

固本铸绿长安泰 轻车展箔前路明

——明泰铝业（601677.SH）首次覆盖报告

有色金属

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

铝加工与再生铝龙头，十年来业绩持续增长。公司是国内铝板带箔加工龙头企业，产品覆盖 1-8 全系，同时还是国内再生铝龙头企业，规模技术行业领先。上市十余年，公司产销量与营收、净利跨越周期持续攀升，ROE 领先同侪。

精益经营，成本控制行业领先，逐步着手优化产品结构，提升盈利能力。公司在行业遇冷时通过收购热电企业降本增效，精益经营，不断降低加工成本，构筑了行业最低的成本水平。捕捉交通与新能源领域需求为铝材带来的发展机遇，自 14 年起布局切入交通用铝与新能源电池用铝领域，加大研发、扩充产能，不断优化产品结构，提升产品附加值，公司单吨产品毛利水平由 12 年的不足 800 元/吨，持续提升至 22H1 的近 3000 元/吨，盈利能力不断提升。

铝需求新增看汽车新能源，铝供需平衡看传统领域复苏支持。我国铝板带产品仍主要以建筑装饰板材、易拉罐盖料等为主，铝箔产品则仍主要以包装容器箔、空调箔为主。但新兴领域用铝需求增长迅速，预计到 25 年，汽车轻量化将带来超 1400 万吨铝需求；而新能源电池铝箔需求有望超 80 万吨：铝新增需求主要集中于此。供需方面，因红线设限与减产影响，供给提升有限，视建筑、消费需求恢复情况，铝供需将在紧平衡与短缺间切换，铝价宽幅震荡上行。

新增产能顺利释放，聚焦新增领域旺盛需求。公司 70 万吨绿色新型铝合金项目产能开始释放，包括新能源电池材料 25 万吨、汽车板材 10 万吨，全部投产后提升新能源产品占比至 30%；未来拟投资 40 亿建设 25 万吨新能源电池材料项目，主要产品电池箔、铝塑膜箔加工费 1.5 万元/吨，水冷板、pack 包 1 万元/吨，显著高于一般产品 4000 元/吨的水平，将有效拉升盈利水平。

再生铝产能扩大，构筑绿色低碳优势。公司 70 万吨再生铝产能已投产 36 万吨，22 年全年计划生产 80 万吨再生铝自用；同时，公司还去得了 3 系、5 系、6 系共 7 种铝板带箔产品的碳足迹认证，在双碳背景下，着力构筑产品的绿色低碳价值，为公司突破绿色贸易壁垒，满足新兴领域碳减排需求提供支持。

投资建议：公司汽车与新能源电池用高附加值铝产品产能逐步释放、产品结构持续优化，目标市场需求旺盛增速显著，盈利能力持续提升。再生铝产能顺利投产，在双碳背景下构筑绿色低碳竞争优势。短期影响因素减弱消除，迎来复苏反弹。我们预测公司 2022-2024 年营业收入为 284 亿元，320 亿元，373.5 亿元，归母净利润为 17.7 亿元，20.5 亿元，28.2 亿元。对应 PE 分别为 9.92、8.57、6.24。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：项目推进不及预期，疫情反复，下游需求发生较大变化，盈利预测中假设偏离真实情况的风险等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	16,333	24,613	28,387	31,984	37,354
增长率（%）	15.4%	50.69%	15.3%	12.7%	16.8%
归母净利润（百万元）	1,070	1,852	1,772	2,052	2,816
增长率（%）	16.7%	73.1%	-4.3%	15.8%	37.2%
净资产收益率（%）	12.36%	17.35%	14.33%	14.3%	16.59%
每股收益(元)	1.82	2.77	1.83	2.12	2.90
PE	9.96	6.55	9.92	8.57	6.24
PB	1.38	1.16	1.42	1.23	1.04

资料来源：公司公告、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（首次）

2023 年 2 月 28 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

张远澄

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660122020006

电子邮箱：zhangyuancheng@shgsec.com

交易数据

时间 2023.2.28

总市值/流通市值（亿元）	175.8/175.8
总股本（亿股）	9.7
资产负债率	37.43%
每股净资产（元）	12.1
收盘价（元）	18.13
一年内最低价/最高价（元）	12.94/33.26

公司股价表现走势图



资料来源：IFinD，申港证券研究所

证券研究报告

内容目录

1. 根基稳固 龙头昂首稳攀高	4
1.1 民营铝加工与再生铝龙头	4
1.2 跨越十年稳步成长 盈利能力持续提升	5
1.3 控本增利稳根基 产品升级增价值	7
1.3.1 公司成本控制行业领先	7
1.3.2 聚焦交通新能源 提升产品附加值	8
2. 方兴未艾 汽车电池铝再生	9
2.1 需求端：新能源方兴 传统领域未艾	9
2.1.1 铝材需求结构	9
2.1.2 汽车轻量化拉动铝材需求	11
2.1.3 新能源电池铝需求高增	12
2.1.4 传统用铝领域有望自底复苏	13
2.1.5 汽车电池拉动新增量 复苏预期稳定基础量	13
2.2 供给端：限电限产影响凸显 再生铝前景广阔	14
2.2.1 电解铝红线封顶 限电限产影响凸显	14
2.2.2 双碳背景下 再生铝发展空间广阔	15
2.2.3 铝宽幅震荡上行趋势需有赖传统需求支撑	17
2.3 成本端支撑走弱	17
3. 春回大地 优化产品提价值	18
3.1 高值品占比提升 再生铝铸绿减碳	18
3.2 短期压制减弱 迎接复苏春风	20
4. 盈利预测	22
4.1 关键假设	22
4.2 业绩预测	23
4.3 估值	23
5. 风险提示	24

图表目录

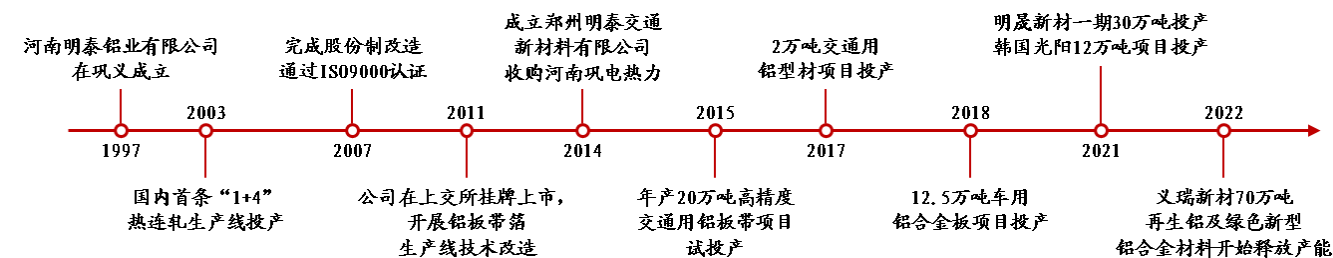
图 1：公司发展历程	4
图 2：股权结构与主要子公司	4
图 3：铝加工产业及上下游	5
图 4：公司主要产品及下游应用	5
图 5：22H1 公司营收毛利构成	5
图 6：11-22 年公司销量构成及同比增速	5
图 7：11-22Q3 公司营收及同比增速	6
图 8：16-22Q3 公司归母净利润及同比增速	6
图 9：11-22Q3 公司毛利率及净利率	6
图 10：11-22Q3 各业务毛利率	6
图 11：公司铝板带箔单吨售价、成本与毛利（元/吨）	7
图 12：11-21 年公司及同业公司 ROE 水平	7
图 13：铝加工企业历年单吨成本（元/吨）	7
图 14：公司单吨加工成本及构成（元/吨）	8
图 15：11-22Q3 公司单吨利润及同比	8

图 16: 公司 11-22Q3 研发费用及研发费用率变化.....	8
图 17: 铝加工企业研发费用率水平对比 (%)	9
图 18: 铝加工企业研发费用水平对比 (百万元)	9
图 19: 2021 年我国铝材产量构成	9
图 20: 2021 年我国铝板带箔材产量构成	9
图 21: 燃油车不同组件单车用铝量及穿透率	11
图 22: 新能源车不同组件单车用铝量及穿透率	11
图 23: 16-30 年不同类型车辆用铝量 (万吨)	12
图 24: 16-30 年不同类型铝材使用量 (万吨)	12
图 25: 我国铝表观消费量、同比与地产开工面积同比	13
图 26: 16 年至今我国电解铝总产能与在产产能 (万吨/年)	14
图 27: 在产产能环比与铝价	15
图 28: 电解铝产量同比增速与铝库存	15
图 29: 我国各地区电解铝产能 (万吨/年)	15
图 30: 我国各地区未开工产能 (万吨/年)	15
图 31: 全球铝土矿储量	16
图 32: 全球各国铝土矿产量占比	16
图 33: 全球各地区历年氧化铝产量 (万吨)	16
图 34: 全球各地区电解铝产量 (万吨)	16
图 35: 电解铝价格、现金成本与主要成本构成要素价格	17
图 36: 14 年至今公司主要扩产项目、产品构成与单吨毛利变化	18
图 37: 21 年至今公司月度产量情况	20
图 38: 21 年至今公司月度销量情况	20
图 39: 11-22 年半年度铝价波动情况与公司毛利率变化情况	20
图 40: 沪伦铝价差与国内-出口业务毛利率差	21
图 41: 沪伦铝价差与公司国内业务营收占比	21
图 42: 22 年沪伦铝价及价差	21
图 43: 22 年我国月度铝材出口量 (吨)	21
图 44: 21 年至今 LME 全球铝库存变化	22
表 1: 我国铝材产量结构	10
表 2: 70 万吨绿色新型铝合金材料项目产品方案	19
表 3: 公司获得碳足迹认证的产品	19
表 4: 公司铝板带箔产能产量假设	22
表 5: 公司营业收入预测	23
表 6: 公司及可比公司 PE 估值	23
表 7: 公司盈利预测表	25

1. 根基稳固 龙头昂首稳攀高

1.1 民营铝加工与再生铝龙头

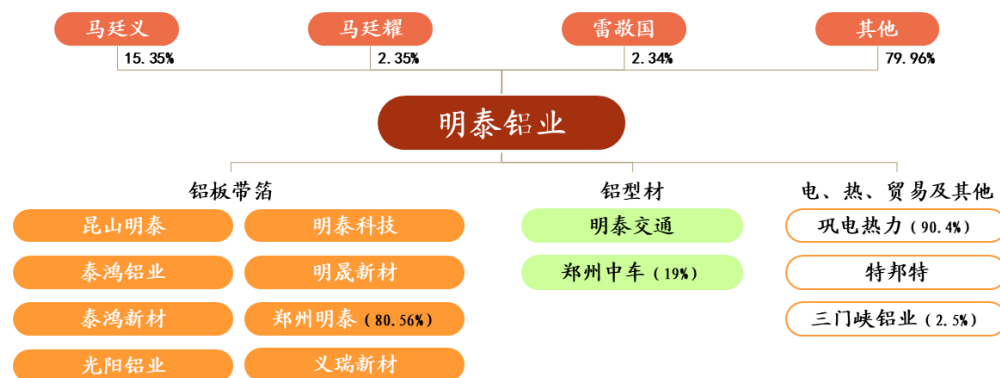
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

公司成立于1997年，是国内首家民营铝加工企业，多年来已成长发展成为我国铝压延加工及再生铝保级应用的龙头企业。公司于2011年在上交所挂牌上市。上市后发展主线主要聚焦成本控制、技术改造与产品升级，自身业务逐步扩展到轨道交通、新能源、新材料等领域，产品由铝板带箔扩展到铝型材，并不断扩大再生铝产能，持续推动高性能再生铝合金的开发应用。

图2：股权结构与主要子公司

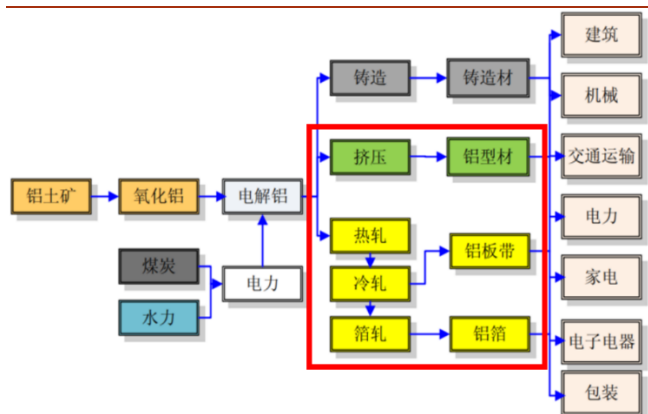


资料来源：IFinD，公司公告，申港证券研究所

公司位于铝产业链中游。公司通过对采购铝锭进行挤压或轧制，产出涵盖1至8系铝合金全系列产品，包括CTP/PS版基、电容器铝箔、单零箔、双零箔坯料、电子箔、合金料、深冲料、钎焊板、中厚板等，下游的印刷制版、建筑装饰、机械电器、交通运输、汽车制造、电力通讯、电子电器、包装容器等多个行业构成产品需求的来源，而上游则是电解铝行业，向上可继续延伸至铝土矿开采与氧化铝生产，以及电力供应以及其上游的煤炭开采行业。

公司采取“铝锭价格+加工费”的定价原则，产品结构是盈利的重要影响因素之一。对于国内销售产品，主要采用“上海有色金属网现货铝价+加工费”确定。对于出口产品，主要采用“伦敦金属交易所市场现货铝价+加工费”确定。对于产品品类丰富的企业，加工费主要由产品结构决定，不同产品加工费水平各不相同，且受需求影响有小幅波动。因此，公司的单吨盈利水平与产品产销水平主要受公司产品结构影响，而整体营收则受下游需求与上游铝价波动影响。

图3：铝加工产业及上下游



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图4：公司主要产品及下游应用



资料来源：公司公告，申港证券研究所

铝板带箔稳居行业前列，着力发展高附加值产品。铝板带箔业务方面，公司生产的软包电池铝箔、电子箔、花纹板、商用车轻量化材料、食品药品包装箔等多种铝板带箔产品，在国内市场份额稳居行业前列。新能源、新材料用铝、交通运输用铝、汽车轻量化用铝等高附加值产品占比逐步提高。

铝型材产品业务不断拓展。铝型材业务方面，公司铝合金轨道车体实现批量供应，所用全部型材完全自给；同时，开发拓展新能源电池托盘、汽车型材、特高压输电设备 GIL 用挤压铝管材、轨道车辆内装件等新产品新业务。

国内再生铝龙头，规模技术领先。公司丰富的铝产品线为再生铝保级利用带来天然优势，目前已形成年处理报废铝规模 68 万余吨、12 万吨铝灰渣综合利用产能，再生铝规模行业领先。且具备铝保值回收技术与铝灰渣回收利用技术，新增 70 万吨再生铝项目投产后，公司再生铝技术达到国际领先水平。

1.2 跨越十年稳步成长 盈利能力持续提升

铝板带箔主业，十年来销量稳步增长。铝板带箔作为公司的主业，2022H1 营收占比达 93.6%，毛利占比超 95%。十年来，公司铝板带箔产量持续增长，2016-2021 年，公司年销量同比增速始终维持在 13% 以上。进入 22 年，疫情反复、高温限电等因素影响下游需求及公司生产活动，虽然没有完成 140 万吨的产销目标，但整体销量仍然维持 2.2% 的同比增长。

图5：22H1 公司营收毛利构成

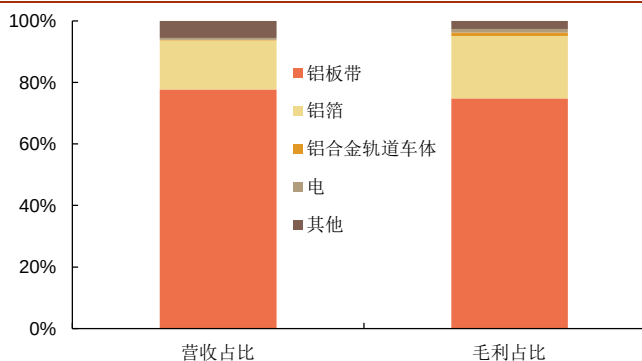
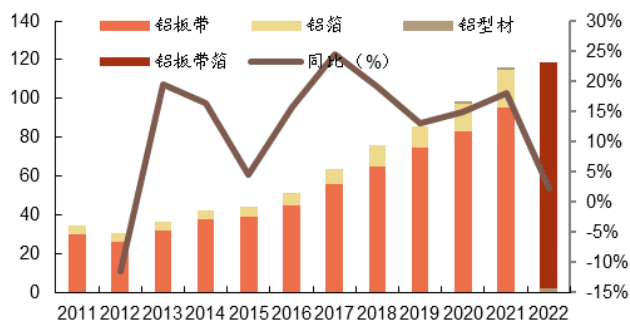


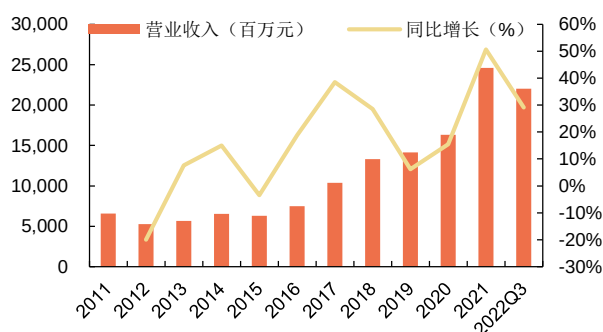
图6：11-22 年公司销量构成及同比增速



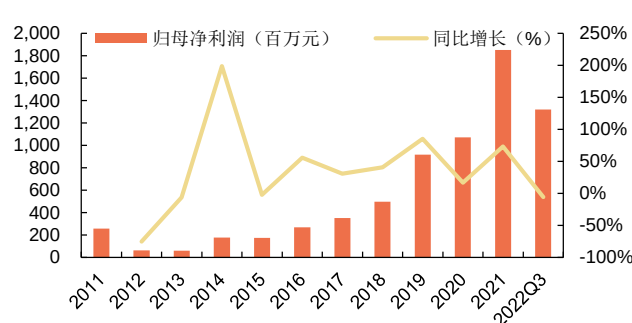
资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

21 年铝价高涨, 推动营收高增。进入 21 年, 电解铝产能因能耗双控与限电限产而收缩, 同时全球疫后恢复需求旺盛, 进而持续推高铝价由 15000 元/吨至 24300 元/吨以上。高铝价支撑下, 21 年公司营收高增超 50%。而进入 22 年, 欧洲能源危机、疫情反复、高温限电等因素导致电解铝减产, 价格再度上行, 但随着国内复产加速, 叠加下游需求受疫情冲击影响, 致使铝价再次回调, 全年平均铝价略高于 21 年, 但由于需求走弱, 致使三季度营收同比增速放缓至 30% 以下。

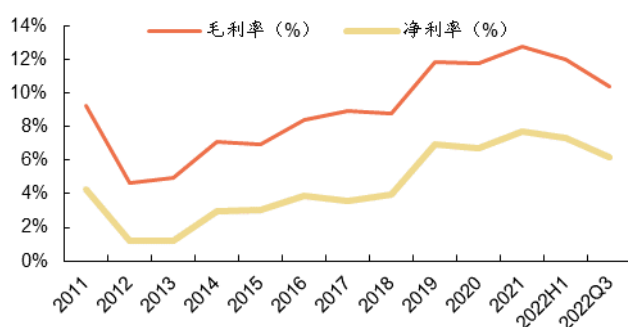
图7: 11-22Q3 公司营收及同比增速


资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

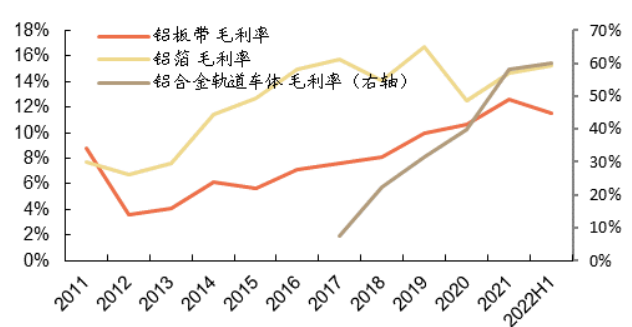
图8: 16-22Q3 公司归母净利润及同比增速


资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

旺盛疫后需求与新产品产能投产推高 21 年归母净利, 22 年前三季度需求逐步走弱, 净利同比降低。疫后恢复导致下游需求旺盛, 加工费与销量随需求而走高, 公司 21 年销量水平恢复同比 18% 的高增长。同时, 随着 22 年下半年疫情影响与需求减弱, 单吨毛利回落至 2500 元/吨左右, 进而导致 22 年前三季度归母净利润同比下降 5.9%。

图9: 11-22Q3 公司毛利率及净利率


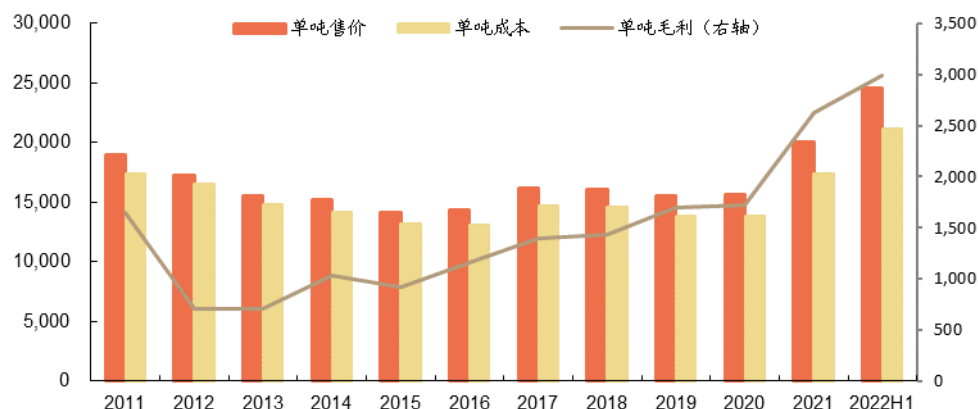
资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

图10: 11-22H1 各业务毛利率


资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

毛利率十年内不断走高, 产品升级支撑 22H1 铝箔型材毛利水平。公司自 2012 年以来, 随着对加工成本的有效控制与产品的不断升级, 毛利率水平持续攀升。但 22 年铝价持续维持高位, 需求因疫情冲击减弱导致单吨利润降低, 使得进入 22 年后毛利率逐渐走低。分产品类型来看, 22 年上半年, 公司铝板带材毛利下降明显, 但铝箔与铝合金轨道车体毛利率仍然维持小幅上涨。

图11：公司铝板带箔单吨售价、成本与毛利（元/吨）

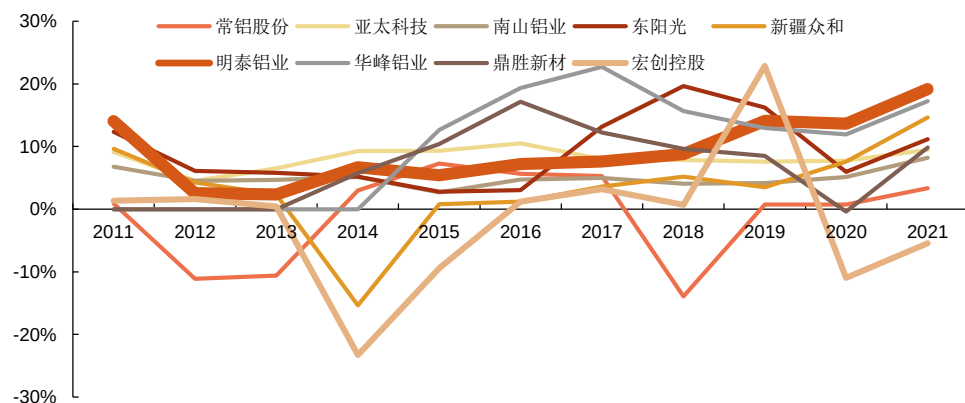


资料来源：Wind，iFinD，公司公告，申港证券研究所

单吨利润跨越周期持续攀升。公司在12-20年间铝加工产品单吨售价变化不大的区间中，仍能持续保障单吨毛利不断攀升，随着疫情后铝价攀升、需求走旺叠加公司新产品产能投产，单吨毛利进一步实现跃升。

ROE 不断攀升，逐步领先同侪。不断提升的盈利能力助力公司逐步稳固行业龙头地位，公司的ROE自12年至今稳步攀升，并自20年至今维持行业领先水平。相较于其他铝加工企业，体现出公司强劲稳固的跨周期发展动力。

图12：11-21年公司 ROE 水平



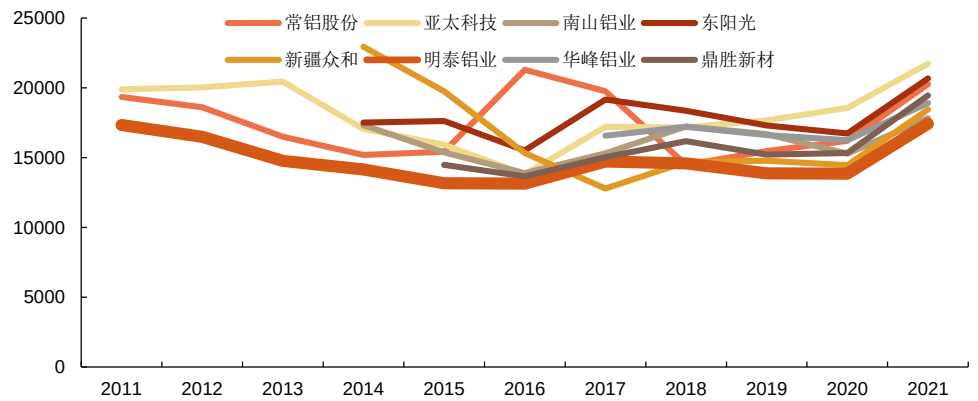
资料来源：iFinD，Wind，申港证券研究所

1.3 控本增利稳根基 产品升级增价值

1.3.1 公司成本控制行业领先

成本控制行业领先。过去十年间公司通过技术设备改造、收购热电企业压低电汽成本等方式控本增利。经历长期的管控提升与成本控制，自11年至今连续10余年成功维持了行业最低的单吨成本，公司构筑了行业内几乎最低的成本水平。

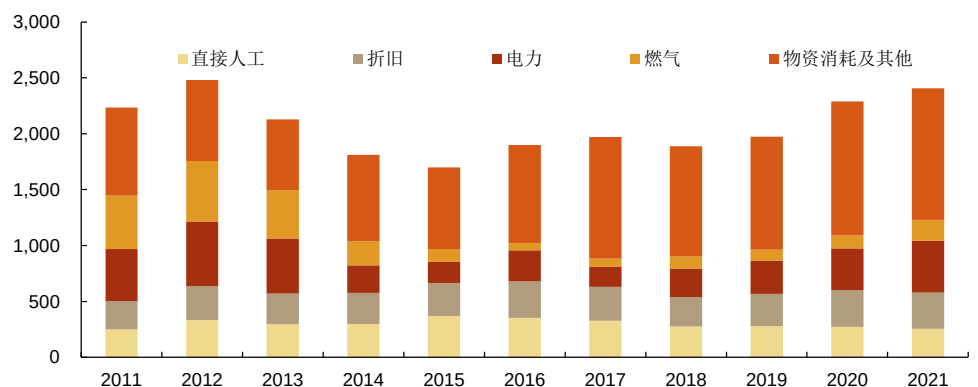
图13：铝加工企业历年单吨成本（元/吨）



资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

公司在 11-16 年铝价下行区间通过收购巩电热力控本增效。11-16 年铝板带箔单吨成本从 1.7 万元/吨下降至 1.3 万元/吨, 其中, 加工成本由 2012 年 2480 元/吨的高点最低下降至 1700 元/吨, 电力燃气成本的下降成为 12-18 年加工成本下降的主要驱动。

图14: 公司单吨加工成本及构成 (元/吨)



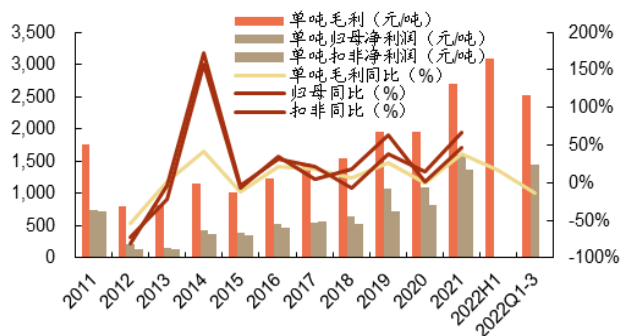
资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

1.3.2 聚焦交通新能源 提升产品附加值

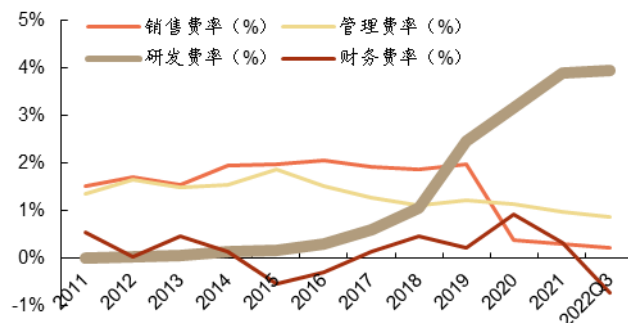
产品改造升级提升盈利能力。18 年前, 公司单吨利润水平因优异的成本控制而持续攀升, 而公司自 14 年后, 开始逐步对产能产品进行升级与扩产, 相继在高精度铝板、交通铝型材、电子铝箔材、新能源电池铝材等新领域加大投入, 新产品产能的投产, 进一步推高了公司的利润水平。

图15: 11-22Q3 公司单吨利润及同比

图16: 公司 11-22Q3 研发费用及研发费用率变化



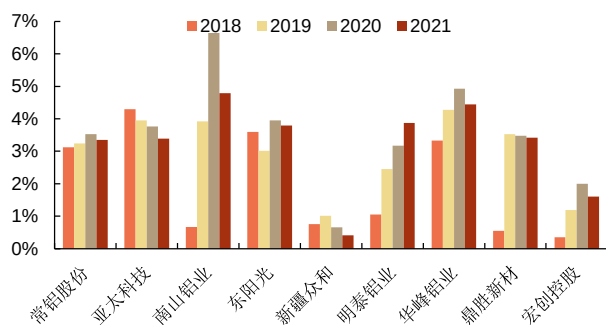
资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所



资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

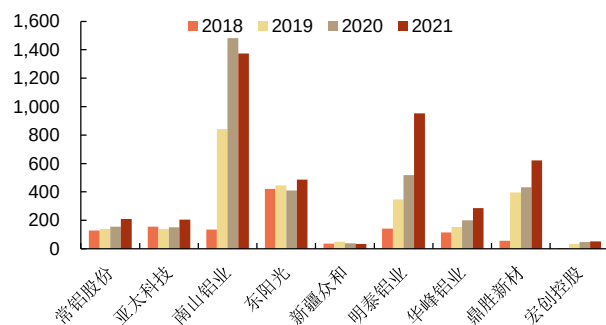
加大研发费用投入,助力高附加值产品开发。公司自 2014 年后研发投入不断加大,研发费用率从 18 年的 1%提升至近 4%的水平,接近铝加工企业领先水平;且研发费用水平亦接近 10 亿元,领先绝大多数铝加工企业。高水平研发投入将持续为公司产品结构优化提供有力支撑。

图17: 铝加工企业研发费用率水平对比 (%)



资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

图18: 铝加工企业研发费用水平对比 (百万元)



资料来源: IFinD, Wind, 申港证券研究所

2. 方兴未艾 汽车电池铝再生

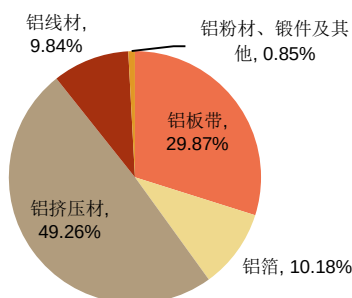
2.1 需求端: 新能源方兴 传统领域未艾

2.1.1 铝材需求结构

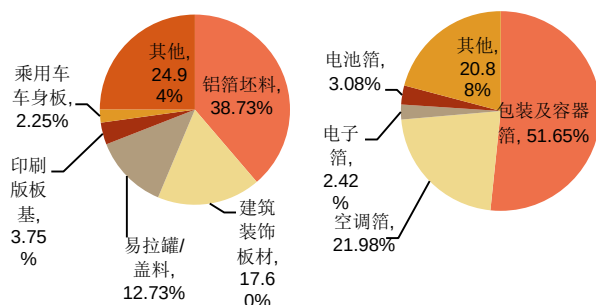
铝材主要分为铝板带箔、挤压材、线材、粉材、锻件等,其中铝板带箔是除挤压材之外最主要的类型。我国各类铝材以 2021 年产量统计,铝挤压材占比 49.26%,铝板带材占比 29.87%,铝箔材占比 10.18%,其余为铝线材、粉材、锻件等其它材料,占比 10.69%。公司主业铝板带箔材,为仅次于挤压材之外铝材最主要的类型。

图19: 2021 年我国铝材产量构成

图20: 2021 年我国铝板带箔材产量构成



资料来源：公司公告，申港证券研究所



资料来源：范顺科《中国铝加工产业沿着高质量发展之路赓续前行》，申港证券研究所

建筑消费铝产量占据主导，高附加值新品方兴未艾。由下表可见，20-21年，我国铝材产量结构仍以建筑、消费铝材为主；新兴领域如光伏型材、消费铝、车用铝与新能源汽车用铝等领域，虽然年产量同比增速较高，但占比仍然低于总量的5-7%，个别新兴领域如车身板、电子箔、电池箔的占比甚至仍不足1%。

- ◆ 我国2021年铝型材产量2059万吨，同比增长2.8%；占铝材总产量46%，同比下降1.5pct。其中，建筑铝型材1380万吨，同比微降0.7%，建筑模板型材55万吨，同比下降52%。传统主流消费需求减弱。
- ◆ 在铝挤压材中，光伏型材21年年产200万吨，同比高增50.8%；3C电子产品用型材年产88万吨，同比增长10%。在铝板带材中，建筑装饰、易拉罐/盖料产量235万吨、170万吨，同比高增9.3%、9.7%；乘用车车身板产量30万吨，同比高增100%；2021年首次统计新能源汽车型材产量，达33万吨。铝箔材中，包装容器箔产量235万吨，同比增长9.3%；电子箔产量11万吨，同比增长10%；电池箔产量14万吨，同比高增100%。
- ◆ 我国铝材产量结构中，传统铝材如建筑、消费、空调、印刷等材料产量达2225万吨，同比下降0.35%，总量占比仍高达49.8%，同比下降3.26pct；新兴与高附加值产品如新能源汽车型材、光伏型材、3C电子型材、乘用车车身板、电子箔、电池箔产量376万吨，同比增长48%，虽然同比增速较高，但产量总计占总铝材产量的8.4%，占比同比增长2.38pct。

表1：我国铝材产量结构

四级科目分类	2021年		2020年		同比
	产量 (万吨)	占比	产量 (万吨)	占比	
铝挤压材	2202	49.26%	2139	20.8%	3.0%
铝型材	2059	46.06%	2003	47.58%	2.8%
建筑铝型材	1380	30.87%	1390	33.01%	-0.7%
工业铝型材	679	15.19%	613	14.57%	10.7%
建筑模板型材	55	1.23%	115	2.73%	-52.2%
光伏型材	200	4.47%	142	3.37%	50.8%
轨道交通车体型材	9	0.2%	9	0.21%	0.0%
3C电子产品用型材	88	1.97%	80	1.9%	10.0%
新能源汽车型材	33	0.74%	n/a	n/a	n/a
其他	294	6.58%	n/a	n/a	n/a
铝管材	88	1.97%	84	1.99%	4.8%

四级科目分类	2021 年		2020 年		同比
	产量（万吨）	占比	产量（万吨）	占比	
铝棒材及其他	55	1.23%	52	1.23%	5.8%
铝板带材	1335	29.87%	1181	28.06%	13.0%
铝箔坯料	517	11.57%	472	11.21%	9.5%
建筑装饰板材	235	5.26%	215	5.11%	9.3%
易拉罐/盖料	170	3.8%	155	3.68%	9.7%
印刷版板基	50	1.12%	48	1.14%	3.8%
乘用车车身板	30	0.67%	15	0.36%	100.0%
其他	333	7.45%	276	6.55%	20.7%
铝箔材	455	10.18%	415	9.86%	9.7%
包装及容器箔	235	5.26%	215	5.11%	9.3%
空调箔	100	2.24%	95	2.26%	5.3%
电子箔	11	0.25%	10	0.24%	10.0%
电池箔	14	0.31%	7	0.17%	100.0%
其他	95	2.13%	88	2.09%	8.0%
线材、锻件及其它	478	11%	475	11%	0.6%
合计	3992	100%	3735	100%	6.9%

资料来源：范顺科《中国铝加工产业沿着高质量发展之路赓续前行》，申港证券研究所

2.1.2 汽车轻量化拉动铝材需求

汽车轻量化可以降低燃油/电力消耗、降低二氧化碳排放、提升操纵性能、改善驾乘体验。若燃油车整车重量降低 10%，燃油效率提高 6~8%；整车重量减少 100kg，百公里油耗降低 0.3~0.6L，碳排放降低 5g/km。若电动车重量降低 10kg，续航里程可增加 2.5km。

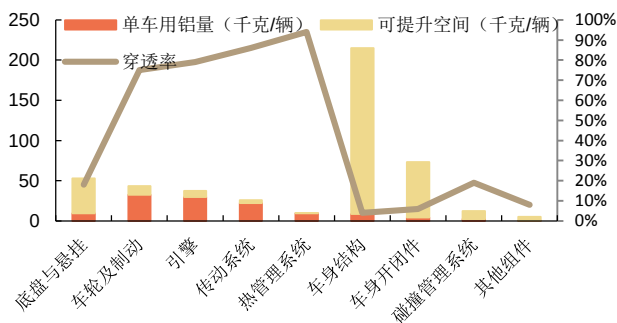
汽车轻量化主要从三方面入手：轻量化材料、先进制造工艺与结构优化。其中，高强度钢是轻量化材料解决路径中目前应用最为广泛的材料，而铝合金材料则以其低密度、可与优质钢媲美的强度，以及易于成形，吸能效果好，耐腐蚀，循环利用价值大，被当作汽车轻量化的理想材料之一。

政策助推轻量化发展。2020 年汽车工业协会发布《节能与新能源汽车技术路线图》要求燃油乘用车轻量化系数于 2025/2030/2035 年降低 10%/18%/25%，纯电动乘用车轻量化系数降低 15%/25%/35%，客车轻量化系数降低 5%/10%/15%。

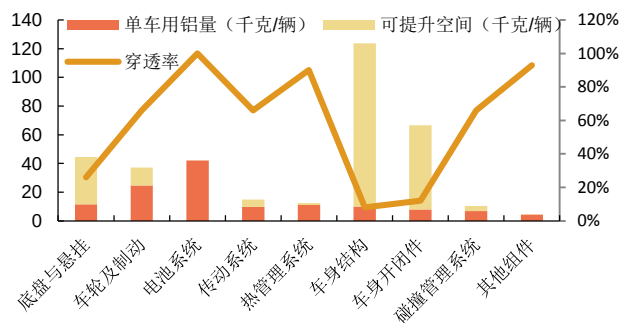
铝渗透率相对较低，具有较大提升空间。根据国际铝协数据，我国 18 年燃油车单车用铝量达 118.7 公斤，穿透率仅为 24%。其中，底盘与悬挂、车身结构件、车身开闭件、碰撞管理系统等部分的铝穿透率相对较低，仍有较大提升空间。新能源车领域，我国 18 年燃油车单车用铝量达 128.4 公斤，穿透率 31%。穿透率较低的部分仍然是底盘与悬挂、车身结构件与车身开闭件。其中，车用铝板主要用于车身开闭件部分，18 年燃油车与新能源车单车开闭件用铝量分别为 4.4 公斤与 8 公斤，穿透率为 6%与 12%，提升空间较大。

图21：燃油车不同组件单车用铝量及穿透率

图22：新能源车不同组件单车用铝量及穿透率



资料来源：国际铝协，申港证券研究所

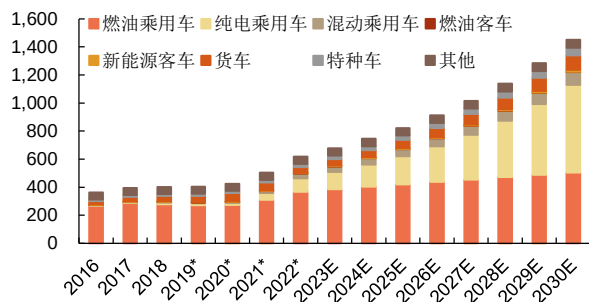


资料来源：国际铝协，申港证券研究所

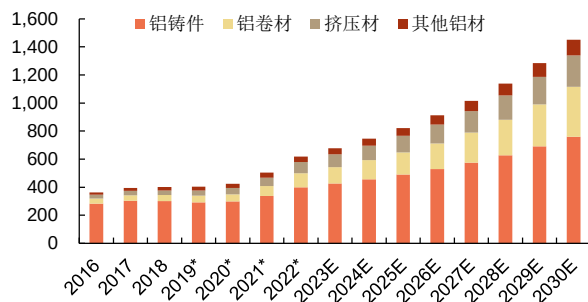
传统燃油车用铝为支撑，新能源车用铝为主要增长点。基于国际铝协《中国汽车工业用铝量评估报告（2016-2030）》，我们根据19-22年汽车销量数据对未来车用铝材的需求量进行了分析发现，在轻量化进程中，燃油车辆是用铝的主要支撑，而新能源车的渗透率提升将成为未来汽车用铝的主要增长点，并逐步取代燃油车的支柱地位。根据国际铝协对我国各类车辆单吨用铝量增速的估算，结合我国各类汽车产量的预估，我们预计到2029年，汽车用铝即有望从目前的400~500万吨水平提升至超1400万吨的水平。

图23：16-30年不同类型车辆用铝量（万吨）

图24：16-30年不同类型铝材使用量（万吨）



资料来源：国际铝协，申港证券研究所，*号部分根据实际销量进行了调整



资料来源：国际铝协，申港证券研究所，*号部分数据根据实际销量进行了调整

铝板卷材与挤压材为轻量化主要增量，拉动产量迅速扩张。从铝材类型分析可以看出，铝铸件的增速相对较缓；22-30年CAGR估测将达8.4%，而铝板卷材、挤压材以及其他铝材22年到30年的CAGR估算将分别达到17%/14%/14%。铝板卷材需求量将有望从100万吨级提升至超350万吨。高增的需求预期带动产量大增，2020年我国汽车车身铝板产量约为15万吨，2021年乘用车车身板产量30万吨，同比增长一倍。

2.1.3 新能源电池铝需求高增

电池铝箔需求有望快速攀升。电池中正极材料、极耳、铝塑包装膜、铝壳等均用到铝箔产品。2021年我国电池铝箔产量14万吨，同比高增100%，增速显著。而新能源车销量的持续高增，将进一步拉升电池铝箔的需求。我们估算，25年电池铝箔的需求有望达106万吨。

◆ 国内新能源车25年拉动铝箔需求超50万吨。22年我国新能源汽车销量持续快

速攀升，全年销量 688.7 万辆，同比增幅超 95%；动力电池装车量 294.6GWh，同比增 90.7%，保持持续高增态势。假设到 25 年，我国新能源车销量达到 1200 万辆，则动力电池装车量将有望达到 700GWh，若按生产 1GWh 锂电池需 700 吨铝箔计算，25 年我国铝箔需求将近 50 万吨。

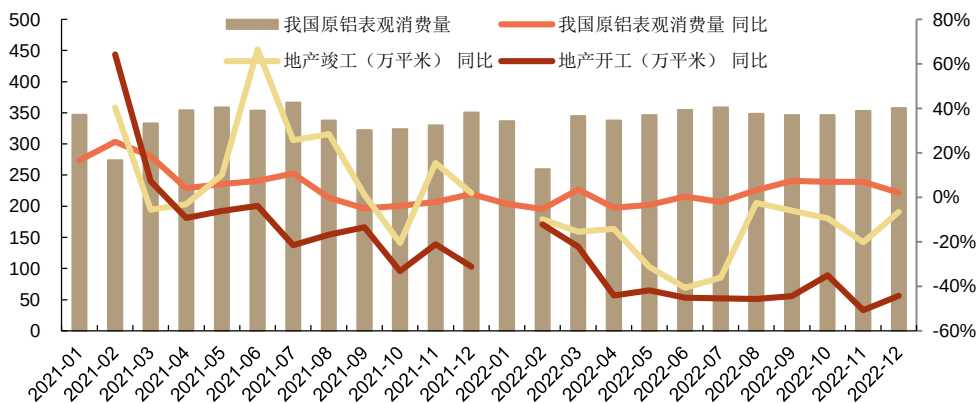
- ◆ **海外新能源车 25 年拉动铝箔需求有望达 56 万吨。**根据 EV Tank《中国新能源汽车行业发展白皮书（2023 年）》数据，22 年全球新能源汽车销量达 1082.4 万辆，同比增 61.6%；预计 25 年全球新能源汽车销量将达到 2542 万辆。则除中国外，全球 25 年新能源汽车销量约为 1300 万辆，动力电池装机量有望达到 800GWh，则铝箔需求有望达到 56 万吨。

2.1.4 传统用铝领域有望自底复苏

建筑建材作为铝消费的主要领域，是铝需求的主要支撑。21 年下半年起，房地产开工面积均开始下行，建筑用铝需求走低，21 年全年建筑用铝型材同比仅与 20 年持平，而模板型材同比下滑更为显著。随着保交楼政策、地产金融十六条政策的推出，地产竣工面积有望触底复苏，支撑铝需求恢复。而随着 23 年经济复苏预期的加强，消费用铝材则有望随之转旺。

因地产金融政策调整冲击，我国地产竣工面积由 21 年的 101.4 亿平方米骤降至 86.2 亿平方米，同比下滑 15%。如按建筑地产占铝消费总量 28~29%左右估算，22 年地产竣工下滑对铝消费的影响在-4.2~-4.35%左右，估算影响量在 160~170 万吨左右。若在政策与经济复苏刺激下，23 年地产竣工能够纳得 10%的增量，则对铝消费的贡献在 2.5%左右，即提供超 100 万吨的需求增量。

图25：我国铝表观消费量、同比与地产开工面积同比



资料来源：iFinD，申港证券研究所

2.1.5 汽车电池拉动新增量 复苏预期稳定基础量

汽车电池等新能源领域的增量构成铝新增需求的主要部分。综上所述，根据对汽车轻量化需求的预估，预计 23 年新增铝需求约 60 万吨，25 年累计新增铝需求超 200 万吨；而根据电池领域估算，估算 23 年新增超 25 万吨，25 年累计新增近 106 万吨；二者合计将于 23 年贡献占 22 年铝消费总量超 2%的新增需求，到 25 年累计贡献新增需求占 22 年铝消费总量比例近 8%。我国铝消费量近 5 年的 CAGR 在 4.5~5%左右，则年平均新增在 180~200 万吨左右，按该水平估算，汽车电池等新

领域铝需求 23 年贡献新增量有望占总新增量的超 40%。

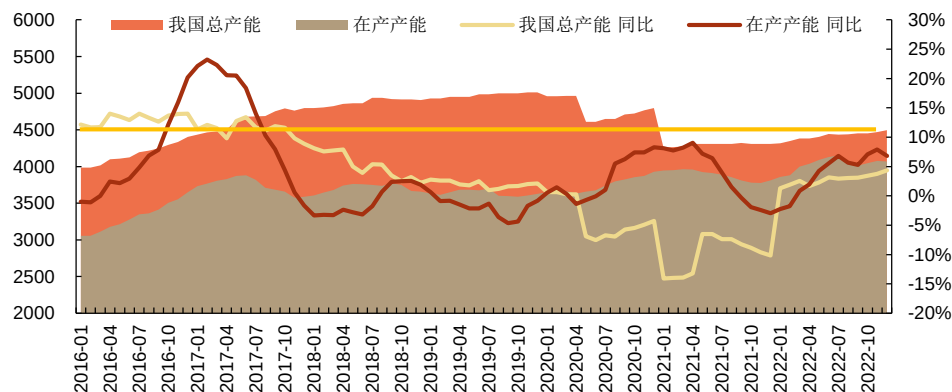
基础需求量仍需地产消费稳定。尽管在新增需求方面汽车轻量化与电池新能源领域贡献占大头，但建筑用铝仍然是铝需求结构中的重要支撑。建筑用铝 5% 的波动即可抹平汽车电池等贡献的新能源增量。

2.2 供给端：限电限产影响凸显 再生铝前景广阔

2.2.1 电解铝红线封顶 限电限产影响凸显

我国电解铝产能逼近 4500 万吨红线。17 年 4 月，在供给侧改革的推动下，清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动开始，严管严控新增产能建设，形成了 4500 万吨产能红线。18 年，工信部颁布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》，提出关停并列入淘汰公告的电解铝产能指标须在 18 年底前完成产能置换，进一步强化 4500 万吨产能红线；18 年至今，电解铝产能经历置换清退与再增长，已再度逼近产能红线。

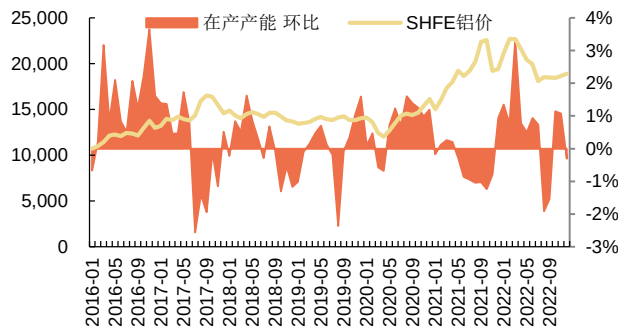
图26：16 年至今我国电解铝总产能与在产产能（万吨/年）



资料来源：MySteel，申港证券研究所

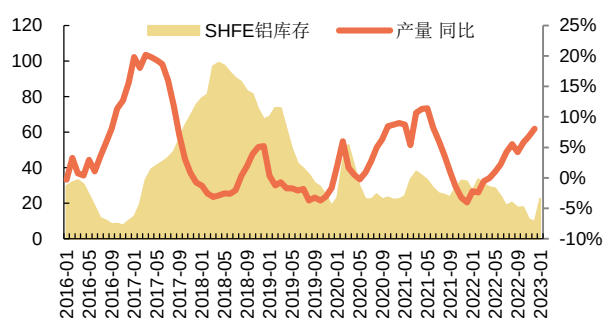
限产产能红线下，在产产能变动成为影响电解铝供应与铝价的主要因素之一。在 4500 万吨产能红线限制下，实际在产产能的变化成为影响铝供应的主要因素。自供给侧改革至今，除 20 年末至 21 年初疫后复产时期外，铝价受在产产能变动影响较为明显。而在能耗双控与限电限产的影响下，进入 21 年，在产产能波动加剧，叠加持续走低的铝库存，使得供需因素对铝价影响加大，西南地区限电限产的不确定性成为影响铝供给的主要因素。

图27: 在产产能环比与铝价



资料来源: iFinD, MySteel, 申港证券研究所

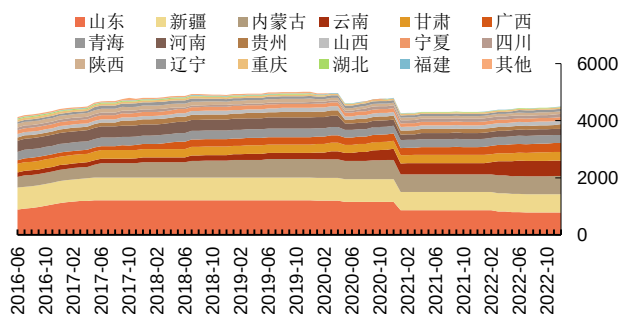
图28: 电解铝产量同比增速与铝库存



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

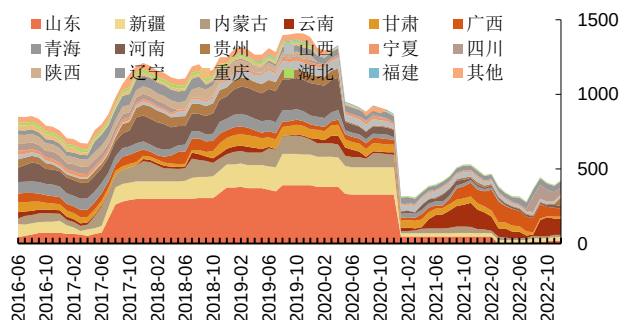
- ◆ 21 年, 受限电限产及煤炭荒带来的成本端压制, 电解铝在产产能环比下降, 电解铝产量持续走低, 拉动铝价持续攀升; 在经历煤价调控后, 电解铝成本显著降低, 铝价快速回调。成本压制解除与复工复产逐步推进, 在产产能自 21 年末逐步恢复, 进入 22 年, 虽然预焙阳极价格的上涨一定程度上从成本端支撑了铝价, 但逐步攀高的在产产能与受疫情反复影响的下游需求导致铝价持续走低。而年中的受限电限产使得在产产能快速下降, 铝价在下半年持稳。

图29: 我国各地区电解铝产能 (万吨/年)



资料来源: MySteel, 申港证券研究所

图30: 我国各地区未开工产能 (万吨/年)



资料来源: MySteel, 申港证券研究所

- ◆ 4500 万吨产能红线下, 我国电解铝产能逐步向水电资源丰富的西南地区转移, 18 年后, 云南地区电解铝产能及占比显著提升。但随之而来的, 由于丰枯水期波动、高温期限电限产等因素的影响, 进入 21 年, 云南地区在产产能波动成为影响电解铝供应的重要因素之一。到了今年, 云南电解铝规律持续增大, 据我的钢铁网报道, 云南电解铝限产逐步明确, 减产规模或将提升 74 万吨左右, 铝价供给预期降低。

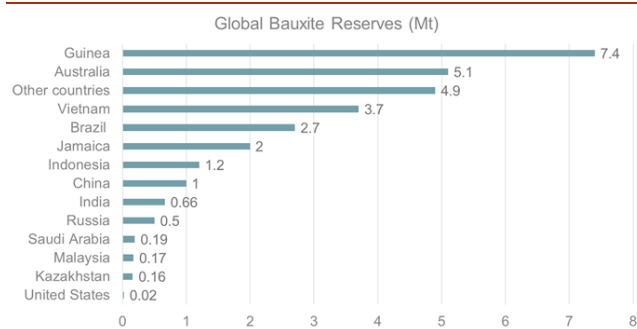
云南限产拉低短期产量, 中期红线限制供给。按照云南限产持续至 23 年年底预计, 叠加限电限产不确定性导致复产进度缓慢, 则 23 年电解铝产量恐将降至 3970~3990 万吨左右。考虑我国 21-22 年在限产反复情况下产能利用率能够保持在 90% 左右, 且历史并未出现高于 92% 的情形, 而 4500 万吨红线限制下, 产能利用率有望有所提升, 则预估我国中期电解铝产量在 4050-4250 万吨左右, 即未来电解铝端贡献的新增供给平均每年在 100 万吨左右。

2.2.2 双碳背景下 再生铝发展空间广阔

储量低产出高, 可持续发展性较差。我国铝土矿储量较低, 位居全球第八位; 但铝

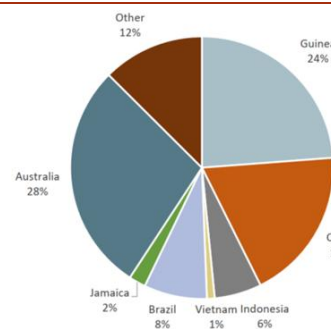
土矿产量占全球产量的 19%，与储量第一的几内亚的产量占比仅差 5pct，位居全球第三。

图31：全球铝土矿储量



资料来源：2022 铝土矿可持续开采指引，申港证券研究所

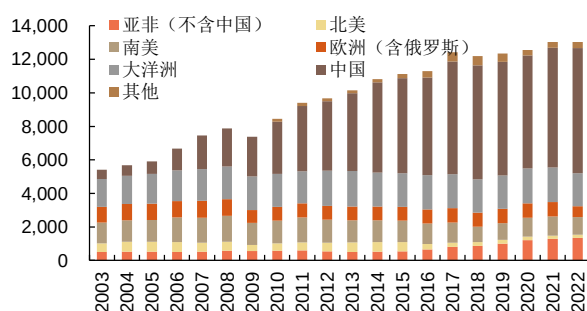
图32：全球各国铝土矿产量占比



资料来源：2022 铝土矿可持续开采指引，申港证券研究所

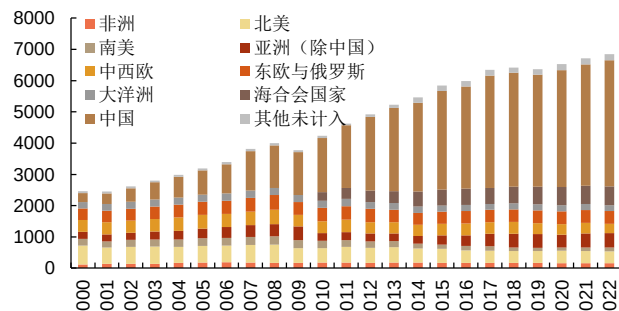
我国是全球铝最主要生产国，但再生铝产量占比仍低于世界平均水平。进入 21 世纪后，我国氧化铝、电解铝产量快速扩张，成为全球最主要的铝供应国。2022 年，我国氧化铝产量占全球总量的 57.4%，电解铝产量占全球总量的 59%。但再生铝产量在原铝中占比在 20%左右，显著低于全球平均水平（32.75%），与美（<80%）日（~100%）欧（<60%）等再生铝产量占比较高的国家及地区差距明显。

图33：全球各地区历年氧化铝产量（万吨）



资料来源：国际铝协，申港证券研究所

图34：全球各地区电解铝产量（万吨）



资料来源：国际铝协，申港证券研究所

双碳背景下，再生铝碳价值逐步凸显。

- ◆ 2020 年，我国铝产业链的碳排放量约为 5.6 亿吨，约占国内二氧化碳排放量的 6%。其中，电解铝环节碳排放量为 4.2 亿吨，占铝行业碳排放的 75%；氧化铝环节碳排放量为 0.8 亿吨，占铝行业总量的 14.3%；而再生铝环节仅产生碳排放 0.01 亿吨，占比极低。再生铝生产过程中的碳排放水平显著低于电解铝，在双碳持续推进的环境下，再生铝减排优势明显。
- ◆ 2021 年欧盟议会通过了“碳边界调整机制（CBAM）”议案。议案强调，欧盟将对不符合碳排放相关规定的进口商品征收碳关税。欧洲议会认为，到 2023 年，该机制应涵盖电力部门和能源密集型工业部门，包括钢铁、铝等。2020 年我国向欧盟出口铝材总计 51.9 万吨，占我国铝材出口总量的 11.2%。可以预见，未来铝材中的碳价值将愈发受到重视。

再生铝前景广阔。2022 年 8 月，工信部等三部门发布《关于工业领域碳达峰实施方案的通知》，提出到 2025 年再生铝产量达到 1150 万吨，按照 85% 的平均利用率计算，需要约 1350 万吨废铝。我国 21 年产量约 830 万吨，22 年上半年再生铝产量 425 万吨；若按 25 年目标计算，再生铝“十四五”期间产量 CAGR 达 8.5%，增长空间广阔。预计再生铝每年能够为铝供应提供 80~100 万吨左右的增量。

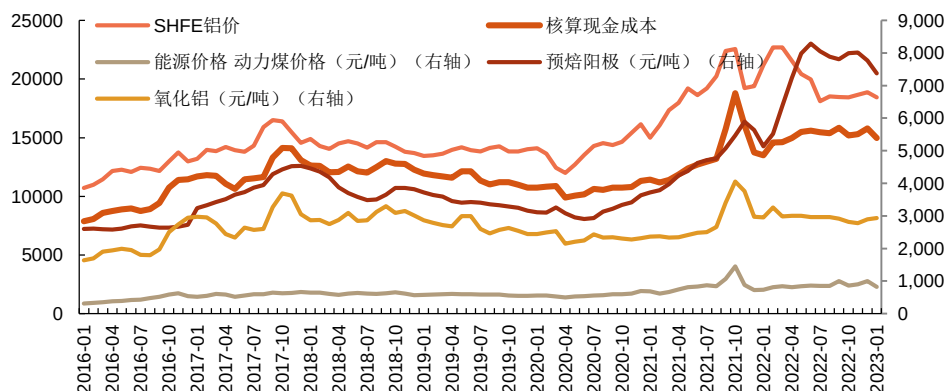
2.2.3 铝宽幅震荡上行趋势需有赖传统需求支撑

我国电解铝红线设置下，铝供给端总量中长期受限，叠加限电限产不确定性影响加大，导致铝供应稳定性不及过往，铝价宽幅震荡可能性加大，对铝企资金、运营等方面要求加强。而经济复苏预期下，传统建筑消费领域有望回暖支撑铝需求，叠加汽车及新能源领域旺盛的新增需求，预计铝供需在中短期内将在紧平衡与短缺之间波动。在库存位置较低的情况下，铝价有望在宽幅震荡中上行。

- ◆ 供给方面，我国电解铝红线的设置使得限电限产为电解铝供应带来不确定性影响较大，23 年因云南限产影响供给预计难有增量，而预计 24/25 年每年能够提供的电解铝新增供给则在 100 万吨左右。而若按 25 年再生铝 1150 万吨的目标核算，未来年均再生铝贡献的新增供给亦在 80~100 万吨左右。即国内 23 年新增供给在 180~200 万吨左右，而到 25 年累计新增量在 450 万吨左右。
- ◆ 需求方面，若 23 年起地产竣工水平能够有所恢复，并在 25 年提升至往年平均水平，则 23 年建筑用铝有望贡献 160-170 万吨需求，25 年贡献累计新增需求量近 300 万吨；汽车轻量化与电池铝箔领域 23 年贡献 85 万吨新增需求，25 年贡献累计新增需求超 280 万吨；在其他领域需求不发生显著增加前提下，建筑、汽车、新能源电池合计 23 年贡献新增需求 245-255 万吨，25 年贡献新增需求超 580 万吨，显著高于供给增量。但若无传统领域新增需求，则新增需求可能被铝供给覆盖。

2.3 成本端支撑走弱

图35：电解铝价格、现金成本与主要成本构成要素价格



资料来源：iFinD，申港证券研究所

预焙阳极价格下行，成本支撑减弱。成本端，动力煤价与预焙阳极价格自 22 年 9、10 月起下降明显，在氧化铝价格波动较小的情况下，电解铝现金成本逐渐走低，对于铝价支撑有一定程度减弱。低成本高需求预期情况下，有望刺激电解铝企业复产。

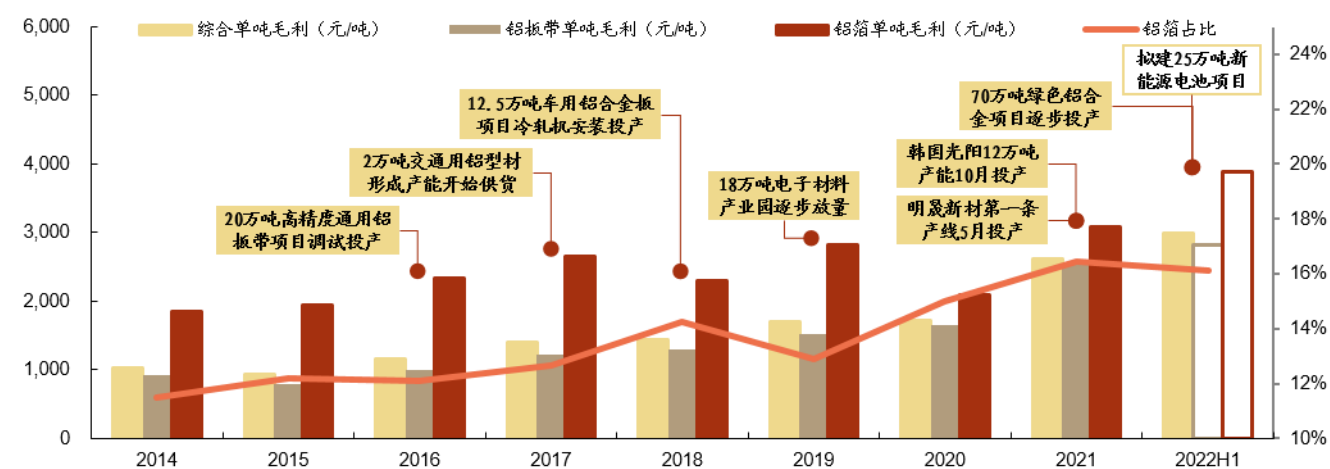
3. 春回大地 优化产品提价值

3.1 高值品占比提升 再生铝铸绿减碳

产品结构不断优化，有效拉升综合单吨毛利。14 年至今，公司不断优化产品结构，增加附加值较高的产品比例。初期扩产主要集中在交通领域铝板带项目，19 年后则着眼电子材料铝箔产品及新能源电池材料产品等。随着产品结构的不断优化，公司不同产品的单吨毛利水平亦逐步提升，21 年铝箔单吨毛利超 3000 元/吨，铝板带单吨毛利超 2500 元/吨，加工费及单吨毛利较高的铝箔产品产量占比亦稳步攀升至 16% 左右。

- ◆ 公司自 14 年开始开展高精度交通用铝板带项目等一系列高精度铝板带箔改造升级项目，自 16 年开始切入交通用铝型材市场，19 年明泰科技 18 万吨电子铝箔产能逐步投产，21 年明晟新材 50 万吨铝新材料项目搬迁完成开始贡献产能，21 年韩国光阳铝板带箔 12 万吨产能开始试生产，产能构成不断高端化。
- ◆ 随着产能构成不断优化，产品附加值不断提升，公司企业单吨利润水平自 14 年至今持续攀升。其中，铝板带单吨毛利由最初的不足 1000 元/吨，提升至 21 年的 2531 元/吨；铝箔的单吨毛利由 14 年的不足 2000 元/吨，提升至 21 年的 3075 元/吨。而公司铝板带箔综合单吨毛利则由 14 年的 1030 元/吨提升至 22H1 的 2993 元/吨。

图36：14 年至今公司主要扩产项目、产品构成与单吨毛利变化



资料来源：IFinD，Wind，公司公告，申港证券研究所，22H1 铝箔与铝板带单吨毛利与铝箔占比为估算

新增产能顺利释放，有效提升公司产品附加值。公司重点推进义瑞新材年产 70 万吨绿色新型铝合金材料项目。目前已有初步产能投放，主要产品包括新能源电池材料与汽车板材，高附加值产品占比提升有望进一步推高公司产品综合盈利能力。

- ◆ 21 年 12 月，公司设立年产 70 万吨绿色新型铝合金材料项目，计划投资总金额 44.73 亿元，项目建设期 2 年，达产后预计实现年均净利润 7 亿元。项目计划新建 70 万吨再生铝及（1+4）热连轧生产线，主要产品包括新能源动力电池材料 25 万吨，汽车板材 10 万吨，铝罐材 25 万吨，及 5 系铝板带材 10 万吨。
- ◆ 项目建设推进顺利。目前该项目中再生铝生产线 2 台瓦格斯塔夫铝合金扁锭铸造机已建成投产，贡献再生铝产能 36 万吨；单机架双卷取热轧机组 5 月份投产，

六辊冷轧机 6 月份投产，本年贡献成品产能 5 万吨左右。

- ◆ 产品交付验证进展顺利。动力电池壳、电池托盘等产品已有批量生产交付，水冷板等其他新能源产品的验证进展顺利。该项目的顺利投产交付将持续推高公司的新能源产品占比，22 年公司新能源产品占比 10% 左右，待该项目全部投产后，公司新能源产品占比将达 30%。

表2：70 万吨绿色新型铝合金材料项目产品方案

序号	产品名称	年产量（万吨）
1	动力电池料	10
2	电池铝箔坯料	10
3	铝塑膜坯料	5
4	汽车板坯料	10
5	罐体料	20
6	罐盖料	5
7	5052 氧化带	5
8	5052 板材	5
合计		70

资料来源：公司公告，申港证券研究所

未来扩产持续聚焦新能源电池产品，高附加值产品占比有望接续攀高。22 年 9 月，公司拟向特定对象发行股票募集不超过 20 亿元，投资建设总投资 40.35 亿元，年产能 25 万吨的新能源电池材料项目，项目建设期 2 年，达产后年均净利润 6.2 亿元，内部收益率 17.8%。主要产品包括电池用铝箔、铝塑膜、电池 pack 包及水冷板等。相比一般产品 4000 元/吨的加工费，电池水冷板、pack 包加工费在 1 万元/吨左右，而电池箔、铝塑膜箔加工费在 1.5 万元/吨左右。我们预计，该项目投产后，公司高附加值产品占比提升至现有产销量的 40% 左右。

再生铝产能持续提升，铸绿减碳构筑长期碳优势。公司提前在再生铝领域展开储备，目前已在再生铝技术与产能规模上处于行业领先，并在全国构筑了废铝回收网络。此外，公司多个铝板带箔产品获得碳足迹认证，并积极开展再生铝产品在新能源与汽车领域的验证工作，为公司在双碳环境下的长期发展构筑碳优势。

- ◆ 公司丰富的铝产品线为再生铝利用带来天然优势，目前已具备保级利用技术能力，70 万吨再生铝保级利用产能建成后，公司再生铝技术将达到国际先进水平；同时，公司开发了铝灰资源综合利用技术，成功建立国内第一条滤渣转化渣盐的绿色生态资源化生产线。
- ◆ 公司自 17 年开始布局再生铝业务，迄今已形成年处理报废铝规模 68 万余吨、12 万吨铝灰渣综合利用产能，再生铝规模行业领先。70 万吨再生铝项目已投产 36 万吨产能，22 年全年生产约 80 万吨再生铝自用，全部投产后，再生铝使用量有望接近 70%。

表3：公司获得碳足迹认证的产品

产品	特点	用途
3003 铝带	成形性好、耐腐蚀、可焊性好	手机电池壳、动力电池壳等
3004 铝板	良好的拉伸性能和可塑性能，氧化着色效果好	汽车板、氧化料等
3004 铝箔	质量轻、硬度高、耐腐蚀、耐高温、冲压性能好	容器箔、食品包装箔等

产品	特点	用途
3104 铝板	成形性能好、强度高、耐腐蚀、耐高温、附着性能好	易拉罐盖料市场
5083 铝带	抗腐蚀性强、可焊性好、强度高	汽车板、船用板等交通运输领域
5182 铝带	高强度、抗蚀性强、可焊性好	汽车车身板、加强件等
6061 中厚板	强度高、可焊性与抗蚀性高	工业结构件、模具用材等

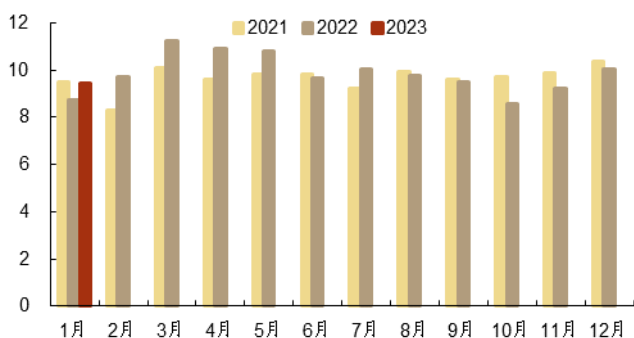
资料来源：公司公告，申港证券研究所

- ◆ 公司积极开展产品碳足迹认证，目前，公司电池壳、汽车板、容器箔、包装箔、罐盖料等多个 3 系、6 系、6 系产品经 SGS 核查计算，获得碳足迹认证，为公司突破绿色贸易壁垒，满足新兴领域碳减排需求提供切实支持。

3.2 短期压制减弱 迎接复苏春风

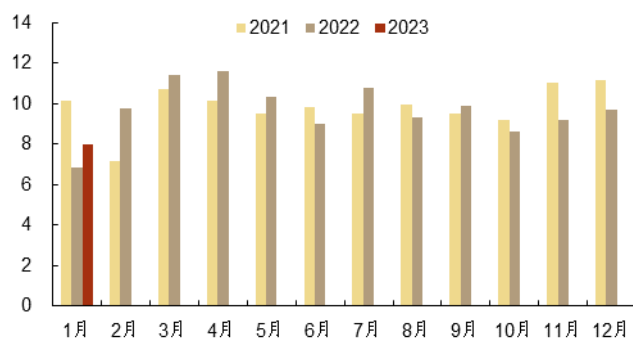
疫情限电短期影响解除，公司产销逐步提升。22 年业绩 22 年受疫情反复、高温限电等因素影响，下游需求与公司产销有一定程度波动，未能达成年初制定 140 万吨产销目标，全年产量 118.2 万吨，销量 116.6 万吨，基本与 21 年持平。随着疫情管控政策变化、疫后需求逐步复苏，公司产销自 10 月后逐步走高。23 年 1 月铝板带箔产销量达 9.44 万吨/7.99 万吨，同比提升 8%/16%。

图37：21 年至今公司月度产量情况



资料来源：公司经营快报，申港证券研究所

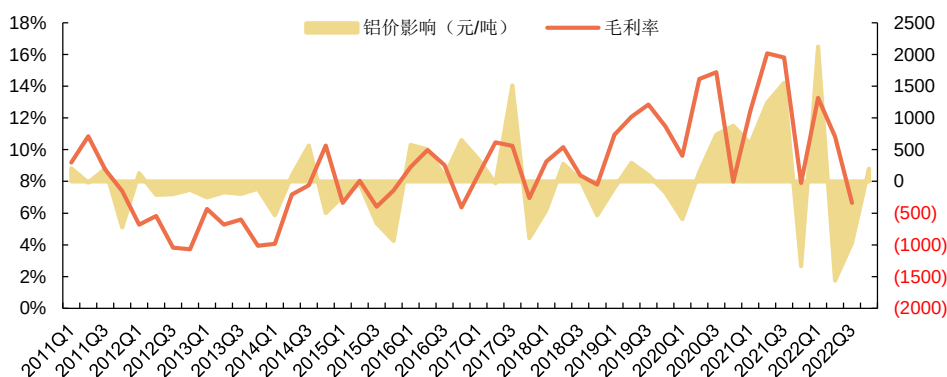
图38：21 年至今公司月度销量情况



资料来源：公司经营快报，申港证券研究所

22 年下半年铝锭价格下跌压制因素逐步减弱。公司单吨毛利受铝价波动影响主要反映在铝锭采购日至产成品发货日期间铝锭跌价波动。21Q4 及 22Q2 至 Q3 期间，铝价急剧下跌。公司存货周转天数在 50-60 天左右，按此估算铝价的变动对单吨成本产生的压力在 1000-1500 元/吨左右。公司单季毛利亦相应发生较大变化。一方面，随着公司产品结构调整，高附加值产品增多后，该部分影响会相对趋弱；另一方面，随着疫后需求恢复，西南减产及国内能耗双控政策持续，铝价仍有望获得一定支撑，预计跌价产生成本压制减弱。

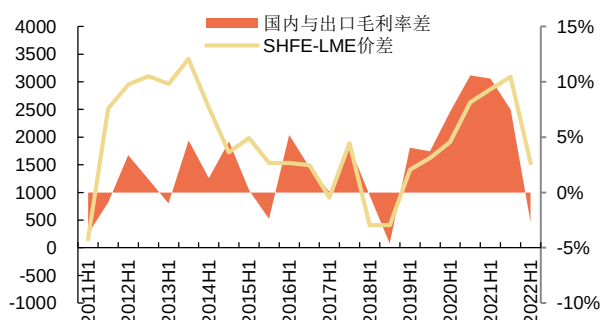
图39：11-22 年半年度铝价波动情况与公司毛利率变化情况



资料来源: iFinD, Wind, 申港证券研究所

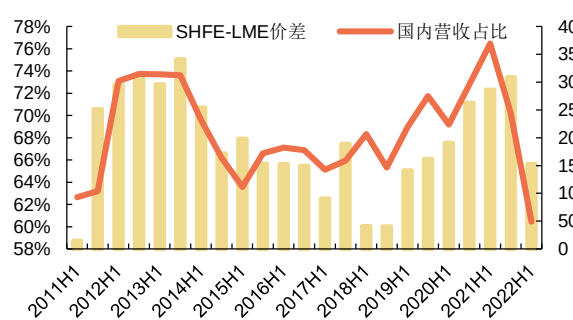
国内与出口毛利率水平与沪伦铝价差相关性较强。沪伦铝价差反应海内外需求差异, 当价差较低时反应海外铝需求高于国内, 推高铝价, 导致出口业务利润水平较高, 进而公司更倾向于增大出口比例, 获取更大收益。公司历年国内-出口业务比例变化与沪伦铝价差变化相关性较强, 即使在 18 年中美贸易战期间, 受出口环境变化影响亦不甚明显, 体现出公司良好的经营管理水平。

图40: 沪伦铝价差与国内-出口业务毛利率差



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

图41: 沪伦铝价差与公司国内业务营收占比



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

欧盟反倾销税与不利沪伦铝价差冲击 22 年下半年出口。21 年 10 月欧盟决定针对中国铝渣制裁征收临时反倾销税, 但同时设定 9 个月的暂缓期以应对疫后经济恢复带来的欧盟短期供需不平衡。9 个月后的 22 年 7 月, 欧盟计划恢复征收临时反倾销税。除此之外, 进入 22 年 Q2, 沪伦铝价差持续扩大, 对于出口形成一定压制。进入下半年, 我国铝材出口持续走低, 12 月略有好转。

图42: 22 年沪伦铝价及价差

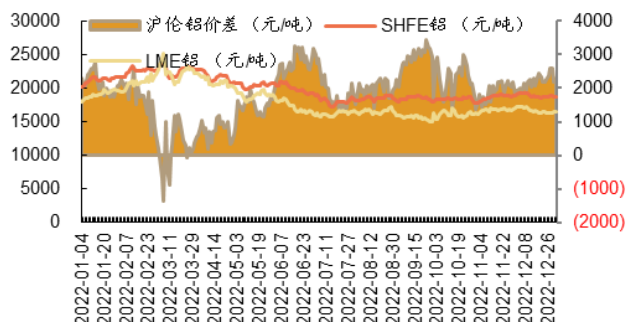
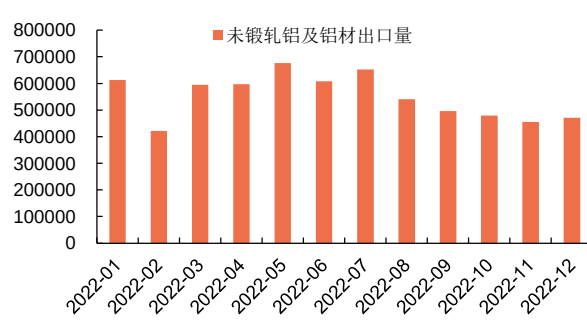


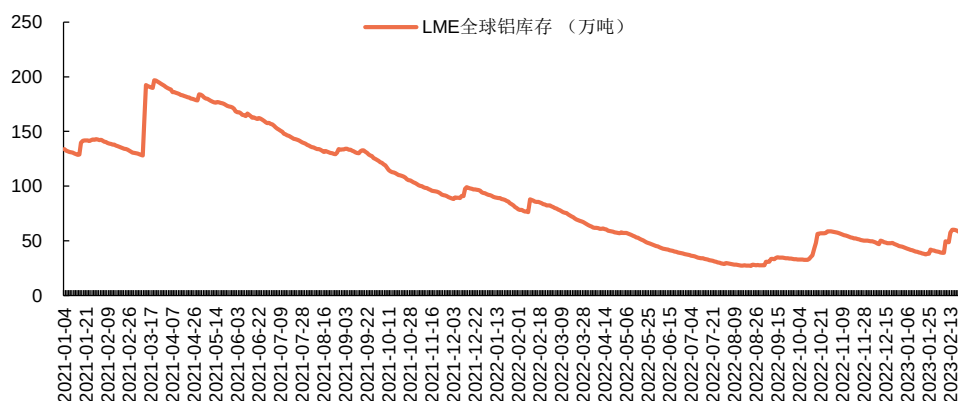
图43: 22 年我国月度铝材出口量 (吨)



资料来源：iFinD，申港证券研究所

资料来源：iFinD，申港证券研究所

海外铝库存持续低位，宏观预期向好支撑出口逐步恢复。21 年 3 月至今，全球铝库存持续下行，22 年 8 月至今库存始终处于历史低位震荡。低库存水平叠加年末圣诞节后复产旺季到来，有望推动海外需求提升，支撑铝材出口恢复。

图44：21 年至今 LME 全球铝库存变化


资料来源：iFinD，申港证券研究所

4. 盈利预测

4.1 关键假设

产销量：公司明晟新材项目、年产 70 万吨绿色新型铝合金材料产能持续释放，未来年产 25 万吨新能源汽车材料支撑产能持续扩张，新能源及汽车领域需求旺盛情况下，假设公司随着新增产能投产的同时，产能利用率稳步提升，23-25 年铝板带箔产销量分别达到 137.9 万吨，162.6 万吨和 201.3 万吨。

表4：公司铝板带箔产能产量假设

年份	2019*	2020*	2021*	2022E	2023E	2024E	2025E
产能（万吨/年）	90	100	116	140	169	189	219
铝板带	77	84	96	114	136	149	165
铝箔	13	16	20	26	33	41	54
产能利用率	95.9%	99%	101.2%	84.4%	82.8%	86.1%	91.9%
铝板带	96.8%	98.5%	99.4%	85.3%	82%	85%	91%
铝箔	85%	92%	95.5%	74.5%	80%	85%	91%
产量（万吨）	86.3	99	114.5	116.6	137.91	162.65	201.29
铝板带	74.55	82.73	95.45	97.4	111.23	126.23	149.76
铝箔	11.05	14.72	19.09	19.2	26.69	34.43	49.53

资料来源：公司公告，申港证券研究所，*细分产能部分基于项目进展信息披露估算得出

单吨毛利：由于公司采用“铝价+加工费”定价模式，因此单吨毛利受铝价、单吨加工费、单吨加工成本等因素影响。其中，单吨加工成本受公司人工、电力、燃气、折旧、物资消耗等成本因素影响，单吨加工费受公司产品类型及需求影响。考虑公司持续着力优化产品结构，提升汽车用铝及电池用铝占比，随着 23 年经济复苏与

新能源领域的快速发展叠加共同拉动需求，我们假设未来公司单吨加工费将稳步提升，进而拉动公司单吨毛利提升，22-24 年分别达到 2544/2677/2960 元/吨。

4.2 业绩预测

根据相关假设，我们预测公司 2022-2024 年营业收入为 284 亿元、320 亿元、373.5 亿元，归母净利润为 17.7 亿元、20.5 亿元、28.2 亿元。

表5：公司营业收入预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入（百万元）	16,333	24,613	28,387	31,984	37,354
	YOY	15.4%	50.7%	15.3%	12.7%	16.8%
	营业成本（百万元）	14,412	21,469	25,309	28,179	32,486
	毛利率	11.8%	12.8%	10.8%	11.9%	13%
铝板带	主营业务收入（百万元）	12,857	19,231	22239	24292	27852
	YOY	12.1%	49.6%	15.6%	9.2%	14.7%
	主营业务成本（百万元）	11,484	16,815	19907	21529	24358
	毛利率	10.68%	12.56%	10.5%	11.4%	12.5%
铝箔	主营业务收入（百万元）	2,457	3,995	4557	6095	7906
	YOY	31.7%	62.6%	14.1%	34%	30%
	主营业务成本（百万元）	2,148	3,408	3923	5165	6643
	毛利率	16.7%	12.5%	13.9%	15.3%	16%

资料来源：IFinD，Wind，申港证券研究所，部分数据为申港证券研究所测算

4.3 估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.83，2.12，2.9，对应 PE 分别为 9.92、8.57、6.24。我们采取相对估值法进行评估。

作为国内铝板带箔龙头企业，公司未来产品结构持续优化，车用铝板、电子/新能源汽车铝箔等高附加值产品占比逐年提升，同时提前布局再生铝提供碳价值。我们选取铝板带箔加工领域具有代表性的企业鼎胜新材、华峰铝业、东阳光、南山铝业进行横向对比。

对比公司中，南山铝业具有从电力、氧化铝、电解铝到铝材生产的全产业链；鼎胜新材主要产品为空调箔、单零箔、双零箔、新能源汽车箔等，其中高附加值产品电池箔产销增长迅速；华峰铝业为国内铝热传输龙头，主要产品还包括电池料与冲压件制品。综和以上可比公司估值，我们给予公司 23 年 12 倍估值，目标价 23.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：公司及可比公司 PE 估值

证券代码	公司简称	当前股价（元）	总市值（亿元）	PE			EPS		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603876.SH	鼎胜新材	42.32	207.6	42.55	15.35	10.74	0.88	2.76	3.94
601702.SH	华峰铝业	14.52	145	24.6	18.26	16.22	0.5	0.8	0.9
600219.SH	南山铝业	3.61	422.7	16.5	10.83	9.76	0.29	0.33	0.37
601677.SH	明泰铝业	18.13	175.8	6.89	9.92	8.57	2.77	1.83	2.12

敬请参阅最后一页免责声明

23 / 27

证券研究报告

5. 风险提示

项目推进不及预期导致产品结构优化推进不及预期。我们判断随着公司新投产产能持续释放及产品结构升级调整的持续推进, 公司高附加值产品占比逐步提升, 进而拉升公司产品盈利能力。若因项目推进、产能释放、产品认证、市场开拓等因素导致产品结构优化推进进度不及预期, 会导致公司盈利能力提升速度放缓。

疫后复苏不及预期或宏观经济形势变化导致下游需求发生变化。我们判断随着疫情防控政策变化与疫情影响的减弱推进疫后恢复拉动需求提升, 同时美联储加息节奏放缓使全球宏观经济形势趋稳向暖。若因疫情反复或疫后复苏不利、宏观经济形势发生变化, 导致铝材需求发生较大波动, 进而导致公司产销走弱, 将影响公司业绩提升。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要基于公司产能释放节奏与需求情况, 以及公司产品结构调整带来的盈利能力提升两大假设预测公司业绩。通过假设产销量与单吨毛利水平估算公司实际经营结果。若实际情况不及假设预期, 将导致盈利预测与实际经营结果出现偏差。对于 2023 年业绩:

- ◆ 若整体产销量较假设下降 1%, 对归母净利润影响为 0.22 亿元 (-0.9%); 若铝板带产销量较假设下降 1%, 对归母净利润影响为 0.165 亿元 (-0.68%); 若铝箔产销量较假设下降 1%, 对归母净利润影响为 0.056 亿元 (-0.23%)。
- ◆ 若铝板带单吨毛利较假设下降 100 元/吨, 对归母净利润影响为 0.978 亿元 (-4%); 若铝箔单吨毛利较假设下降 100 元/吨, 对归母净利润影响为 0.236 亿元 (-0.97%)。

表7: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	16333	24613	28387	31984	37354	流动资产合计	8339	12771	13751	14711	16825
营业成本	14412	21469	25309	28179	32486	货币资金	2073	2909	3406	3838	4591
营业税金及附加	78	111	129	147	170	应收账款	797	1146	1322	1490	1740
营业费用	64	74	85	96	112	其他应收款	29	15	17	19	23
管理费用	184	236	272	306	358	预付款项	430	662	810	902	1027
研发费用	518	953	1277	1439	1681	存货	2362	3724	4160	4632	5340
财务费用	152	81	-215	31	-8	其他流动资产	147	263	284	320	374
资产减值损失	-47	-13	-15	-14	-15	非流动资产合计	4434	6157	6718	7217	7812
公允价值变动收益	11	-6	3	-2	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	81	51	56	63	57	固定资产	2945	3686	3955	4305	4784
营业利润	1304	2173	2047	2376	3242	无形资产	363	442	497	557	630
营业外收入	1	2	5	3	4	商誉	7	7	7	7	7
营业外支出	4	32	10	15	19	其他非流动资产	475	412	651	733	779
利润总额	1301	2142	2042	2364	3227	资产总计	12773	18929	20469	21928	24636
所得税	210	251	240	277	379	流动负债合计	2348	6474	6289	5775	5790
净利润	1092	1890	1803	2086	2848	短期借款	0	376	1049	364	0
少数股东损益	22	38	30	34	32	应付账款	532	933	1010	1119	1326
归属母公司净利润	1070	1852	1772	2052	2816	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	1844	2687	2375	3069	3969	一年内到期的非流动负债	0	1	1	1	1
EPS（元）	1.82	2.77	1.83	2.12	2.90	非流动负债合计	1408	1386	1383	1383	1383
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	1216	1050	1050	1050	1050
成长能力						负债合计	3756	7860	7673	7158	7173
营业收入增长	15.4%	50.7%	15.3%	12.7%	16.8%	少数股东权益	360	394	424	459	491
营业利润增长	7.5%	66.6%	-5.8%	16.0%	36.5%	实收资本（或股本）	661	682	970	970	970
归属于母公司净利润增长	16.7%	73.1%	-4.3%	15.8%	37.2%	资本公积	4107	4346	4058	4058	4058
获利能力						未分配利润	3550	5185	6795	8652	11205
毛利率(%)	11.8%	12.8%	10.8%	11.9%	13.0%	归属母公司股东权益合计	8658	10674	12372	14311	16972
净利率(%)	6.7%	7.7%	6.3%	6.5%	7.6%	负债和所有者权益	12773	18929	20469	21928	24636
总资产净利润(%)	8.4%	9.8%	8.7%	9.4%	11.4%	现金流量表					
ROE(%)	12.4%	17.4%	14.3%	14.3%	16.6%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
偿债能力						经营活动现金流	875	2067	717	2346	2522
资产负债率(%)	29%	42%	37%	33%	29%	净利润	1092	1890	1803	2086	2848
流动比率	3.55	1.97	2.19	2.55	2.91	折旧摊销	389	433	543	662	735
速动比率	2.55	1.40	1.52	1.75	1.98	财务费用	152	81	-215	31	-8
营运能力						应付帐款减少	23	-350	-176	-168	-250
总资产周转率	1.33	1.55	1.44	1.51	1.60	预收帐款增加	-83	0	0	0	0
应收账款周转率	20	25	23	23	23	投资活动现金流	596	-1632	-1032	-1086	-1258
应付账款周转率	31.30	33.61	29.22	30.04	30.55	公允价值变动收益	11	-6	3	-2	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.82	2.77	1.83	2.12	2.90	投资收益	81	51	56	63	57
每股净现金流(最新摊薄)	2.05	0.42	0.51	0.45	0.78	筹资活动现金流	-115	-147	813	-829	-511
每股净资产(最新摊薄)	13.09	15.64	12.76	14.76	17.50	应付债券增加	-379	-167	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	9.96	6.55	9.92	8.57	6.24	普通股增加	45	21	287	0	0
P/B	1.38	1.16	1.42	1.23	1.04	资本公积增加	525	239	-287	0	0
EV/EBITDA	6.04	4.05	6.85	4.94	3.54	现金净增加额	1356	287	498	432	753

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上