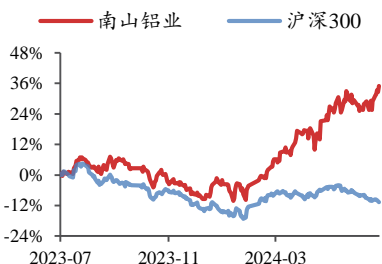


南山铝业 (600219.SH) 一体化布局铝产业链，国内外上下游齐发力助成长 ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2024/7/5
当前股价(元)	3.99
一年最高最低(元)	4.03/2.69
总市值(亿元)	467.17
流通市值(亿元)	467.17
总股本(亿股)	117.09
流通股本(亿股)	117.09
近3个月换手率(%)	62.52

股价走势图



数据来源：聚源

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

温佳贝（分析师）

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790524040009

● 一体化布局铝产业链，国内外上下游齐发力助成长

南山铝业一体化、多产品布局构筑盈利护城河，下游聚焦汽车板、航空板等高附加值项目，同步推进印尼第二个氧化铝项目有序扩张，且计划在氧化铝业务基础上进一步投资建设电解铝，打开上游成长空间，翻开海外布局新篇章，构建国内外业务双轮驱动、协同发展格局。我们预计公司 2024-2026 年实现收入 330.22、367.01、408.12 亿元，同比分别变动+14.5%、+11.1%、+11.2%，实现归母公司净利润 40.74、40.83、46.68 亿元，同比分别变动+17.3%、+0.2%、+14.3%，EPS 分别为 0.35、0.35、0.40 元/股（2024~2026 年归母净利润预测未考虑剩余 20 万吨电解铝指标出售获得的收益，2023 年归母净利润含当年出售电解铝指标资产处置收益）。对应 2024 年 7 月 4 日收盘价 PE 分别为南山铝业分别为 11.5、11.4、10.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 先手布局印尼优势凸显，下游发力高端制造构筑盈利护城河

历经多年发展，公司形成从热电、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)一体化布局的铝加工产业链，**(1) 原材料端**：公司于山东布局 140 万吨氧化铝+48 万吨预焙阳极，满足电解铝生产自用需求，降低原材料价格波动风险，此外公司先手布局印尼，先发优势明显，氧化铝、电解铝轮番发力打开成长空间，印尼盈利优势持续扩大。**(2) 铝加工**：业务涵盖铝板带（汽车板、航空板、罐料）、铝型材（工业型材、建筑型材）、铝箔等多个产品类型，终端产品广泛应用于多个领域，重点发力汽车板、航空板高附加值产品，提高抗风险能力，构筑盈利护城河。

● 强化落实股东回报+股权回购工作，中长期投资价值凸显

公司计划 2024 年~2026 年，每年以不低于 3 亿元人民币自有资金回购股份并注销，此外公司 2023 年股利支付率超过 40%，彰显公司长远发展信心，维护公司长远利益和全体股东的整体利益。

● **风险提示**：(1) 铝价、氧化铝价格大幅下跌；(2) 汽车板、航空板出货量不及预期；(3) 印尼第二个 200 万吨氧化铝项目建设进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,951	28,844	33,022	36,701	40,812
YOY(%)	21.7	-17.5	14.5	11.1	11.2
归母净利润(百万元)	3,516	3,474	4,074	4,083	4,668
YOY(%)	3.1	-1.2	17.3	0.2	14.3
毛利率(%)	20.9	20.3	26.3	24.2	24.2
净利率(%)	10.1	12.0	12.3	11.1	11.4
ROE(%)	7.9	7.4	9.0	8.7	9.2
EPS(摊薄/元)	0.30	0.30	0.35	0.35	0.40
P/E(倍)	13.3	13.4	11.5	11.4	10.0
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、 南山铝业—高附加值铝加工先行者	3
1.1、 印尼先发布局优势明显，发力高端铝加工成长性凸显	3
1.2、 股权结构集中，子公司分工明确	3
1.3、 冷/热轧产品是公司利润主要来源，氧化铝和高端产品增量凸显成长性	4
1.4、 强化落实股东回报+股权回购工作，中长期投资价值凸显	7
2、 一体化布局铝产业链，上下游齐发力助公司成长	8
2.1、 先手布局印尼，氧化铝、电解铝轮番发力打开成长空间	9
2.1.1、 BAI 股东优势互补，印尼布局优势显著	9
2.1.2、 提高印尼园区氧化铝现有产能并向下延伸产业链，政企合作共赢典范	9
2.1.3、 南山铝业国际赴港上市，BAI 融资能力有望提高	10
2.2、 响应双碳目标淘汰落后产能，规划再生铝产能弥补铝锭需求缺口	11
2.3、 发力高端制造，构筑盈利护城河	12
2.3.1、 轻量化浪潮下，汽车板业务迎来高速发展	12
2.3.2、 航空板国产替代进行时，打破技术壁垒发力高端市场	13
3、 盈利预测与投资建议	14
4、 风险提示	15

图表目录

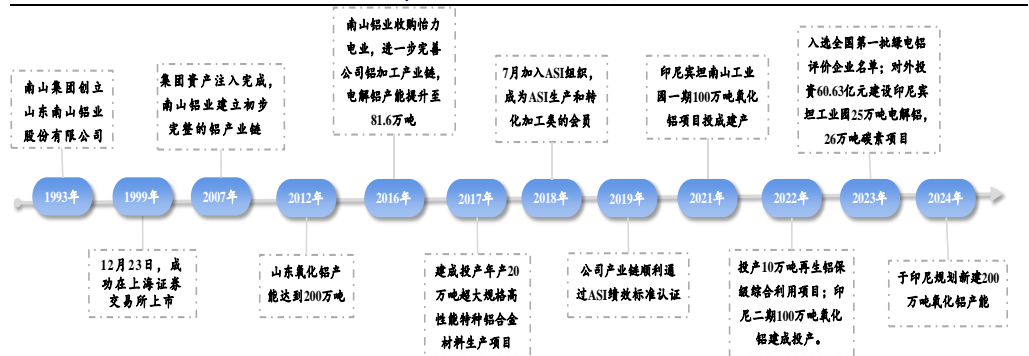
图 1： 南山铝业历经 30 余年积淀，成为铝加工领军企业	3
图 2： 南山村村委为实际控制人，海内外设立子公司实现完整铝加工最短距离产业链	4
图 3： 公司营业收入受铝价影响大	4
图 4： 公司营收受境外需求影响大	4
图 5： 铝价波动影响公司营业收入	5
图 6： 2023 年转让电解铝指标收益对冲铝价下跌	5
图 7： 冷/热轧产品及氧化铝为营业收入主要来源	5
图 8： 冷/热轧产品及氧化铝是主要毛利来源	6
图 9： 氧化铝产销量持续上升	6
图 10： 高端产品销量和毛利在铝产品中的占比持续上升	7
图 11： 南方铝业三项费用率整体呈下降趋势	7
图 12： 南山铝业资产负债率持续稳定	7
图 13： 2023 年分红比例增长	8
图 14： 2023 年股息率显著跃升	8
图 15： 南山铝业以电解铝为核心，已实现上下游一体化布局	8
图 16： 南山铝业率先布局印尼	9
图 17： 印尼宾坦工业园平稳运营	10
图 18： 港口门机和卸船机正常运作	10
图 19： 调整前股权架构中，印尼氧化铝资产在 GAI 体内	11
图 20： 预计股权架构经过调整后，印尼氧化铝资产在南山铝业国际体内	11
图 21： 南山铝业再生铝产业布局进行中	12
图 22： 纯电汽车单车汽车板用铝量较高 (Kg)	13
图 23： 南山铝业汽车板合作厂商众多	13
表 1： 全球客机交付量预测 (辆)	14
表 2： 公司盈利预测拆分	14
表 3： 公司估值低于可比公司	15

1、南山铝业—高附加值铝加工先行者

1.1、印尼先发布局优势明显，发力高端铝加工成长性凸显

上游布局印尼先发优势明显，下游聚焦高端制造提高产品附加值。南山铝业最初主要从事铝材料的生产和加工，于1999年12月23日成功在上海证券交易所上市，2007年集团资产注入完成，公司从以建材、纺织和电力为主的综合性工业企业，逐步发展成为以铝为核心业务的企业。2016年收购怡力电力电解铝产能提升至81.6万吨，2023年为响应国家政策，清退转让78台160KA预焙电解槽（核定产能3.6万吨/年）和412台300KA预焙电解槽（核定产能30万吨/年），对应出售33.6万吨电解铝产能指标，截至目前已完成13.6万吨指标出售，若剩余20万吨电解铝产能指标出售完成，公司国内电解铝产能合规指标为48万吨，但公司着眼印尼，规划建设25万吨电解铝产能，远期总计规划100万吨产能。此外，公司向上海布局氧化铝，向下游进军高端加工，完成一体化布局；氧化铝环节来看，公司2012于山东完成140万吨氧化铝产能布局，于印尼布局200万吨氧化铝产能（一期2021年投产100万吨、二期2022年投产100万吨），于印尼在规划扩建200万吨氧化铝产能，预计2027年全部投产；铝加工环节来看，公司前期主要布局罐料、型材、包装箔等传统铝加工行业，2015年开始布局航空板、汽车板高端铝加工产能，目前航空板设计产能5万吨，汽车板在产产能20万吨，在建汽车板产能20万吨，预计2024年内投产，高端产品产能不断爬坡提高公司高附加产品占比，盈利能力稳步提升。

图1：南山铝业历经30余年积淀，成为铝加工领军企业



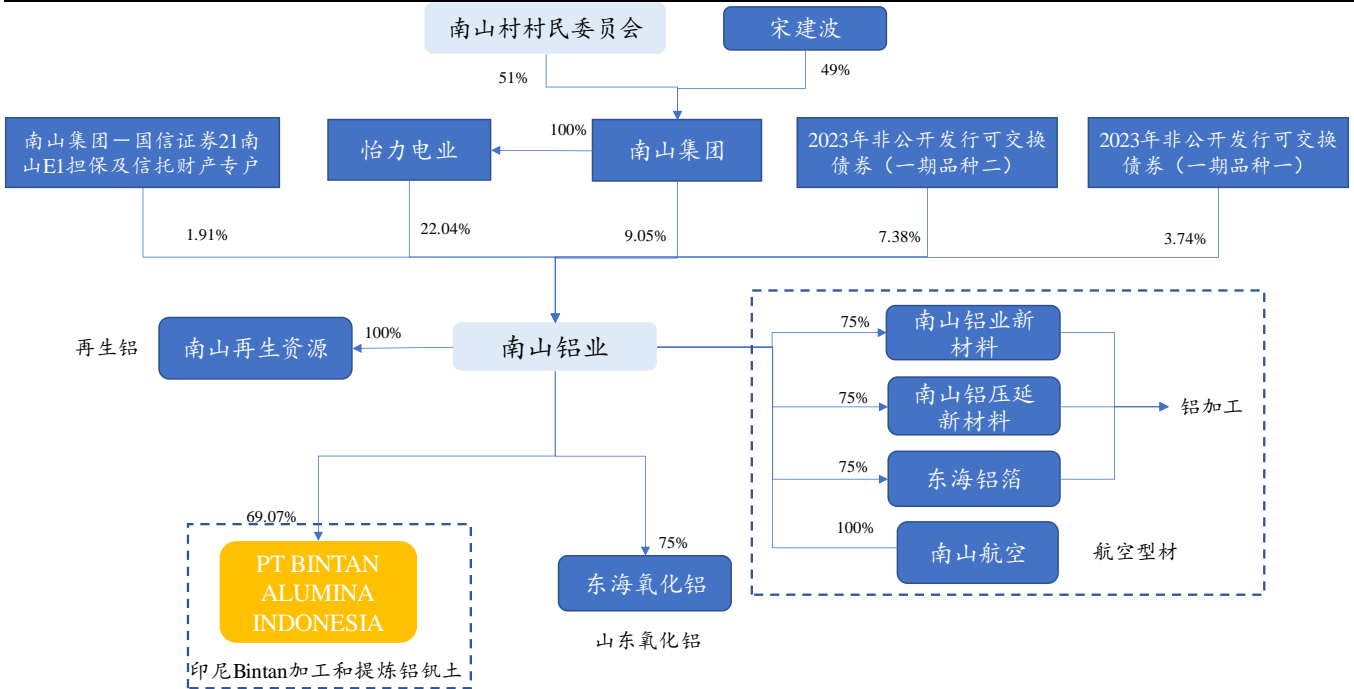
资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构集中，子公司分工明确

公司股权结构集中，聚焦铝产业链。南山铝业实际控制人为龙口市东江街道南山村村民委员会，单位负责人为宋作文，主要参股股东为怡力电业（22.04%）、南山集团（9.05%）。股权结构较为集中稳定。公司实控人为南山村村民委员会，间接持有公司26.66%，南山集团直接持股9.05%，通过怡力电业和债券/专户持股35.07%，合计持股44.12%，股权结构集中。

子公司分管不同业务，条线清晰。南山铝业旗下拥有四家对公司影响重要的境内子公司：烟台南山新材料、龙口南山铝压延新材料、龙口东海氧化铝、烟台东海铝箔，负责氧化铝、铝箔等业务，管理条线清晰。

图2：南山村村委为实际控制人，海内外设立子公司实现完整铝加工最短距离产业链

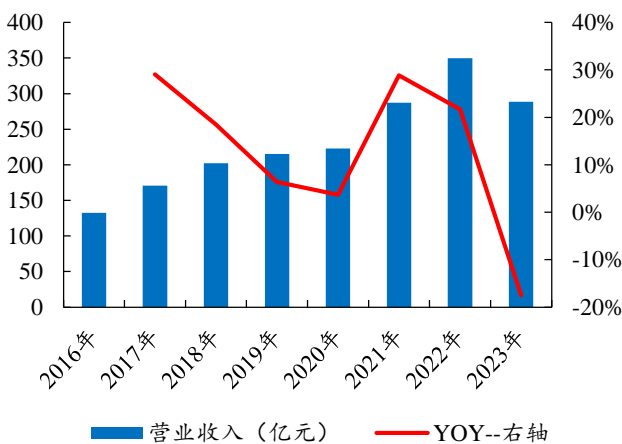


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.3、冷/热轧产品是公司利润主要来源，氧化铝和高端产品增量凸显成长性

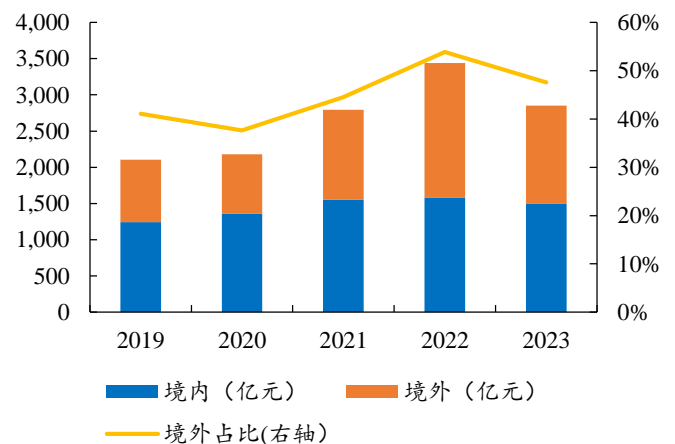
营业收入和铝价同频波动，电解铝指标转让增厚公司利润。2016~2023年，公司营业收入年复合增速达10.23%，铝价年复合增速达7.63%，整体来看，铝价和营业收入波动较为同频，2021年铝价大涨33%，公司营业收入同步实现同比约28%的高增。2023年伴随海外需求疲软、铝锭市场价格同比下滑，铝深加工产品量价齐降，公司营业收入受到一定影响，但2023年公司转让部分电解铝指标及处置相关资产获得收益约7.55亿元，部分弥补业绩下滑。

图3：公司营业收入受铝价影响大



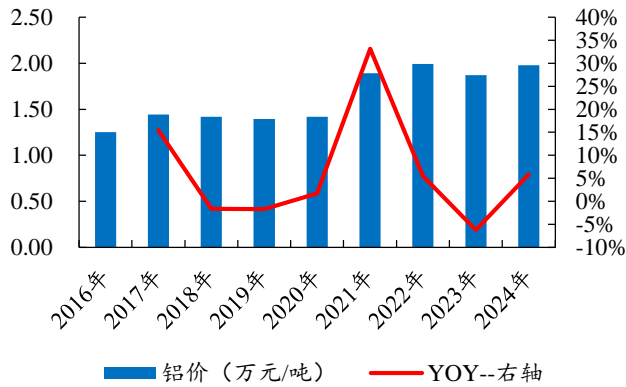
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司营收受境外需求影响大



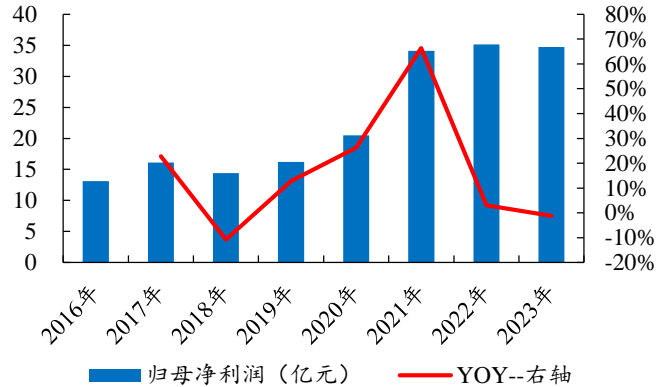
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5: 铝价波动影响公司营业收入



数据来源: Wind、开源证券研究所

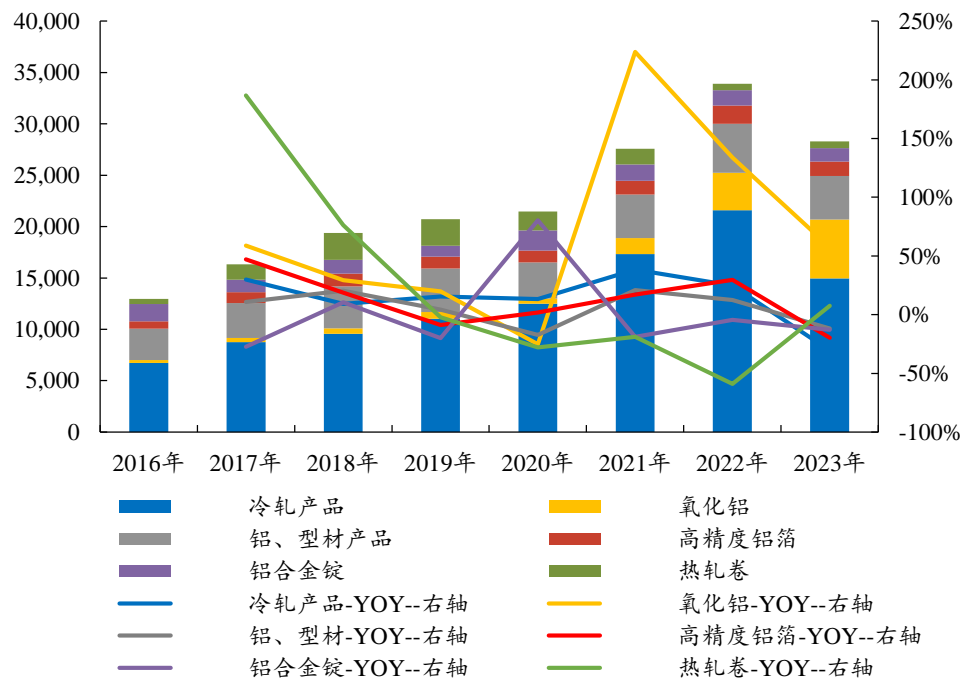
图6: 2023年转让电解铝指标收益对冲铝价下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

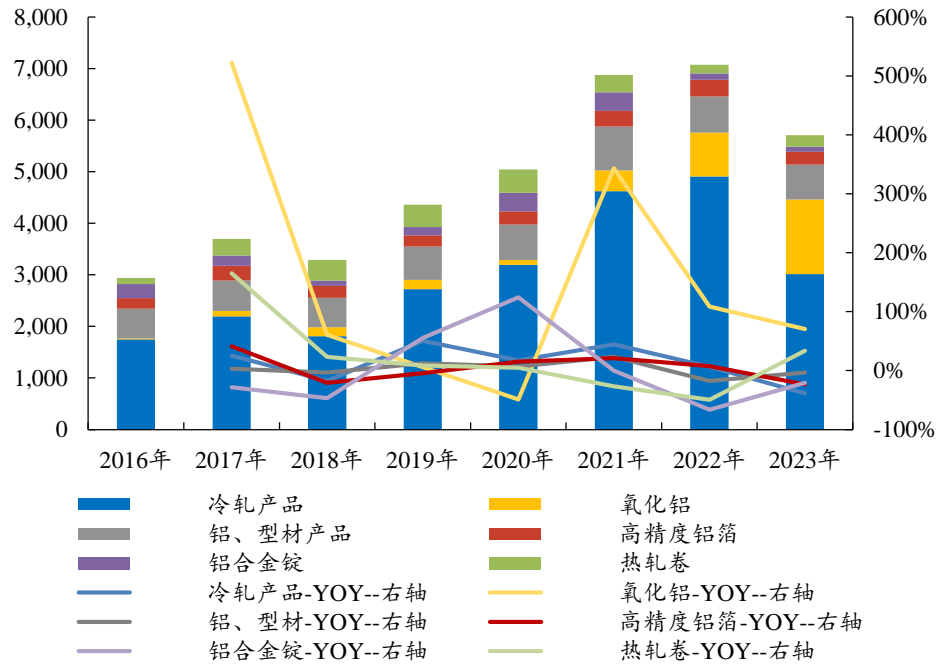
冷/热轧产品和氧化铝是公司主要的收入和毛利来源。公司构建铝产业链全链条业务模式，2021年前冷/热轧产品和铝型材是公司收入和毛利的主要来源，伴随印尼氧化铝的陆续投产，氧化铝营收/毛利占比逐步提高，公司业绩结构由此前冷/热轧产品、铝型材占大头转变为冷/热轧产品、铝型材、氧化铝三足鼎立的局面，2023年上述三大业务营收占比合计达88.02%，毛利占比合计90.03%。

图7: 冷/热轧产品及氧化铝为营业收入主要来源



数据来源: Wind、开源证券研究所

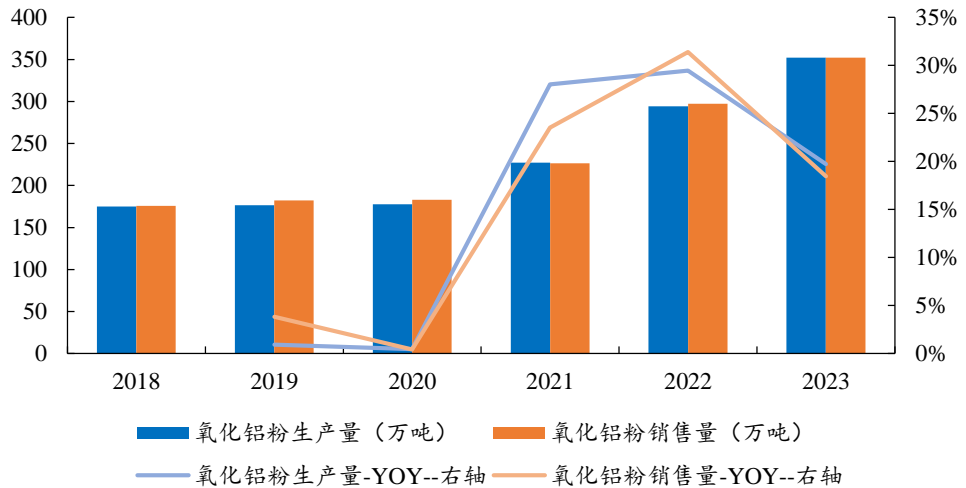
图8：冷/热轧产品及氧化铝是主要毛利来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

伴随印尼氧化铝项目全面达产，氧化铝收入贡献不断提高。印尼氧化铝一期100万吨2021年5月投产、二期100万吨2022年10月投产，产能爬坡带来的产量提高，导致氧化铝产销量增加，2023年较2020年氧化铝营业收入、毛利占比分别提高18.01pct、23.53pct，后续随着印尼新建200万吨项目陆续投产或将继续增长。

图9：氧化铝产销量持续上升



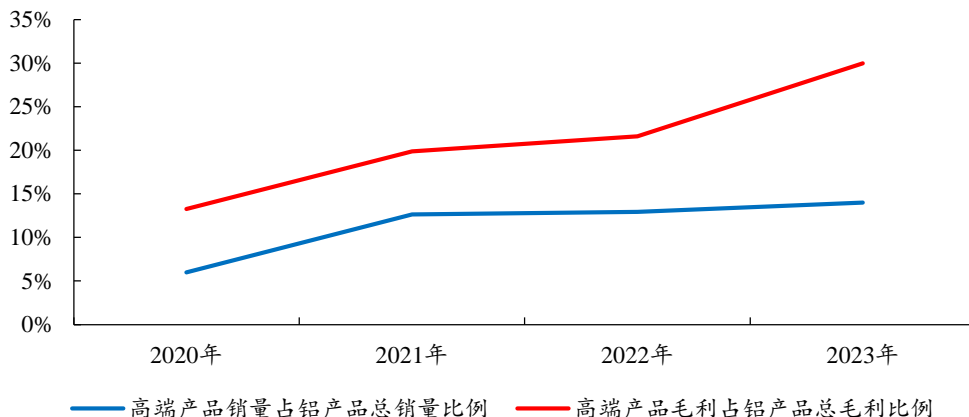
数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：产销量为境内外总和。

高端产品发力，产品结构不断优化提升公司盈利能力。公司下游产品布局涵盖铝板带（汽车板、航空板、罐料）、铝型材（工业型材、建筑型材）、铝箔等多个产品类型，其中汽车板、航空板、高性能动力电池箔属于高端加工领域，盈利水平高于传统铝加工，伴随航空板、汽车板产能逐步爬坡，公司产品结构将不断优化，2023年高端产品的销量约占南山铝业铝产品总销量的14%，高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的30%，同比增长近9个百分点，我们认为未来伴随高端产品产能释

放，公司盈利能力将伴随产品结构优化得到提高。

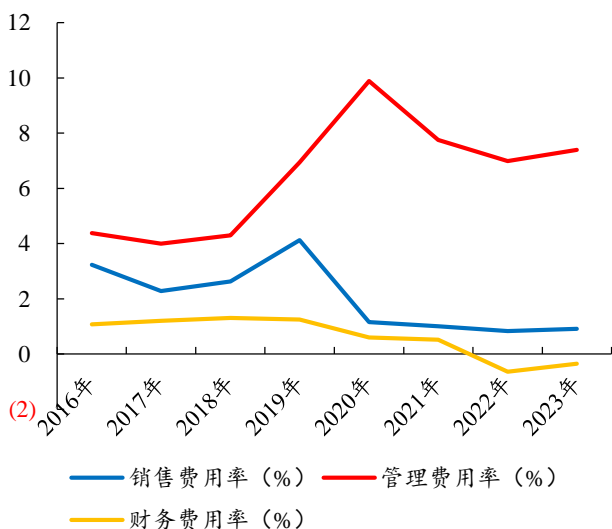
图10：高端产品销量和毛利在铝产品中的占比持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

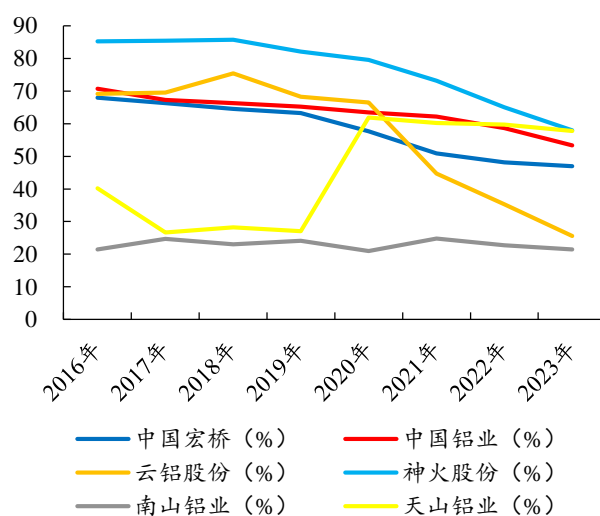
资产负债结构优于同行，运营管理能力持续加强。自 2016 年以来，公司资产结构始终优于同行，且资产负债率始终处于较低水平，2023 年资产负债率为 21.49%，同比减少 1.23pct。处于同行较低水平，截至 2024 年 3 月 31 日，公司在手现金 263 亿元，资金充沛。此外近三年来公司三项费用率水平稳定，体现公司充分发挥产业资源协同效应，内部运营管理能力得到大幅增强。

图11：南方铝业三项费用率整体呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：南山铝业资产负债率持续稳定

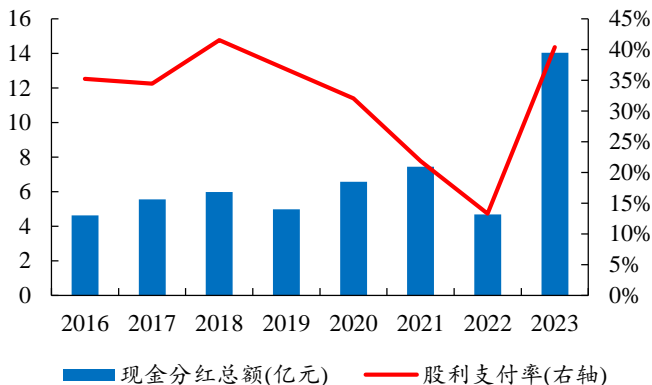


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、强化落实股东回报+股权回购工作，中长期投资价值凸显

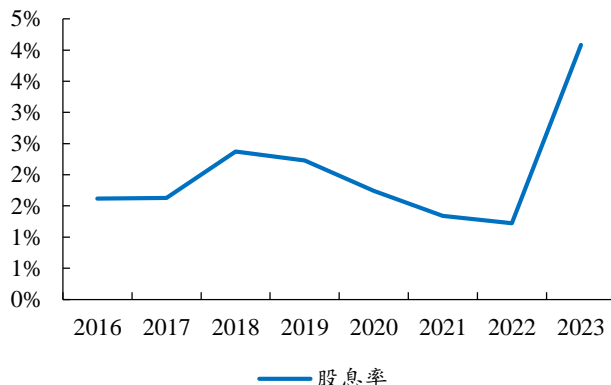
公司在综合考虑公司战略发展目标、经营规划、盈利能力等因素的基础上，为进一步回馈广大投资者对公司的支持，推出一系列股东回报方案，计划 2024 年~2026 年，每年以不低于 3 亿元人民币自有资金回购股份并注销，此外公司 2023 年股利支付率超过 40%，较 2022 年的 13%大幅增长，彰显公司长远发展信心，维护公司长远利益和全体股东的整体利益。

图13: 2023年分红比例增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2023年股息率显著跃升

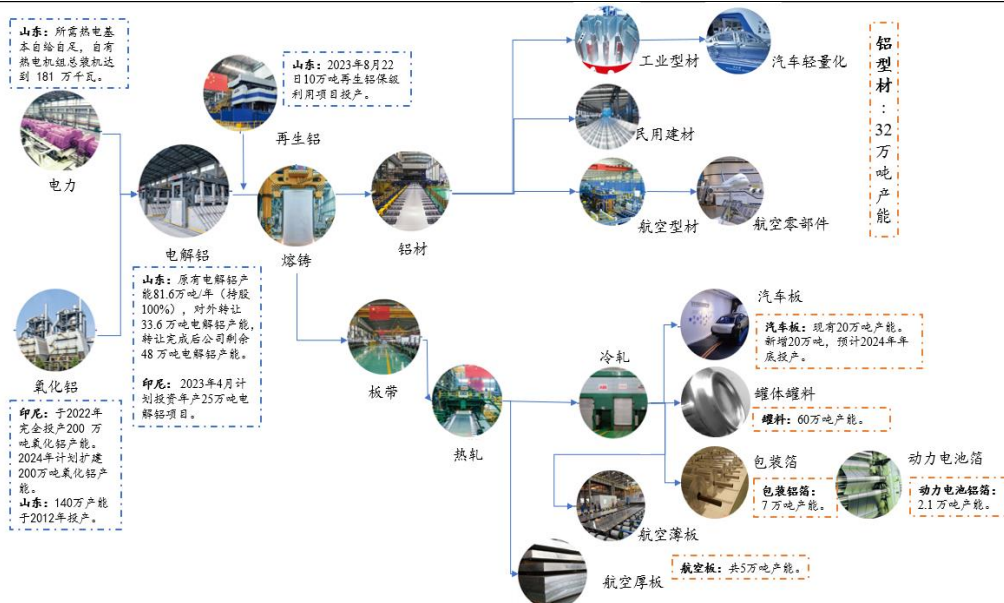


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、一体化布局铝产业链，上下游齐发力助公司成长

一体化、多产品布局构筑盈利护城河，印尼项目同步推进打开成长空间。历经多年发展，公司形成从热电、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)一体化布局的铝加工产业链，**(1) 上游产品:** 包括电力、氧化铝、铝合金锭，**(2) 下游产品:** 涵盖铝板带(汽车板、航空板、罐料)、铝型材(工业型材、建筑型材)、铝箔等多个产品类型，终端产品广泛应用于多个领域，其中铝板带产品主要用于加工航空板、汽车板、罐体罐盖料等，工业型材产品主要用于集装箱、光伏产品、新能源车用铝材、轨道交通等，建筑型材产品主要用于铝合金门窗、幕墙等，铝箔产品主要用于高性能动力电池箔等，公司多产品布局的业务模式，构筑盈利护城河，提高抗风险能力。此外，公司同步推进海外项目有序扩张，在氧化铝业务基础上进一步投资建设电解铝，打开上游成长空间，翻开海外布局新篇章，构建国内外业务双轮驱动、协同发展格局。

图15: 南山铝业以电解铝为核心，已实现上下游一体化布局



资料来源: 公司公告、公司官网、开源证券研究所

2.1、先手布局印尼，氧化铝、电解铝轮番发力打开成长空间

印尼布局先发优势明显，氧化铝、电解铝轮番发力打开成长空间。2013 年以前，公司低温矿和高温矿分别从印尼和澳大利亚采购；2014 年 1 月，印尼政府“限矿”后，对公司原料供应稳定性和采购价格形成一定压力，南山铝业迅速调整策略，于当年收购 BAI 股权，并通过与力拓签订长期供货协议，采取与 LME 挂钩、协议价格相结合的定价模式满足生产所需铝土矿，自 2014 年至今，公司每年从力拓采购的铝土矿占比达到 90%以上；经过多年的筹备和推进，2017 年南山铝业获得印尼总统令批准，在宾坦岛设立卡朗巴唐经济特区，成为首个由中资企业开发管理的经济特区，并专注于铝业务的发展；自 2018 年起，南山铝业在宾坦工业园开始建设氧化铝项目，该项目分两期进行，2022 年 10 月 23 日 200 万吨氧化铝产能全面投产。近两年公司计划在印尼扩建氧化铝产能，并进一步向下游延伸产业链：**(1) 氧化铝产能**：在原有 200 万吨产能的基础上再扩建年产 200 万吨氧化铝项目，建设期共计约 2.5 年，总投资约 63.32 亿人民币；**(2) 电解铝产能**：为有效利用同一工业园区内氧化铝资源，降低生产电解铝成本，公司出资建设印尼宾坦工业园年产 25 万吨电解铝、26 万吨碳素项目，并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施，纵向一体化布局有助于公司控制成本、保障原料供应，同时减少对单一市场的依赖，持续扩大在印尼的盈利优势。

图16：南山铝业率先布局印尼



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

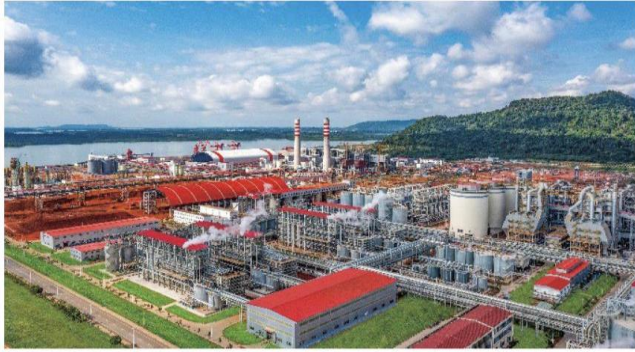
2.1.1、BAI 股东优势互补，印尼布局优势显著

股东产业优势互补带来共赢。截至 2023 年，南山铝业印尼氧化铝公司 BAI 由南山铝业、MKU、红石铝业和齐力铝业共同持股，其中南山铝业持股比例达 69.1%，其中 MKU 拥有印尼大型私营铝土矿，齐力铝业是东南亚最大的电解铝企业。三者分别发挥各自优势，在印尼宾坦项目上游铝土矿供应、中游氧化铝生产、下游氧化铝消纳三个环节，实现优势互补，形成共赢格局。

2.1.2、提高印尼园区氧化铝现有产能并向下延伸产业链，政企合作共赢典范

依托自身优势打造独立园区，规划电解铝项目延申产业链布局。南山铝业凭借其在铝产业链上的技术专长、丰富的园区管理经验与建设能力以及独特的企业文化，成功将印尼宾坦工业园打造成为一个高标准、高规格的独立产业园区。2023 年 4 月南山铝业宣布拟在宾坦工业园内建设年产 25 万吨的电解铝厂和年产 26 万吨的炭素项目，并配套建设码头、水库和渣场等公共辅助设施，实现氧化铝到电解铝的产业链延伸。根据规划，电解铝厂预计在 2026 年 7 月完工，炭素厂预计 2026 年 4 月建成，此外公司还制定将电解铝产能逐步扩至 100 万吨的远期计划。

政商关系良好，项目税费减免力度大。宾坦工业园区因南山铝业的成功运营获印尼政府高度认可，成为一带一路合作典范。2017~2023年，南山铝业在园区投产年产200万吨氧化铝项目，配备完善基础设施，该园区得到印尼政府高度认可，享受卡朗巴唐经济特区优惠政策：（1）对于从国外进口的设备、材料免交进口增值税、关税、预扣企业所得税；对于从印尼境内采购的设备、材料免交增值税。（2）对于销售氧化铝粉产生的利润，给予企业所得税减免100%优惠政策，期限为20年（2021年~2040年），第21年（2041年）、第22年（2042年）各减免50%。截至2023年末，BAI总资产达980.98亿元，净资产924.07亿元，资产负债率仅5.8%。

图17：印尼宾坦工业园平稳运营


资料来源：公司官网

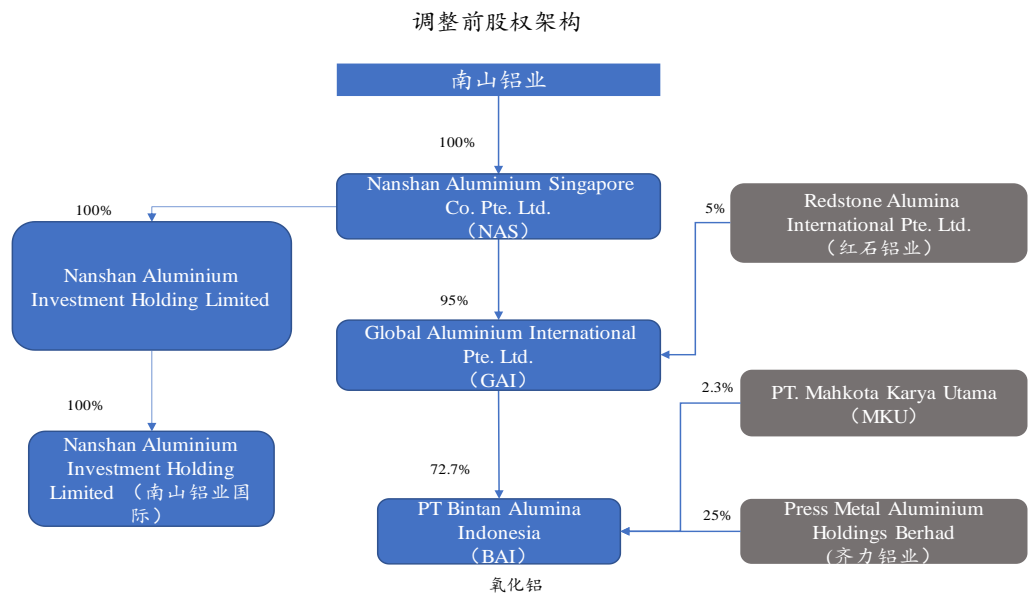
图18：港口门机和卸船机正常运作


资料来源：公司官网

2.1.3、南山铝业国际赴港上市，BAI 融资能力有望提高

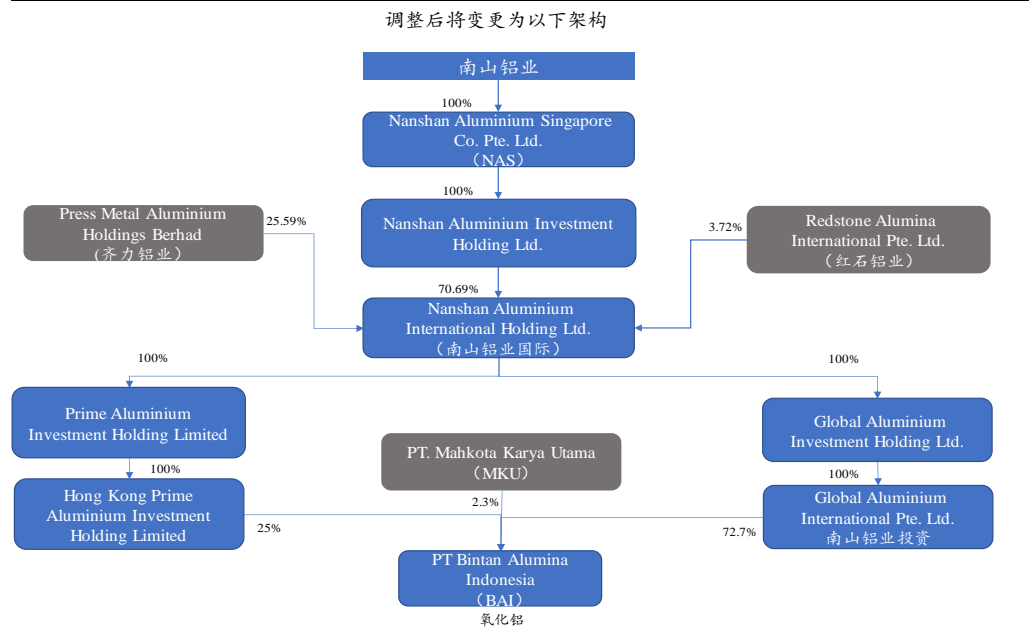
公司印尼业务分拆赴港上市，登陆国际资本市场。南山铝业印尼子公司 BAI 主产氧化铝，由南山铝业、红石铝业、MKU 及齐力铝业等多方共持。齐力铝业作为东南亚铝业的领军企业，拥有充足的电解铝和挤压铝材产能。这一分拆上市计划将为南山铝业国际提供独立的资金募集平台，其可直接从香港资本市场获得股权或债务融资，以应对现有及未来业务扩张的资金需求，同时，有利于资本市场对拟分拆资产进行合理估值，并借助香港资本市场对拟分拆资产的治理结构进行改善，进而提升拟分拆资产的经营业绩，使公司优质资产价值在资本市场得以充分、合理的体现。

图19：调整前股权架构中，印尼氧化铝资产在GAI体内



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图20：预计股权架构经过调整后，印尼氧化铝资产在南山铝业国际体内



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、响应双碳目标淘汰落后产能，规划再生铝产能弥补铝锭需求缺口

推进绿色可持续发展进程，转让电解铝指标。2022年12月23日，公司为响应双碳目标，通过转让电解铝产能指标至西南地区的方式坚决淘汰落后生产工艺、技术、设备，合计对外转让33.6万吨电解铝产能指标，分别为：贵州华仁（10万吨，含税总价6.63亿元）、贵州兴仁（13.6万吨，含税总价9.02亿元）、贵州六盘水双元铝业（10万吨，含税总价6.63亿元）。2023年完成13.6万吨电解铝指标转让，收到公司电解铝指标转让及处置相关资产的收益共7.55亿元，仍有20万吨电解铝指

标处于待交割状态。

铝加工产能规模大，规划建设再生铝补足铝锭短板。截至目前，公司铝加工年产能合计 126.1 万吨，后续仍有 20 万吨汽车板加工产能在规划，但电解铝产能仅 68 万吨，且在完成剩余 20 万吨电解铝指标转让后，公司电解铝产能将降至 48 万吨，铝锭自给率明显降低，为弥补铝锭缺口，公司着手布局再生铝业务。2021 年 8 月南山铝业与联合新材料合作成立合资公司龙口南山再生资源，其中南山铝业持股 60%，2022 年收购其剩余的 40% 股权，自此再生资源公司已成为南山铝业全资子公司，合资公司建设 10 万吨再生铝合金材料产能，部分产能已进入试生产期。

着手可再生能源发电，山东核能优势成为未来助力。目前南山铝业自有热电机组总装机达到 181 万千瓦，铝加工所需热电基本自给自足。南山铝业积极调整能源结构顺应双碳时代，目前已着手开始布局屋顶光伏发电。2023 年，南山铝业光伏总装机容量累计为 100 兆瓦，预计年发电量为 1 亿千瓦时。公司远期规划还将利用山东省内的核电等绿色低碳能源来逐步替代现有能源供应。凭借山东省内风电、核电的先天优势，加之对屋顶光伏的布局发展，南山铝业在能源结构优化上具有更多的选择性，或可更快实现绿色低碳的目标。

图21：南山铝业再生铝产业布局进行中



资料来源：公司官网

2.3、发力高端制造，构筑盈利护城河

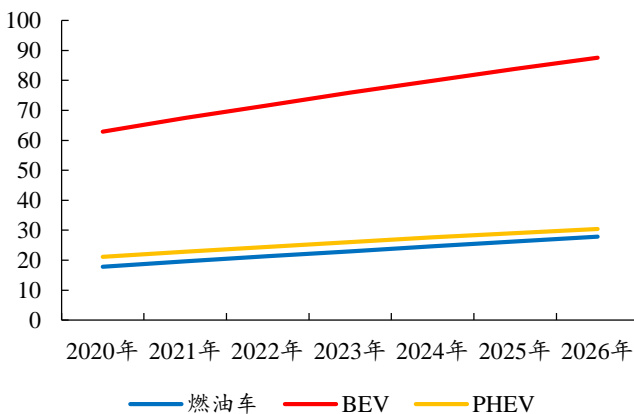
2.3.1、轻量化浪潮下，汽车板业务迎来高速发展

国内汽车铝板用量低于欧美，成长空间大。汽车铝板主要用于车身覆盖件，包括四门两盖（前后车门、引擎盖、后备箱盖）、顶棚、翼子板等。2022 年欧洲市场单车铝板用量约 45Kg，占车用铝合金比重约 22%，预计 2022~2026 年单车铝板用量 CAGR 为 4.2%，而单车用铝量 CAGR 为 3.8%；2022 年美国市场单车铝板用量约 60Kg，占车用铝合金比重约 26.5%，预计 2022~2030 年单车铝板用量 CAGR 为 1.4%，而单车用铝量 CAGR 为 1.3%；整体来看，欧美市场汽车板成长性均高于整体用铝量。国内市场来看，根据 CM 集团统计数据，2022 年国内单车铝板用量约 25Kg，占车用铝合金比重 16%，较欧美市场仍有差距，国内铝板市场发展潜力较大。我们预计中国 2023~2026 年汽车板需求年复合增速约 10%，成长空间优异。

欧美厂商长期垄断全球汽车铝板市场，南山铝业优势凸显。根据 SMM 统计，截至 2020 年，全球汽车铝板产能约 390 万吨，国外产能约占 73.8%，主要分布在美国、德国、日本等国家；国内产能占比 26.2%，其中外资厂商产能约 38 万吨，均处于正常生产状态，本土厂商大多开工率不足，主要原因有：（1）生产技术难度高，

外资厂商先发绑定主流车企，本土厂商产品及车厂认证流程缓慢；(2) 汽车铝板分为内板和外板，外板技术难度更大，本土企业多数只能生产内板。南山铝业凭借全产业链和持续的研发投入，已经批量供应包括外板在内的汽车铝板，是本土唯一能批量生产内外板的企业，目前产能约 20 万吨，另有 20 万吨扩建产能预计 2024 年年底投产，其在技术、客户资源等方面优势凸显：(1) 突破多项技术壁垒，全铝车身成为轻量化潜力最大邻域：南山铝业通过的全铝车身设计，车身采用的结构、骨架等更加坚固，采用全铝车身后，可使车身整体减重近 30%，进而缩短刹车距离、延长车辆续航里程；(2) 与多家行业巨头车企合作，进军高端铝材料市场：南山铝业作为首家稳定批量供应汽车内外板的企业，自 2015 年起持续投入研发，已通过多家主流车企认证；产品线覆盖各大品牌，与赛力斯、小米、宝马、北京奔驰、奥迪 PPE 等知名车企紧密合作，未来南山铝业还将加强与其他车企的认证工作，有望成为汽车行业高端铝材料主要供应商。

图22：纯电汽车单车汽车板用铝量较高 (Kg)



数据来源：CM Group、开源证券研究所

图23：南山铝业汽车板合作厂商众多



资料来源：公司公告

2.3.2、航空板国产替代进行时，打破技术壁垒发力高端市场

全球客机交付量不断增长，航空板需求前景客观。据《中国商飞公司市场预测年报（2022~2041）》预测，2022~2026 年全球客机交付量达 8477 辆，2027~2031 年、2032~2036 年、2037~2041 年全球客机交付量同比增速分别为 11%、19%、20%，增速不断提高。铝材在航空器中应用广泛，其中航空铝板占航空用铝 60%。铝合金由于其比强度高、成形和加工性能好的特点，是飞机的主要结构材料，如蒙皮、框架、螺旋桨、油箱、壁板和起落架支柱等，据统计航空用铝主要以变形铝材为主，铸造材占比较低，其中平轧材约占 60%，挤压材（管、棒、型、线）约占 28%，锻件约占 7%，铸件约占 5%。全球客机交付量的不断增长有望打开航空板需求空间。

国内航空板起步晚，公司打破技术壁垒实现国产替代。我国先进铝合金材料起步较晚，国内商用飞机航空铝材此前多依赖美国铝业、爱励铝业等海外企业，南山铝业作为 C919 等国产大飞机项目的航空板供应商，致力于国产铝材的研发与生产，支持了 C919、ARJ21 等关键项目，并参与 C929 研发，其 5 项自主研发的合金产品已通过商飞认证，实现了国产铝合金材料的替代。2023 年 6 月，公司成功突破轻量化机翼技术并通过空客认证，目前取得多型号厚板工艺认证，并开展合金研发工作。后续将继续对接巴西航空、空客等客户，进行机翼壁板及板材研发工作，推进产品优化，做到全型号、全尺寸覆盖，提升航空铝合金板材市场竞争力。截至 2023 年

年底，公司拥有航空板设计产能 5 万吨/年，我们预计 2024 年航空板产量约 1.6 万吨，伴随产能不断爬坡，公司产量将进一步提高。

表1：全球客机交付量预测（辆）

		2022~2026 年交付	2027~2031 年交付	2032~2036 年交付	2037~2041 年交付	2022~2041 年合计交付
		量	量	量	量	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

数据来源：中国商飞、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

铝加工品出货量预测：（1）汽车板业务：考虑公司新投产 20 万吨汽车板产能的释放以及公司在下游整车厂商认证进度，我们预计 2024~2026 年公司汽车板出货量分别为 13、18、24 万吨；（2）航空板业务：考虑到全球航空业不断复苏以及 C919 国产大飞机放量，我们预计 2024~2026 年公司航空板出货量分别为 1.6、1.8、2.0 万吨；（3）动力电池箔：伴随高端新能源车车型层出不穷，公司动力电池箔以高端领域为主，我们预计 2024~2026 年公司动力电池箔出货量维持在 0.8 万吨左右；（4）罐料业务：我们预计 2024~2026 年公司罐料业务出货量保持稳定，稳定在 55 万吨左右。

自有电解铝产量预测：我们预计公司 20 万吨电解铝指标将于 2024 年年底完成交割，2025 年公司有效电解铝产能将降至 48 万吨/年，我们预计 2024~2026 年公司自有电解铝产量分别为 65、47、47 万吨。

印尼氧化铝产量预测：考虑到印尼扩建 200 万吨氧化铝项目的投产及爬坡，且氧化铝为单一产品，产量有望超产，我们预计 2024~2026 年公司印尼氧化铝产量分别为 210、240、310 万吨。

我们预计公司 2024-2026 年实现收入 330.22、367.01、408.12 亿元，同比分别变动+14.5%、+11.1%、+11.2%，实现归母公司净利润 40.74、40.83、46.68 亿元，同比分别变动+17.3%、+0.2%、+14.3%，EPS 分别为 0.35、0.35、0.40 元/股（2024~2026 年归母净利润预测未考虑剩余 20 万吨电解铝指标出售获得的收益，2023 年归母净利润含当年出售电解铝指标资产处置收益）。

表2：公司盈利预测拆分

		2024E	2025E	2026E
氧化铝业务	营业收入（亿元）	74.74	90.20	106.00
	营业成本（亿元）	42.51	53.56	64.06
	毛利率（%）	43%	41%	40%
传统铝加工	营业收入（亿元）	189.91	189.91	189.91
	营业成本（亿元）	153.91	163.86	167.24
	毛利率（%）	19%	14%	12%
高端铝加工	营业收入（亿元）	65.58	86.90	112.21
	营业成本（亿元）	46.9	60.8	78.2

	毛利率 (%)	28%	30%	30%
合计	营业收入 (亿元)	330.22	367.01	408.12
	营业成本 (亿元)	243.31	278.19	309.50

数据来源: Wind、开源证券研究所

按照目前公司战略发展规划,公司业务可分为上游氧化铝和电解铝、中游中高端铝加工产品,我们选取中国铝业、天山铝业、豪美新材、华峰铝业四家公司作为可比公司,以2024年7月5日股价为基准,2024~2026年可比公司平均估值分别为15.7、12.5、10.6倍,南山铝业分别为11.5、11.4、10.0倍,低于可比公司。南山铝业一体化、多产品布局构筑盈利护城河,下游聚焦汽车板、航空板等高附加值项目,同步推进印尼第二个氧化铝项目有序扩张,且计划在氧化铝业务基础上进一步投资建设电解铝,打开上游成长空间,翻开海外布局新篇章,构建国内外业务双轮驱动、协同发展格局。首次覆盖,给予“买入”评级。

表3: 公司估值低于可比公司

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601600.SH	中国铝业	7.7	0.39	0.52	0.63	0.73	14.41	14.7	12.2	10.5
002532.SZ	天山铝业	8.2	0.47	0.72	0.84	0.93	12.68	11.3	9.7	8.8
002988.SZ	豪美新材	15.5	0.73	0.98	1.23	1.53	32.65	21.2	15.7	12.5
601702.SH	华峰铝业	18.7	0.90	1.20	1.51	1.76	20.77	15.6	12.4	10.6
可比公司平均 PE								15.7	12.5	10.6
600219.SH	南山铝业	4.0	0.30	0.35	0.35	0.40	13.45	11.5	11.4	10.0

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 南山铝业盈利预测来自于开源证券研究所预测; 其他公司盈利预测均来自于Wind一致预期(数据截至2024年7月5日)

4、风险提示

(1) **铝价、氧化铝价格大幅下跌。**电解铝、氧化铝为公司营业收入主要贡献方,若价格出现大幅下跌,或对公司业绩造成不利影响;

(2) **汽车板、航空板出货量不及预期。**2024~2026年影响业绩的原因之一为公司汽车板、航空板产能爬坡叠加下游客户认证取得进展,出货量不断提高带来的业绩增量,若出货量不及预期或将对公司业绩造成不利影响;

(3) **印尼第二个200万吨氧化铝项目建设进度不及预期。**2024~2026年影响业绩的原因之一为印尼第二个200万吨氧化铝项目的投产、爬坡,若该项目建设进度不及预期或将对公司业绩造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	33994	39926	42338	48908	50799
现金	20875	26388	29549	30986	35698
应收票据及应收账款	4183	4298	4248	5856	5032
其他应收款	188	770	0	963	6
预付账款	886	807	1105	1035	1337
存货	6436	6272	6027	8667	7321
其他流动资产	1426	1391	1410	1400	1405
非流动资产	30732	28889	31313	32976	34475
长期投资	567	672	817	972	1125
固定资产	26381	24433	26717	28129	29560
无形资产	2338	2379	2311	2237	2181
其他非流动资产	1446	1405	1469	1637	1610
资产总计	64726	68815	73652	81883	85274
流动负债	13878	14112	15125	18696	16680
短期借款	7350	7533	7441	11309	7464
应付票据及应付账款	3940	3247	4012	4483	4858
其他流动负债	2588	3332	3672	2904	4358
非流动负债	830	675	693	691	682
长期借款	190	29	50	46	38
其他非流动负债	640	647	643	645	644
负债合计	14708	14787	15819	19387	17362
少数股东权益	4916	5684	6820	8168	9721
股本	11709	11709	11709	11709	11709
资本公积	15910	15910	15910	15910	15910
留存收益	17657	20662	23789	27047	30780
归属母公司股东权益	45102	48344	51013	54328	58191
负债和股东权益	64726	68815	73652	81883	85274

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6669	4230	8967	1902	12943
净利润	3944	4003	5210	5431	6221
折旧摊销	2292	2344	2007	2250	2513
财务费用	-223	-100	-82	-261	-350
投资损失	-118	-70	-105	-91	-88
营运资金变动	101	-1605	2204	-5392	4688
其他经营现金流	673	-342	-267	-35	-41
投资活动现金流	-1495	1307	-4347	-3811	-3931
资本支出	1595	2203	4449	3676	3900
长期投资	15	-294	-144	-155	-153
其他投资现金流	85	3804	247	20	122
筹资活动现金流	-1721	-2588	-1460	-475	-478
短期借款	-742	182	-91	3867	-3845
长期借款	190	-162	22	-4	-8
普通股增加	-242	0	0	0	0
资本公积增加	-652	0	0	0	0
其他筹资现金流	-275	-2608	-1390	-4338	3375
现金净增加额	3572	3049	3160	-2384	8534

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	34951	28844	33022	36701	40812
营业成本	27644	22977	24331	27819	30950
营业税金及附加	264	237	297	257	265
营业费用	291	264	330	312	347
管理费用	958	858	1156	1101	1224
研发费用	1486	1273	1519	1541	1632
财务费用	-223	-100	-82	-261	-350
资产减值损失	-448	-66	0	0	0
其他收益	94	339	0	0	0
公允价值变动收益	0	-0	0	0	-0
投资净收益	118	70	105	91	88
资产处置收益	1	756	0	0	0
营业利润	4282	4368	5841	6059	6872
营业外收入	11	27	21	20	19
营业外支出	38	27	23	26	27
利润总额	4255	4368	5839	6053	6864
所得税	311	366	629	622	644
净利润	3944	4003	5210	5431	6221
少数股东损益	428	529	1136	1348	1552
归属母公司净利润	3516	3474	4074	4083	4668
EBITDA	6379	6379	7500	8005	8987
EPS(元)	0.30	0.30	0.35	0.35	0.40

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.7	-17.5	14.5	11.1	11.2
营业利润(%)	3.3	2.0	33.7	3.7	13.4
归属于母公司净利润(%)	3.1	-1.2	17.3	0.2	14.3
获利能力					
毛利率(%)	20.9	20.3	26.3	24.2	24.2
净利率(%)	10.1	12.0	12.3	11.1	11.4
ROE(%)	7.9	7.4	9.0	8.7	9.2
ROIC(%)	7.1	6.5	8.3	7.8	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	22.7	21.5	21.5	23.7	20.4
净负债比率(%)	-25.4	-33.6	-37.1	-30.5	-40.6
流动比率	2.4	2.8	2.8	2.6	3.0
速动比率	1.9	2.3	2.3	2.1	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	12.4	9.6	11.0	10.3	10.7
应付账款周转率	8.8	7.8	8.3	8.1	8.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.30	0.35	0.35	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.36	0.77	0.16	1.11
每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.13	4.36	4.64	4.97
估值比率					
P/E	13.3	13.4	11.5	11.4	10.0
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.1	5.4	4.3	4.5	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn