

南山铝业 (600219.SH)

铝一体化企业，上游产能出海加速

优于大市

核心观点

公司布局铝全产业链，实行国内高端制造、海外聚焦上游的发展战略。南山铝业成立于1993年，控股股东为南山集团，主营铝及铝加工业务。自成立以来，公司不断向上下游双向延伸产业链，逐渐形成了目前国内重点发力航空板和汽车板等高壁垒产品，海外主要聚焦上游氧化铝和电解铝的发展格局。截至2024年，公司具备的产能情况为：电解铝48万吨、氧化铝340万吨、罐料60万吨、铝箔9万吨、汽车板20万吨、航空板设计产能5万吨。

加强上游布局，印尼规划400万吨氧化铝和100万吨电解铝。在国内，公司自2023年起淘汰山东省的33.6万吨高能耗电解铝产能，预计能获得资产处置收益14亿元左右，指标转让完成后国内火电铝由81.6万吨降至48万吨；另外公司在山东具备140万吨氧化铝产能，但往年来看年产量基本能达到170万吨左右。在海外，公司自2017年开始规划印尼宾坦工业园氧化铝项目，成本优势显著，目前已达产200万吨，还有等量产能正在筹建；并在同一工业园向下游延伸，建设25万吨电解铝产能，远期印尼电解铝规划100万吨。

加工端重点发展汽车板、航空板等高端产品。公司铝加工产品种类齐全，传统产品和高壁垒产品都有较大产能，其中汽车板和航空板是公司重点发展的高端制造类材料。汽车板对质量的要求很高，且均为定制化需求，公司是A股上市公司中唯一的纯国产汽车板企业，现有产能20万吨，还有20万吨在建产能预计24年末投产，随后公司将成为国内汽车铝板产能最大的供应商。

电解铝产能触及天花板，价格中枢有望上移。供应端，2017年之后电解铝产能从以煤电为主的地区转入以水电为主的云南、广西等地，全年发电量分布呈现丰水期多、枯水期少，造成电力供应不稳，电解铝企业频繁限电限产，国内电解铝运行产能以及产量可能已经见顶或接近顶部。需求端，2023年国内房屋竣工面积同比+17%，但建筑铝型材产量同比-0.8%，因为竣工端对实物商品的需求在2023年以前就已经体现。因此预期2024年地产竣工面积大幅下滑，并不意味着对铝需求有大的拖累。

盈利预测与估值：随着各项产能逐步投产，公司业绩有望得到释放。预计公司2024-2026年归母净利润分别为39.48/41.45/47.61亿元（+13.63%/+5.01%/+14.85%），EPS分别为0.34/0.35/0.41元。通过多角度估值，预计公司合理估值4.30-4.72元，相对于目前股价有13%-24%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险；美联储加息政策超预期导致金属价格受到压制的风险；电力等原材料价格大幅上行导致电解铝盈利能力下降的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,951	28,844	28,180	32,096	36,643
(+/-%)	21.7%	-17.5%	-2.3%	13.9%	14.2%
归母净利润(百万元)	3516	3474	3948	4145	4761
(+/-%)	3.1%	-1.2%	13.6%	5.0%	14.8%
每股收益(元)	0.30	0.30	0.34	0.35	0.41
EBIT Margin	12.3%	11.2%	17.3%	16.5%	17.4%
净资产收益率(ROE)	7.8%	7.2%	7.7%	7.7%	8.3%
市盈率(PE)	12.4	12.5	11.0	10.5	9.1
EV/EBITDA	8.9	10.6	7.4	7.0	6.1
市净率(PB)	0.96	0.90	0.85	0.80	0.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·深度报告

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn S0980522080003

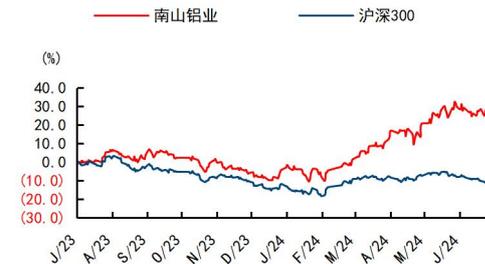
联系人：马可远

makeyuan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	4.30 - 4.72元
收盘价	3.81元
总市值/流通市值	44610/44610百万元
52周最高价/最低价	4.01/2.69元
近3个月日均成交额	443.86百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
公司沿革及经营概况	5
近年来业绩显著提升，资产负债率稳中有降	6
电解铝行业分析	8
电解铝产能向低成本地区转移	9
供应端从无序扩张到有序可控	10
电解铝供需紧平衡，价格中枢有望上移	12
业务分析	13
电解铝：转让国内指标，布局海外产能	14
氧化铝：印尼规划 400 万吨低成本氧化铝	15
铝加工：重点发展汽车板、航空板等高端产品	17
财务分析	19
盈利能力	19
营运能力	20
偿债能力	21
盈利预测	21
假设前提	21
未来 3 年业绩预测	23
盈利预测的敏感性分析	23
估值与投资建议	24
绝对估值：4.30-5.21 元	24
相对估值：4.05-4.72 元	25
投资建议	25
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图 1: 南山铝业历史沿革	5
图 2: 公司股权结构及主要子公司 (截至 2024Q1)	5
图 3: 公司历年现金分红总额 (单位: 亿元)	6
图 4: 公司股利支付率和股息率	6
图 5: 公司营收及同比 (单位: 亿元)	6
图 6: 公司归母净利润及同比 (单位: 亿元)	6
图 7: 营业收入分产品 (单位: 亿元)	7
图 8: 各类产品营收占比	7
图 9: 毛利分产品 (单位: 亿元)	7
图 10: 各类产品毛利占比	7
图 11: 公司毛利率和净利率变化	7
图 12: 公司分产品毛利率 (%)	7
图 13: 公司资产负债率	8
图 14: 公司经营性净现金流 (亿元)	8
图 15: 公司期间费用率	8
图 16: 公司 ROE、ROIC 变化情况 (%)	8
图 17: 电解铝产业链	9
图 18: 国内电解铝成本构成	9
图 19: 国内电解铝运行产能变化 (2017.05-2024.03)	9
图 20: 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10
图 21: 部分电解铝上市公司毛利率 (%)	10
图 22: 国内电解铝运行产能已经触顶 (万吨)	11
图 23: 2023-2025 中国电解铝产能变化 (万吨)	11
图 24: 国内外电解铝产量 (万吨)	12
图 25: 中国未锻铝及铝材出口量 (万吨)	12
图 26: 2000 年以来全球铜铝锌需求增速	13
图 27: 公司上游氧化铝和电解铝产量 (单位: 万吨)	14
图 28: 公司下游铝加工材料分品种产量 (单位: 万吨)	14
图 29: 公司电解铝产量及预测 (单位: 万吨)	15
图 30: 公司国内氧化铝产量 (单位: 万吨)	15
图 31: 我国分省份氧化铝周度毛利润 (单位: 元/吨)	15
图 32: 公司印尼氧化铝产量 (单位: 万吨)	16
图 33: 氧化铝澳大利亚离岸 (截至 24.6.27, 单位: 美元/吨)	16
图 34: 目前的 BAI 股权结构图	17
图 35: 完成拆分后的 BAI 股权结构图	17
图 36: 南山铝业产业链布局	18
图 37: 行业内公司营业收入对比 (单位: 亿元)	19

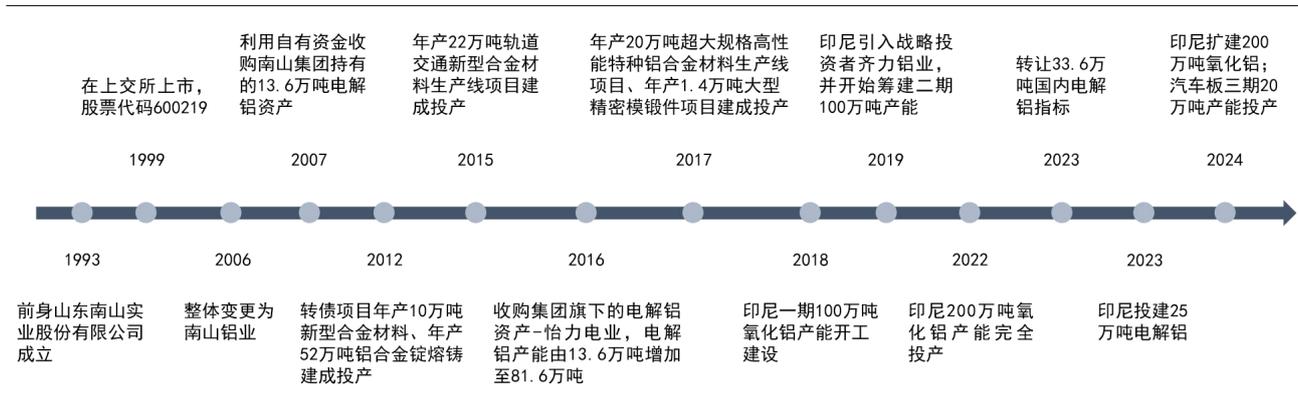
图 38: 行业内公司净利润对比 (单位: 亿元)	19
图 39: 行业内公司毛利率对比	19
图 40: 行业内公司净利率对比	19
图 41: 行业内公司 ROE 对比	20
图 42: 行业内公司 ROA 对比	20
图 43: 行业内公司存货周转天数对比	20
图 44: 行业内公司应收账款周转天数对比	20
图 45: 行业内公司总资产周转率对比	20
图 46: 行业内公司净营业周期对比	20
图 47: 行业内公司资产负债率对比	21
图 48: 行业内公司 EBITDA/带息债务对比	21
图 49: 行业内公司货币资金/短期债务对比	21
图 50: 行业内公司现金流量利息保障倍数对比	21
表 1: 近年中国电解铝产能变动方向-追寻廉价电力	10
表 2: 中国电解铝产能在全球电解铝产能成本曲线中的变动	11
表 3: 国外电解铝新增产能预估	12
表 4: 全球原铝供需平衡 (单位: 万吨)	13
表 5: 公司电解铝产能指标转让情况	14
表 6: 主营业务经营情况预测 (单位: 百万元)	23
表 7: 公司盈利预测的敏感性分析	23
表 8: 公司盈利预测假设条件 (%)	24
表 9: 资本成本假设	24
表 10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	24
表 11: 可比公司估值情况	25

公司概况

公司沿革及经营概况

全球化布局，国内深耕高端产品，海外聚焦上游氧化铝和电解铝。南山铝业于1993年3月成立于山东省龙口市，并于1999年12月在A股上市，股票代码为600219.SH。公司主营铝及铝深加工业务，在国内具备从氧化铝、电解铝到铝加工的短距离完整产业链，并深耕高附加值、高壁垒的汽车板和航空板等产品；在印尼具备低成本氧化铝产能和在建的电解铝产能，实现了全球布局。

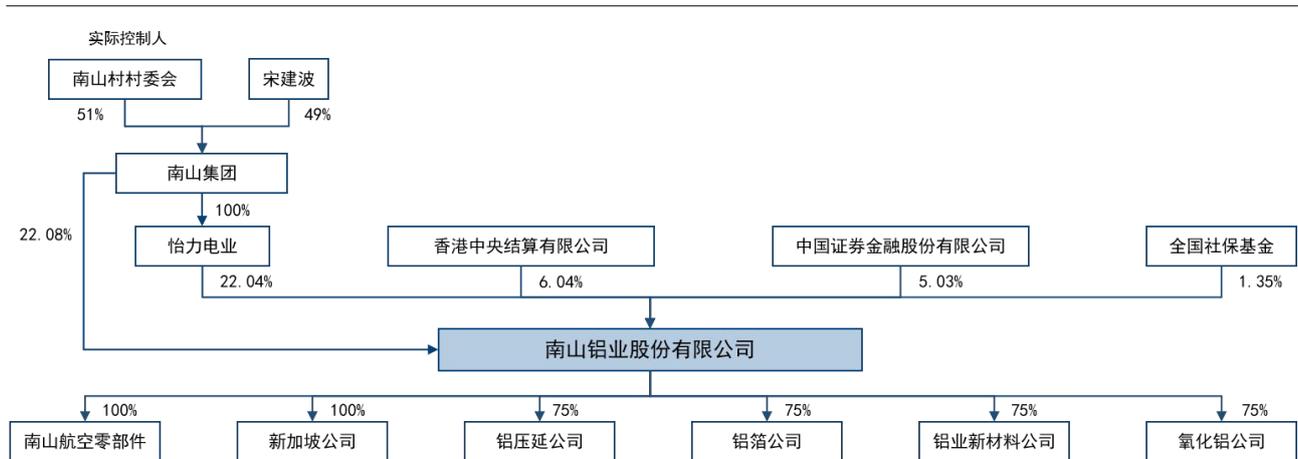
图1：南山铝业历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

控股股东为南山集团，实控人为南山村村民委员会。截至2024年一季度末，公司的第一大股东为南山集团，集团直接持有公司22.08%股权，并通过持有怡力电业100%股权间接持有公司22.04%股权，合计持有公司44.12%股权。南山集团下属子公司中，除南山铝业外还有两家上市公司，即从事纺织服装行业的南山智尚，以及从事物流行业的恒通股份。公司的实控人为南山村村委会，实控人对南山集团持股51%，另外49%股权由集团董事长宋建波持有。

图2：公司股权结构及主要子公司（截至2024Q1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司2023年分红比例显著提升。往年来看，公司大部分年份均保持较高分红比例，

2023 年随着 200 万吨印尼氧化铝项目满产，分红比例大幅提升至 40% 以上。2021-2023 年，公司分红比例分别为 21.85%/13.32%/40.37%，股息率分别为 1.34%/1.22%/4.08%。此外，公司近年来多次实施股票回购，彰显发展信心。

图3：公司历年现金分红总额（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司股利支付率和股息率

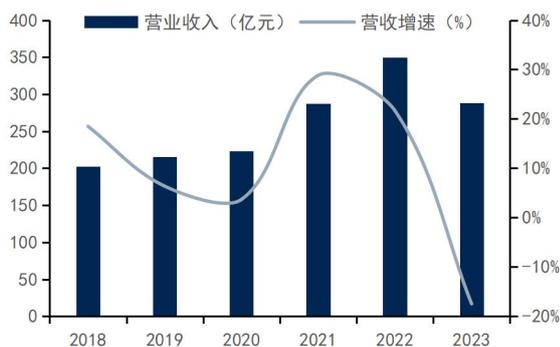


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

近年来业绩显著提升，资产负债率稳中有降

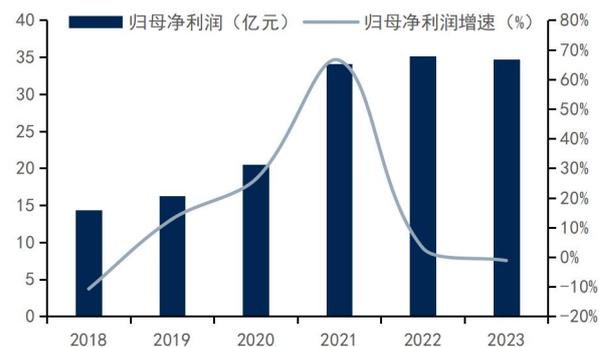
转让电解铝指标后营收下滑，但对净利润影响不大。2021-2023 年，公司分别实现营收 287.25/349.51/288.44 亿元，实现归母净利润 34.11/35.16/34.74 亿元。2023 年营收下滑主要原因系消费类产品受到欧美国家外贸政策影响、叠加消费类产品价格下行导致；归母净利润未出现大幅下滑原因系公司收到电解铝指标转让首批回款。

图5：公司营收及同比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司归母净利润及同比（单位：亿元）



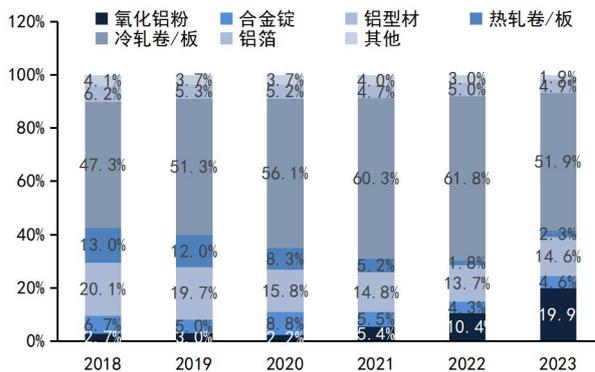
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7: 营业收入分产品 (单位: 亿元)



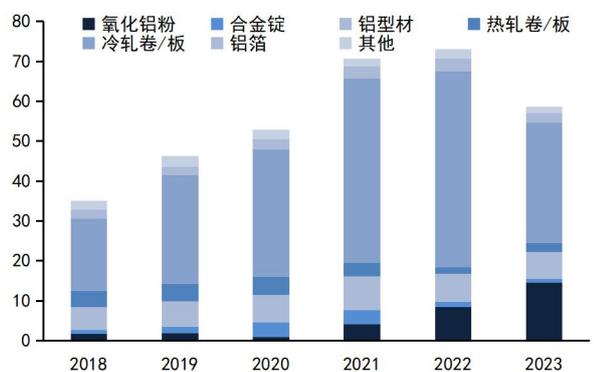
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 各类产品营收占比



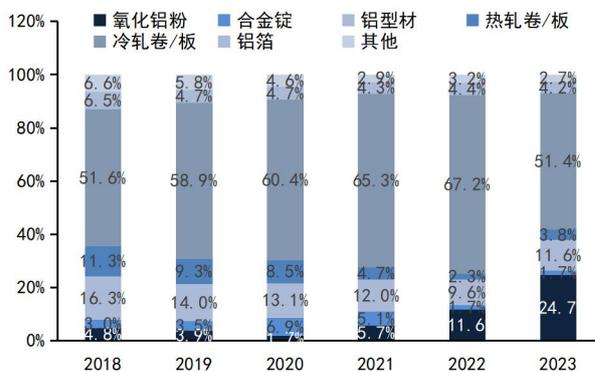
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 毛利分产品 (单位: 亿元)



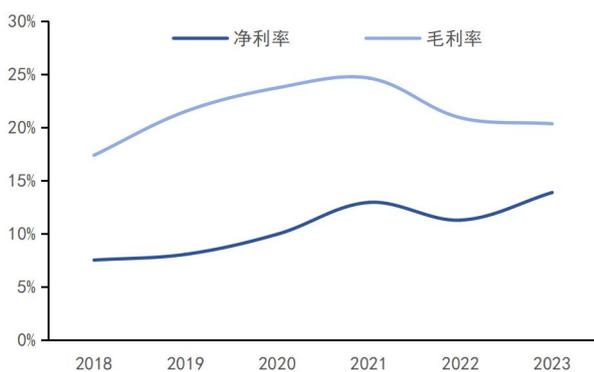
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 各类产品毛利占比



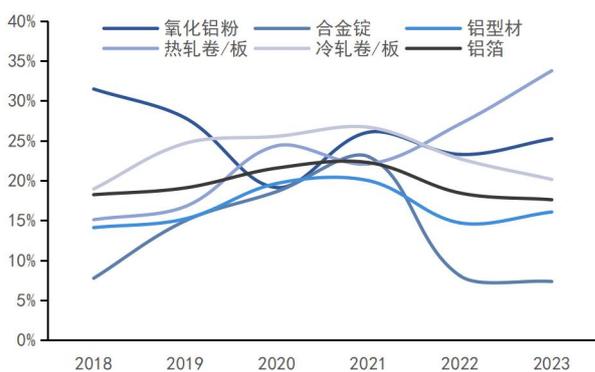
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

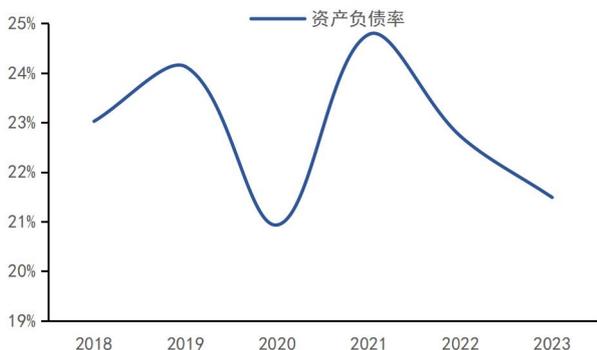
图12: 公司分产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

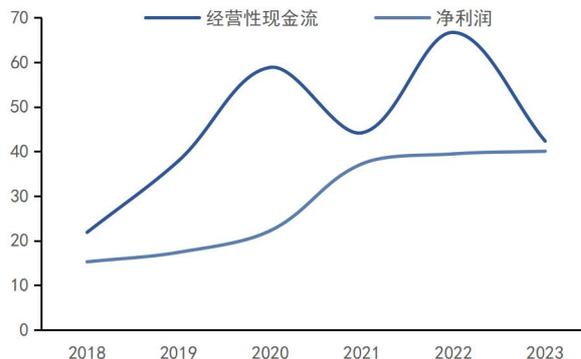
资产结构稳健, 费用管控良好。公司的资产负债率基本保持在 20%-25%之间, 且近年来还有下降趋势, 截至 2023 年年末为 21.49%。费用方面, 公司近年来财务费率和销售费用率逐步下降, 整体来看期间费用率管控良好, 2021-2023 年分别为 9.28%/7.19%/7.96%。

图13: 公司资产负债率



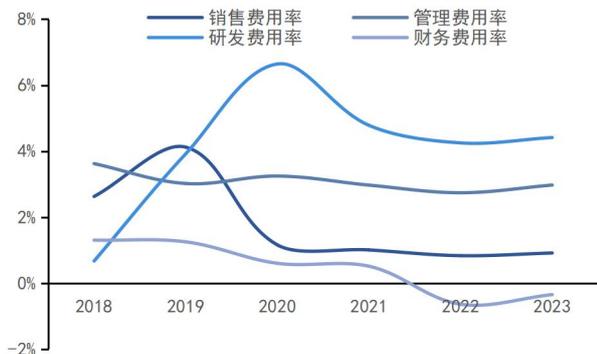
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司经营净现金流 (亿元)



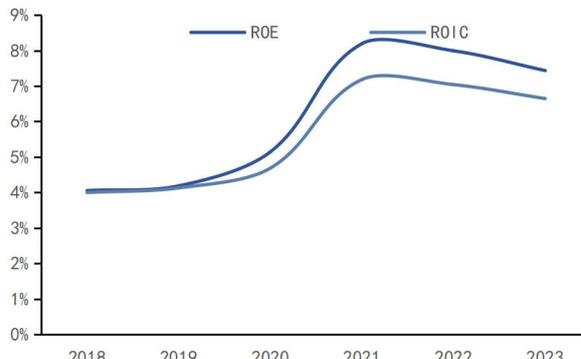
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司 ROE、ROIC 变化情况 (%)



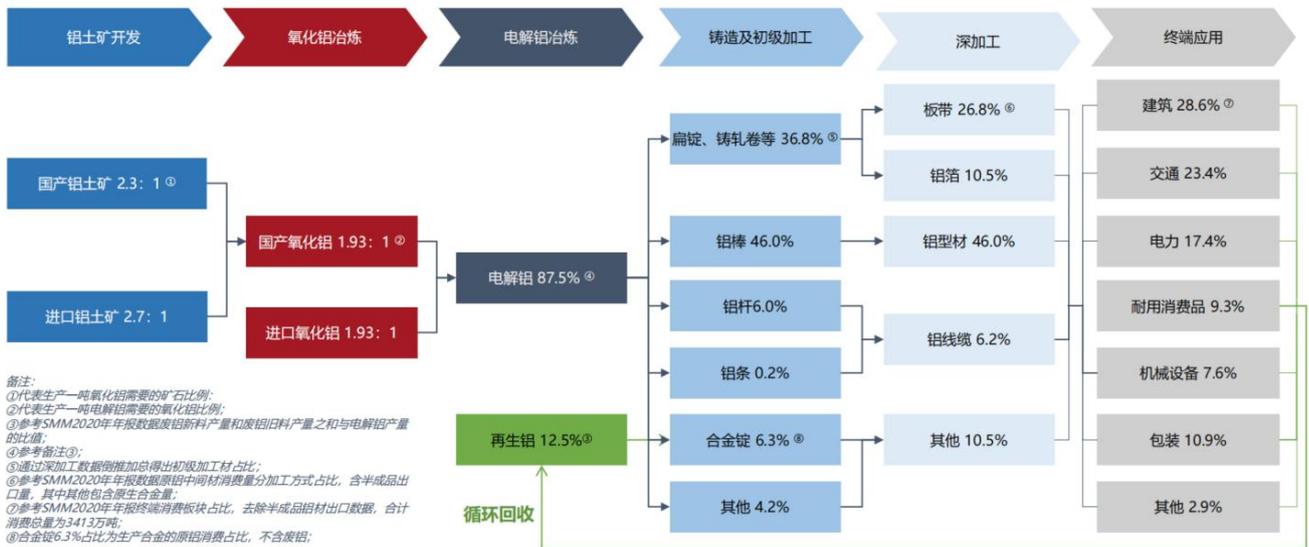
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

电解铝行业分析

铝产业链特点: ①生产原料和生产工艺相对单一: 铝土矿几乎是生产氧化铝的唯一原料, 氧化铝是生产电解铝的唯一原材料, 全球 90%以上氧化铝采用拜耳法即碱法生产, 原铝全部用熔盐电解工艺生产。②全球铝土矿资源不稀缺。③铝产业链瓶颈在电解铝冶炼环节。④电解铝产品是标准大宗商品, 品质、价格几乎没有差异性, 企业间围绕成本竞争。

铝是能源属性最强的基本金属: 生产 1 吨电解铝需要至少 4 吨标煤。与此同时, 铝具有密度小、强度高、耐腐蚀等诸多特质, 在后续应用过程中可以降低能耗; 其次铝残值高, 回收体系完善, 循环利用率高。从全生命周期看, 铝并非传统认知上的高耗能金属。

图17：电解铝产业链

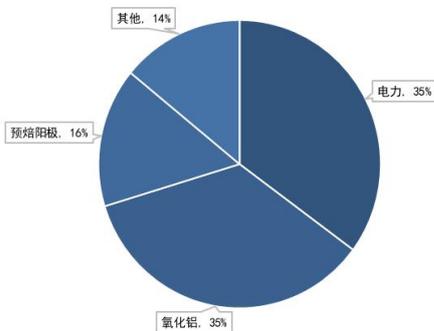


资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

电解铝产能向低成本地区转移

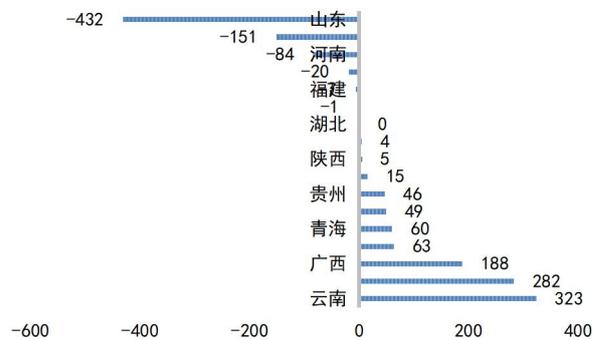
低成本是核心竞争力：电解铝行业各公司的产品都是标准化的大宗商品，有市场化的公允定价，不存在产品差异和溢价；各公司的生产设备也就是电解槽，一般由国内沈阳设计院或贵阳设计院设计，也不存在明显差异。因此电解铝企业的竞争优势主要体现在低成本。如下图所示，氧化铝、电力、预焙阳极这三项占到电解铝生产成本 80%以上，是各家电解铝企业成本差异的来源。氧化铝也是一大成本项，但氧化铝区域间的价差很少在 200 元/吨以上（超过 200 元/吨即可覆盖运费进行跨区域调货），同一区域内各家铝厂的氧化铝采购价都是统一按市场价，因此氧化铝这一项很难拉开成本差距。预焙阳极虽有小幅的地区价差，但由于货值偏低，用量相对较少（吨铝消耗 0.47 吨阳极），对电解铝成本的影响偏小。

图18：国内电解铝成本构成



资料来源：阿拉丁，国信证券经济研究所整理

图19：国内电解铝运行产能变化（2017.05-2024.03）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

用电价格优势是电解铝企业最大的成本优势：电解铝的生产过程能耗大，生产 1 吨电解铝需要 13500 度电，折合标煤 4 吨，电力成本占到电解铝生产成本 30%以

上。各铝企间用电成本差异巨大，是铝企生产成本差异的主要来源。能源属性决定了电解铝产能的迁移始终追随廉价电力：电解铝用电可分为网电和自备电，铝厂要想获得低廉的电价，要么寻找网电价格低的地区，要么在煤炭价格低的地区建设企业自备电厂。因此我国电解铝产能的迁移的大方向是寻找电价洼地。

表1：近年中国电解铝产能变动方向-追寻廉价电力

时间	电解铝产能变动
2012年-2013年	产业向西北部低成本区域转移，山东缓慢扩张
2013年-2015年	西北部产能总体完成，山东把握住煤炭市场低迷的机会迅速扩产 西北部、山东受诸多行政约束不再扩产
2017年-至今	内蒙古流入大量产能指标继续扩产 云南、四川开始利用富余的水电，提供优惠电价，大力招商引入电解铝工业 广西利用 2011 年发改委特批的 200 多万吨电解铝产能指标，扩张电解铝产能

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

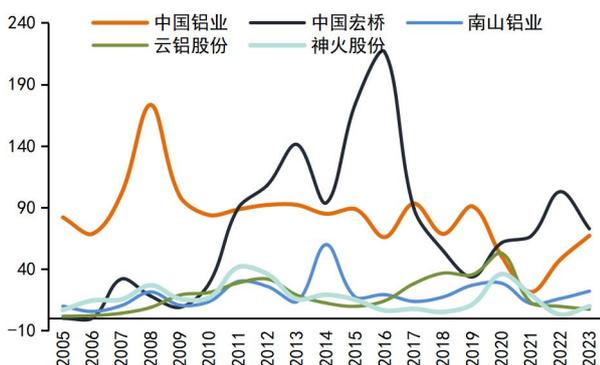
供应端从无序扩张到有序可控

2006-2017 是国内电解铝产能快速扩张期：这一时期国内铝需求年均复合增速高达 13.0%，同时行业内大型企业快速扩张，同一时期内国内电解铝产量年均复合增速达到 13.1%，导致国内电解铝行业始终处于过剩状态。

快速扩张期，氧化铝挤占了电解铝利润：由于国内氧化铝企业产能集中度远高于电解铝企业，具有较强议价能力。这一时期内，每当铝价上涨，氧化铝价格就会快速跟涨，甚至涨幅大于铝价，挤占了电解铝环节的利润。因此除了产业链一体化企业，这一时期内电解铝企业的盈利能力并不高。

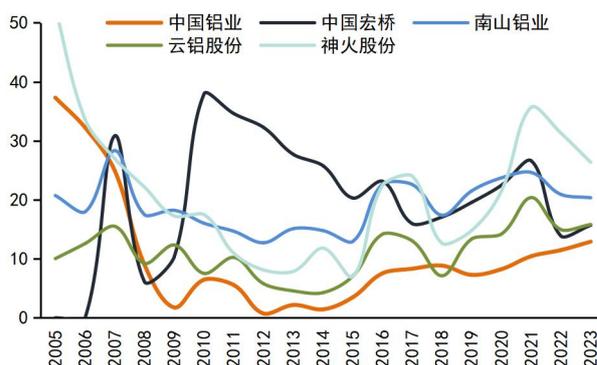
产业格局随着电解铝行业供给侧结构性改革而改变：2017 年行业供给侧结构性改革之后，资本开支大幅缩减，即使有资本开支，多数也是产能搬迁置换，没有新增产能。另外随着氧化铝产能过剩，已无法挤占电解铝的冶炼利润，自此电解铝企业盈利能力显著增强。

图20：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21：部分电解铝上市公司毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2017 年 4 月，《关于印发〈清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案〉的通知》（发改办产业〔2017〕656 号）发布，对国内电解铝产能进行了最严厉的调控，共关停违法违规新增产能 889 万吨/年，涉及 8 个省（区、市），其中建成产能 517 万吨/年，在建产能 372 万吨/年；新增产能盲目扩张的势头得以遏制，全国 4 个省区 10 个企业规划建设的 1100 万吨/年电解铝产能全部停建。

对电解铝违法违规项目清理整顿的政策依据是《关于印发对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见的通知》（发改产业〔2015〕1494号）。根据有色协会，该《通知》涉及各类电解铝产能共计3787万吨/年，其中可备案的已建成产能2790万吨/年，可备案的在建产能997万吨/年。该核查结果成为之后电解铝产能调控和产能置换的依据之一。加上2004年底建成产能944万吨，国家核定合法总产能应该为4731万吨，但由于944万吨中还有落后产能以及法人变更不能用于置换的无效产能，总体合法产能约为4500万吨。

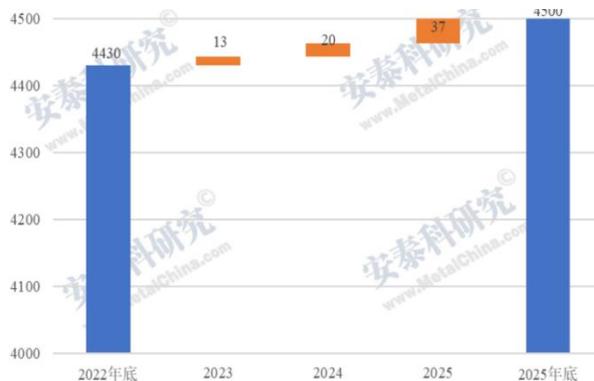
电解铝这类冶炼设备做不到全年100%满产，会因为检修、事故等因素停产，给出5%的干扰率，则电解铝实际运行产能上限做不到4500万吨，而是4300万吨附近。截至2023年8月初，国内电解铝运行产能已经达到4250万吨附近，基本没有增长空间了。

图22：国内电解铝运行产能已经触顶（万吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图23：2023-2025 中国电解铝产能变化（万吨）



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

中国电解铝扩张的优势在于低成本，我们回顾中国电解铝产能在全球成本曲线中的分布可以发现，10年以前，中国电解铝产能占全球36%，大部分成本位于全球成本曲线50%以后，在全球范围内成本是偏高的。随着我国低成本“煤-电-铝”产业链大发展，我国电解铝产能在全球成本曲线当中前移，到2019年，我国电解铝产能占全球56%，全球成本最低的前25%产能中，中国占59%。

表2：中国电解铝产能在全球电解铝产能成本曲线中的变动

成本分位	25%	50%	75%	100%
2009年中国产能占比	12%	22%	53%	62%
2019年中国产能占比	59%	54%	62%	53%

资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

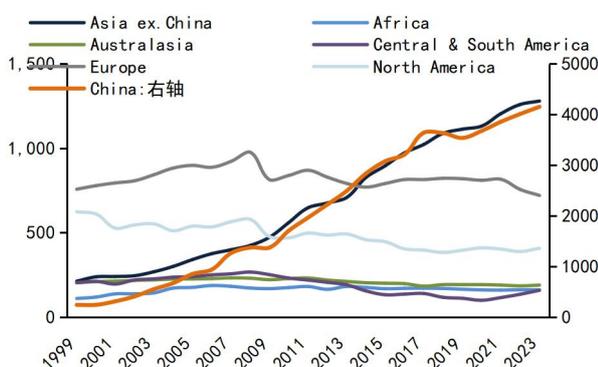
中国出口铝材满足国外铝需求。由于原铝出口有30%关税，我国生产的电解铝大部分以铝材的方式出口到国外，满足国外铝需求的增长。因此一旦中国电解铝产能扩张放缓，全球的供给都会变得紧张，必然需要国外电解铝产能二次扩张，满足全球铝需求。而相较国内，国外产能释放往往偏慢：由于电解铝高碳排，发达国家几乎不再新建电解铝产能，过去20多年，欧美电解铝产能、产业配套、产业工人都在缩减；如果在发展中国家建设电解铝，则需要先建设配套基础设施，投资大、建设周期长、风险高，令许多铝企望而却步。

表3: 国外电解铝新增产能预估

地区	国家	项目	2024	2025	2026	2027	备注
亚洲	印尼	华青	25		25		2023年投产25万吨
	印尼	Adaro/力勤			50		总规划150万吨
	印尼	南山集团				25	氧化铝200万吨
	越南	达农		15	15	15	一直在规划
	印度	BALCO/KORBA	50				预计在24Q3投产40万吨
	伊朗	Salco		30			
欧洲	俄罗斯	Taishet	15	20.2			24Q1投产15万吨
合计			90	65.2	90	40	

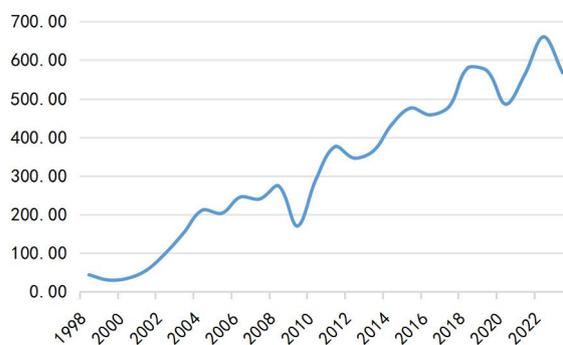
资料来源: 银河期货, 国信证券经济研究所整理

图24: 国内外电解铝产量(万吨)



资料来源: CRU, 国信证券经济研究所整理

图25: 中国未锻铝及铝材出口量(万吨)



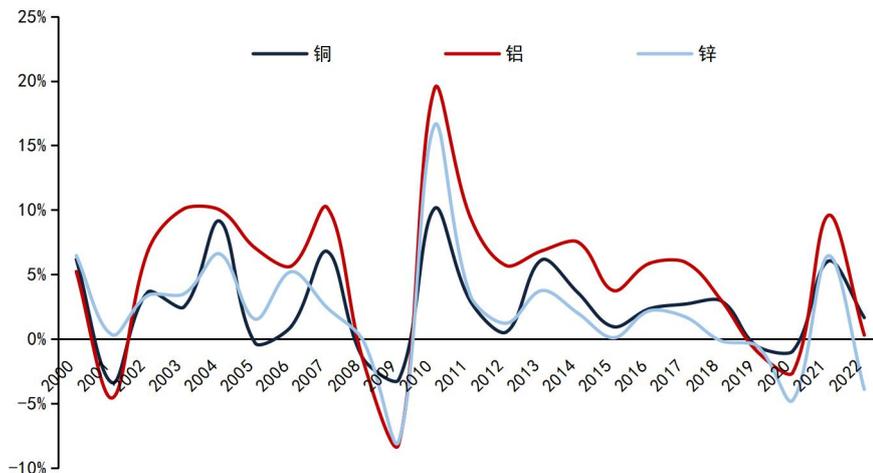
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

电解铝供需紧平衡, 价格中枢有望上移

铜的价值量主要在矿端, 铝的价值量主要体现在冶炼端, 因此铜是资源属性的商品, 铝是能源属性的商品。在本世纪初的几年, 铜和铝的价格非常接近甚至一度等同, 但近些年来铜铝比价基本在3倍以上。充足的供应和稳定的价格, 成为拓展铝应用范围的一大优势。

铝具有优良的特性, 持续替代其他材料: 铝的密度为 $2.7\text{g}/\text{cm}^3$, 仅为钢密度的34%, 铜密度的30%。添加合金元素后强度大幅提高, 且塑形优良, 可加工成复杂形状, 是优良的轻量化材料。铝的导热系数 $237\text{W}/\text{m}\cdot\text{K}$, 纯铜 $398\text{W}/\text{m}\cdot\text{K}$, 纯银 $411\text{W}/\text{m}\cdot\text{K}$, 铁 $73\text{W}/\text{m}\cdot\text{K}$, 铝的导热能力不及银和铜, 远高于铁, 性价比凸显。充足的资源保障、稳定的价格也使铝的应用范围持续扩大, 在导电导热方面替代铜, 在轻量化方面替代钢铁, 如下图, 近20年来全球铝需求增速显著高于铜和锌等工业金属。

图 26: 2000 年以来全球铜铝锌需求增速



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

如何看待地产竣工端下滑的影响：2023 年国内房屋竣工面积同比增长 17%，但建筑铝型材产量同比下降 0.8%。出现劈叉的原因是竣工端对实物商品的需求在 2023 年以前就已经体现，因此 2023 年是竣工面积高基数，但不是实物商品需求的高基数。因此预期 2024 年地产竣工面积大幅下滑，并不意味着对铝需求有大的拖累。这也是为什么 2024 年一季度竣工面积同比下降 21%，但是国内铝需求增速却接近 10%。

表 4: 全球原铝供需平衡（单位：万吨）

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
中国产量	3851	4009	4152	4255	4326	4382
中国产量增速		4.10%	3.60%	2.50%	1.70%	1.30%
国外产量	2896	2853	2891	2921	3047	3158
国外产量增速		-1.50%	1.30%	1.00%	4.30%	3.60%
全球铝产量	6747	6862	7043	7175	7373	7540
全球铝需求	6865	6929	6998	7168	7367	7539
供需平衡	-118	-67	44	8	6	1

资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

业务分析

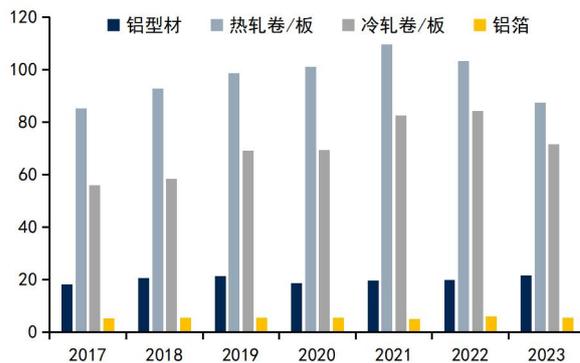
实行“国内高端制造、海外走出去”的发展路线。公司自成立以来不断向上下游延伸并深耕铝产业链，拥有热电-氧化铝-电解铝-铝加工材料的完整产业链。近年来，公司在国内重点发展铝加工业务，扩张汽车板、航空板等高端加工材料产能；在海外重点发展上游氧化铝和电解铝，并将步伐迈至印尼，建设低成本氧化铝产能，形成了较为稳定的两步走发展路线。下图所示为公司主要产品产量：

图27：公司上游氧化铝和电解铝产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：公司下游铝加工材料分品种产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电解铝：转让国内指标，布局海外产能

公司将山东的81.6万吨电解铝产能对外转让33.6万吨。公司在2022年12月发布公告称，拟对外转让33.6万吨电解铝产能指标，因为《关于高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平的通知》中规定，电解铝行业铝液电耗的基准水平为13,350度/吨，自2022年起各地要在3年内淘汰达不到基准水平的项目，而公司转让的电解铝产线包括78台160KA预焙电解槽（年产能3.6万吨）和412台300KA预焙电解槽（年产能30万吨），均在2006年以前投产，槽型落后、能耗高，即使改造也难以达标。公司转让指标后，上游原料缺口相对灵活，可以采购绿电铝和使用二次资源等，提升加工端清洁能源占比。此外，公司全部电解铝均为火电产能，2022年煤价高企，全年平均供电成本约0.53元/度，单吨净利较低。多重因素叠加，公司决定转让这部分产能。公司淘汰产能的生产线账面净值约7.76亿元，预计可以通过设备处置的方式回收70%左右。

转让全部完成后，公司仍具备48万吨电解铝产能。目前，公司正在进行33.6万吨电解铝产能指标的转让工作，共分三次转让：1) 2023年1月，将10万吨电解铝指标出售给中国铝业子公司贵州华仁，含税单价6,633元/吨，总价6.63亿元，截至2023年底中铝的这部分产能已经建成；2) 2023年2月，将13.6万吨电解铝指标出售给贵州兴仁，单价同上，总价9.02亿元；3) 2023年3月，将10万吨电解铝指标出售给双元铝业，单价同上，总价6.63亿元。截至2023年末，已转让完成13.6万吨，其余20万吨仍在转让过程中。全部转让完成后，公司在山东具备48万吨火电铝产能，这部分产能的生产线均为400KA电解槽，进行节能改造后能耗指标能够满足政策要求。

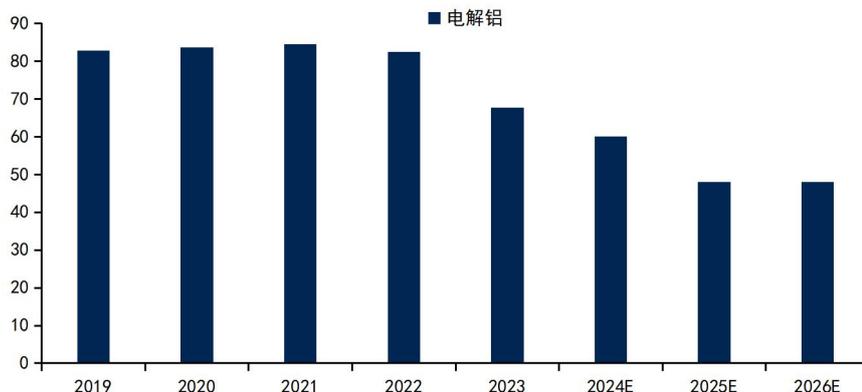
表5：公司电解铝产能指标转让情况

转让对象	转让时间	体量（万吨）	单价（元/吨）	总价（亿元）	对方是否已投产
贵州华仁	2023.1	10	6633	6.63	是
贵州兴仁	2023.2	13.6	6633	9.02	否
双元铝业	2023.2	10	6633	6.63	否

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在印尼建设25万吨电解铝及配套碳素产能。公司2023年4月发布公告，为有效利用印尼宾坦南山工业园已有的200万吨氧化铝产能，拟投资60.63亿元建设25万吨电解铝和26万吨配套碳素项目，预计2026年下半年建成。

图29：公司电解铝产量及预测（单位：万吨）

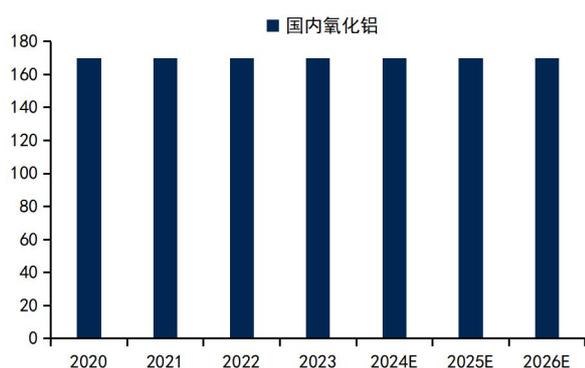


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

氧化铝：印尼规划 400 万吨低成本氧化铝

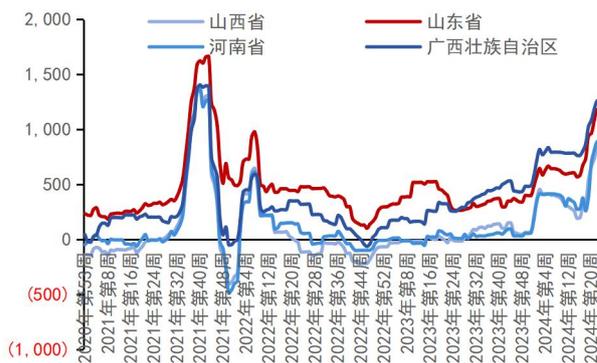
公司在山东拥有 140 万吨氧化铝产能。公司的氧化铝分为国内和海外两块布局，其中国内的 140 万吨产能位于山东省烟台市龙口市东海工业园，于 2006 年投产运营。由于氧化铝不像电解铝那样有产能天花板限制、必须按指标生产，因此近年来公司均实现超产，每年产量稳定在 170 万吨左右，在保证下游电解铝的使用后，剩余部分对外销售。我国的氧化铝产能主要分布在山东、山西、广西、河南等省份，其中广西和山东的利润较高，山西和河南的利润较低。在年初这一波氧化铝涨价开启之前，山西、河南等地的氧化铝基本在盈亏平衡线附近徘徊，广西、山东的毛利基本在 200-500 元/吨左右；目前低成本地区毛利达到 1200 元/吨左右，高成本地区毛利也有 850 元/吨左右。公司所在的山东地区氧化铝主要采用进口铝土矿，具有成本优势，盈利能力较强。

图30：公司国内氧化铝产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

图31：我国分省份氧化铝周度毛利润（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

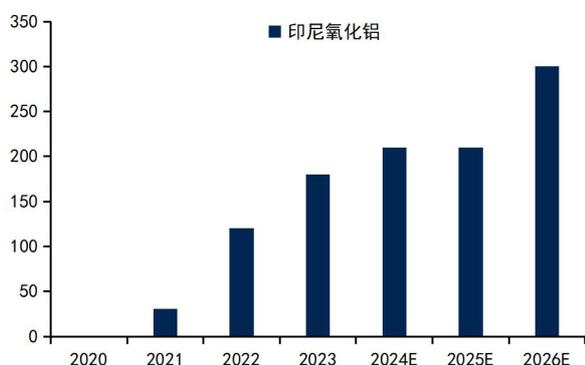
公司在印尼拥有 200 万吨建成+200 万吨在建的氧化铝产能。由于印尼拥有丰富的铝土矿和煤炭资源，公司决定以配股方式募资建设“印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目”，建设地点位于印度尼西亚廖内省宾坦岛，2018 年开工建设，已于 2021 年 5 月投产并在当年 9 月实现达产。该项目由公司的海外间接控股子公司 BAI 负责实施，目前公司对 BAI 持股 69.07%。2019 年，BAI 增资扩建印尼宾坦南

山工业园二期 100 万吨氧化铝项目，二期总投资额 30.68 亿元。上述 200 万吨产能已于 2022 年 10 月完全投产、2023 年达产，预计 2024 年产量可达到 210 万吨左右。今年 4 月，公司再次公告印尼氧化铝扩产计划，新项目规模仍为 200 万吨，总投资 63.32 亿元，分二期建设，计划建设期合计 2.5 年，预计 2026 年底全面投产。

印尼氧化铝售价较国内略低，但成本优势显著。公司在印尼生产的氧化铝主要销售至周边的东南亚、中东等地区，参考澳大利亚氧化铝 FOB 报价。2022-2024 年，氧化铝澳大利亚 FOB 分别为 360.53/343.06/383.12 美元/吨，折人民币分别为 2,424.94/2,417.44/2,721.55 元/吨；山东氧化铝现货价格（不含税）分别为 2,611.82/2,568.84/3,006.45 元/吨，国内价格比海外稍高。但由于印尼铝土矿单价比国内便宜很多，铝土矿又占到氧化铝生产成本的一半左右，所以印尼氧化铝成本优势显著，哪怕海外氧化铝报价比国内低 200 元/吨左右，海外盈利能力仍比国内强。

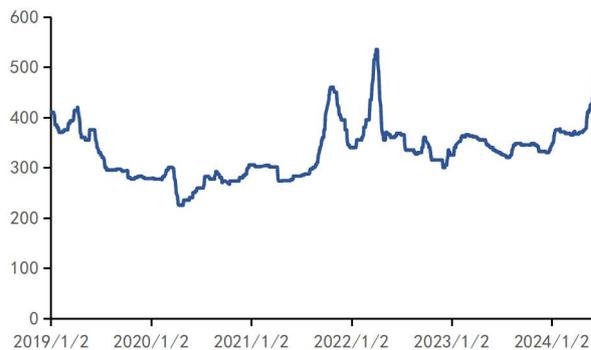
公司印尼氧化铝所在地为经济特区，具备税金优势。根据印尼法律规定，企业需缴纳增值税、关税、所得税等，公司印尼氧化铝项目位于宾坦工业园，被政府批准为经济特区，依法享有税收优惠政策，可以免缴增值税和进口关税。此外，在经济特区内的企业可以向印尼财政部、税务总局申请 10-25 年内每年减免 20%-100% 所得税的优惠政策。BAI 公司所得税率为 22%，但对于销售氧化铝粉产生的利润，在 2021-2040 年之间所得税减免 100%。

图32：公司印尼氧化铝产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

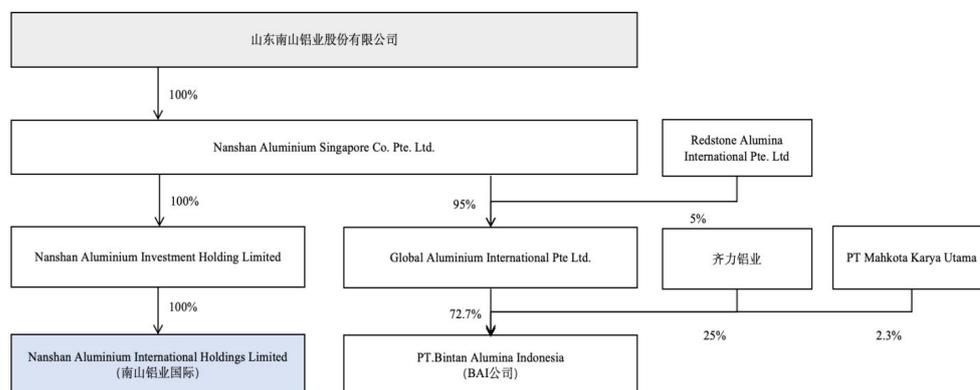
图33：氧化铝澳大利亚离岸（截至 24.6.27，单位：美元/吨）



资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

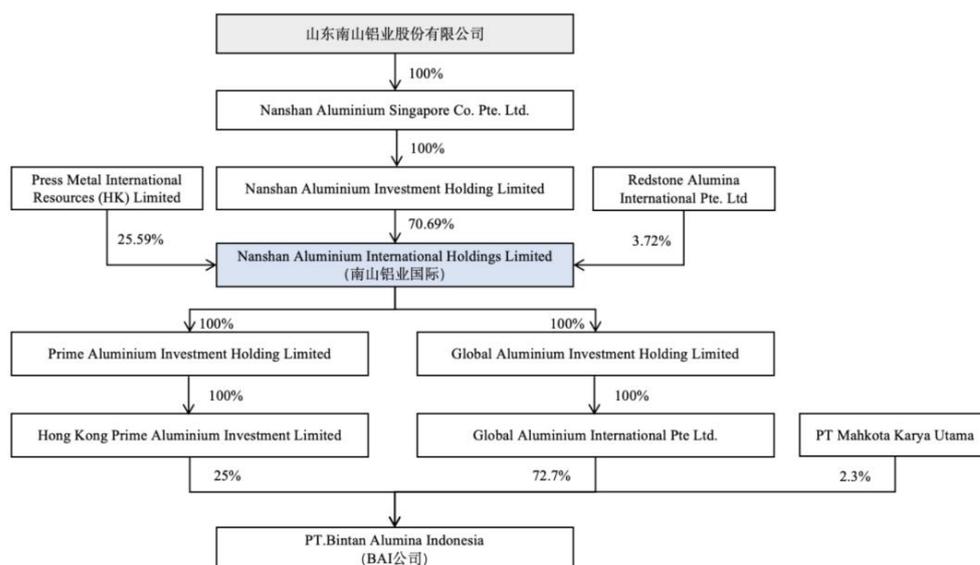
拟将子公司南山铝业国际分拆至港股上市，完成后公司对 BAI 持股比例不变。为进一步深耕印尼和周边市场的业务，开拓印尼铝土矿资源优势，公司计划将其控股子公司南山铝业国际分拆至香港联交所主板上市，分拆的主要业务经营实体为 BAI 公司，即在印尼的氧化铝子公司。截至目前，南山铝业的相关子公司已经同齐力铝业和红石铝业达成协议，由齐力铝业全资子公司和红石铝业认购南山铝业国际发行的股份作为对价置换其在 BAI 层面的股权。如下图所示，在分拆前后，上市公司对于 BAI 的持股比例基本不变。

图 34: 目前的 BAI 股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 35: 完成拆分后的 BAI 股权结构图

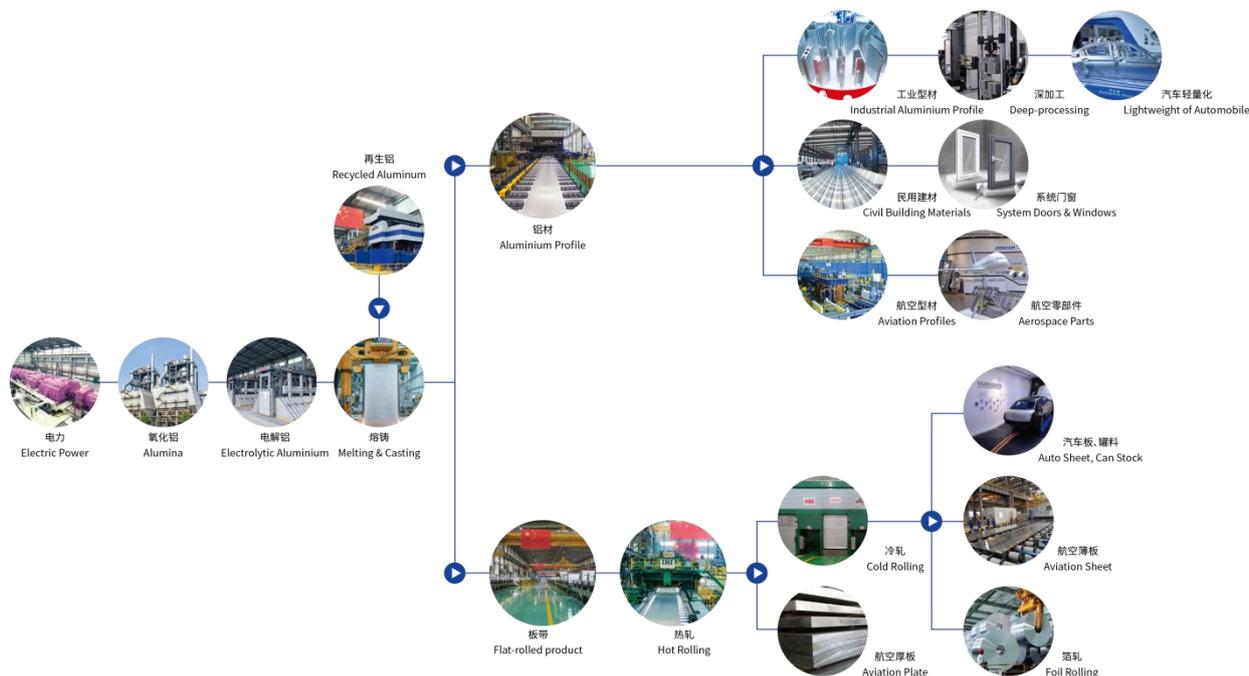


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铝加工：重点发展汽车板、航空板等高端产品

公司的铝加工产品种类繁多，传统产品包括罐料、工业型材、建筑型材、包装箔等；附加值较高的产品包括汽车板、航空板、电池铝箔等。目前在加工端公司共有 122 万吨产能：罐料产能 60 万吨，铝箔综合产能 9.1 万吨（包装箔+药箔 7 万吨，电池箔 2.1 万吨），汽车板产能 20 万吨，航空板设计产能 5 万吨，型材产能 28 万吨。

图36：南山铝业产业链布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司是国内首批汽车铝板供应商，具备先发优势。公司生产的汽车铝板主要用于冲压汽车的四门两盖，在如今对节能减排、提高舒适度的要求下，轻量化是汽车发展的方向之一，汽车板市场前景广阔。国际上能够批量制造汽车铝板的企业主要有诺贝丽斯、爱励铝业、肯联铝业、美国铝业及海德鲁铝业等；国内主要有日本神钢、诺贝丽斯在中国设立的工厂，均为合资企业。近年来公司加大对于汽车板产品的技术研发力度，2017年实现了批量供货，标志着公司成为国内首家批量供应乘用车四门两盖铝板的生产商。目前，公司已经与赛力斯、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着紧密的合作。2021年4月公司汽车板月度产量首次破万，同年公司开始建设汽车板二期20万吨产能，总投资20亿元，预计今年内投产。

公司是国内唯一同时供货波音、空客、中商飞等主机厂的企业。航空用厚板一直是国内铝加工业的短板，公司是国内首家可以批量稳定生产航空板的民营企业，填补了国内企业在民用航空用铝材的空白，取得先发优势；同时相比国外航空用铝供应商，公司的航空板产品具有采购周期短、供应及时稳定、价格优势等特点。目前公司已经与中国商飞、美国波音、空客公司、英国罗罗、法国赛峰等国内外知名航空企业合作，推进航空用高精度铝合金产品定向开发。

加大高附加值产品占比。近年来，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。2023年，高端产品的销量约占公司铝产品总销量的14%，同比增长超1pct；高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的30%，同比增长近9pct。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。

积极推进再生铝保级利用，目前具备10万吨产能。在资源节约、节能减排、环境保护等政策影响下，公司出资设立了龙口南山再生资源有限公司，主要从事金属废料和碎屑加工处理，回收来源以罐体、罐盖、汽车板生产厂工艺废料为主，附加航材铣屑料。该项目能够实现“氧化铝-电解铝-高端制造-再生铝”的完整闭环，

带来公司产能结构的升级。目前公司的 10 万吨再生铝产能正在试产，预计今年可以投入使用。

财务分析

公司主营业务为氧化铝+电解铝+铝加工，我们选取同样从事电解铝和铝加工行业的神火股份、天山铝业、中孚实业 3 家上市公司作为同行业可比公司。

盈利能力

从体量上来看，公司的营收和利润在可比公司中处于靠前水平。从盈利能力上来看，公司的利润率较为稳定，2021 年开始净利率出现提升，主要由于印尼的低成本氧化铝逐渐投产。

图 37: 行业内公司营业收入对比 (单位: 亿元)



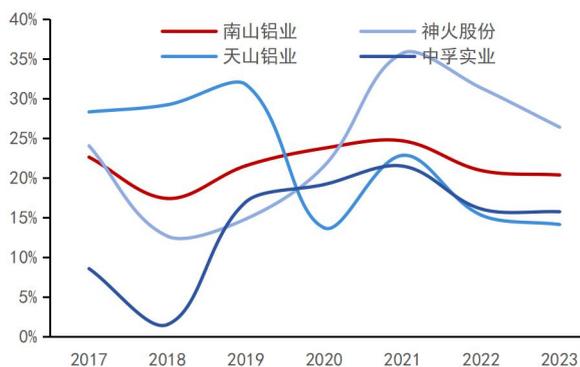
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 行业内公司净利润对比 (单位: 亿元)



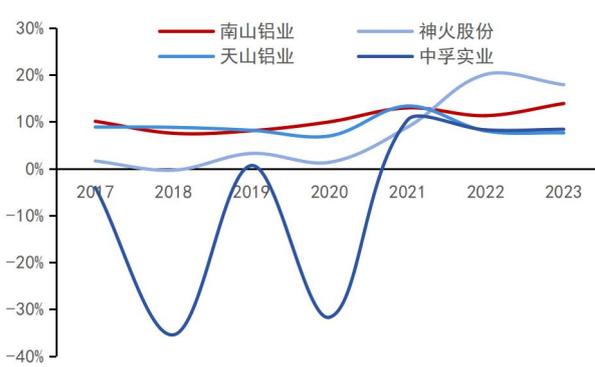
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 行业内公司毛利率对比



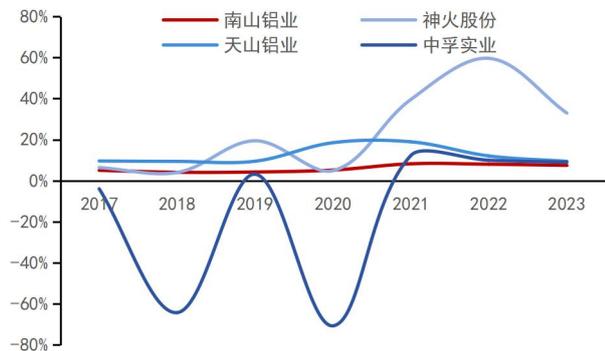
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 行业内公司净利率对比



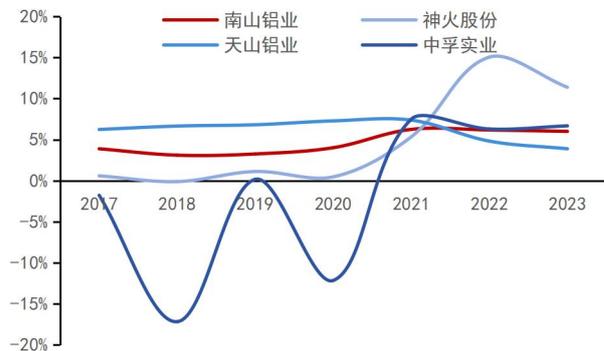
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 行业内公司 ROE 对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 行业内公司 ROA 对比

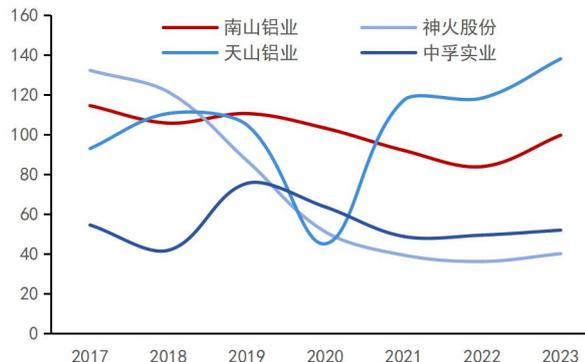


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营运能力

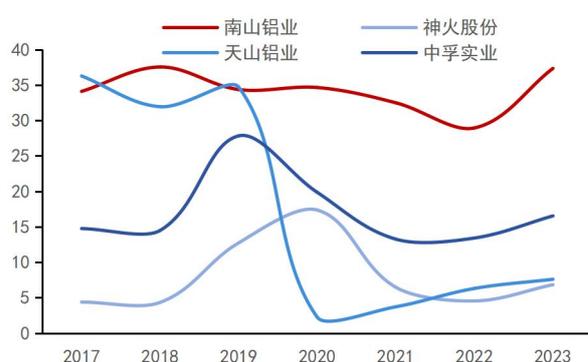
营运能力方面, 公司的存货周转天数和应收账款周转天数相较于可比公司较长, 总资产周转率较低, 主要由于公司的铝加工产品体量较大。

图43: 行业内公司存货周转天数对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 行业内公司应收账款周转天数对比



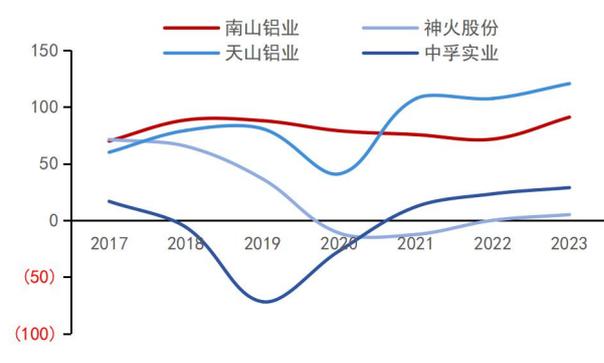
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 行业内公司总资产周转率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 行业内公司净营业周期对比

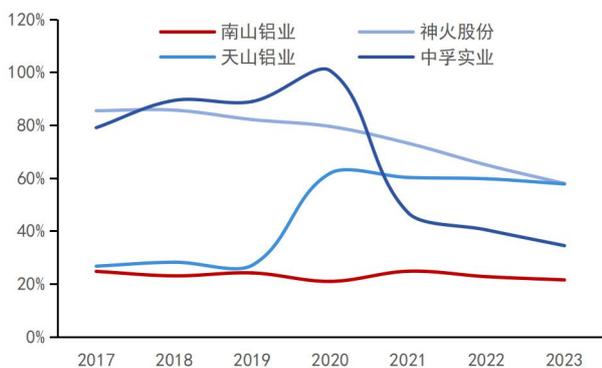


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

偿债能力

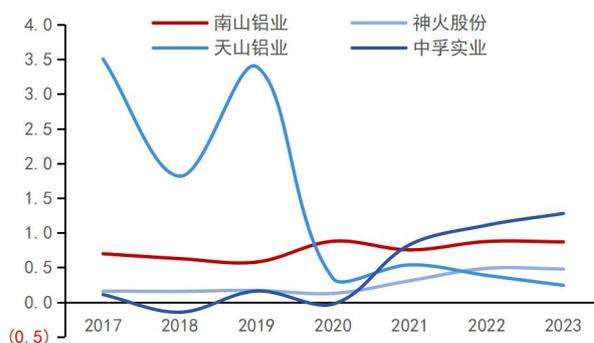
截至 2023 年末，公司的资产负债率为 21.49%，显著低于同行水平，且近年来保持非常稳定，资产结构稳健。此外，公司的流动性风险指标货币资金/短期债务明显优于可比公司

图 47: 行业内公司资产负债率对比



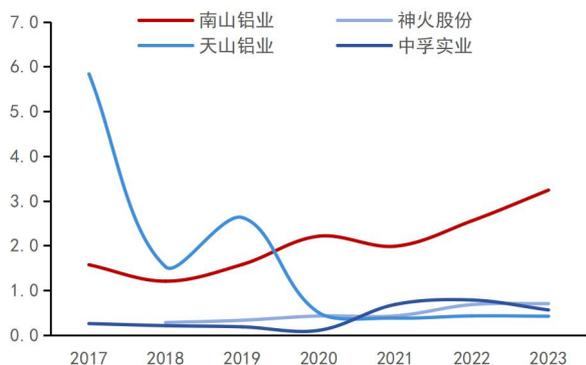
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 行业内公司 EBITDA/带息债务对比



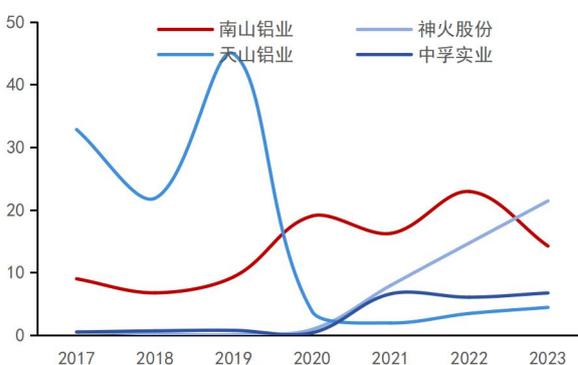
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 行业内公司货币资金/短期债务对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: 行业内公司现金流量利息保障倍数对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

1、电解铝

产量和售价: 公司 2021-2023 年电解铝产量分别为 84.45/82.36/67.71 万吨, 由于 2024 年公司转让的产能尚未完全停产, 预计 2024-2026 年公司电解铝产量分别为 68/48/48 万吨。销售价格方面, 2021-2023 年电解铝现货均价分别为 1.90/1.99/1.97 万元/吨, 假设 2024-2026 年均价分别为 2.0/2.1/2.1 万元/吨。

成本和利润：电解铝制造成本主要受到电价、氧化铝、预焙阳极的影响。假设公司山东火电铝的电费为税前 0.43 元/度，2023-2025 年生产电解铝的单位成本均为 1.51 万元/吨。相应地，公司 2023-2025 年电解铝的单位毛利分别为 2634/3519/3519 元/吨。

2、国内氧化铝

产量和售价：公司国内氧化铝的产能是 140 万吨，近年来产量基本能够稳定在 170 万吨左右，预计未来继续保持这个体量。售价方面，2021-2023 年我国山东氧化铝均价为 2839/2951/2903 元/吨，去年底价格开始上涨，预计 2024-2026 年均价在 3400 元/吨左右。

成本和利润：公司在国内的氧化铝产能地处山东，山东氧化铝 2021-2023 年的生产成本分别为 1978/2354/2159 元/吨，预计 2024-2026 年成本为 2500/2300/2300 元/吨。相应地，2024-2026 年公司国内氧化铝的单位毛利分别为 509/709/709 元/吨。

3、印尼氧化铝

产量和售价：公司在印尼的氧化铝产能自 2021 年开始投产，据我们推测，2021-2023 年产量分别为 30/120/190 万吨。由于上述产能已经满产，目前正在建的 200 万吨产能预计于 2026 年投产，假设 2024-2026 年公司在印尼的氧化铝产量为 200/200/300 万吨左右。价格方面，海外氧化铝价格比国内稍低，2021-2023 年澳洲氧化铝 FOB 分别为 326/361/343 美元/吨，假设 2024-2026 年价格为 400 美元/吨。

成本和利润：由于印尼地区铝土矿资源丰富，因此成本比国内低一些，预计 2024-2026 年成本为 1775 元/吨，在这个成本下单吨毛利为 987 元/吨。

4、铝板带箔

产量：公司的板带箔产品主要分为易拉罐料、包装箔、电池箔三类，假设三类产品 2024-2026 年综合产量为 60 万吨/年。

毛利：自去年以来铝箔类产品加工费承压，假设 2024-2026 年公司板带箔类产品单吨利润为 800 元/吨。

5、汽车板

产量：公司汽车板目前具备 20 万吨产能，另外还有 20 万吨产能预计今年能够投产。假设公司 2024-2026 年汽车板产量分别为 14/18/21 万吨。

毛利：公司汽车板产品壁垒高，预计 2024-2026 年单位利润为 4000 元/吨。

6、航空板

产量：公司具备航空板产能 5 万吨，尚未满产，预计 2024-2026 年公司航空板产量分别为 1.6/1.8/2.1 万吨。

毛利：航空板的定价模式为一口价，与公司其他铝加工产品“铝价+加工费”的定价模式有所不同。我们假设 2024-2026 年公司航空板的单位利润为 1.3/1.2/1.2 万元/吨。

表6: 主营业务经营情况预测 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电解铝						
营收	15,913.98	15,858.62	12,432.77	12,035.40	8,920.35	8,920.35
毛利润	2,697.91	785.66	1,533.89	1,791.10	1,689.08	1,689.08
毛利率	16.95%	4.95%	12.34%	14.88%	18.94%	18.94%
国内氧化铝						
营收	4,270.95	4,440.09	4,367.03	5,115.04	5,115.04	5,115.04
毛利润	908.02	438.77	697.36	865.04	1,205.04	1,205.04
毛利率	21.26%	9.88%	15.97%	16.91%	23.56%	23.56%
印尼氧化铝						
营收	651.03	2,909.93	4,351.40	5,800.12	5,800.12	8,285.89
毛利润	37.79	85.47	465.86	2,072.90	2,072.90	2,961.29
毛利率	5.80%	2.94%	10.71%	35.74%	35.74%	35.74%
铝板带箔						
营收				11,935.10	12,875.01	13,316.69
毛利润				450.40	466.40	482.40
毛利率				3.77%	3.62%	3.62%
汽车板						
营收				4,857.88	6,405.13	7,472.65
毛利润				560.00	720.00	840.00
毛利率				11.53%	11.24%	11.24%
航空板						
营收				800.00	900.00	900.00
毛利润				208.00	216.00	198.00
毛利率				26.00%	24.00%	22.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

根据上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 281.80/320.96/366.43 亿元, 同比增速-2.30%/+13.90%/+12.45%; 归母净利润分别为 39.48/41.45/47.61 亿元, 同比增速+13.63%/+5.01%/+14.85%, 每股收益分别为 0.34/0.35/0.41 元。这里需要注意的是, 公司 2023 年的利润中, 包括了 7.56 亿的资产处置收益, 即出售电解铝指标的回款。据我们测算, 公司出售电解铝的资产处置收益约 14 亿元左右, 第二笔在买方建成投产后能够回款, 时间上有一定不确定性, 因此我们在我们对归母净利润的假设中, 并未计入这部分收益。

盈利预测的敏感性分析

公司的业绩对电解铝价格以及氧化铝价格敏感, 下表为公司盈利预测的敏感性分析。

表7: 公司盈利预测的敏感性分析

2024 年归母净利润 (亿元)		电解铝价格 (元/吨)					
		19,000	19,500	20,000	20,500	21,000	21,500
氧化铝价格 (元/吨)	3,000	31.95	34.78	37.61	40.45	43.28	46.11
	3,200	32.88	35.71	38.54	41.38	44.21	47.04
	3,400	33.81	36.64	39.48	42.31	45.14	47.97
	3,600	34.74	37.57	40.41	43.24	46.07	48.90
	3,800	35.67	38.51	41.34	44.17	47.00	49.83

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：4.30-5.21 元

估值假设条件见下表。如表中所示，我们假设公司未来所得税税率较低，主要由于对公司净利润贡献很大的印尼氧化铝子公司不仅免缴增值税和进口关税，且在2040年及以前能享受税收优惠政策，对于销售氧化铝粉产生的利润，所得税减免100%。

表8：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	28.82%	21.68%	-17.47%	-2.30%	13.90%	14.17%	5.00%
营业成本/营业收入	75.37%	79.09%	79.66%	73.29%	74.19%	73.31%	75.00%
管理费用/营业收入	2.76%	2.57%	2.52%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%
研发费用/营业收入	4.78%	4.25%	4.41%	4.58%	4.58%	4.58%	4.58%
销售费用/销售收入	1.01%	0.83%	0.92%	0.87%	0.87%	0.87%	1.00%
营业税及附加/营业收入	0.90%	0.76%	0.82%	0.79%	0.79%	0.79%	0.80%
所得税税率	10.14%	7.32%	8.37%	4.00%	6.00%	6.00%	6.00%
股利分配比率	27.10%	29.79%	24.21%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.0581	T	4.00%
无风险利率	3.00%	Ka	9.88%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.22
公司股价（元）	3.71	Ke	10.95%
发行在外股数（百万）	11709	E/(D+E)	86.07%
股票市值（E，百万元）	43439	D/(D+E)	13.93%
债务总额（D，百万元）	7029	WACC	10.13%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	0.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用FCFF估值方法，得出公司价值区间为4.30-5.21元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于WACC和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.1%	9.6%	10.13%	10.6%	11.1%
永续增长率变化	1.5%	5.83	5.40	5.03	4.70	4.40
	1.0%	5.60	5.21	4.86	4.55	4.28
	0.5%	5.39	5.03	4.71	4.42	4.16
	0.0%	5.21	4.88	4.58	4.30	4.06
	-0.5%	5.05	4.73	4.45	4.20	3.96

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：4.05-4.72 元

在可比公司方面，我们选取也具备电解铝和铝加工产能的中国铝业、天山铝业、云铝股份、神火股份 4 家公司作为可比公司进行比较，采用 PE 法进行估值。

中国铝业（601600.SH）主营业务包括四大板块：氧化铝、原铝、贸易、能源，其中铝主业方面已经形成了铝土矿-氧化铝-电解铝-铝合金的完整产业链。2023 年，公司氧化铝产量 1667 万吨，国内市占率 20.3%；电解铝产量 679 万吨，国内市占率 16.5%。

天山铝业（002532.SZ）主营业务为电解铝、氧化铝、预焙阳极、高纯铝、铝深加工产品及材料的生产和销售。2023 年，公司电解铝产量 116.55 万吨，氧化铝产量 211.90 万吨，阳极碳素产量 59.89 万吨，高纯铝产量 4.28 万吨。

云铝股份（000807.SZ）的主要业务是铝土矿开采、氧化铝生产、铝冶炼、铝加工及铝用炭素生产，2023 年实现铝制品生产量 249.37 万吨。公司是目前国内最大的绿色铝供应商，拥有 305 万吨绿色铝产能，2022 年生产用电结构中绿电比例达到约 80%，碳排放约为煤电铝的 20%，比煤电铝减排 10 吨二氧化碳当量/吨铝。

神火股份（000933.SZ）主营业务包括煤炭、氧化铝、电解铝、铝加工材料等，目前，神火集团主要产品的年生产能力为：煤炭 1500 万吨，电解铝 90 万吨，发电装机容量 870MW，铸造型焦 10 万吨，铝箔 2.5 万吨。

按照最新收盘价，可比公司 2024 年 PE 倍数的算术平均值为 10.5x。如下表所示，可比公司之间估值水平差距较大，如神火股份 2024 年 PE 倍数仅为 6.5x，主要由于煤炭行业整体估值水平相较于电解铝及铝加工行业较低，而煤炭业务在神火股份毛利中的占比达到 40%左右，占比较高。我们认为给予公司 2024 年 12-14 倍 PE 是合理的，对应股价区间 4.05-4.72 元。

表 11：可比公司估值情况

代码	简称	股价	EPS (元)				PE				PB	总市值 (亿元)
		2024/6/27	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
600219.SH	南山铝业	3.71	0.30	0.34	0.35	0.41	12.4	11.0	10.5	9.1	0.9	434.4
可比公司：												
601600.SH	中国铝业	7.35	0.39	0.52	0.63	0.73	18.8	14.0	11.7	10.0	2.1	1,261.1
002532.SZ	天山铝业	7.90	0.48	0.72	0.84	0.93	16.5	10.9	9.4	8.5	1.5	367.5
000807.SZ	云铝股份	13.11	1.14	1.31	1.46	1.59	11.5	10.0	9.0	8.3	1.7	454.6
000933.SZ	神火股份	20.03	2.65	2.80	3.06	3.21	7.6	7.2	6.5	6.2	2.1	450.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；EPS 采用 Wind 一致预期数据

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 4.30-4.72 元之间，2024 年静态市盈率 12-14 倍，相较于公司目前股价有 13%-24%溢价空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在

4. 30-4. 72 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取了同样具备电解铝和铝加工产能的中国铝业、天山铝业、云铝股份、神火股份 4 家公司作为相对估值的参考，给予公司 24 年 10-12 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司 2023-2025 年收入增长-2.30%/+13.90%/+12.45%，可能存在对铝价的预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

2021-2023 年公司毛利率分别为 24.63%/20.91%/11.49%，我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 26.71%/25.81%/26.55%，相较于 2023 年增幅较大，主要由于今年以来电解铝、氧化铝价格均同比大幅增长，且公司位于印尼的 200 万吨低成本氧化铝产能在 2024 年开始有望实现满产。可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

应收账款、应收票据等经营性资金占用较大。公司下游客户货款结算存在一定周期，未来随着公司销售规模继续扩大，应收款项可能进一步增长。如果公司应收账款的催收不利或者客户不能按合同及时支付，将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

政策风险

美联储加息超预期，导致金属价格受到压制。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20875	26388	28416	31432	35063	营业收入	34951	28844	28180	32096	36643
应收款项	4372	5068	5018	5716	6525	营业成本	27644	22977	20652	23812	26864
存货净额	6436	6272	5526	6440	7328	营业税金及附加	264	237	222	253	288
其他流动资产	2312	2176	2113	2407	2748	销售费用	291	264	246	281	320
流动资产合计	33994	39926	41096	46018	51687	管理费用	958	858	886	996	1124
固定资产	27304	25116	24712	24152	23451	研发费用	1486	1273	1291	1470	1678
无形资产及其他	2338	2379	2283	2188	2093	财务费用	(223)	(100)	(89)	(101)	(114)
投资性房地产	523	722	722	722	722	投资收益	118	70	70	70	70
长期股权投资	567	672	752	832	912	资产减值及公允价值变动	(448)	(67)	(67)	(67)	(67)
资产总计	64726	68815	69565	73912	78865	其他收入	(1405)	(243)	(1199)	(1378)	(1734)
短期借款及交易性金融负债	7362	7636	7000	7000	7000	营业利润	4282	4368	5067	5480	6430
应付款项	3940	3247	2512	2927	3331	营业外净收支	(27)	1	0	0	0
其他流动负债	2576	3229	1937	2255	2567	利润总额	4255	4368	5067	5480	6430
流动负债合计	13878	14112	11449	12183	12897	所得税费用	311	366	203	329	386
长期借款及应付债券	190	28	28	28	28	少数股东损益	428	529	917	1006	1283
其他长期负债	640	647	654	662	669	归属于母公司净利润	3516	3474	3948	4145	4761
长期负债合计	830	675	683	690	698	现金流量表（百万元）					
负债合计	14708	14787	12132	12873	13595	净利润	3516	3474	3948	4145	4761
少数股东权益	4916	5684	6326	7030	7928	资产减值准备	424	(382)	0	(2)	(2)
股东权益	45102	48344	51107	54009	57342	折旧摊销	2235	2258	2633	2790	2931
负债和股东权益总计	64726	68815	69565	73912	78865	公允价值变动损失	448	67	67	67	67
						财务费用	(223)	(100)	(89)	(101)	(114)
关键财务与估值指标											
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.30	0.30	0.34	0.35	0.41	营运资本变动	(367)	(1009)	(1161)	(1167)	(1318)
每股红利	0.09	0.07	0.10	0.11	0.12	其它	(123)	782	642	706	900
每股净资产	3.85	4.13	4.36	4.61	4.90	经营活动现金流	6132	5191	6128	6540	7339
ROIC	7.57%	5.38%	8%	8%	10%	资本开支	0	508	(2200)	(2200)	(2200)
ROE	7.79%	7.19%	8%	8%	8%	其它投资现金流	0	(22)	0	0	0
毛利率	21%	20%	27%	26%	27%	投资活动现金流	(69)	381	(2280)	(2280)	(2280)
EBIT Margin	12%	11%	17%	16%	17%	权益性融资	119	240	0	0	0
EBITDA Margin	19%	19%	27%	25%	25%	负债净变化	190	(162)	0	0	0
收入增长	22%	-17%	-2%	14%	14%	支付股利、利息	(1047)	(841)	(1184)	(1244)	(1428)
净利润增长率	3%	-1%	14%	5%	15%	其它融资现金流	(1867)	1708	(636)	0	0
资产负债率	30%	30%	27%	27%	27%	融资活动现金流	(3462)	(58)	(1820)	(1244)	(1428)
股息率	2.4%	1.9%	2.7%	2.9%	3.3%	现金净变动	2601	5514	2028	3016	3631
P/E	12.4	12.5	11.0	10.5	9.1	货币资金的期初余额	18273	20875	26388	28416	31432
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	货币资金的期末余额	20875	26388	28416	31432	35063
EV/EBITDA	8.9	10.6	7.4	7.0	6.1	企业自由现金流	0	4722	3959	4390	5399
						权益自由现金流	0	6268	3664	4796	5883

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032