

【海通国际】南山铝业：高端铝加工龙头，业绩有望迈入高速增长期，首次覆盖“优于大市”

多点开花，公司盈利有望迈入高速增长阶段。1、得益于新能源汽车高速增长和公司汽车板的先发优势，公司铝汽车板4月销量破万吨，过去的2020年全年在5万吨左右，同比实现大幅增长；2、印尼氧化铝项目正式投产，我们预计两期200万吨在明年一季度全部投产后将增厚公司业绩8-10亿元；3、电解铝业务受益碳中和政策和产能天花板临近，将维持盈利高位，持续为公司输送丰厚的现金流。

亮点一：汽车铝板4月销量破万吨，实现大幅增长。我们认为南山铝业最核心的技术优势体现在航空板、汽车板等高附加值产品上。公司是国内首家批量生产乘用车四门两盖铝板厂商，以及国内首家为世界顶级飞机制造商供应航空板材的铝深加工企业。公司2020年全年汽车板销量在5万吨左右，而2021年4月汽车板销量首次破万吨，预计全年产销规模在10万吨左右，迎来大幅增长。我们看好铝汽车板赛道：1、传统车企与新势力入局下新能源汽车高速增长；2、轻量化趋势下铝汽车板渗透率增加。我们预计2020-2025年全球新能源汽车销量将会保持37.6%的年均增速，从2020年的312.48万辆增长到2025年的1539万辆，而特斯拉销量预计将从2020年的50万吨增长到250万辆。

亮点二：印尼氧化铝项目正式投产，有望增厚 8-10 亿元净利。公司于 2018 年投建印尼宾坦氧化铝项目一期 100 万吨，近期正式投产。预计二期 100 万吨项目将在明年一季度投产。按照公司配股说明书披露的吨氧化铝 1625 元/吨的完全成本计算，我们预计 200 万吨氧化铝完全达产后将为公司带来 8-10 亿元净利润。

亮点三：电解铝供给趋紧，盈利有望维持高位。由于国内电解铝供需偏紧，且原材料氧化铝价格始终在 2500 元/吨以下运行，电解铝行业盈利从去年下半年开始快速提升，目前单吨净利超过 3500 元/吨。我们认为高盈利有望维持。

风险提示。1、新能源汽车销量低于预期；2、碳中和政策执行力度不及预期。

1. 全产业链铝加工企业

南山铝业拥有全球唯一同地区热电-氧化铝-电解铝-熔铸-铝加工（铝型材/热轧-冷轧-箔轧/锻压）的完整铝加工产业链，布局在 45 平方公里土地内，运输半径较短。截至 2020 年年底，公司拥有产能氧化铝 340 万吨（国内 140 万吨+国外 200 万吨，其中国内产量 170 万吨以上，国外一期 100 万吨已投产），电解铝 81.6 万吨（2020 年产量 83.66 万吨），铝型材 32 万吨（2020 年产量 18.63 万吨），热轧 90 万吨（2020 年产量 101.13 万吨），冷轧卷 80 万吨（2020 年产量 69.44

万吨），铝箔 7 万吨（2020 年产量 5.42 万吨，在建 2.1 万吨），1.4 万吨锻件，电 181 万千瓦。

图1 南山铝业全产业链图



资料来源：公司公告，海通国际

2. 多点开花，公司盈利有望迈入高增长阶段

我们认为从公司的过往业绩看，全产业链布局增厚了公司的盈利垫，但公司业绩的增长性没有完全得到体现，究其原因我们认为主要是公司募投资项目多为高附加值但研发周期、建设周期长的产品像汽车板和航空板，或者投资周期较长的海外项目。但 2021 年公司或迎来拐点，有望迈入盈利高增阶段：1、得益于新能源汽车高速增长和公司汽车板的先发优势，公司铝汽车板 4 月销量破万吨，过去的 2020 年全年在 5 万吨左右，同比实现大幅增长；2、印尼氧化铝项目正式投产，我们预计两期 200 万吨在明年一季度全部投产后将增厚公司业绩 8-10 亿元/年；3、电解铝业务受益碳中

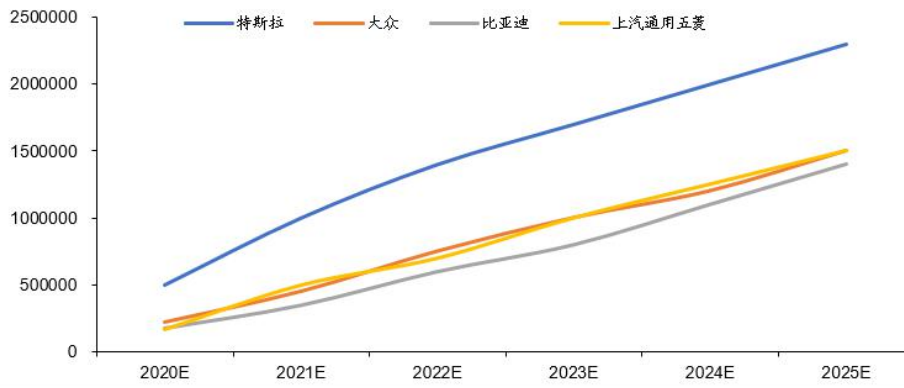
和政策产能天花板临近，将维持盈利高位，持续为公司输送丰厚的现金流。

2.1 亮点一：汽车铝板 4 月销量破万吨，迎来大幅增长

我们认为南山铝业最核心的技术优势体现在航空板、汽车板等高附加值产品上。公司是国内首家批量生产乘用车四门两盖铝板厂商，以及国内首家为世界顶级飞机制造商供应航空板材的铝深加工企业。公司 2020 年全年汽车板销量在 5 万吨左右，而 2021 年 4 月汽车板销量首次破万吨，预计全年产销规模在 10 万吨左右，迎来大幅增长。

我们看好铝汽车板赛道：1、传统车企与新势力入局下新能源汽车销量高速增长；2、轻量化趋势下铝汽车板渗透率增加。我们预计 2020-2025 年全球新能源汽车销量将会保持 37.6% 的年均增速，从 2020 年的 312.48 万辆增长到 2025 年的 1539 万辆，而特斯拉销量预计将从 2020 年的 50 万吨增长到 250 万辆。根据 CRU 统计 2020 年特斯拉对铝板需求量为 9-10 万吨，即便不考虑单车铝板份额的提升我们预计到 2025 年仅特斯拉对铝板的需求量会增长到 45-50 万吨。而公司深耕铝汽车板多年，在内板稳定供应的基础上实现外板的批量供货，我们认为铝汽车板认证周期长，技术壁垒高，作为国内铝汽车板企业的领头羊公司将在未来几年受益行业发展。

图2 主要新能源汽车企业销量假设（辆）



资料来源：公司公告，海通国际

2.2 亮点二：印尼氧化铝项目正式投产，有望增厚 8-10 亿元净利

公司于 2018 年投建印尼宾坦氧化铝项目一期 100 万吨，近期正式投产。预计二期 100 万吨项目将在明年一季度投产。按照公司配股说明书披露的吨氧化铝 1625 元/吨的完全成本计算，我们预计 200 万吨氧化铝完全达产后将为公司带来 8-10 亿元净利润。

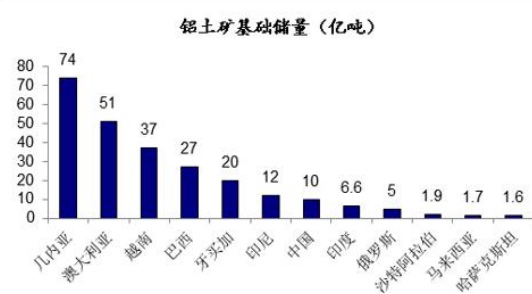
图3 印尼氧化铝项目成本构成明细

序号	名称	单位	单耗	单价	单位成本	占比
1	外购原材料					
1.1	铝土矿（干）	吨	2.6	176.8	459.68	28.29%
1.2	石灰	吨	0.011	306	3.4	0.21%
1.3	液碱（48%）	吨	0.25	1,292.00	323	19.88%
1.4	其他辅料	1	1	32.64	32.64	2.01%
原材料小计					818.72	50.49%
2	外购燃料及动力					
2.1	气煤（4500kcal）	吨	0.2584	421.12	108.8	6.70%
2.2	电煤（7000kcal）	吨	0.3178	613.43	194.96	12.00%
燃料及动力小计					303.76	18.69%
3	工资及福利				38.01	2.34%
4	修理费用				49.57	3.05%
5	其他费用				46.85	2.88%
6	折旧费				268.74	16.54%
7	摊销费用				16.86	1.04%
8	财务费用				82.42	5.07%
其他成本费用小计					502.45	30.92%
总成本					1,624.86	100.00%

资料来源：南山铝业配股说明书，海通国际

海外开发优质铝土矿资源的战略意义日益凸显。我国铝土矿基础储量 10 亿吨，占全球的 3.5%，但电解铝产量却占全球的 60%，所以国内外铝土矿资源供需结构极为不平衡。我国铝土矿保有储量年限也只有 8 年，远低于全球平均的 102 年，印尼甚至达到了 1000 年，高居全球第一。这也导致国内外铝土矿价格存在明显的价差，印尼当地铝土矿价格仅不到 200 元/吨，而国内河南、山西铝土矿价格普遍在 400-500 元/吨，按照 1 吨氧化铝消耗 2.5 吨铝土矿计算 200 元的价差就会造成 500 元/吨的氧化铝成本差异，公司印尼项目优势显著。

图4 2020 年铝土矿基础储量分布



资料来源: SMM, 海通国际

图5 2020 年各国铝土矿保有储量年限



资料来源: SMM, 海通国际

2.3 亮点三：电解铝供给趋紧，盈利有望维持高位

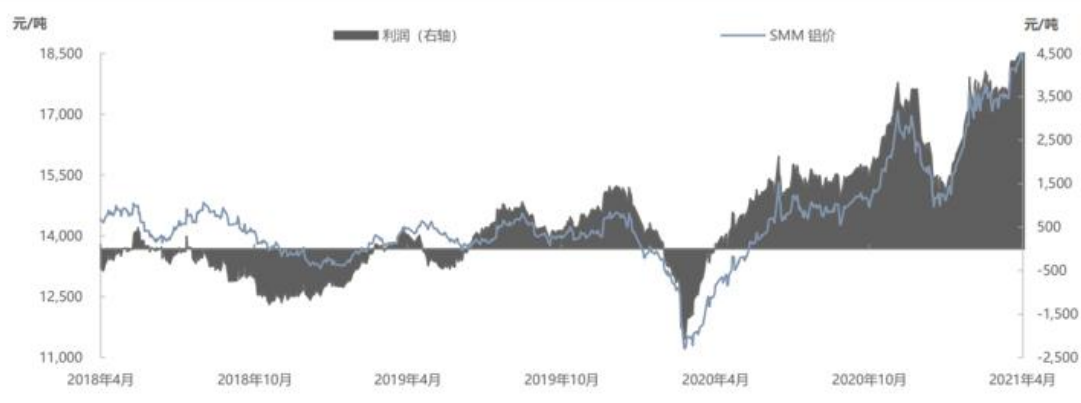
库存持续下滑显示供需偏紧。SMM 数据显示截至 5 月 10 日，国内电解铝社会库存（含 SHFE 仓单）110.2 万吨，月度去库 8.1 万吨，出库量环比持续转好、库存的持续下滑均显示供需仍偏紧，而供给端产能利用率已接近 90% 边际释放压力较小。叠加近期云南省限电措施预计影响全国 1% 左右的供给量，我们认为铝价有望维持高位。而长期看，碳中和政策

夯实国内 4400-4500 万吨的产能天花板，截至 2020 年底中国建成产能 4210 万吨，运行产能 3930 万吨。新建产能大部分在今年投建完成，供给弹性有限而需求逐步增长，供需格局日益紧张，铝价中枢有望上移。

展望 2021 年，我们预计国内新增电解铝产能 150-200 万吨，到年底建成产能 4400 万吨，实际产量增加 110 万吨，同比+3.4%，同时需求增长 2.6%，供需仍有 50 万吨的缺口。

盈利维持历史高位。由于国内电解铝供需偏紧，且原材料氧化铝价格始终在 2500 元/吨以下运行，电解铝行业盈利从去年下半年开始快速提升，目前单吨净利超过 3500 元/吨。我们认为高盈利有望维持。

图6 电解铝盈利维持高位



资料来源：SMM，海通国际

公司电解铝年产量 83 万吨左右，按照其 12200 元/吨的完全成本计算当前铝价公司单吨电解铝盈利接近 5000 元。我们认为公司相较其他大型铝加工企业，其电解铝业务可以持续为公司输送丰厚现金流，支持其航空板、汽车板等高附加值产品的研发生产，稳固公司铝高精深加工龙头的地位。

风险提示

1、新能源汽车销量低于预期；2、碳中和政策执行力度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	22,299	28,791	34,652	37,184
每股收益	0.17	0.36	0.45	0.49	营业成本	17,010	20,332	23,316	24,966
每股净资产	3.38	3.74	4.18	4.67	毛利率%	23.7%	29.4%	32.7%	32.9%
每股经营现金流	0.49	0.47	0.53	0.64	营业税金及附加	240	305	1,040	1,116
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	3.0%	3.0%
价值评估 (倍)					营业费用	259	334	402	432
P/E	24.14	11.58	9.24	8.51	营业费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
P/B	1.23	1.11	0.99	0.89	管理费用	724	913	1,109	1,190
P/S	2.22	1.72	1.43	1.33	管理费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EV/EBITDA	6.37	5.20	3.97	3.25	EBIT	2,584	5,542	6,970	7,508
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	134	-94	-138	-200
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
毛利率	23.7%	29.4%	32.7%	32.9%	资产减值损失	-2	-2	-3	-3
净利润率	9.2%	14.8%	15.4%	15.6%	投资收益	107	171	193	211
净资产收益率	5.1%	9.6%	10.7%	10.4%	营业利润	2,601	5,892	7,407	8,032
资产回报率	3.7%	7.5%	8.5%	8.3%	营业外收支	5	4	5	7
投资回报率	4.4%	8.8%	9.9%	9.5%	利润总额	2,606	5,896	7,412	8,038
盈利增长 (%)					EBITDA	4,717	7,527	8,957	9,484
营业收入增长率	3.7%	29.1%	20.4%	7.3%	所得税	385	1,297	1,631	1,768
EBIT 增长率	27.6%	114.4%	25.8%	7.7%	有效所得税率%	14.8%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	26.3%	108.4%	25.3%	8.6%	少数股东损益	172	328	430	457
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2,049	4,271	5,352	5,813
资产负债率	20.9%	13.7%	13.6%	13.0%					
流动比率	2.17	3.37	3.75	4.23	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.65	2.37	2.73	3.20	货币资金	13,227	10,759	14,321	19,084
现金比率	1.24	1.60	1.90	2.38	应收账款及应收票据	3,647	4,373	5,398	5,744
经营效率指标					存货	4,624	5,739	6,500	6,989
应收账款周转天数	37.99	36.48	36.98	36.81	其它流动资产	1,627	1,787	2,055	2,159
存货周转天数	99.22	103.03	101.76	102.18	流动资产合计	23,125	22,658	28,274	33,977
总资产周转率	0.40	0.51	0.55	0.53	长期股权投资	437	437	437	437
固定资产周转率	0.96	1.29	1.64	1.85	固定资产	23,192	22,281	21,123	20,088
					在建工程	6,034	8,110	10,320	12,484
					无形资产	2,315	2,263	2,196	2,135
					非流动资产合计	32,887	33,999	34,984	36,053
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	56,012	56,658	63,259	70,029
净利润	2,049	4,271	5,352	5,813	短期借款	5,073	0	0	0
少数股东损益	172	328	430	457	应付票据及应付账款	3,575	4,305	4,925	5,277
非现金支出	2,153	1,987	1,989	1,989	预收账款	0	87	70	88
非经营收益	398	-90	-189	-210	其它流动负债	2,020	2,323	2,540	2,670
营运资金变动	1,112	-885	-1,236	-442	流动负债合计	10,668	6,715	7,535	8,035
经营活动现金流	5,883	5,612	6,345	7,608	长期借款	350	350	350	350
资产	-2,845	-3,092	-2,965	-3,046	其它长期负债	706	706	706	706
投资	2,430	0	0	0	非流动负债合计	1,057	1,057	1,057	1,057
其他	59	171	193	211	负债总计	11,725	7,772	8,591	9,092
投资活动现金流	-356	-2,921	-2,772	-2,835	实收资本	11,950	11,950	11,950	11,950
债权募资	5,270	-5,073	0	0	归属于母公司所有者权益	40,385	44,656	50,008	55,821
股权募资	1,218	0	0	0	少数股东权益	3,902	4,230	4,660	5,116
其他	-7,890	-86	-10	-10	负债和所有者权益合计	56,012	56,658	63,259	70,029
融资活动现金流	-1,402	-5,159	-10	-10					
现金净流量	4,001	-2,469	3,562	4,763					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2021 年 5 月 18 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020 年), 海通国际