



买入(首次)

所属行业: 有色金属/工业金属
当前价格(元): 3.78

证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

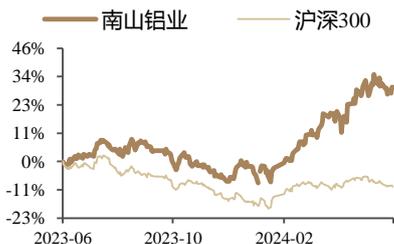
康宇豪

资格编号: S0120524050001

邮箱: kangyh@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.26	8.70	17.16
相对涨幅(%)	3.79	9.06	18.52

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

南山铝业(600219.SH): 上游印尼氧化铝项目持续扩张, 下游坚定发力高端铝产品

投资要点

- **公司具有完整铝一体化产业链, 高端产品占比持续提升。**公司打造全球唯一同地区拥有热电、氧化铝、电解铝、熔铸、铝型材/热轧-冷轧-箔轧、废铝回收(再生利用)的完整铝加工最短距离产业链。2023年公司高端产品的销量约占公司铝产品总销量的14%, 较去年同期增长超1个百分点; 高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的30%, 较去年同期增长近9个百分点。
- **上游-公司在印尼布局合计400万吨氧化铝产能, 氧化铝供需偏紧价格有望维持高位。**截至2023年末, 公司国内氧化铝在产产能140万吨, 印尼氧化铝在产产能200万吨, 合计340万吨。2024年4月29日公司拟投建印尼年产200万吨氧化铝及其他配套公辅项目, 公司规划氧化铝总产能已达540万吨。从中国氧化铝月度供需平衡来看, 2024年整体氧化铝供需较紧, 我们认为较为紧缺的供需结构下, 氧化铝价格有望维持高位。
- **下游-公司重点发力汽车板、航空板、电池铝箔等高端产品。**公司汽车板、电池铝箔价格相对罐料加工费价格高, 公司汽车板、航空板、铝箔等高端产品放量将带动公司加工板块量价齐升。(1) **汽车板:** 预计2020-2026年全球汽车板需求量年复合增速约14%, 公司汽车板在产产能20万吨, 在建产能20万吨。(2) **航空板:** 2002-2021年全球客机交付量22769辆, 预计2022-2041年全球客机交付量将达到42428辆, 增长86.34%, 有望大幅拉动航空铝需求。公司规划5万吨航空板产能。(3) **电池铝箔:** 据GGII, 预计到2025年电池铝箔需求量分别达54.25万吨、105万吨。截至2022年9月, 公司铝箔产能为9.1万吨, 其中包括2.1万吨动力电池箔专用产线, 电池铝箔需求增长将带动公司电池铝箔产品销量增长。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预测公司2024-2026年营业收入分别为318.48/341.77/367.33亿元, 归母净利润分别为38.40/41.96/46.15亿元, PE为11.53/10.55/9.59倍。我们选取了三家铝产业链一体化企业, 2024-2026年平均PE为11.94/10.62/9.72倍, 公司印尼氧化铝产能规模大, 高端铝加工产品销量占比有望持续提升, 公司估值较可比公司平均估值偏低, 仍有上行空间, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司汽车板、航空板等高端铝加工产品产能建设不及预期; 公司印尼资产分拆上市股权稀释超预期; 氧化铝价格下跌超预期。

股票数据

总股本(百万股):	11,708.55
流通 A 股(百万股):	11,708.55
52 周内股价区间(元):	2.66-3.93
总市值(百万元):	44,258.33
总资产(百万元):	68,434.03
每股净资产(元):	4.07

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,951	28,844	31,848	34,177	36,733
(+/-)YOY(%)	21.7%	-17.5%	10.4%	7.3%	7.5%
净利润(百万元)	3,516	3,474	3,840	4,196	4,615
(+/-)YOY(%)	3.1%	-1.2%	10.5%	9.3%	10.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.30	0.33	0.36	0.39
毛利率(%)	20.9%	20.3%	22.7%	23.0%	23.2%
净资产收益率(%)	7.8%	7.2%	7.6%	7.7%	7.8%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 南山铝业-一体化铝企业先行者	5
1.1. 公司是历史悠久的具有完整铝加工产业链的公司	5
1.2. 公司集团持股比例较高，子公司分管不同产品线	5
1.3. 2024 年一季度公司业绩向好发展，净利润营收增速稳健	6
2. 上游：公司印尼布局氧化铝、再生铝，有望受益铝供需缺口带来的涨价逻辑	7
2.1. 公司合计拥有 340 万吨氧化铝在产产能，48 万吨电解铝在产产能，10 万吨再生铝在产产能，印尼优质氧化铝资产拟分拆上市	7
2.2. 氧化铝和电解铝为铝制品重要的上游环节	8
3. 下游：公司重点发力汽车板、航空板、铝箔等高端产品	10
3.1. 汽车铝板行业需求增速快，公司汽车板产能在产 20 万吨，在建 20 万吨	11
3.2. 航空板未来增长前景广阔，公司布局 5 万吨产能有望充分释放	12
3.3. 电池铝箔空间广阔，公司聚焦高性能动力电池箔	13
4. 盈利预测与估值	13
5. 风险提示	16

图表目录

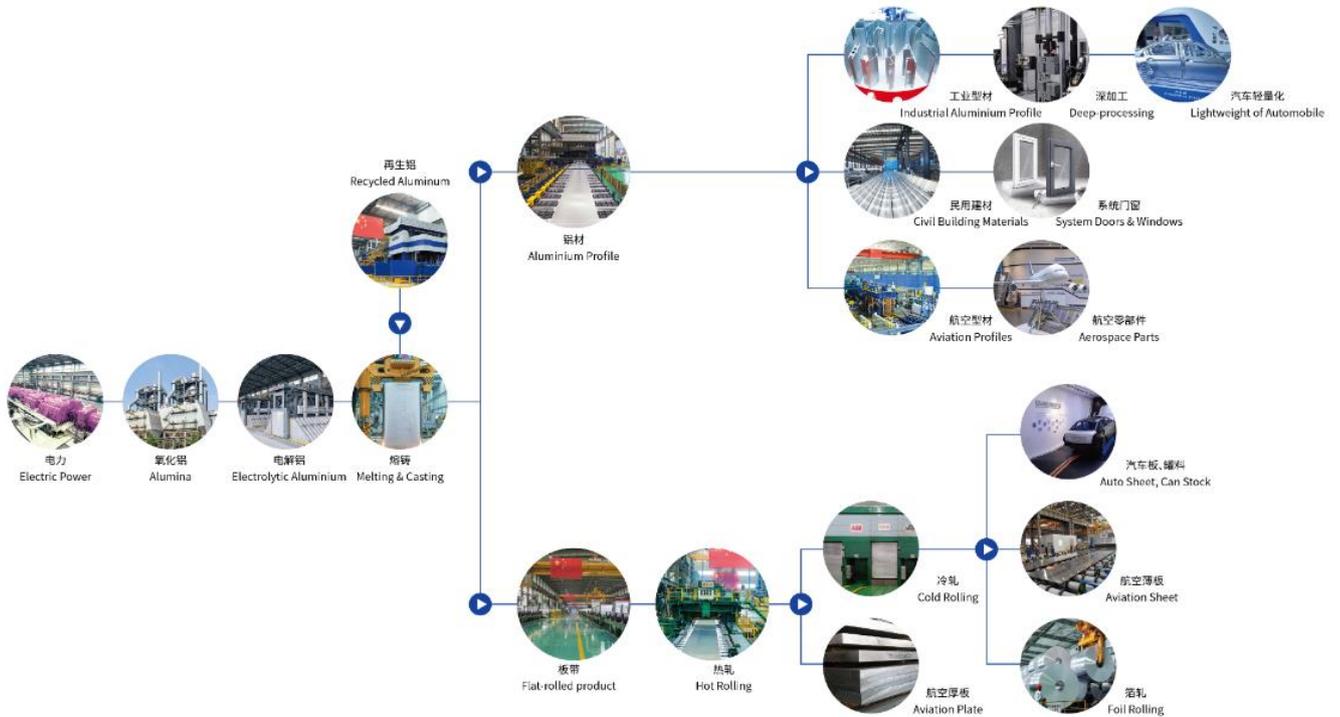
图 1: 公司总体产品产业链	5
图 2: 公司股权结构 (截止 2024 年一季度报)	5
图 3: 公司 2019-2024Q1 营业收入	6
图 4: 公司 2019-2024Q1 归母净利润	6
图 5: 公司高端产品占比 (销量口径/毛利口径)	7
图 6: 公司铝制品毛利率情况	7
图 7: 公司印尼子公司股权结构	8
图 8: 电解铝产业链	8
图 9: 2022 年全球氧化铝产量占比	9
图 10: 山西氧化铝平均价	9
图 11: 中国氧化铝月度供需平衡	10
图 12: 汽车外板、内板、罐料价格对比	11
图 13: 12 μ m 铝箔加工费情况	11
图 14: 全球汽车板需求量预测	11
图 15: 公司部分汽车板合作商	12
图 16: 公司合作航空公司	13
表 1: 公司氧化铝项目	7
表 2: 公司电解铝产能	8
表 3: 全球客机交付量预测 (辆)	12
表 4: 公司业务拆分预测表	14
表 5: 可比公司估值表	14

1. 南山铝业-一体化铝企业先行者

1.1. 公司是历史悠久的具有完整铝加工产业链的公司

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

图 1：公司总体产品产业链

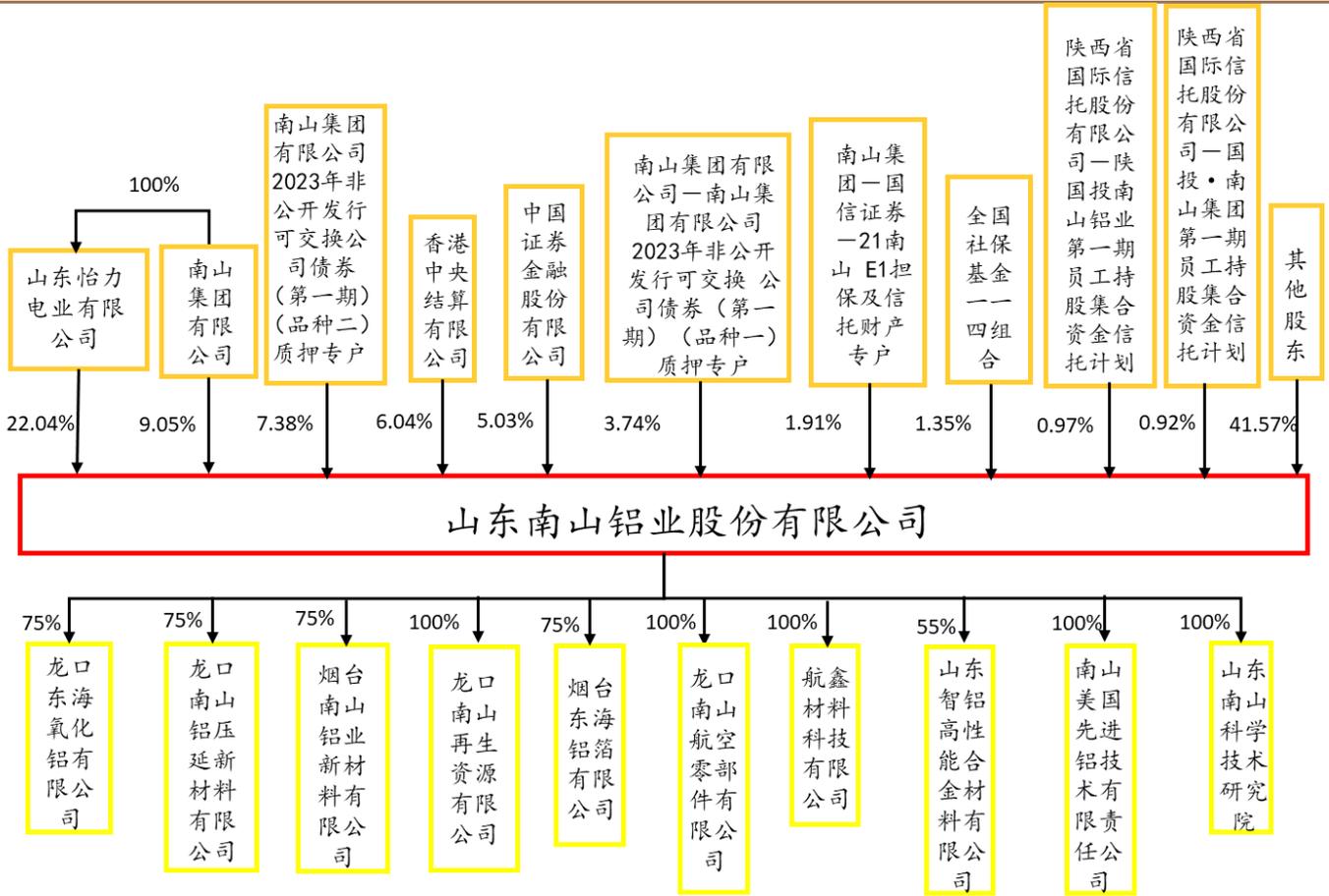


资料来源：公司官网、德邦研究所

1.2. 公司集团持股比例较高，子公司分管不同产品线

公司股权较为集中，子公司众多分管不同产品条线。公司股权结构集中，南山集团有限公司直接+间接持股 44.12%（包含债券及专户），大股东对公司控制力度强，有利于公司决策。从子公司分布来看，不同子公司分管氧化铝、压延材料、新材料、航空部件、铝箔、高性能合金等不同产品，子公司分工较为明确。

图 2：公司股权结构（截止 2024 年一季度报）

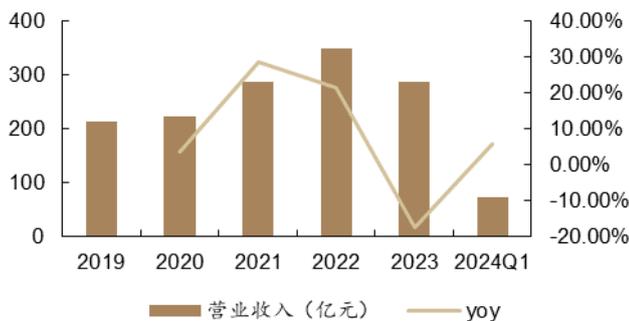


资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

1.3. 2024 年一季度公司业绩向好发展, 净利润营收增速稳健

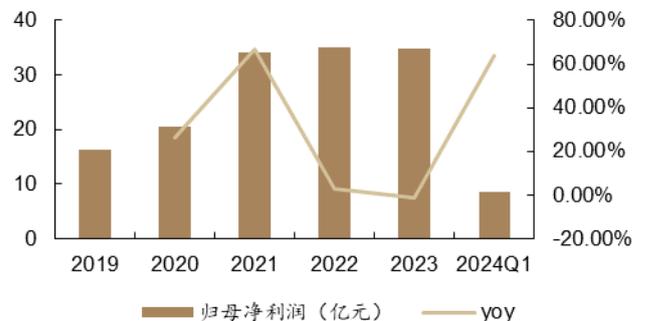
2019-2022 年公司营业收入, 归母净利润保持稳步增长, 2024 年一季度公司业绩向好。2024 年一季度印尼氧化铝粉销量增加、售价上涨及铝产品利润空间上涨拉动公司利润同比大幅提升。

图 3: 公司 2019-2024Q1 营业收入



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

图 4: 公司 2019-2024Q1 归母净利润



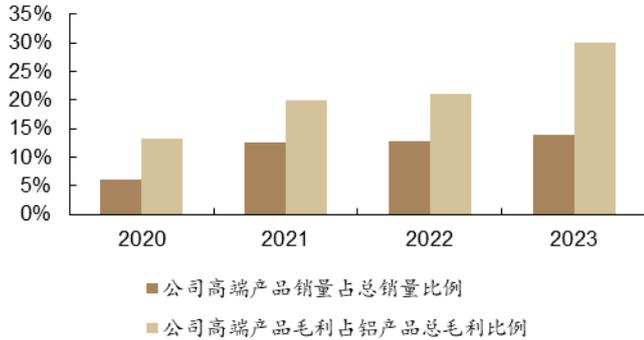
资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

公司高端产品占比持续提升。2023 公司重点发展以汽车板、航空板、动力电池箔等为代表的高附加值产品。高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 14%, 较去年同期增长超 1 个百分点; 高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 30%,

较去年同期增长近 9 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。

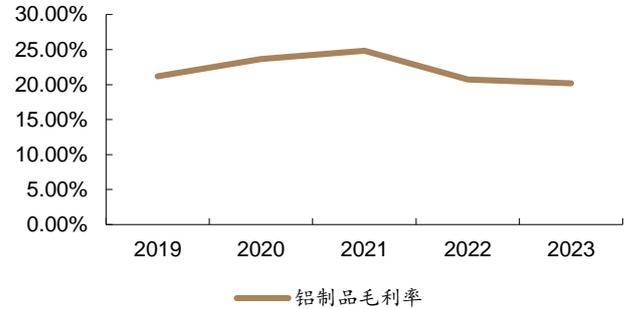
公司近 5 年铝制品毛利率维持在 20% 以上,产品高端化略有成效。

图 5: 公司高端产品占比 (销量口径/毛利口径)



资料来源: 公司年报、德邦研究所

图 6: 公司铝制品毛利率情况



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

2. 上游: 公司印尼布局氧化铝、再生铝, 有望受益铝供需缺口带来的涨价逻辑

2.1. 公司合计拥有 340 万吨氧化铝在产产能, 48 万吨电解铝在产产能, 10 万吨再生铝在产产能, 印尼优质氧化铝资产拟分拆上市

截至 2023 年末, 公司国内氧化铝在产产能 140 万吨, 印尼氧化铝在产产能 200 万吨, 合计 340 万吨。2024 年 4 月 29 日公司拟投建印尼年产 200 万吨氧化铝及其他配套公辅项目, 公司规划氧化铝总产能已达 540 万吨。

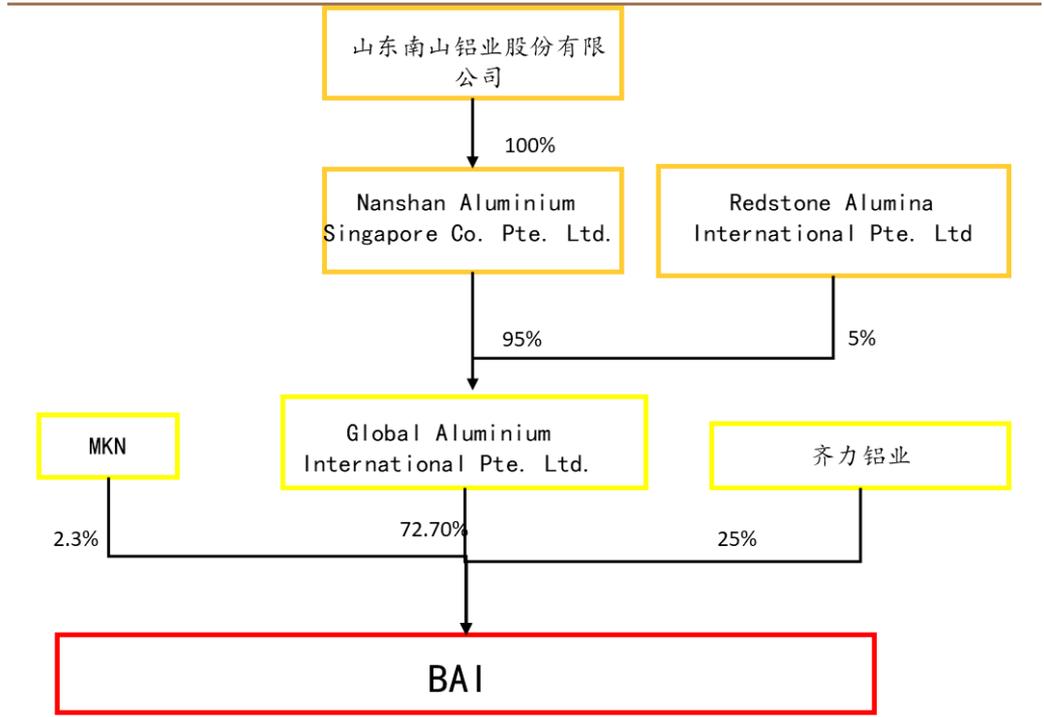
表 1: 公司氧化铝项目

公司项目	产能 (万吨)	项目进展	投产时间/预计投产时间
印尼宾坦南山工业园 200 万吨氧化铝项目	200	已完全投产	2022 年 10 月 23 日
印尼年产 200 万吨氧化铝及其他配套公辅设施项目	200	已公告	启动后 2.5 年
国内在产	140	已完全投产	-
合计在产产能 (万吨)	340		
合计规划产能 (万吨)	540		

资料来源: 公司公告、德邦研究所

公司间接持股印尼氧化铝公司 BAI 约 69% 股权, 并拟在香港联交所分拆上市, 若成功上市, 有望提升 BAI 融资能力。公司拟拆分 BAI 公司至香港联交所主板上市, 本次分拆上市发行股份数量不超过发行后南山铝业国际总股本的约 25% (超额配售权行使前); 并授予承销商不超过上述发行股数 15% 的超额配售权。成功上市有望提升 BAI 公司融资能力。

图 7：公司印尼子公司股权结构



资料来源：《关于分拆所属于子公司南山铝业国际控股游戏那公司至香港联交所上市的预案》、德邦研究所
注：截至 2023 年 10 月 14 日

截至 2023 年末，公司国内拥有 48 万吨电解铝产能，印尼规划 25 万吨电解铝产能，预计 2026 年投产。

表 2：公司电解铝产能

电解铝	产能	投产时间
印尼项目	25 万吨电解铝、26 万吨碳素及配套设施	2026 年
国内现有	48 万吨电解铝	已投产

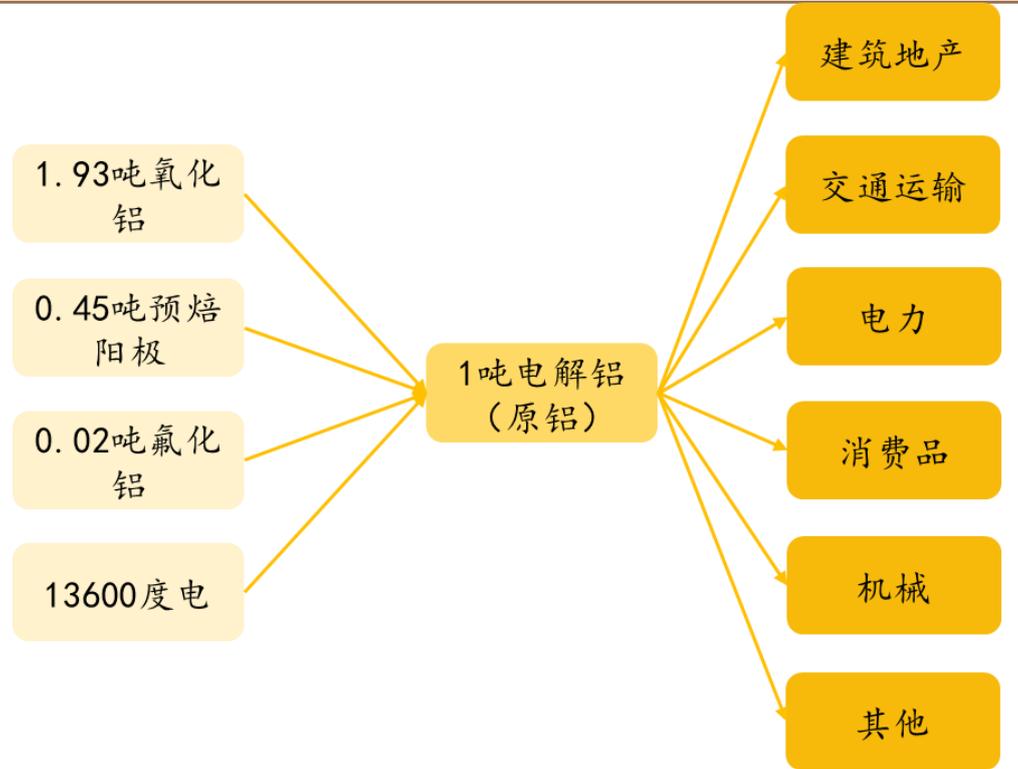
资料来源：公司公告、德邦研究所

公司 2021 年规划了 10 万吨再生铝产能，截至 2023 年末，再生铝部分产能已经开始试生产。

2.2. 氧化铝和电解铝为铝制品重要的上游环节

氧化铝和电解铝是铝重要的上游环节。用铝土矿生产氧化铝，氧化铝通过电解提炼出金属铝称为原铝或电解铝，原铝用于生产铝合金并加工成各类铝材和铝铸件。铝材的加工工艺方法包括轧制、挤压、拉拔、锻造、铸造等，生产出各类不同性能和用途的铝合金产品，如铝板带箔、铝挤压型材、铝铸件等。

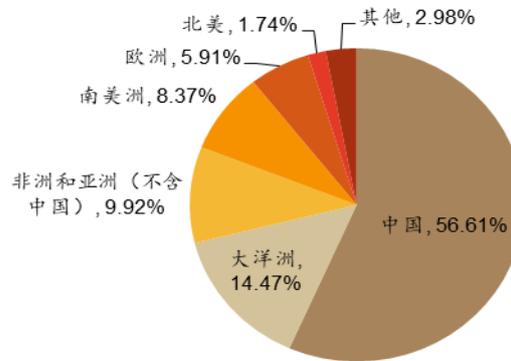
图 8：电解铝产业链



资料来源：华经产业研究院、德邦研究所

从氧化铝产量来看，2022年中国产量占比较高，达56.61%，原料铝土矿主要依赖国外进口。

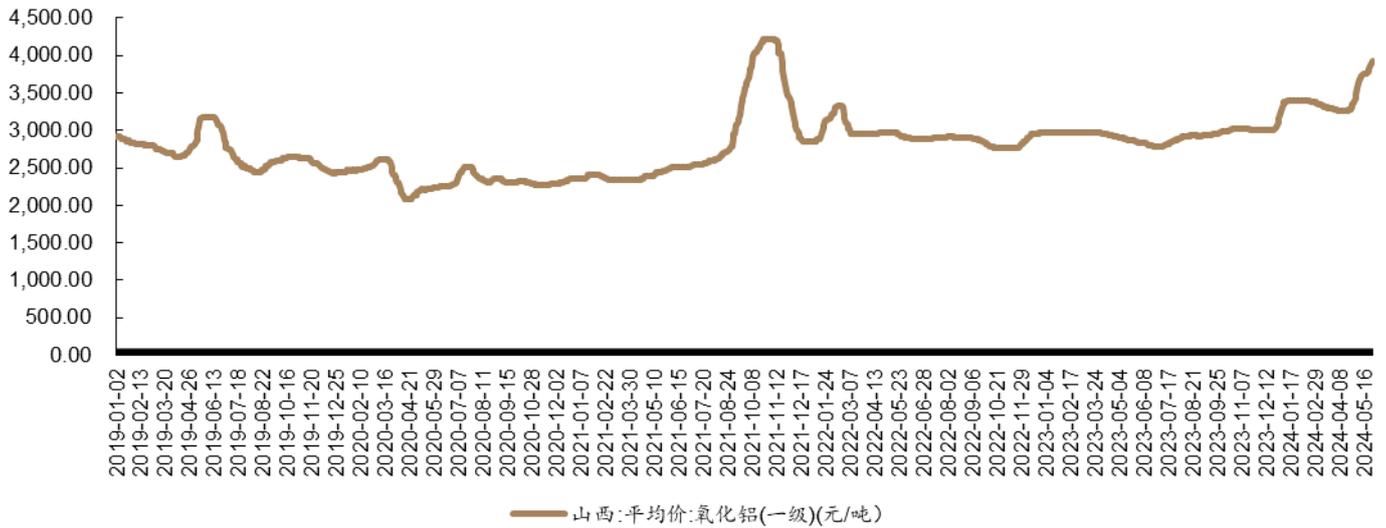
图9：2022年全球氧化铝产量占比



资料来源：智研咨询、国际铝业协会、德邦研究所

氧化铝价格2024年以来有所上涨，有望对公司业绩起积极作用。2024年整体氧化铝价格有向上突破的趋势，将对公司业绩起积极作用。

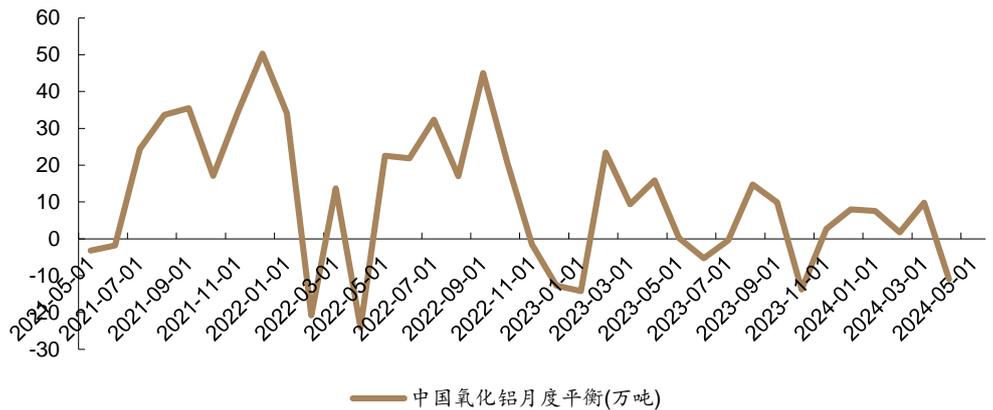
图10：山西氧化铝平均价



资料来源: wind、德邦研究所

从中国氧化铝月度供需平衡来看, 2024 年整体氧化铝供需较紧, 我们认为较为紧缺的供需结构下, 氧化铝价格有望维持高位。

图 11: 中国氧化铝月度供需平衡

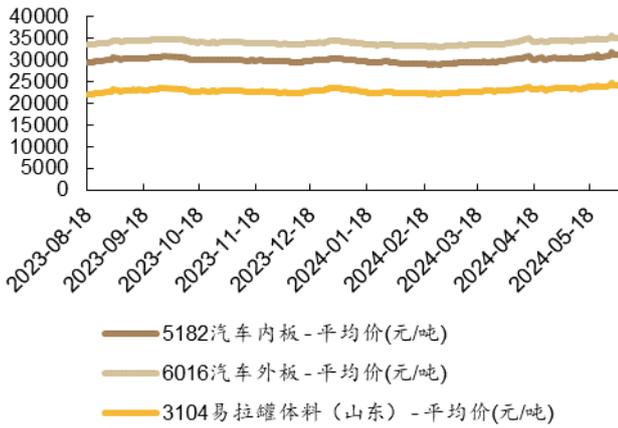


资料来源: SMM、德邦研究所

3. 下游: 公司重点发力汽车板、航空板、铝箔等高端产品

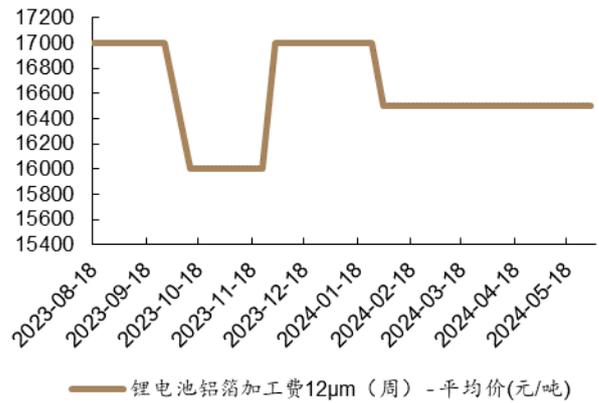
公司汽车板、电池铝箔价格相对罐料加工费价格高, 公司汽车板、航空板、铝箔等高端产品放量将带动公司加工板块量价齐升。

图 12: 汽车外板、内板、罐料价格对比



资料来源: SMM、德邦研究所

图 13: 12μm 铝箔加工费情况

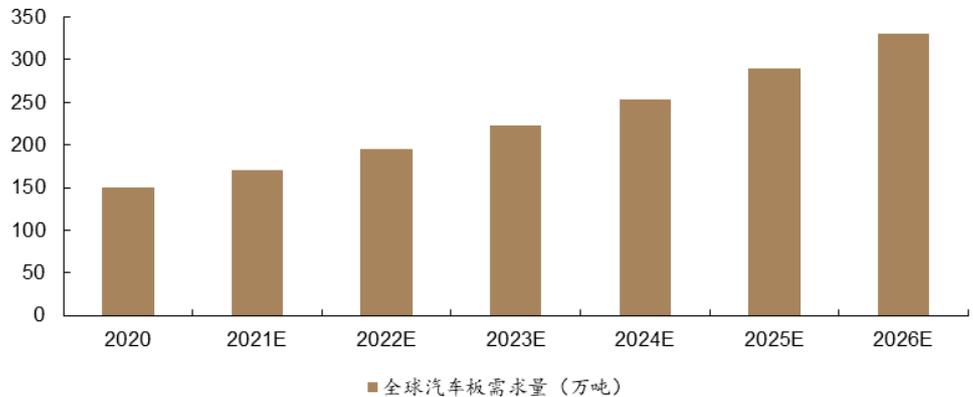


资料来源: SMM、德邦研究所

3.1. 汽车铝板行业需求增速快, 公司汽车板产能在产 20 万吨, 在建 20 万吨

汽车板需求增速较快, 预计 2020-2026 年年复合增速约 14%。据中研网, 随着全球汽车电动化的发展, 全球汽车铝板的需求量到 2026 年预计将增长到 330 万吨, 2020-2026 年均复合增长率约 14%。

图 14: 全球汽车板需求量预测



资料来源: 中研网、德邦研究所

国外汽车板企业市占率较高, 国内汽车板市占率仍有提升空间。据 QYresearch, 全球汽车板核心厂商包括诺贝丽斯、美铝、肯联、神户制钢等, 前五大厂商占有全球大约 82% 的份额。北美是全球最大的生产地区, 占有接近 44% 的市场份额。

公司汽车板现有在产产能 20 万吨, 在建产能 20 万吨, 待新建产能建成投产后, 公司汽车板专用产能将达到 40 万吨。

公司在汽车板领域拥有多家汽车合作商。供货产品基本覆盖各合资、外资、自主品牌以及造车新势力品牌, 并与国际知名新能源车企、赛力斯、小米、宝马、上汽通用、日产、蔚来、理想等国内外多个知名整车厂商及零部件供应商保持紧密合作。

图 15: 公司部分汽车板合作商



资料来源: 公司 2023 年年报、德邦研究所

随公司汽车板产能逐步释放, 有望成为公司高端制造的重要拉动力量。

3.2. 航空板未来增长前景广阔, 公司布局 5 万吨产能有望充分释放

2022-2041 年全球客机交付量有望大幅增长。根据《中国商飞市场预测年报 2022-2041》, 2002-2021 年全球客机交付量 22769 辆, 预计 2022-2041 年全球客机交付量将达到 42428 辆, 增长 86.34%。其中预计 2022-2026 年全球客机交付量达 8477 辆, 2027-2031 年全球客机交付量达 9425 辆, 2032-2036 年全球客机交付量达 11173 辆, 2037-2041 年全球客机交付量达 13353 辆。

表 3: 全球客机交付量预测 (辆)

		2022-2026 年交付量	2027-2031 年交付量	2032-2036 年交付量	2037-2041 年交付量	2022-2041 年合计交付量
涡扇支线客机	小型	0	0	70	90	160
	中型	173	127	92	92	484
	大型	572	714	1077	1360	3723
单通道喷气客机	小型	657	537	461	437	2092
	中型	3830	4425	5560	6772	20587
	大型	1800	1853	1863	2172	7688
双通道喷气客机	小型	1137	1346	1491	1715	5689
	中型	183	286	419	578	1466
	大型	125	137	140	137	539
合计		8477	9425	11173	13353	42428

资料来源: 《中国商飞市场预测年报 2022-2041》、COMAC、德邦研究所

铝合金占航空器机体结构重量的 40-70%, 全球客机交付量增长有望拉动航空铝合金需求。据《我国航空铝合金产业发展战略研究》, 铝合金一直是航空器机体结构中最重要选材之一, 其用量约占机体结构重量的 40%~70%, 广泛应用于飞机主承力框、梁、壁板、蒙皮等部位。

公司规划 5 万吨航空板产能, 目前已与全球多家航空公司建立合作关系。公司顺利通过核心客户的航空材料认证项目, 已成为世界尖端航空材料供应商俱乐部成员、国产大飞机原材料国产化示范平台的主要承制单位。

图 16: 公司合作航空公司



资料来源: 公司 2023 年年报、德邦研究所

3.3. 电池铝箔空间广阔，公司聚焦高性能动力电池箔

电池铝箔随新能源汽车增长，未来空间广阔。据 GGII，预计到 2025 年全球动力电池出货量将达到 1550GWh，2030 年有望达到 3000GWh。对应电池铝箔需求量分别为 54.25 万吨、105 万吨。

截至 2022 年 9 月，公司铝箔产能为 9.1 万吨，其中包括 2.1 万吨动力电池箔专用产线，主要聚焦 10-12 μ 高性能动力电池箔产品。未来电池铝箔需求增长将带动公司电池箔产品销量提升。

4. 盈利预测与估值

随上游氧化铝、电解铝价格维持高位，公司高端产品汽车板、航空板、电池铝箔等材料不断放量，公司各项业务将向好发展。

(1) 氧化铝：由于 2024 年氧化铝价格维持高位，随着印尼氧化铝产能充分释放，我们预计公司 2024-2026 年氧化铝营业收入分别为 61.79/63.42/65.08 亿元，毛利率分别为 29%/29%/29%。

(2) 铝合金锭：我们预计公司 2024-2026 年铝合金锭营业收入分别为 13.99/14.84/15.73 亿元，毛利率分别为 7%/7%/7%。

(3) 热轧卷/板：我们预计公司 2024-2026 年热轧卷/板营业收入分别为 7.02/7.44/7.89 亿元，毛利率分别为 34%/34%/34%。

(4) 冷轧卷/板：我们预计公司 2024-2026 年冷轧卷/板营业收入分别为 172.84/192.02/213.34 亿元，毛利率分别为 23%/24%/24%。

(4) 铝箔：我们预计公司 2024-2026 年铝箔营业收入分别为 14.38/14.67/14.96 亿元，毛利率分别为 18%/18%/18%。

(4) 铝型材：我们预计公司 2024-2026 年铝型材营业收入分别为 43.05/43.91/44.80 亿元，毛利率分别为 16%/16%/16%。

表 4：公司业务拆分预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氧化铝营业收入 (百万元)	3643	5732	6179	6342	6508
氧化铝营业成本 (百万元)	2795	4285	4387	4502	4621
氧化铝毛利 (百万元)	848	1447	1792	1839	1887
氧化铝毛利率	23%	25%	29%	29%	29%
铝合金锭营业收入 (百万元)	1513	1319	1399	1484	1573
铝合金锭营业成本 (百万元)	1391	1222	1296	1374	1458
铝合金锭毛利 (百万元)	122	97	103	109	116
铝合金锭毛利率	8%	7%	7%	7%	7%
热轧卷/板营业收入 (百万元)	616	662	702	744	789
热轧卷/板营业成本 (百万元)	448	438	465	493	523
热轧卷/板毛利 (百万元)	167	223	237	251	267
热轧卷/板毛利率	27%	34%	34%	34%	34%
冷轧卷/板营业收入 (百万元)	21592	14964	17284	19202	21334
冷轧卷/板营业成本 (百万元)	16683	11950	13276	14677	16225
冷轧卷/板毛利 (百万元)	4909	3015	4008	4526	5109
冷轧卷/板毛利率	23%	20%	23%	24%	24%
铝箔营业收入 (百万元)	1757	1410	1438	1467	1496
铝箔营业成本 (百万元)	1433	1162	1185	1209	1233
铝箔毛利 (百万元)	324	248	253	258	263
铝箔毛利率	18%	18%	18%	18%	18%
铝型材营业收入 (百万元)	4782	4220	4305	4391	4480
铝型材营业成本 (百万元)	4079	3542	3613	3686	3760
铝型材毛利 (百万元)	703	678	692	706	720
铝型材毛利率	15%	16%	16%	16%	16%
其他营业收入 (百万元)	1048	536	542	547	553
其他营业成本 (百万元)	816	378	381	385	389
其他毛利 (百万元)	233	159	160	162	164
其他毛利率	22%	30%	30%	30%	30%
合计营业收入 (百万元)	34951	28844	31848	34177	36733
合计营业成本 (百万元)	27644	22977	24603	26326	28208
合计毛利 (百万元)	7307	5867	7245	7851	8525
合计毛利率	21%	20%	23%	23%	23%

资料来源：2022-2023 年为公司公告，2024-2026 年为德邦研究所预测

综上，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 318.48/341.77/367.33 亿元，归母净利润分别为 38.40/41.96/46.15 亿元，PE 为 11.53/10.55/9.59 倍。我们选取了三家铝产业链一体化企业，2024-2026 年平均 PE 为 11.94/10.62/9.72 倍，公司印尼氧化铝产能规模大，高端铝加工产品销量占比有望持续提升，公司估值较可比公司平均估值偏低，仍有上行空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值表

代码	公司	2024 年 6 月		每股收益 (元)				市盈率 PE (倍)			
		19 日股价 (元)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
600219.SH	南山铝业	3.78	0.30	0.33	0.36	0.39	9.80	11.53	10.55	9.59	

002532.SZ	天山铝业	8.07	0.48	0.69	0.76	0.80	12.52	11.70	10.62	10.09
601600.SH	中国铝业	7.64	0.39	0.53	0.64	0.73	14.41	14.39	11.97	10.40
000807.SZ	云铝股份	13.81	1.14	1.42	1.49	1.59	10.71	9.73	9.27	8.69
平均值							12.55	11.94	10.62	9.72

资料来源：2023 年数据来源于 wind，南山铝业、天山铝业、云铝股份 2024-2026 年为德邦研究所预测，中国铝业 2024-2026 年为同花顺 iFind 一致预期

5. 风险提示

(1) 公司汽车板、航空板等高端铝加工产品产能建设不及预期。若公司高端铝加工产品产能不及预期，则公司冷轧板/卷板块收入和利润将受到不利影响。

(2) 公司印尼资产分拆上市股权稀释超预期。若公司印尼资产分拆上市股权遭遇大量稀释，则对公司归母净利润将产生不利影响。

(3) 氧化铝价格下跌超预期。公司氧化铝成本相对稳定，若氧化铝价格下跌超预期，则对公司氧化铝板块营收和利润产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.33	0.36	0.39
每股净资产	4.13	4.32	4.68	5.08
每股经营现金流	0.36	0.56	0.51	0.58
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	9.80	11.53	10.55	9.59
P/B	0.71	0.87	0.81	0.74
P/S	1.53	1.39	1.29	1.20
EV/EBITDA	2.69	3.49	2.69	1.84
股息率%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	20.3%	22.7%	23.0%	23.2%
净利润率	13.9%	13.8%	14.1%	14.4%
净资产收益率	7.2%	7.6%	7.7%	7.8%
资产回报率	5.0%	5.3%	5.4%	5.6%
投资回报率	5.2%	6.8%	6.9%	7.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-17.5%	10.4%	7.3%	7.5%
EBIT 增长率	-20.0%	36.0%	9.1%	9.1%
净利润增长率	-1.2%	10.5%	9.3%	10.0%
偿债能力指标				
资产负债率	21.5%	20.8%	20.0%	19.2%
流动比率	2.8	3.0	3.2	3.5
速动比率	2.3	2.4	2.7	2.9
现金比率	1.9	2.0	2.2	2.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.3	36.4	35.8	36.1
存货周转天数	99.6	92.6	91.2	91.6
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	1.1	1.3	1.5	1.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,474	3,840	4,196	4,615
少数股东损益	529	545	610	665
非现金支出	2,478	1,768	1,784	1,834
非经营收益	-573	99	166	156
营运资金变动	-1,677	253	-800	-439
经营活动现金流	4,230	6,505	5,955	6,831
资产	262	-1,870	-1,619	-1,627
投资	793	-93	-97	-96
其他	252	12	90	98
投资活动现金流	1,307	-1,952	-1,626	-1,625
债权募资	113	-98	-23	-57
股权募资	240	-70	0	0
其他	-2,941	-1,749	-259	-258
融资活动现金流	-2,588	-1,917	-282	-315
现金净流量	3,049	2,626	4,047	4,891

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 6 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28,844	31,848	34,177	36,733
营业成本	22,977	24,603	26,326	28,208
毛利率%	20.3%	22.7%	23.0%	23.2%
营业税金及附加	237	254	275	295
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	264	283	307	329
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	858	922	999	1,070
管理费用率%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	1,273	1,389	1,496	1,606
研发费用率%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
EBIT	3,503	4,765	5,200	5,672
财务费用	-100	-2	-31	-73
财务费用率%	-0.3%	-0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-66	0	0	0
投资收益	70	87	90	98
营业利润	4,368	4,767	5,231	5,745
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	4,368	4,767	5,231	5,745
EBITDA	5,848	6,533	6,984	7,506
所得税	366	382	426	465
有效所得税率%	8.4%	8.0%	8.1%	8.1%
少数股东损益	529	545	610	665
归属母公司所有者净利润	3,474	3,840	4,196	4,615

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	26,388	29,015	33,062	37,952
应收账款及应收票据	4,298	4,435	4,870	5,195
存货	6,272	6,386	6,951	7,406
其它流动资产	2,968	2,812	3,105	3,241
流动资产合计	39,926	42,647	47,988	53,794
长期股权投资	672	765	863	958
固定资产	24,433	23,819	22,919	22,230
在建工程	683	1,369	2,068	2,516
无形资产	2,379	2,405	2,436	2,465
非流动资产合计	28,889	29,184	29,120	29,013
资产总计	68,815	71,832	77,108	82,807
短期借款	7,533	7,407	7,384	7,326
应付票据及应付账款	3,247	3,487	3,728	3,995
预收账款	1,252	1,274	1,406	1,497
其它流动负债	2,080	2,194	2,316	2,433
流动负债合计	14,112	14,362	14,833	15,252
长期借款	29	29	29	29
其它长期负债	647	583	583	583
非流动负债合计	675	611	611	611
负债总计	14,787	14,973	15,444	15,863
实收资本	11,709	11,709	11,709	11,709
普通股股东权益	48,344	50,630	54,826	59,441
少数股东权益	5,684	6,229	6,838	7,504
负债和所有者权益合计	68,815	71,832	77,108	82,807

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。