

# 南山铝业 (600219)

## 海外拓展上游产业链，高端铝加工业务成第二成长曲线 买入 (首次)

2024年03月29日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 徐毅达

执业证书: S0600123090025

xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	34,951	28,844	33,857	36,722	38,533
同比	21.68%	-17.47%	17.38%	8.46%	4.93%
归母净利润 (百万元)	3,516	3,474	3,933	4,220	4,569
同比	3.07%	-1.18%	13.20%	7.30%	8.27%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.30	0.30	0.34	0.36	0.39
P/E (现价 & 最新摊薄)	11.22	11.36	10.03	9.35	8.64

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- 公司向下游布局高端铝业深加工产品，2023年高端产品毛利占公司总毛利的30%，2023Q3公司综合毛利率为20.47%，远高于同行业公司均值的15.13%，随着新产能的释放，公司将迎来量价齐升阶段：
  - 1) 公司汽车板业务具备先发优势，预计24年迎来20万吨新增产能。公司是A股唯一可以批量生产汽车外板与内板的企业，并率先完成相关车企5系内板、6系外板材料等8项认证工作，领先行业2-3年；公司2023年汽车板国内市占率约为25%，充分受益于汽车板需求量的快速增长（预计中国汽车板2023-2025年化增长达19.1%）；公司目前拥有汽车板建成产能20万吨，我们预计新增20万吨产能将于2024年内投产。
  - 2) 公司航空板业务成功打入商飞C919供应体系，航空用铝增长曲线清晰。公司是国内唯一一家同时为波音、空客、中商飞、中航工业等主机厂供货的航空板企业；公司现拥有航空板5万吨产能，预计随着C919的订单逐步落地，公司航空板产能利用率将不断提高。
  - 3) 公司切入高端动力电池箔领域，受益于新能源汽车渗透率快速提高，下游产品空间广阔。公司聚焦于10-12μ高端电池箔领域，现已经进入宁德时代、中创新航、国轩高科、亿纬锂能等国内知名电池企业的供应体系中，公司现拥有动力电池箔2.1万吨产能，产量爬坡顺利。
- 公司向上海布局印尼氧化铝产能并剥离老旧电解铝产能，充分享受行业景气度提升：1) 公司布局印尼200万吨氧化铝已于2023年Q2全部达产；2) 公司投资建设25万吨电解铝、26万吨炭素项目，并预计将于2026年内建成投产；3) 公司转让33.6万吨落后电解铝产能指标，并同时通过委外加工、外购铝锭的方式弥补电解铝需求缺口；公司投资建设10万吨再生铝保级综合利用项目，并于2023年实现小规模试生产。
- 公司大幅提高分红与回购比例，提高股东回报：1) 公司计划2024-2026年，每年以不低于3亿元且不超过6亿元人民币自有资金回购股份并注销；2) 公司计划2023年度分红（不含回购）比例为当年归母净利润的40.44%（上一年为13.32%），按照2024年3月28日股价计算股息率为3.56%。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司2024-2026年实现营收分别为338.57/367.22/385.33亿元，同比增速分别为17.38%/8.46%/4.93%；实现归属母公司股东净利润分别为39.33/42.20/45.69亿元，同比增速分别为13.20%/7.30%/8.27%。对应2024-2026年的PE分别为10.03/9.35/8.64倍，低于可比公司估值，考虑公司未来高端铝加工产品放量在即、海外铝产业链布局较为清晰、业绩确定性较高，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：下游需求不及预期导致铝价下跌风险；公司汽车板新增20万吨产能达产进度不及预期风险；美元持续走强风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	3.37
一年最低/最高价	2.69/3.59
市净率(倍)	0.82
流通A股市值(百万元)	39,457.82
总市值(百万元)	39,457.82

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.13
资产负债率(% ,LF)	21.49
总股本(百万股)	11,708.55
流通A股(百万股)	11,708.55

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况：发力高附加值的铝深加工企业</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司股权稳定，南山村民委员会为其实际控制人 .....	4
1.2. 海外需求疲软叠加铝价下跌影响公司短期业绩，高端业务营收增速显著为公司长远发展奠定基石 .....	5
<b>2. 公司基本盘稳固，汽车与航空业务向上拓展盈利空间</b> .....	<b>7</b>
2.1. 公司全方位布局铝加工前端原料市场，充分享受行业景气度提升 .....	9
2.2. 抓住汽车轻量化浪潮，公司汽车板业务迎高速发展期 .....	11
2.3. 定位高端，公司切入动力电池箔领域 .....	12
2.4. 打破技术壁垒，航空板国产替代进行时 .....	13
<b>3. 供给刚性约束，新能源需求支撑铝价维持高位</b> .....	<b>15</b>
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>18</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 南山铝业股权结构 (截至 2023 年底)	4
图 2: 公司发展历程	5
图 3: 公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)	6
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)	6
图 5: 公司毛利率高于同行业公司 (%)	6
图 6: 公司高端业务比重逐年增长 (%)	6
图 7: 公司资产负债率稳步改善	7
图 8: 公司期间费用率逐年降低 (%)	7
图 9: 公司完整业务产业链布局	8
图 10: 公司各业务板块收入贡献情况 (%)	9
图 11: 公司细分业务毛利率情况 (%)	9
图 12: BAI 股权结构 (截至 2023 年 10 月)	10
图 13: 汽车板产品示意图	11
图 14: 公司汽车板合作车企	11
图 15: C919 全机材料使用示意图	14
图 16: 公司航空板合作企业	14
图 17: 中国新能源汽车销量 (万辆)	17
图 18: 中国广义乘用车销量 (万辆)	17
图 19: 中国光伏新增装机量 (GW)	18
图 20: 全球光伏新增装机量 (GW)	18
图 21: 中国房屋竣工面积累计同比 (%)	18
图 22: 中国房地产开发投资完成额 (亿元)	18
表 1: 公司国内上游产品产能情况	10
表 2: 公司海外上游产品产能情况	11
表 3: 中国汽车铝板市场测算	12
表 4: 全球动力电池箔需求量测算	13
表 5: 2022-2041 年全球各类型客机交付量预测	15
表 6: 2024 年中国电解铝新投及待复产产能 (万吨)	16
表 7: 2021-2023 年云南电解铝企业减产情况 (万吨)	16
表 8: 公司主要业务板块营收及毛利拆分 (亿元)	19
表 9: 可比公司估值 (2024 年 3 月 28 日)	20

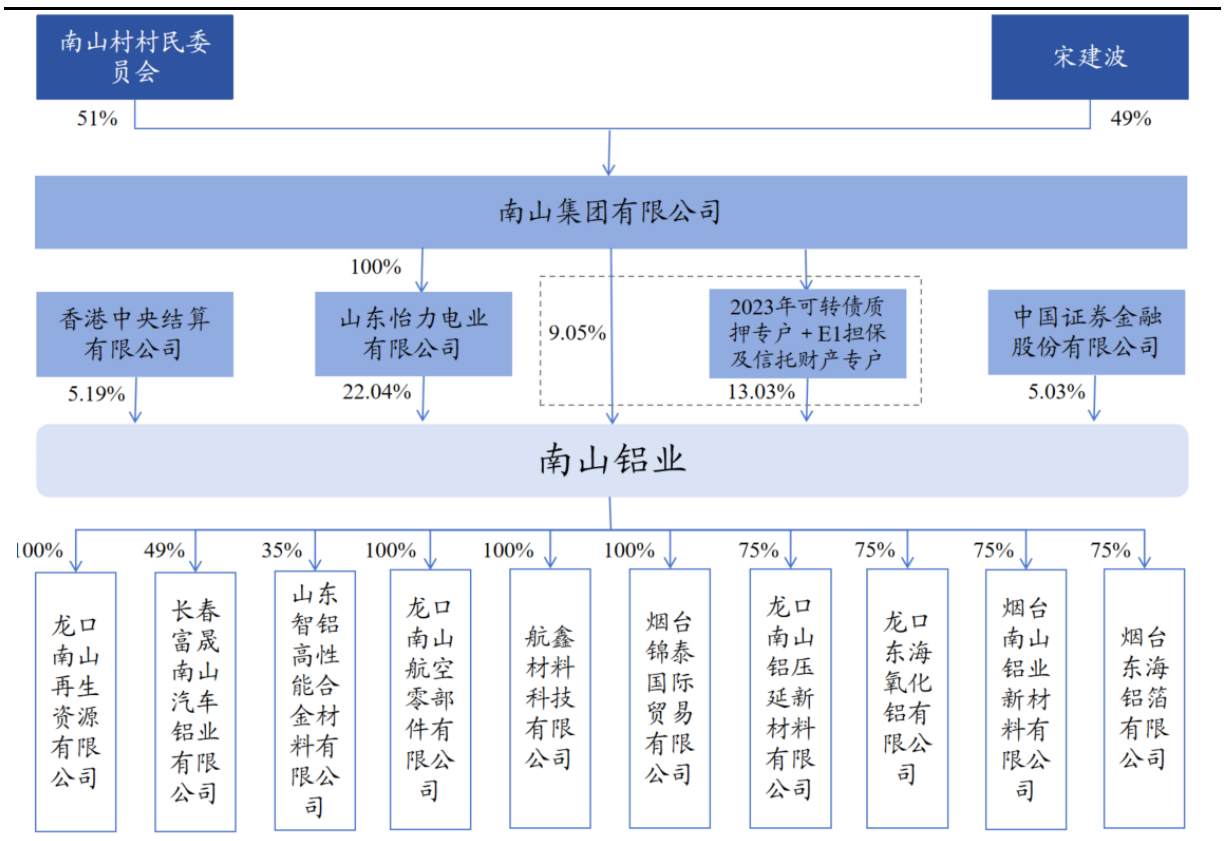
## 1. 公司概况：发力高附加值的铝深加工企业

### 1.1. 公司股权稳定，南山村民委员会为实际控制人

公司依托产业优势，不断创新专注于高附加值铝深加工领域。南山铝业成立于1993年，并于1999年在上交所上市，公司发展紧扣上下游产业链延伸，业务触及铝行业全产业链，现已成为一家集上游冶炼端和下游铝加工端于一体的铝产业链综合性公司。

实际控制人南山村村民委员会，大股东南山集团。南山集团为南山铝业控股股东，截至2023年底，其直接持有公司22.08%股份，并通过全资子公司山东怡力电业间接持有22.04%的股权，合计持股比例为44.11%，股权架构较为稳定。南山集团前身为龙口市东江镇前宋家村村办企业，其实际控制人为南山村村民委员会，持股比例51%，南山集团现已发展为覆盖工业、金融、航空、房地产、高新技术、教育、旅游等多产业发展的综合性集团企业。

图1：南山铝业股权结构（截至2023年底）



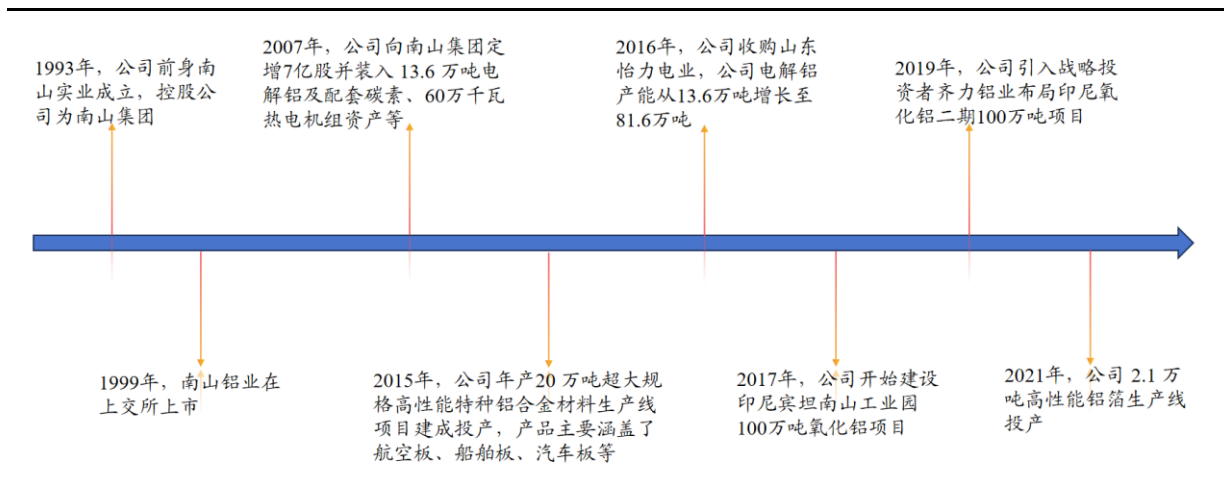
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司向上拓展布局海外电解铝产业链，优化上游产业布局。2007-2016年期间，公

司通过资产收购方式不断拓展国内电解铝产业链，现拥有 48 万吨电解铝产能及 140 万吨氧化铝产能；2017 年，公司在印尼规划一期 100 万吨氧化铝项目，正式开始布局东南亚电解铝产业链，现已建成 200 万吨印尼氧化铝产能；2023 年，公司在印尼投资扩产 25 万吨电解铝、26 万吨炭素项目，并配套建设码头、水库等辅助设施。

**公司向下发展高端业务拓宽自身护城河，提升自身毛利水平。**2015 年，公司 20 万吨超大规模高性能特种铝合金材料生产线项目达产，正式布局以汽车板、航空板、动力电池箔等为代表的高附加值产品，其下游客户已拓展至波音、空客、中商飞等全球知名主机厂，以及特斯拉、赛力斯、宝马、上汽通用、一汽大众、广汽新能源、理想、现代、日产等全球主要汽车主机厂。

图2: 公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 海外需求疲软叠加铝价下跌影响公司短期业绩，高端业务营收增速显著为公司长远发展奠定基石

**行业供需格局向好，公司历史业绩长期稳定增长。**公司近些年不断优化业务结构，拓展上下游业务边界，公司历史业绩逐年提升，由于中美贸易摩擦和环保整治等影响，公司经营业绩在 2018 年短暂出现下滑；受益于供给侧改革，国内电解铝产能受到刚性约束，自 2019 年行业进入景气周期以来，公司营收及利润进入快速增长期。

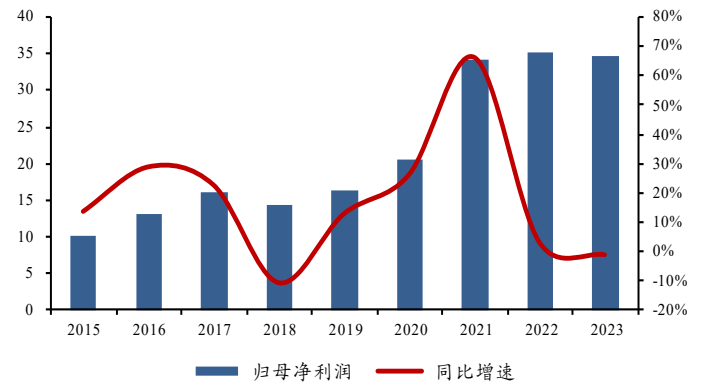
**2023 年受到铝价下跌及海外需求疲软、出口策略调整等综合因素影响，公司业绩短期下滑** 2023 年公司实现营收 288.4 亿元，同比下降 17.5%；23 年公司转让 33.6 万吨电解铝产能指标，并于 Q4 获得资产处置收益 7.55 亿元，全年实现归母净利润 34.7 亿元，同比下降 1.2%。

图3: 公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

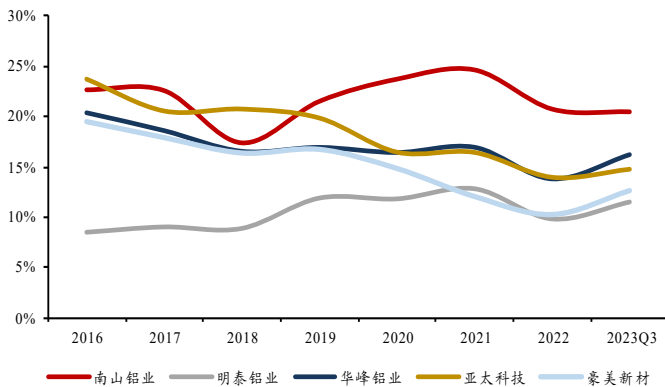
图4: 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

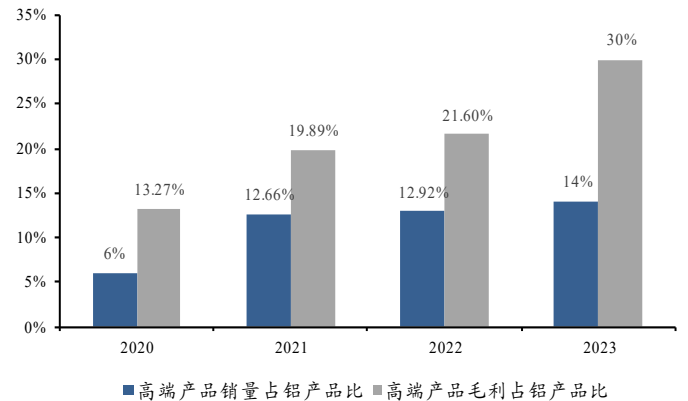
**印尼氧化铝全面达产, 高端业务助力公司毛利率远高于同行业公司。** 1) 随着 23 年公司印尼氧化铝项目全部实现达产, 全年氧化铝产销量分别为 352.19 万吨和 352.86 万吨, 同比分别增长 19.73%和 18.69%; 2) 公司着力发展高附加值业务板块, 以汽车板、航空板, 及动力电池箔为主的高端业务比重逐年增长, 2023 年公司高端业务产品毛利占铝产品比达 30%, 未来随着汽车板三四期 20 万吨产能的投产, 公司高端业务收入占比有望进一步提升; 3) 受益于公司立足高端业务的企业定位, 公司综合毛利率处于行业高点, 2023Q3 公司综合毛利率为 20.47%, 远高于同行业公司均值的 15.13%。

图5: 公司毛利率高于同行业公司 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

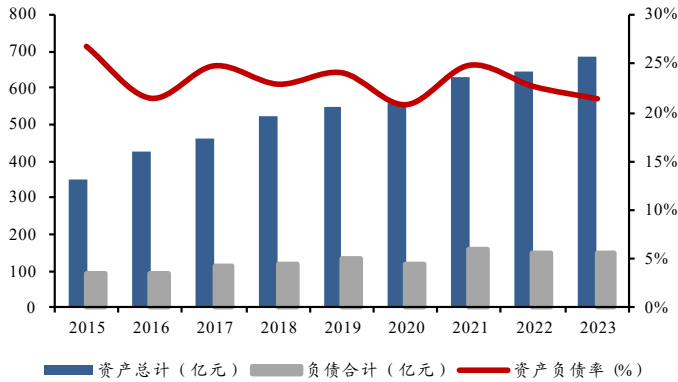
图6: 公司高端业务比重逐年增长 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

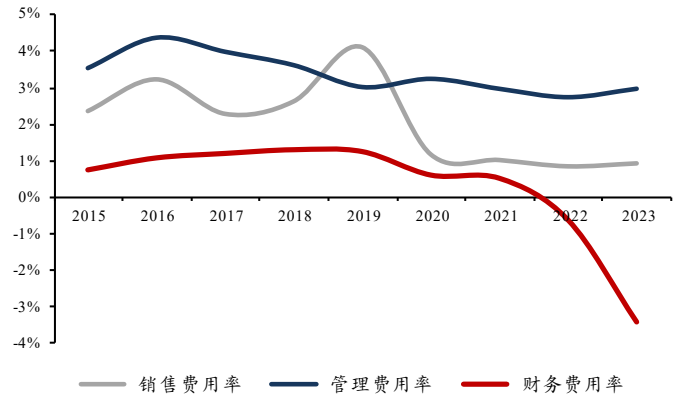
公司运营管理能力持续加强，资产负债率及期间费用率逐年降低。公司充分发挥产业资源协同效应，内部运营管理能力得到大幅增强。报告期内，公司资产负债率为21.49%，同比减少1.23%；公司期间费用率近年来逐年降低，其中销售费用率/管理费用率分别为0.92%/2.97%，受到汇兑损益影响，公司财务费用率为-3.46%。

图7：公司资产负债率稳步改善



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图8：公司期间费用率逐年降低（%）

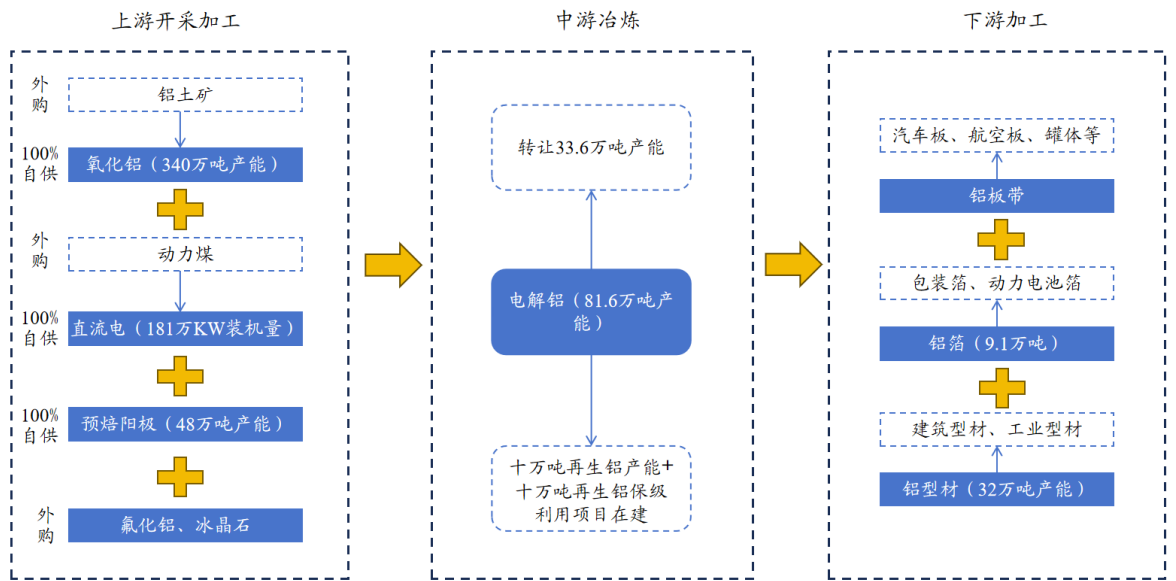


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 公司基本盘稳固，汽车与航空业务向上拓展盈利空间

公司业务模式多点开花，构建了打通铝产业链上下游的多重业务模式。在产业链上游，公司具备氧化铝产能340万吨（国内140万吨、印尼200万吨）、电解铝产能81.6万吨（其中拟转让33.6万吨）、再生铝产能10万吨，充分享受因行业景气度上升带来的铝价升值空间；在产业链下游，公司在传统铝加工领域具备28万吨铝型材（建筑型材、工业型材）、60万吨罐料、7万吨包装箔率，在高附加值的大交通领域，公司目前具备20万吨汽车板、5万吨航空板，以及2.1万吨动力电池箔产能。

图9：公司完整业务产业链布局

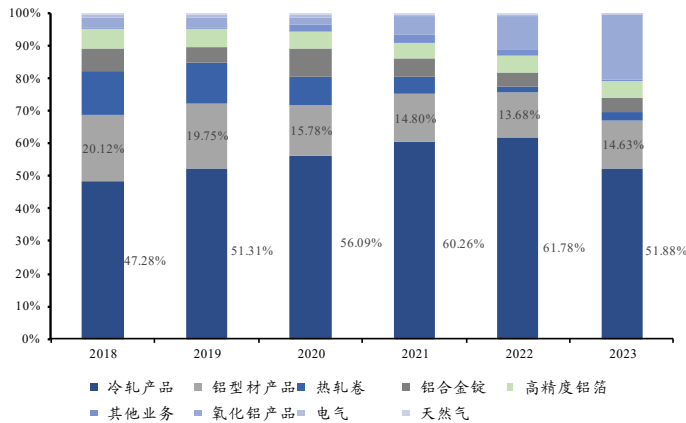


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

2023 年公司主要业务中冷轧/氧化铝/铝型材/高精度铝箔/铝合金产品收入占比分别为 51.88%/19.87%/14.63%/4.89%/4.57%，合计占比 95.84%。毛利率方面，1) 热轧板的毛利率随着航空板产能利用率的进一步提升而提高至历史新高的 33.76%，我们预计随着全球航空业的进一步复苏，热轧板的毛利率有进一步提升的空间；2) 由于 2023 年小金属跌价及海外需求不及预期的原因，冷轧板毛利率环比回落 2.24pct 至 20.15%，我们认为随着 2024 年海外需求的复苏以及公司调整海外出口策略，该部分毛利率有望回升；3) 随着印尼氧化铝业务产能利用率的爬升，受益于东南亚旺盛的铝需求，公司 2023 年氧化铝毛利率达 25.24%，环比提升 1.96pct，我们认为随着 2024 年印尼氧化铝达到满产的预期，该部分业务毛利率有进一步提升的空间。

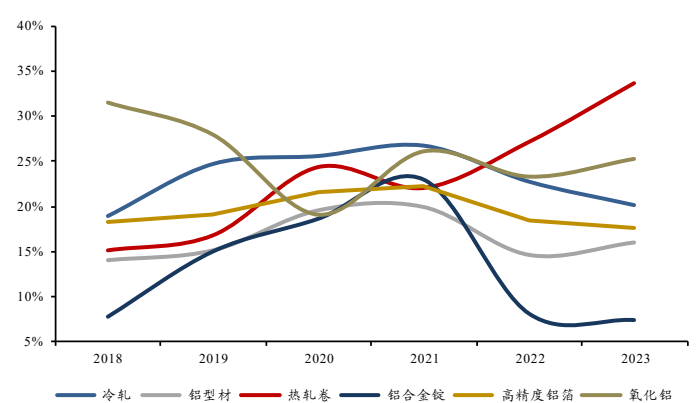


图10: 公司各业务板块收入贡献情况 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图11: 公司细分业务毛利率情况 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.1. 公司全方位布局铝加工前端原料市场, 充分享受行业景气度提升

公司在国内拥有氧化铝产能 140 万吨, 阳极炭素 46 万吨、自备电装机容量达 153 万千瓦。公司 2007 年收购控股股东南山集团 140 万吨氧化铝项目 75% 权益, 正式布局上游冶炼环节, 按照单吨电解铝消耗 1.95 吨氧化铝与 0.5 吨预焙阳极测算, 公司氧化铝与预焙阳极自给率超过 100%。

公司转让部分传统火电电解铝产能指标, 布局再生铝 10 万吨。截至 2022 年底, 公司在国内拥有电解铝产能 81.6 万吨, 由于公司部分电解槽较为老旧, 能耗较高, 为满足 2022 年国家发改委、工信部等印发《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》以及 2018 年山东省《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》中做出的对于电解铝单吨能耗的要求, 公司于 2023 年转让 33.6 万吨落后电解铝产能指标并逐步关停、拆除相关电解铝生产线 (包括 78 台 160 KA 预焙电解槽和 412 台 300 KA 预焙电解槽), 在转让后公司保留电解铝产能 48 万吨, 并同时通过委外加工、外购铝锭的方式弥补电解铝需求缺口。

为响应国家“双碳”政策目标, 公司于 2022 年投资建设 10 万吨再生铝保级综合利用项目, 并于 2023 年实现小规模试生产, 与部分核心客户达成了废铝回收、循环利用的业务合作, 我们预计该再生铝项目将于 2024 年内可实现完全投产。

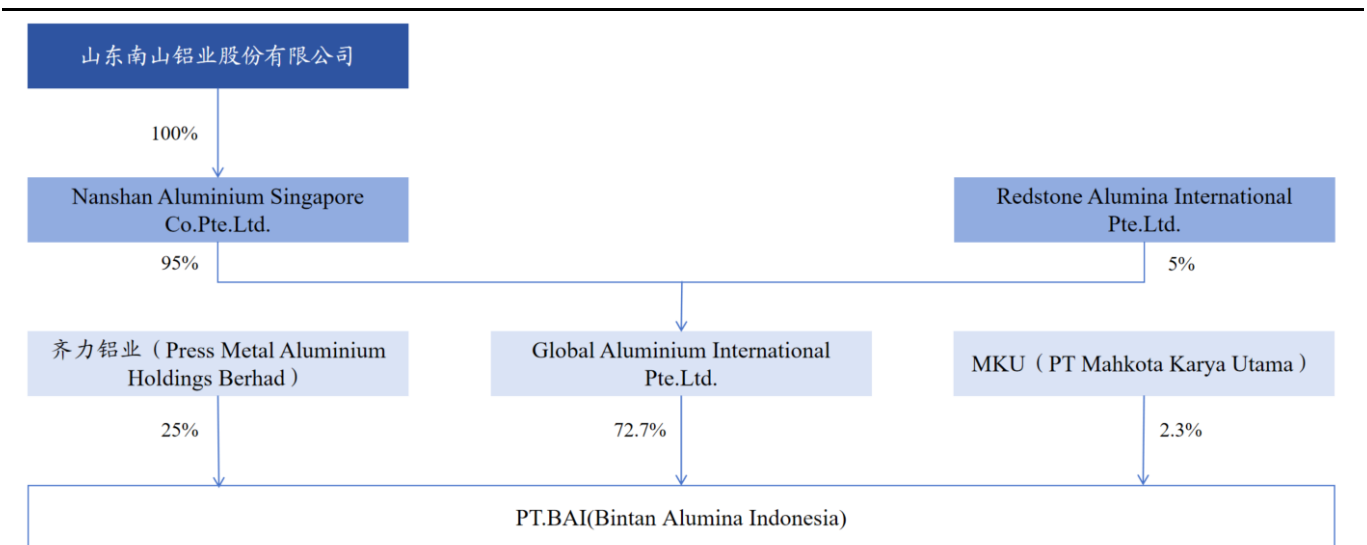
表1: 公司国内上游产品产能情况

产品	地区	状态	产能 (万吨)
氧化铝	国内	在产	140
		转让	33.6
电解铝	国内	在产	48
		小规模试产	10

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司携手当地战略投资者布局海外氧化铝产能, 增厚冶炼端利润。受限于我国铝土矿品级较低、储量供应较为紧缺的现状, 为进一步缓解上游资源端压力, 充分利用印度尼西亚丰富铝土矿资源及煤炭资源, 公司在印尼规划 200 万吨氧化铝项目, 并在当地享有 20 年税收优惠政策。2017 年, 公司通过配股募资由海外间接控股子公司 BAI 建设一期 100 万吨氧化铝项目, 并于 2021 年顺利投产; 2019 年, 公司引入齐力铝业、MKU 等战略投资者, 合作建设二期 100 万吨项目, 并于 2022 年完成建设并投产, 其中齐力铝业作为目前东南亚最大的铝工业企业, 其销售网络遍布英国、北美、澳大利亚、中国等地, 在 2020 年 11 月与项目公司 BAI 签署《氧化铝销售合同》, 并约定在十年间由 BAI 向齐力铝业提供氧化铝, 在确保稳定的下游客户同时加快了公司海外的销售布局。随着 2023 年 Q2 印尼二期 100 万吨氧化铝实现达产, 公司印尼氧化铝产量大幅提升, 2023 年公司印尼氧化铝实现产量约为 190 万吨, 我们预计 2024 年实现 200 万吨满产。

图 12: BAI 股权结构 (截至 2023 年 10 月)



数据来源: 《山东南山铝业股份有限公司关于分拆所附属子公司南山铝业国际控股有限公司至香港联交所上市的预案》, 东吴证券研究所

公司投资建设 25 万吨印尼电解铝产能，扩大海外上游产业链整体布局。2023 年，公司通过全资子公司出资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，公司预计该项目将于 2026 年内建成投产。

表2: 公司海外上游产品产能情况

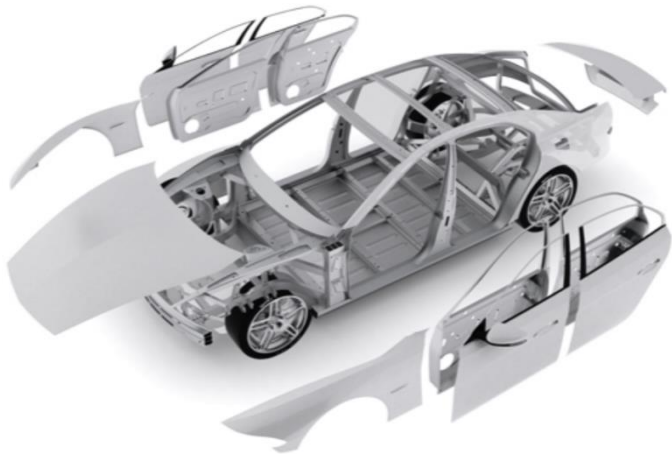
产品	地区	状态	产能(万吨)
氧化铝	印尼	在产	200
电解铝	印尼	在建	25
再生铝	国内	小规模试产	10

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.2. 抓住汽车轻量化浪潮, 公司汽车板业务迎高速发展期

公司作为 A 股首家批量供应四门两盖汽车铝板的生产商, 具备明显先发优势。公司自 2012 年开始布局汽车板业务, 成为首家打破国外竞争对手对汽车外板垄断性供货的企业, 截至 2023 年底, 公司已拥有铝制汽车板建成产能 20 万吨与 20 万吨在建产能, 我们预计该部分新建产能将于 2024 年内投产, 其国内主要竞争对手诺贝尔斯(中国)及神户制钢等外资企业。

图13: 汽车板产品示意图



数据来源: 神钢集团, 东吴证券研究所

图14: 公司汽车板合作车企



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司掌握汽车板核心专利具备高壁垒, 领先国内同行 2-3 年。汽车板主要生产材料为 5 系及 6 系合金, 其中 6 系铝合金汽车板在高温热处理时强度低、表面易擦伤、

温度敏感性高，具备较高的生产技艺壁垒，目前汽车板主要供应商以美国铝业（Alcoa）、奥肯铝业（Alusuisse）、加拿大铝业（Alcan）为主，南山铝业在国内率先完成相关车企 5 系内板、6 系外板材料及零部件认证等 8 项认证工作，为国内 A 股市场唯一可以批量生产汽车外板与内板的企业；此外汽车板行业具备长认证周期的特点，公司积极推动与特斯拉、一汽大众、沃尔沃、广汽新能源、北汽新能源、奥迪、戴姆勒、通用、宝马、日产、现代等国际主流汽车主机厂商的认证，现已领先国内同行 2-3 年。

公司 2023 年国内汽车板市占率约为 25%，将充分受益于汽车板需求量的快速增长。根据 SMM 数据披露，供给端，2020 年全球汽车板产能 390 万吨，中国产能占全球比重约 26.2%，但大多为老旧产能，整体开工率较低，2023 年中国汽车板产量约为 48.4 万吨，南山铝业市占率约为 25%；需求端，内燃机车平均铝化率 27.2% 左右，其中压延铝材占比在 13%-18%；新能源车平均铝化率在 33%，其中压延铝材占比预计 20%；参考北美汽车生产结构中汽车铝板占压延铝材占比约 40%-55%，压延铝材占整体汽车用铝约为 26% 的占比趋势，我们测算得出 2020 年中国汽车铝板需求量为 27.87 万吨（国内自给率为 66.7%），2023 年汽车板需求达 53.79 万吨，并在 2025 年需求量达到 76.36 万吨，2023-2025 年化增长率达 19.1%。考虑到汽车铝板具备高技术壁垒，以及产能投放周期较长，预计国内汽车铝板需求将常年维持供不应求的态势。

表3：中国汽车铝板市场测算

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
燃油车产量（万辆）	2317	2285	1940	2057	1811	1702
燃油车用铝（万吨）	284.9	301.8	279.9	311.2	290	284.3
压延铝材占比	16.0%	17.0%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%
压延铝材需求（万吨）	45.59	51.30	50.38	57.57	55.10	55.44
新能源车产量（万辆）	147	368	722	959	1,218	1,522
新能源车用铝（万吨）	25.4	68.5	142.1	202.5	274.1	360.8
压延铝材占比	20.0%	22.0%	24.0%	26.0%	27.0%	28.0%
压延铝材需求（万吨）	5.09	15.07	34.09	52.66	74.00	101.03
汽车用压延铝材（万吨）	50.7	66.4	84.5	110.2	129.1	156.5
汽车板需求（万吨）	<b>27.87</b>	<b>34.51</b>	<b>41.22</b>	<b>53.79</b>	<b>63.00</b>	<b>76.36</b>

数据来源：SMM，东吴证券研究所

### 2.3. 定位高端，公司切入动力电池箔领域

公司聚焦高端产品，现已成为国内动力电池铝箔核心供应商之一。动力电池箔领域减薄趋势明显，使用更薄的电池铝箔可以实现更高的能量密度，公司主要聚焦于 10-12  $\mu$  高端电池箔领域，行业供求关系更为良性，目前公司 2.1 万吨万吨高性能动力电池箔项目已达产，现已经进入宁德时代、中创新航、国轩高科、亿纬锂能等国内知名

电池企业的供应体系中。

**乘新能源汽车产业东风，动力电池箔下游需求旺盛。**动力电池箔主要用作锂电池正极集流体，有利于降低电池内部锂离子的电阻，提高电池效率，是锂电池生产的重要原材料。随着新能源汽车的渗透率不断提高，带动动力电池装机量同步提升，2022年全球新能源汽车销量达到 1082.4 万辆，同比增长 61.6%，全球动力电池装车量为 517.9GWh，同比增长 71.8%，根据力鼎产业研究网的预测，2025 年全球新能源车销量将达 2102 万辆，按照单 GWh 用量 400 吨计算，2025 年全球动力电池箔需求将达 52.1 万吨，2022-2025 年化增长达 36%。

表4: 全球动力电池箔需求量测算

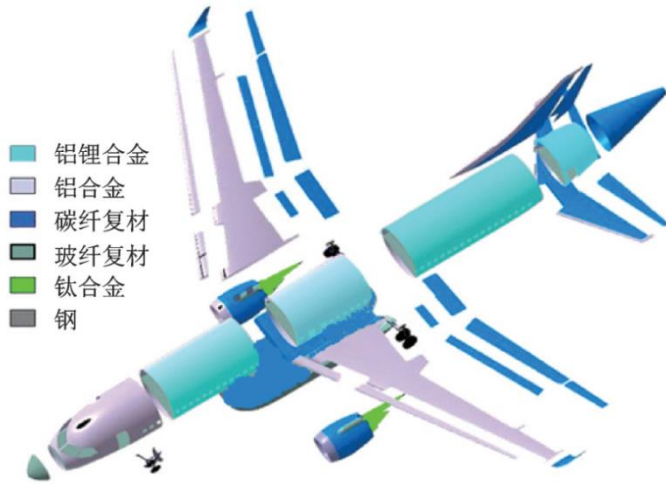
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量 (万辆)	319	670	1082	1450	1800	2102
全球动力电池装机量 (GWh)	136	297	518	749	1044	1303
单位装机量 (GWh/万辆)	0.43	0.44	0.48	0.52	0.58	0.62
每 GWh 需求量 (吨)	400	400	400	400	400	400
全球动力电池箔需求量 (万吨)	5.5	11.9	20.7	30.0	41.8	52.1

数据来源：艾媒咨询、力鼎产业研究网、EVTank、东吴证券研究所

#### 2.4. 打破技术壁垒，航空板国产替代进行时

**公司航空板核心技术打破垄断，国产化替代进行时。**航空铝材以高强度的 2 系铝合金和超高强度的 7 系铝合金为主，通过对主合金元素及微合金元素的含量及配比调整，至今已演化出 4 代商业化铝合金，由于我国先进铝合金材料研制起步较晚，我国商用飞机航空铝材长期以来依赖于以美国铝业、加拿大铝业为首的海外企业。南山铝业自 2016 年起承担了我国商飞 C919 大飞机用铝合金厚板产品的研发任务；2017 年中国商飞（C919 机型）对公司 7050-T7451 厚板合金的认证工作取得实质性进展；2021 年，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飞认证，标志着商用飞机航空铝材国产替代的正式实现。同时自 2017 年起，公司陆续通过空客、波音等知名航企认证，成为国内唯一一家同时为波音、空客、中商飞、中航工业等主机厂供货的航空板企业。截至 2023 年底，公司拥有航空板 5 万吨产能，我们预计公司 2023 全年航空板产量将达 1.5-1.8 万吨，预计后续随着全球航企从疫情扰动中进一步恢复，公司产量有进一步提升的空间。

图15: C919 全机材料使用示意图



数据来源:《大飞机引领先进材料发展》, 东吴证券研究所

图16: 公司航空板合作企业



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

航空用铝增长曲线清晰, 预计 2022 至 2026 年年均客机用铝需求量达 20.4 万吨并不断增长, 2037 至 2041 年年均客机用铝需求将攀升至 32 万吨。根据《中国商飞公司市场预测年报 (2022-2041)》中所测算的未来民航客机交付数据, 通过选取全球不同大小及不同机型的具有代表性的交付客机, 预估各个细分机型的空载质量, 参考我国客机平均铝化率为 70%, 则可测算得出在各个 5 年的交付周期中全球客机的铝使用量, 根据发布于中国有色金属报的《三大民机崛起, 铝材需求旺盛》一文中所提及的我国 ARJ21 飞机的铝制零部件质量占飞机净质量 25 吨的 75%, 约合 50 吨 (含铸件与锻件) 铝材的采购量, 可测算得出航空用铝的材料利用率约为 37.5%, 预计自 2022 年至 2041 年间依次 4 个 5 年交付周期中, 全球航空客机用铝量将达 102、116、135, 和 160 万吨, 其中 2022 至 2026 年年均客机用铝需求量达 20.4 万吨并不断增长, 2037 至 2041 年年均客机用铝需求将攀升至 32 万吨。

表5: 2022-2041 年全球各类型客机交付量预测

	代表机型	单架空载重量 (吨)	单机用铝 (吨)	2022-2026	2027-2031	2032-2036	2037-2041	共计
涡扇支线客机 (架)	小型	Dornier 328Jet	9	0	0	70	90	160
	中型	Embraer E175	22	173	127	92	92	484
	大型	COMAC ARJ21	25	572	714	1077	1360	3723
单通道喷气客机 (架)	小型	Airbus A318	39.9	657	537	461	437	2092
	中型	COMAC C919	45.7	3830	4425	5560	6772	20587
	大型	Tupolev TU-204	59	1800	1853	1863	2172	7688
双通道喷气客机 (架)	小型	Boeing 777-200LR	148	1137	1346	1491	1715	5689
	中型	Boeing 777-8	153	183	286	419	578	1466
	大型	Boeing 747-8	186	125	137	140	137	539
新增客机总和 (架)				42428				
材料利用率				37.50%				
2022-2026 年航空用铝 (万吨)				102				
2027-2031 年航空用铝 (万吨)				116				
2032-2036 年航空用铝 (万吨)				135				
2037-2041 年航空用铝 (万吨)				160				

数据来源: 中国商飞、百度百科、东吴证券研究所

### 3. 供给刚性约束, 新能源需求支撑铝价维持高位

供给端, 当下国内电解铝行业受到三重因素共同约束, 即产能瓶颈、铝锭流动量减少, 以及绿电省限电减产的常态化趋势, 我们认为从长期视角出发, 电解铝在供给端的刚性约束已成为支撑铝价上行的必要条件:

1) 双碳背景叠加供给侧改革, 电解铝产能逼近天花板。2017 年中国电解铝供给侧改革开始, 政府对新增产能的规模进行了严格的限制, 所有新增产能必须通过关闭旧有产能以实现等量或减量替换。截至 2024 年 1 月, 我国电解铝建成产能为 4734.9 万吨, 开工产能为 4207.8 万吨, 总产能逼近工信提案〔2018〕75 号文件中提及的 4500 万吨上限, 我们预计 2024 至 2025 年, 我国电解铝产能年化增量在 1.5%-2%之间, 总供给量未来增幅有限。根据百川盈孚, 预计 2024 年年内可新投产 125 万吨电解铝产能, 待复产产能 161 万吨。

表6: 2024年中国电解铝新投及待复产产能(万吨)

企业	新产能	新产能已投	待开工新产能	预期投产时间
贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	10	0	10	2024年三季度
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司	35			2024年末
内蒙古华云新材料有限公司	42	0	42	2024/3
中国铝业股份有限公司青海分公司	10			2024年末
新疆农六师铝业有限公司准东项目	55	0	20	2024年三季度
云南宏泰新型材料有限公司	53	0	53	2024年二季度
云南宏合新型材料有限公司	93	0		待定
新产能待投产总计(万吨)	298		125	
全年待复产产能(万吨)			161	

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

2) 铝水比例受政策驱动及市场效率鞭策不断提高, 可流通原铝铝锭以及交易所仓单大幅减少。近些年铝冶炼厂为了提升生产效率, 减少能源和原材料损耗, 根据《工业领域碳达峰实施方案》与《有色金属行业碳达峰实施方案》的政策指导, 明确要求到2025年, 铝水直接合金化比例提高到90%以上。据Mysteel调研, 截至2023年9月, 山东、重庆的铝水直接合金化比例已超90%。铝水比例的提高直接导致原铝铝锭的数量减少, 从而使得其在贸易环节的流动性大幅下降, 市场存在一定时间内供给不足的风险。

3) 我国电解铝产能向绿电省转移, 枯水期限电加大产量波动性。随着双碳目标的提出, 多地省份提出限制新增高能耗电解铝产能的政策要求, 电解铝产能从山东、河南等以煤电为主的省份向云南、广西等以绿电为主的省份转移。云南省的电解铝产能从2017年的158.5万吨增加到2023年的638万吨, 占全国建成产能的13.5%, 增幅高达303%。2021年-2023年, 因西南地区枯水期限电政策, 云南地区共计减产4次, 从长期视角出发, 绿电省枯水期限电的长期化将使得我国电解铝产量将难以触及4500万吨产能上限。

表7: 2021-2023年云南电解铝企业减产情况(万吨)

时间	建成产能	减产前开工产能	减产后开工产能	影响产能
2021年5月	443	391	230.5	160.5
2022年9月	600	528	404	124
2023年2月	638	404	336.8	67.2
2023年11月	638	571	458.5	112.5

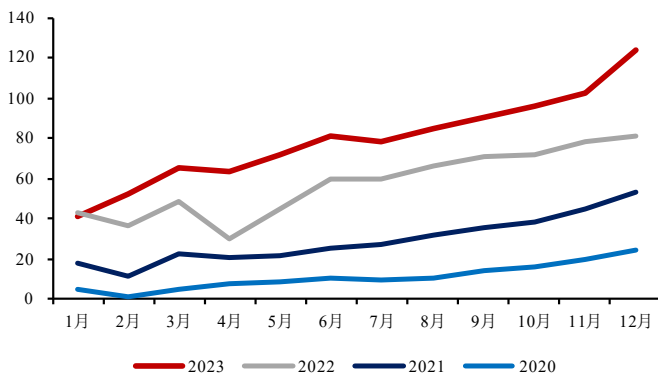
数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所



需求端，在“双碳”政策的引导下，新能源行业具备持续高增的潜力，我们测算2023年“光伏+新能源汽车”对铝需求体量占整体比重达到17.2%，预计2024年该需求比重将达到20.3%，以电车和光伏为首的新需求有望成为铝价在房地产弱周期中的稳步上涨的必要条件，电解铝在2024年将继续保持供需紧平衡的态势。

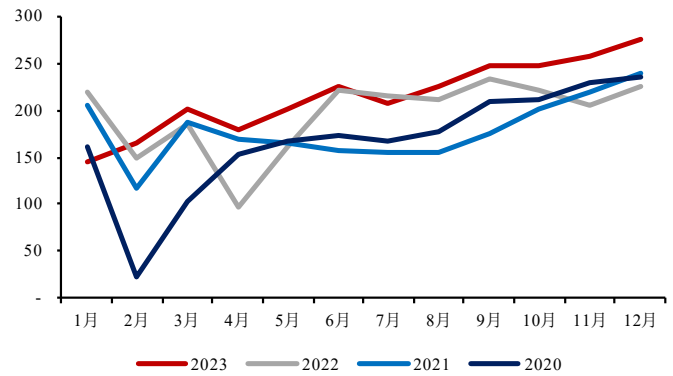
1) 汽车轻量化趋势以及电车普及率有望进一步提升，预测2024年新能源车用铝需求达274.1万吨。据中国汽车协会数据，2023年，中国燃油车产量2057.4万辆，同比增长6.1%；新能源汽车产量为959万辆，同比增长32.8%。我们认为受到政策端的进一步支持以及新能源汽车自身快速迭代所形成的竞争力，2024至2025年我国新能源汽车产量将进一步同比增长27%/25%，而燃油车产量将同比下降12%/6%，随着汽车用铝渗透率的进一步提升，预计2024年新能源车用铝需求达274.1万吨，整体汽车用铝需求达564万吨，分别同比增长35.4%/9.8%。

图17: 中国新能源汽车销量(万辆)



数据来源:《大飞机引领先进材料发展》，东吴证券研究所

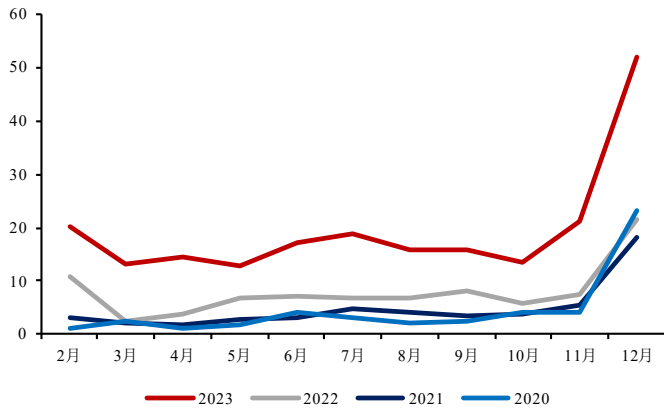
图18: 中国广义乘用车销量(万辆)



数据来源:公司公告,东吴证券研究所

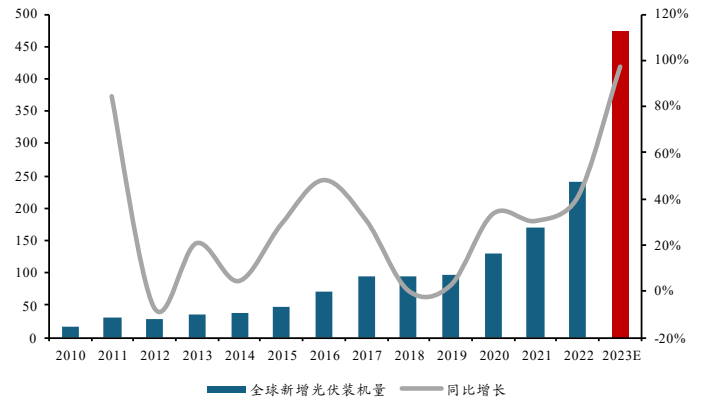
2) 中国光伏制造能力将配合全球需求进一步加快碳中和进程,预测2024年光伏用铝需求达603.51万吨。根据国家能源局,2023年我国新增光伏装机量达216GW,同比增长148.3%,预计全球装机量同样保持高增至417GW。我们认为当下中国光伏全产业链制造能力具备满足全球光伏需求快速增长的供给能力,随着碳中和进程的进一步加速,预计2024年全球光伏新增装机量达487GW,同比增长17%。

图19: 中国光伏新增装机量 (GW)



数据来源: Wind, 国家能源局, 东吴证券研究所

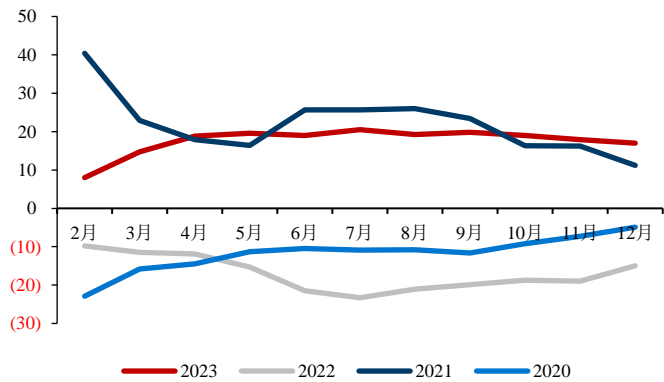
图20: 全球光伏新增装机量 (GW)



数据来源: Wind, 国家能源局, 东吴证券研究所

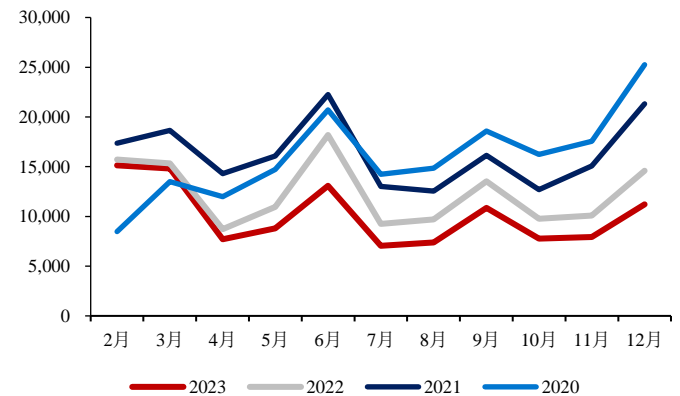
3) 房地产弱周期下, “保交楼” 政策为竣工用铝托底, 预计 2024 年建筑用铝需求达 993 万吨, 小幅下降 3.1%。回顾整个地产端在 2023 年的表现, 市场呈现出由需求导致的弱投资, 以及由政策托底的强竣工表现, 从竣工端角度, 2023 年疫情影响消退, 叠加 2022 年 11 月国家出台一系列 “保交楼、保民生” 政策托底市场, 截至 2023 年 12 月, 中国房屋竣工面积累计同比增长 17%, 我们认为多层次的政策刺激对需求端的影响会逐步体现, 预测 2024 年整体地产端用铝 993.0 万吨, 同比下降 3.1%。

图21: 中国房屋竣工面积累计同比 (%)



数据来源: Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图22: 中国房地产开发投资完成额 (亿元)



数据来源: Wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

为增强投资者回报，推进公司质量、价值双增长，公司推出一系列股东回报方案 1) 计划 2024-2026 年，每年以不低于 3 亿元且不超过 6 亿元人民币自有资金回购股份并注销；2) 计划 2023 年度分红（不含回购）比例为当年归母净利润的 40.44%（上一年为 13.32%），按照 2024 年 3 月 28 日股价计算股息率为 3.56%。我们认为公司持续回购注销以及大幅提高分红比例的举措增强了投资的确定性。

基于宏观经济状况及公司自身经营情况，我们对未来公司细分业务以及电解铝价格做出核心假设：

细分业务产量：1) 汽车板业务：随着公司 2024 年新增 20 万吨产能释放，以及公司对下游整车厂商的认证进度接近尾声，预计公司 2024、2025、2026 年汽车板销量达 13 至 15 万吨、17 至 20 万吨、22 至 24 万吨；2) 航空板业务：随着全球航空业复苏以及国产大飞机的进一步放量，预计公司 2024、2025、2026 年航空板销量达 1.6 至 1.8 万吨、2 至 2.2 万吨、2.4 至 2.6 万吨；3) 动力电池箔：随着公司对客群的调整趋于尾声，以及新能源汽车的渗透率进一步提升，预计公司 2024、2025、2026 年动力电池箔销量达 1.2 万吨、1.4 万吨、1.5 万吨；4) 罐体罐料业务：随着公司将海外销售中心从欧洲调整至铝需求更为旺盛的东南亚地区，预计公司 2024、2025、2026 年罐体罐料销售量保持稳定，维持 60 万吨的产销预期。

电解铝价格：从宏观层面，我们认为目前美联储在 2024 年降息的概率较高，从相对资产的角度出发，铝价受到美元压制的态势将有所减弱；从供需层面，2024 至 2026 年中国电解铝产量增速预计为 1.7%、1.5%、1%，在中性测算下 2024 至 2026 年中国原铝需求增速预计为 1.6%、1.8%、2.2%，我们认为在“保交楼、稳增长”的政策目标下，房地产竣工面积与国内光伏新增装机需求存在短期超预期的可能性，我们预计 2024-2026 年含税铝价均值为 19,800/20,200/20,500 元/吨。

表8：公司主要业务板块营收及毛利拆分（亿元）

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
印尼氧化铝	营业收入	31.83	48.00	52.00	52.00	52.00
	毛利	8.480	14.535	15.300	15.300	15.300
	毛利率	28.3%	30.3%	29.4%	29.4%	29.4%
高端铝加工产品 (汽车板、航空板、动力电池箔)	营业收入	47.97	44.35	61.32	81.04	97.22
	毛利	13.64	12.65	17.53	24.11	29.49
	毛利率	21.6%	30.0%	32.2%	38.7%	43.1%
中端铝加工产品 (罐体罐料、包装箔、铝型材)	营业收入	240.76	167.69	199.19	202.16	204.40
	毛利	49.54	29.45	38.16	39.46	39.93
	毛利率	20.6%	17.6%	19.2%	19.5%	19.5%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

根据公司自身经营策略，主要业务板块可分为高端铝加工、中端铝加工产品，以及上游电解铝及氧化铝产品。诺德股份、华峰铝业在高端有色加工业务板块和公司业

务相近；亚太科技、豪美新材在中端有色加工板块和公司业务相近；中国铝业和天山铝业在电解铝上游端和公司业务较为相近，故选择这六家有色金属加工企业为可比公司。

我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 338.57/367.22/385.33 亿元，同比增速分别为 17.38%/8.46%/4.93%；实现归属母公司股东净利润分别为 39.33/42.20/45.69 亿元，同比增速分别为 13.20%/7.30%/8.27%。对应 2024-2026 年的 PE 分别为 10.03/9.35/8.64 倍，低于可比公司估值均值，考虑公司未来高端铝加工品产品放量在即、海外铝产业链布局较为清晰、业绩确定性较高，且公司估值较低，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表9：可比公司估值（2024年3月28日）

行业定位	证券简称	股票代码	股价 (元/股)	PE			EPS (元/股)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
高端有色加工	诺德股份	600110.SH	4.57	34	25	19	0.14	0.19	0.25
	华峰铝业	601702.SH	19.04	19	15	13	0.92	1.18	1.39
	均值			27	20	16	0.53	0.69	0.82
中端有色加工	亚太科技	002540.SZ	5.82	12	10	8	0.48	0.60	0.73
	豪美新材	002988.SZ	18.95	33	21	16	0.73	0.97	1.25
	均值			22	15	12	0.61	0.79	0.99
氧化铝及电解铝	中国铝业	601600.sz	7.11	18	14	12	0.41	0.51	0.61
	天山铝业	002532.sz	6.39	12	9	7	0.53	0.70	0.82
	均值			15	11	10	0.47	0.61	0.72
	南山铝业	600219.SH	3.37	11	10	9	0.30	0.33	0.35

数据来源：Wind，可比公司估值来自 Wind 一致预期，其他由东吴证券研究所测算

## 5. 风险提示

### 1) 下游需求不及预期导致铝价下跌风险

铝的下游消费主要为房地产、电力和交通。地产端，在“保交楼”的政策下，2023 年竣工端增速较快，但新开工数据依旧大幅同比下降，若后续地产竣工端疲软则对用铝需求影响较大；电力端，光伏为主要用铝增长方向，若因经济衰退导致光伏组件需求量降低，则对用铝需求影响较大；交通端看来，新能源汽车为主要汽车用铝需求增长方向，若后续因政策变动导致新能源汽车增长放缓，则对用铝需求影响较大。

### 2) 公司汽车板新增 20 万吨产能达产进度不及预期风险

公司 2024 至 2026 年业绩增长的重要原因之一为公司汽车板新增的 20 万吨产能预期将于 2024 年年内投产，若公司该部分产能未能按时投产，将对公司整体业绩产生较大影响。

### 3) 美元持续走强风险

铝作为大宗商品具备一定的金融属性，美元若持续走强将对铝价形成压制作用。

## 南山铝业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>39,926</b>	<b>43,798</b>	<b>48,104</b>	<b>53,911</b>	<b>营业总收入</b>	<b>28,844</b>	<b>33,857</b>	<b>36,722</b>	<b>38,533</b>
货币资金及交易性金融资产	26,388	29,270	32,427	37,339	营业成本(含金融类)	22,977	26,539	28,615	29,854
经营性应收款项	5,895	6,346	6,914	7,335	税金及附加	237	279	294	314
存货	6,272	6,995	7,485	7,886	销售费用	264	311	327	350
合同资产	0	0	0	0	管理费用	858	980	1,054	1,123
其他流动资产	1,371	1,188	1,279	1,351	研发费用	1,273	1,518	1,610	1,706
<b>非流动资产</b>	<b>28,889</b>	<b>30,257</b>	<b>31,355</b>	<b>31,338</b>	财务费用	(100)	0	0	0
长期股权投资	672	758	847	938	加:其他收益	339	199	249	314
固定资产及使用权资产	24,447	26,245	27,245	27,171	投资净收益	70	87	102	100
在建工程	683	144	127	66	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,379	2,402	2,427	2,454	减值损失	(132)	(10)	15	51
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	756	318	5	5
长期待摊费用	34	34	34	34	<b>营业利润</b>	<b>4,368</b>	<b>4,822</b>	<b>5,194</b>	<b>5,656</b>
其他非流动资产	675	675	675	675	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>68,815</b>	<b>74,056</b>	<b>79,459</b>	<b>85,249</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,368</b>	<b>4,823</b>	<b>5,195</b>	<b>5,657</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,112</b>	<b>14,885</b>	<b>15,513</b>	<b>16,118</b>	减:所得税	366	415	421	473
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,636	7,983	8,093	8,295	<b>净利润</b>	<b>4,003</b>	<b>4,408</b>	<b>4,775</b>	<b>5,184</b>
经营性应付款项	4,499	4,677	5,083	5,393	减:少数股东损益	529	476	555	616
合同负债	247	292	310	329	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,474</b>	<b>3,933</b>	<b>4,220</b>	<b>4,569</b>
其他流动负债	1,731	1,932	2,027	2,102	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.30	0.34	0.36	0.39
非流动负债	675	675	675	675	EBIT	3,503	4,823	5,195	5,657
长期借款	29	29	29	29	EBITDA	5,848	6,127	6,434	6,985
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.34	21.61	22.08	22.52
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	12.04	11.62	11.49	11.86
其他非流动负债	635	635	635	635	收入增长率(%)	(17.47)	17.38	8.46	4.93
<b>负债合计</b>	<b>14,787</b>	<b>15,560</b>	<b>16,188</b>	<b>16,794</b>	归母净利润增长率(%)	(1.18)	13.20	7.30	8.27
归属母公司股东权益	48,344	52,336	56,556	61,125					
少数股东权益	5,684	6,160	6,714	7,330					
<b>所有者权益合计</b>	<b>54,028</b>	<b>58,496</b>	<b>63,271</b>	<b>68,455</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>68,815</b>	<b>74,056</b>	<b>79,459</b>	<b>85,249</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,230	4,752	5,258	5,866	每股净资产(元)	4.13	4.47	4.83	5.22
投资活动现金流	1,307	(2,277)	(2,212)	(1,155)	最新发行在外股份(百万股)	11,709	11,709	11,709	11,709
筹资活动现金流	(2,588)	307	111	201	ROIC(%)	5.38	6.88	6.92	7.00
现金净增加额	3,049	2,882	3,157	4,913	ROE-摊薄(%)	7.19	7.51	7.46	7.47
折旧和摊销	2,346	1,304	1,239	1,328	资产负债率(%)	21.49	21.01	20.37	19.70
资本开支	262	(2,278)	(2,225)	(1,163)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.36	10.03	9.35	8.64
营运资本变动	(1,677)	(565)	(631)	(490)	P/B(现价)	0.82	0.75	0.70	0.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>