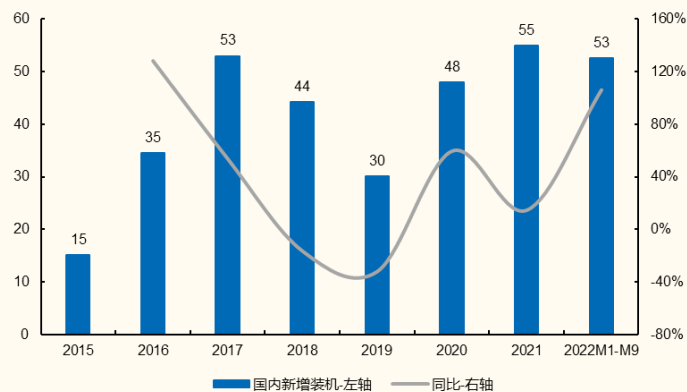
图表 14: 地产对电解铝需求形成较大拖累



来源: Wind, 国金证券研究所

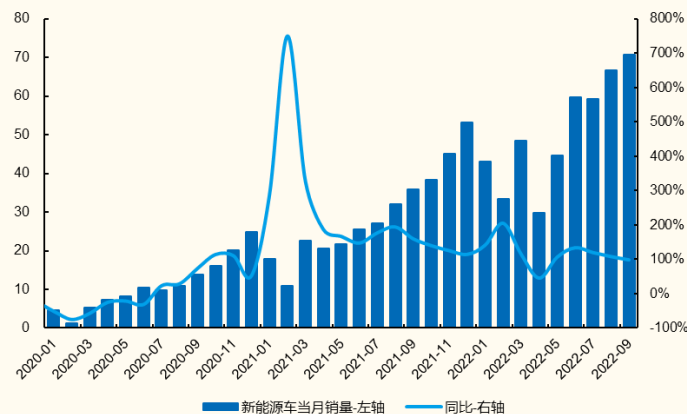
- 光伏&电车部分抵消传统领域需求减量。据国家能源局数据, 22 年 1-9 月国内光伏新增装机容量 52.6GW, 同比+106%; 据 CPIA 数据, 1-9 月国内新能源车累计销量 455.9 万辆, 同比+113%。随着全球能源转型加速, 新能源领域用铝量将持续作为重要的需求增量。

图表 15: 22 年 1-9 月国内光伏新增装机同比+106%



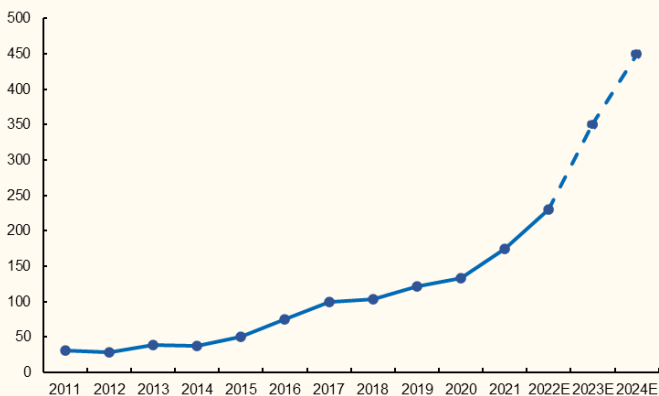
来源: 国家能源局, Wind, 国金证券研究所

图表 16: 22 年 1-9 月国内新能源车累计销量增速 113%



来源: CPIA, 国金证券研究所

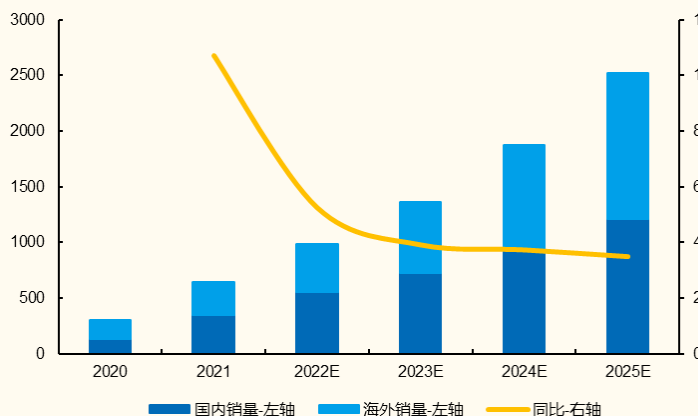
图表 17: 预计 2024 年全球光伏新增装机达到 450GW



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 22-24 年全球光伏新增装机量数据采用国金电新组预测。

图表 18: 预计 22-25 年全球新能源车销量复合增速 37%

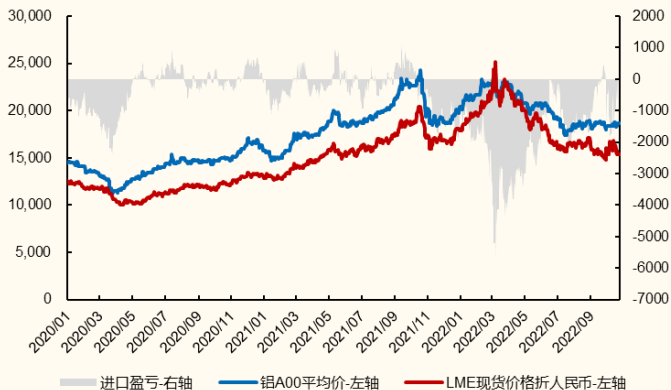


来源: 国金证券研究所

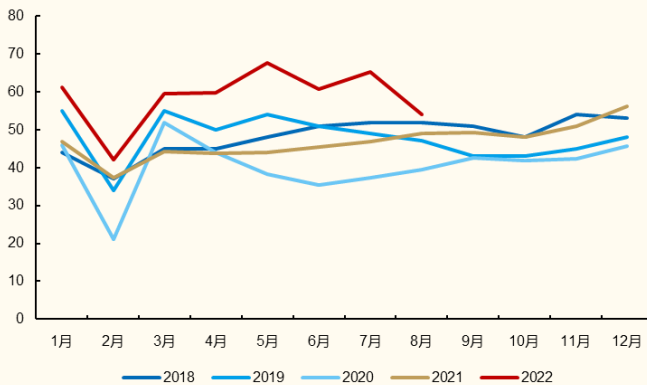
注: 历史及预测数据来自国金电新组。

- 前三季度因海外需求复苏而供应受制于较高的能源价格, LME 铝价较国内相对强势, 抑制国内原铝进口的同时刺激铝材产品大量出口。进出口成为调节今年国内铝供需平衡的最大边际增量。
 - 进口: 21 年全年国内进口原铝 158 万吨, 22 年 1-8 月仅 30 万吨, 同比减少 73 万吨;
 - 出口: 21 年全年国内出口未锻轧铝及铝材 562 万吨, 22 年 1-8 月出口量达到 470 万吨, 同比增加 113 万吨, 铝板带箔贡献主要出口增量。

图表 19: 22 年较大的进口亏损抑制原铝进口 (元/吨)



图表 20: 22 年末锻轧铝及铝材出口同比大增 (万吨)



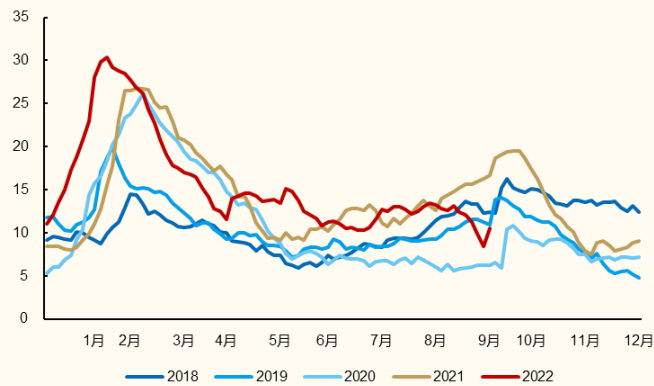
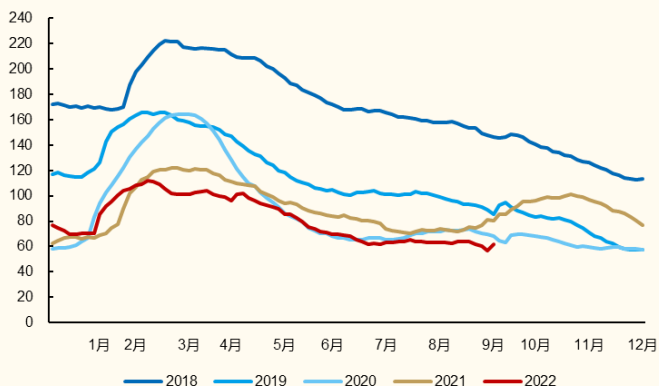
来源：Wind，国金证券研究所

来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

- 库存：9月底国内铝锭社会库存 57 万吨，位于历史低位，对铝价形成较强支撑，铝棒库存较往年水平偏高，表明铝棒承接了部分铝锭累库的压力。

图表 21：铝锭库存位于历史低位（万吨）

图表 22：铝棒承接部分累库压力（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 供需平衡：测算得 22-24 年国内电解铝整体处于供需相对平衡状态。在相对低的库存及较高的成本支撑下，预计铝价将维持在较高水平。

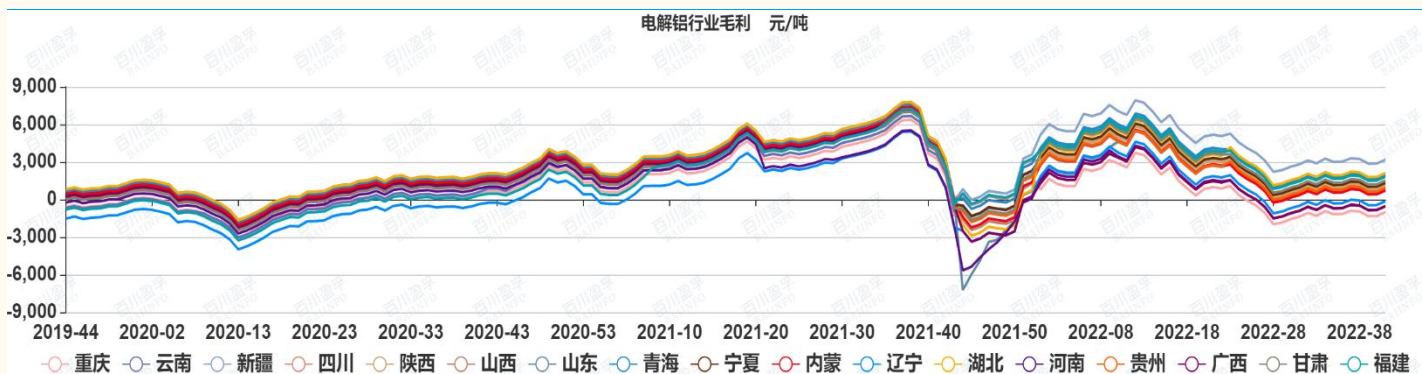
图表 23：22-24 年国内电解铝整体处于供需相对平衡状态

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
国内电解铝产量（万吨）	3640	3590	3519	3686	3831	3958	4061	4122
增速		-1.37%	-1.97%	4.75%	3.92%	3.32%	2.50%	1.50%
电解铝净进口（万吨）	10	7	0	105	157	20	20	20
国内电解铝总供给（万吨）	3650	3597	3519	3792	3988	3978	4081	4142
增速		-1.46%	-2.16%	7.75%	5.18%	-0.26%	2.59%	1.49%
国内电解铝需求量（万吨）	3476	3640	3581	3786	3967	4001	4071	4144
增速		4.70%	-1.61%	5.72%	4.78%	0.87%	1.73%	1.81%
国内电解铝供需平衡	174	-43	-62	6	21	-23	10	-2

来源：百川盈孚，国金证券研究所

- 盈利：当前电解铝行业吨铝利润已处于相对较低区间，部分地区出现亏损。各地电解铝企业在电力成本方面拉开显著差异，毛利最高地区新疆与最低地区之间的利润差异超过 4000 元/吨。

图表 24：当前行业吨铝盈利已处于相对较低区间

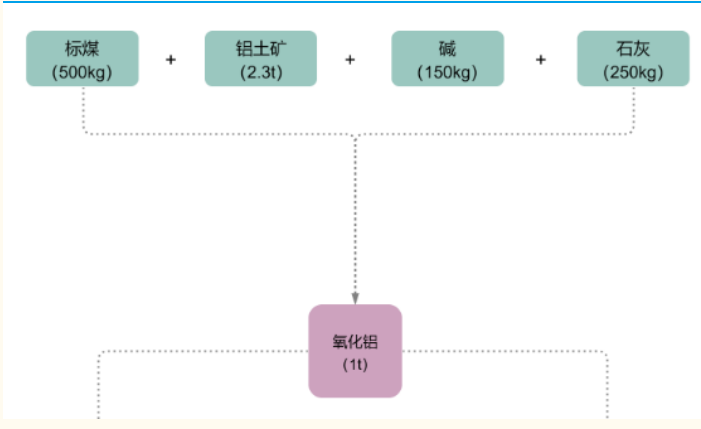


来源：百川盈孚，国金证券研究所

2.2 上游核心原料接近 100%自给，成本护城河显著

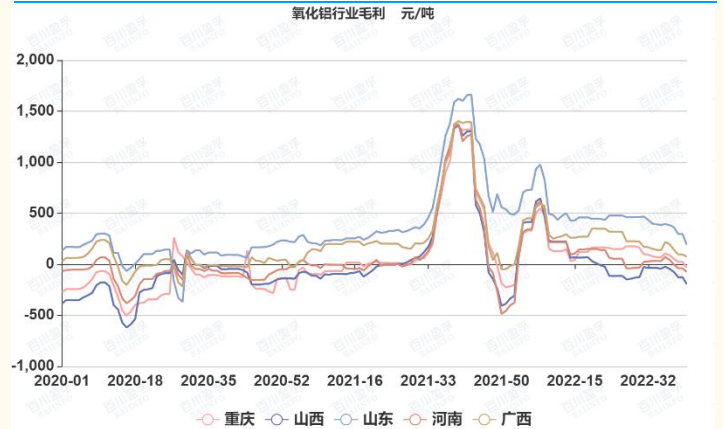
- 氧化铝：公司在广西百色建有 250 万吨氧化铝产能，可满足电解铝所需全部氧化铝需求。因广西至新疆运输成本较高，公司自产氧化铝通常在广西当地销售。
- 氧化铝生产原料主要为铝土矿、碱及燃料。公司铝土矿部分在广西当地采购，部分从海外进口。因广西当地铝土矿资源丰富，成本较低，广西氧化铝产能盈利能力较好。20/21 年公司外销氧化铝吨毛利分别为 332/348 元。

图表 25：氧化铝成本主要由铝土矿、碱及燃料构成



来源：百川盈孚，国金证券研究所

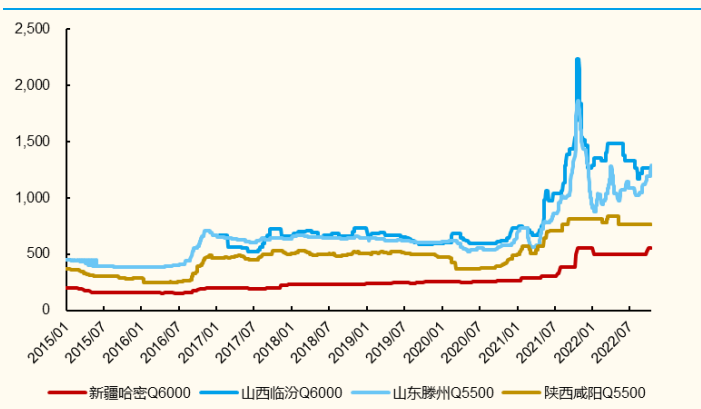
图表 26：广西地区氧化铝行业毛利相对较高



来源：百川盈孚，国金证券研究所

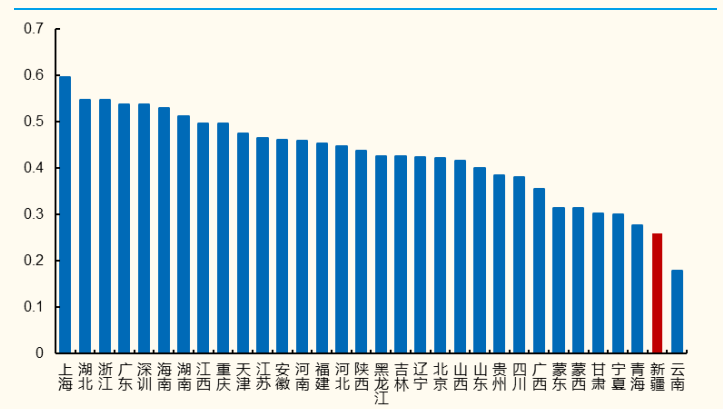
- 铝土矿：国内广西&印尼夯实铝土矿资源布局。
 - 国内：靖西天桂在广西百色拥有两个铝土矿探矿权，对应铝土矿储量约 3800 万吨，当前公司正推进探转采工作。
 - 印尼：21 年 8 月公司与印度尼西亚本土矿业控股公司（标的公司）及其实控人签订《合作意向协议》，拟直接或间接收购标的公司和/或其全资持有的三家矿业公司不低于 49% 的股权，并拟在铝土矿开采、供应、销售等方面开展合作。标的公司及其子公司持有三个印尼能矿部颁发的矿业资源开采证书，合计占地面积约 3 万公顷。当前收购项目正在有序推进中。
- 电力成本优势：1) 公司在石河子配套天瑞能源 6*350MW 发电机组，可满足 80-90% 电解铝电力需求。因疆内煤炭价格较低且相对稳定，公司电力成本优势明显。2) 公司在石河子用天富局域网，无过网费，较一般疆内企业节约 3-4 分/度过网费。

图表 27：新疆煤炭价格成本优势明显（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：新疆地区电力成本优势明显（元/度）

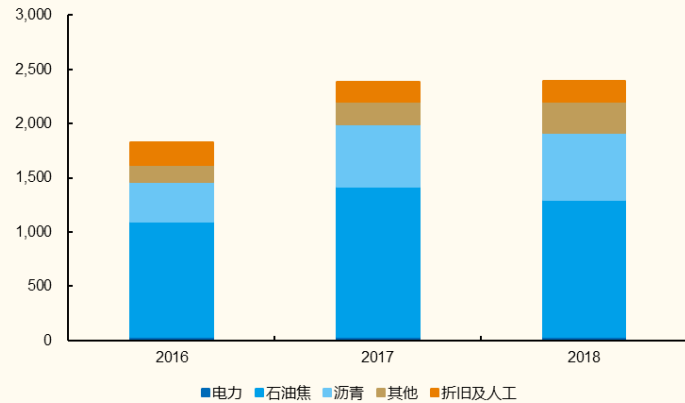


来源：国家电网，国金证券研究所

注：2022 年 9 月代理购电价格

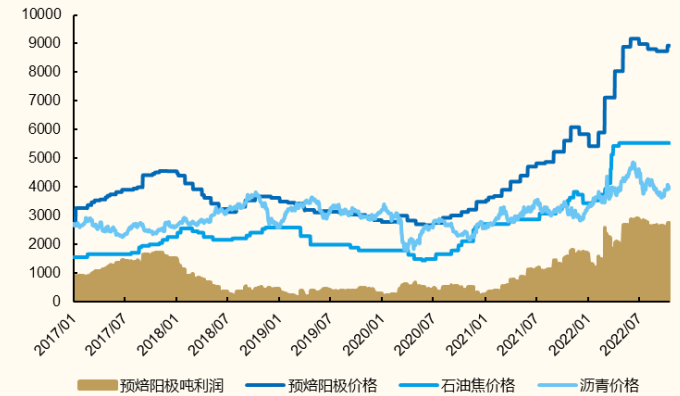
- 预焙阳极：公司在石河子和阿拉尔各配套 30 万吨预焙阳极产能，按照吨电解铝消耗约 0.46 吨预焙阳极，公司 60 万吨阳极产能可满足全部电解铝生产需求。
- 预焙阳极成本构成包括石油焦、沥青、电力及其他，各项原料单耗相对稳定，其中石油焦及沥青成本合计占比约 80%。公司预焙阳极环节盈利能力主要取决于预焙阳极与石油焦和沥青价差。21 年外销的阳极吨毛利为 1093 元，22 年因预焙阳极价格大涨，阳极环节盈利能力大幅走阔。

图表 29：阳极成本主要由石油焦及沥青构成（元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：预焙阳极环节吨盈利大幅走阔（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

注：测算方法为吨利润=预焙阳极价格-石油焦价格*0.84-沥青价格*0.17-电力价格*129-400 折旧人工成本

- 公司一体化布局带来显著成本优势，在考虑原料入疆/产品出疆相对较高的运费成本基础上，公司吨铝利润仍有 2500-3000 元/吨竞争优势。
 - 氧化铝：过去两年氧化铝子公司靖西天桂吨平均净利润 207 元，按照行业平均 1.94 的氧化铝单耗测算得氧化铝部分成本优势 402 元/吨。
 - 电力：据 Mysteel 数据，22 年 9 月电解铝行业加权平均用电价格 0.4489 元/度，我们根据当前煤炭价格及其他成本测算得公司发电成本约 0.2 元/度，按照行业平均的电力单耗 13660 测算得公司自备电厂贡献 3400 元/吨成本优势。因各地电价差异较大，公司和不同地区的产能比较时吨成本优势有较大差异，在此仅以行业平均用电价格为基准。
 - 预焙阳极：估算得过去两年公司预焙阳极子公司盈达碳素吨平均净利润约 581 元，按照吨电解铝耗用 0.45 吨预焙阳极测算得公司阳极环节成本优势 261 元/吨。在阳极与石油焦等原料价差走阔时，公司单吨成本优势更加明显。
 - 运费：公司原料氧化铝（单耗 1.9）等主要来自于中部省份，入疆货运距离按 3500 公里测算；电解铝产品销售主要集中在华东与河南地区，运距按 4000 公里测算。按照 0.123 元/吨/公里的运价测算得公司运费成本高出其他地区企业约 1310 元/吨。

图表 31：公司一体化带来电解铝吨成本优势 2500-3000 元

原料	原料单位成本优势	原料单耗	对应电解铝吨成本优势（元/吨）	测算依据
氧化铝	207 元/吨	1.94 吨	402	过去两年靖西天桂吨氧化铝净利
电力	0.25 元/度	13600 度	3400	22 年 9 月行业平均电价与公司发电成本差异（不同地区之间差异较大）
预焙阳极	581 元/吨	0.45 吨	261	估算的过去两年盈达碳素吨净利
运费			-1310	
合计			2753	

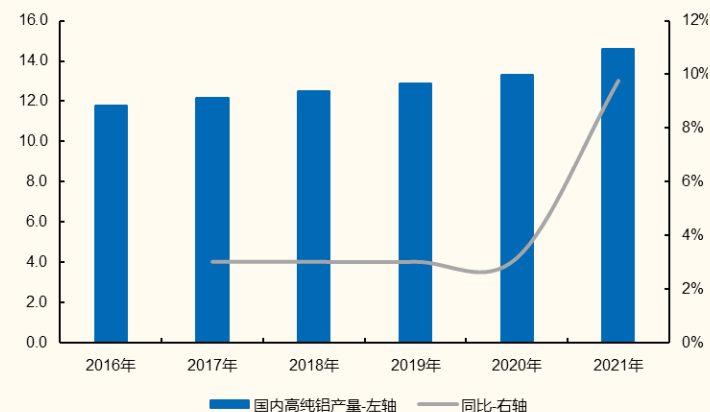
来源：公司公告，国金证券研究所

三、高纯铝——低成本产能扩张持续推进

2.2 铝电解电容器关键原料，需求稳步增长

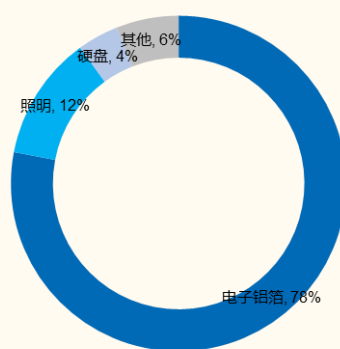
- 高纯铝是指纯度大于 99.7%的纯铝，其以优质精铝为原料，采用定向凝固提炼法生产。高纯铝有两种表示方法，一种是直接写出纯度百分数，如 99.996%，另一种以“数字 N 数字”表示，如 4N6 代表 99.996%纯度。
- 高纯铝为铝加工行业中体量较小的一个细分子板块，国内产量自 16 年的 11.8 万吨提升至 21 年的 14.6 万吨，CAGR 约 4%。21 年在全球经济复苏叠加新能源汽车等领域高增长刺激下，国内高纯铝产量同比增幅达到 9.8%。
- 因高纯铝有较多独特的优异性能，较原铝比具有更好的导电性、导热性、可塑性、反光性、导磁性和腐蚀性，其下游用途广泛，主要用于制备电子箔（占比达 78%），其余用于照明、硬盘等领域。

图表 32：近五年国内高纯铝产量 CAGR 约 4%（万吨）



来源：Global Info Research，国金证券研究所

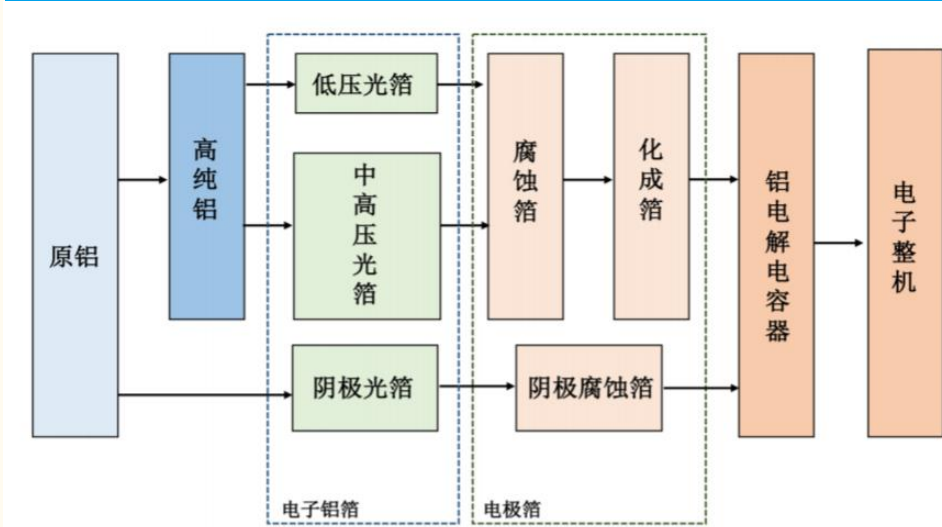
图表 33：国内高纯铝下游主要应用于电子铝箔



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

- 电子铝箔通过蚀刻方式制成腐蚀箔，再通过化成方式在其表面生成一层氧化膜作为介电质制成化成箔，腐蚀箔和化成箔称为电极箔，其主要用于制造铝电解电容器，占其总生产成本约 30%-60%，是铝电解电容器中技术含量和附加值最高的部分。

图表 34：电极箔（腐蚀箔、化成箔）是制造铝电解电容器的关键原料

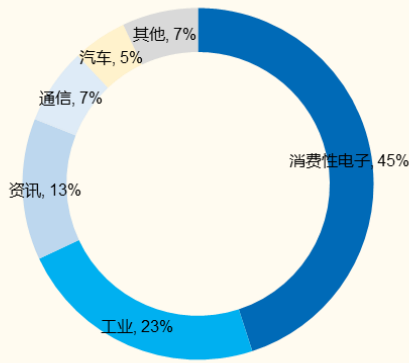


来源：新疆众和公司公告，国金证券研究所

- 铝电解电容器是重要的电子元件，其下游最大应用领域为消费电子，占比达 45%；其次主要用于工业领域，包括照明、工控、变频等领域，因新能

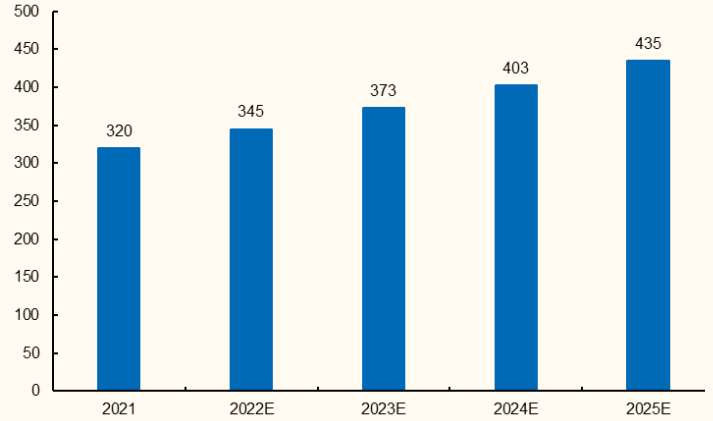
源行业普遍需要变频将电力输送至电网，风电光伏等领域也广泛应用铝电解电容器；其余主要应用于咨询、通信等行业。5G、手机快充、新能源、计算机设备等领域需求的增长将促进铝电解电容行业市场规模不断扩大。

图表 35: 铝电解电容器下游工业类需求增速较高



来源:《中国铝电解电容行业现状深度调研与投资战略分析报告(2022-2029年)》,国金证券研究所

图表 36: 预计 21-25 年国内铝电解电容器市场规模复合增速达 8% (亿元)

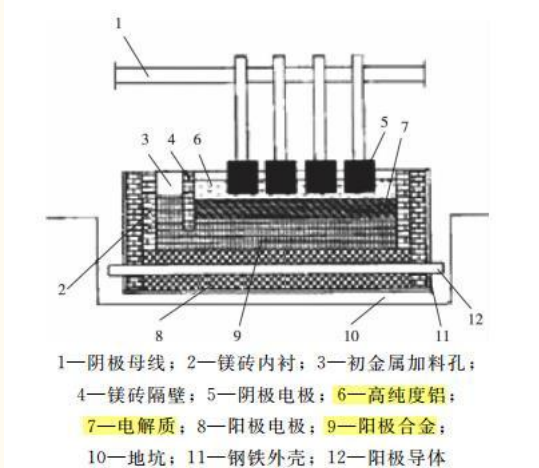


来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

2.2 行业呈寡头垄断格局, 公司偏析法工艺具备显著成本优势

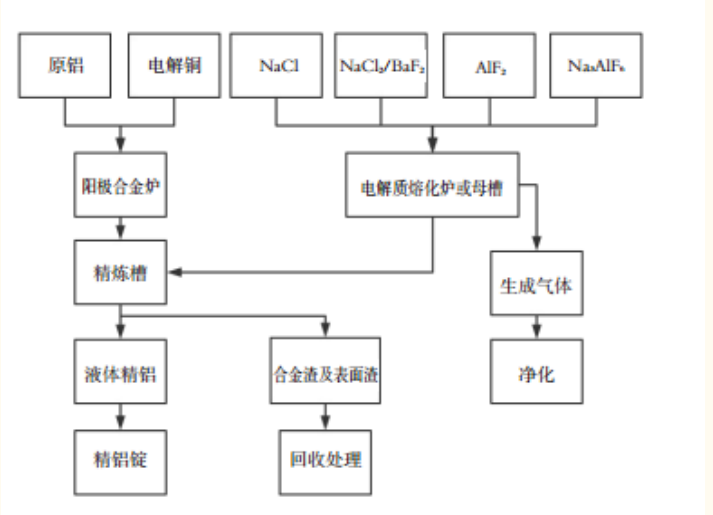
- 当前工业生产上应用最广的高纯铝制备方法为三层液电解法和偏析法。
 - 三层液电解法: 其实质是利用电解精炼原理。电解时电解槽内部由三层液体组成, 根据密度不同自上而下分别为金属铝液、电解质、阳极合金 (主要成分为铝和铜)。阳极合金中的 Al 失电子成为 Al^{3+} 后穿过电解质在阴极放电生成精炼铝。

图表 37: 三层电解液法精炼铝槽示意图



来源: 段梦平等《高纯铝制备技术研究进展》, 国金证券研究所

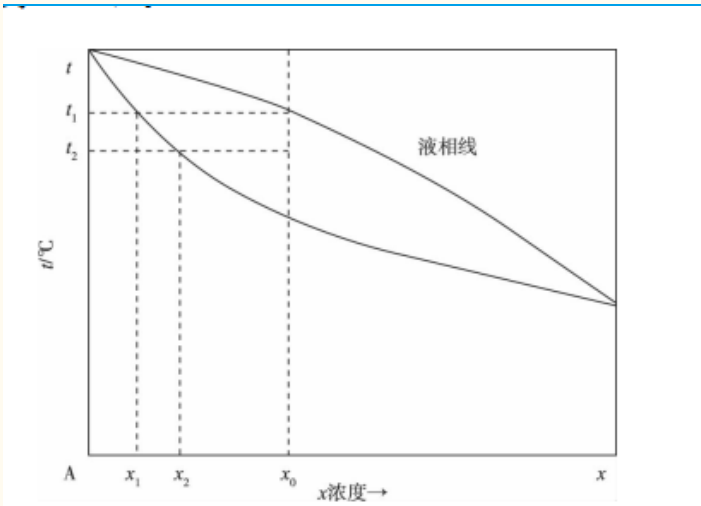
图表 38: 三层电解液法工艺流程



来源: 楼岳等《高纯铝生产与应用的研究及发展展望》, 国金证券研究所

- 偏析法: 根据各杂质元素在液相和固相中的溶解度不同实现对铝提纯。通常将 C_s 称为某种杂质在固态中的浓度, C_l 代表某种杂质在铝熔体中的含量, 将 C_s 和 C_l 的比值称为平衡分配系数 (K_0)。 $K_0 < 1$ 的杂质可以通过偏析法直接去除; $K_0 > 1$ 的杂质在提纯前需要提前除去或者将这些杂质 K_0 调制小于 1。

图表 39: 各杂质元素在液相和固相中的溶解度不同



来源: 段梦平等《高纯铝制备技术研究进展》, 国金证券研究所

图表 40: 平衡分配系数 $k_0 < 1$ 杂质可通过偏析法直接去除

杂质元素	分配系数 k_0
Cu	0.1400
Si	0.1000
Fe	0.0230
In	0.0100
Zn	0.4300
Pb	0.0720
Ga	0.0880
Cd	0.0530
Ag	0.3400
Ti	9.40
V	5.80
Zr	2.24
Mo	2.47

来源: 段梦平等《高纯铝制备技术研究进展》, 国金证券研究所

- 三层液电解法产量大、纯度高、质量好, 但其能耗较高, 且由于所用电解质为氟化物, 对环境危害较大; 偏析法因成本和能耗更低, 将逐步取代三层液电解法成为高纯铝提纯主流技术。

图表 41: 偏析法能耗较三层液电解法有大幅度降低

	三层液电解法	偏析法
能耗	高, 单吨>15000KWH	低, 单吨能耗<3500KWH
污染	高, 每吨产生 30-40kg 氟化物	低, 几乎没有废弃物产生
效率	高, 能制造 5N 及 6N 的超高纯铝	中, 遵循 $C_s = k_e C_L$ 物理规模
缺点	Cu、Mg、Ba、F 等杂质去处困难	$K_e > 1$ 或接近 1 的杂质无法去除

来源: 华经情报网, 国金证券研究所

- 高纯铝行业市场集中度较高, 主要生产商包括新疆众和、天山铝业、包头铝业, 近两年内扩产产能主要来自于天山铝业。

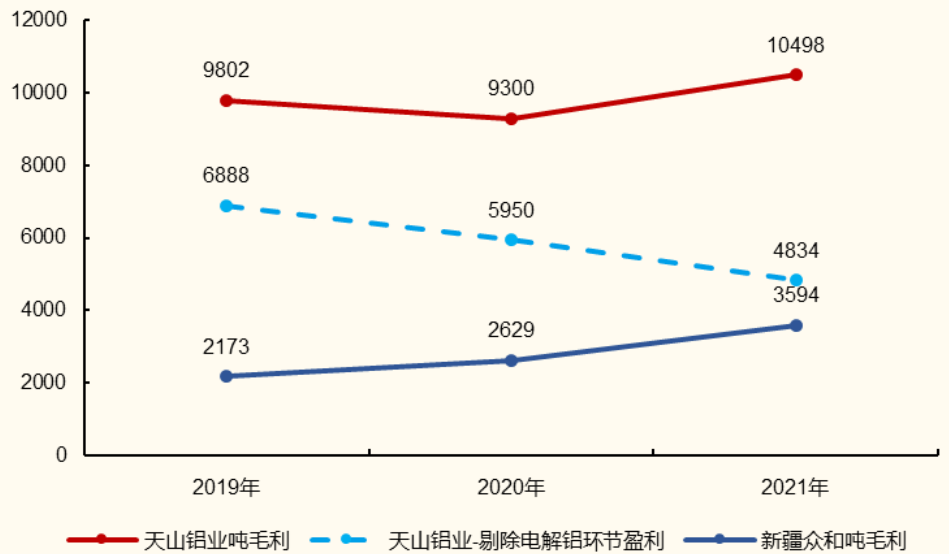
图表 42: 国内高纯铝行业市场集中度相对较高 (万吨)

企业	工艺路线	现有产能	扩产产能	产能合计	2021 年产量	扩产计划
天山铝业	偏析法	6	4	10	1.64	22 年年中完成一期 6 万吨产能建设, 在建产能 4 万吨, 到 23 年将达到 10 万吨产能规模。
新疆众和	三层液电解法/偏析法	7	2.3	9.3	7.0	公司当前产能中偏析法产能约 4 万吨, 22 年 5 月公告建设 2.3 万吨偏析法高纯铝产能, 建设期 2 年。
包头铝业	偏析法	5	0	5	5 (预测)	无
新长江	偏析法	4.2	0	4.2	少量	13 年曾停产重组, 并与 17 年复产, 当前实际产量仍较小。

来源: 公司公告, 华经情报网, 国金证券研究所

- 公司主要生产 4N6 高纯铝, 用于制造电子产品、电子元器件、高低压电解电容器、高性能导线、蓝宝石原料、集成电路等。高纯铝定价模式同一般的铝加工行业类似, 采用铝锭+加工费模式。公司采用的偏析法工艺使一吨高纯铝生产的电力消耗由 16000 度降至 600 度左右, 能耗成本得到大幅降低。此外公司计划引入进口电子光箔用高纯铝大板锭生产线, 产业链进一步延伸提升利润增长点。
- 公司高纯铝吨毛利显著高于行业另一龙头新疆众和, 21 年公司吨毛利下降主要系公司出口铝锭以 LME 价格为基准定价, 去年 LME 对国内铝贴水导致公司盈利能力有所减少, 22 年上半年 LME 对国内铝升水带来公司吨利润增厚。

图表 43: 天山铝业高纯铝吨毛利显著高于新疆众和 (元/吨)



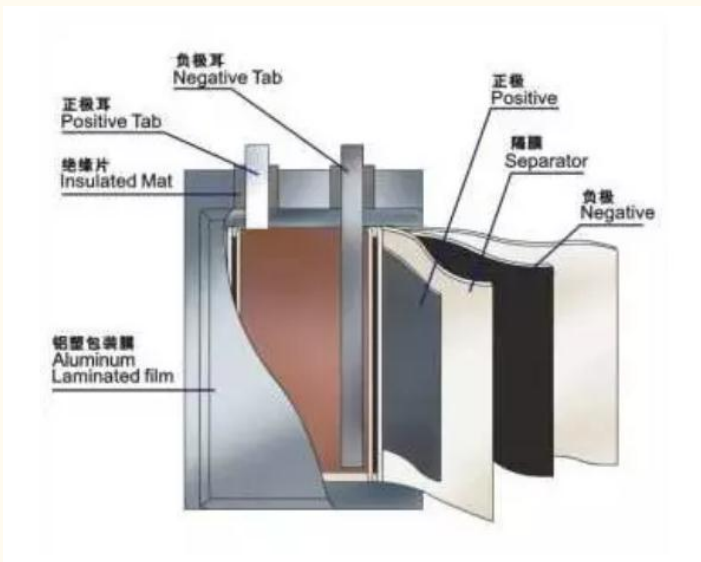
来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 天山铝业剔除电解铝环节盈利为估算值, 计算时在高纯铝吨盈利基础上剔除公司当年外销铝锭吨毛利润

四、切入锂电铝箔赛道, 一体化构筑成本+工艺壁垒

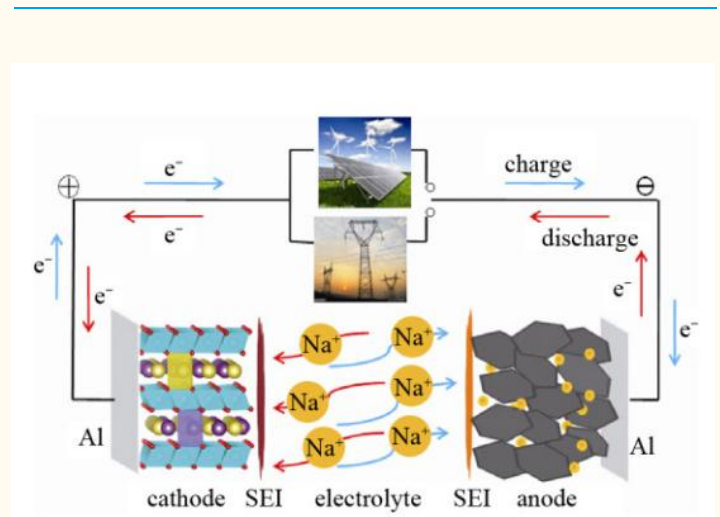
- 锂离子电池集流体的主要材料为金属箔, 其作用是将电池活性物质产生的电流汇集并输出。铝箔因导电性好、质地软、制造技术成熟及成本相对较低等原因成为锂离子正极集流体首选, 锂电池负极一般采用铜箔。而在钠离子电池中正负集流体均使用铝箔。

图表 44: 铝箔应用于锂电池正极集流体



来源: 全球新能源网, 国金证券研究所

图表 45: 钠离子电池正负集流体均使用铝箔



来源: 《钠离子电池标准制定的必要性》, 国金证券研究所

- 据 EV tank 数据, 21 年全球锂电池出货量 562GWH, 其中动力、储能、小型电池 (消费电子为代表) 出货量分别为 371/66/125GWH。考虑到基数以及需求增速, 未来电池铝箔需求增量主要来自于动力电池领域。
- 我们以 21 年全球电池铝箔产量约 24.2 万吨 (鑫椏锂电数据) 与锂电池出货量 562GWH 大致测算得单位 GWH 锂电池出货对应电池铝箔需求 430 吨。计算得 22-25 年锂电池领域对铝箔需求复合增速达 36%。此外, 由于钠离

子电池正负集流体均使用铝箔，单 GWH 铝箔用量明显高于锂电池，若未来其得到大规模应用，将贡献电池铝箔需求另一增量。

图表 46: 22-25 年锂电池对电池铝箔需求复合增速 36%

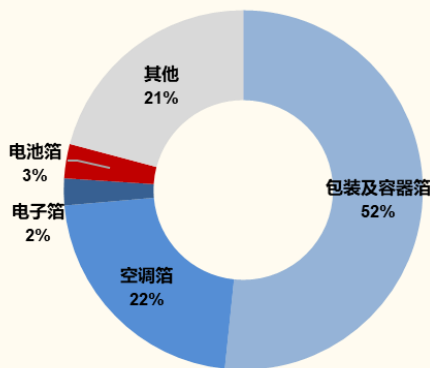
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源车销量 (万辆)	301	644	981	1364	1872	2524
增速 (%)		107%	52%	39%	37%	35%
单车带电量 (KWh)	52	58	60	61	62	63
全球动力电池出货量 (GWh)	158	371	589	832	1161	1590
储能电池出货量 (GWh)	29	66	126	214	321	416
增速 (%)		133%	90%	70%	50%	30%
小型电池 (包括 3C) 出货量 (GWh)	108	125	130	135	141	146
增速 (%)		16.00%	4%	4%	4%	4%
全球锂电池出货量 (GWh)	295	562	845	1181	1623	2152
单位锂电池耗用电池铝箔 (吨/GWh)	430	430	430	430	430	430
锂电池对电池铝箔需求 (万吨)	12.7	24.2	36.3	50.8	69.8	92.5
需求增量		11.7	12.0	14.0	16.8	13.2

来源: EV tank, 国金证券研究所

注: 新能源汽车销量数据参考国金电新组预测; GGII 预测 2025 年全球储能电池出货量将达 416GWh, 我们假设需求增速逐渐趋缓。

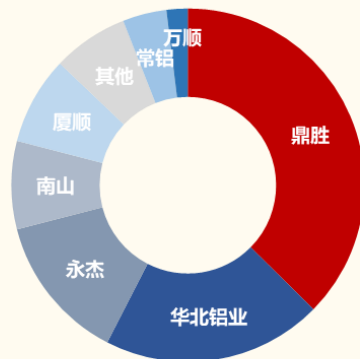
- 电池铝箔当前体量在所有铝箔中占比较小, 21 年国内铝箔产量 455 万吨, 其中电池箔约 14 万吨, 占比仅 3%。
- 有别于传统铝加工行业中小厂商众多、市场集中度较低的现状, 电池铝箔生产壁垒高, 行业内具备量产能力的企业较少, 因而具备较高的市场集中度。据鑫椏锂电数据, 21 年国内电池铝箔 CR3 超过 70%。

图表 47: 21 年国内电池箔产量占比仅 3%



来源: 中国有色金属加工工业协会, 国金证券研究所

图表 48: 21 年电池铝箔行业 CR3 超过 70%



来源: 公司公告, 鑫椏锂电, 国金证券研究所

- 电池铝箔对导电性、拉伸强度、伸长率及一致性和稳定性要求较高, 其生产需要积累一定的 know-how, 存在技术壁垒, 供给投放存在一定约束:
 - 新建产线周期较长: 锂电铝箔生产一般需要购买进口或国产设备, 国产设备交付周期约一年, 进口设备交付时间更长。设备到货后, 从设备进场到安装调试, 再到投产后的产能爬坡时间也超过一年。因此企业扩产周期一般在 2-3 年。
 - 存量产线转产经济性不强: 除新建产线外, 传统铝箔生产企业也可通过转产生产电池铝箔。由于电池箔生产与传统铝箔生产过程中技术控制要求有所差别, 对于刚转产的企业, 其良率水平需要通过不断摸索实现缓慢提升。虽然电池箔产品加工费高于传统铝箔, 考虑到良率水平, 其转产前期经济性不强一定程度上抑制了传统铝箔企业转产意愿。

- 此外，锂电铝箔产品切入下游供应链也需要较长的认证周期。根据我们对国内铝板带箔企业新建铝箔项目的梳理，22-23 年为电池铝箔项目产能集中建设年，考虑到项目的建设以及产能爬坡周期，预计产能的落地将在 22-24 年逐步落地。

图表 49: 电池铝箔新增产能将在 22-24 年逐渐落地

公司	在建项目
鼎胜新材	公司当前具有约 15 万吨产能，通过转产及新建方式进行产能扩张，新建 20 万吨电池铝箔项目处于建设阶段。
万顺新材	7.2 万吨高精度电子铝箔项目一期 4 万吨于 21 年底投产，22 年 8 月已实现满产；公司正在建设二期 3.2 万吨项目，预计 23Q2 投产。新投 10 万吨项目刚开始建设，预计在 24 年投产。
南山铝业	新建 2.1 万吨动力电池箔于 21 年 10 月投产后，总产能达到 3 万吨
华北铝业	新增 3 万吨电池铝箔产能预计将于 22 年下半年陆续投产，在 23 年上半年实现达产。
常铝股份	新投 3 万吨动力电池专用铝箔项目于 22Q1 开始实施，建设期 2 年。
东阳光	与 UACJ 合资的 1 万吨产能于 21 年底投产，当前已开始量产，产品已通过部分日系客户认证。计划建设年产 10 万吨低碳高端铝箔项目，一期 5 万吨预计于 23 年投产，二期 5 万吨预计 25 年投产。
云铝股份	3.5 万吨新能源动力电池箔项目预计在 22 年内投产，部分用于生产电容器箔。
神火股份	神隆宝鼎一期 5.5 万吨于 21 年 6 月投产，当前产品以双零箔为主，电池铝箔正在进行客户试样工作，预计将自年底开始供货，转产比例取决于双零箔与电池箔盈利能力；新规划 6 万吨电池箔产能于 22 年上半年开始建设，预计 23H2 投产。
明泰铝业	电池铝箔产品正在进行下游认证工作，预计随着义瑞新材 70 万吨热轧产能投产，电池铝箔产能将有所提升。
天山铝业	在建 20 万吨电池铝箔项目，预计 23 年下半年陆续投产，23 年底达产。
众源新材	22 年上半年公告开始建设 5 万吨电池箔项目，预计建设期两年。

来源：公司公告，国金证券研究所

注：华北铝业信息来自铝云汇

- 考虑到各家扩产节奏，预计 22-23 年国内电池铝箔供需相对匹配。考虑到部分产能投放进度或不及预期，预计 22-23 年电池铝箔供需紧平衡下，加工费仍将保持在当前水平。24 年以后的供应量不确定性较强。

图表 50: 22-23 年电池铝箔行业供需基本匹配 (万吨)

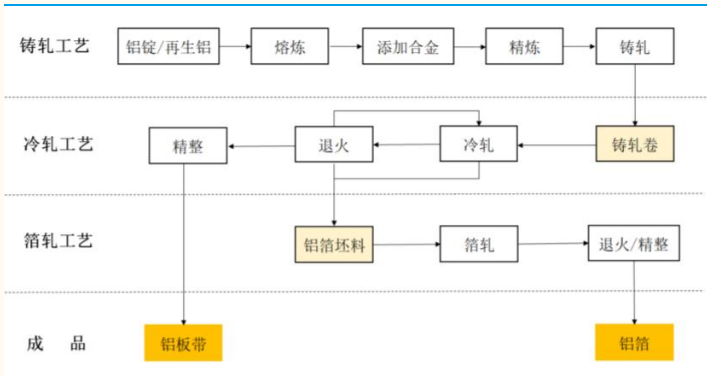
出货量	2021	2022E	2023E
南山铝业	1.2	1.8	2.6
万顺新材	0.29	2.5	5
神火股份	0	1.5	2
常铝股份	0.6	0.6	0.6
厦门厦顺	1.2	2	2
永杰新材	2	2	2
华北铝业	3	3	4.5
东阳光	0	0.5	1
云铝股份	0	0	0.5
明泰铝业	0	1	3
天山铝业	0	0	5
鼎胜新材	5.6	12	20
国内其他	1	1	1
国内合计	14.9	27.9	49.2
海外合计	9.3	9.3	9.3
供给合计	24.2	37.2	58.5
供给增量		13.0	21.3
供应-需求	0	0.9	7.7

来源：鑫椏锂电，公司公告，国金证券研究所

注：上述数据为各家出货量预测，考虑到产能爬坡及认证周期，出货量数据较上表的产能有一定差异。海外出货量为根据 21 年全球产量减去国内产量进行倒推，考虑到海外扩产周期较长，假设 22-23 年无增量。

- 公司正在将原江阴新仁铝箔产线进行升级改造，技改后将形成 2 万吨电池铝箔产能，技改产能快速落地可加速认证进度。
- 公司计划建设一期 20 万吨电池铝箔项目，项目内容包括新疆石河子 30 万吨铝箔坯料产线及江苏江阴 20 万吨精轧、涂碳及分切生产线；随着公司新项目落地及技改完成，到 23 年底预计公司电池铝箔产能将达到 22 万吨。

图表 51: 铸轧工艺生产电池铝箔流程



来源：永杰新材招股说明书，国金证券研究所

图表 52: 公司计划扩产+转产 22 万吨电池铝箔

地区	新疆石河子	江苏江阴	
产品	铝箔坯料	电池箔光箔	涂碳箔
产能	30 (新建)	20 (新建) +2 (技改)	待建
资本开支	8 亿元	20 亿元 (新建) +1 亿元 (技改)	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司作为电池铝箔领域新进入者，在一体化、团队、设备等方面构筑独特竞争优势。
- 一体化优势：公司上游产业链完善，原料供应具备成本优势和品质保障。
 - 1) 成本：除电解铝原料全部自给以外，公司成本优势源于①铝液直接用于铸轧，省去铸锭与重熔环节成本。②公司坯料生产过程中铸轧-冷轧环节享受到新疆低廉的电力及天然气资源，能耗成本更低。
 - 2) 品质：高端铝箔对杂质含量要求较高，品质不稳定会导致管控难度加大，从而影响成品率。市场上购买的铝箔很难保证其中金属含量稳定，公司在新疆石河子当地用铝液直接做前端冷轧，可保证后端精轧环节具有稳定良好的品质。
- 团队优势：公司引入的团队在电池铝箔的生产、技术、设备及市场方面具备丰富经验。
- 设备优势：公司采用进口+国产设备定制一体化的解决方案，可快速释放产能。据公司公告，目前设备合同均已签订，公司已支付设备预付款，预计技改设备在年底左右完成安装，新建产能设备在 23Q1 开始逐步安装，扩产速度明显快于同行。

图表 53: 天山铝业电池铝箔项目单吨投资相对适中

企业	成品产能 (万吨)	资本开支 (亿元)	单吨投资 (万元/吨)	备注
天山铝业	20	28.0	1.4	产能包括 30 万吨坯料及 20 万吨成品，采取进口+国产设备定制一体化方式
鼎胜新材	20	19.0	0.95	产能包括 60 万吨坯料及 20 万吨成品
万顺新材	10	20.8	2.1	主要采用进口设备
东阳光	10	27.1	2.7	-
常铝股份	3	3.5	1.1	-

来源：公司公告，国金证券研究所

五、盈利预测&投资建议

5.1 盈利预测

- 电解铝
 - 量：公司当前具备 120 万吨电解铝产能，近年来铝锭产量稳定在 113-116 万吨，预测 22-24 年自产铝锭量为 116 万吨。

- 利：考虑到公司较竞争对手较为显著的成本优势，公司吨铝利润预计将持续维持在较高水平。当前电解铝盈利处于历史底部，预计随着供需恢复紧平衡以及公司一体化程度的提升，盈利能力将有所增加。预计 22-24 年吨铝毛利润分别为 4500/4700/4700 元。
- 高纯铝
 - 量：22 年中公司已形成 6 万吨产能，此外公司新增 4 万吨新产能在今明两年陆续投产。由于公司高纯铝生产工艺具备的显著成本优势，预计公司高纯铝可实现 100% 产能利用率，考虑到产能爬坡，预测 22-24 年公司高纯铝出货量分别为 4/7/9 万吨。
 - 利：高纯铝定价采用铝锭价格+加工费模式，近年来加工费及加工成本均相对稳定，21 年吨利润下滑主要系内外铝价差倒挂所致。22 年铝内外价差恢复后，公司吨铝利润有所提升。预计 22-24 年加工环节吨毛利（以报表披露的高纯铝吨毛利-自产铝锭外销吨毛利）为 6000 元。
- 电池铝箔
 - 量：当前公司正进行 2 万吨电池铝箔技改，预计年底技改完成后将形成 2 万吨产能。新增 20 万吨产能将自 23 年下半年陆续释放，预计 23 年底公司电池铝箔产能达到 22 万吨。考虑到产能爬坡及认证节奏，预计 23-24 年电池铝箔出货量分别为 5/15 万吨。
 - 利：因公司电池铝箔产能尚未投产，参考同行鼎胜新材电池铝箔吨销售利润 6000-7000 元基础上，考虑到公司电解铝液直供以及新疆当地能耗成本较低带来的成本优势，预计 23-24 年公司电池铝箔加工环节单吨盈利为 6500/6000 元。

图表 54：公司毛利主要由电解铝、高纯铝及电池铝箔贡献

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
电解铝产量（万吨）	116	113	115	116	116	116
电解铝吨毛利（元/吨）	2914	3349	5665	4500	4700	4700
高纯铝销量（万吨）	0.7	0.8	1.6	4.0	7.0	9.0
高纯铝加工吨毛利（元/吨）	6888	5950	4834	6000	6000	6000
电池铝箔产销（万吨）	-	0	0	0	5	15
电池铝箔加工吨盈利（元/吨）	-	-	-	-	6500	6000

来源：公司公告，国金证券研究所

- 费用率：公司历年来费用率较低且相对稳定，预计 22-24 年各项费用率整体持平，管理/销售/研发费用率维持在 0.9%/0.1%/0.5%。
- 预测 22-24 年归母净利 34.8/44.3/49.9 亿元，同比-9.2%/+27.4%/+12.4%；实现 EPS 分别为 0.75/0.95/1.07 元，对应 PE 分别为 9/7/6 倍。给予 23 年业绩 11 倍估值，目标价 10.48 元，首次覆盖给予“买入”评级

5.2 估值及投资建议

- 公司业务涵盖电解铝、高纯铝及电池铝箔，参考电解铝及铝加工可比公司进行估值。以 22 年 10 月 25 日收盘价对应公司 23 年 PE 7 倍，低于可比公司平均水平。给予 23 年归母净利润 11 倍估值，对应市值 487 亿元，目标价 10.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 55: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)						PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
000933	神火股份	14.70	0.16	1.44	3.13	3.47	3.68	49.70	6.33	4.64	4.18	3.95	
603876	鼎胜新材	53.00	-0.03	0.88	2.45	3.64	4.52	-442.18	42.55	22.15	14.94	12.02	
600888	新疆众和	8.34	0.34	0.63	0.95	1.10	1.30	17.63	13.06	8.68	7.52	6.36	
300057	万顺新材	9.12	0.11	-0.06	0.37	0.50	0.65	44.44	-146.39	25.26	18.34	14.22	
600673	东阳光	9.51	0.14	0.29	0.45	0.71	1.04	36.47	30.62	20.83	13.23	9.09	
600219	南山铝业	3.13	0.17	0.29	0.32	0.37	0.44	18.43	16.50	9.77	8.49	7.10	
中位数										15.30	10.86	8.09	
平均数										15.22	11.12	8.79	
002532	天山铝业	6.78			0.75	0.95	1.07			8.89	6.98	6.21	

来源: 国金证券研究所

注: 股价对应日为 2022 年 10 月 25 日, 盈利预测来自 wind 一致预期。

六、风险提示

- 项目进度不及预期。公司盈利增长部分取决于电池铝箔项目及高纯铝项目扩产计划如期推进, 若项目进度不及预期, 将对公司业绩产生负面影响。
- 铝价波动风险。公司电解铝销售收入及利润主要受铝价影响, 若铝价大幅下降, 将对公司盈利产生负面影响。
- 需求不及预期风险。公司高纯铝及电池铝箔产品未来产能有较大幅度扩张, 若下游需求无法消化新增产能, 将对公司业绩产生负面影响。
- 股东减持。公司股东聚信锦濛于 22 年 7 月 13 日至 7 月 19 日通过大宗交易减持股份 9303.7 万股, 占公司总股本 2%; 此外该股东计划在 2022 年 8 月 12 日至 2023 年 2 月 12 日期间以集中竞价方式减持公司股份不超过 4652 万股, 占公司总股本比例 1%。
- 限售股解禁。2022 年 7 月 7 日公司解禁 10.89 亿股限售股, 占解禁后流通股比例 47.15%, 占总股本比例 23.42%。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,653	27,460	28,745	33,963	34,657	34,842	货币资金	222	10,527	7,576	8,015	7,987	7,956
增长率		1561.0%	4.7%	18.2%	2.0%	0.5%	应收款项	234	921	1,725	1,797	1,834	1,844
主营业务成本	-1,129	-23,705	-22,188	-27,947	-27,670	-27,160	存货	317	5,604	8,834	9,035	9,097	9,153
%销售收入	68.3%	86.3%	77.2%	82.3%	79.8%	78.0%	其他流动资产	29	4,494	4,596	5,789	5,734	5,632
毛利	524	3,755	6,557	6,017	6,987	7,682	流动资产	801	21,546	22,732	24,637	24,652	24,584
%销售收入	31.7%	13.7%	22.8%	17.7%	20.2%	22.0%	%总资产	40.3%	42.6%	42.5%	44.2%	44.0%	43.8%
营业税金及附加	-15	-442	-458	-543	-555	-557	长期投资	100	103	83	83	83	83
%销售收入	0.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	831	27,173	28,641	29,810	29,964	30,059
销售费用	-129	-17	-19	-24	-24	-24	%总资产	41.8%	53.7%	53.6%	53.5%	53.5%	53.6%
%销售收入	7.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	233	1,093	1,124	1,210	1,295	1,379
管理费用	-95	-220	-271	-306	-312	-314	非流动资产	1,188	29,047	30,750	31,112	31,351	31,529
%销售收入	5.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	%总资产	59.7%	57.4%	57.5%	55.8%	56.0%	56.2%
研发费用	-77	-42	-160	-170	-173	-174	资产总计	1,989	50,593	53,482	55,749	56,002	56,114
%销售收入	4.7%	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	73	8,588	7,829	7,689	5,041	2,231
息税前利润 (EBIT)	209	3,033	5,649	4,974	5,923	6,613	应付款项	301	14,295	14,164	16,544	16,381	16,080
%销售收入	12.6%	11.0%	19.7%	14.6%	17.1%	19.0%	其他流动负债	145	3,506	3,734	2,465	2,871	3,104
财务费用	-3	-696	-879	-643	-369	-352	流动负债	519	26,389	25,727	26,698	24,293	21,414
%销售收入	0.2%	2.5%	3.1%	1.9%	1.1%	1.0%	长期贷款	0	3,785	5,439	4,840	4,840	4,840
资产减值损失	-58	1	-5	0	0	0	其他长期负债	19	1,120	1,047	854	853	852
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	538	31,294	32,213	32,392	29,986	27,106
投资收益	7	0	0	0	0	0	普通股股东权益	1,410	19,296	21,267	23,354	26,014	29,005
%税前利润	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	503	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652
营业利润	166	2,392	4,943	4,461	5,684	6,391	未分配利润	645	5,295	7,077	9,165	11,825	14,816
营业利润率	10.0%	8.7%	17.2%	13.1%	16.4%	18.3%	少数股东权益	41	3	2	2	2	2
营业外收支	-1	5	3	0	0	0	负债股东权益合计	1,989	50,593	53,482	55,749	56,002	56,114
税前利润	165	2,397	4,946	4,461	5,684	6,391	比率分析						
利润率	10.0%	8.7%	17.2%	13.1%	16.4%	18.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-30	-484	-1,113	-981	-1,251	-1,406	每股指标						
所得税率	18.1%	20.2%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.262	0.411	0.824	0.748	0.953	1.072
净利润	135	1,912	3,833	3,479	4,434	4,985	每股净资产	2.802	4.148	4.572	5.020	5.592	6.235
少数股东损益	3	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.527	0.666	0.425	1.212	1.410	1.423
归属于母公司的净利润	132	1,912	3,833	3,479	4,434	4,985	每股股利	0.000	0.200	0.400	0.299	0.381	0.429
净利率	8.0%	7.0%	13.3%	10.2%	12.8%	14.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.35%	9.91%	18.02%	14.90%	17.04%	17.19%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	6.62%	3.78%	7.17%	6.24%	7.92%	8.88%
净利润	135	1,912	3,833	3,479	4,434	4,985	投入资本收益率	11.16%	7.62%	12.64%	10.78%	12.84%	14.26%
少数股东损益	3	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	137	1,114	1,331	1,345	1,461	1,221	主营业务收入增长率	10.31%	1561.00%	4.68%	18.15%	2.04%	0.53%
非经营收益	-3	796	941	1,028	465	447	EBIT增长率	29.98%	1354.55%	86.22%	-11.95%	19.09%	11.64%
营运资金变动	-4	-724	-4,126	-216	199	-32	净利润增长率	0.69%	1351.49%	100.44%	-9.23%	27.43%	12.43%
经营活动现金净流	265	3,098	1,979	5,636	6,560	6,622	总资产增长率	0.45%	2443.53%	5.71%	4.24%	0.45%	0.20%
资本开支	-108	-2,185	-2,868	-1,934	-1,700	-1,400	资产管理能力						
投资	6	0	0	-200	0	0	应收账款周转天数	35.2	2.3	3.8	7.0	7.0	7.0
其他	0	0	-19	0	0	0	存货周转天数	106.1	45.6	118.8	118.0	120.0	123.0
投资活动现金净流	-102	-2,185	-2,887	-2,134	-1,700	-1,400	应付账款周转天数	59.4	6.3	13.7	15.0	15.0	15.0
股权募资	0	4,860	0	0	0	0	固定资产周转天数	155.0	320.2	318.9	287.9	283.7	278.0
债权募资	-65	-650	827	-934	-2,649	-2,810	偿债能力						
其他	-103	-1,144	-2,589	-2,129	-2,239	-2,441	净负债/股东权益	-10.68%	9.57%	26.76%	19.33%	7.28%	-3.05%
筹资活动现金净流	-168	3,066	-1,763	-3,062	-4,887	-5,251	EBIT利息保障倍数	62.5	4.4	6.4	7.7	16.1	18.8
现金净流量	-10	3,979	-2,676	441	-27	-30	资产负债率	27.06%	61.85%	60.23%	58.10%	53.54%	48.31%

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
买入	0	2	13	19	30
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402