

南山铝业 (600219.SH)

聚焦上游资源及精深加工，产业链纵向一体化的高端铝材龙头

核心看点：电解铝纵向一体化、汽车&航空铝板精深加工奠定公司长期成长基调。

①“碳中和”长期路径下，电解铝行业盈利中枢抬升面临确定性机遇；公司布局电解铝纵向一体化，从电源端、氧化铝、预焙阳极到电解铝生产一体化自给，不仅具备更强的抵御周期波动风险，更能收获广阔利润空间及强劲现金流，支撑高端产品研发；②向前看，公司上游资源端布局印尼宾坦氧化铝开发项目，不仅保障海外质优价廉资源供给，更为海外潜在铝业务构筑发展平台，为更长期战略发展作储备；③下游聚焦汽车板、航空铝板领域研发及产业化发展，在持续得到海内外客户认可的条件下，公司高端产品即将从研发转入放量阶段。我们认为，电解铝中期高价为公司带来高盈利基础，印尼氧化铝项目再添盈利增长极，高端铝材步入产品放量收获期，为公司盈利中枢带来长期提升。

印尼宾坦氧化铝项目保障质优价廉资源供给，同时为印尼铝业务拓展构筑发展平台：

印尼宾坦氧化铝项目建成后将具备200万吨氧化铝产能；除满足周边市场需求外，将保障本部的质优价廉原材料供给。另外，依托氧化铝项目建设，逐步增强电力等基础保障，为更进一步印尼铝业务构筑发展平台。

高端产线改扩建年内落地，高附加值产品即将放量：1) 公司持续加码高端产品研发投入，建立起业内领先的技术优势；三大高附加值产品生产线即将于2021年落地，高端产品放量在即。2) 汽车板：空间广阔、客户优质、技术领先。汽车轻量化趋势加大单车用铝量，预计2030年纯电动车单车用铝量将达283.5kg；公司汽车板技术业内领先，是国内外龙头客户重要供应商之一，10万吨汽车板改扩建年内完成，期待后续放量；3) 航空航天版块：与中国商飞、空客、波音等海内外知名公司达成合作协议，产品质量获得客户认可且有望持续开拓。4) 铝箔：2.1万吨高端铝箔产能即将建成。公司是国内最早大批量生产12μm双面光动力电池箔的企业，10μm超薄电池箔向宁德时代、国轩高科等一线电池箔客户批量供货，产品世界领先。

投资建议：我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为30.68、37.88、44.80亿元，对应PE分别为15.2、12.3、10.4倍。我们认为，公司高端化转型即将完成，持续加码研发将使公司长期保持行业领跑姿势，利润增长模式将开启新篇章。与传统电解铝公司相比，公司终端产品所处赛道更具竞争力与市场壁垒，客户具有长期粘性且未来市场增量空间广阔，从业绩成长空间角度上，我们认为公司2021年合理PE应在22倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：全球宏观经济波动风险；航天板材终端消费不及预期风险；产品研发成果转化不及预期风险，海外业务开拓风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,509	22,299	30,363	33,698	34,613
增长率 yoy (%)	6.4	3.7	36.2	11.0	2.7
归母净利润(百万元)	1,623	2,049	3,068	3,788	4,480
增长率 yoy (%)	12.8	26.3	49.7	23.5	18.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.14	0.17	0.26	0.32	0.37
净资产收益率 (%)	4.2	5.0	7.3	8.3	9.0
P/E (倍)	28.7	22.7	15.2	12.3	10.4
P/B (倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年5月17日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	工业金属
5月17日收盘价(元)	4.19
总市值(百万元)	50,072.52
总股本(百万股)	11,950.48
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	183.59

股价走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号：S0680521030003

邮箱：wangqi@gszq.com

研究助理 刘思蒙

邮箱：liusimeng@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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22724	23125	23852	20726	28081
现金	10346	13227	7718	8318	11098
应收票据及应收账款	2766	3647	5085	4606	5348
其他应收款	260	300	462	384	485
预付账款	688	934	790	1185	909
存货	5118	4624	9403	5840	9849
其他流动资产	3546	392	392	392	392
非流动资产	32036	32887	42318	44181	42671
长期投资	389	437	531	626	722
固定资产	24598	23192	32068	34696	34136
无形资产	2409	2315	2423	2404	2362
其他非流动资产	4641	6942	7296	6454	5450
资产总计	54759	56012	66170	64907	70753
流动负债	10941	10668	17655	12933	14774
短期借款	4864	5073	8306	5979	5073
应付票据及应付账款	3626	3575	6303	4577	6590
其他流动负债	2451	2020	3047	2376	3111
非流动负债	2270	1057	1461	1345	1025
长期借款	1665	427	831	715	395
其他非流动负债	605	630	630	630	630
负债合计	13211	11725	19116	14277	15799
少数股东权益	2240	3902	4258	4688	5158
股本	11950	11950	11950	11950	11950
资本公积	16525	16525	16525	16525	16525
留存收益	10681	12133	14317	16989	20182
归属母公司股东权益	39309	40385	42796	45942	49795
负债和股东权益	54759	56012	66170	64907	70753

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3792	5883	3080	8443	6145
净利润	1736	2221	3424	4219	4950
折旧摊销	2042	2132	2073	2542	2787
财务费用	269	134	369	508	354
投资损失	-176	-107	-115	-132	-119
营运资金变动	424	364	-2670	1306	-1827
其他经营现金流	-503	1139	0	0	0
投资活动现金流	-457	-356	-11388	-4273	-1158
资本支出	2685	2846	9337	1768	-1605
长期投资	0	2430	-94	-95	-96
其他投资现金流	2228	4920	-2145	-2600	-2860
筹资活动现金流	-639	-1402	-881	-1016	-1301
短期借款	923	209	-447	228	-3
长期借款	-750	-1239	405	-117	-320
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-813	-373	-838	-1128	-978
现金净增加额	2723	4001	-9189	3154	3686

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21509	22299	30363	33698	34613
营业成本	16883	17010	23331	25698	26378
营业税金及附加	220	240	369	384	385
营业费用	887	259	272	285	300
管理费用	650	724	746	768	783
研发费用	843	1481	1407	1266	760
财务费用	269	134	369	508	354
资产减值损失	-3	-2	0	0	0
其他收益	57	71	0	0	0
公允价值变动收益	9	-9	0	0	0
投资净收益	176	107	115	132	119
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	1984	2601	3985	4920	5771
营业外收入	24	27	23	25	25
营业外支出	7	22	14	14	14
利润总额	2002	2606	3994	4931	5782
所得税	265	385	570	712	832
净利润	1736	2221	3424	4219	4950
少数股东损益	114	172	356	430	470
归属母公司净利润	1623	2049	3068	3788	4480
EBITDA	4137	4677	6178	7690	8627
EPS (元/股)	0.14	0.17	0.26	0.32	0.37

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	6.4	3.7	36.2	11.0	2.7
营业利润 (%)	9.1	31.1	53.2	23.5	17.2
归属母公司净利润 (%)	12.8	26.3	49.7	23.5	18.2
获利能力					
毛利率 (%)	21.5	23.7	23.2	23.7	23.8
净利率 (%)	7.5	9.2	10.1	11.2	12.9
ROE (%)	4.2	5.0	7.3	8.3	9.0
ROIC (%)	3.8	4.7	6.7	8.2	8.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.1	20.9	28.9	22.0	22.3
净负债比率 (%)	-5.5	-16.0	4.8	-1.5	-8.7
流动比率	2.1	2.2	1.4	1.6	1.9
速动比率	1.4	1.6	0.8	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.7	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.14	0.17	0.26	0.32	0.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.32	0.49	0.26	0.71	0.51
每股净资产 (最新摊薄)	3.29	3.38	3.58	3.84	4.17
估值比率					
P/E	28.7	22.7	15.2	12.3	10.4
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.7	9.3	8.6	6.6	5.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 17 日收盘价

内容目录

一、南山铝业：全产业链纵向一体化的全球高端铝材龙头	5
1.1 全球布局+一体化建设，重点发力上游资源与下游精深加工	5
1.2 产能配套的全产业链布局	7
1.3 公司经营数据持续向好，后期加速业绩释放	8
二、电解铝有望中长期高盈利，公司业绩稳步增长可期	12
2.1 电解铝中长期内或持续处于高价，公司将持续受益	12
2.2 一体化电解铝产业链，盈利端弹性大于成本端	15
三、宾坦氧化铝项目开拓海外市场，保障质优价廉资源供给	16
3.1 我国铝土矿量少质低，进口依存度高，海外资源开发是行业重要方向	16
3.2 印尼宾坦项目开拓海外市场，稳定资源供给	18
四、持续加码研发，汽车板等高端产品即将放量	20
4.1 高端研发加码投入，构建公司发展潜能	20
4.2 汽车板：高增长驱动产能扩张，高壁垒增强客户粘性	22
4.3 航空航天版块——航天板：国内获中国商飞加持，产品品质获海外客户认可	26
4.4 航空航天版块——锻件：供货赛峰罗罗，产能持续释放	28
4.5 工业型材：6005A 系合金给轨道交通业务带来增量空间	28
4.6 铝箔：乘用车铝箔需求持续抬升，加码动力电池铝箔	29
五、盈利预测及投资建议	30
5.1 盈利预测假设	30
5.2 投资建议	32
风险提示	32

图表目录

图表 1: 南山集团为公司在山东地区发展提供良好产业生态	5
图表 2: 南山铝业逐步搭建完善自身铝产业一体化布局	6
图表 3: 南山集团为南山铝业实控股东	6
图表 4: 南山铝业打造铝产线链式布局	7
图表 5: 公司上游供给可满足电解铝需求，下游加工需外购部分电解铝	8
图表 6: 南山铝业部分罐体、罐盖料产品	8
图表 7: 公司已经为中粮、奥瑞金等大型制罐企业供货	8
图表 8: 公司营业收入逐年增长（亿元）	9
图表 9: 2020 年公司归母净利润同比大幅增长 26.3%（亿元）	9
图表 10: 公司冷轧业务收入约占公司营收的 50%（%）	9
图表 11: 公司毛利占比中，冷轧卷/板占比过半（%）	9
图表 12: 南山铝业毛利率远高于同行业	10
图表 13: 公司主要外销产品中，冷轧卷保持高位毛利率	10
图表 14: 公司期间费用率高于同行	10
图表 15: 公司期间费用率逐步上行	10
图表 16: 公司资产负债率远低于行业平均（%）	11
图表 17: 公司经营性净现金流持续提升，2020 年为 58.83 亿元（百万元）	11
图表 18: 公司国内营收占比先降后升	11
图表 19: 海外市场的产品毛利率高于国内市场	11
图表 20: 公司产品的产能利用率总体偏高（%）	12

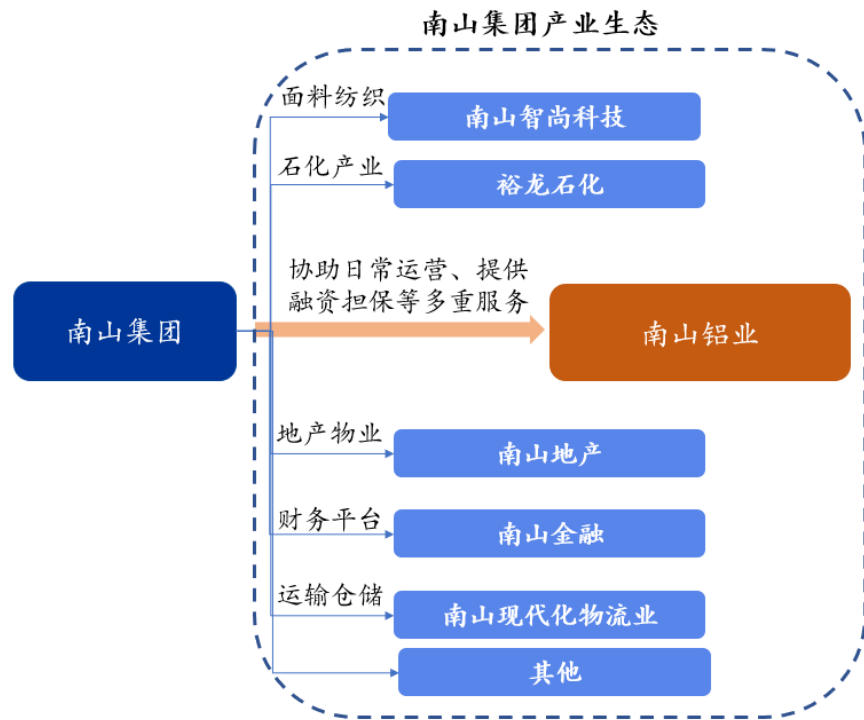
图表 21: 2020 年后国有与民营新投产产能占比较为接近, 民营待投产产能头部化.....	13
图表 22: 国内铝社会库存处于近三年低位, 且持续去化 (万吨)	14
图表 23: 预计 2021 年电解铝市场供需持续改善.....	14
图表 24: 电解铝供需有望长期改善, 行业利润高位具备可持续性.....	15
图表 25: 氧化铝、电力和预焙阳极成本组成电解铝的主要成本 (%)	16
图表 26: 我国高品位矿数量极少, 铝硅比值大于 9 的仅有 15 个 (个)	17
图表 27: 我国铝土矿铝硅比主要集中于 4~6.....	17
图表 28: 我国铝矾土进口量持续增加 (万吨)	18
图表 29: 铝矾土进口量占表观消费量比重持续提升 (万吨)	18
图表 30: 印尼宾坦一期预计于 2021 年一季度, 二期于 2022 年投产	18
图表 31: 印尼宾坦项目现场.....	19
图表 32: 项目电厂#1 机组正式发电	19
图表 33: 自备电力、港口等基础设施, 降低生产成本	19
图表 34: 齐力铝业、MKU 将助力公司产品销售和原材料采购.....	20
图表 35: 南山铝业是控股股东, 合作方齐力铝业海外有多处销售基地, Santony 先生是印尼最大的私营铝土矿矿主之一.....	20
图表 36: 公司研发支出远高于行业平均 (亿元)	21
图表 37: 研发人员数量占比持续提升.....	21
图表 38: 公司在汽车板、航空航天、电解铝环保领域持续进行技术攻关.....	21
图表 39: 南山铝业高端产品线扩建/技改项目, 将于 2021, 2022 年集中落地 (亿元)	22
图表 40: 预计 2025 年、2030 年汽车用铝量将有大幅提升, 新能源汽车将是提升最大、单车用铝量最多的车型 (万辆)	23
图表 41: 预计 2030 年纯电动车单车带铝量为 283.5kg, 单车用铝渗透率将达 56%.....	23
图表 42: 底盘、电池系统、轮毂、车门开闭件将是最大用铝部分 (kg)	24
图表 43: 汽车部分重点用铝部件	24
图表 44: 南山铝业汽车板历经五年发展已经打入十余家厂商供货体系, 未来将努力成为一流供应商.....	24
图表 45: 公司深度绑定下游优质客户	25
图表 46: 中国境内现有汽车板产能约 121 万吨.....	25
图表 47: 公司汽车板产量逐年提升, 预计 2023 年满产达 16 万吨 (万吨, 考虑 20%的损耗率)	26
图表 48: 南山铝业资产规模远高于铝加工行业平均水平 (亿元)	27
图表 49: 飞机用铝合金示意图.....	27
图表 50: 南山铝业供货空客、波音、中商飞等	27
图表 51: 公司锻件供货赛峰、罗罗等海外高端客户	28
图表 52: 公司获国际船级社认证	29
图表 53: 宁德时代、比亚迪等主要客户需求量大	30
图表 54: 南山铝业生产包装箔、电池箔、容器箔等铝箔产品	30
图表 55: 公司为宁德时代、国轩高科等一线产商供货动力电池箔.....	30
图表 56: 公司主营业务拆分及预测.....	31
图表 57: 可比公司估值表	32

一、南山铝业：全产业链纵向一体化的全球高端铝材龙头

1.1 全球布局+一体化建设，重点发力上游资源与下游精深加工

公司是南山集团旗下铝产业链上市平台，亦为南山集团核心资产。公司前身为南山实业，在 2006 年南山集团将旗下铝产业资产注入后正式命名为南山铝业。随后公司以铝产业建设为发展方向，通过铝材加工产能扩建及集团资产注入，在山东龙口 45 平方公里范围内形成电力-氧化铝-原铝-铝材于一体的完整铝产业链，并成为南山集团铝产业上市平台，2020 年公司营收已占南山集团总收入 45.6%。南山集团为龙口市核心企业，烟台市百强企业之首，旗下产业涵盖纺织、石化、地产、金融等多重领域，为公司在当地发展提供良好环境基础与产业协助。

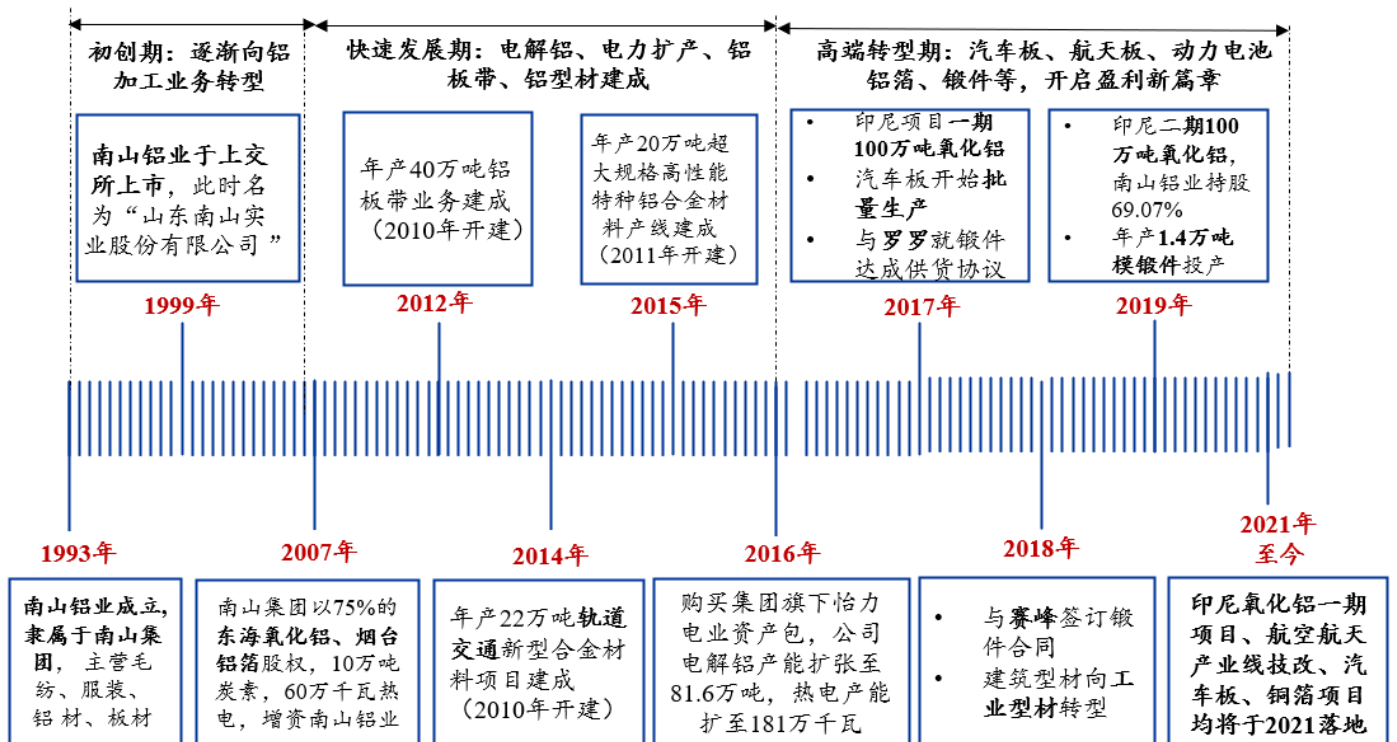
图表 1: 南山集团为公司在山东地区发展提供良好产业生态



资料来源：南山集团官网，国盛证券研究所整理

公司发展历经三重阶段，不断发力构建铝产品链式产线。公司 1993 年成立并命名为南山实业，起初以毛纺、服装、铝材为主营，随后于 1999 年上市。2007 年南山集团通过非公开发行方式向公司注入上游氧化铝及配套产线股权，公司确立以打造一条化铝材为长期发展方向并改名为南山铝业。2012 年以来，公司先后建设铝板带箔、铝型材、铝合金材等产线，并进一步购买集团旗下怡力电业配套电解铝资产，国内一体化链式产线基本形成。2017 年公司开拓海外市场，在印尼扩建宾坦南山工业园，开启建设总规划 200 万吨氧化铝项目，进一步扩增产业链规模。目前公司已实现上游资源供给稳定，下游铝材深加工技术领先的产业领先地位。

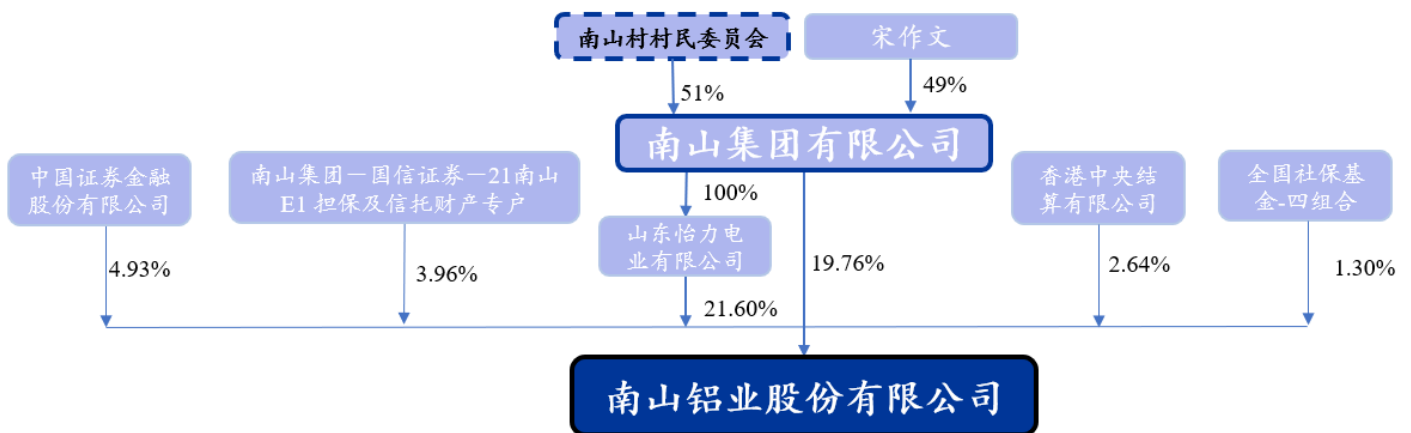
图表2: 南山铝业逐步搭建完善自身铝产业一体化布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司实控人为南山村民委员会, 控股股东为南山集团有限公司, 南山集团直接及间接持有公司股权比例为 41.36%。南山铝业多年连续入选中国企业 500 强排行榜, 2019 年南山铝业以营收 215.09 亿元排名《财富》中国 500 强排行榜 414 位。公司控股股东南山集团有限公司成立于 1992 年, 法定代表人为宋作文。南山集团是村企合一的集体企业, 公司现已发展成一家以铝深加工为主, 纺织、电力、房地产、旅游、金融、教育为辅的大型集团企业, 是“山东省特级信用企业”、国家级“文明单位”, 并于 2020 年 9 月入选“2020 年国家技术创新示范企业”名单。

图表3: 南山集团为南山铝业实控股东

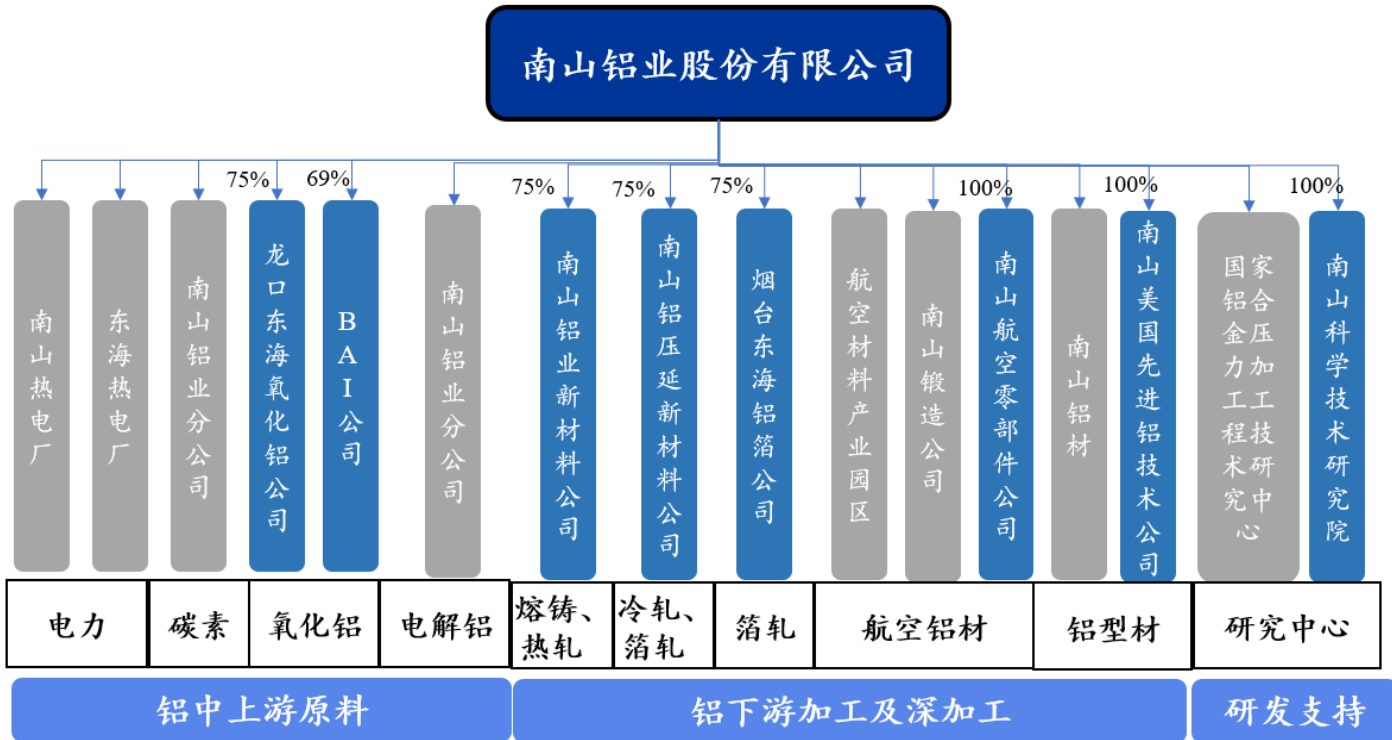


资料来源: wind, 国盛证券研究所, 日期截至 2021 年 5 月 8 日

1.2 产能配套的全产业链布局

公司具备“上游冶炼、中游电解、下游加工、技术研发”的全产业链布局。公司终端产品以各类铝材为主，按加工工艺涵盖铝板带箔、挤压型材、压延材、锻造件及大型机械深加工结构件。产品覆盖航空航天、轨道交通、汽车船舶、能源石化等领域。产品主要销往国内市场，海外市场份额平稳提升，2020年海外收入占比36.8%。未来公司将围绕“创新驱动、高端制造、精深加工”战略，继续向高端产品转型，发展铝深加工，同时积极推进海外市场扩张，完善全球布局。

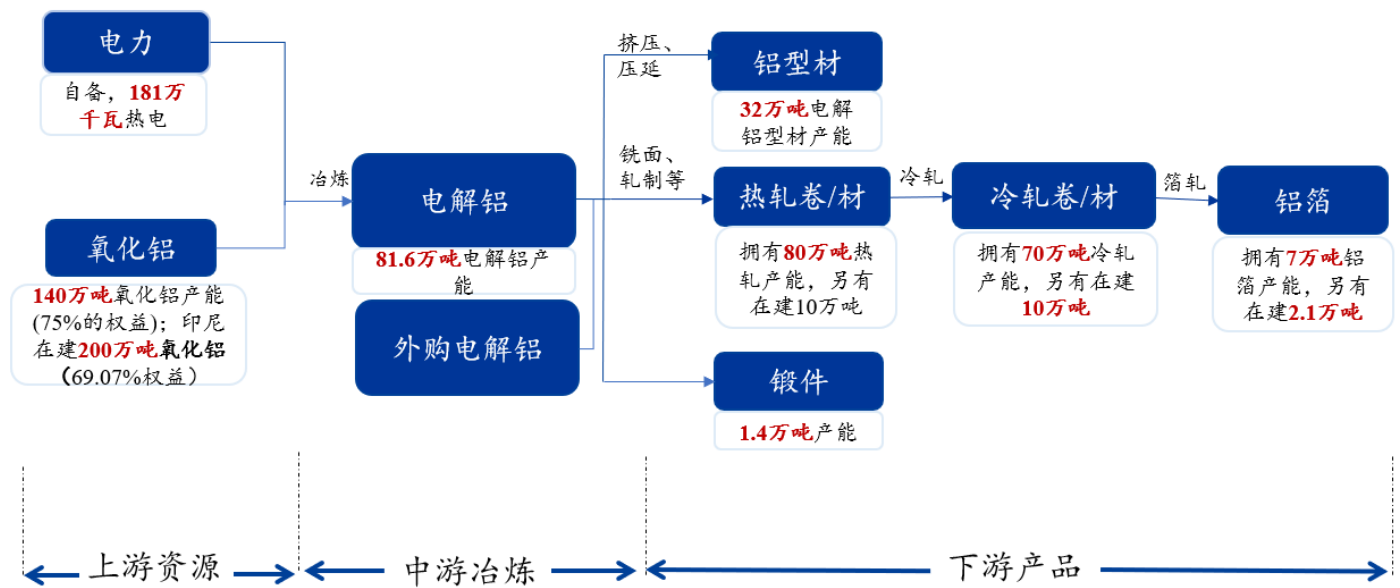
图表4：南山铝业打造铝产业链式布局



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：蓝色为公司子公司，灰色为公司分公司

公司上游资源供给可满足现有电解铝产能需求，下游铝加工采用电解铝原料需部分外购。公司上游资源布局中，具备181万千瓦电厂以及国内氧化铝产能140万吨产能，基本满足中游电解铝81.6万吨产能需求。公司当前下游三类铝材产能合计约120万吨（不重复计算冷轧产能、不考虑未建成产能），需外购部分电解铝以满足下游产销需求。

图表5: 公司上游供给可满足电解铝需求, 下游加工需外购部分电解铝



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

罐体、罐盖料: 公司为国内罐料龙头供应商。公司的铝罐料产品主要由龙口南山铝压延新材料有限公司生产, 产品定位主要以包装材料为主, 产品覆盖铝易拉罐体、罐盖料、拉环料, 食品罐及各种异型容器罐用带材。下游客户包括中粮、奥瑞金、宝钢、皇冠、昇兴、波尔等国内大型制罐企业。强大的客户服务能力是公司区别于竞争对手的竞争优势。公司可24小时内及时响应客户需求, 并正在加大研发力度推行罐料减薄, 为客户在罐盖料一环再降成本, 同时不断进行新品开发, 满足客户的定制化需求。

图表6: 南山铝业部分罐体、罐盖料产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表7: 公司已经为中粮、奥瑞金等大型制罐企业供货



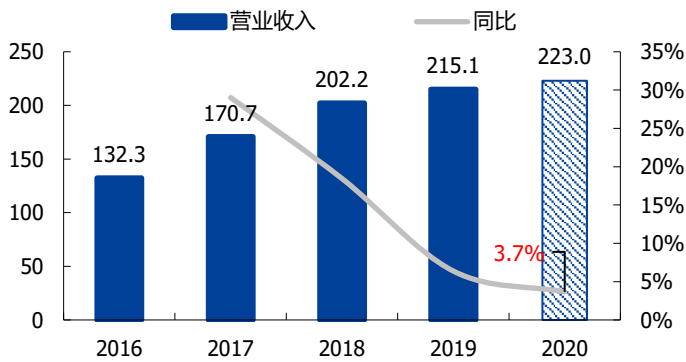
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.3 公司经营数据持续向好, 后期加速业绩释放

全产业链纵向一体化具备高利润空间优势, 高端品放量、占比提升支撑业绩持续抬升: 2016-2020年公司营业收入持续平稳增长, 2020年同比增长3.7%达223.0亿元, 同期归母净利润同比大幅增长26.3%至20.5亿元, 归母净利润大增的原因主要系电解铝环

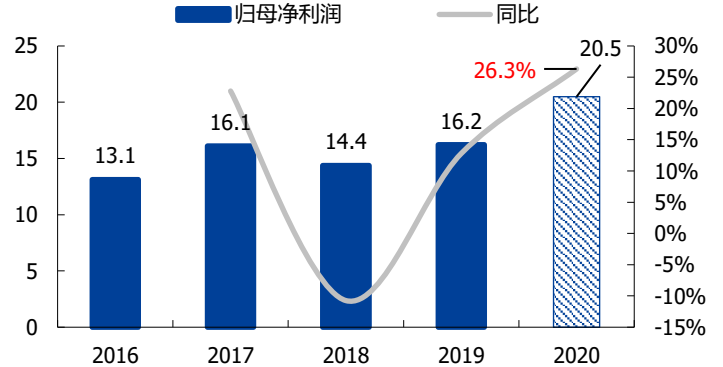
节利润大幅抬升，以及产品结构调整后，高附加值产品扩产增厚公司利润。同时 2020 年疫情影响下，公司部分产品产能未完全释放，此情况下仍实现利润大增。

图表 8: 公司营业收入逐年增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

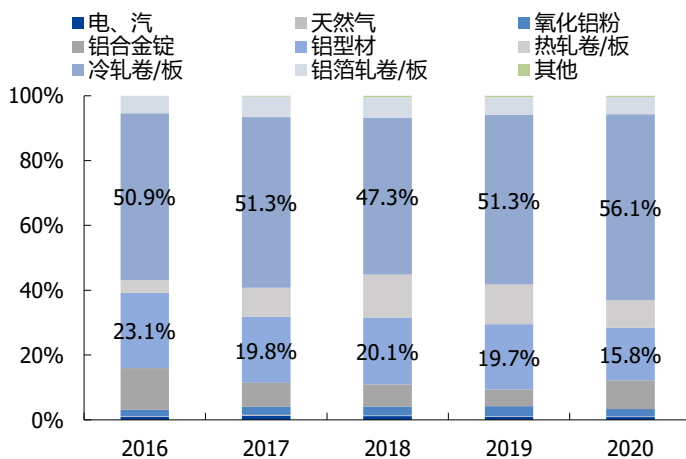
图表 9: 2020 年公司归母净利润同比大幅增长 26.3% (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

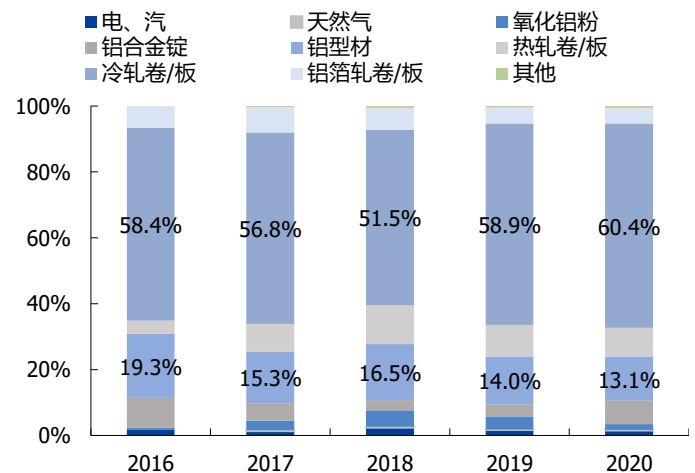
冷轧业务为公司现有利润核心，伴随汽车铝板及航空铝材业务放量，公司有望实现持续的盈利增长：2016-2020 年，冷轧业务在总营收上占比超 50%，是营收最主要来源，其次为铝型材业务，2016-2020 年铝型材营收约占公司总营收的 15%以上，2020 年占比有所下降，主要因疫情影响，下游需求降低；毛利结构上，冷轧卷/板在毛利占比中居首位，2020 年公司毛利 60.4%来自冷轧，其次为铝型材。而其他产品如电、汽、天然气、氧化铝粉、铝合金锭、热轧卷多为自用，因此在公司的毛利构成中占比低。

图表 10: 公司冷轧业务收入约占公司营收的 50% (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司毛利占比中，冷轧卷/板占比过半 (%)

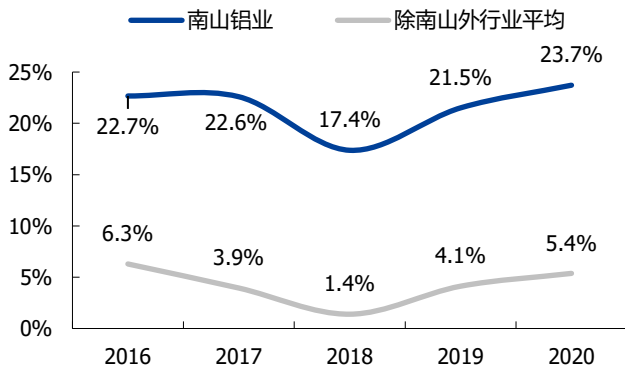


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

受益于纵向一体化优势，公司产品毛利率高于同行，冷轧卷材毛利水平最高：2016-2020 年公司产品毛利率总体呈现抬升之势，与公司持续高端转型相契合，毛利率远高于同行平均（明泰铝业、华峰铝业、焦作万方、四通新材、鼎盛新材），2020 年为 23.7%，说明一体化产业链降低成本，为公司在行业内确立了明显的竞争优势；分产品来看，冷轧

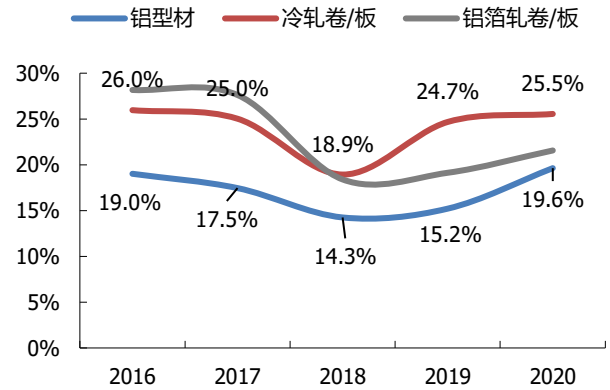
卷在三类主要铝加工产品中毛利水平最高，铝型材最低。2018-2020年公司冷轧卷毛利率持续提升，2020年为25.6%，公司持续调整冷轧卷的最终产品结构，增加如汽车板等毛利较高的产品产量，盈利能力提升明显；铝箔方面，随着公司在建铝箔产线建成投产，动力电池箔产量增加将提升铝箔版块毛利率。铝型材毛利率2020年提升4.4%，主要因为公司调整产品结构，工业型材向建筑型材转型，毛利率显著提升。

图表 12: 南山铝业毛利率远高于同行业



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

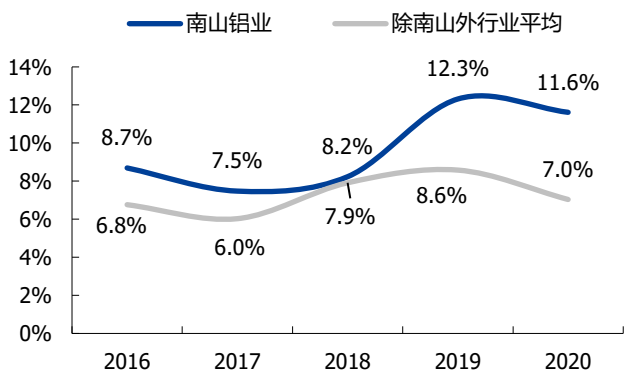
图表 13: 公司主要外销产品中, 冷轧卷保持高位毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

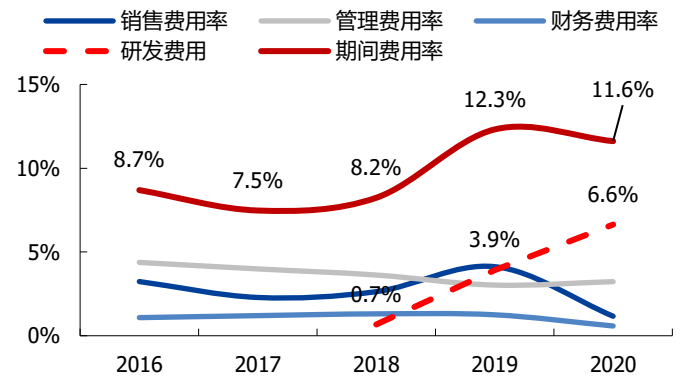
期间费用率高于同行平均, 降本增效仍有抬升空间。公司期间费用率高于同行, 且近两年逐渐拉大, 存在较大的下降空间; 将期间费用拆分来看, 研发费用贡献较大, 2019-2020年公司研发费用持续增长, 2019年度发生额较2018年度增加520.30%, 主要是公司加大航空业务及车体业务研发所致; 2020年持续提升, 研发费用率为6.6%。

图表 14: 公司期间费用率高于同行



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

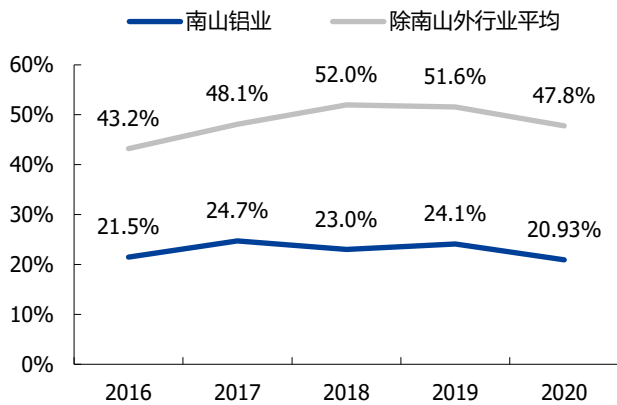
图表 15: 公司期间费用率逐步上行



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

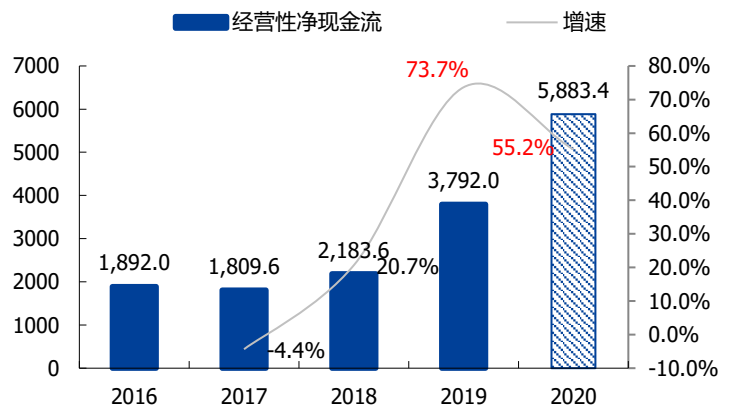
资产负债率远低于同行, 现金流充足且持续增长: 南山铝业资产负债率远低于同行平均, 轻盈的财务结构减轻公司资本开支压力, 也使企业聚焦探索高端系列产品。现金流方面, 公司加大应收账款回收力度, 经营性现金流持续增长且增速较快, 2019、2020年增幅分别为73.7%和55.2%。

图表 16: 公司资产负债率远低于行业平均 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

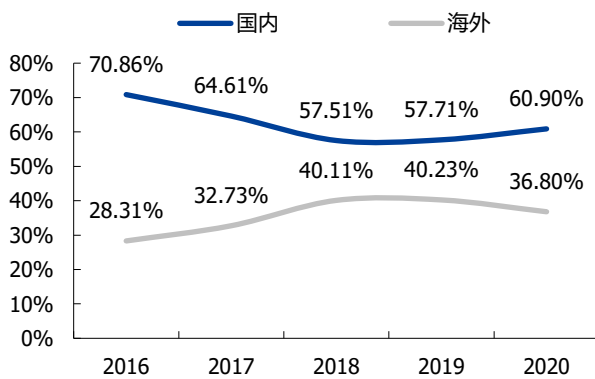
图表 17: 公司经营净现金流持续提升, 2020 年为 58.83 亿元 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

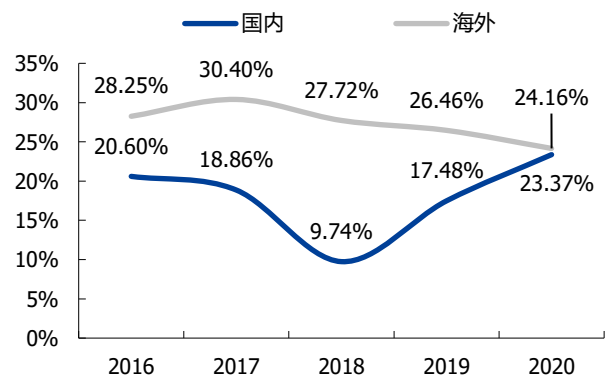
海外业务净利贡献持续提高, 增强公司开拓海外市场信心。在公司营业收入逐年增加的情况下,公司海外市场营收占比持续提高,2019 年海内外营收占总营收比例已基本持平。由于国际客户对产品质量要求较高,南山铝业海外市场业务的持续提升说明公司产品质量获得认可,具有产品全球竞争力。2020 年占比有所下降,主要原因系国外受疫情影响,海外客户需求下降;从海内外两个市场的产品毛利率来看,海外市场毛利率明显高于国内,公司将继续开拓国际市场,为利润增长新增长点。

图表 18: 公司国内营收占比先降后升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 海外市场的产品毛利率高于国内市场



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

各产线产能利用率提升, 产销率提高。公司各产品线的产能利用率整体偏高, 且呈上升趋势。横向来看, 除铝型材外, 公司其余产品的产能利用率保持高位, 尤其是热轧卷, 热轧卷主要用于后期冷轧和深加工, 2020 年以 126.4% 的产能利用率高位运行, 说明下游及终端产品需求良好; 纵向来看, 2016-2020 年公司各产品线的产能利用率总体呈上升趋势, 表明公司产品经营持续向好。2018 年受下游需求疲弱影响, 公司由建筑型材向工业型材转型, 实现产能利用率逐步提升, 公司“减产能+调结构”的方式生效, 生产结构和产品布局持续优化。

图表 20: 公司产品的产能利用率总体偏高 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020
铝型材					
产能 (万吨/年)	39.0	39.0	32.0	32.0	32.0
产量 (万吨)	18.0	18.2	20.6	21.3	18.6
产能利用率 (%)	46.1%	46.8%	64.3%	66.5%	58.2%
热轧卷/板					
产能 (万吨/年)	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0
产量 (万吨)	59.5	85.1	92.8	98.7	101.1
产能利用率 (%)	74.4%	106.4%	116.0%	123.4%	126.4%
冷轧卷/板					
产能 (万吨/年)	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
产量 (万吨)	48.3	55.9	58.5	69.1	69.4
产能利用率 (%)	69.1%	79.9%	83.5%	98.7%	99.2%
铝箔					
产能 (万吨/年)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
产量 (万吨)	3.5	5.2	5.5	5.3	5.4
产能利用率 (%)	49.7%	74.0%	79.0%	76.1%	77.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、电解铝有望中长期高盈利，公司业绩稳步增长可期

2.1 电解铝中长期内或持续处于高价，公司将持续受益

● 能耗双控+区域供电瓶颈，产能投放进度或将滞后。

自 2017 年下发《清理整顿电解铝行业违法违规项目转向行动方案》以来，电解铝行业落实产能置换指标，合规产能“天花板”定于 4500 万吨左右，现有有效电解铝产能约为 4249.7 万吨，预计 2021、2022 年新投产产能分别为 184 万吨和 480 万吨，但碳中和政策下，一方面影响新投产产能落地步伐，另一方面占 14% 国内电解铝总产能的内蒙古或因“能耗双控”导致现有产能减产和待投产产能落后的局面。据百川盈孚统计，至 2021 年 4 月，内蒙地区电解铝合计减产产能已达 32.2 万吨，复产时间尚未公布，减产规模或将延续至二季度末；未来两年新投产产能主要集中于云南，2021、2022 年分别投产 128 万吨和 262 万吨，但枯水季叠加季节性问题的影响，或将影响年内电解铝投产进度与爬产周期。因此，电解铝供给端中长期内增长有限，难以快速放量。

图表 21: 2020 年后国有与民营新投产产能占比较为接近, 民营待投产能头部化

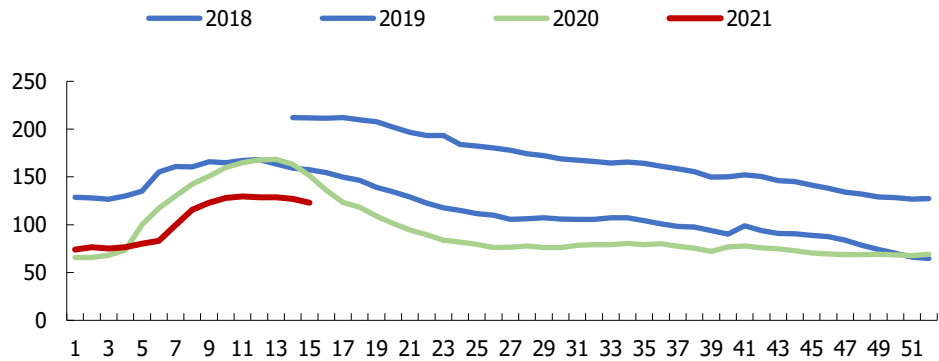
企业名称	省份	企业性质	开始投产 / 复产时间	2021 年 4 月运行产能(万吨)	建成或计划产能(万吨)	2021 年投产产能预期(万吨)	2022 年及之后投产产能预期(万吨)
云铝昭通(二期)	云南	国有	2020/9/1	8	35	27	0
云铝鹤庆(二期)	云南	国有	2020/9/2	21	24	3	0
云南神火(二期)	云南	国有	2020/12/1	75	90	30	0
云铝文山(二期)	云南	国有		0	50	0	50
云铝涌鑫(二期)	云南	国有		0	50	0	50
内蒙古白音华	内蒙古	国有	2021Q4	0	40	0	40
兴仁登高(二期)	贵州	国有	2018/4/1	0	25	5	20
元豪铝业	贵州	国有		0	10	0	10
中铝华昇	广西	国有		0	100	0	100
国有新投产产能合计				104	424	65	270
魏桥砚山	云南	民营	2020/9/3	18	203	60	143
云南其亚	云南	民营	2020/11/1	13	40	8	19
广元中孚(二期)	四川	民营		17	25	0	8
内蒙古创源(二期)	内蒙古	民营	2020/8/1	35	45	20	0
陕县恒康	河南	民营	2021/4/1	0	24	8	0
百矿田林	广西	民营	2018/5/1	0	20	10	10
百矿德保	广西	民营	2020/7/1	20	30	10	0
百矿隆林	广西	民营		0	20	0	20
甘肃中瑞	甘肃	民营		0	10	3	10
民营新投产产能合计				103	417	119	210
合计				207	841	184	480

资料来源: SMM, 百川资讯, 国盛证券研究所 注: 内蒙古创源 2021 年初虽已全部投产, 但受内蒙“能耗双控”政策限制, 投产后立即减产 10 万吨

● **库存端: 库存处近三年同期低点, 2021 或将持续去库**

从表观数据上看, 电解铝库存在年内呈现周期性波动, 每年一季度为累库阶段, 并于四月初到达年内库存高点。进入二季度后开启电解铝消费旺季, **库存水平至年底均呈现逐步去化状态**。每年库存高位与后续去库斜率是反应电解铝供需关系直接指标。根据百川盈孚统计数据显示, 2021 年中国电解铝库存水平持续处于近三年来同期低点, 二季度开始受内蒙减产影响, 库存水平提前见顶, 随后开启去库阶段。

图表 22: 国内铝社会库存处于近三年低位, 且持续去化 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

短期而言, 2021 年铝市场供需面较 2020 将呈现进一步改善, 电解铝企业整体利润水平与开工率有望维持高景气: (1) 根据 2021 年供需推测及补库需求, 整体将处于紧平衡状态, 上游库存预计将进一步去化; (2) 由于存在供需增量节点上的错配及可能超预期变动, 电解铝将存在阶段性供不应求行情; (3) 受电解铝投产不及预期+政策要求减产影响, 电解铝实际最大开工率难以上升, 当前产量不具弹性; (4) 国内表观库存处近三年低位, 供需好转有望直接反馈于电解铝加工费溢价上。

- **供给端:** 尽管预期新增产能投放力度偏大, 但实际投产进度仍存在较大不确定性。一方面, 产能转移过程中由于设备拆解或对产量造成影响; 另一方面, 新增产能主要体现在云南地区, 当地水电供应稳定性亦存在疑问。
- **需求端:** 受益于地产竣工提速、汽车行业触底回升, 外加国家逆周期经济调控下的基建托底, 需求有望延续正增长态势。
- **出口端:** 一方面考虑到海外经济复苏下铝材需求回暖, 另一方面海外铝厂产能具备提升空间, 且欧盟等国家提高中国铝材进口税率, 预计 2021 年铝材净出口量维持平稳;
- **库存端:** 铝下游消费好转下, 下游铝加工及终端企业具有补库需求。参考 2017 年铝产业补库水平, 我们谨慎假设 2021 年产业链电解铝补库合计为 70 万吨。

图表 23: 预计 2021 年电解铝市场供需持续改善

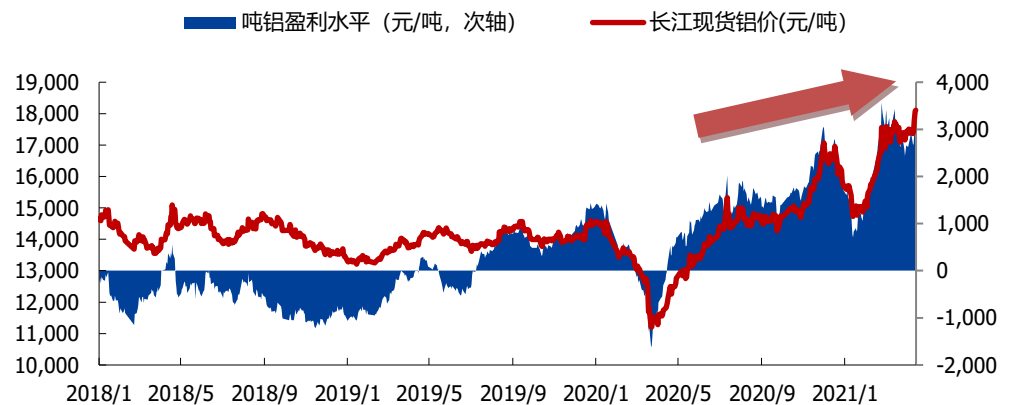
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
产量 (万吨)	3,180	3,630	3,609	3,543	3,724	3,980
同比增速	4.0%	14.2%	-0.6%	-1.8%	4.8%	7.2%
净进口量 (万吨)	18	8	7	-1	106	70
表观消费量 (万吨)	3,198	3,638	3,616	3,542	3,818	4,064
库存差 (万吨)	-33	114	-49	-68.6	-0.3	70
实际消费量 (万吨)	3,231	3,524	3,665	3,611	3,819	3,994
同比增速	4.0%	9.1%	4.0%	-1.5%	5.7%	4.6%
铝材净进口 (万吨)	-367	-383	-490	-483	-423	-470
扣除出库部分国内实际消费 (万吨)	2,864	3,141	3,175	3,128	3,396	3,524
同比增速	7.8%	9.7%	1.1%	-1.5%	8.6%	3.8%

资料来源: SMM, 百川盈孚, Wind, 国盛证券研究所

长期而言，电解端利润有望长期改善。

- 受制于国内外铝土矿、氧化铝大量投放预期，其供需大概率延续过剩格局，价格将长期承压于成本线附近波动，成本端的弱势震荡将被动抬升冶炼利润；
- 在“665号文”和“12号文”两大政策约束下，国内电解铝总产能天花板已然形成而消费增长预期仍在，中长期利好电解铝行业；
- 自2017年电解铝供给侧改革以来，部分高成本电解铝企业陆续被淘汰，行业集中度持续提升，议价权不断增强；
- 内蒙不再审核电解铝新产能，云南地区水利供电波动较大并具有供电“天花板”，后续新产能投产、产能爬坡进度或将差于历史水平。

图表 24: 电解铝供需有望长期改善，行业利润高位具备可持续性



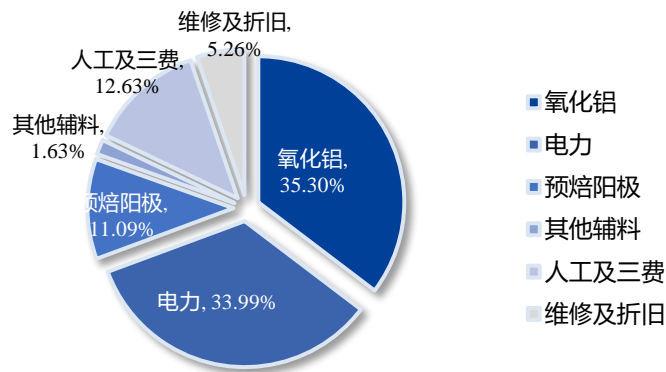
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

2.2 一体化电解铝产业链，盈利端弹性大于成本端

电解铝: 拥有产能 **81.6 万吨/年**，完整的自供电解铝产业链，建立成本优势。电力方面，2016 年公司为了扩大铝加工能力，以 71.6 亿元的价格收购怡力电业电解铝生产线、配备自备电厂相关资产包。怡力电业曾主要为南山铝业提供原铝加工服务，在收购了怡力电业铝业的 2 条电解铝生产线后，公司电解铝产能由 13.6 万吨增加 68 万吨至 81.6 万吨。

运输成本方面，公司在 45 平方公里的园区内建立起铝生产加工的全产业链布局，可节省运输和时间成本；其次，公司作为铝加工行业，产业链完整度高可深刻增强原料供给稳定性并降低原料端部分产品价格波动的影响。据 SMM 数据，全国平均电解铝的成本主要由三部分构成：氧化铝、电力和预焙阳极，分别占比约 35%、34%和 11%，因此这三部分也是铝加工企业在电解铝环节制造成本差价的主要着力点，公司对电解铝上游原料拥有较为完善布局，一体化控制成本。

图表 25: 氧化铝、电力和预焙阳极成本组成电解铝的主要成本 (%)



资料来源: SMM, 国盛证券研究所

- **氧化铝: 140 万吨氧化铝产能几乎全部自用, 可实现完全自给。**公司旗下东海氧化铝有限公司(控股子公司, 持股比例 75%)现有氧化铝产能 140 万吨, 2020 年产量为 177.5 万吨, 基本全部自用, 为下游熔铸、型材、冷轧、箔轧深加工环节配套, 小部分对外销售。从氧化铝的生产技术来看, 公司采用拜耳法生产工艺, 具有冶金级砂状氧化铝生产技术, 产品品质较高, 可对质量要求更高的化工行业出售。待公司旗下 PT BAI 公司 (PT BINTAN ALUMINA INDONESIA, 控股孙公司, 持股比例 69.07%) 印尼宾坦项目一期、二期建成后, 公司将再增氧化铝产能 200 万吨。
- **电力: 公司拥有电力产能 181 万千瓦, 可实现完全自给。**公司通过收购怡力电业资产包获得自备电厂, 现有南山热电厂、东海热电厂两家电厂, 煤炭采购主要通过中国神华能源股份有限公司和中国中煤能源股份有限公司的长期供应(签订长期订购合同)。2016 年公司收购怡力电业东海热电厂的配套自备电厂, 收购完成加公司后期升级改造, 目前南山铝业电力总装机容量达 181 万千瓦。
- **“碳中和”政策下, 公司电解铝全部为合规产能, 同时, 公司 45 公里内运输半径可以降低运输环节的能源消耗, 一体化的全产业链布局又可以实现对废铝、铝边角料等进行回收熔铸, 铝回收熔铸约排放 0.83 吨 CO2 相对于电解铝(吨铝排放 12.8 吨 CO2)可节能 93%以上, 从而实现降碳。因此公司或将持续受益于电解铝高价带来的盈利端利润弹性大于成本端, 将成为公司中期内重要的盈利支撑。**

三、宾坦氧化铝项目开拓海外市场, 保障质优价廉资源供给

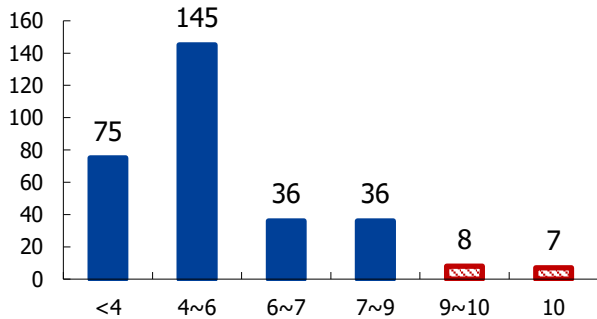
3.1 我国铝土矿量少质低, 进口依存度高, 海外资源开发是行业重要方向

公司采用拜耳法生产工艺, 能耗小但对原材料品质要求高。氧化铝生产工艺可分为三类: 烧结法、拜耳法和联合法。拜耳法流程简单且能耗低, 是目前的主流生产方式, 但其对原材料铝土矿的要求较高, 需要采用高品位的优质铝土矿。

我国的铝土矿具有储量不高, 质量较低的特点。储量方面, 据 USGS 数据, 全球铝土矿的储备量约为 283 亿吨, 我国占全球铝土矿储备量的 3%; 质量方面, 我国约 95% 左右的铝土矿为一水硬铝石(α -AlO(OH)), 该种铝土矿加工困难, 冶炼消耗资源量大; 铝硅比

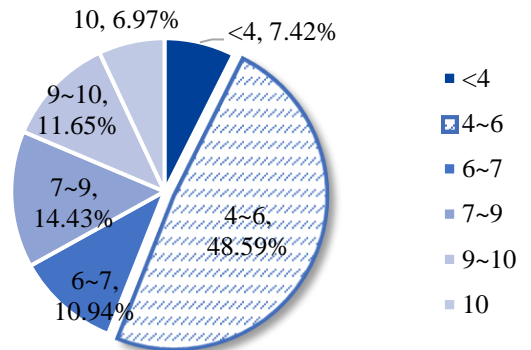
值较高的铝矾土质量更优，但我国的铝矾土矿的铝硅比值大部分在4~9之间，占储量总比例的73.96%，铝硅比大于9的铝土矿仅占我国铝土矿总储量的18.62%左右。

图表 26: 我国高品位矿数量极少，铝硅比值大于9的仅有15个(个)



资料来源:《我国铝矾土资源储量及应用发展》，国盛证券研究所

图表 27: 我国铝土矿铝硅比主要集中于4~6

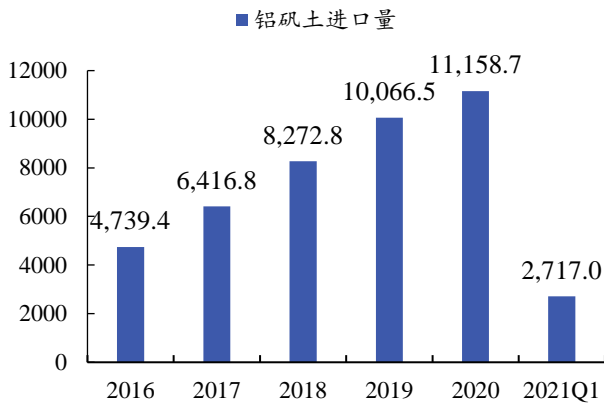


资料来源:《我国铝矾土资源储量及应用发展》，国盛证券研究所

海外进口为优质铝土矿重要来源，环保趋严下氧化铝厂技改加剧依存程度。基于我国铝土矿储量较少、质量较低的情况，进口铝土矿为我国氧化铝企业的重要原料来源。根据海关数据统计，2016-2020年，我国铝矾土进口量持续提升，2020达到11,158.7万吨，创近五年新高；2019-2021Q1，进口铝矾土占表观消费量比重持续提升，2020年达63.1%。“碳中和”趋势下，为节能减排，众多内地氧化铝厂进行技改，以进口矿替代国产矿。2018年至今仅山西、河南两地就有超1180万吨氧化铝产能完成技改，在现有在建项目中，约90%的产能使用进口铝土矿，包括广西天桂二期、华晟二期及内蒙启辉铝业等。

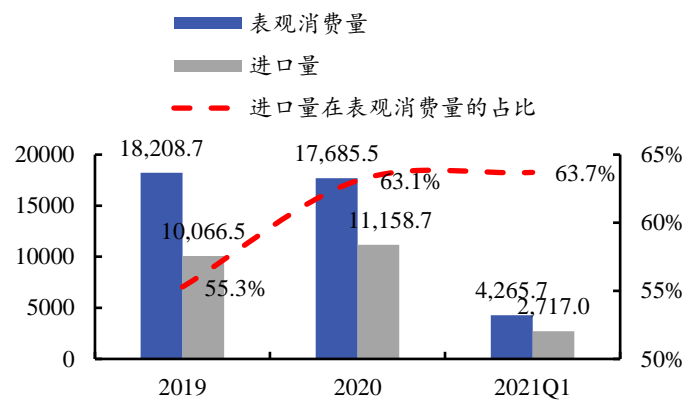
高依存度下，进口来源集中度高，难以保证供应稳定性。海关数据显示，几内亚、澳大利亚、印度尼西亚依次为我国前三大铝矾土进口国，2020年合计占我国进口总量的88.7%，铝土矿来源高度集中难以保证供应稳定性。印尼能源矿产资源部相关人士表示，由于印尼国内的铝产业链即将建设完成，预计2022年将停止原矿石的出口。2020年我国自印尼铝矾土进口量占进口总量的15.6%，虽占比总体偏低，但不排除其他国家不会采取类似政策压制原矿出口，另国外部分国家政局动荡或添不确定性，鉴于我国铝矾土高度依存海外的现状，需警惕海外进口端对铝土矿的价格扰动。

图表 28: 我国铝矾土进口量持续增加 (万吨)



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表 29: 铝矾土进口量占表观消费量比重持续提升 (万吨)



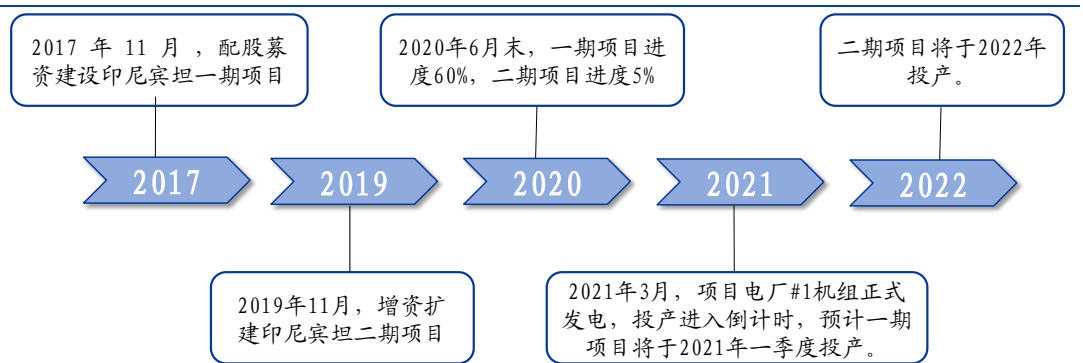
资料来源: 海关总署, 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.2 印尼宾坦项目开拓海外市场, 稳定资源供给

印尼铝土矿以三水铝矿石为主, 与公司拜耳法相匹配。根据公司公告, 印尼铝土矿储量约为 19 亿吨, 探明储量为 2400 万吨, 资源种类以高铝中硅三水低温矿为主, 该种铝石资源与公司拜耳法相匹配, 且印尼低硅矿石、高铁矿石的赤泥综合利用效益显著, 因此是较为理想的铝土矿来源。

印尼氧化铝项目两期产能共 200 万吨: 印尼宾坦项目建于印度尼西亚廖内省宾坦岛, 项目分两期建设。其中一期工程一号机组已经正式发电, 全面投产进入倒计时, 二期项目预计将于 2022 年投产。印尼宾坦项目一、二期投产后, 将增加南山铝业氧化铝产能 200 万吨。该项目主要在于向周边市场出售氧化铝, 同时为国内产业链提供原料稳定性保障。

图表 30: 印尼宾坦一期预计于 2021 年一季度, 二期于 2022 年投产



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 31: 印尼宾坦项目现场



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 32: 项目电厂#1 机组正式发电



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

产业配套降本, 区位优势增效。印尼虽有丰富的铝土矿资源, 但基础设施建设较差, 港口、码头、电力是制约当地氧化铝产业发展的重要原因。宾坦项目自备电厂、煤制气、港口等, 产业链配套将大大提升公司协同能力和经营稳定性, 同时增强公司产品的价格弹性, 贡献于公司利润。区位方面, 公司靠近新加坡海峡和马六甲海峡, 海运便利, 在国内市场联通, 开拓中东、东南亚、南亚市场时, 均具有优越的地理条件。

图表 33: 自备电力、港口等基础设施, 降低生产成本

详情

铝土矿	该项目建于印度尼西亚廖内群岛省的宾坦岛, 距离印尼氧化铝主产区廖内群岛省和西加里曼丹省较近, 附近建厂可大大降低原材料成本。
电力	自备电厂, 共建设 6 台燃煤供热发电机组, 装机容量 160MW, 用于氧化铝投产供电、供汽。
煤炭	印尼具有丰富的煤炭资源, 54 亿吨可进行商业开采, 项目地与煤炭主开采区近。
交通	靠近新加坡海峡和马六甲海峡, 与新加坡直线距离仅 92.52 公里。
港口	年吞吐量 2000 万吨。用于氧化铝装船、液碱的卸船、铝土矿、煤炭及辅助原料的卸船作业
氧化铝厂	采用拜耳法生产工艺, 技术装备达到国际先进水平, 厂址位于工业园区的东南区域, 紧临港口。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

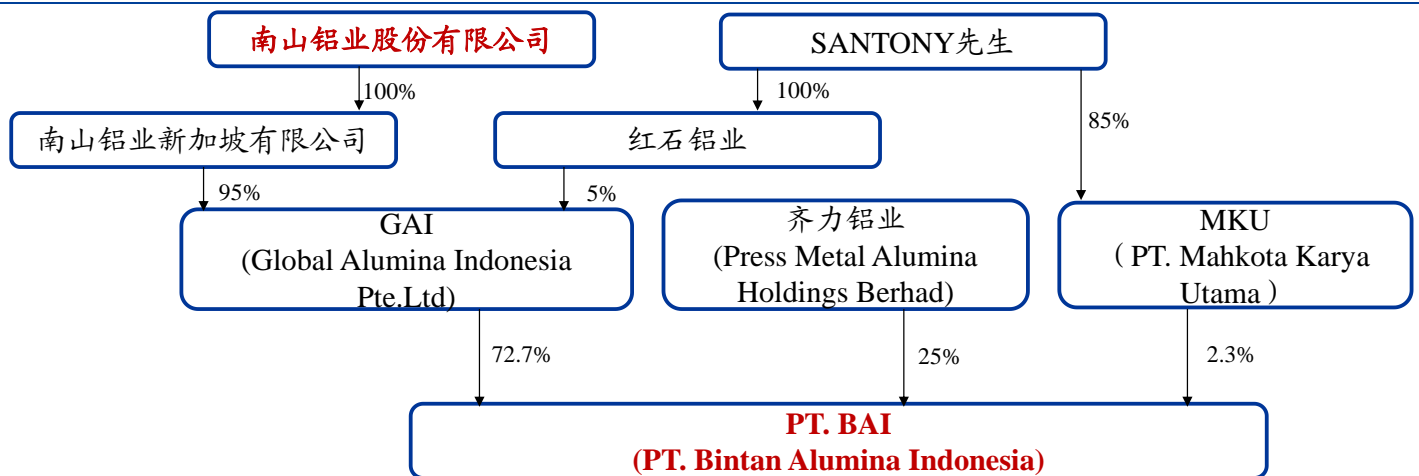
引入产业链上下游合作者, 确保项目原料稳定与市场开拓。宾坦氧化铝二期项目引入外部战略投资者增资后, 现拥有印尼宾坦项目 69.07% 的权益。战略合作方 MKU 所拥有的铝土矿储量约有 8,077.7 万吨, 将稳定公司的矿石资源供给; 齐力铝业作为东南亚最大的铝加工企业, 将对氧化铝的销售提供较强保证, 同时齐力铝业产销网络遍布全球, 将助力于公司海外市场开拓。

图表 34: 齐力铝业、MKU 将助力公司产品销售和原材料采购

合作方名称	持股比例	介绍
齐力铝业	25%	齐力铝业是东南亚最大的铝加工企业，主营铝材产品生产与加工，拥有 76 万吨的电解铝产能和 20 万吨的挤压铝材产能。齐力铝业在北美、澳大利亚、英国、中国等均设有大型生产或销售基地，销售网络遍布全球，将助力于公司海外市场开拓。
SANTONY 先生	5.9%	SANTONY 先生是印尼最大的私营铝土矿矿主之一，拥有超 5 万公顷的铝土矿开采权的矿区，矿区内铝土矿储量预计超 1 亿吨。未来南山铝业的铝土矿可以向合作方 SANTONY 先生控制下的铝土矿公司购买，采购价格参考印尼官方每月公布的印尼国内铝土矿市场平均销售价格基础上双方协商确定。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 南山铝业是控股股东, 合作方齐力铝业海外有多处销售基地, Santony 先生是印尼最大的私营铝土矿矿主之一



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

印尼氧化铝项目具备稳态盈利能力。印尼氧化铝项目主要面向中南亚、南亚、中东地区的电解铝厂商，预计周边市场有 600 万吨的市场缺口。据公司公告测算数据，印尼一期项目氧化铝生产成本折合人民币为 1624.86 元/吨（不含税），印尼氧化铝二期投产后，受益于产业协同配套，氧化铝成本将再降 100-200 元/吨。

悲观预期下，氧化铝项目仍实现净盈利。对 200 万吨氧化铝项目做敏感性测试，谨慎假设氧化铝销售价格为 310 美元/吨，印尼两期项目均采用一期项目较高成本 1624.86 元/吨计算，悲观假设下，氧化铝成本提高 10%，售价降低 10%，公司仍然实现净盈利。产业链完备极大增强了公司的抗风险能力，持续经营下可为公司提供稳定的盈利增量，未来印尼氧化铝项目将成为公司重要盈利增长极之一。

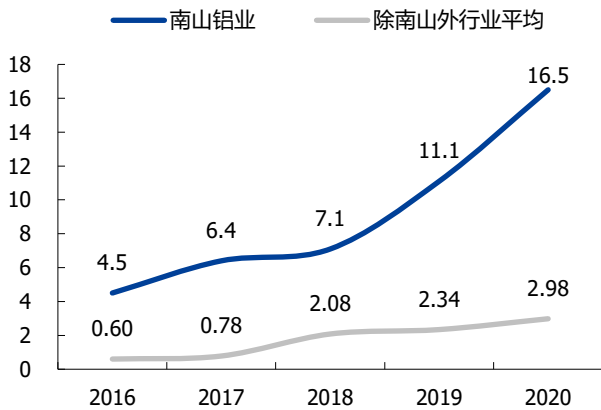
四、持续加码研发，汽车板等高端产品即将放量

4.1 高端研发加码投入，构建公司发展潜能

研发支出远高于行业平均且连年提高，彰显高端化转型决心。2016-2020 年，公司研发支出从 4.5 亿元增长到 16.5 亿元，远高于行业平均；在营业收入持续增长的情况下，公司研发支出总额占营业收入比例呈现逐年递增的趋势，到 2020 年占比达 16.9%；研发

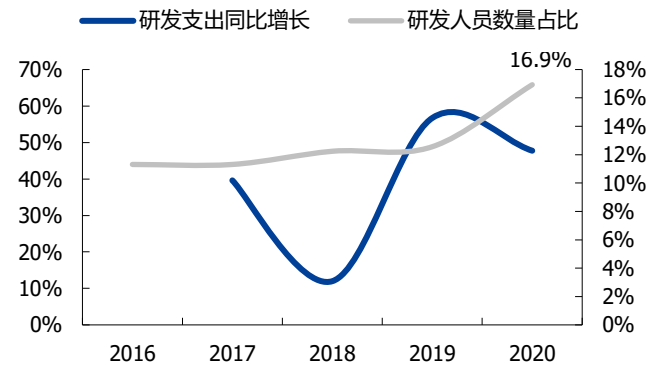
人员数量不断增长，2020年研发人员数量为3147人，占员工总数的16.93%，在制造业公司中表现抢眼。公司持续加大航天板材、汽车板材、高精度铝箔等高附加值产品研发投入，彰显高端化转型决心，期待后期研发成果落地。

图表 36: 公司研发支出远高于行业平均 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 研发人员数量占比持续提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

持续攻关航空航天、汽车板等高精尖领域，专利注册提前锁定技术优势。公司稳健推进航空、汽车用铝材料领域的研制、开发与认证工作，2020年公司在航空航天领域、汽车板领域以及电解铝环保生产领域均有多项专利认证，这使公司可以提前锁定技术优势，有利于后期扩大认证及供货范围，提升航空、汽车用铝材料的全系列、全产品供货能力。

图表 38: 公司在汽车板、航空航天、电解铝环保领域持续进行技术攻关

申请日期	专利名称	所属领域	专利介绍
2019/12/18	一种高强度、高塑性挤压铝合金及其制备方法	合金技术领域	适用于航空航天、轨道交通、新能源汽车零部件等，利于轻量化。
2020/4/2	一种民机一号肋用 7 系铝合金型材及其制备方法	民机用铝合金型材制造领域	保证了型材不同部位性能的均匀性，生产出满足国产民机一号肋使用要求的 7 系铝合金型材，填补了国内空白。
2020/5/7	一种 2A70 铝合金航空发动机锥形壳体的锻造成形方法	航空航天领域	锻件流线完整，变形更加充分，材料利用率明显提高，节约生产成本，且产品性能更优。
2020/6/28	一种制备 2 系铝合金退火细晶薄板的制备方法	航空航天领域	具有很好的耐腐蚀能力，能够更好的应用于航天航空领域，改善现有飞机蒙皮的性能。
2020/8/14	一种飞机旋翼横梁铝合金型材及其制备方法	航空航天领域	本发明提供的铝合金成本较低，熔炼及热处理工艺简单，显微组织均匀，合金力学性能和耐热性能得到显著提高。
2020/8/18	一种民用飞机客舱地板横梁铝合金型材及其制备方法	航空航天领域	进一步的降低合金的晶粒尺寸，其强度和韧性得到增强，有较好的力学性能。
2020/9/4	一种汽车板材二次退火生产加工方法	汽车板材加工技术领域	能够使板材晶粒组织更加均匀，性能更加稳定，产品质量更好，进一步满足客户需要，同时给厂家带来更好的经济利益。
2020/11/19	一种电解铝烟气集中排放装置	电解铝领域	避免了电解铝烟气对大气环境造成污染，同时能够将电解铝烟气中的物质回收利用，节约了资源，降低了成本。
2020/11/23	一种电解铝废气中氟化物及有毒粉尘环保处理装置	电解铝领域	对氟化物及有毒粉尘处理，避免了对大气造成污染，提高了环境保护。
2020/11/23	一种电解铝炭渣环保处理装置	电解铝领域	减少污染，节约资源，降低使用成本与施工成本。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

技改工程即将落地，高端产品扩产开启。2021年，公司“2.6万吨航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造”项目、“10万吨汽车轻量化铝板生产线技术改造”项目、“2.1万吨高性能高端铝箔生产线”或将集中落地，这将增加公司在高端产品的生产能力，满足终端客户需求，推动公司铝加工业务加速向轻量化、高端化转型。另外，高端产品的毛利较高，盈利能力强，项目集中落地后，公司盈利能力或将进一步抬升。

图表 39: 南山铝业高端产品线扩建/技改项目，将于 2021, 2022 年集中落地 (亿元)

项目名称	预计总投资额	资金来源		累计实际投入金额	项目进度	预计完工时间
		自有资金	外部融资			
印尼宾坦南山工业园一期 100 万吨氧化铝项目	56.85	11.41	45.44	36.30	90%	2021 年 Q1
印尼宾坦南山工业园二期 100 万吨氧化铝项目	30.68	6.99	23.70	0.75	7%	2022 年
2.6 万吨航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造	10.43	10.43		11.16	97%	2021 年
10 万吨汽车轻量化铝板生产线技术改造	15.64	15.64		9.70	80%	2021 年
2.1 万吨高性能高端铝箔生产线	4.53	4.53		1.31	50%	2021 年
合计	118.14	49.00	69.14	59.21		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 截至 2020 年 12 月 31 日

4.2 汽车板: 高增长驱动产能扩张, 高壁垒增强客户粘性

低能耗、长续航推动汽车轻量化, 高铝化是实现轻量化重要途径。汽车轻量化是指在保证汽车安全性、适应性、成本控制的情况下, 尽可能降低汽车车身质量。据中国产业信息网数据, 对于传统燃油车来说, 整车质量每降低 10%, 油耗降低 6-8%; 对于电动汽车来说, 据机械科学研究总院数据, 纯电动车整车质量每降低 10kg, 续航里程增加 2.5km。在世界范围内普遍作出碳达峰碳中和承诺背景下, 节能减排和提高续航等要求, 推动汽车轻量化的确定性发展趋势。铝及铝合金材料具有质量轻、强度高、耐腐蚀等特点, 汽车高铝化是实现汽车轻量化的重要途径。

电动化加速推进高铝化进程。在汽车用铝量上, 平均来看, 纯电动车通常比内燃机车的整备重量重大约 100~250kg, 为实现更长时间续航, 具有更强的轻量化需求。但目前新能源汽车在汽车保有总量中占比较低, 截至 2020 年底, 全国新能源汽车保有量达 492 万辆, 占汽车总量的 1.75%; 2020 年 10 月 27 日颁布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》设立了行业里程碑, 预计到 2025 年, 新能源汽车年销量占总销量的 20%, 到 2030 年达到 40%。未来新能源汽车销量增长具有确定性。

图表 40: 预计 2025 年、2030 年汽车用铝量将有大幅提升, 新能源汽车将是提升最大, 单车用铝量最多的车型 (万辆)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
乘用车	110.4	115.9	119.7	129.1	138.6	148.1	157.7	167.4	177.4	187.1	197.3	207.9	219.0	230.7	242.2
内燃机	110.3	115.7	118.7	127.6	136.4	145.2	153.9	162.5	171.2	179.8	188.5	197.2	205.8	214.5	222.8
纯电动	107.1	117.9	128.4	143.0	157.9	173.1	188.2	201.9	215.5	226.8	238.1	249.8	261.8	274.2	283.5
混动	147.4	160.0	179.6	188.8	198.1	106.8	215.5	224.2	232.9	238.3	243.7	249.0	254.4	259.8	265.2
商用车	76.5	87.0	99.3	110.9	122.6	133.9	145.1	156.2	165.9	180.1	194.8	209.1	223.6	238.3	253.2
大巴	92.8	92.0	94.4	101.4	109.3	118.2	128.1	139.1	151.5	165.4	181.0	198.3	217.7	239.3	263.4
内燃机	60.5	62.8	65.3	67.8	70.3	73.0	75.7	78.6	81.5	84.6	87.9	91.2	94.7	98.3	102.1
新能源	189.0	196.4	210.1	220.8	232.2	244.5	257.7	271.8	287.1	303.6	321.4	340.6	361.5	384.1	408.7
卡车	73.8	86.4	99.9	112.0	123.9	135.4	146.7	157.8	167.2	181.4	196.0	210.1	224.1	238.2	252.3
特种车辆	53.2	58.6	61.6	67.7	74.0	80.6	87.5	94.8	102.4	110.5	119.0	128.1	137.6	147.8	158.6
二轮和三轮车	10.4	10.5	10.5	10.5	10.6	10.6	10.7	10.7	10.7	10.8	10.8	10.9	10.9	11.0	11.0
内燃机	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
电动车	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6	9.7	9.8	9.9	10.0	10.1	10.1	10.2	10.3	10.4

资料来源: CM Group, 国盛证券研究所

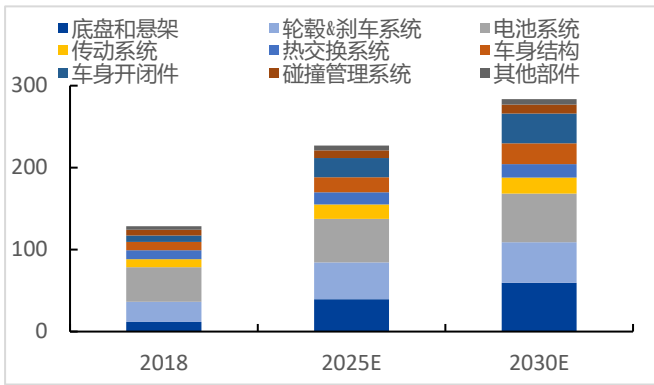
预计 2030 年纯电动车单车用铝量将达 **283.5kg**, 单车用铝渗透率将达 **56%**, 车门的铝合金渗透率约为 **56%**。总量上看, 预计 2025 年纯电动车单车带铝量约为 226.8kg, 2040 年将为 283.5kg, 2018 至 2030 年的年复合增长率约为 17.1%。分结构来看, 底盘、电池系统、轮毂和刹车系统、车门开闭件将是用铝最多的部分, 到 2030 年分别的用铝量为 59.4kg、59.3kg、49.7kg 和 36.3kg。

图表 41: 预计 2030 年纯电动车单车带铝量为 283.5kg, 单车用铝渗透率将达 56%

	2018	2025E	2030E			
底盘和悬架	11.6	26%	59.4	70%	59.4	94%
轮毂和刹车系统	24.6	66%	44.7	96%	49.7	96%
电池系统	42.2	100%	53.3	100%	59.3	100%
传动系统	9.8	66%	17.4	93%	19.4	93%
热交换系统	11.1	90%	14.9	96%	16.6	96%
车身结构	9.9	8%	18.5	11%	25.3	14%
车身开闭件	8	12%	23.3	28%	36.3	39%
碰撞管理系统	6.9	66%	9.4	71%	11.1	75%
其他部件	4.4	93%	5.8	97%	6.4	97%
合计	128.5	31%	226.8	50%	283.5	56%

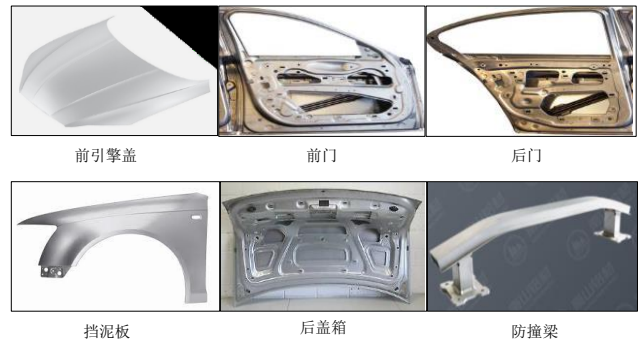
资料来源: CM Group, 国盛证券研究所 注: 用铝渗透率=实际用铝量/最大可能用铝量

图表 42: 底盘、电池系统、轮毂、车门开闭件将是最大用铝部分 (kg)



资料来源: CM Group, 国盛证券研究所

图表 43: 汽车部分重点用铝部件



资料来源: SMM, 国盛证券研究所

汽车板二期“10万吨”试生产，即将进入收获期。南山铝业2012年“规划建设10万吨汽车板”项目启动，正式进军汽车板业务，于2015年正式投产，2017年至今为国内唯一批量供货汽车板的企业，2019年公司产能持续扩张，“10万吨汽车轻量化铝板带材生产技术改造项目”将在已建成的年产20万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目厂区内开建，**2021年一季度已经开始试生产。待2021年产能扩充结束后，公司汽车板产能将达20万吨**，考虑20%的损耗率，满产时将有16万吨的产能释放。产能扩张+技术先进，公司未来有望成为国际一流的铝合金汽车板供应商。

图表 44: 南山铝业汽车板历经五年发展已经打入十余家厂商供货体系，未来将努力成为一流供应商



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

汽车板内板、外板均实现批量供货，绑定优质客户群体。南山铝业在汽车板的生产上，内板占2/3，外板占1/3，内板技术更优。通常来说，汽车外板的加工难度、加工成本均高于内板，公司具有深厚的技术积累，现已完成6系内外板等15项认证，后期公司将从内板向外板延伸，加大外板生产比例，逐步抢占外板市场份额。此外，公司还为北汽新能源、宝马、通用、奥迪、一汽大众、菲亚特、克莱斯勒、日产、广汽新能源等国内外主流汽车厂商批量供货。

图表 45: 公司深度绑定下游优质客户



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

汽车铝板对弯折性、导电性、强度具有高质量要求, 技术壁垒深厚, 公司率先加强汽车板布局, 抢占市场, 后期将继续充分发挥先发优势。从汽车铝合金板的供给格局来看, 中国国内铝合金板包括在建内的产能约为 121 万吨, 主要供给方为诺贝丽斯、神户钢铁、南山铝业、南南铝业、中铝集团、宝武铝业、中国忠旺等厂商。在竞争方面, 诺贝丽斯 (Nevelis)、神户钢铁 (Kobe Steel) 是公司主要竞争对手, 诺贝丽斯在汽车外板占有行业领先优势, 但南山铝业将以优质的售后服务为依托, 继续攻克外板抗氧化及表面处理等技术难点, 争取外板市场份额。

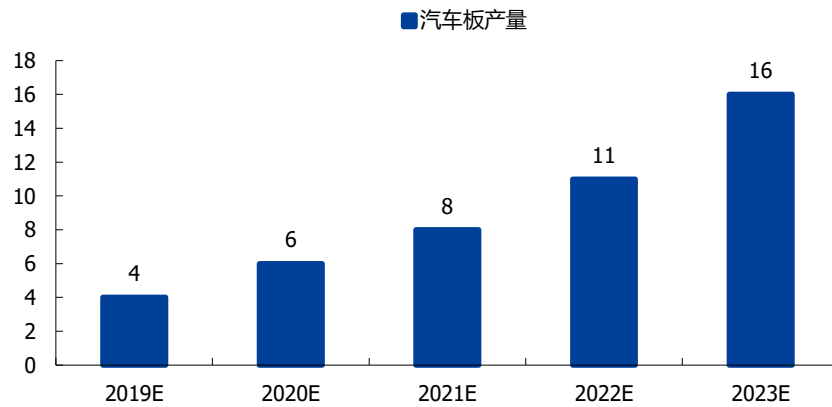
图表 46: 中国境内现有汽车板产能约 121 万吨/年

公司名称	产能 (万吨/年)	简介
诺贝丽斯铝业公司	20 (+23)	是国际领先的铝压延产品制造商和国际最大的铝回收商, 也是全球领先的汽车铝板供应商, 全球内的市场占有率约为 50%, 是绝对领先的行业龙头。在中国境内拥有 20 万吨汽车板产能, 另有年产 23 万吨于镇江在建。
日本神户钢铁	10	是日本第三大钢铁联合企业, 产品覆盖钢铁、机械、工程、房地产等多个领域, 是世界 500 强企业之一。在天津拥有汽车用铝板材产能 10 万吨/年, 2017 年投产。
广西南南铝加工有限公司	10	南南铝加工是硬铝合金、层状复合铝合金专业制造企业, 业务包括铝合金中厚板、铝合金薄板和铝合金型材等。公司获南南铝业股份有限公司 0.33% 持股, 南南铝业具备铝合金材料、铝精加工、应用、研发的完整产业链。
中国铝业集团有限公司	20	中铝西南铝板带有限公司 (中国铝业集团间接持有该公司 65% 股权) 现有汽车板产能 10 万吨/年; 中铝瑞闽股份有限公司 (中国铝业集团持有该公司 50.32% 股权) 现有汽车板产能 10 万吨/年。
宝武铝业	8	宝武铝业科技有限公司 (中国宝武钢铁集团有限公司 51% 控股) 一期项目在河南三门峡建设年产 30 万吨铝合金精深加工生产线, 一期设计产能为铝合金汽车板 8 万吨/年, 铝合金中厚板材 5 万吨/年, 铝合金板带材 17 万吨/年。
中国忠旺	10	是全球领先的铝加工产品研发制造商, 有工业铝挤压、深加工以及铝压延三大核心业务, 产品主要覆盖交通运输、机械设备及电力工程等领域。中国忠旺布局新能源汽车已久, 深耕新能源汽车轻量化发展领域, 与奔驰、宝马、捷豹路虎等知名车企达成合作。
中孚实业	10	是以铝精深加工为主体、拥有煤电铝全产业链的大型现代化国际企业, 公司拥有 100 万吨以上铝及铝精深加工产能。
中钢铝业	10	是台湾最大的铝制品生产企业, 是由台湾经济部控股 40% 的中钢集团设立的全资子公司, 主要从事铝板、铝片、锌合金锭等高端铝产品的生产经营。
合计	121	

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

汽车板持续放量，高附加值增厚盈利。我们预计2021年产量或约8万吨汽车板，待2021年底10万吨汽车板产能扩建完成后，汽车板产量将在2-3年内翻两倍，即2022年11万吨，2023年满产达到16万吨。公司下游客户结构可较好消化公司汽车板产能。汽车板毛利水平较高，约为25%，预计2021年汽车板可贡献3-4亿元的利润，到2023年满产后预计可实现8-10亿元净利润。

图表 47: 公司汽车板产量逐年提升，预计2023年满产达16万吨（万吨，考虑20%的损耗率）



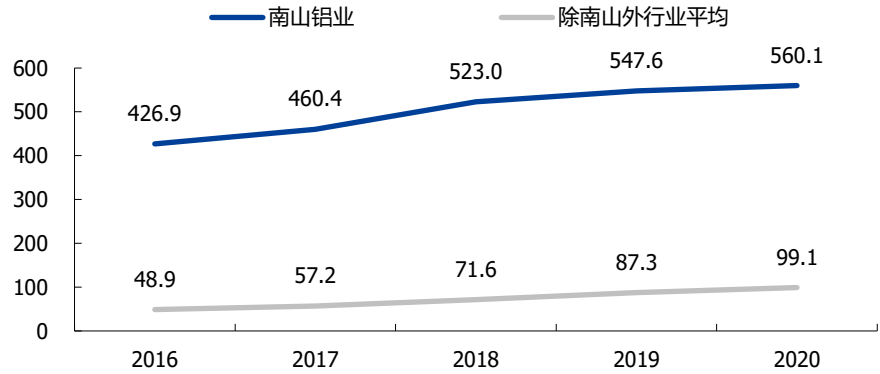
资料来源：公司公告，国盛证券研究所预测

4.3 航空航天板块——航天板：国内获中国商飞加持，产品品质获海外客户认可

航空航天板块厚积薄发，国产化替代加速迎来机会。未来20年，全球商用飞机交付量将达4万多架，其中我国占比或约22%，新机交付量约9000架，中国的民机之路将迎来快速发展期和广阔的市场良机。但目前我国航空材料国产化尚处于起步阶段，国内航空铝合金厚板处于净进口状态。材料国产化及自主可控是国家飞机制造业发展趋势。

巨额研发投入建立资金壁垒，先发技术优势巩固公司地位。相比于其他铝加工产品，航空材料性能要求高、工艺条件严苛、生产管理难度高，需要投入大量研发资源，对资金提出要求。公司资产规模与现金流高于铝加工行业内的其他企业，具有加大研发投入的实力基础。公司设备先进、技术团队专业性高、技术积淀雄厚，提前布局航天板块建立先发优势，是国内领先能够稳定、批量生产航空级板材的企业，未来将抓住国产化替代机会，继续完善航天板材布局，向全尺寸、全合金牌号的方向发展。

图表 48: 南山铝业资产规模远高于铝加工行业平均水平 (亿元)

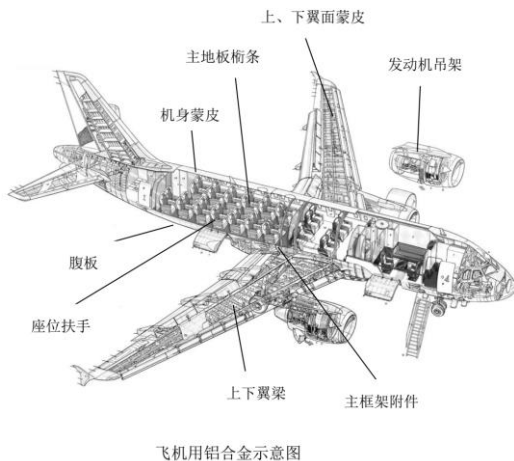


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

航空航天板块高毛利增厚利润。公司现有航空航天板块铝材产能约 10 万吨, 在建 2.6 万吨。公司航空板块的盈利水平较高, 未来待技术成熟后, 毛利水平有望继续提升, 叠加产品放量, 可提升公司产品整体盈利能力。2011 年 10 月, 公司“年产 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线项目”开建, 2016 年逐步投产, 该项目主要生产中厚板、铝及铝合金薄板和铝及铝合金带材, 设计产能分别为 5 万吨/年、5 万吨/年和 10 万吨/年, 总投资 71.63 亿元。2018 年 4 月, 公司“航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造”项目投建, 项目总投资 10.43 亿元, 预计 2021 年完成建设并逐步投产。项目建成后, 年新增航空航天用高强高韧高端铝合金 26,000 吨, 其中 2 系铝合金板材 2,000 吨, 7 系铝合金板材 24,000 吨。

国内获中国商飞订单加持, 产品品质获海外终端客户认可。公司航空航天板块典型产品包括: 飞机蒙皮、翼板、框、梁、发动机涡轮盘、起落架、燃气轮机等, 产品质量获得终端客户认可。国内方面, 南山铝业承担了国产 C919 大飞机用高性能 2524 铝合金蒙皮板材、新一代高损伤容限 2024 铝合金 HDT 厚板及 7050-T7451 铝合金结构件研发任务, 并承担了中商飞公司“2 系和 7 系铝合金薄板生产示范建设平台”项目, 已正式通过 7050-T7451 铝合金 AMS 数据包和现场审核。国外客户: 南山铝业公司在 2015 年与波音签署 5 年长协合同, 为其批量供货航天材料, 于 2019 年 4 月通过了空客 A320 机翼长桁挤压型材认证; 此外, 公司还通过了庞巴迪、航空工业等企业的产品认证, 实现批量供货。

图表 49: 飞机用铝合金示意图



图表 50: 南山铝业供货空客、波音、中商飞等



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.4 航空航天版块——锻件：供货赛峰罗罗，产能持续释放

年产 1.4 万吨大型精密模锻件投产，产能持续释放中。公司具备高技术含量、高附加值的 2 系、5 系、6 系、7 系铝合金及钛合金、高温合金、高强度结构钢等锻件的能力，产品覆盖航空、船舶、石化、轨道交通、能源、海工等高端装备领域。公司年产 1.4 万吨大型精密模锻件项目已于 2019 年投产，产品主要面对航空、交通运输、能源、动力机械、矿山设备等市场的铝合金、钛合金、镍基高温合金锻件产品，包括飞机发动机、起落架等最高端锻件产品以及能源、海工锻件。2017 年与世界知名的航空发动机制造商罗尔斯·罗伊斯 (Rolls-Royce) 公司就轴类锻件产品达成供货协议，2018 年与赛峰起落架系统公司 (Safran Landing Systems) 正式签订 A320、A330 起落架用铝合金锻件合同，2021 年，南山铝业所研发的 A320、A321 上、下侧撑杆锻件产品试制成功，获得法国赛峰材料实验室批准，开始进入量产阶段。公司在产品质量、设备先进程度和工艺技术等方面已经得到海外高端客户认可，后期市场开拓和产能释放可期。

图表 51：公司锻件供货赛峰、罗罗等海外高端客户



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.5 工业型材：6005A 系合金给轨道交通业务带来增量空间

下游绑定优质客户，加快向工业型材转型。型材可分为建筑型材和工业型材。其中建筑型材用于生产铝合金门窗等，已经与万科、恒大、融创等大型房地产企业达成战略合作，同时积极开拓家装零售和系统门窗市场，2019 年成功研发拉丝仿铜电泳和户外手感木纹新产品，2021 年成功研发稀土铝合金 6063A 管材，标志着公司在自主试制稀土铝合金管材方面取得突破性进展，进一步提升产品附加值；工业型材用于加工集装箱、轨道交通、城市地铁及船舶等，公司在型材领域继续推进产品结构优化，加快向航空用型材、汽车用型材及光伏支架等高附加值产品转型。

✧ **轨道交通领域**，2010 年 4 月，公司“年产 22 万吨轨道交通新型合金材料生产线项目”开始建设，主要生产轨道交通型材产品，总投资 32.29 亿元，并已于 2015 年正式投产，为中车青岛四方公司的主力供应商。

✧ **船舶领域**，公司型材产品已经通过挪威船级社 DNV、美国船级社 ABS、法国 BV 船级社和英国 LR 船级社等国际船级社认证。

图表 52: 公司获国际船级社认证



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6005A 合金系列型材给轨道交通业务增利空间。公司成功研发 6005A 合金系列型材, 该产品主要用于轨道高速列车车体的端面梁、车端缓冲器、底座等部分, 以其高技术含量、高附加值及优良的性能, 居国内领先地位。未来的市场空间来看, 京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大区域在“十四五”期间计划新开铁路合计约 1 万公里到 2025 年将基本建好三大区域的往来轨道。目前南山铝业以其行业领先的技术实力, 国内在 6005A 系列合金系列少有对手, 基于目前 6005A 合金严重依赖进口的行业格局, 以及区域轨道交通及城际轻轨将迎来快速发展时机, 南山铝业将继续开拓轨道交通领域市场。

4.6 铝箔: 乘用车铝箔需求持续抬升, 加码动力电池铝箔

铝箔产品覆盖广, 下游客户优质。公司现有产能 7 万吨, 新建 2.1 万吨。公司拥有电池箔、冷成型药箔、烟箔、软包装箔、金卡箔、蒸煮袋箔、无菌箔、容器箔、家用箔等多种产品, 产品厚度从 0.0045-0.01mm 不等。在药箔、包装箔领域, 公司获得 TetraPak、SG、纷美、MANAKIN、德国 CCC、南美 NOBLE 等国际一流厂商订单。

动力电池铝箔轻薄化发展, 公司已可以批量供货 10μm 电池箔。动力电池铝箔轻薄化, 可以有效提高电池能量密度, 从而在同等重量下提高电池的续航能力。近年, 正极铝箔多次减薄, 从 15-20μm 降至 12μm, 目前 9-10μm 的铝箔也已经被电池厂商量产使用。公司动力电池箔具有世界范围内的领先技术优势, 竞争力强, 是国内最早能够大批量生产 12μm 双面光超薄、高强度、高延伸率动力电池箔的企业, 并向市场批量供货 10μm 电池箔, 产品在世界范围内领先。

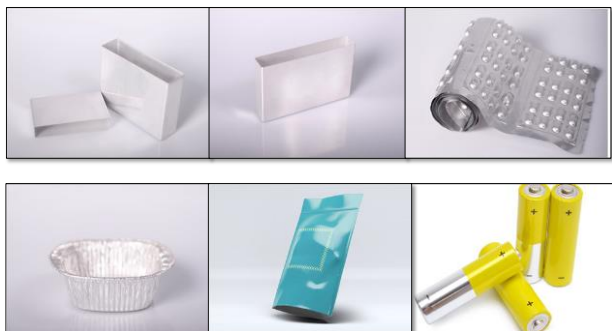
为宁德时代、比亚迪等一线厂商供货, 市场前景广阔。预计 2021 年、2022 年我国动力电池用铝箔分别将超过 7.88 万吨和 9.56 万吨。公司在建 2.1 万吨铝箔项目中, 高性能动力电池箔和数码消费类电池箔 16800 吨, 高性能包装箔 4200 吨。公司动力电池铝箔具有技术及客户优势, 将增厚公司利润。

图表 53: 宁德时代、比亚迪等主要客户需求量大

企业名称	2019 年动力	2019 年铝箔用		预计 2021 年		预计 2022 年	
	电池装机情况	量 (万吨)		电池出货	电池箔需求	电池出货	电池箔需求
	装机量 (Gwh)	占全国装机量		量 (Gwh)	量 (万吨)	量 (Gwh)	量 (万吨)
		比重 (%)					
宁德时代	32.31	51.01	1.5	90	3.6	100	4.00
比亚迪	10.78	17.3	0.55	50	2.0	60	2.40
国轩高科	3.22	5.33	0.2	15	0.6	20	0.80
天津力神	1.95	3.13	0.1	12	0.48	15	0.60
孚能科技	1.84	2.95	0.045	10	0.4	12	0.48
中航锂电	1.49	2.39	0.05	8	0.32	12	0.48
亿纬锂能	1.21	1.94	0.05	8	0.32	10	0.40
SKI	7.5		0	4	0.16	10	0.40
合计	60.3	84.050	2.495	197.0	7.9	239	9.56

资料来源: 佟颖《电池用铝箔关键生产技术和市场前景》, 国盛证券研究所

图表 54: 南山铝业生产包装箔、电池箔、容器箔等铝箔产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 55: 公司为宁德时代、国轩高科等一线产商供货动力电池箔



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

五、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测假设

营业收入

存量持稳, 增量放量。公司型材、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。现有高端在建项目三个, 分别为“2.6 万吨航空航天用高强高韧高端铝合金生产线技术改造”项目、“10 万吨汽车轻量化铝板生产线技术改造”项目、“2.1 万吨高性能高端铝箔生产线”, 预计 2021 年将集中落地。项目建设完成后, 下游需求旺盛叠加公司获终端客户高度认可, 预计将成为公司营

收重要增长极，结合公司向高端化转型的发展战略，我们谨慎假设公司 2021-2023 年的营业收入分别为 303.63、336.98、346.13 亿元。

毛利率

公司主要毛利来自冷轧版块：从细分产品来看，经产品升级转型，冷轧版块高附加值产品产量提升，版块整体毛利率提升。

期间费用率

销售费用率：公司销售费用率基本稳定于 3.1% 左右，去除运输费稳定于 1.0%。根据“新收入准则”规定，运输费以后将计入营业成本，剔除运输费，公司销售费用主要由市场推广费和职工薪酬构成。当前公司正处于业务发展期，预计销售费用将与业务规模呈正相关关系，我们预计新收入准则下，销售费用率将维持 1% 的水平；

管理费用率：公司管理费用中职工薪酬和其他管理费用占比相当，基本保持同增同减且较为稳定。公司近年来管理费用基本呈下降趋势，但后期公司业务规模增长将扩大管理人员队伍，综合考虑下，我们预计公司 2021-2022 年公司管理费用率将维持在 3.7%。

研发费用率：公司正在积极寻求高端化转型，研发费用率近三年持续提高，根据公司发展规划，未来将继续在航空航天、汽车板材等版块加大研发力度，预计 2021-2023 年研发费用率将维持在 6%。

财务费用率：公司进行产线升级或扩产大都接近尾声，资金筹集完毕，考虑到公司没有新的资本开支，债务水平预计不会进一步增加，财务费用率将维持在 1%。

图表 56: 公司主营业务拆分及预测

营收/成本拆分	单位	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
氧化铝						
氧化铝外售营业收入	百万元	0	0	1416	3985	4195
氧化铝外售营业成本	百万元	0	0	1030	2899	3051
电解铝						
公司铝加工内部铝成本	百万元	107	111	132	133	133
铝加工材						
铝型材营收	百万元	4253	3787	4474	4922	5348
铝型材营业成本	百万元	3608	3239	3882	4286	4679
冷轧营收	百万元	11057	11187	13634	12399	11597
冷轧营业成本	百万元	8336	8486	10366	9247	8466
汽车板营收	百万元	1112	1698	2940	3828	4753
汽车板成本	百万元	787	1296	2444	3190	3969
航空板营业收入	百万元	529	411	764	957	1149
航空板营业成本	百万元	347	271	524	657	789
铝箔营业收入	百万元	943	1100	1532	2004	1996
铝箔营业成本	百万元	644	764	961	1265	1266
营业收入	百万元	21,509	22,299	30,363	33,698	34,613
增长率 YoY	%	6.4	3.7	36.2	11.0	2.7
归母净利润	百万元	1,623	2,049	3,068	3,788	4,480
增长率 YoY	%	12.8	26.3	49.7	23.5	18.3
EPS	元	0.14	0.17	0.26	0.32	0.37
净资产收益率	%	4.2	5.0	7.3	8.3	9.0

资料来源：国盛证券研究所

5.2 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 30.68、37.88、44.80 亿元，对应 PE 分别为 15.2、12.3、10.4 倍。我们认为，公司高端化转型即将完成，持续加码研发将使公司长期保持行业领跑姿势，利润增长模式将开启新篇章：**(1)** 公司印尼氧化铝 200 万吨项目一期顺利投产，低成本确保项目营运稳定性；**(2)** 公司国内具备有效电解铝产能，在电解铝加工端利润有望维持高位稳态下，公司可通过下游配套加工确保利润兑现；**(3)** 汽车板材、航空材产能提升在即，为公司后续业绩提升给予空间。

与传统电解铝公司相比，公司终端产品所处赛道更具竞争力与市场壁垒，客户具有长期粘性且未来市场增量空间广阔，从业绩成长空间角度上，我们认为公司 **2021** 年合理 PE 应在 **22** 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 57: 可比公司估值表

代码	简称	股价				EPS			PE		
		20210517	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601600.SH	中国铝业	5.37	0.25	0.28	0.33	21.76	18.92	16.39			
600456.SZ	宝钛股份	39.31	1.08	1.37	1.74	36.40	28.69	22.59			
002182.SZ	云海金属	12.20	0.58	0.75	0.94	20.98	16.20	12.88			
601677.SH	明泰铝业	17.49	1.93	2.36	2.78	9.05	7.42	6.29			
	平均值					22.05	17.81	14.54			
600219.SH	南山铝业	4.19	0.26	0.32	0.37	15.2	12.3	10.4			

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

风险提示

全球宏观经济波动风险

公司主营氧化铝生产及铝加工业务，铝作为基本金属，消费需求受全球宏观经济波动影响较大，金属价格剧烈波动将从原料成本上涨或下游销售不畅等方面影响公司稳定经营，进而对公司业绩造成一定的负面影响。

航天板材终端消费不及预期

公司高端航天铝板和锻件项目订单不及预期；2020 年受疫情影响，国内外航空业业绩下滑严重，公司主要客户空客和波音订单未放量，公司航空板块整体发展处于停滞状态；2021 年疫情或将反复，下游航空业复苏存较大不确定性，或将影响公司业绩释放。

产品研发成果转化不及预期风险

公司研发支出占营业收入比例持续升高，其中资本化支出占研发支出比重 2019-2020 年分别占 24.3%和 10.1%，引发研发成果转化不及预期的担忧；公司持续加码研发投入的情况下，需重点关注研发成果后期转化情况。

海外业务开拓风险

公司 2018-2020 年海外收入占比分别为 40.11%、40.23%、36.80%，比例呈现逐年抬升趋势，且据公司发展规划，海外市场将成为公司未来的重要开拓领域和重要业绩增长来源。部分海外国家如美国、阿根廷等均曾对中国铝加工产品进行反倾销或反补贴调查，征收反倾销税。未来，全球经济形势不确定性增加，贸易环境不容乐观，汇率变动、业

务所在地政治、经济和文化等因素加大海外业务风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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	相对同期基准指数涨幅在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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

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