

2023年03月07日
创新新材(600361.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

金属制品 III

铝加工龙头有望受益于顺周期，高端化转型进一步提升附加值

公司规模和原料优势显著，积极布局再生铝、绿电铝业务

- ✓ 据公司公告，截至2021年末，公司总产能逾350万吨，2020年，公司铝合金棒材产品市占率第一，铝合金圆铸造锭市占率第一，铝杆线缆市占率全国第二。分产品类型来看公司2022年1-4月棒材产能113.32万吨、型材产能4.75万吨、板带箔产能22.52万吨、铝杆线缆产能19.75万吨、结构件产能2,089.36万片。
- ✓ 公司原料来源多样，未来再生铝比例有望提升。2021年原料来源中液态铝、铝锭、再生铝占比分别为74.5%、10.5%、15%，2022年1-4月占比分别为70.34%、10.29%、19.37%，公司再生铝使用量的比例逐步扩大。山东基地规划七个再生铝项目，总量达205万吨。
- ✓ 最大供应商中国宏桥计划将部分山东电解铝产能分阶段转移至云南，公司积极布局云南地区产能，募投项目在云南省产能达120万吨，绿铝占比提升；在绿色铝合金产量提升和再生铝业务扩大下，公司原料充足，未来铝加工品销量成长可期。

客户结构高端化转型，募投项目未来贡献利润增长点

- ✓ 棒材定位高端市场，主要应用于航空航天领域的超硬高强铝合金、3C电子、汽车轻量化、新能源、轨道交通行业、建筑行业领域。
- ✓ 消费电子铝型材方面，产品包括笔记本电脑外壳材料、平板电脑外壳材料、智能手机外壳和中框材料等。公司为苹果产业链合金供应商，承揽数十个项目，驱动高端业务规模持续提升。
- ✓ 轨道交通和汽车轻量化铝型材方面，铝合金具备“质轻质优”的特点，密度为钢材的30%，使用铝合金替代钢材可以有效减轻汽车重量，且强度等各项指标可满足替代钢材的需求。基于汽车产业的绿色化、轻量化发展趋势，公司持续加大业务布局。
- ✓ “年产80万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）”与“年产120万吨轻质高强铝合金材料项目（二期）”均预计于2023年7月投产，第五年产能达标，投产后公司市占率有望进一步提升，增添盈利增长点。据公司重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，预计80万吨项目年均毛利率达3.53%，税后IRR为16.48%；120万吨项目年均毛利率达3.61%，税后IRR为19.96%。

投资评级

增持-A
首次评级

6个月目标价

6.97元

股价(2023-03-06)

6.34元

交易数据

总市值(百万元)	25,382.82
流通市值(百万元)	4,221.22
总股本(百万股)	4,003.60
流通股本(百万股)	665.81
12个月价格区间	4.66/8.34元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.1	-10.7	19.8
绝对收益	5.7	-7.2	11.2

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

相关报告

盈利预测：我们预计 2022/2023/2024 年公司将实现营业收入分别为 622.20 亿元、656.41 亿元、679.00 亿元，实现净利润分别为 10.94 亿元、12.69 亿元、14.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.32、0.36 元/股，目前股价对应 PE 为 23.2、20.0、17.8 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 6.97 元/股。

风险提示：项目进展不及预期，原材料供应结构发生调整，下游需求不及预期，安全生产及环保风险。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	9,548.7	8,353.4	62,220.2	65,640.7	67,900.0
净利润	103.1	-281.8	1,094.2	1,268.9	1,425.7
每股收益(元)	0.03	-0.07	0.27	0.32	0.36
每股净资产(元)	0.70	0.49	1.50	1.73	2.01

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	246.2	-90.1	23.2	20.0	17.8
市净率(倍)	9.0	12.8	4.2	3.7	3.2
净利润率	1.1%	-3.4%	1.8%	1.9%	2.1%
净资产收益率	3.7%	-14.3%	18.2%	18.3%	17.7%
股息收益率	0.2%	0.0%	1.5%	1.5%	1.2%
ROIC	-28.6%	-124.8%	-26.9%	-3.2%	-19.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 公司概况	6
1.1. 铝加工龙头借壳过会，业绩承诺清晰明确	6
1.2. 公司营收持续攀升，配需研发投入稳定	7
2. 产品结构呈高端化趋势，开拓再生铝领域提高原料优势	9
2.1. 公司实现绿色循环发展长远布局，扩大再生铝业务规模至百万吨量级	9
2.2. 精准捕捉下游客户需求，高附加值领域产品加工数量上升。	13
2.2.1. 棒材：产品结构优化，生产经验丰富市场份额位列第一	13
2.2.2. 型材：消费电子、汽车轻量化、轨道交通行业竞争力强，客户粘性强	14
2.2.3. 铝杆线缆：产能位居市场前列，产品紧跟国家政策要求	17
2.2.4. 铝板带箔：十余年铝压延研发生产经营，规模处于铝压延行业前端	19
2.2.5. 公司型材毛利率高于同行业公司，债务资本结构与可比公司相当	21
3. 15 亿募投：设备更新迭代，两项目推动高端转型进程	22
3.1. 年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）	22
3.2. 年产 120 万吨轻质高强铝合金材料项目（二期）	23
4. 盈利预测	25
5. 风险提示	26

目 录

图 1. 创新新材增资扩股，完善股权结构（截至 2022 年末）	6
图 2. 创新新材相关公司股权结构图（截至 2022 年末）	7
图 3. 公司营业收入按产品构成（百万元）	7
图 4. 公司净利润及其增速（百万元）	7
图 5. 公司 ROE (%)	8
图 6. 公司营业成本按产品构成（百万元）	8
图 7. 公司毛利分产品构成（剔除运费，百万元）	8
图 8. 公司各产品毛利率 (%)	8
图 9. 公司三费情况（百万元）	8
图 10. 公司研发费用情况（百万元）	8
图 11. 主要产品产能（万吨）	9
图 12. 主要产品自产产量（万吨）	9
图 13. 结构件产能和自产产量（万个）	9
图 14. 主要产品产能利用率 (%)	9
图 15. 产品原料来源占比 (%)	10
图 16. 公司整体铝原料使用量情况（万吨）	10
图 17. 主要产品销量（万吨）	10
图 18. 结构件销量（万个）	10
图 19. 公司产能分布及未来项目规划	11
图 20. 全球电解铝再生铝产量及再生铝占比（万吨，%）	11
图 21. 中国电解铝再生铝产量及再生铝占比（万吨，%）	11
图 22. 铝产业链示意图	12
图 23. 铝加工材行业产量及增速（万吨，%）	12
图 24. 棒材应用领域及客户结构	13
图 25. 棒材产能情况（万吨）	13

图 26. 棒材 2022-2027 年销量预测 (万吨)	13
图 27. 棒材平均单吨加工费 (元/吨)	14
图 28. 高端棒材占棒材销量及加工费收入比例和毛利率 (%)	14
图 29. 以电解铝为原料的铝合金生产流程及主要工序	14
图 30. 以再生铝为原料的铝合金生产流程及主要工序	14
图 31. 消费电子铝型材客户结构	15
图 32. 轨道交通和汽车轻量化铝型材客户结构	15
图 33. 型材 3C 电子、汽车轻量化及轨道产品销量 (万吨)	15
图 34. 2022-2027 预测型材业务销量 (万吨)	15
图 35. 型材工艺流程及主要技术	16
图 36. 型材平均单吨加工费 (元/吨)	16
图 37. 外销与内销型材销售收入及毛利率 (万元, %)	16
图 38. 公司型材毛利、毛利占比、毛利率情况 (万元, %)	16
图 39. 结构件工艺流程	17
图 40. 结构件产能 (万件)	17
图 41. 结构件 2022-2027 年销量预测 (万片)	17
图 42. 公司铝杆及线缆部分产品应用情况	18
图 43. 铝杆工艺流程	18
图 44. 线缆工艺流程	18
图 45. 铝杆线缆产能 (万吨)	19
图 46. 2022-2027 预测铝杆线缆业务销量 (万吨)	19
图 47. 铝板带箔产品主要应用示意图	20
图 48. 铝板带箔工艺流程	20
图 49. 铝板带箔产能 (万吨)	20
图 50. 铝板带箔 2022-2027 年销量预测 (万吨)	20
图 51. 铝板带箔平均单吨加工费 (元/吨)	20
图 52. 铝板带箔高端产品销量占比和毛利率 (%)	20
图 53. 铝板带箔内外销毛利率 (%)	21
图 54. 铝板带箔内外销平均加工费 (元/吨)	21
图 55. 可比公司再生资源业务毛利率 (%)	21
图 56. 截至 2022 年 3 月 31 日资产负债率 (%)	21
表 1: 盈利预测及业绩补偿	6
表 2: 宏桥产能及分布 (截至 2022 年末)	10
表 3: 铝加工材下游终端需求旺盛	12
表 4: 铝板带箔应用	19
表 5: 创新新材主要可比公司	21
表 6: 可比公司主要业务毛利率汇总 (据 2021 年报)	22
表 7: 80 万吨铝合金材料项目建设期	23
表 8: 80 万吨铝合金材料项目投资计划 (万元)	23
表 9: 80 万吨铝合金材料项目经济效益指标	23
表 10: 120 万吨铝合金材料项目建设期	24
表 11: 120 万吨铝合金材料项目投资计划 (万元)	24
表 12: 120 万吨铝合金材料项目经济效益指标	24

表 13: 公司核心量价假设	25
表 14: 可比公司估值表	26

1. 公司概况

1.1. 铝加工龙头借壳过会，业绩承诺清晰明确

公司深度耕耘铝材市场，产品丰富转型高端。创新新材的主要产品包括棒材、板带箔、型材、铝杆线缆、结构件等，具有多品类、多规格、多元化的特点，年均产能逾 350 万吨。公司高端铝材料及铝合金技术水平获得行业协会认可，产品结构转型高端产品销售比例上升，如高端棒材（单吨加工费 1000 元以上）销量占棒材板块总销量的比例由 2019 年度 14.02% 提高至 2022 年 1-4 月的 25.25%，高端铝加工成长可期。

公司并购重组借壳上市，业绩承诺补偿安排明确。创新金属由最初个人股东出资，进行了四次增资及五次股权转让。

✓2021 年 7 月，华联综超筹划重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项，2022 年 10 月 13 日获得中国证券监督管理委员会核准，11 月 8 日完成交割置入山东创新金属科技有限公司 100% 股权，12 月 8 日更名为创新新材料科技股份有限公司，主营业务由“超市零售”变更为“铝合金及制品研究开发和生产加工”。

✓截至 2022 年 11 月，持股前三位股东为创新集团（36.73%）、崔立新（17.59%）、华联集团（4.85%），借壳成功新增股份登记上市后公司总股本增至 40.04 亿股。

✓华联综超与创新集团、崔立新、杨爱美、耿红玉、王伟签订的《盈利预测补偿协议》，对合并财务报表中扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润作出最低要求，未达要求则优先以交易取得的上市公司股份进行补偿。

表1：盈利预测及业绩补偿

(万元)	2022E	2023E	2024E
业绩承诺	101,810.00	122,120.00	142,360.00
EPS (股本假设)	0.25	0.30	0.36

当期应补偿总金额 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) ÷ 补偿期限内各年的承诺净利润数总和 × 标的资产的交易价格 - 累积已补偿总金额

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：截至 2022 年末，增发后公司总股本增至 40.04 亿股，假设股本维持不变。

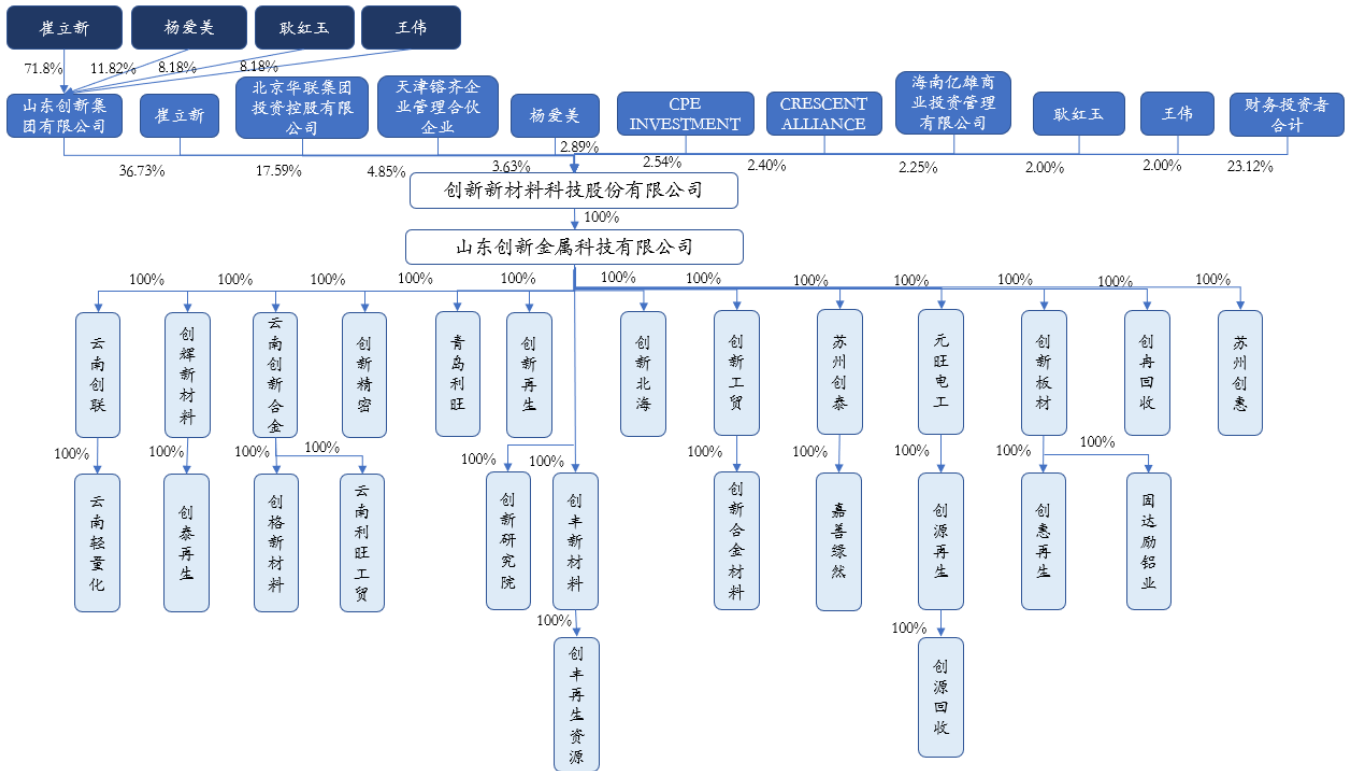
图1. 创新新材增资扩股，完善股权结构（截至 2022 年末）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

母公司经营多类产品，持股铝材优质公司。创新集团成立于 2013 年，是一家集氧化铝、电解铝生产为一体的大型控股集团。创新集团拥有较多优质资产，包括旗下 100% 控制的电解铝业务主体内蒙古创源金属有限公司和氧化铝业务的主体山东鲁渝博创铝业有限公司。创新集团具备丰富铝合金生产经验，有利于为创新新材拓展市场提供经验。

图2. 创新新材相关公司股权结构图（截至 2022 年末）

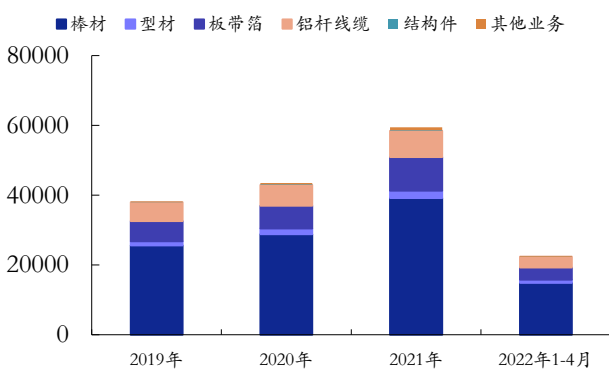


资料来源: Choice, 公司公告, 安信证券研究中心

1.2. 公司营收持续攀升，配需研发投入稳定

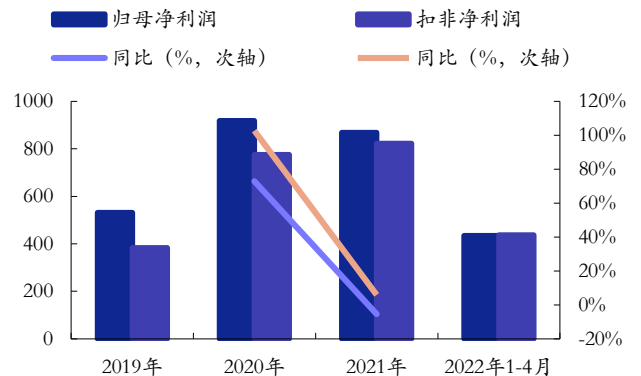
产品结构持续优化, 毛利稳定增长。公司深耕铝合金生产领域多年, 形成了从合金成分研发、熔铸铸锭到挤压及深加工的全流程体系, 掌握有不同牌号、特性的铝合金研究开发和生产能力, 在 3C 及轻量化领域先发优势明显。据公司公告, 2022 年 1-4 月总营收 225.28 亿元, 其中棒材贡献 66.46%, 板带箔贡献 15.61%, 铝杆线缆贡献 13.8%, 型材贡献 3.93%, 结构件贡献 0.2%。公司 2022 年 1-4 月营业成本 215.77 亿元, 实现净利润 4.34 亿元。公司 2022 年 1-4 月毛利(扣除运费影响后)为 11.38 亿元, 其中棒材毛利达 6.53 亿元, 占比 57.39%; 板带箔毛利为 2.04 亿元, 占比 17.91%; 型材毛利为 1.85 亿元, 占比 16.23%。

图3. 公司营业收入按产品构成 (百万元)



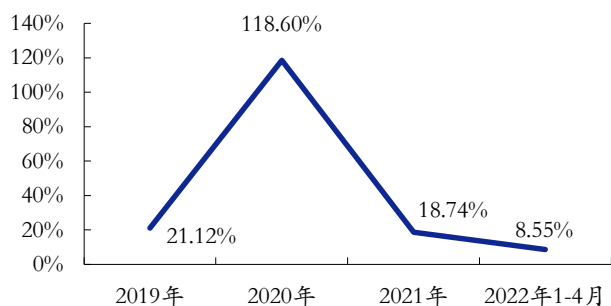
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图4. 公司净利润及其增速 (百万元)



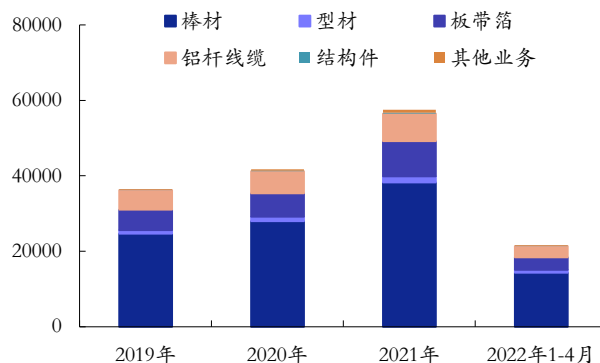
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图5. 公司 ROE (%)



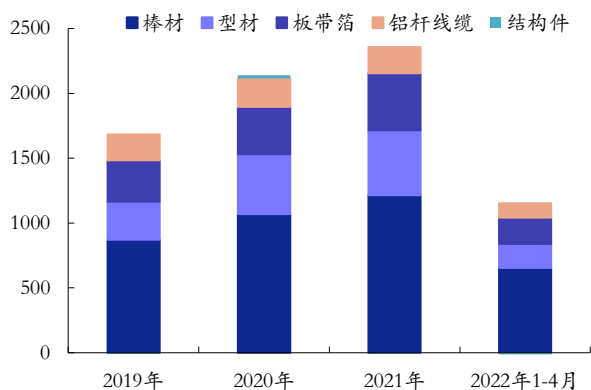
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图6. 公司营业成本按产品构成 (百万元)



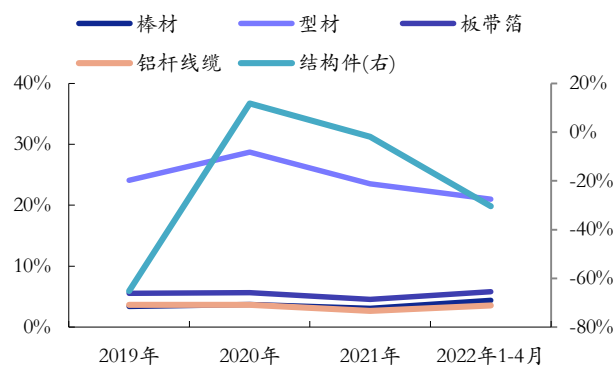
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图7. 公司毛利分产品构成 (剔除运费, 百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

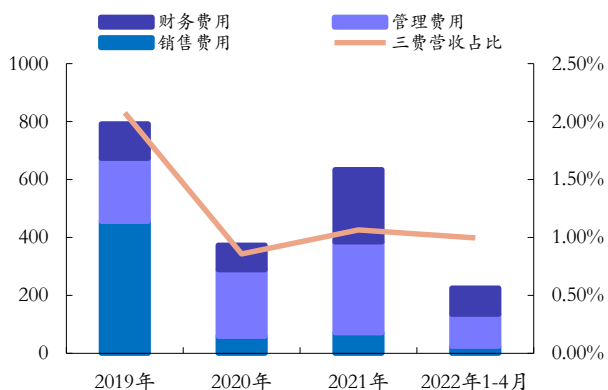
图8. 公司各产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

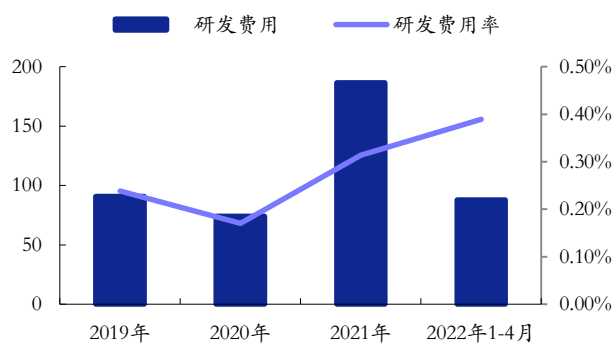
期间费用结构变化，公司研发投入稳定。据公司公告，2022年1-4月公司三费总额达2.25亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用分别为0.24亿元、1.11亿元、0.90亿元，三费营收占比达1.00%。2020年起，公司采用新收入准则，与销售商品相关的运输费用重分类至主营业务成本，2020年、2021年和2022年1-4月，公司运输费用分别为4.26亿元、4.99亿元和1.96亿元，与业务量变动保持相同趋势。为提高技术竞争优势，结合行业或客户对新项目、新产品的需求，公司维持稳定的研发投入，2022年1-4月研发费用0.88亿元，研发费用率为0.39%。由于公司研发项目数量增加，且研发活动中的材料耗用占比较大、主要材料原铝的市场价格提升，因而研发费用中直接材料金额增加。

图9. 公司三费情况 (百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图10. 公司研发费用情况 (百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

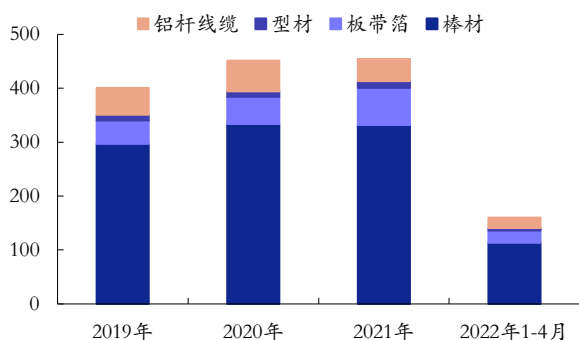
2. 产品结构呈高端化趋势，开拓再生铝领域提高原料优势

2.1. 公司实现绿色循环发展长远布局，扩大再生铝业务规模至百万吨量级

公司产品产量平稳增长，产能规模优势全国领先。公司的产品主要形态包括铝合金棒材、板带箔、型材、铝杆线缆、结构件；主要生产基地所在区域包括山东滨州、江苏苏州、云南文山、山东青岛。据公司公告，创新新材是铝加工行业的领军企业，共生产 300 余种铝合金牌号，年产能超过 350 万吨。

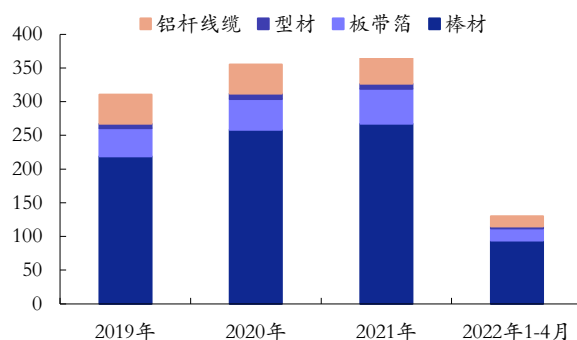
- ✓ 公司主要产品大类的产能持续升高，产量亦伴随业务发展及新产线的投产呈现一定程度增长。总体产能利用率呈增长态势。由于扩建产能需要逐步消化和产品结构调整，板带箔、型材、铝杆线缆、结构件的产能利用率呈现小幅波动。
- ✓ 据公司公告，创新新材市场占有率领先，2020 年铝合金圆铸造锭市占率 11%，全国第一；铝杆线缆市占率近 15%，全国第二；铝合金棒材产品市占率第一。

图11. 主要产品产能（万吨）



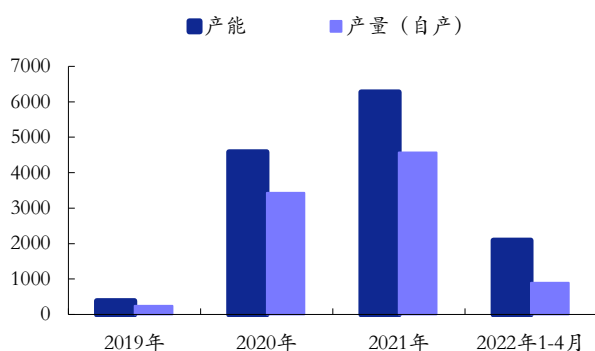
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图12. 主要产品自产产量（万吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

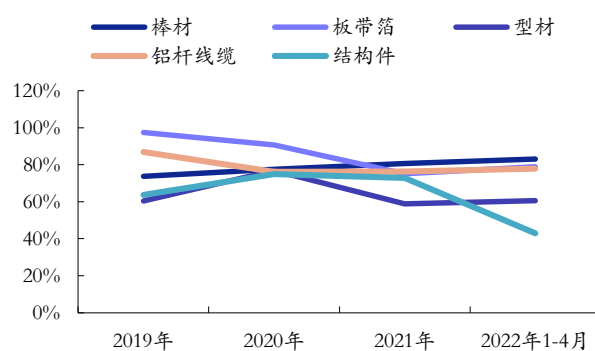
图13. 结构件产能和自产产量（万个）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：结构件相对精密、体积较小，数量单位为“万个”，其余产品的数量单位为“万吨”，故结构件单独列出

图14. 主要产品产能利用率（%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

云南基地布局有助提高绿色铝合金产量，山东基地扩大再生铝业务形成原料供应有力补充，公司铝加工品销量成长可期。公司原料供应结构中主要为铝水供应商中国宏桥，在山东地区的主要原料为液态形式的电解铝（即铝水），均由中国宏桥生产。为调整能源结构，发挥云南地区水电资源优势，中国宏桥计划将部分山东地区的电解铝产能分阶段转移至云南文山、云南红河地区，自 2019 年起启动产能置换方案，预计在十四五期间分期陆续实施。为应对主要供应商产能置换的事项，公司开展布局云南地区产能，同时在山东地区开展再生铝项目。

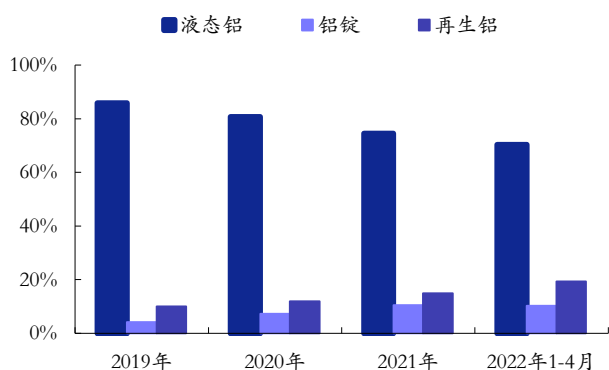
- ✓ **原料来源：**据公司公告，2022年1-4月，原料来源中液态铝/铝锭/再生铝占比分别为70.34%/10.29%/19.37%。公司着力布局再生铝领域，2019年至2022年4月，再生铝使用量占整体铝原料使用量的比例逐步扩大。采购的铝水量在2019年至2022年1-4月分别为254万吨、272万吨、262万吨和87万吨。
- ✓ **在云南地区新建铝合金生产基地：**募投项目云南创新“年产120万吨轻质高强铝合金材料项目（二期80万吨）”在云南省，绿铝占比提升；继续发挥“电解铝-铝合金”的上下游产业集群优势，且云南地区均为绿色铝，符合节能减排、绿色发展的政策及行业导向。
- ✓ **在山东地区加大再生铝作为原材料的有机补充：**目前公司已在山东各主要生产基地规划棒材、板带箔板块等七个再生铝项目，总量205万吨。一方面，创新金属在再生铝的保级升级利用方面具有先发优势，技术相对成熟，另一方面，再生铝采购价较原铝有一定折价，将原料部分替换为再生铝后，盈利空间可保障。

表2：宏桥产能及分布（截至2022年末）

电解铝总产能	山东地区	云南地区	未来规划
约646万吨	拥有邹平、滨州、魏桥、惠民、阳信、沾化、博兴及北海8个生产基地，产能约446万吨。	拥有1个生产基地，产能约200万吨。	未来魏桥将在云南总计拥有电解铝产能396万吨，占比61.3%，位于山东省滨州市本部的电解铝产能将降至250万吨。

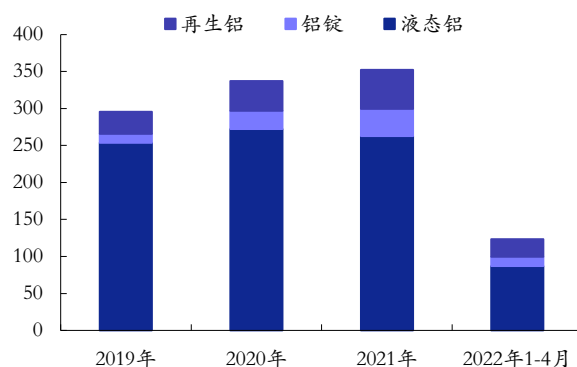
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图15. 产品原料来源占比 (%)



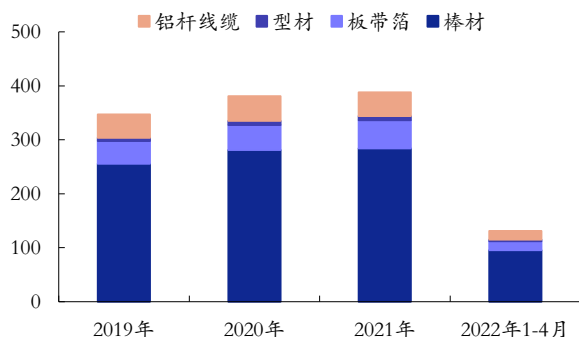
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图16. 公司整体铝原料使用情况 (万吨)



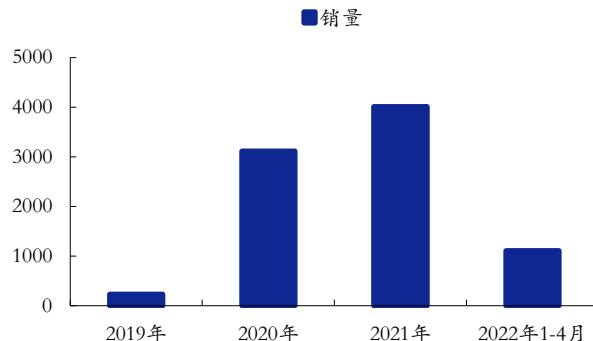
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图17. 主要产品销量 (万吨)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图18. 结构件销量 (万个)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图19. 公司产能分布及未来项目规划



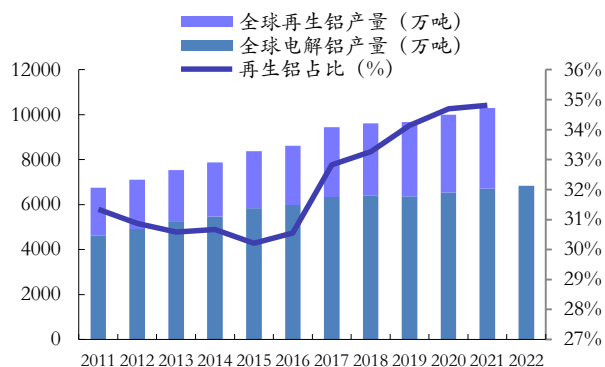
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：“拟建”即公司计划新建；“备案”即向主管机关报告事由存案以备考察

国内再生铝市场发展前景广阔，公司大力发展再生铝符合政策方向。据国际铝业协会数据 (IAI)，2021年中国再生铝产量占总产量比重达到近20%。国家发改委“十四五循环经济发展规划”，以2020年再生铝产量740万吨计算，目标到2025年再生铝产量达到1150万吨。2011-2021年中国再生铝产量年复合增速率为6.6%，全球再生铝消费年复合增速率为2.9%。

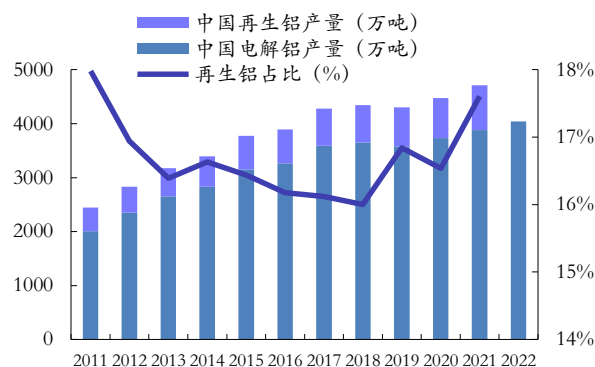
- ✓ **渠道优势：**公司拥有大量客户资源，均为铝加工行业制造业企业。其生产过程中形成大量铝废料可成为创新金属补充原材料、进行来料加工的来源。上游再生铝市场充足供应叠加下游客户铝废料补充，满足公司对再生铝需求，使得创新金属可以不断拓展对再生铝的运用。
- ✓ **技术优势：**再生铝保级升级利用方面进行前瞻性布局，技术相对成熟。创新金属自2017年开始与苹果公司合作开展3C用铝保级回收利用，在再生铝筛分、脱污、去杂净化、合金化等方面形成成熟技术体系。同时具备产业链全流程一体化优势。再生铝回收后可通过熔铸、挤压、精加工环节输出棒材、型材、结构件等产品，提高客户粘性与增值空间。

图20. 全球电解铝再生铝产量及再生铝占比 (万吨, %)



资料来源：IAI，中国有色金属工业协会，商务部，安信证券研究中心
注：2022年全球再生铝数据截至报告发布时未披露

图21. 中国电解铝再生铝产量及再生铝占比 (万吨, %)

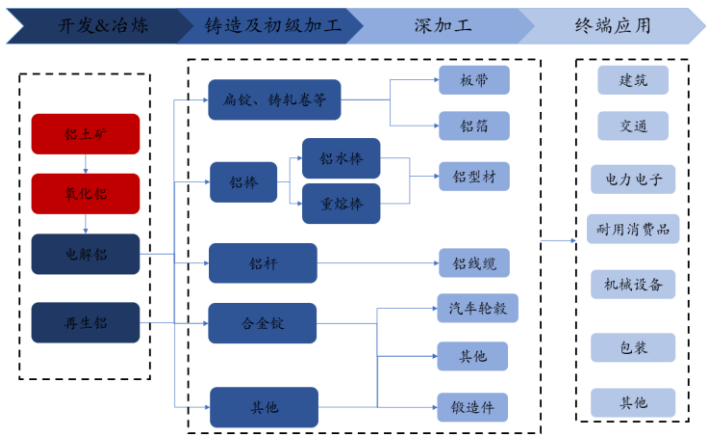


资料来源：IAI，中国有色金属工业协会，商务部，安信证券研究中心
注：2022年中国再生铝数据截至报告发布时未披露

铝加工材行业平稳增长，公司下游终端需求稳步升高。铝加工行业分为上游电解铝、中游铝加工和下游终端消费应用三个子行业。据中国有色金属工业协会和安泰科，2017年至2021

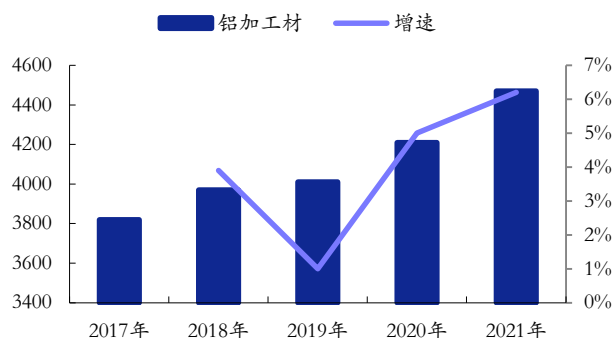
年铝加工材产量的年均复合增长率达到 4.0%，铝加工材行业规模大，近年一致保持平稳增长趋势。铝合金材料具体应用在 3C 电子、汽车轻量化、新能源、轨道交通、建筑等领域，公司布局的高端产品终端应用领域市场需求快速增长。

图22. 铝产业链示意图



资料来源：SMM，安信证券研究中心

图23. 铝加工材行业产量及增速（万吨，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表3: 铝加工材下游终端需求旺盛

应用领域	潜在发展	实例
3C 电子	手机方面，伴随 5G 发展和“高强度铝合金中框+玻璃或陶瓷背板设计”的高端旗舰型号手机的推出，全球智能手机占据大量市场份额。	
	平板电脑方面，据 Strategy Analytics，笔记本电报需求稳定在 1.5-1.6 亿台/年左右。	
	5G 基站方面，高导热铝合金已经广泛应用于基站散热器、光伏逆变器散热器等，具有 5G 特性的消费级创新应用实现规模增长。	
汽车轻量化	碳中和下汽车轻量化趋势将从“单车铝密度提升”和“新能源汽车渗透率”两方面提升铝消费类。	
新能源	挤压铝材是制造太阳能光伏组件的可选材料，是铝型材应用的新市场。据国家能源局和国际能源机构，2021 年全球光伏装机量 170GW，预计到 2025 年累计装机量达到 1725.11GW，2023-2025 年复合增速 8.89%。中国光伏累计装机量预计在 2025 年达约 474.69GW，2023-2025 年复合增速 14.18%。	
轨道交通	轨道车体大量使用铝材制造。随着城市基础设施建设力度的不断加大，未来地铁、轻轨等领域的铝型材需求持续增长。	
建筑	建筑业为铝型材应用最广泛的领域之一。据中国建筑业协会，2021 年建筑业总产值同比增长 11.04%，房屋实施面积同比增长 5.41%，建筑业的持续发展保证对铝型材的需求。	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 精准捕捉下游客户需求，高附加值领域产品加工数量上升。

2.2.1. 棒材：产品结构优化，生产经验丰富市场份额位列第一

公司棒材产品延伸新兴领域，拥有世界级高端生产设备。棒材是铝合金圆铸锭，以电解铝液、铝锭、再生铝等为主要原料，由纯铝熔体经合金化后铸造出来的圆形铸锭，是铝挤压、锻造或铸造主材。创新新材的棒材已经实现规模化量产，产能全国领先。生产设备领先，包括德国 Loi 室炉、美国 WAGSTAFF 铸造机、SNIF 在线除气设备、派罗特克在线除气和过滤系统等，定位高端市场，主要应用于航空航天领域的超硬高强铝合金、3C 电子、汽车轻量化、新能源、轨道交通行业、建筑工业领域，代表下游客户包括可成科技、金桥铝材、中信戴卡等公司。

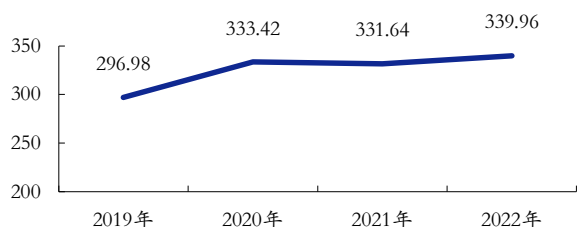
图24. 棒材应用领域及客户结构

产品	应用领域	用途	代表客户/案例
型号: 6013、6063、7003 	3C电子	手机、平板、二级、电视机边框等产品	
型号: 3003、4032、6061 	汽车轻量化	汽车轮毂、电池托盘、防撞梁、汽车座椅、装饰条等部件	
型号: 超硬高强铝合金2A12、7075、6005、6082 	轨道交通	城市轨道交通、高铁动车运输等项目	
型号: 6005、6082 	新能源	太阳能边框、光伏组件、光伏支柱等	
	5G基站	5G基站的基础设施建设	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

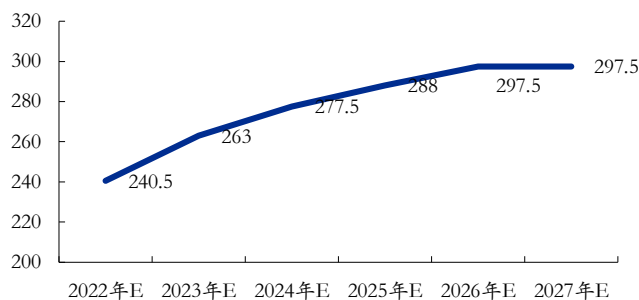
输出高附加值产品，驱动棒材加工费稳步提升。公司在传统的基建、轨道交通的基础上，向轻量化、新能源、消费电子等新兴领域延伸，对于铝合金产品在平整度、稳定性、物理性能等方面更加苛刻，向客户输出定制化产品。公司2019年、2020年、2021年、2022年1-4月的棒材平均单吨加工费分别为645.66元、669.97元、771.15元、845.43元，高端棒材（单吨加工费1000元以上）业务持续提升，单吨加工费水平较高。加工费收入规模方面，2020年棒材板块高端产品加工费较2019年增长34.36%，2021年较2020年增长32.00%，棒材高端产品销量及收入占比进一步增加。

图25. 棒材产能情况（万吨）



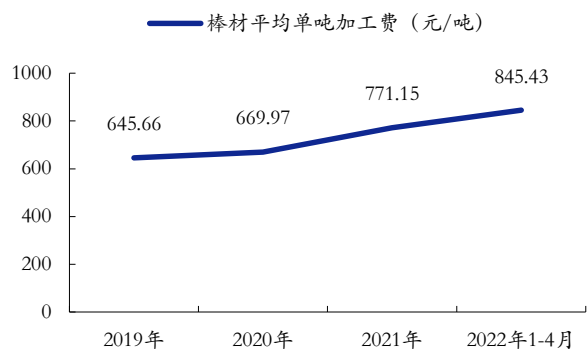
资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：2022年产量为1-4月年化数据（线性计算）

图26. 棒材2022-2027年销量预测（万吨）



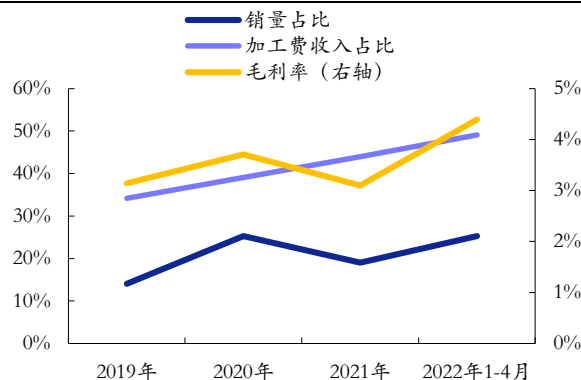
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图27. 棒材平均单吨加工费（元/吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图28. 高端棒材占棒材销量及加工费收入比例和毛利率（%）

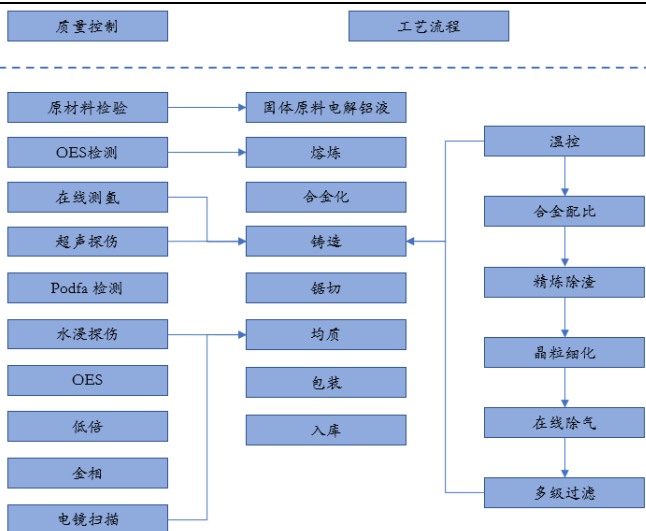


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

铝合金行业原材料为成本的主要构成，以再生铝为原料生产出的棒材毛利更高。

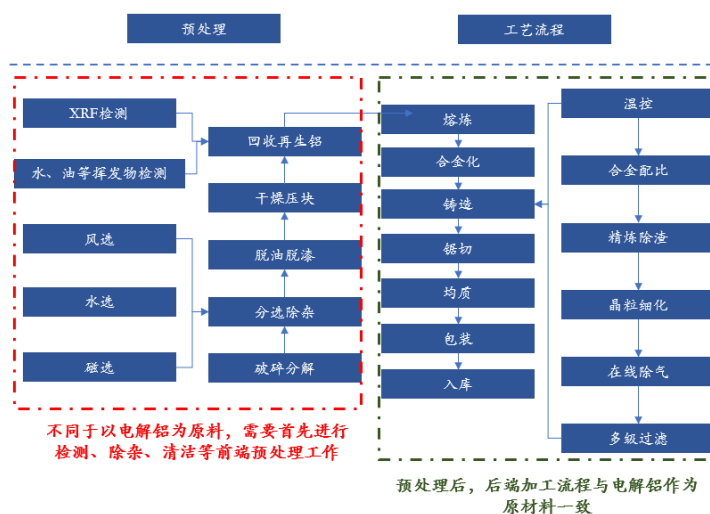
- ✓ 再生铝和电解铝均为生产棒材原材料，在铝合金加工过程中的生产流程及工序不同。电解铝系氧化铝通过电解提炼出纯铝，主要包含液态（液态铝）与固态（铝锭）两种形式；再生铝系由废旧铝或含铝的废料。在整体的工艺流程和工序上，除前端处理外无差异，再生铝需要先进行除杂等前端处理才能投入到后续的合金化等铝合金加工工序；电解铝可以直接进行合金化等铝合金加工工序，两种原料生产的终端产品并无明显差异。

图29. 以电解铝为原料的铝合金生产流程及主要工序



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图30. 以再生铝为原料的铝合金生产流程及主要工序



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

- ✓ 以再生铝为原料的生产加工过程中增加筛选、检测、除杂等前端工序。据公司公告，毛利率方面，电解铝采购定价以长江铝现货等公开市场报价为基准，再生铝在上述基础上，结合该批次再生铝的成分与状态，给与一定的折率（通常在 70%-95%之间）。综合来看，以再生铝为原料的生产成本有节约效果，能增厚公司盈利空间，提高毛利水平。

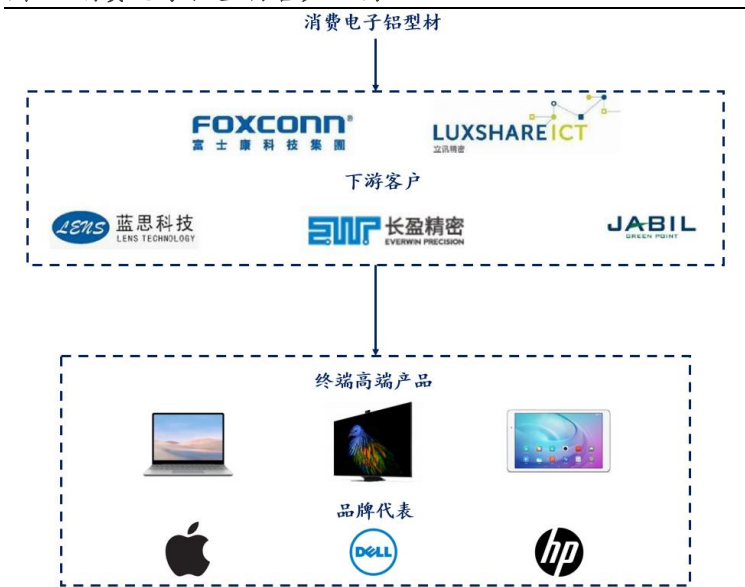
2.2.2. 型材：消费电子、汽车轻量化、轨道交通行业竞争力强，客户粘性强

公司加深对高技术含量的细分市场布局，与行业客户建立长期稳定合作关系。型材指应用于各类民用及商用领域的铝合金挤压材，以铝合金棒材为上游原料，是结构件生产的主要原材料。公司主要包括消费电子、轨道交通和汽车轻量化铝型材，已实现规模化量产。

- ✓ 消费电子铝型材方面，产品包括笔记本电脑外壳材料、平板电脑外壳材料、智能手机外壳和中框材料等。公司为苹果产业链合金供应商，承揽数十个项目，驱动高端业务规模持续提升。

- ✓ **轨道交通和汽车轻量化铝型材方面**，铝合金具备“质轻质优”的特点，密度为钢材的 30%，使用铝合金替代钢材可以有效减轻汽车重量，且强度等各项指标可满足替代钢材的需求。基于汽车产业的绿色化、轻量化发展趋势，公司持续加大业务布局。

图31. 消费电子铝型材客户结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

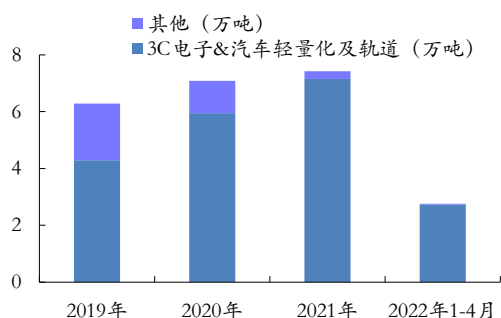
图32. 轨道交通和汽车轻量化铝型材客户结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

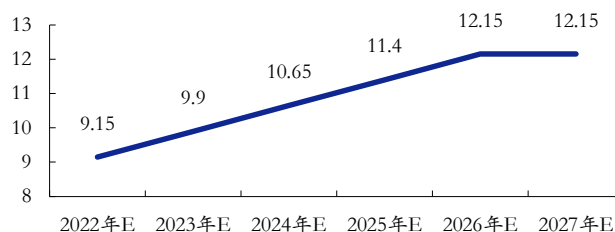
公司优化型材产品结构，产量和产能利用率均上涨。公司逐步减少单件重量较大但产品附加值较低的建筑型材产品销售，加大了应用于 3C 电子、汽车轻量化领域等单件较小但附加值高的产品生产销售。3C 电子、汽车轻量化及轨道产品 2020 年和 2021 年合计销售同比增长 38.69%、20.13%，产品销量不断提高，产能利用率也逐步提升，截至 2022 年 1-4 月达 60.48%。

图33. 型材 3C 电子、汽车轻量化及轨道产品销量（万吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

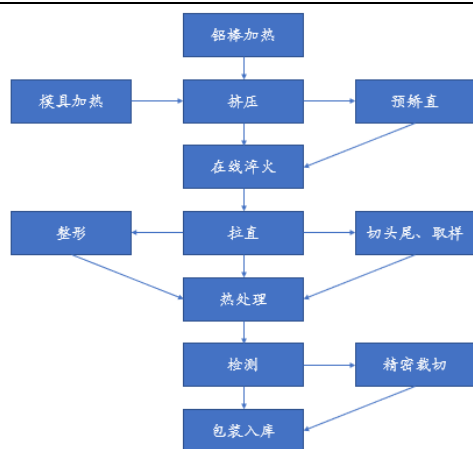
图34. 2022-2027 预测型材业务销量（万吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

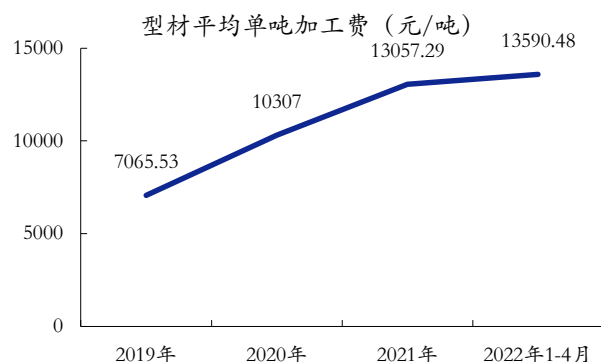
公司掌握领先铝合金挤压技术，型材产品均属于高端产品，单吨加工费水平高。通过对合金配比、模具设计以及挤压工艺参数的精准控制，公司是行业内少数掌握大面积适合阳极氧化的 7 系材料规模化生产挤压技术的厂商之一；此外，轨道交通类铝型材可克服模具弹性变形和淬火对型材收缩变形的影响，保障产品的电学和力学性能国内领先。型材板块自创立以来重点布局高技术含量的细分市场，对型材的研发、工艺、资金、人力等总和要求较高，型材产品单吨加工费水平亦高。

图35. 型材工艺流程及主要技术



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

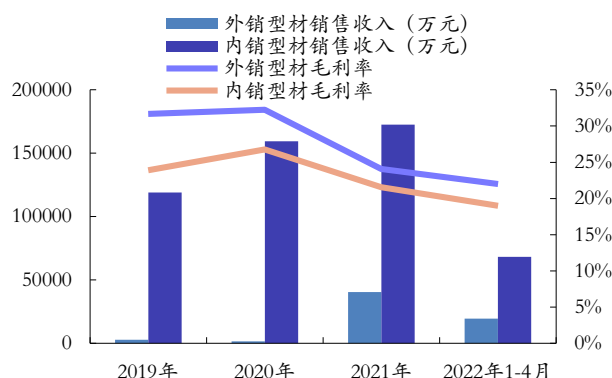
图36. 型材平均单吨加工费（元/吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

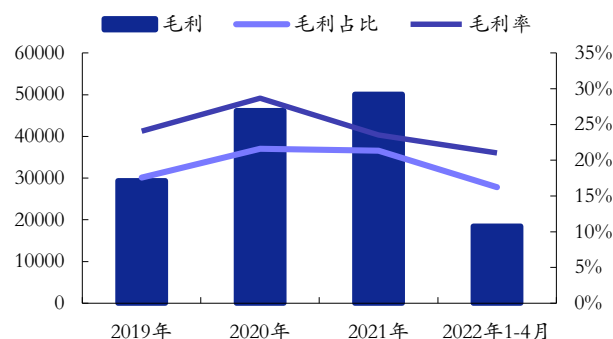
外销型材比内销型材毛利率和加工费水平均更高。公司型材境外销售收入主要系向富士康销售出口至保税区的产品收入，与内销型材不同，外销需要额外经过 CNC 精加工的工序，产品切割和加工要求的精细化程度更高，产品附加值较高，加工费水平更高。此外，公司经 CNC 加工的外销型材与可比公司福蓉科技主要产品相似，毛利率水平基本一致。

图37. 外销与内销型材销售收入及毛利率（万元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

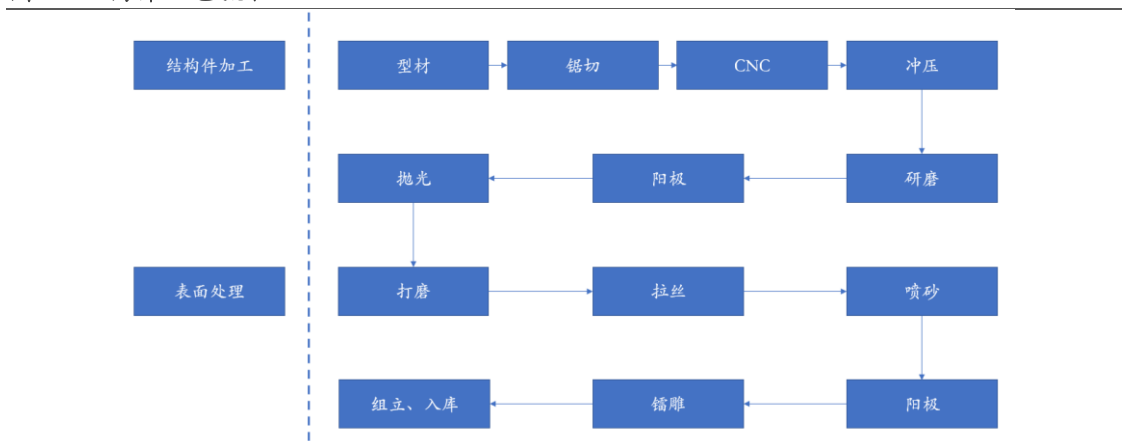
图38. 公司型材毛利、毛利占比、毛利率情况（万元，%）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

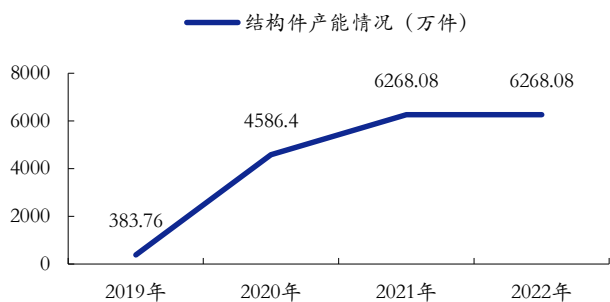
结构件以型材为原料，为苹果公司产品提供转轴。结构件是指 3C 电子等产品中对安装在其中的各种功能性元器件提供固定、支撑、保护和装饰等作用的铝制基础构架；从用途上分类，可分为外观件、保护件、屏蔽件、补强件等。精密结构件的加工需要铝型材经过精密锯切，将胚料送至数控机床机型 CNC 加工，进行多夹位、多角度的微米量级加工成型，再经喷砂、阳极、镭雕等工艺处理，最终形成应用于消费终端的铝制结构件产品。公司的主要铝制结构件为智能耳机如 AirPods 转轴，目前结构件业务处于成长期，二级转轴等项目已实现量产，部分新项目尚处于研发试制阶段。

图39. 结构件工艺流程



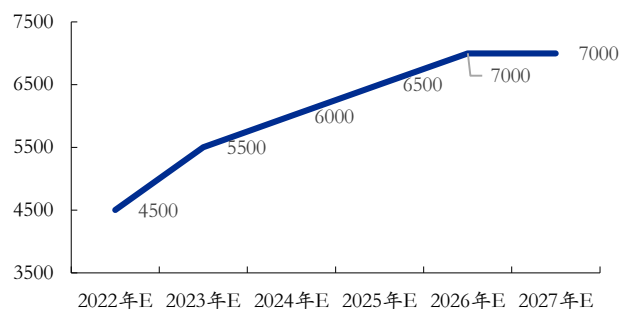
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图40. 结构件产能（万件）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：2022年产能为1-4月年化数据

图41. 结构件 2022-2027 年销量预测（万片）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2.3. 铝杆线缆：产能位居市场前列，产品紧跟国家政策要求

公司以合金铝杆和纯铝电工圆铝杆、裸铝线为主导，产品质量稳定可靠，客户资源稳定。创新新材连续几年参与国家高强超导线缆标准制定，与国缆研究所和电科院密切合作，十三五期间国家西电东输项目70%以上的特高压导线中标单位采购了公司的产品。

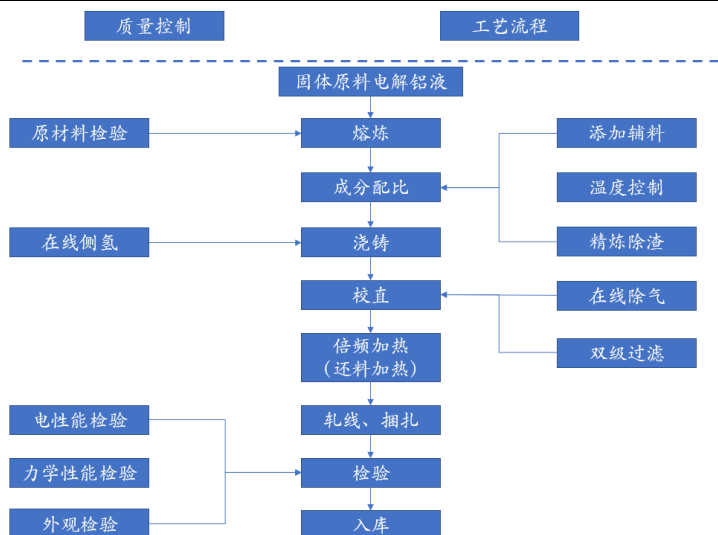
- ✓ **合金产品：**公司主要生产 1060、1110、3003、3102、5005、8030、8176、8A07、1120、6101、6201 以及国家电网大力推行的中强度、高导电性合金铝杆等系列合金铝杆和合金铝导线，性能符合国家标准，广泛应用于电力电缆、架空线和家用电器等产品。
- ✓ **纯铝产品：**主要生产纯铝杆、裸铝线、用于铝漆包线和铜包铝线的铝丝以及家电空调热交换管和汽车散热器。公司历经多次实验和技术创新，已经摸索出一套适合铝漆包线、铜包铝线及家用电器产品需求的铝杆、铝丝生产工艺。

图42. 公司铝杆及线缆部分产品应用情况



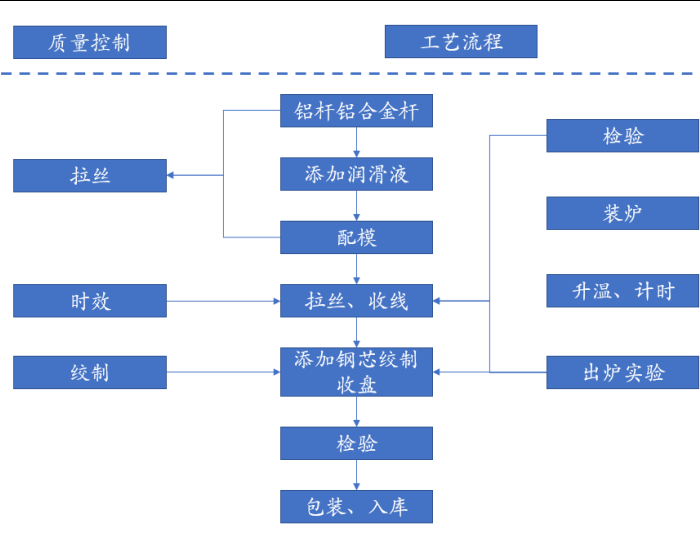
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图43. 铝杆工艺流程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图44. 线缆工艺流程

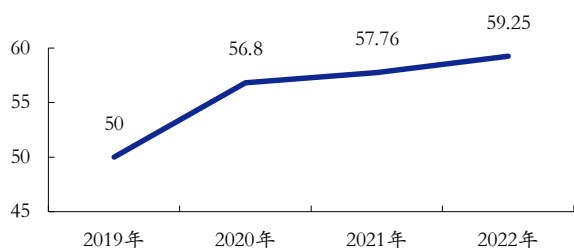


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司拓展白色家电市场，推进电网转型升级有助销量情况向好。由于 2020 年以来受疫情叠加国家电网暂停特高压项目招标，业务量波动导致公司铝杆线缆的产能利用率波动。为保障业务稳定、提升抗风险能力，创新金属铝杆线缆业务增加了在白色家电等市场的开拓，开发瑞踏金属、铜陵兢强等客户。十四五期间，国家电网计划投资超过 2 万亿元推进电网转型升级以及主推高导电率及铝合金导线线路建设，公司铝杆线缆业务有进一步发展空间，且公司预计未来销量小幅稳定增长。

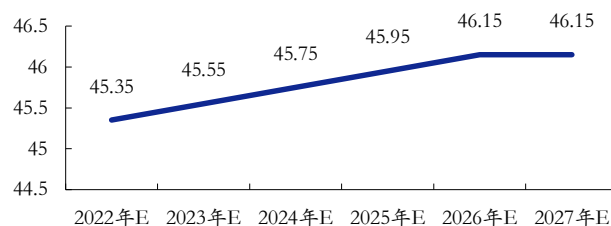
公司顺应节能降耗发展理念，加强研发生产新型节能材料，订单量与加工费均稳中有升。2019 年国家电网项目订单较多，高标准铝杆线缆产品加工费水平较高。自 2020 年起公司逐步加大漆包线、铝丝等中高端产品业务量，拓展家电市场，不仅保障业务量稳定，而且促进加工费水平的稳步提升。

图45. 铝杆线缆产能（万吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：2022年产能为1-4月年化数据

图46. 2022-2027 预测铝杆线缆业务销量（万吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

铝杆线缆境外销售收入极低，与境内毛利率差距系产品品质不同。公司主要向境内客户销售普通铝杆线缆；向境外销售铝杆线缆金额极低，主要销售铝合金丝。由于铝合金丝对材质要求特殊，工艺更复杂，故加工费更高。内外销铝合金丝的平均加工费水平差异不大，不同批次的加工工艺复杂程度不同，因此加工费水平亦存在差距。

2.2.4. 铝板带箔：十余年铝压延研发生产经营，规模处于铝压延行业前端

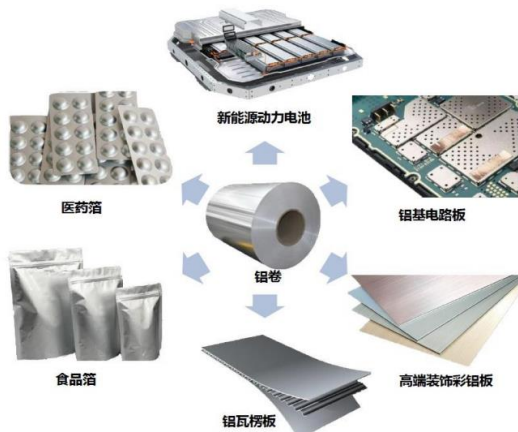
公司精密配套设备国内领先，产品结构稳步提升口碑优良。截止至2022年10月创新新材拥有国内先进的倾斜式铸轧机50台、高效四辊冷轧机11台、箔轧机3台、大扁锭铸造机3台，主要为江苏鼎盛、格朗吉斯铝业、明泰铝业、华峰铝业、万顺新材等提供单零铝箔、空调铝箔及坯料，为东阳光科技提供空调素箔。公司是中国建筑装饰材料行业铝基材的最大供货商之一，也是LED印刷电路板行业铝基覆铜板的主要铝材供应商之一。通过为业内知名企业如京发铝业提供铝材，公司在高档铝基覆铜板市场积累了优良的口碑。

表4：铝板带箔应用

产品类型	合金牌号	厚度范围（mm）	用途
中厚板	1-8系	4-240	五金制品、汽车板、模具、化工料仓、机械加工件等
铝板	1系、3系、5系、6系、8系	0.8-3	建筑装饰铝板、货车油箱板、中空玻璃铝隔条等
双零铝箔坯料	1235、1145 8079、8111	0.2-0.5	用于生产双零铝箔，双零铝箔厚度<0.007mm
单零铝箔坯料	1系、3系、8系	0.2-0.5	用于生产单零铝箔
单零箔	1系、3系、8系	0.009-0.099	用于家用箔、容器箔、防水箔、空调箔、美发箔、家带箔等
装饰彩涂铝基	1系、3系、5系	≥0.01	铝塑板、屋面彩铝板、家具面板、广告彩铝板等
CTP版	1系	0.1-0.3	印刷行业
圆片及坯料	1系、3系、8系	0.2-1.5	锅具、酒盖类、化妆品等
氧化料	1系、3系、5系	0.2-3	装饰材料、LED铝基覆铜板等

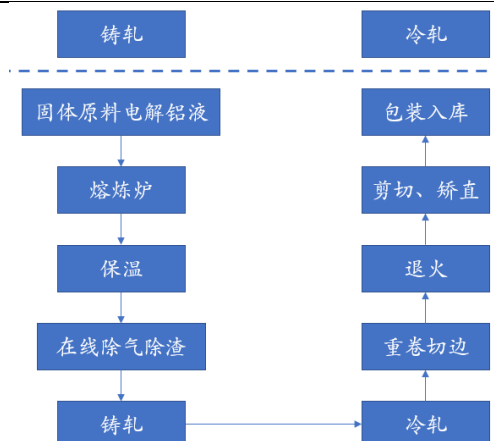
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图47. 铝板带箔产品主要应用示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

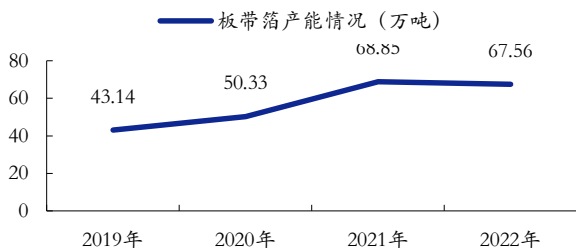
图48. 铝板带箔工艺流程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

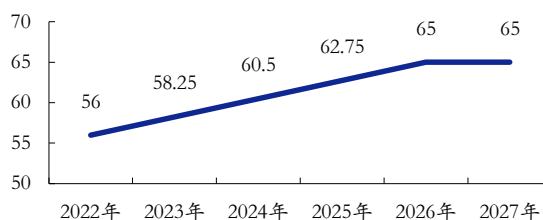
新增板带箔产能处于逐步释放阶段，预计业务量稳中有升。公司在板带箔领域具备多年业务积累，铝板带、铝箔产品的研发能力与工艺水平处于市场前端水平，预计未来新增产能将逐步得到有效利用，从公司历史产量增长趋势上看未来预测产品销量平稳增长也具有合理性，因而板带箔业务量自 2022 年至 2026 年保持稳中有升。

图49. 铝板带箔产能（万吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：2022 年产能按 1-4 月年化数据

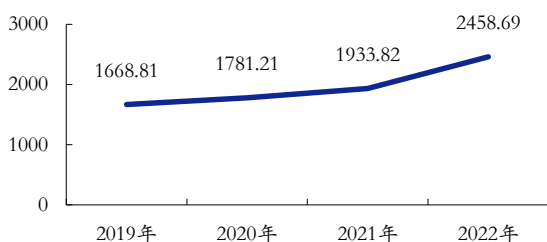
图50. 铝板带箔 2022-2027 年销量预测（万吨）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

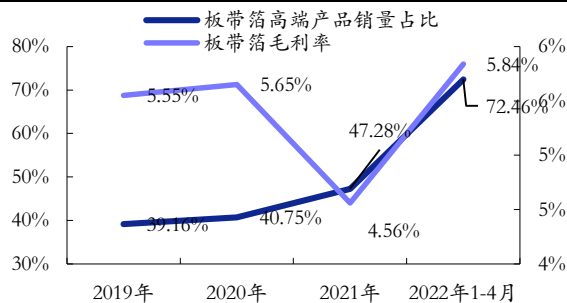
发力产业结构优化，向高附加值细分领域延伸。公司逐步降低相对简易的铸轧卷的销售比例，增加冷轧等高端产品输出。此外，业务持续向加工精细度高、工艺要求高拓展，精进品质稳定性、工艺创新性、交货及时性、服务质量等，致加工费升高。公司不断开拓高端家具、家电家居和食品包装领域，高端产品（单吨加工费 2000 元以上）销售稳步增长。

图51. 铝板带箔平均单吨加工费（元/吨）



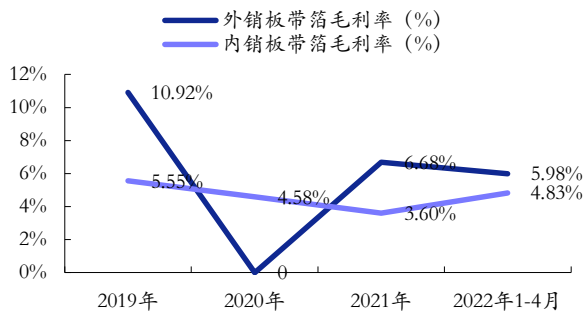
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图52. 铝板带箔高端产品销量占比和毛利率（%）



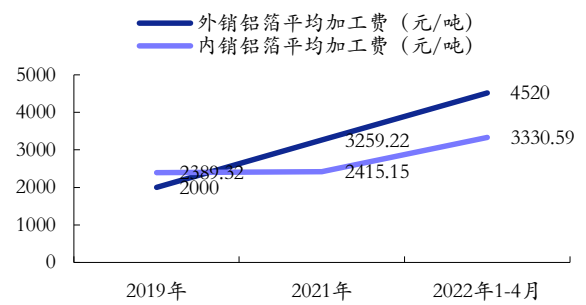
资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：铝板带箔加工费收入未披露

图53. 铝板带箔内外销毛利率 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：2020年无外销，故为0

图54. 铝板带箔内外销平均加工费 (元/吨)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2.5. 公司型材毛利率高于同行业公司，债务资本结构与可比公司相当

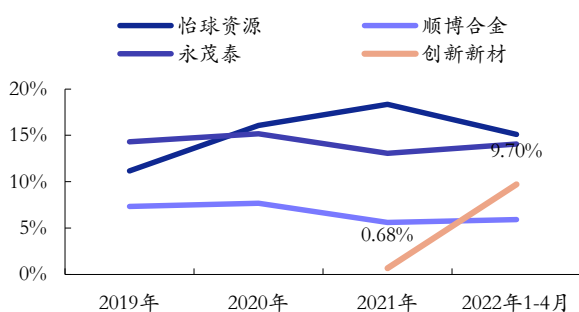
公司进一步扩大再生铝业务规模，目前再生资源业务毛利略低于可比公司。从事再生资源业务，并对外以铝锭、铝合金液等原铝形式销售的可比公司毛利区间在 5.92%-18.36%，创新新材在 2022 年 1-4 月期间再生铝业务毛利率为 9.70%。

表5：创新新材主要可比公司

公司名称	首发上市日期	业务类型
南山铝业	1999-12-23	热电、氧化铝、电解铝、铝型材
明泰铝业	2011-09-19	铝板带箔、铝型材
鼎盛新材	2018-04-18	有色金属铝压延
深圳新星	2017-08-07	铝晶粒细化剂、氟铝酸钾
常铝股份	2007-08-21	铝箔制品、医疗洁净
罗普斯金	2010-01-12	铝合金铸棒、铝合金挤压型材
宏创控股	2010-03-31	铝板带箔
天山铝业	2010-12-31	电解铝产品、高纯铝产品、铝深加工产品、氧化铝产品、阳极碳素产品
亚太科技	2011-01-18	管材类、型材类、棒材类、铸棒类、其他铝制品
闽发铝业	2011-04-28	铝合金模板、净水剂
和胜股份	2017-01-12	汽车零部件、电子消费品
万顺新材	2010-02-26	纸包装材料、铝箔、功能性薄膜
银邦股份	2012-07-18	金属复合材料、装备制造业

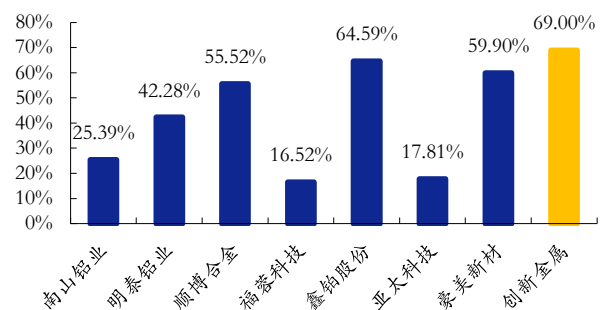
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图55. 可比公司再生资源业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心
注：2019、2020年创新新材再生资源业务毛利率未披露

图56. 截至 2022 年 3 月 31 日资产负债率 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资产负债率与同业公司相近。据公司公告，同行业可比公司中，南山铝业、明泰铝业、亚太科技自上市以来股权融资次数超过 2 次，其资产负债率水平较低；顺博合金、福蓉科技、鑫铂股份、豪美新材通过首次公开发行股票融资 1 次(除福蓉科技资产负债率在 55%-65%之间)。

创新新材的资产负债率为 69.00%，剔除承兑保证金和短期借款保证金影响，期末资产负债率为 62.43%，故公司与行业水平相当。

公司在棒材、板带箔等产品毛利率低于可比公司，型材板块的毛利率高于可比公司。同业比较来看，基于产业链覆盖度、工艺复杂程度、原材料结构等总和因素，公司整体毛利率与同业上市公司存在差异。

表6：可比公司主要业务毛利率汇总（据 2021 年报）

业务分类	公司业务分类	毛利率
棒材	亚太科技-棒材	12.64%
	亚太科技-铸棒	4.35%
	创新新材-棒材	3.10%
型材	南山铝业-型材	20.00%
	鑫铂股份-工业铝型材	11.56%
	鑫铂股份-建筑铝型材	16.19%
	豪美新材-工业铝型材	8.10%
	豪美新材-建筑铝型材	15.96%
	豪美新材-汽车轻量化铝型材	17.65%
	亚太科技-型材	14.01%
	创新新材-型材	23.53%
铝板带箔	南山铝业-板材	26.01%
	明泰铝业-铝板带	12.56%
	创新新材-板带箔	4.56%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 15 亿募投：设备更新迭代，两项目推动高端转型进程

据 2022 年 10 月公司募投报告书，创新新材拟募集配套资金 15 亿元，股份发行价格为 3.44 元/股，向不超过 35 名（含 35 名）的特定投资者定向发行，分别用于创新金属“年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）”（7 亿）、云南创新“年产 120 万吨轻质高强铝合金材料项目（二期）”（8 亿）。两者之间差异为原材料和设备。

√**原材料方面**，云南创新采用绿色水电铝为原材料生产铝合金棒材，符合环保低碳严格要求；创新金属将以火电铝、再生铝作为原材料。

√**设备方面**，创新金属拟引进的高端先进设备数量多于云南创新，因此虽云南创新（二期产能 80 万吨）高于创新金属（二期产能 50 万吨）30 万吨，但设备投资总额未大幅超出。

3.1. 年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）

引入高效先进设备，把握高端铝材主航道。该项目主要产品为各类铝合金棒材，预计达产后总产能规模为 80 万吨，其中二期产能 50 万吨。项目建设投产后，通过购入现金高端设备更新老旧设备，可预期实现

√**提质增效**，构建高质、高效、智能化的生产线，在实现量质齐升的基础上，满足公司业务向高端领域发展的装备需求，同时优化公司生产能力，增强产品供应能力。

√**完善公司产品结构**，提升高端产品供应比例，有利于把握未来汽车、轨道交通、3C 电子等高端领域增长的市场机遇。

23 年 7 月投产，第 5 年产能达标。项目计算期为 11 年，其中建设期 2 年，于 2022 年 1 月启动建设，预计 2023 年 7 月投产。项目第 2 年达到设计生产能力的 20%，第 3 年达到设计生产能力的 60%，第 4 年达到设计生产能力的 90%，第 5 年完全达产，达产产量为 50 万吨。

表7：80万吨铝合金材料项目建设期

项目	T+1				T+2			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
工程建设								
设备采购及安装								
人员招聘及培训								
设备调试及生产								

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

自筹资金补足投资空缺，毛利率高于均值。项目预计总投资 78,824.01 万元。其中，拟以募集资金投入 70,000.00 万元，不足部分由公司通过自有资金、银行借款等方式筹措。

✓项目建设投资总额合计 7,770.38 万元，包括生产车间、货场、循环水池等建筑物以及绿化、铸造井、雨污管网等配套工程的建设费用投资；增购设备共 143 台（台/套），投资总额合计 59,076.10 万元；预备费 3,342.32 万元；铺底流动资金 8,635.21 万元（流动资金总额的 30%），占项目投资总额的 10.96%。

表8：80万吨铝合金材料项目投资计划（万元）

序号	项目	T+1	T+2	合计
1	建设投资	7,770.38	-	7,770.38
2	设备投资	23,630.44	35,445.66	59,076.10
3	预备费	1,570.04	1,772.28	3,342.32
4	铺底流动资金		8,635.21	8,635.21
	合计	32,970.86	45,853.15	78,824.01

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

✓经公司测算，项目毛利率为 3.53%，略高于报告期三年平均毛利率，主要系募投项目所生产销售的铝合金棒材高端产品比率高于公司报告期内值；同时，该毛利率处于亚太科技铸棒类产品、罗普斯金熔铸铝棒的产品毛利率水平范围区间内。

表9：80万吨铝合金材料项目经济效益指标

项目	单位	金额
年均营业收入	万元	681,000.00
年均营业成本	万元	656,935.77
年均净利润	万元	13,061.82
年均毛利率		3.53%
IRR（税后）		16.48%
NPV（税后）	万元	14,907.00
回收期（税后，含建设期）	年	7.11

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 年产 120 万吨轻质高强铝合金材料项目（二期）

绿色智能主题建设，增质增量提高盈利。项目建设智能、高效铝合金棒材生产线，以水电铝为原材料，制造轻质高强铝合金棒材，增强公司智能制造能力，降低生产成本，强化盈利水平和盈利规模。本项目预计达产后总产能规模为 120 万吨，其中二期产能 80 万吨。

23年7月投产，5年实现达产。项目于2022年1月启动建设，计算期为11年，预计于2023年7月投产。项目第2年达到设计生产能力的20%，第3年达到设计生产能力的40%，第4年达到设计生产能力的70%，第5年完全达产，达产产量为80万吨

表10：120万吨铝合金材料项目建设期

项目	T+1				T+2			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
工程建设								
设备采购及安装								
人员招聘及培训								
设备调试及生产								

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

足量资金注入，低人工成本提高项目回报。项目预计总投资91,523.64万元。其中，拟以募集资金投入80,000.00万元，不足部分由公司通过自有资金、银行借款等方式筹措。

✓建设投资总额合计7,155.70万元，包括铸造车间、仓库、综合楼、质检、研发中心、职工倒班楼、循环水池等建筑物的建设费用投资；增购设备共计186台（台/套），投资总额合计66,766.12万元；预备费3,696.09万元，根据公司以往项目经验取项目投资中建设投资、设备投资之和的5%进行测算；铺底流动资金13,905.73万元（流动资金总额的30%），占项目投资总额的15.19%。

表11：120万吨铝合金材料项目投资计划（万元）

序号	项目	T+1	T+2	合计
1	建设投资	7,155.70	-	7,155.70
2	设备投资	13,353.22	53,412.90	66,766.12
3	预备费	1,025.45	2,670.64	3,696.09
4	铺底流动资金	-	13,905.73	13,905.73
	合计	21,534.37	69,989.27	91,523.64

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

✓经公司测算，本项目的毛利率为3.61%，略高于报告期内平均毛利率，一方面主要系募投项目所生产销售的铝合金棒材高端产品比率高于公司报告期内值，另一方面系云南文山人工成本相对较低。同时，该项目毛利率同样处于亚太科技铸棒类产品（4.35%）、罗普斯金熔铸铝棒的产品（3.27%）毛利率水平范围区间内。

表12：120万吨铝合金材料项目经济效益指标

项目	单位	金额
年均营业收入	万元	1,093,000.00
年均营业成本	万元	1,053,538.00
年均净利润	万元	20,797.96
年均毛利率		3.61%
IRR（税后）		19.96%
NPV（税后）	万元	31,687.88
回收期（税后，含建设期）	年	6.89

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测

我们预计 2022/2023/2024 年公司将实现营业收入分别为 622.20 亿元、656.41 亿元、679.00 亿元，实现净利润分别为 10.94 亿元、12.69 亿元、14.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.27、0.32、0.36 元/股，目前股价对应 PE 为 23.2、20.0、17.8 倍

我们选取同业铝加工材公司进行估值对比，考虑公司在铝加工材行业龙头属性突出，客户粘性较强，未来产能端和原料端均稳健扩张，成长性良好，给予 2023 年 22 倍估值，估值 148.77 亿元，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 6.97 元/股。

(一) 棒材业务

- (1) 量：据公司公告现有及募投项目的产能释放程度，我们预测 22-24 年直销销量分别为 204.50、244.60、285.02 万吨，来料加工销量分别为 36、40、44 万吨。
- (2) 价：据公司公告，我们预计 22-24 年直销业务单价分别为 1.87、1.74、1.60 万元/吨；来料加工业务单价分别为 0.14、0.14、0.14 万元/吨。
- (3) 利：考虑铝棒材行业加工费变动频率较低，据公司披露的 2022 年 1-4 月毛利率，以及未来随着现有产能利用率提升及募投项目释放，在规模效应下，公司 22-24 年单吨净利润逐步提升，分别为 187、190、201 元/吨。

(二) 型材业务

- (1) 量：据公司公告预估销量，我们预计 22-24 年销量分别为 9.15、9.90、10.65 万吨。
- (2) 价：据公司公告，我们预计 22-24 年单价分别为 3.07、2.92、2.77 万元/吨。
- (3) 利：依据公司披露的 22-24 年型材加工费水平，以及公司披露的 2022 年 1-4 月毛利率，假定毛利率维持 2022 年 1-4 月水平 21%，我们预计 22-24 年单吨净利润约为 4200、4000、3800 元/吨。

(三) 板带箔与铝杆线缆业务

- (1) 量：据公司公告预估销量，我们预计 22-24 年板带箔销量分别为 56.00、58.25、60.50 万吨；铝杆线缆直销销量分别为 44.30、44.50、44.70 万吨，来料加工销量分别为 1.05、1.05、1.05 万吨。
- (2) 价：据公司公告，我们预计 22-24 年板带箔单价分别为 2.00、1.86、1.73 万元/吨；铝杆线缆直销业务单价分别为 1.99、1.74、1.61 万元/吨，来料加工业务单价分别为 0.10、0.10、0.10 万元/吨。
- (3) 利：考虑铝板带箔及杆线缆行业加工费变动频率较低，据公司披露的 2022 年 1-4 月毛利率，我们预计 22-24 年板带箔单吨净利润稳定在约 400 元/吨，铝杆线缆单吨净利润稳定在约 100 元/吨。

表13：公司核心量价假设

		业务	2021	2022E	2023E	2024E
销量 (万吨 /万个)		棒材	222.00	204.50	244.60	285.02
		(直销+来料加工)	32.28	36.00	40.00	44.00
		型材(直销)	7.42	9.15	9.90	10.65
		板带箔(直销)	52.01	56.00	58.25	60.50
		铝杆线缆	42.68	44.30	44.50	44.70
		(直销+来料加工)	1.03	1.05	1.05	1.05
价格假设 (万元/吨 万元/个)		结构件(直销)	4,005.24	4,500.00	5,500.00	6,000.00
		棒材	1.69	1.79	1.66	1.53
		(直销+来料加工)	0.13	0.13	0.13	0.13
		型材(直销)	2.87	3.07	2.92	2.77
		板带箔(直销)	1.85	2.00	1.86	1.73
		铝杆线缆	1.71	1.81	1.68	1.55
	(直销+来料加工)	0.10	0.10	0.10	0.10	
	结构件(直销)	0.00056	0.00056	0.00056	0.00056	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表14: 可比公司估值表

	公司	总市值 (亿元)	股价	净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002540.SZ	亚太科技	81	6.50	0.0	6.1	7.4	0.00	0.49	0.59	9.3	13.4	11.0
601677.SH	明泰铝业	167	17.23	17.4	21.1	27.1	1.79	2.17	2.79	9.6	7.9	6.2
002988.SZ	豪美型材	38	16.36	0.2	2.8	4.1	0.08	1.22	1.77	217.0	13.5	9.2
601702.SH	华峰铝业	140	14.03	7.8	9.3	11.1	0.78	0.93	1.11	18.1	15.1	12.6
	均值									81.5	12.2	9.3

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 亚太科技、明泰铝业、豪美型材、华峰铝业采用 wind 一致预期, 行情数据日期为 2023 年 3 月 6 日。

5. 风险提示

- (1) **项目进展不及预期。**公司主营业务是棒材, 其中公司募投项目“年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目(二期)”和“年产 120 万吨轻质高强铝合金材料项目(二期)”棒材项目进展情况关系未来业绩增长, 若放量进展不及预期, 或将影响公司业绩。
- (2) **原材料供应结构发生调整。**公司铝水主要供应商宏桥预计在十四五期间分期陆续由山东迁移至云南, 山东地区铝水供应减少或导致公司在山东地区的原料供应结构发生调整, 若当地铝水供应的减少未能通过铝锭、再生铝形成补充, 会对业务量和盈利情况不利。
- (3) **下游需求不及预期。**宏观层面不确定因素多, 若经济增速缓慢, 下游需求不及预期或将影响公司产品销量以及销量价格, 对公司业绩造成扰动。
- (4) **安全生产及环保风险。**在主要业务的生产工艺中存在高温、污染等因素, 如缺乏严格规范的管理措施, 将对公司项目进展产生影响, 产量不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,548.7	8,353.4	62,220.2	65,640.7	67,900.0	成长性					
减: 营业成本	6,883.3	5,950.4	59,577.6	62,787.1	64,960.3	营业收入增长率	-20.4%	-12.5%	644.9%	5.5%	3.4%
营业税费	26.5	20.9	156.0	164.1	169.8	营业利润增长率	101.6%	-187.7%	-873.7%	16.0%	12.4%
销售费用	2,063.6	1,970.6	622.2	656.4	597.5	净利润增长率	22.4%	-373.3%	-488.3%	16.0%	12.4%
管理费用	317.2	296.5	292.4	210.1	135.8	EBITDA 增长率	13.9%	-39.8%	523.3%	14.6%	11.4%
研发费用	-	-	62.2	65.6	67.9	EBIT 增长率	20.4%	-49.0%	885.1%	15.5%	12.0%
财务费用	105.2	351.4	62.2	65.6	67.9	NOPLAT 增长率	-32.2%	10.6%	546.2%	15.5%	12.0%
资产减值损失	-7.9	-9.9	-	-	-	投资资本增长率	-74.7%	2,897.0%	874.4%	-82.0%	454.3%
加: 公允价值变动收益	-5.5	2.4	11.5	-	-	净资产增长率	1.9%	-29.6%	204.6%	14.9%	16.2%
投资和汇兑收益	42.4	27.2	-	-	-						
营业利润	215.0	-188.6	1,459.0	1,691.8	1,900.9	利润率					
加: 营业外净收支	-6.4	-70.8	-	-	-	毛利率	27.9%	28.8%	4.2%	4.3%	4.3%
利润总额	208.6	-259.3	1,459.0	1,691.8	1,900.9	营业利润率	2.3%	-2.3%	2.3%	2.6%	2.8%
减: 所得税	104.6	21.8	364.7	423.0	475.2	净利润率	1.1%	-3.4%	1.8%	1.9%	2.1%
净利润	103.1	-281.8	1,094.2	1,268.9	1,425.7	EBITDA/营业收入	4.5%	3.1%	2.6%	2.8%	3.0%
						EBIT/营业收入	3.2%	1.8%	2.4%	2.7%	2.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	27	30	4	3	2
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	-99	-97	-127	-136	-127
货币资金	3,013.0	2,295.1	45,007.0	11,751.9	46,148.6	流动资产周转天数	199	188	212	230	228
交易性金融资产	22.0	23.4	34.9	34.9	34.9	应收帐款周转天数	4	5	5	5	5
应收帐款	104.2	113.5	1,508.1	202.7	1,567.0	存货周转天数	44	47	63	63	63
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	335	426	247	256	255
预付帐款	73.3	92.7	1,569.0	182.2	1,629.6	投资资本周转天数	-13	-94	-132	-134	-129
存货	1,095.4	1,073.7	20,644.7	2,243.7	21,436.9						
其他流动资产	385.9	415.7	421.2	407.6	414.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.7%	-14.3%	18.2%	18.3%	17.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.3%	-2.4%	1.5%	6.5%	1.9%
长期股权投资	1,338.8	1,366.7	1,366.7	1,366.7	1,366.7	ROIC	-28.6%	-124.8%	-26.9%	-3.2%	-19.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	688.2	684.1	590.2	496.3	402.3	销售费用率	21.6%	23.6%	1.0%	1.0%	0.9%
在建工程	11.6	12.6	12.6	12.6	12.6	管理费用率	3.3%	3.5%	0.5%	0.3%	0.2%
无形资产	133.0	37.5	32.3	27.1	21.8	研发费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	1,352.3	5,439.9	2,578.0	2,889.1	3,367.9	财务费用率	1.1%	4.2%	0.1%	0.1%	0.1%
资产总额	8,217.7	11,555.0	73,764.6	19,614.7	76,403.2	四费/营业收入	26.0%	31.3%	1.7%	1.5%	1.3%
短期债务	1,113.6	883.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	3,422.5	3,135.6	59,851.1	7,497.9	62,485.9	资产负债率	65.8%	82.9%	91.8%	64.7%	89.5%
应付票据	149.3	153.6	2,879.4	1,417.2	1,765.0	负债权益比	192.7%	484.6%	1,125.1%	183.4%	850.5%
其他流动负债	508.8	996.2	3,536.9	1,824.9	1,521.4	流动比率	0.90	0.78	1.04	1.38	1.08
长期借款	176.0	63.3	-	-	-	速动比率	0.69	0.57	0.73	1.17	0.76
其他非流动负债	39.5	4,346.7	1,476.3	1,954.2	2,592.4	利息保障倍数	2.88	0.44	24.45	26.77	29.00
负债总额	5,409.7	9,578.4	67,743.7	12,694.2	68,364.7	分红指标					
少数股东权益	3.1	-	-	-	-	DPS(元)	0.01	-	0.10	0.09	0.08
股本	665.8	665.8	4,003.6	4,003.6	4,003.6	分红比率	51.7%	0.0%	35.7%	29.1%	21.6%
留存收益	2,138.9	1,313.3	2,017.4	2,917.0	4,034.9	股息收益率	0.2%	0.0%	1.5%	1.5%	1.2%
股东权益	2,808.0	1,976.7	6,021.0	6,920.6	8,038.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
						净利润	104.0	-281.1	1,094.2	1,268.9	1,425.7
						加: 折旧和摊销	256.2	240.8	99.2	99.2	99.2
						资产减值准备	7.9	9.9	-	-	-
						公允价值变动损失	5.5	-2.4	11.5	-	-
						财务费用	127.0	356.5	62.2	65.6	67.9
						投资收益	-42.4	-27.2	-	-	-
						少数股东损益	0.9	0.7	-	-	-
						营运资金的变动	-51.3	-118.7	39,838.3	-34,309.5	33,112.7
						经营活动产生现金流量	671.2	463.1	41,105.4	-32,875.8	34,705.4
						投资活动产生现金流量	-77.6	-201.5	-23.0	-	-
						融资活动产生现金流量	-1,442.7	-1,002.7	1,629.5	-379.2	-308.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.03	-0.07	0.27	0.32	0.36
						BVPS(元)	0.70	0.49	1.50	1.73	2.01
						PE(X)	246.2	-90.1	23.2	20.0	17.8
						PB(X)	9.0	12.8	4.2	3.7	3.2
						P/FCF	-25.8	6.5	0.7	-0.8	0.7
						P/S	2.7	3.0	0.4	0.4	0.4
						EV/EBITDA	-0.7	-9.2	-13.5	5.9	-11.5
						CAGR(%)	130.2%	-271.8%	135.0%	130.2%	-271.8%
						PEG	1.9	0.3	0.2	0.2	-0.1
						ROIC/WACC	-2.7	-11.9	-2.6	-0.3	-1.9
						REP	-0.8	-	-0.2	4.9	-0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034