

南山铝业 (600219.SH)

全产业链布局行稳致远，海外资源打开盈利天花板

公司从传统的“资源驱动型”向“技术创新与全产业链协同驱动型”的华丽转身。1993年公司正式设立，于1999年12月在上海证券交易所成功上市。公司先后投入巨资建设热电厂、氧化铝厂、电解铝厂及精深加工车间。另外，公司积极响应国家“双碳”目标，加快海外资源布局，投资建设印尼宾坦铝业工业园，利用印尼丰富的铝土矿资源和能源优势，建设百万吨级氧化铝生产基地及百万吨级电解铝，实现了原材料的海外保供和成本进一步下移。同时，公司持续优化产品结构，聚焦“汽车板、航空板、罐料”等核心高毛利产品，并积极推进机器人领域拓展，成为全球铝加工行业的头部企业。另外，南山铝业国际分拆港股上市，提升国际影响力。

出海先行者：复刻产业链优势，重塑成本护城河。南山铝业印尼项目位于印度尼西亚宾坦岛东南部廖内群岛卡朗巴唐经济特区。印尼宾坦工业园项目占地面积约4578.6公顷，已建设年产400万吨氧化铝厂、规划年产100万吨电解铝厂、配套年吞吐量2000万吨专用码头、火力发电厂（6台燃煤供热发电机组，装机容量160MW，孤网运行）、煤制气、水库等设施。

汽车板：乘轻量化浪潮东风，新能源车需求放量打开成长空间。公司在汽车用铝市场占有率超25%，靠的是以铝代钢的显著优势——同一零件减重约40%，汽车每减重100千克，续航里程可提升10%，对新能源汽车尤为关键。2025年，公司原有20万吨汽车板项目已满产，在建20万吨项目进行带料调试。据我们计算，预计全球汽车对汽车铝板消耗量从2020年的398万吨增长至2029年的516万吨，年复合增速为3%。

航空板：技术不断突破，国内外市场“双线开花”。南山铝业成功开发了用于商用飞机制造的2系和7系多个合金型号厚板及薄板产品，打破了我国商用飞机航空铝材长期受制于人的局面。目前，公司拥有5万吨航空板生产线。我们根据SMM数据披露单机铝材用量为60吨/架计算，预计2035年全球在役商用飞机用铝量达271万吨，十年年复合增速3%。

铝：数据中心“抢电”引发供给担忧，2026年全球供需格局或收紧。
①供给端：2026年国内供给或触碰产能天花板，数据中心“抢电”引发海外供给担忧，铝存在204万吨产能风险。
②需求端：中国或将发布地产、汽车等政策，或将提振市场情绪，其中汽车、消费品方面将继续提振原铝终端消费水平。关注新能源汽车、光伏和储能的用铝需求增长情况。
③供需平衡：我们预计2025-2027年全球电解铝分别短缺32/65/135万吨，倘若数据中心“抢电”及电价成本上涨导致海外供给扰动加剧，供需缺口可能继续扩大。

投资建议：公司作为铝行业领军企业，充分享受国内外电解铝双基地资源优势，叠加汽车板和航空板市场空间广阔，我们认为未来公司盈利仍有上升动力。我们谨慎假设2025-2027年电解铝含税价格为2.07/2.3/2.4万元/吨，预计2025-2027年公司实现归母净利润52/71/75亿元，对应PE 16.3/11.9/11.2倍，较同行处于低位水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：铝锭价格波动的风险、氧化铝价格波动的风险、行业竞争风险、供应链风险、汇率波动风险、环保风险、贸易关税风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	28,844	33,477	44,465	54,052	54,799
增长率 yoy (%)	-17.5	16.1	32.8	21.6	1.4
归母净利润 (百万元)	3,474	4,830	5,166	7,074	7,520
增长率 yoy (%)	-1.2	39.0	7.0	36.9	6.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.30	0.42	0.45	0.62	0.65
净资产收益率 (%)	7.2	9.6	9.5	11.6	11.1
P/E (倍)	24.3	17.5	16.3	11.9	11.2
P/B (倍)	1.7	1.7	1.6	1.4	1.2

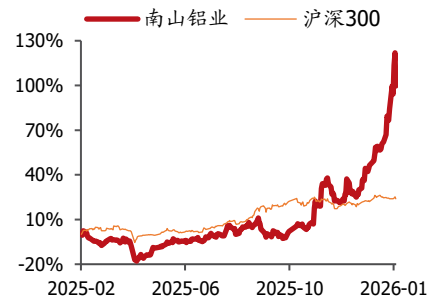
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年01月30日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	工业金属
01月30日收盘价 (元)	7.34
总市值 (百万元)	84,290.37
总股本 (百万股)	11,483.70
其中自由流通股 (%)	100.00
30日日均成交量 (百万股)	393.19

股价走势



作者

分析师 张航
执业证书编号: S0680524090002
邮箱: zhanghang@gszq.com

分析师 初金娜
执业证书编号: S0680525050001
邮箱: chujinna@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	39926	39683	44732	51375	56803
现金	26388	25662	26040	29165	34452
应收票据及应收账款	4298	5015	6661	8097	8209
其他应收款	770	377	500	608	617
预付账款	807	500	684	805	804
存货	6272	6470	8855	10420	10417
其他流动资产	1391	1659	1992	2282	2304
非流动资产	28889	30581	31526	32751	33946
长期投资	672	1556	2440	3324	4208
固定资产	24433	23168	21802	20406	18980
无形资产	2379	2274	2170	2065	1961
其他非流动资产	1405	3582	5114	6955	8797
资产总计	68815	70264	76258	84126	90748
流动负债	14112	13045	13773	13560	11580
短期借款	7533	5514	3495	1476	-542
应付票据及应付账款	3247	3584	4905	5771	5770
其他流动负债	3332	3948	5373	6312	6353
非流动负债	675	994	1012	1012	1012
长期借款	29	200	200	200	200
其他非流动负债	647	794	812	812	812
负债合计	14787	14040	14785	14571	12592
少数股东权益	5684	5907	7112	8762	10515
股本	11709	11614	11614	11614	11614
资本公积	15910	15666	15737	15737	15737
留存收益	20662	23159	27740	34182	41029
归属母公司股东权益	48344	50317	54361	60793	67641
负债和股东权益	68815	70264	76258	84126	90748

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4230	7617	6561	9344	11537
净利润	4003	5956	6371	8723	9273
折旧摊销	2346	2335	1988	2018	2048
财务费用	232	123	180	180	180
投资损失	-70	-70	-38	-47	-47
营运资金变动	-1677	-1062	-2124	-1714	-100
其他经营现金流	-603	334	185	184	183
投资活动现金流	1307	-2947	-3036	-3380	-3379
资本支出	262	-2692	-2546	-2542	-2542
长期投资	793	-256	-884	-884	-884
其他投资现金流	252	2	394	47	47
筹资活动现金流	-2588	-4553	-3025	-2840	-2871
短期借款	182	-2019	-2019	-2019	-2019
长期借款	-162	172	0	0	0
普通股增加	0	-95	0	0	0
资本公积增加	0	-244	71	0	0
其他筹资现金流	-2608	-2367	-1077	-821	-852
现金净增加额	3049	131	378	3125	5288

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28844	33477	44465	54052	54799
营业成本	22977	24377	33363	39258	39246
营业税金及附加	237	287	381	463	470
营业费用	264	312	991	1404	1498
管理费用	858	906	1203	1462	1482
研发费用	1273	1389	1845	2243	2274
财务费用	-100	-343	-228	-228	-228
资产减值损失	-66	-208	-205	-205	-205
其他收益	339	308	356	432	438
公允价值变动收益	0	-13	0	0	0
投资净收益	70	29	38	47	47
资产处置收益	756	13	18	21	22
营业利润	4368	6630	7117	9744	10359
营业外收入	27	60	0	0	0
营业外支出	27	36	0	0	0
利润总额	4368	6654	7117	9744	10359
所得税	366	697	746	1021	1086
净利润	4003	5956	6371	8723	9273
少数股东损益	529	1126	1205	1650	1754
归属母公司净利润	3474	4830	5166	7074	7520
EBITDA	5848	8797	8877	11535	12179
EPS (元/股)	0.30	0.42	0.45	0.62	0.65

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-17.5	16.1	32.8	21.6	1.4
营业利润(%)	2.0	51.8	7.3	36.9	6.3
归属母公司净利润(%)	-1.2	39.0	7.0	36.9	6.3
获利能力					
毛利率(%)	20.3	27.2	25.0	27.4	28.4
净利率(%)	12.0	14.4	11.6	13.1	13.7
ROE(%)	7.2	9.6	9.5	11.6	11.1
ROIC(%)	5.2	9.3	9.4	11.9	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	21.5	20.0	19.4	17.3	13.9
净负债比率(%)	-34.6	-35.5	-36.0	-39.2	-44.2
流动比率	2.8	3.0	3.2	3.8	4.9
速动比率	2.3	2.5	2.5	2.9	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6
应收账款周转率	9.6	9.1	9.3	9.0	8.2
应付账款周转率	7.8	8.5	9.4	8.8	8.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.42	0.45	0.62	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.66	0.57	0.81	1.00
每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.38	4.73	5.29	5.89
估值比率					
P/E	24.3	17.5	16.3	11.9	11.2
P/B	1.7	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	2.7	2.9	7.0	4.9	4.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 30 日收盘价

内容目录

一、深耕铝加工四十余载，构建全产业链一体化优势	5
1.1 历史沿革：从传统铝材向高端制造的华丽转型	5
1.2 股权结构稳定，高管团队行业经验丰富	6
1.3 国内外产业双轮驱动，抗风险能力与协同效应显著	6
1.4 产品结构持续优化，盈利能力稳步回升	10
二、国内外业务双轮驱动，汽车板、航空板核心壁垒深厚	13
2.1 出海先行者：复刻产业链优势，重塑成本护城河	13
2.2 汽车板：乘轻量化浪潮东风，新能源车需求放量打开成长空间	18
2.3 航空板：技术不断突破，国内外市场“双线开花”	20
2.4 新能源汽车产业东风，动力电池箔需求空间打开	21
三、“数据中心 抢电”引发供给担忧，2026 年全球铝供需格局或收紧	22
3.1 铝价复盘：国内外政策&美联储降息共振铝价冲高震荡	22
3.2 供给：2026 年国内供给或触碰“产能天花板”，海外数据中心“抢电”引发供给担忧	23
3.3 需求：绿色发展带动电解铝长期需求，关注新能源汽车、光伏和储能需求释放	28
3.4 全球供需平衡：2026 年缺口或逐渐扩大	32
四、盈利预测	33
4.1 业绩预测	33
4.2 投资建议	34
风险提示	34

图表目录

图表 1: 南山铝业发展历程	5
图表 2: 龙口市东江街道南山村村民委员会为公司实际控制人	6
图表 3: 南山铝业全产业链布局	7
图表 4: 南山铝业热电厂	7
图表 5: 龙口氧化铝厂	8
图表 6: 南山电解铝厂	8
图表 7: 汽车板产品合作企业情况	8
图表 8: 航空板产品合作企业情况	9
图表 9: 罐体罐盖料合作企业情况	9
图表 10: 工业型材应用领域	10
图表 11: 建筑型材应用领域	10
图表 12: 公司近几年营收及同比情况	11
图表 13: 公司近几年归母净利及同比情况	11
图表 14: 各产品营收占比情况	11
图表 15: 高端产品销量占比及毛利占比	11
图表 16: 公司销售毛利率和销售净利率情况	12
图表 17: 各产品毛利率情况	12
图表 18: 公司期间费用率情况	12
图表 19: 对比同行，公司期间费用率处于中位水平	12
图表 20: 对比同行，公司资产负债率处于低位水平	13
图表 21: 公司分红比例持续增长	13
图表 22: 2021 年以来公司回购方案统计	13
图表 23: 南山铝业氧化铝产品情况	14
图表 24: 印尼宾坦工业园鸟瞰图	14
图表 25: 印尼宾坦港口	14
图表 26: 公司氧化铝产量及同比情况	15
图表 27: 公司氧化铝毛利率较同行优势明显	15
图表 28: 烧碱和环氧氯丙烷项目股权架构图	15

图表 29:	重组前股权结构图.....	16
图表 30:	重组后股权结构图.....	17
图表 31:	南山铝业电解铝分布情况.....	18
图表 32:	南山铝业拥有 15 万吨再生铝生产线.....	18
图表 33:	汽车轻量化铝材产品.....	19
图表 34:	全球汽车行业汽车铝板需求测算.....	19
图表 35:	航空板铝合金材料基地.....	20
图表 36:	全球在役商用飞机用铝量测算.....	21
图表 37:	全球动力电池箔需求量测算.....	21
图表 38:	铝价复盘.....	23
图表 39:	中国电解铝月度产能（万吨）及开工率情况%.....	24
图表 40:	2025 年 10 月中国各地区电解铝产能情况（万吨）.....	24
图表 41:	全球铝库存（万吨）.....	25
图表 42:	铝交易所库存（万吨）.....	25
图表 43:	美国电价情况（美分/kwh）.....	25
图表 44:	海外电解铝供给扰动情况.....	26
图表 45:	2026 年国内电解铝新增项目统计.....	26
图表 46:	海外电解铝新增产能情况（万吨）.....	27
图表 47:	全球汽车行业电解铝消费量测算.....	28
图表 48:	全球光伏行业用铝量测算.....	29
图表 49:	中国电网基本建设投资额及同比变化.....	29
图表 50:	中国特高压项目进展情况.....	30
图表 51:	中国特高压线路输电长度.....	31
图表 52:	中国特高压线路用铝量测算.....	31
图表 53:	中国新型储能用铝量测算.....	31
图表 54:	国内地产月度数据跟踪.....	32
图表 55:	国内 30 大中城市商品房成交面积（万平米）.....	32
图表 56:	全球电解铝供需情况（万吨）.....	32
图表 57:	南山铝业 2025-2027 年盈利预测.....	33
图表 58:	可比公司估值.....	34

一、深耕铝加工四十余载，构建全产业链一体化优势

1.1 历史沿革：从传统铝材向高端制造的华丽转身

山东南山铝业股份有限公司（以下简称“南山铝业”）的发展史是中国民族工业转型升级的缩影。其成长路径可以概括为：从传统的“资源驱动型”向“技术创新与全产业链协同驱动型”的华丽转身。

1. 初创与上市期（1993年-1999年）：

公司前身为龙口市新华毛纺厂，该厂成立于1989年7月。1993年公司正式设立，初期主要从事高支多功能、超细超薄全新面料及其制品、腈纶提花织巾系列产品、铝型材的生产和销售。1999年12月，公司在上海证券交易所成功挂牌上市，借助资本市场的力量，公司开始了大规模的产能扩张和技术改造，确立了在铝加工行业的初步地位。

2. 产业链一体化构建期（2000年-2010年）：

在这一阶段，南山铝业做出了极具前瞻性的战略决策——打造“全球唯一同地区最短距离完整铝产业链”。公司先后投入巨资建设了热电厂、氧化铝厂、电解铝厂及精深加工车间。通过在方圆45公里的范围内布局从能源、氧化铝、电解铝到铝型材、铝板带箔的完整链条，南山铝业实现了生产环节的无缝对接，大幅降低了物流成本和能耗，形成了极强的抗风险能力和成本优势。

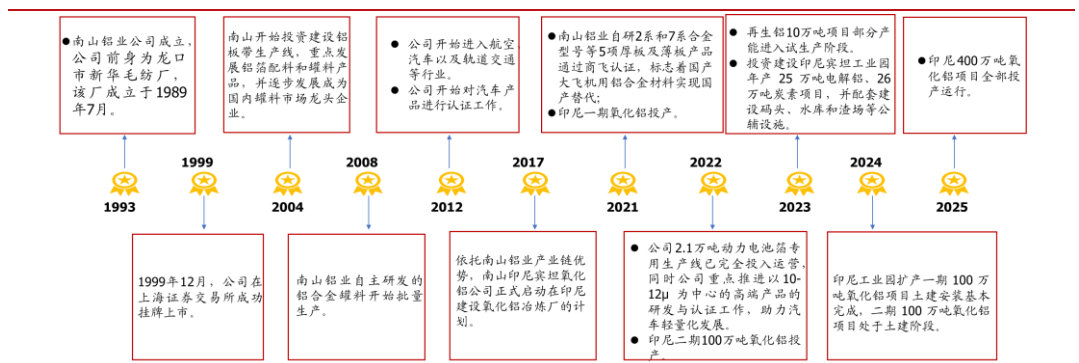
3. 高端化转型与国际化战略期（2011年-2018年）：

面对国内低端产能过剩的局面，南山铝业率先向航空、汽车等高端领域发起冲击。公司建设年产20万吨航空交通高端铝合金新材料项目，2012年7月，项目第一个制造中心投产，第一根轨道交通型材成功诞生，南山铝业迈出了转型关键一步；2016年，南山铝业开始介入大飞机需求产品的研制工作。随后，公司相继通过了波音、空客等航空巨头的认证，已逐渐成为世界尖端航空铝材的重要制造企业。同时，在汽车轻量化领域，公司前瞻性布局汽车板产能，与特斯拉、宝马、通用等国内外主流车企达成供货协议。

4. 绿色低碳与海外溢出期（2019年至今）：

公司积极响应国家“双碳”目标，加快海外资源布局。最显著的动作是投资建设印尼宾坦铝业工业园，利用印尼丰富的铝土矿资源和能源优势，建设百万吨级氧化铝生产基地，实现了原材料的海外保供和成本进一步下移。截至2025年12月，印尼400万吨氧化铝年产能已全线投入运营。另外，公司积极在印尼建设一期25万吨电解铝、26万吨炭素项目，并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施。同时，公司持续优化产品结构，聚焦“汽车板、航空板、罐料”等核心高毛利产品，并积极推进机器人领域拓展，成为全球铝加工行业的头部企业。截至2025年，公司拥有540万吨氧化铝（国内140万吨，印尼400万吨），68万吨电解铝（包含20万吨未达到关停处置状态），型材产能20万吨，汽车板20万吨（另有20万吨设备已基本完成安装），航空板5万吨、铝箔9.1万吨（其中包含2.1万吨电池铝箔）、罐料（60万吨）和再生铝10万吨。

图1：南山铝业发展历程



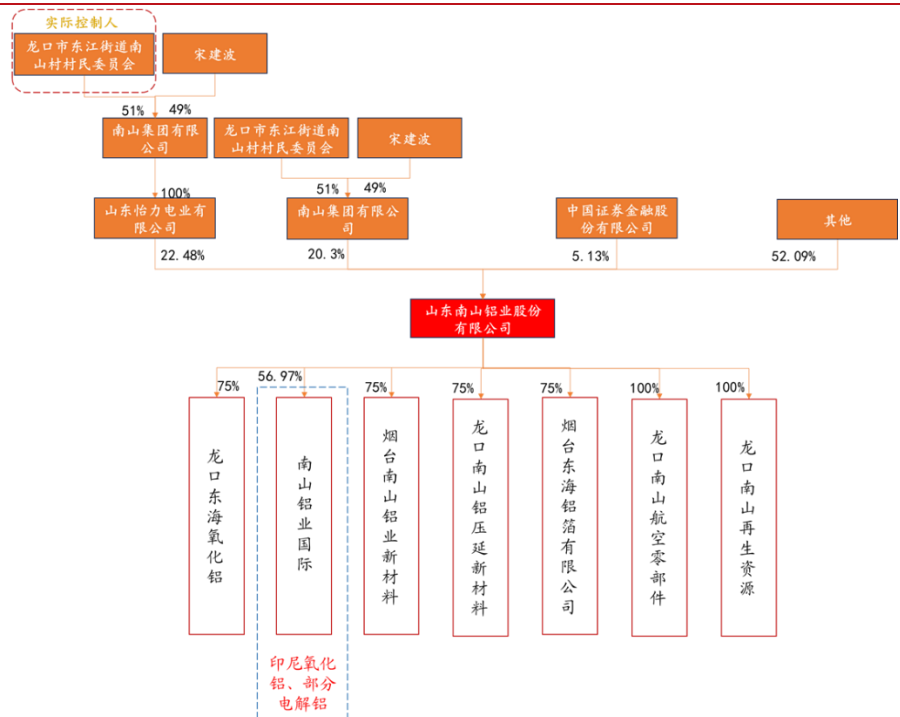
资料来源：招股说明书，公司官网，证券时报网，公司公告，国盛证券研究所

1.2 股权结构稳定，高管团队行业经验丰富

龙口市东江街道南山村村民委员会为公司实际控制人，南山集团有限公司为控股股东。龙口市东江街道南山村村民委员会持股南山集团 51% 股权，间接持股南山铝业 21.8% 股权，成为南山铝业实际控制人。南山集团直接持股南山铝业 20.3%，及持股山东怡力电业有限公司 100% 股权间接持有南山铝业 22.48% 股权，南山集团直接+间接持股南山铝业 42.8% 股权，为公司控股股东。控股股东南山集团在制造业领域底蕴深厚，为公司在原材料采购、资金链安全及地方资源协调方面提供了坚实后盾。

子公司业务分布清晰，分工明确。龙口东海氧化铝有限公司负责氧化铝生产；南山铝业国际负责印尼氧化铝和电解铝生产（印尼一期 25 万吨电解铝在南山铝业体内）；烟台南山铝业新材料有限公司负责铝合金热轧卷生产；龙口南山铝压延新材料有限公司负责新型合金产品生产；烟台东海铝箔有限公司负责高精度铝箔产品；龙口南山航空零部件有限公司负责航空、航天用零部件的研发、生产；龙口南山再生资源有限公司负责再生铝生产。

图表2：龙口市东江街道南山村村民委员会为公司实际控制人

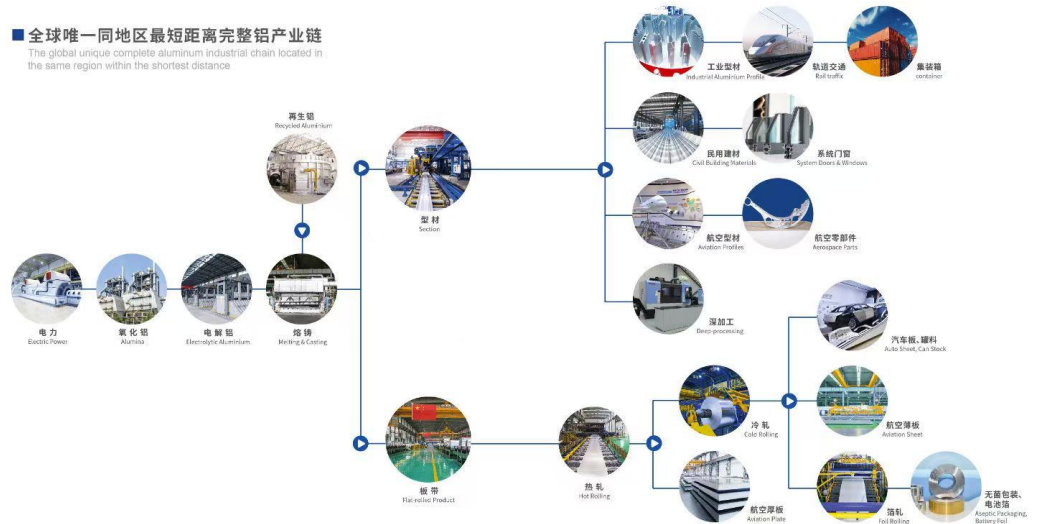


资料来源：Wind，公司公告，南山铝业国际公司公告，国盛证券研究所

1.3 国内外产业双轮驱动，抗风险能力与协同效应显著

公司高起点打造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。

图表3: 南山铝业全产业链布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

南山电力涵盖南山热电厂、东海热电厂两家电力生产企业。凭借扎实的基础和优越的条件, 南山电力已形成总装机容量为 183 万千瓦的规模。富足而稳定的电力资源, 从根本上保证了电—铝产业链条的高效运转, 为南山各产业的发展提供了强大的基础优势和可靠的电力保障。

图表4: 南山铝业热电厂



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

氧化铝和电解铝产品: 在国内业务保持健康稳步发展的同时, 公司以印尼为战略支点, 依托现有产业投资、市场资源、技术研发方面的多年沉淀与布局, 再加持区位优势战略位置和稳定原材料供应优势, 构建契合“一带一路”倡议、产品和市场多元协同的“第二成长曲线”, 深化协同效应, 打造内外联动、双向互济的双螺旋发展格局。

图表5: 龙口氧化铝厂



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表6: 南山电解铝厂



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司重点发展以汽车板、航空板等为代表的高附加值产品。截至 25H1, 高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 14%; 高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 23%。未来随着高端产品产能释放, 将进一步强化公司业绩稳健性与持续成长性。

汽车板产品: 公司深耕汽车铝板制造领域, 以高水平技术和服务满足客户阶段性、多元化的智能建设需求, 进一步夯实技术基础, 拓展研发创新维度, 加速锻造汽车轻量化铝产品正向开发硬核实力。未来, 公司将继续秉持“精工塑品质, 口碑树典范”理念, 通过技术迭代、品牌深耕、管理提效、拓宽布局四维发力, 助力抢占新能源赛道布局良机, 为国家供需协同发展、关键技术指标攻关的良性生态保驾护航。

图表7: 汽车板产品合作企业情况



汽车板产品

加大研发投入 精进战略布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

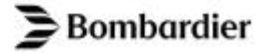
航空板产品: 与国家战略深度协同, 公司共建“材料-设计-制造”一体化创新平台, 以专业化、前沿化、精湛化的工艺策略, 铸就高精尖产品, 走好行业标杆之路。未来, 公司将基于“创新驱动航空品质, 科技引领强国之路”的发展路径, 深化航空铝合金材料核心技术攻关, 紧跟航空业国产化、高性能化发展趋势, 坚定打造更安全、更智能、更高效的科技运力, 为世界航空工业变革注入中国力量。

图表8: 航空板产品合作企业情况



航空板产品

加大科研力度 助力进阶之路



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

罐体、罐盖料: 在触及全球核心供应商阵营之外, 公司亦在拓展服务链条及边界, 筑高产品差异化、标杆化服务能力壁垒, 持续引领行业向高品质、优效率、可持续的方向迈进。未来, 公司将深化客户结构优化战略, 横向拓展新兴市场的开发及认证, 纵向深化技术交流、持续输出稳定的产品质量、提供个性化产品解决方案、优化物流配送体系等举措, 实现客户合作规模与合作深度的双重突破。

图表9: 罐体罐盖料合作企业情况



罐体、罐盖料

巩固国内龙头地位 开拓新兴市场



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

铝箔产品: 公司以完整产业链为依托, 聚焦客户核心要求与差异化使命, 强调稳定供给、保障全流程精准交付的共赢逻辑, 通过细分领域定制化服务的持续输出, 实现产品市场认可度与份额的高效聚合。历经多年品牌价值积淀, 行业口碑良好, 与国内外知名食品企业、电池制造商等构建起长期稳固的合作纽带。

工业型材: 受益于国内基础设施投资及汽车、轨道交通、消费电子电器等领域的发展, 工业型材应用领域不断拓宽, 中、高强度的铝型材需求量呈现良好发展态势。公司将继续以集装箱、光伏产品为基础, 航空等大交通领域为主要拓展方向, 不断发挥资源整合优势, 推进产业结构高端化, 加速产业转型升级, 研发应用于航空、高铁、汽车等高端制造业的中高端铝型材产品。

建筑型材: 近年来, 因铝制建材具有轻量化、耐蚀、防火、防潮、隔音、隔热等优良特性, 市场对铝制建材仍保持一定需求。公司作为知名建材企业, 凭借完备设备配置、优

秀研发团队、全产业链成本优势，积极开拓家装零售和系统门窗市场，备受下游优质客户的认可与青睐。未来公司将在持续稳定工程市场的同时加大零售和系统门窗市场的开发，不断优化销售结构，逐步实现终端化、成品化的高附加值产品转化。

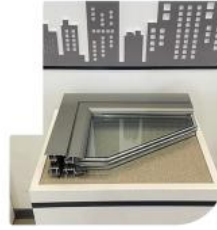
图表10: 工业型材应用领域

图表11: 建筑型材应用领域



工业型材

推进产业结构高端化 加速转型升级



建筑型材

延伸加工领域 实现高附加值产品转化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

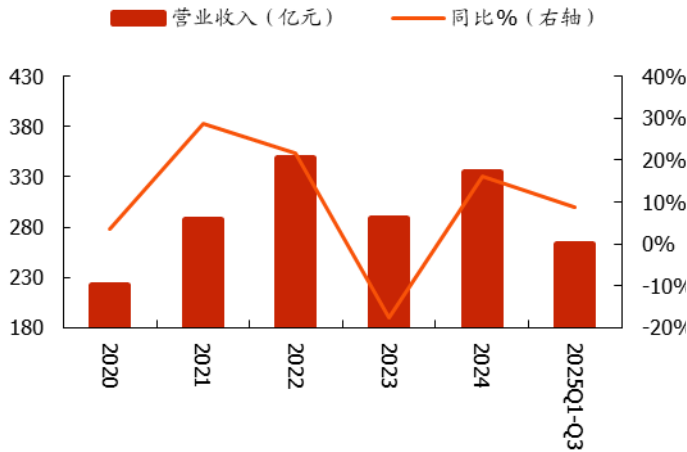
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

再生铝: 积极响应国家关于绿色低碳、可持续发展的号召, 公司与下游客户深度携手, 探索汽车板、罐料等加工环节边角废料保级再利用全新业态, 同时寻求市场化合作者, 加大市场化采购, 加快构建资源循环型产业体系和废旧物资循环利用体系, 以实际行动践行节能减排使命, 引领行业发展方式转型升级, 树立绿色制造典范, 实现经济效益与生态效益的和谐共生。

1.4 产品结构持续优化, 盈利能力稳步回升

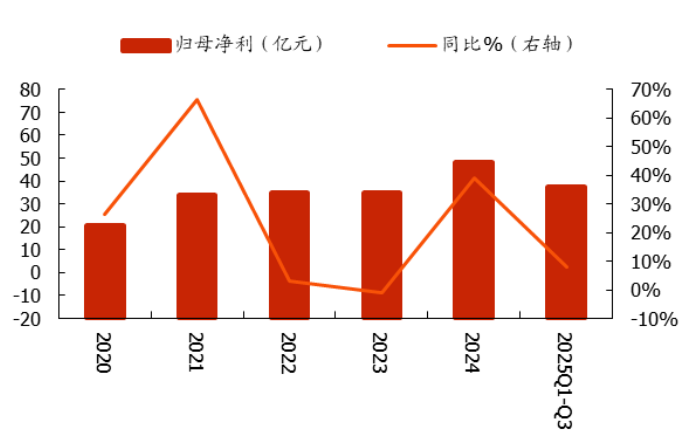
公司近年归母净利润呈现波动上涨态势, 冷轧产品和氧化铝为公司核心业务。2020-2024 公司营业收入由 223 亿元增长至 335 亿元, CAGR 为 10.7%; 同期归母净利润由 20.5 亿元增长至 48.3 亿元, CAGR 为 23.9%。2025 年前三季度, 公司营收为 263 亿元, 同比增长 9%, 归母净利 37.7 亿元, 同比增长 8%。从产品结构看, 公司以冷轧产品和氧化铝作为核心产品, 从主营业务收入来看, 近几年冷轧产品营收占比均高于 50%, 截至 2025 年上半年冷轧产品营收占比约 53%, 为公司第一大支柱产业; 氧化铝营收受量增影响, 近几年营收占比稳步提升, 2025 年上半年其营收占比为 27%。高端产品销量占比由 2021 年的 12.66% 提升至 2025 年上半年的 14%; 对应其毛利占比由 19.89% 提升至 23%, 高端产品结构不断优化, 盈利能力不断加强。

图表12: 公司近几年营收及同比情况



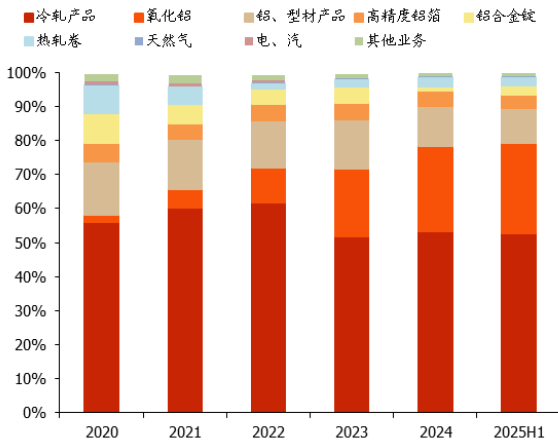
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表13: 公司近几年归母净利润及同比情况



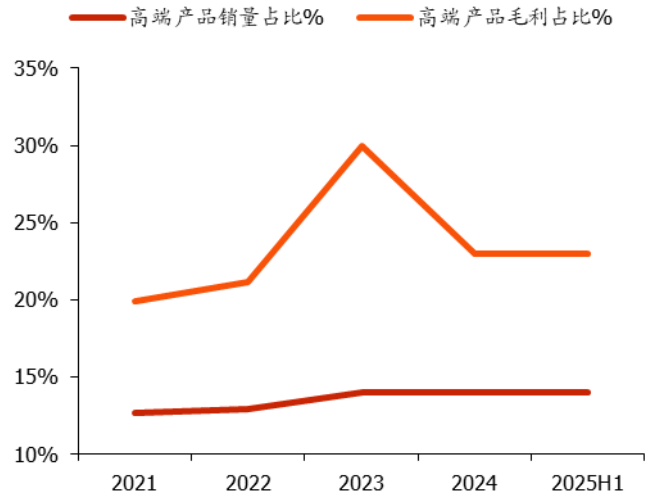
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表14: 各产品营收占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

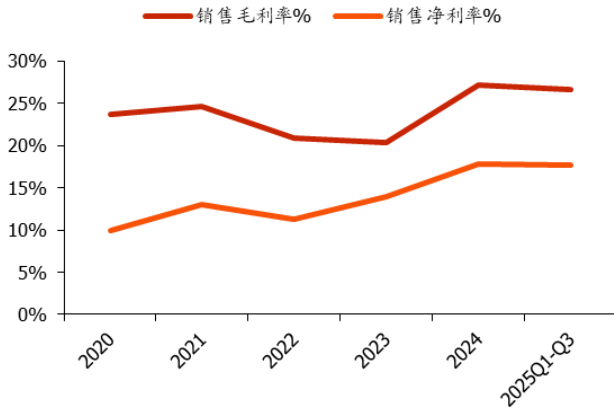
图表15: 高端产品销量占比及毛利占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

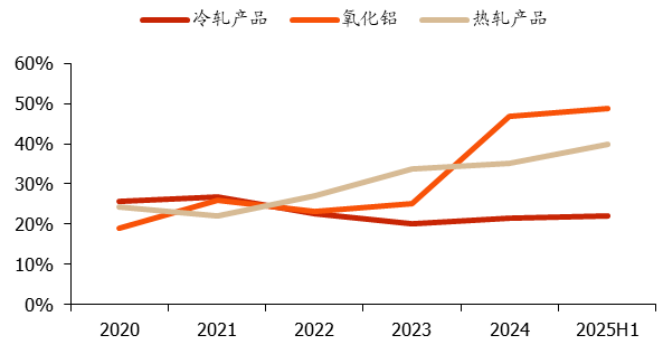
2020年-2024年公司销售净利率稳步增长，其内生性逐渐增强。据Wind统计，2020年-2024年，公司销售毛利率由23.72%增长至27.18%，销售净利率由9.96%增长至17.79%；2025年前三季度公司销售毛利率26.63%，同比增长1.3pct，销售净利率17.72%，同比增长0.3pct。**分板块看**，冷轧产品、氧化铝和热轧产品近些年毛利率存在波动，截至2025H1，冷轧产品毛利率为22%，同比增长0.3pct，氧化铝毛利率为48.7%，同比增长9.6pct，热轧产品毛利率39.98%，同比增长6.4pct。公司通过在印尼布局的200万吨氧化铝项目（2025年已全面达产）实现了原料的自主可控与成本锁定，在行业普遍面临氧化铝采购成本波动的背景下，公司的氧化铝生产成本远低于市场均价，成为利润的“压舱石”。

图表16: 公司销售毛利率和销售净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

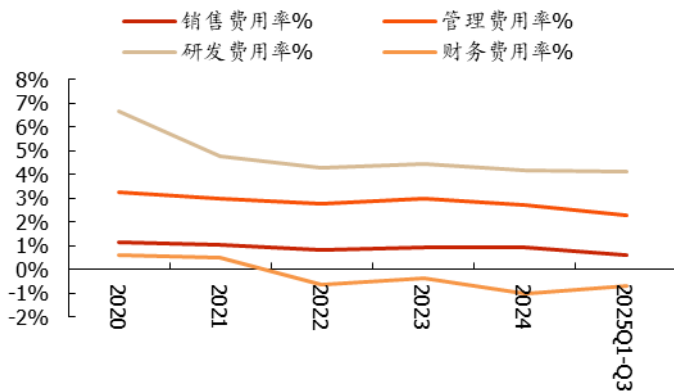
图表17: 各产品毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

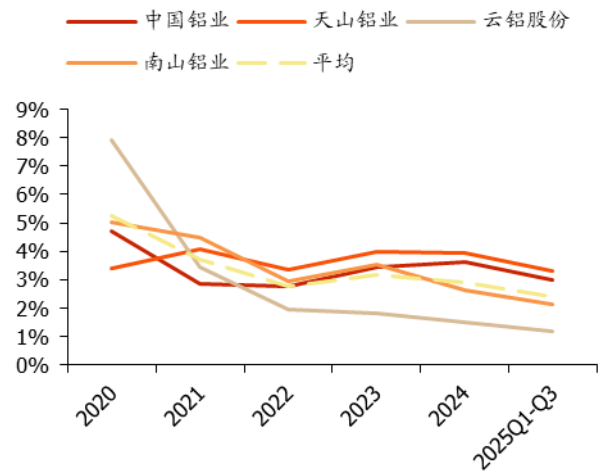
对比同行, 公司期间费用率处于中低位水平, 未来仍有较大下降空间。我们整理了2020年-2025年前三季度公司四费水平及同行期间费用率水平(财务费用、管理费用和销售费用), 可以看到公司四费均出现不同程度的下降, 分拆来看, 财务费用率由0.6%下降至-0.7%, 销售费用率由1.2%下降至0.6%, 管理费用率由3.2%下降至2.3%, 研发费用率由6.6%下降至4.1%。对比同行来看, 公司期间费用率处于中位水平, 2025年前三季度期间费用率(财务费用、管理费用和销售费用)为2.2%。2020年以来, 公司期间费用率呈现稳步向下态势。

图表18: 公司期间费用率情况



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表19: 对比同行, 公司期间费用率处于中位水平

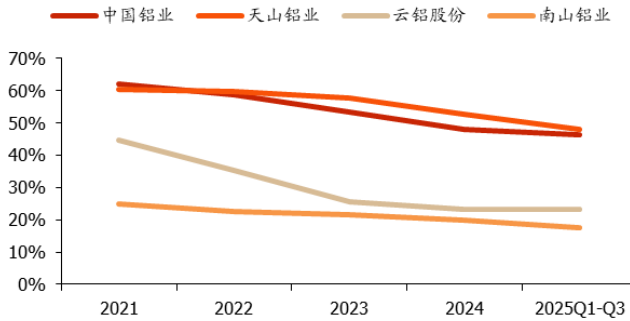


资料来源: Wind, iFind, 国盛证券研究所

公司资产负债率稳步下降, 较同行来看处于较低水平, 上市以来平均分红比例高达45%, 彰显公司经营稳健。复盘2020-2025年前三季度公司资产负债率情况, 可以看出公司资产负债率持续下降至2025年前三季度的17.6%, 对比同行处于较低水平, 主要因为公司拥有较低的长期借款, 未来资产负债率仍有进一步优化的空间。另外, 公司高度重视资本市场价值提升及对投资者的回报, 上市以来累计分红28次, 累计现金分红160亿元, 平均分红比例为45%。2024年8月发布未来三年(2024-2026年)股东分红回报规划, 计划每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的40%(年内多次分红的, 进行累计计算)。另外, 2025年10月, 公司首次发布特别分红方案, 拟向全体

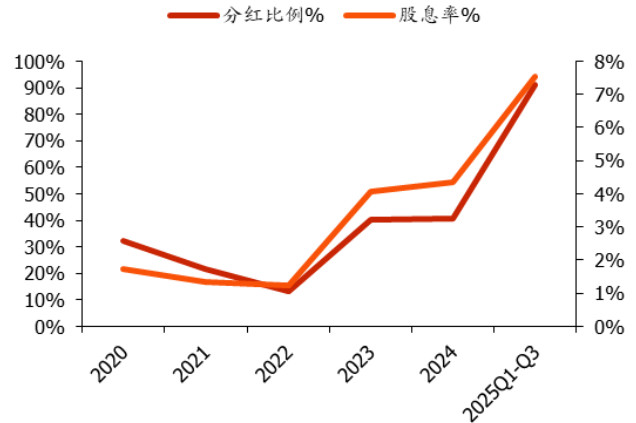
股东按每 10 股派发现金红利 2.584 元（含税），合计拟派发现金红利 30 亿元，彰显公司经营信心。

图表20: 对比同行, 公司资产负债率处于低位水平



资料来源: Wind, iFind, 国盛证券研究所

图表21: 公司分红比例持续增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2021 年以来公司多次进行股份回购, 截至 2025 年 12 月, 共发布 4 次回购方案, 总回购金额不低于 17 亿元, 不超过 34 亿元。基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的高度认可, 增强投资者对公司的信心, 推动公司股票价值合理回归, 维护广大公司及广大投资, 尤其是中小投资者的利益, 经综合考虑公司发展战略、经营情况、财务状况以及未来的盈利能力等因素, 拟以自有资金通过集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份, 用于减少公司注册资本。我们统计, 2021 年以来公司共发布 4 次回购方案, 总回购金额 17 亿元, 不超过 34 亿元。

图表22: 2021 年以来公司回购方案统计

时间	回购股价 (元/股)	回购股数	回购金额 (亿元)
2021/10	≤6	不低于 1.33 亿股 (占总股本的 1.12%)	不低于 8 亿元 (含) 且不超过 16 亿元 (含)
2023/12	≤4.43	不低于 0.68 亿股 (占总股本的 0.58%), 不高于 1.35 亿股 (占总股本的 1.16%)	不低于 3 亿元 (含) 且不超过 6 亿元 (含)
2024/12	≤6.24	不低于 0.48 亿股 (占总股本的 0.41%), 不高于 0.96 亿股 (占总股本的 0.83%)	不低于 3 亿元 (含) 且不超过 6 亿元 (含)
2025/12	≤7.52	不低于 0.4 亿股 (占总股本的 0.35%), 不高于 0.8 亿股 (占总股本的 0.69%)	不低于 3 亿元 (含) 且不超过 6 亿元 (含)
总计			不低于 17 亿元 (含) 且不超过 34 亿元 (含)

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、国内外业务双轮驱动, 汽车板、航空板核心壁垒深厚

2.1 出海先行者: 复刻产业链优势, 重塑成本护城河

氧化铝产能规模: 国内 140 万吨+印尼 400 万吨, 总产能 540 万吨/年。公司与南山集团公司于 2006 年 3 月 10 日签订了《山东南山实业股份有限公司与南山集团公司关于氧化铝业务及资产的框架性协议》, 南山集团公司同意待其在建的氧化铝项目建成并投入

生产后，经有权部门审批同意，以证券监督部门及公司股东认可的方式，尽快将氧化铝业务及资产注入公司，至此之后，南山铝业开始涉足氧化铝领域。截至2025年，公司形成国内山东龙口140万吨氧化铝产能规模。印尼产能，南山铝业印尼项目位于印度尼西亚宾坦岛东南部廖内群岛卡朗巴唐经济特区。印尼宾坦工业园项目占地面积约4578.6公顷，规划建设年产400万吨氧化铝厂、年产100万吨电解铝厂、配套年吞吐量2000万吨专用码头、火力发电厂（6台燃煤供热发电机组，装机容量160MW，孤网运行）、煤制气、水库等设施。一期100万吨氧化铝项目于2021年9月正式达产，二期100万吨氧化铝项目于2022年Q4运营。为增强公司国际市场地位，2024年上半年公司启动印尼新氧化铝生产项目建设，进一步扩大产能规模，三期100万吨氧化铝于2025Q3投产，四期100万吨氧化铝于2025年12月投产，印尼氧化铝总产能达到400万吨。

图表23: 南山铝业氧化铝产品情况

地区	子公司	产能 (万吨)	持股比例%	权益产能 (万吨)
山东龙口	龙口东海氧化铝有限公司	140	75%	105
印尼宾坦工业园	南山铝业国际	400	57%	228
合计		540	62%	333

资料来源: 公司公告, 公司官网, 中国有色网, 国盛证券研究所

图表24: 印尼宾坦工业园鸟瞰图



资料来源: 南山铝业官网, 国盛证券研究所

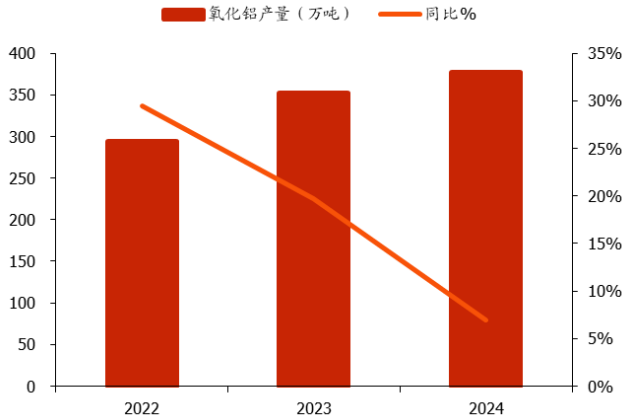
图表25: 印尼宾坦港口



资料来源: 南山铝业官网, 国盛证券研究所

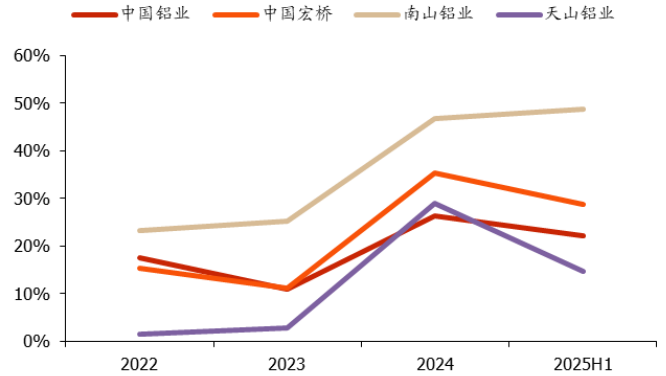
公司氧化铝毛利率较同行优势明显。我们对比了2022年-2025年上半年南山铝业与中国铝业、中国宏桥和天山铝业的氧化铝毛利率水平，可以看出，25H1南山铝业氧化铝毛利率48.73%处于行业领先水平，有较大优势。其优势主要来源于：1、国内氧化铝厂高度依赖进口矿石（主要来自几内亚、澳大利亚）。进口矿的到港价包含高额的海运费。而南山铝业印尼项目位于印尼宾坦岛，在一体化运营体系框架下，供电、供水、供气及物流等全流程配套设施已完成系统连接及优化。结合印尼当地丰富的铝土矿与煤炭资源，及享有20年税收优惠政策，公司已构建起全球领先的氧化铝生产成本优势。2、规模效应凸显，截至2025年，公司在印尼拥有400万吨氧化铝产能规模（预计占东南亚总产能的51%），产能的扩张进一步摊销设备折旧、人工等固定成本。

图表26: 公司氧化铝产量及同比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

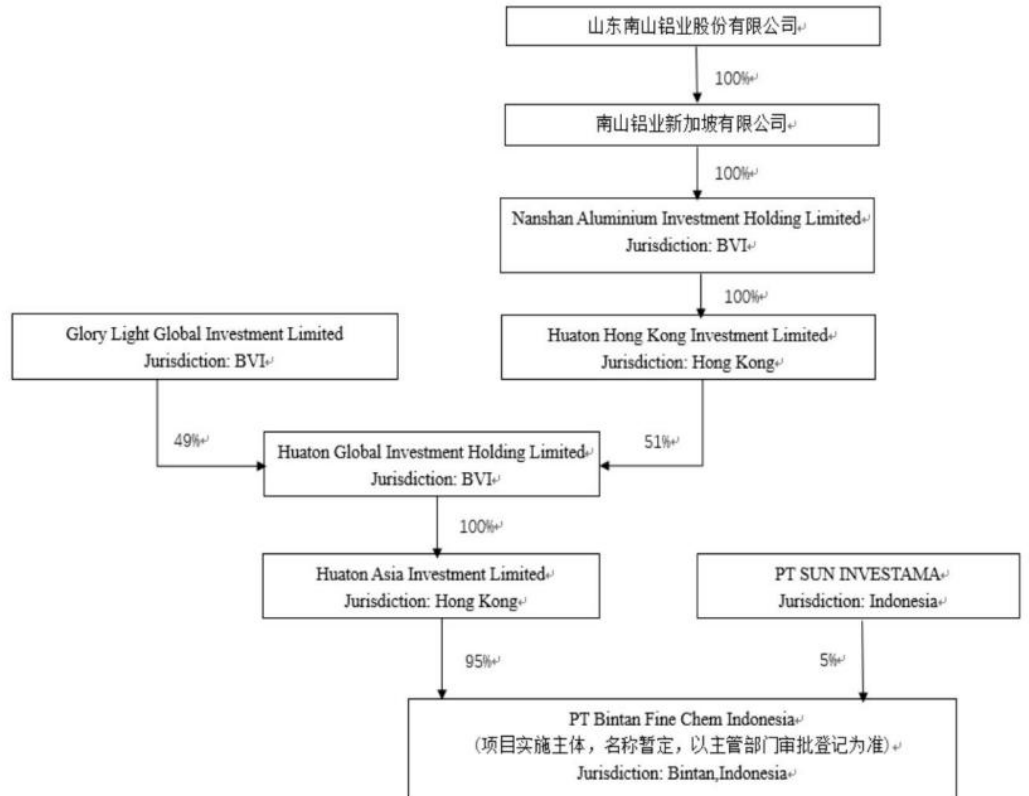
图表27: 公司氧化铝毛利率较同行优势明显



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

公司基于有效服务同一工业园区氧化铝项目, 构建完整产业链条, 同时深化国际产能合作, 增强公司的盈利能力, 提高公司抗风险能力, 在符合相关法律法规基础上拟通过境外全资子公司 Huaton Hong Kong Investment Limited 与非关联公司 Glory Light Global Investment Limited 共同在 BVI 设立路径公司 Huaton Global Investment Holding Limited (其中 HHKIL 持股 51%、GLGIL 持股 49%), 并由 BVI 公司设立香港子公司 Huaton Asia Investment Limited, 与 PT SUN INVESTAMA 在印尼合资成立公司 PT.BFCI, 用于投资建设年产 20 万吨烧碱及年产 16.5 万吨环氧氯丙烷项目, 投资金额约 18.68 亿元人民币。该项目位于印尼宾坦岛南山工业园园区, 建设周期 18 个月。

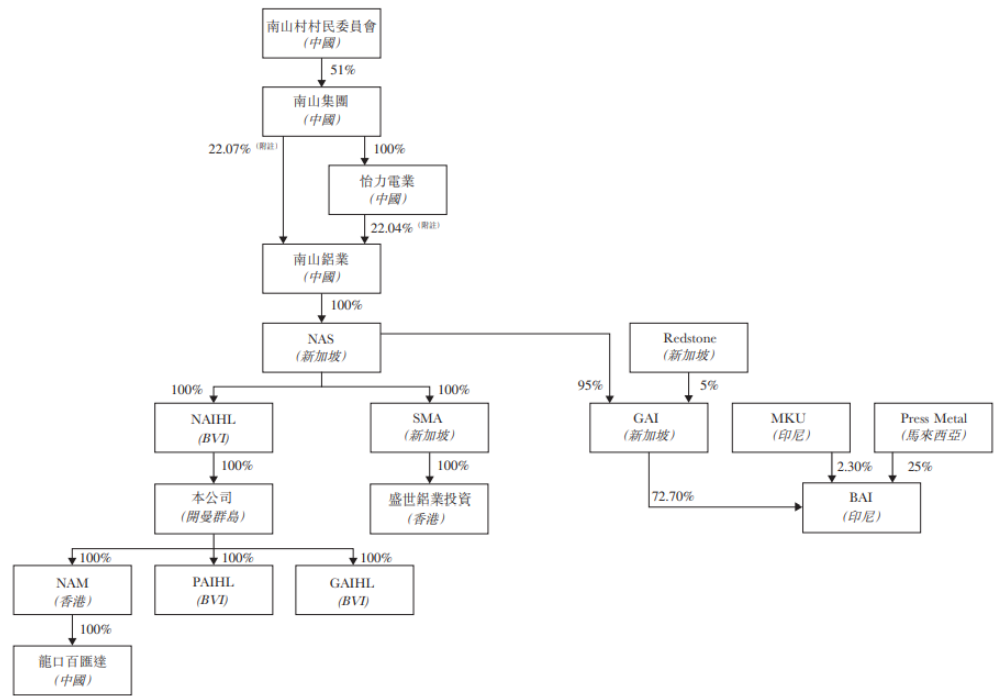
图表28: 烧碱和环氧氯丙烷项目股权架构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

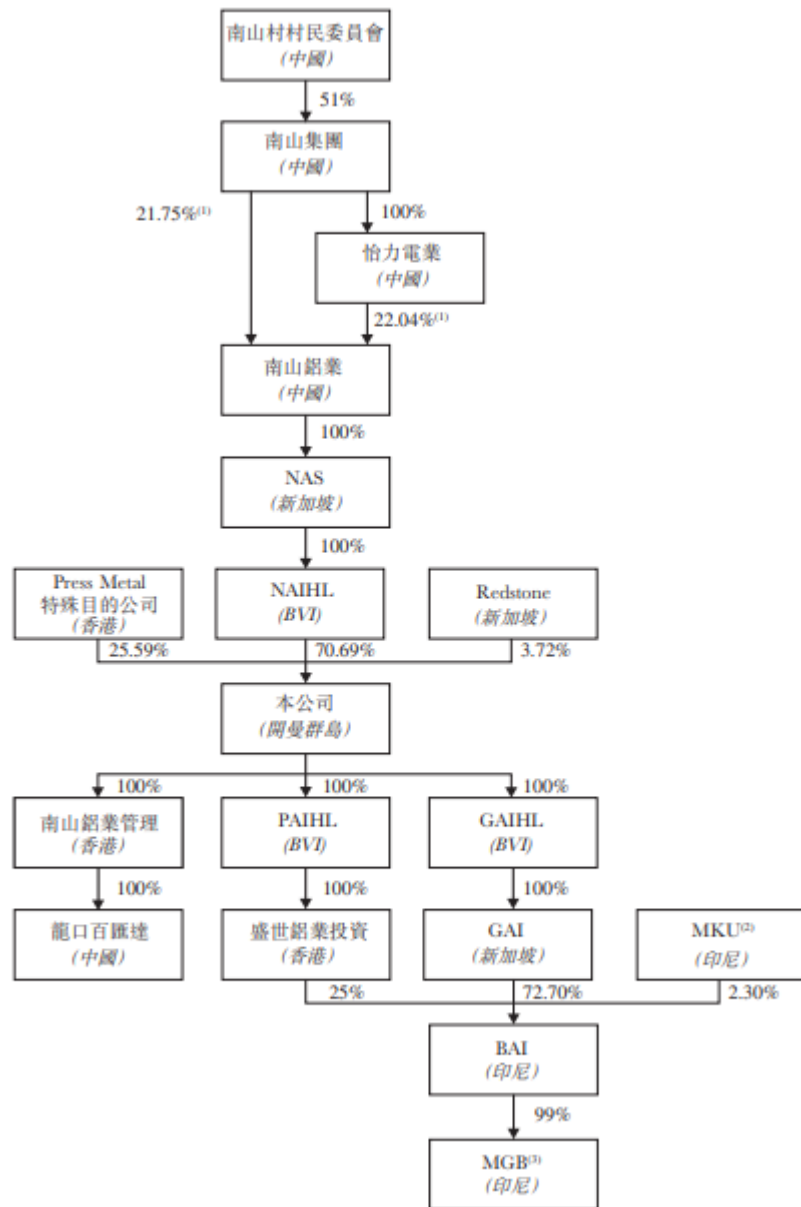
南山铝业国际分拆港股上市，提升国际影响力。2023年10月，公司发布公告称拟将其控股子公司南山铝业国际分拆至香港联交所主板上市。南山铝业的控股子公司 PT.Bintan Alumina Indonesia 拟作为本次拟分拆的主要业务经营实体。BAI 主要在印尼从事氧化铝的生产及销售。南山铝业国际由南山铝业、Redstone 和 Press Metal 共同持有，对于南山铝业国际来说，通过本次分拆，将为其提供独立的资金募集平台，其可直接从香港资本市场获得股权或债务融资，以应对现有及未来业务扩张的资金需求。同时，有利于公司充分利用资本市场，进一步提升品牌国际知名度和国际社会影响力，提升公司盈利能力和综合竞争力。

图表29: 重组前股权结构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表30: 重组后股权结构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司积极布局海外电解铝, 抢占市场先机。2022年公司因电解铝槽型较难满足未来能耗; 电解铝生产以火电为主, 发电成本较高; 火电铝碳排放问题显著, 不符合国家低碳发展趋势等, 决定转让 33.6 万吨电解铝产能 (13.6 万吨转让给贵州兴仁登高新材料有限公司, 交易价 6633 元/吨 (含税, 税率 6%)), 截至 2025 年, 公司国内运行 68 万吨电解铝产能 (2025 年尚未达到关停处置状态)。国内受电解铝“产能天花板”限制, 铝企扩产难度较大, 南山铝业率先出海布局, 在印尼尼宾坦工业园建设 100 万吨电解铝项目, 其中一期年产 25 万吨电解铝、26 万吨炭素项目, 并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施 (投资 60.63 亿元)。该项目的坚实基础在于南山铝业已在同一园区建成了设计总产能为 400 万吨/年的氧化铝厂, 为电解铝项目提供了充足的原料保障, 具备显著的协同成本优势。另外, 公司在印尼结合机组调峰容量和园区可利用光伏资源, 开展清洁能源建设规划, 计划在约 30 公顷的可用面积铺设光伏, 逐步提升可再生能源应用比例。此外, 南山铝业国际拟于 2026 年启动年产 25 万吨电解铝项目建设, 初步预计投资金额约为 436.57 百万美元, 并规划远期新增额外 50 万吨电解铝产能, 南山铝业海外电解铝产能扩大。

图表31: 南山铝业电解铝分布情况

地区	子公司	产能 (万吨)	持股比例%	权益产能 (万吨)
山东	—	68	100%	68
印尼	—	25	100%	25
	南山铝业国际	75	57%	43
总计		168	81%	136

资料来源: 南山铝业公司公告, 南山铝业国际公众号, 国盛证券研究所

南山铝业的再生铝项目将“废弃物”综合利用，减碳效果显著。生产 1 吨新铝约排放 13 吨二氧化碳，而再生铝仅排放 0.58 吨，减碳效果显著。在再生铝车间，近 3 亿个易拉罐组成的“彩色小山”，经破碎、筛选、熔炼等流程，能转化为高品质铝水，直供航空、汽车等高端领域。目前，南山铝业已形成“熟电—氧化铝—电解铝—高端制造—再生铝”的完整闭环，年产再生铝 15 万吨，板带事业部累计减碳 18%，再生铝项目年减碳达 200 万吨。这种“以罐生罐、以汽车板生汽车板”的保级利用模式，既降低成本，又响应了全球低碳需求。

图表32: 南山铝业拥有 15 万吨再生铝生产线



资料来源: 南山集团官网, 国盛证券研究所

2.2 汽车板: 乘轻量化浪潮东风, 新能源车需求放量打开成长空间

在地面交通领域，南山铝业是国内首家乘用车四门两盖铝板生产商，其产品在新能源车上得到了广泛应用。公司在汽车用铝市场占有率超 25%，靠的是以铝代钢的显著优势——同一零件减重约 40%，汽车每减重 100 千克，续航里程可提升 10%，对新能源汽车尤为关键。2023 年，南山铝业《汽车车身板制造的铝合金材料及制备方法》获中国专利银奖，填补了国内相关技术空白。如今，南山铝业已成为国内首家汽车“四门两盖”铝板制造商，主要应用于蔚来、理想等新能源汽车品牌，在国际品牌车企合作方面，南山铝业与宝马、大众、通用、奔驰等企业也建立了深度合作关系。2025 年，公司原有 20 万吨汽车板项目已满产，在建 20 万吨项目进行带料调试。

图表33: 汽车轻量化铝材产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

铝板在汽车上主要被应用在发动机罩、行李箱盖、车身顶板、车身侧板、挡泥板、车门及地板等部件上。随着国家对节能减排的重视和铝合金车身板技术的突破, 特别是新能源汽车产量的增加, 汽车车身铝化率将会逐步升高。据我们计算, 预计全球汽车对汽车铝板消耗量从2020年的398万吨增长至2029年的516万吨, 年复合增速为3%。

图表34: 全球汽车行业汽车铝板需求测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
新能源车销量(万辆)	297	660	1020	1370	1750	2188	2504	2832	3173	3525
YOY(%)		122%	55%	34%	28%	25%	14%	13%	12%	11%
单耗(kg/辆)	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
汽车铝板用量(万吨)	15	33	51	69	88	109	125	142	159	176
YOY(%)		122%	55%	34%	28%	25%	14%	13%	12%	11%
燃油车销量(万辆)	7670	7704	7279	7915	7781	7344	7218	7084	6942	6792
YOY(%)		0%	-6%	9%	-2%	-6%	-2%	-2%	-2%	-2%
单耗(kg/辆)	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
汽车铝板用量(万吨)	383	385	364	396	389	367	361	354	347	340
合计(万吨)	398	418	415	464	477	477	486	496	506	516
YOY(%)		5%	-1%	12%	3%	0%	2%	2%	2%	2%

资料来源: 百美不锈钢橱柜全铝整装铝蜂窝板, Wind, BNEF, 国盛证券研究所

2.3 航空板：技术不断突破，国内外市场“双线开花”

依托技术优势，南山铝业在市场拓展上实现了国内外市场“双线开花”。自 2016 年起，南山铝业开始介入大飞机需求产品的研制工作。2021 年 5 月，公司自主研发的 2 系和 7 系合金型号等 5 项厚板及薄板产品通过中国商用飞机有限责任公司认证，获颁中国商飞民机铝合金工程批准证书，标志着国产大飞机用铝合金材料实现了国产化替代。2023 年 6 月，南山铝业突破轻量化机翼长桁产品关键技术，并顺利通过空客认证。南山铝业多项航空铝材产品已顺利推向国际市场，通过了美国波音、法国空客、英国罗罗等全球主流航企的认证并批量供货，南山铝业已逐渐成为世界尖端航空铝材的重要制造企业。为打破国外技术垄断，在省重大科技创新工程、泰山产业领军人才项目的联合支持下，南山铝业先后攻克了航空铝合金熔体净化、高损伤容限合金三级时效热处理等关键核心技术，并成功研制出具有完全自主知识产权的高精铝合金辊底炉，建设了国内首条具有自主知识产权的多功能铝合金辊底式固溶淬火装备生产示范线，实现了航空航天用铝合金原材料生产自主可控。经过不懈努力，南山铝业成功开发了用于商用飞机制造的 2 系和 7 系多个合金型号厚板及薄板产品，打破了我国商用飞机航空铝材长期受制于人的局面。目前，公司拥有 5 万吨航空板生产线。

图表35：航空板铝合金材料基地



资料来源：山东省科学技术厅，国盛证券研究所

商用飞机用铝规模快速提升，全球 2035 年在役商用飞机用铝量或达 271 万吨，十年年复合增速 3%。据航空周刊《2026 年商用航空机队及 MRO 市场预测报告》，至 2026 年末，全球在役商用飞机总数预计将达到约 35000 架。在 3% 的复合年增长率驱动下，至 2035 年年末，机队规模预计将突破 45000 架。从新飞机交付量的区域分布来看，北美（22%）、西欧（21%）、亚太地区（18%），这三大区域合计占比约六成。中国与印度市场共占交付总量的近 10%，其余份额由拉丁美洲、东欧和非洲等地区分摊。我们根据 SMM 数据披露单机铝材用量为 60 吨/架计算，预计 2035 年全球在役商用飞机用铝量达 271 万吨，十年年复合增速 3%。

图表36: 全球在役商用飞机用铝量测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
全球在役商用飞机数量(架)	24681	27670	29131	30523	31114	32749	34689	36229	37384	38345	39294	40366	41592	42791	43992	45109
单架飞机用铝量(吨)	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
全球在役商用飞机用铝量(万吨)	148.1	166.0	174.8	183.1	186.7	196.5	208.1	217.4	224.3	230.1	235.8	242.2	249.6	256.7	264.0	270.7

资料来源: 国际航空, SMM, 国盛证券研究所

2.4 新能源汽车产业东风, 动力电池箔需求空间打开

公司不断提升高端产品占比, 是国内高性能动力电池箔核心供应商。自 2017 年起已实现动力电池箔的批量供货, 客户覆盖了包括宁德时代、比亚迪、中航锂电、亿纬锂能、国轩高科等在内的国内动力电池领域头部企业。公司以高标准稳定供货, 取得了客户的广泛认可。近年来, 南山铝业与锂电行业大客户合作, 率先开发出抗拉强度 > 230Mpa、延伸率 > 3% 的 12 μ m 双面光高性能动力电池箔, 能够满足高能量密度电池生产对于超薄、高强度、高延伸的要求, 实现国内首家批量供货。为不断提升高端产品占比, 公司 2.1 万吨高性能动力电池箔项目于 2019 年施工建设, 于 2021 年 10 月投产。该产品主要聚焦 10-12 μ m 高性能动力电池箔产品, 与普通产品相比, 其厚度、韧性、延展性能更优。

新能源汽车产业东风, 动力电池箔需求空间打开。 电池铝箔是新能源汽车锂电池的基材之一, 通常被用作正集流体, 广泛应用于方形电池、软包电池、圆柱电池、扣式电池。随着全球新能源汽车渗透率的提升, 动力电池箔需求空间打开, 据我们测算, 2035 年全球动力电池箔需求量或达 156.2 万吨, 十年年复合增速高达 14%。

图表37: 全球动力电池箔需求量测算

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
全球新能源汽车销量(万辆)	1370	1750	2188	2504	2832	3173	3525	3891	4270	4662	5069	5490	5926
全球动力电池装机量(GWh)	705.5	894.4	1039.3	1222.1	1437.1	1689.9	1987.1	2227	2457.4	2711.7	2992.3	3301.9	3905.3
单位装机量(GWh/辆)	0.51	0.51	0.48	0.49	0.51	0.53	0.56	0.57	0.58	0.58	0.59	0.60	0.66
每GWh动力电池箔需求量(吨)	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
全球动力电池箔需求量(万吨)	28.2	35.8	41.6	48.9	57.5	67.6	79.5	89.1	98.3	108.5	119.7	132.1	156.2

资料来源: 北极星储能网, 中国工业新闻网, 长江有色金属网, Wind, 国盛证券研究所

三、数据中心“抢电”引发供给担忧，2026年全球铝供需格局或收紧

铝价复盘：国内外政策 & 美联储降息共振铝价冲高震荡

2025年影响现货铝价的因素主要是海外政策、国际局势、美联储降息态度以及中国政策引发的宏观情绪波动，铝价震荡上行。2025年1月-11月24日均价较去年同期上涨3.1%至2.06万元/吨。回顾2025年铝价，分析如下：

第一阶段（1-3月）：制裁反制裁以及关税预热，现货铝价震荡上行

当地时间1月16日，欧盟执委会表示将在针对俄乌战争的下一个限制方案中提议禁止进口俄罗斯铝，海外担忧铝供应产生缺口，推动外盘铝价上行。特朗普3月4日在国会联席会议上发表讲话时重申，将于4月2日开始征收对等关税。当地时间3月12日，特朗普对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税的举措已正式生效，海外再次担忧后续铝供应出现缺口，外盘铝价上涨，一度上涨至2730美元/吨，进一步带动现货铝价上行。

第二阶段（4月）：美国对等关税出台导致市场动荡情绪加剧，现货铝价震荡下跌

2025年4月2日，特朗普宣布对等关税清单，写有美国计划对哪些贸易伙伴征税以及征多少关税，其中英国10%，巴西10%，澳大利亚10%，菲律宾和以色列17%，欧盟20%，日本24%，韩国25%，印度26%，南非30%，瑞士31%，印度尼西亚32%，中国34%，斯里兰卡44%，越南46%，柬埔寨49%，对多个国家的全面关税加征抬升衰退预期，外盘铝价连跌14天，达到2337.5美元/吨，较连跌前2673美元/吨下跌335.5美元/吨，跌幅12.55%，为2024年8月中旬以来低点。后续美国对部分国家关税态度有所调整，尤其对华关税政策从34%连续提高到84%以及125%，中国也对此提出反击，对美关税也从34%连续提高到84%以及125%，市场动荡情绪加剧，中国市场担忧后续铝相关产品出口受限，中国现货铝价震荡下行。

第三阶段（5-6月）：中美关系缓和但国际局势严峻，现货铝价回升

当地时间4月22日特朗普表示，正在积极推进与中方达成一个“公平协议”。伊朗石油储量位居世界前列，中东地缘紧张局势加剧，引发市场对供应中断的担忧，原油价格不断上涨，当周（中国时间6.13-6.19）原油WTI均价较上周上涨11.15%，支撑外盘铝价上涨。5月7日，人民银行行长宣布，降准0.5个百分点，降低政策利率0.1个百分点；下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点；后续央行召开金融支持实体经济座谈会，要实施好适度宽松的货币政策；商务部等五部门组织开展2025年新能源汽车下乡活动，推动优质资源向乡村地区倾斜，汽车消费领域扩张，国家政策频繁发布，继续提升市场对经济健康发展信心。

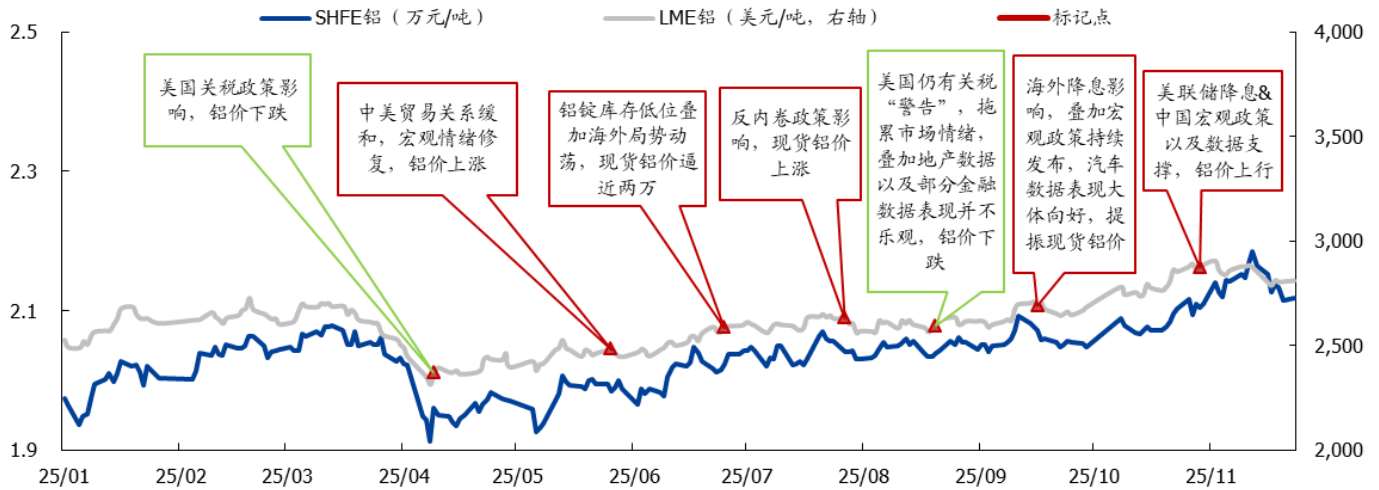
第四阶段（7月至今）：美联储降息概率不断提高以及中国宏观利好，现货铝价震荡上行

美联储理事鲍曼表示，赞成今年降息三次，会敦促美联储的其他决策者在9月召开的会议上开始（支持）降息，美国财长贝森特也表示，美联储9月有降息50个基点的可能；后续随着美联储鲍威尔在全球央行会议的发言中表示货币政策需要调整，9月降息基本确定，到9月降息会议前，受到美国经济数据影响，降息氛围愈加浓厚，市场预计9月维持利率不变的概率为0，降息25个基点的概率为88.3%，降息50个基点的概率为11.7%（数据公布前概率为0）。美联储10月维持利率不变的概率为0.4%，累计降息25个基点的概率为36.2%，累计降息50个基点的概率为63.4%，美元指数不断下行，强力支撑外盘铝价上涨。反内卷”政策层层加码，工信部提出对钢铁、有色、石化等行业稳增长工作方案，氧化铝期货价格大涨，带动沪铝价格上行，同时推动现货铝价上涨。

展望2026年：供应方面，如果说2025年只是“供给收缩”的前奏，那么2026-2028年将进入海外铝厂电力合同密集到期期，叠加数据中心“抢电”效应，全球铝供给的不确

定性将急剧上升。库存方面，电解铝企业持续提高铝水转化率，2025年内甚至一度达到78%高点，后续电解铝企业铝水转化率将继续提升，行业铸锭量进一步减少，将影响铝锭入库数量，或将导致中国铝锭社会库存保持低位，支撑现货铝价低端价格。中国政策方面，国家将继续发布地产、汽车、光伏以及消费品方面的消费政策，届时将提振市场情绪，其中汽车、消费品方面将继续提振原铝终端消费水平。海外方面，欧美国家与俄罗斯的制裁、反制裁政策或将导致能源供应受到一定影响，或进一步导致原油以及天然气价格受影响上涨，届时或将进一步带动外盘铝价上涨。降息方面，特朗普上台后主张降息，市场对2026年降息预期较高，届时将利空美元，利好外盘铝价。

图表38: 铝价复盘

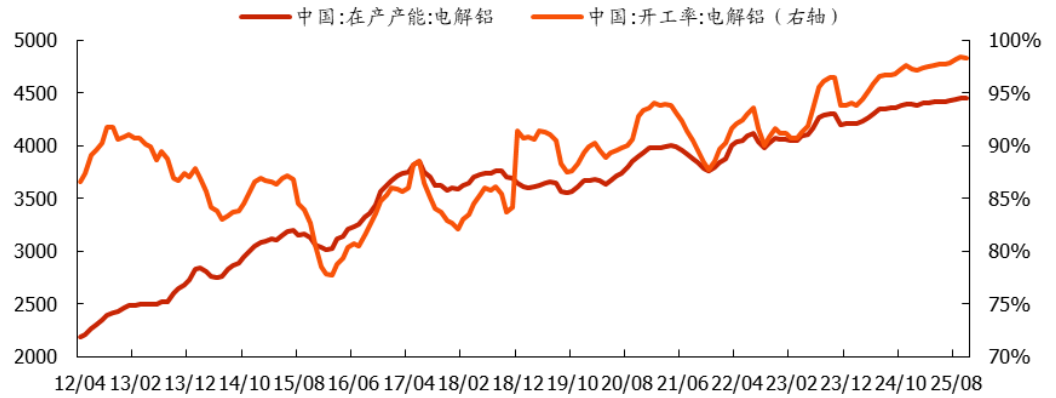


资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.2 供给: 2026年国内供给或触碰“产能天花板”，海外数据中心“抢电”引发供给担忧

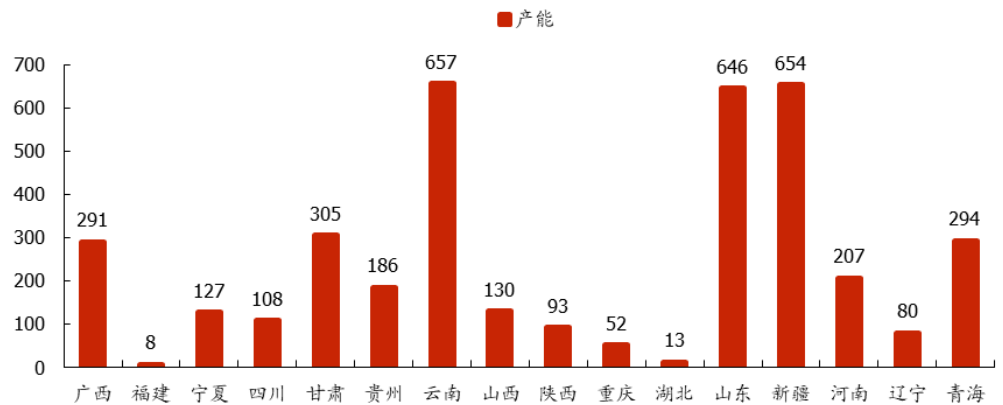
受产能“天花板”限制，全国电解铝产能增速趋缓。为提高供给体系质量，优化存量资源配置，实现供需动态平衡的精神，2018年工信部颁布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》。根据Wind统计，截至2025年10月，国内电解铝开工产能4443.4万吨，距离4500万吨产能“天花板”仅剩近56.6万吨增长空间。分地区来看，电解铝产能区域集中化，山东、新疆和云南三地为主要生产基地，但2020年以来随着双碳目标的提出，电解铝能源转型需求不断增长，国内电解铝产能已从山东、河南等煤电省份向云南、广西等水电地区转移，截至2025年10月，山东、新疆和云南电解铝产能分别为646、654、657万吨，其三地产能占总产能的44%。

图表39: 中国电解铝月度产能(万吨)及开工率情况%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

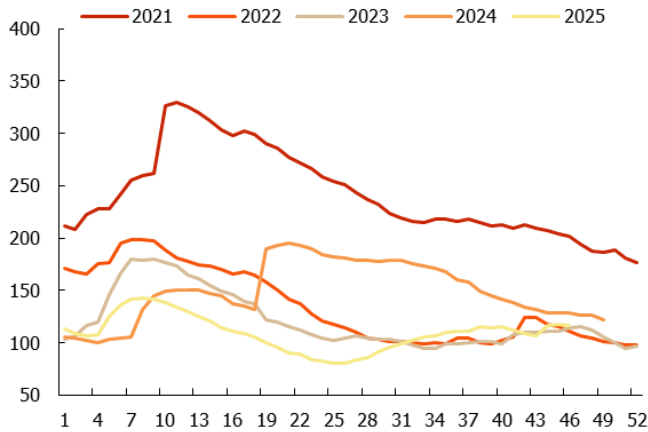
图表40: 2025年10月中国各地区电解铝产能情况(万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

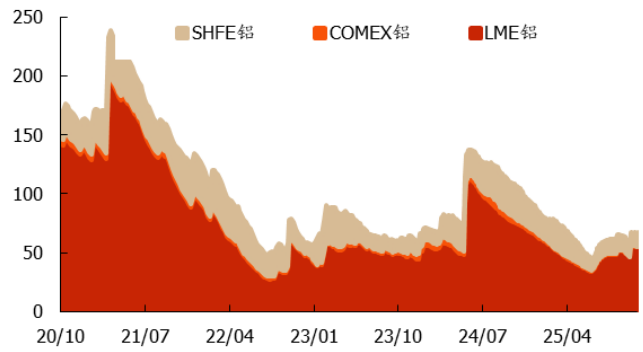
2025年全球铝库存处于5年内低位水平, 铝价上升动力强。根据Wind披露, 截至2025年11月24日, 全球铝库存为115.6万吨, 同比减少10%, 处于近5年同期库存低位水平。2025年全球铝库存有望维持低位水平, 是铝价上涨较强的催化剂。

图表41: 全球铝库存(万吨)



资料来源: Wind, Mysteel, 国盛证券研究所

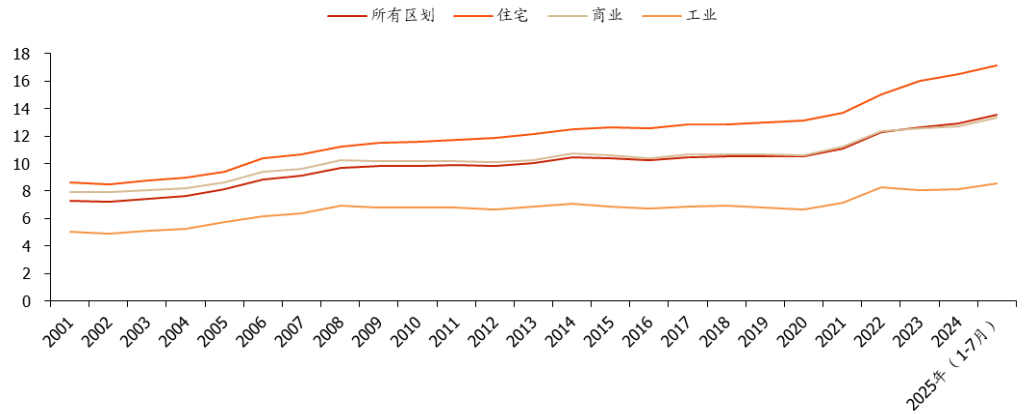
图表42: 铝交易所库存(万吨)



资料来源: Wind, Mysteel, 国盛证券研究所

数据中心“抢电”引发海外供给担忧，铝存在**204万吨**产能风险。以美国为例，根据麦肯锡的预测，到2030年，美国数据中心用电量将激增至606TWh，占全美用电量的12%。2024年，美国数据中心用电量已达178TWh，占全美总用电量的4.3%。未来六年，数据中心用电量将增长3.4倍，增量占美国全部用电增量的41%。这意味着，美国电网未来新增供电能力中，近半将被数据中心吞噬。据EIA数据统计，自2000年以来，美国电价处于上涨趋势，截至2025年7月，美国工业电价为9.06美分/kwh，是中国电解铝用电均价0.39元/kwh的1.65倍。总结看，数据中心“抢电”叠加电力成本上涨，海外电解铝供给或存在扰动。据我们统计，海外供给扰动集中在Mozal铝厂、世纪铝业、力拓Tomago铝冶炼厂和美国铝厂，总计或影响产能204万吨。

图表43: 美国电价情况(美分/kwh)



资料来源: EIA, 国盛证券研究所

图表44: 海外电解铝供给扰动情况

国家	铝厂	产能/产量(万吨)	扰动因素
非洲	Mozal 铝厂	58	受电力原因面临关停风险, 电力合同将于 2026 年 3 月到期。
冰岛	世纪铝业	20	电器设备故障, 一条生产线已停产
澳大利亚	Tomago 铝厂	59	因高昂电价压力 力拓称 Tomago 铝冶炼厂正在考虑停止运营, 电力合同于 2028 年 12 月到期。
美国	美国铝厂	67	受数据中心“抢电”叠加电价成本上涨影响, 供给或有扰动。
总计		204	

资料来源: 中冶有色网, Mysteel, SMM, 资管网, 全球铝合作伙伴, EIA, 国盛证券研究所

当前国内电解铝产能已接近产能“天花板”，2026 年产能净增产能或为 55 万吨。据我们统计，2026 年国内有 2 个电解铝新增项目投产，其中，1) 扎哈淖尔 35 万吨绿电铝项目，是内蒙古公司积极推动清洁能源和电力系统供需平衡，打造霍林河循环经济“煤—新能源—电—铝”联营及源网荷储直供新范式的标志性工程。项目建设 500 千安系列电解槽 264 台，配套建设供电整流、烟气净化、阳极组装及全厂集控中心。项目投产后，每年可生产电解铝 35 万吨，预计年用电量 46 亿千瓦时，其中绿电占比约 80%，可降低二氧化碳排放量约 120 万吨。该项目预计 12 月 20 日通电焙烧一次成功。2) 天山铝业 140 万吨电解铝项目，项目位于国家级石河子经济技术开发区，天铝有限拥有 140 万吨电解铝产能指标，已建成 120 万吨电解铝产能，实际年产量约 116 万吨左右。公司正在对电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造，待项目完成后电解铝年产量将提升至 140 万吨左右。生产产品中的铝锭大部分直接对外销售，部分铝液及铝锭将直接供给高纯铝及铝箔坯料作为原料形成内部销售。2025 年上半年，公司启动 140 万吨电解铝产能绿色低碳改造项目，建设期预计 10 个月左右。

图表45: 2026 年国内电解铝新增项目统计

序号	公司名称	项目名称	建设规划	2026 年产能净增量(万吨)
1	国家电投内蒙古公司	扎哈淖尔 35 万吨绿电铝项目	项目建设 500 千安系列电解槽 264 台，配套建设供电整流、烟气净化、阳极组装及全厂集控中心。该项目预计 12 月 20 日通电焙烧一次成功。	35
2	天山铝业	电解铝产能绿色低碳改造项目	2025 年上半年，公司启动 140 万吨电解铝产能绿色低碳改造项目，建设期预计 10 个月左右。	20
合计				55

资料来源: 国家电投内蒙古公司, 天山铝业公司公告, 国盛证券研究所

海外电解铝布局或快速推进，远期电解铝新增产能高达 1272 万吨。由于国内电解铝行业属于高耗能行业，产能受限于 4500 万吨红线影响，新增产能受限。近些年中资企业海外投资热情高涨，海外电解铝产能逐步扩大，据我们统计，2025-2027 年海外新增电解铝产能 131/156/100 万吨，远期规划新增电解铝总产能高达 1272 万吨，主要投产国家集中在印尼、越南等地。

图表46: 海外电解铝新增产能情况 (万吨)

国家	铝厂	所属集团	2025年	2026年	2027年	远期规划产能	备注
印度尼西亚	—	华峰集团、青山实业	50			100	项目位于印尼苏拉威西岛莫罗瓦力青山工业园区, 计划建设100万吨电解铝项目, 截至2025年4月, 一期50万吨已完成投产, 目前剩余50万吨产能正在筹备建设中。
印度尼西亚	阿达罗电解铝厂	宁波力勤投资有限公司、印尼阿达罗集团	50			150	项目位于印尼北加里曼丹省的加里曼丹工业园, 总设计产能为150万吨, 分三期建设, 每期产能50万吨, 一期项目预计将于2025年四季度投产。
印度尼西亚	—	印尼国家铝业公司				90	公司计划在西加里曼丹省孟帕瓦建设一座产能60万吨的电解铝厂, 计划最终达到90万吨铝/年的产量目标。
印度尼西亚	—	魏桥创业集团、印尼哈利达集团			100	100	项目位于印尼西加里曼丹省北卡永摄政卡里马塔群岛区, 预计建设电解铝产能100万吨, 或将在2027年投产。
印度尼西亚	—	信发集团、青山集团		50		100	远期规划100万吨, 一期50万吨正在建设中, 预计一期投产时间2026年。
印度尼西亚	—	南山铝业				25	建设印尼宾坦工业园年产25万吨电解铝、26万吨炭素项目, 并配套建设码头、水库和渣场等公辅设施。
印度尼西亚	—	PT Westerfield Alumina Indonesia				240	
	总计		100	50	100	805	
越南	—	越南越芳集团				60	计划在越南广宁省建设60万吨电解铝项目, 该项目或将于2026-2027年投产部分产能。
越南	—	陈宏泉冶金有限公司				30	计划在越南达农省建设30万吨电解铝项目, 投产时间待定
越南	—	和发集团				50	计划建设50万吨/年电解铝产能, 建成时间待定。
越南	—	长海股份有限公司				30	计划在越南建设一座年产30万吨的电解铝厂, 具体投产时间暂不明确。
越南	越南达农电解铝厂	中色股份		15		45	计划建设电解铝产能45万吨, 分三期建设。其中一期15万吨预计将于2026年二季度投产。
越南	—	越南国防部直属的东北总公司				30	远期目标建设30万吨电解铝产能, 投产时间待定。
越南	—	越南煤矿工业集团				50	项目计划建设50万吨电解铝, 投产时间待定。
	总计		0	15	0	295	
印度	Balco 铝厂	Vedanta		41		41	
阿联酋	—	EGA		50		50	
沙特	—	创新新材				50	预期产出合计年产能50万吨电解铝及50万吨高精度铝棒、铝板带箔, 截至2025年7月, 已完成ODI备案审批。
俄罗斯	—	UC Rusal	31			31	
	总计		131	156	100	1272	

资料来源: 百川盈孚, 高端铝联合体, mysteel, 南山铝业公司公告, 创新新材公司公告, 国盛证券研究所

3.3 需求：绿色发展带动电解铝长期需求，关注新能源汽车、光伏和储能需求释放

汽车减排和轻量化以及新能源汽车单车用铝的提升，有望带动汽车用铝增长。铝在新能源汽车中应用于车身、车轮、底盘、防撞梁、底板、电池壳等。由于电动车与燃油车的未来增速不一致，因此我们作出如下假设：

(1) 根据 BNEF 预测，2025 年全球乘用车电动车销量将接近 2200 万辆，较 2024 年增长 25%，因为锂离子电池成本下降，更实惠的电动车车型产量增加。在经济转型情景(ETS)基础情景下-即电动汽车的采用受当前技术经济趋势影响，且无新政策干预电动汽车到 2035 年将占全球乘用车销量的 56%，到 2040 年达到 70%，低于之前的 73%。

(2) 根据 Wind 统计，2024 年全球乘用车销量同比增长 2.7%，因新能源车渗透率不断提高，我们谨慎假设 2025-2029 年乘用车增速为 2%。

(3) 根据普华有策数据披露，2020 年传统油车、纯电和混动新能源车的单车用铝量分别为 139kg、158kg 和 198kg，随着轻量化战略持续推进，预计至 2025 年三者单车用铝量将达 180kg、227kg 和 238kg，到 2030 年新能源车单车用铝量或提升至 350kg。

测算结果如下：

预计到 2029 年，全球汽车行业电解铝消费量为 2128 万吨，五年复合增速为 4%。

图表47：全球汽车行业电解铝消费量测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
新能源车销量 (万辆)	297	660	1020	1370	1750	2188	2504	2832	3173	3525
YOY (%)		122%	55%	34%	28%	25%	14%	13%	12%	11%
纯电	200	470	730	950	1100	1313	1502	1699	1904	2115
插混	97	190	290	420	650	875	1002	1133	1269	1410
单耗 (kg/辆)										
纯电	158	172	186	199	213	227	232	236	241	245
插混	198	206	214	222	230	238	240	243	245	248
用铝量 (万吨)										
纯电	32	81	135	189	234	298	348	401	458	519
插混	19	39	62	93	150	208	241	275	311	349
合计	51	120	198	283	384	506	589	676	770	868
YOY (%)		136%	65%	43%	36%	32%	16%	15%	14%	13%
燃油车销量 (万辆)	7670	7704	7279	7915	7781	7535	7413	7283	7145	6998
YOY (%)		0%	-6%	9%	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%
单耗 (kg/辆)	139	147	155	163	172	180	180	180	180	180
用铝量 (万吨)	1063	1132	1129		1336	1356	1334	1311	1286	1260
新能源+燃油合计用铝量 (万吨)	1114	1251	1327	1576	1720	1862	1923	1987	2056	2128

资料来源：Wind，牛莎莎《新能源汽车对车用铝合金产业发展的影响》，普华有策，BNEF，国盛证券研究所 注：2025-2029 年数据为国盛证券研究所测算

2024-2029 年全球光伏新增装机量年复合增速高达 8%。 CPIA 上调 2025 年中国新增光伏装机量，主要因为 2025 年 7 月 1 日，国家发展改革委办公厅、国家能源局综合司发布了《关于 2025 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》设定并下达了各省（自治区、直辖市）2025 年和 2026 年可再生能源电力消纳责任权重，并对钢铁、多晶硅、水泥和国家枢纽节点新建数据中心等重点用能行业新增了绿色电力消费比例要求；另外，5 月 30 日，国家发改委、国家能源局联合发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，加快探索创新新能源生产和消费融合发展。根据 CPIA 数据预测，2025 年全球光伏新增装机量为 531-583GW，假设取平均值测算，同比增长 5%，2026-2029

年光伏装机增速分别为 1%/14%/12%/10%。光伏行业用铝主要为组件边框和装机所用支架两部分。根据 SMM 铝交流平台数据显示，光伏组件按照 1GW 光伏装机量消耗 0.65 万吨铝计算，光伏支架按照 1GW 光伏装机量消耗 0.7 万吨铝计算，预计 2029 年全球光伏行业用铝量将达 1067 万吨，五年复合增速为 8%。具体测算结果如下：

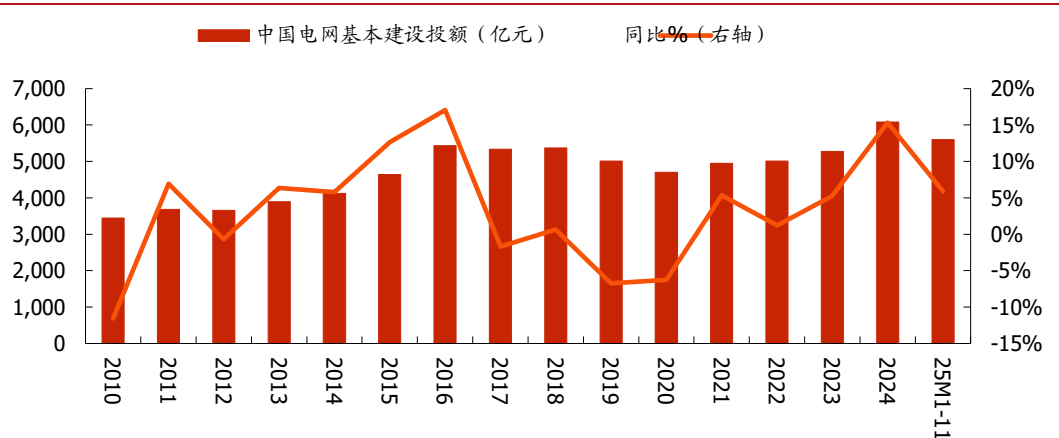
图表48: 全球光伏行业用铝量测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
光伏装机 (GW)	130	170	230	390	530	557	563	641	718	790
YOY (%)		31%	35%	70%	36%	5%	1%	14%	12%	10%
单 GW 光伏装机量耗铝量 (万吨)	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
用铝量 (万吨)	176	230	311	527	716	752	759	866	970	1067

资料来源: CPIA, SMM, 光伏头条, 国盛证券研究所 注: 2025-2029 年数据为国盛证券研究所测算

电源建设包含传统电力建设及新能源电力建设，是用铝重要领域。《中国电力行业投资发展报告（2025 年）》透露，2024 年电力总投资虽仍增长，但增速放缓，全年投资总额 18178 亿元。其中，因资源开发难度增加，水电投资增长受限，2024 年投资规模被核电超越，在主要电源中排名垫底。不过，随着大量抽蓄电站及雅江下游水电等常规水电项目开工建设，水电投资将迎来新增长期；电网投资创下历史新高。2024 年电网投资 6083 亿元，同比增长 15.3%，首次突破 6000 亿元，创历史新高，且增速首次超过电源。这反映出在电源大规模发展后，电网正加速建设，以推进新型电力系统建设；新型储能持续高速增长。以电化学储能为主的新型储能，因成本下降，装机容量大幅增长。截至 2024 年底，总装机达 7830 万千瓦，同比增长 126.5%，首次超过抽水蓄能。根据 Wind 统计，2025 年 1-10 月中国电网基本建设投资额为 4824 亿元，同比增长 7%。未来三年，中国火电投资规模将稳中有降；风电光伏等新能源投资仍将持续保持高位；电网基建投资或将稳步增长。

图表49: 中国电网基本建设投资额及同比变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中国规划建设多个特高压输电项目，电力领域用铝需求稳步提升。根据上述分析，2024 年电网基本建设投资额大幅提高，未来伴随风光电等清洁能源占比提高，电网基建投资或持续稳定增长。电网用铝的范围同样比较广泛，发电设备、输电线路、变电站、配电线路等方面都会用到铝材。不过，从比例上看，电网用铝主要是在输电线路方面，尤其是高压输电线路方面，铝线缆占比已经超过 70%。根据北极星输电网整理特高压项目的最新进展，共有 5 项特高压工程拟在 2026 和 2027 年年投运，其中包括陕北-安徽±800 千伏特高压直流工程、甘肃-浙江±800 千伏特高压直流工程、阿坝-成都东 1000 千伏特

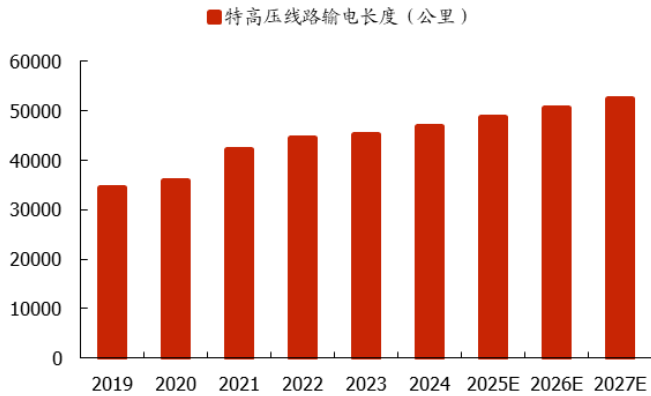
高压交流工程等，预计新增特高压线路输电长度 4581 公里。按照 SMM 数据显示，每公里特高压直流线路用铝量在 55.2 吨左右，每公里特高压交流线路用铝量在 63.4 吨左右，假设我们按照平均用铝量计算，则 2026 年特高压线路用铝量或为 300 万吨，假设 2027 年特高压线路用铝量增速与 2026 年保持一致，则对应 2027 年用铝量为 312 万吨，三年复合增速为 4%。

图表 50: 中国特高压项目进展情况

序号	特高压项目名称	建设进度	线路长度(公里)
1	陕北-安徽±800 千伏特高压直流工程	皖 3 标段最后一基铁塔组立顺利完成，2026 年投运	1069
2	甘肃-浙江±800 千伏特高压直流工程	浙江段建起首基铁塔，2026 年投运	2370
3	阿坝-成都东 1000 千伏特高压交流工程	2026 年投运	372
4	烟威 1000 千伏特高压交流输变电工程	2026 年 10 月投运	2*564.9
5	海阳辛安核电 1000 千伏送出特高压工程	年 2026 投运	2*40.2
6	大同一怀来一天津南 1000 千伏特高压交流工程	2027 年投运	770
7	达拉特-蒙西特高压交流工程	7 月取得属地核准支持性文件	
8	攀西 1000 千伏特高压交流输变电工程	变电站选址选线	
9	浙江特高压交流环网工程	环评公示	
10	赣江-赣南 1000 千伏特高压交流输变电工程	纳入国家规划，即将启动可研	
11	宁夏-湖南±800 千伏特高压直流输电工程	建设中	
12	金上-湖北±800 千伏特高压直流输电工程	建设中	
13	陕西-河南±800 千伏特高压直流输电工程	环球公示	
14	蒙西-京津冀±800 千伏特高压直流工程	获核准	
15	库布齐-上海特高压直流工程	—	
16	腾格里-江西特高压直流工程	—	
17	藏东南-粤港澳特高压直流输电工程	获核准	
18	疆电(南疆)送电川渝特高压直流输电工程	科研通过外部评审	
19	呼伦贝尔与兴安盟送北京特高压输电通道项目	正开展新能源大基地场址布局方案编制工作	
新增特高压线路输电长度(公里)			4580.7

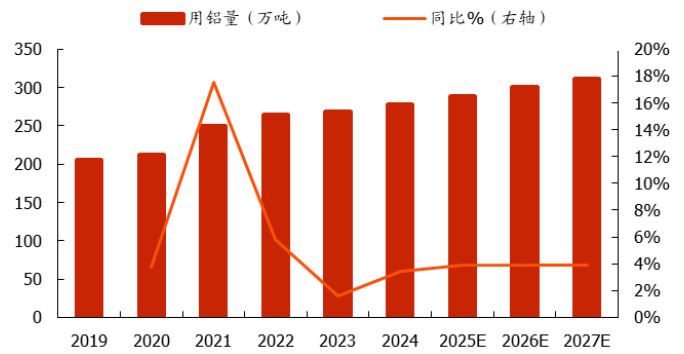
资料来源：北极星输配电网，电力设备状态监测，国盛证券研究所

图表51: 中国特高压线路输电长度



资料来源: 财经头条, 北极星输配电网, 电力设备状态监测, 澎湃新闻, 国盛证券研究所 注: 2025-2027年数据为国盛证券研究所测算

图表52: 中国特高压线路用铝量测算



资料来源: 财经头条, 金属资讯网, 北极星输配电网, 电力设备状态监测, 澎湃新闻, 国盛证券研究所 注: 2025-2027年数据为国盛证券研究所测算

储能电站正发展为铝消费的新兴增长点。钠离子电池的兴起构成关键变量，其正负极均需使用铝箔，导致单位耗铝量倍增。然而，需审慎评估钠电池的实际渗透率；结构件领域，CTP/CTB等集成技术的推广虽降低单体电池铝用量，但电池托盘轻量化趋势推动铝材替代进程。预计至2030年，年度铝消费量有望达24万至38万吨量级，未来数年或呈现倍数级增长。

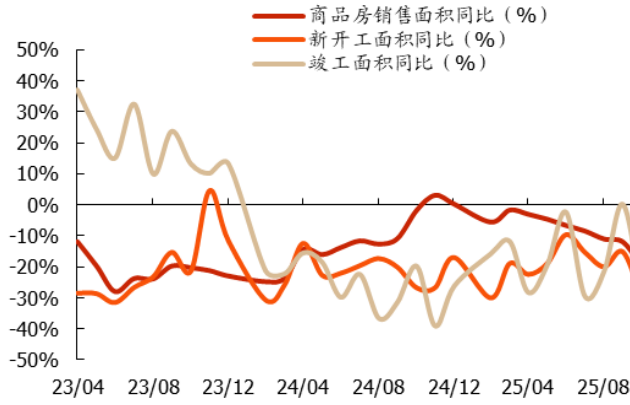
图表53: 中国新型储能用铝量测算

年份	装机量范围 (GWh)	单位耗铝量 (吨/GWh)	用铝量 (万吨)
2025E	130-160	600-700	7.8-11.2
2026E	170-220	590-680	10-14.9
2027E	220-300	580-660	12.8-19.8
2028E	280-380	570-650	15.9-24.7
2029E	350-480	560-640	19.6-30.7
2030E	430-600	550-630	23.6-37.8

资料来源: 阿拉丁, 国盛证券研究所 注: 综合单位铝耗量 = (锂电池占比 × 锂电池单位铝耗量) + (钠电池占比 × 钠电池单位铝耗量)

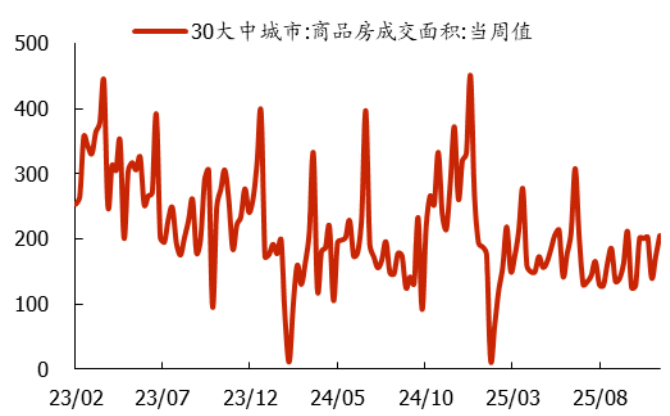
中国房地产政策加码，建筑用铝需求预期有望改善。相较传统的建筑钢材，铝合金型材具有易加工、易着色、耐腐蚀、外观时尚等一系列优点。随着建筑及工业领域对材料的强度、加工性、轻量化等需求的提升，轻质合金在建筑领域的使用正加速普及。我国房地产市场呈现边际改善，且区域分化加剧，政策端通过超宽松购房政策以及专项债收储等多项举措为房地产市场托底，需持续关注政策端的接续发力以及落地情况。据wind最新数据显示，2025年10月我国房屋新开工面积3,662万平，同比减少29%，房屋竣工面积3,732万平，同比减少28%，商品房销售面积6,147万平，同比减少20%。

图表54: 国内地产月度数据跟踪



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表55: 国内30大中城市商品房成交面积(万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 全球供需平衡: 2026年缺口或逐渐扩大

2025-2027年供需缺口扩大, 铝价中枢抬升预期增强。根据我们测算, 2025-2027年全球电解铝供给增速为2.4%/1.8%/1.3%, 需求增速为3.3%/2.2%/2.2%。供需平衡方面, 我们预计2025-2027年全球电解铝将分别短缺32/65/135万吨, 倘若数据中心“抢电”及电价成本上涨导致海外供给扰动加剧, 供需缺口可能继续扩大。

图表56: 全球电解铝供需情况(万吨)

	2024	2025E	2026E	2027E
供给				
中国	4346	4389	4444	4444
YOY%		1.0%	1.2%	0.0%
海外	2950	3079	3155	3255
YOY%		4.4%	2.5%	3.2%
总计	7296	7468	7599	7699
YOY%		2.4%	1.8%	1.3%
需求				
建筑用铝	2214	2258	2303	2349
YOY%		2.0%	2.0%	2.0%
交通用铝	1720	1863	1923	1987
YOY%		8.3%	3.2%	3.3%
其中: 新能源汽车	384	506	589	676
YOY%		31.8%	16.3%	14.9%
燃油车	1336	1356	1334	1311
YOY%		1.5%	-1.6%	-1.8%
电力用铝	1394	1449	1507	1568
YOY%		4.0%	4.0%	4.0%
其中: 光伏	716	752	759	866
YOY%		5.1%	1.0%	14.0%
其他	1931	1931	1931	1931
YOY%		0.0%	0.0%	0.0%
总计	7258	7501	7664	7835
YOY%		3.3%	2.2%	2.2%
供需平衡	38	-32	-65	-135

资料来源: 中国宏桥官网, 百川盈孚, Wind, 中冶有色网, Mysteel, 国家电投内蒙古公司, 天山铝业公司公告, 高端铝联合体, 南山铝业公司公告, 创新新材公司公告, 牛莎莎《新能源汽车对车用铝合金产业发展的影响》, 普华永策, BNEF, CPIA, SMM, 国盛证券研究所

四、盈利预测

4.1 业绩预测

存量持稳，增量放量。公司积极拓展海外市场，印尼三期和四期各100万吨氧化铝产线于2025年Q3和2025年12月投产，总产能达400万吨。印尼远期规划100万吨电解铝生产线，归属公司权益产能为68万吨。下游产品，建设型材、冷轧业务的部分下游产品如罐体、罐盖、拉环料等已经是成熟市场，我们谨慎假设现有业务将维持现有市占率和盈利能力；公司航天板材、汽车板材和动力电池铝箔将成为公司营收重要增长极。我们预计2025-2027年公司营业收入为445/541/548亿元。

产品价格：价格方面，我们认为伴随供给侧改革天花板效应显现，以及铝下游新能源需求继续放量，电解铝价格有望延续上升趋势，我们预计2025-2027年电解铝含税价格分别为2.07/2.3/2.4万元/吨。

图表57：南山铝业2025-2027年盈利预测

营业收入	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
氧化铝板块	亿元	84.05	69.91	148.41	146.24
铝型材板块	亿元	39.14	39.14	39.14	39.14
外售热轧板块	亿元	8.47	8.47	7.52	6.58
外售冷轧板块	亿元	178.96	178.96	183.55	188.14
铝箔板块	亿元	15.29	15.29	15.29	15.29
合金锭板块	亿元	4.06	4.06	4.06	4.06
其他（包含国内电解铝）	亿元	4.79	128.81	142.54	148.54
合计	亿元	334.77	444.65	540.52	547.99
营业成本	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
氧化铝板块	亿元	50.48	53.44	114.58	114.58
铝型材板块	亿元	32.53	32.20	31.86	31.49
外售热轧板块	亿元	4.60	4.83	5.07	5.32
外售冷轧板块	亿元	141.10	139.21	140.74	142.06
铝箔板块	亿元	12.47	12.33	12.18	12.02
合金锭板块	亿元	3.75	3.73	3.72	3.70
其他（包含国内电解铝）	亿元	3.72	87.89	84.44	83.28
合计	亿元	248.65	333.63	392.58	392.46
营业毛利	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
氧化铝板块	亿元	33.57	16.47	33.83	31.66
铝型材板块	亿元	6.60	6.93	7.28	7.64
外售热轧板块	亿元	3.87	3.64	2.45	1.25
外售冷轧板块	亿元	37.86	39.76	42.82	46.08
铝箔板块	亿元	2.83	2.97	3.12	3.27
合金锭板块	亿元	0.31	0.33	0.35	0.36
其他（包含国内电解铝）	亿元	1.07	40.93	58.10	65.26
合计	亿元	86.12	111.02	147.95	155.53
毛利率	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
氧化铝板块	%	40%	24%	23%	22%
铝型材板块	%	17%	18%	19%	20%
外售热轧板块	%	46%	43%	33%	19%
外售冷轧板块	%	21%	22%	23%	24%
铝箔板块	%	18%	19%	20%	21%
合金锭板块	%	8%	8%	9%	9%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

4.2 投资建议

公司作为铝行业领军企业，充分享受国内外电解铝双基地资源优势，叠加汽车板和航空板等高端业务市场空间广阔，我们认为未来公司盈利仍有上升动力。因中国铝业、云铝股份和天山铝业主营业务与本行业相似，故选此三家公司作为可比公司。我们谨慎假设 2025-2027 年电解铝含税价格为 2.07/2.3/2.4 万元/吨，预计 2025-2027 年公司实现归母净利 52/71/75 亿元，对应 PE 16.3/11.9/11.2 倍，较同行处于低位水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图表58: 可比公司估值

证券代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
601600.SH	中国铝业	14.13	0.72	0.84	0.94	1.01	19.5	16.8	15.1	14.0
000807.SZ	云铝股份	33.64	1.27	1.87	2.18	2.43	26.5	18.0	15.4	13.8
002532.SZ	天山铝业	18.85	0.96	1.03	1.27	1.44	19.6	18.3	14.8	13.0
平均值							21.9	17.7	15.1	13.6
600219.SH	南山铝业	7.34	0.42	0.45	0.62	0.65	17.5	16.3	11.9	11.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 南山铝业盈利预测来自国盛证券预测, 其余可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 股价为 2026 年 1 月 30 日收盘价

风险提示

□ 铝锭价格波动的风险

公司国内加工产品定价模式为“铝价+加工费”，国外业务采用“LME+加工费”的形式结算。铝锭价格受市场供求关系影响，铝锭市场价格可能存在波动风险及向下游传导不及时风险，对公司业务带来一定影响。

□ 氧化铝价格波动的风险

公司生产经营中涉及的氧化铝产品价格受宏观经济形势、市场供需变化、上下游行业波动、政策调控等多重因素影响，可能存在一定的波动风险。

□ 行业竞争风险

基于我国铝加工行业多年来的快速增长和未来良好的市场空间，近年来进入行业的国内企业不断增多，国外企业也纷纷在国内寻找合作伙伴或直接建厂投资。目前已有多家企业宣布进军汽车板行业，市场竞争日趋激烈。

□ 供应链风险

航空和汽车产品属于铝加工产业的高端产品，其供应链系统略显复杂，政治风险、汇率风险等都会引起相应的供应链风险。由于供应链网络上的企业之间是相互依赖的，任何一个企业出现问题都有可能波及和影响其他企业，进而影响整个供应链的正常运作，甚至导致供应链的断裂。

□ 汇率波动风险

近年来，人民币兑美元汇率双向大幅波动，对出口产品收益带来了不确定性影响。

□ 环保风险

随着国内环境监管日益趋严，基于公司生产规模较大、生产环境复杂等原因，生产运营过程中可能存在潜在的环境污染事故风险。

□ 贸易关税风险

近年来，全球贸易关税政策频繁变动，对出口产品收益带来了不确定性影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券 股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com