

创新新材 (600361.SH)

产品结构高端化加速推进，持续成长的全品类铝材龙头

创新金属成功上市，铝棒龙头正式登陆上交所。公司于2021年7月筹划重大资产重组，2022年10月正式获得证监会批复。此次交易分三部完成，(1)华联综超作价22.9亿元置出全部资产与负债；(2)华联综超以3.44元/股的价格发行33.38亿股购买创新金属100%股权，交易价格为114.82亿元。(3)募集不超过15亿资金将用于创新金属年产80万吨高强高韧铝合金材料项目(二期)、云南创新年产120万吨轻质高强铝合金材料项目(二期)。公司承诺2022-2024年扣非后归母净利润不低于10.18/12.21/14.24亿元。

产能规模优势突出，产品类别齐全，客户名单优质。**产能端：**公司拥有国内规模最大的铝合金材料生产基地，综合产能超过500万吨。截至2021年末，公司拥有公司棒材产能332万吨、板带箔产能69万吨、型材产能13万吨，铝杆线缆产能58万吨、结构件产能6268万个。其中铝棒市场占有率为11%，全国第一；铝杆线缆市场占有率近15%，位列全国第二；**产品端：**为客户提供定制化专属产品，产品涵盖棒材、型材、结构件、板带材、铝杆线缆五大系列，产品类别丰富；**生产端：**公司核心生产基地位于山东，充分享受魏桥集团低成本铝液原料，铝水直供率约80%，单吨降本可达100元左右。

多元化应用场景为铝棒提供稳定需求支撑，公司大力拓展高附加值市场。2016年至今，公司整体经营结构持续优化。**产品结构上，**公司由铝棒向铝型材、板带箔等高附加值产品延伸，产品更加多元化；**产品具体应用上，**公司产品不断向电子3C、汽车轻量化等领域拓展，对公司的经营优化效果显著。**从公司各产品市场竞争格局上看，**棒材市场占有率第一，铝液供应赋能低成本优势；型材瞄准高端市场，与苹果公司密切合作；板带材由铸轧卷向热轧卷、冷轧等深加工延伸，加工费提升明显；铝杆线缆产能位居市场前列；结构件产品加工原料内部供应，有完整的产业链优势。2019-2021年公司产品加工费为913/999/1186元/吨，产品结构升级不断提高单品盈利能力。

积极布局绿色制造，铝水与再生铝用量占比接近90%。**水电铝：**配合原料供应商向云南转移产能，建设云南创新年产120万吨生产基地，延续铝水直供优势，并充分享受云南低碳水电铝资源；**再生铝：**2017年开始与苹果公司合作开展3C用铝的级回收利用，在再生铝回收、清洁利用等方面具有技术上的先发优势。同时，山东基地规划再生铝产能205万吨，降低原料采购成本。水电铝与再生铝结合，满足终端客户对于低碳环保要求。

投资建议：公司产品结构持续改善，积极实现铝加工绿色制造。我们预计公司2022-2024年公司归母净利润分别为10.97/12.84/14.41亿元，对应PE分别23.5/20.1/17.9倍，PB 8.4/5.9/4.4倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：金属价格大幅波动风险、市场需求恶化风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,549	8,353	61,449	65,761	68,633
增长率 yoy (%)	-20.4	-12.5	635.6	7.0	4.4
归母净利润(百万元)	103	-282	1,097	1,284	1,441
增长率 yoy (%)	22.4	-373.3	489.4	17.0	12.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.03	-0.07	0.27	0.32	0.36
净资产收益率(%)	3.7	-14.2	35.7	29.5	24.8
P/E(倍)	250.0	-91.5	23.5	20.1	17.9
P/B(倍)	9.2	13.0	8.4	5.9	4.4

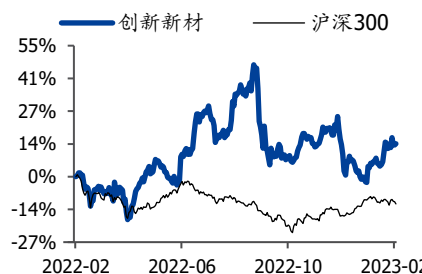
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年2月24日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	一般零售
2月24日收盘价(元)	6.46
总市值(百万元)	25,863.25
总股本(百万股)	4,003.60
其中自由流通股(%)	16.63
30日日均成交量(百万股)	7.65

股价走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号: S0680521030003

邮箱: wangqi3538@gszq.com

研究助理 马越

执业证书编号: S0680121100007

邮箱: mayue@gszq.com

相关研究



内容目录

一、创新新材进军资本市场，铝棒龙头再启航.....	5
1.1 创新金属通过资产重组实现上市，变身铝加工行业新标的.....	5
1.2 铝棒材行业龙头，产能优势明显.....	6
1.3 股权结构清晰，管理层成熟，子公司覆盖铝加工与回收相关业务.....	8
1.4 产品多样满足不同客户需求，客户资源优质.....	9
1.4.1 多产品布局提升公司核心竞争力，客户名单亮眼成熟.....	9
1.4.2 “果链”核心供应商，3C产品占比提升.....	13
1.5 不惧外部因素影响，公司业绩稳步提升.....	14
二、多元需求给予行业发展潜力，公司发力高端制造领域.....	17
2.1 需求端：建筑需求增速放缓，多元化应用场景为铝棒提供稳定需求支撑.....	19
2.1.1 铝棒主要用于建筑和工业领域，未来增长以工业领域为主.....	19
2.1.2 汽车轻量化、光伏、轨交等多元化应用领域贡献新的需求增长点.....	20
2.2 供给端：行业集中度持续提升，公司着力发展高端领域.....	23
2.2.1 公司作为行业龙头保持高开工率，规模化优势明显.....	23
2.2.2 公司聚焦高附加值产品发展，多产品并行提高综合毛利率.....	23
三、前瞻性布局绿色制造，铝液、再生铝原料齐步降本发力.....	26
3.1 铝水原料占比超八成，综合降本优势显著.....	26
3.2 加码布局再生铝行业，丰富低价原料来源.....	27
四、盈利预测.....	29
4.1 业绩预测.....	29
4.2 投资建议.....	31
风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 募集资金使用用途.....	5
图表 2: 公司实控人变更为崔立新，与其一致行动人合计持有上市公司 61.22% 股权.....	5
图表 3: 创新金属大事记.....	6
图表 4: 创新金属现有产能情况.....	7
图表 5: 创新金属重大项目一览表.....	7
图表 6: 公司实控人为崔立新，合计持有创新金属 66.418% 股权.....	8
图表 7: 公司共有 26 家全资子公司.....	9
图表 8: 公司棒材终端应用领域广泛.....	10
图表 9: 消费电子铝型材主要应用于电脑、平板等外壳材料.....	11
图表 10: 公司产品应用于汽车多处结构.....	11
图表 11: 板带箔产品主要应用于建筑装饰、家居家电、包装材料、五金制品、锂电池外壳等.....	12
图表 12: 铝杆线缆产品多次参与国家级项目建设.....	13
图表 13: 参与“果链”供应过程详解.....	13
图表 14: 2021 年公司 CR5 为 11.64%.....	14
图表 15: 华建铝业占公司销售比例逐年下滑.....	14
图表 16: 2021 年公司实现营收 594.3 亿元，稳步上升（单位：亿元）.....	14
图表 17: 2021 年实现扣非净利润 8.22 亿元（单位：亿元）.....	14
图表 18: 2021 年公司销量为 388 万吨（单位：万吨）.....	15
图表 19: 结构件销量提升迅猛（单位：万个）.....	15
图表 20: 铝棒业务为营收的主要来源（单位：亿元）.....	15

图表 21: 铝棒业务营收占比保持稳定.....	15
图表 22: 2021 年公司铝棒毛利占比达到 51.6% (单位: 亿元)	16
图表 23: 2021 年公司综合毛利率为 4.0% (单位: %)	16
图表 24: 公司营收以华东及华南地区为主 (单位: 亿元)	16
图表 25: 公司海外收入占比逐年递升.....	16
图表 26: 公司期间费用率相对稳定	17
图表 27: 公司产品涵盖棒材、型材、结构件、铝杆线缆、板带箔全系列铝合金加工品.....	17
图表 28: 2021 年中国铝材产量为 4470 万吨 (单位: 万吨)	18
图表 29: 2021 年铝挤压材产量为 2202 万吨, 占比 49% (单位: 万吨)	18
图表 30: 2020 年疫后电解铝产量增速持续恢复 (单位: %)	18
图表 31: 中国铝挤压材产量稳步增长 (单位: 万吨)	19
图表 32: 建筑型材占铝挤压材 63%	19
图表 33: 预计 2025 年工业型材在铝挤压材中占比 47% (单位: 万吨)	19
图表 34: 2021 年建筑行业在铝挤压材消费结构占比 60%.....	19
图表 35: 预计 2025 年铝棒需求量达 3044 万吨, 2022-2025 年 4 年 CAGR 为 1.5% (单位: 万吨)	20
图表 36: 预计到 2023 年, 中国燃油车单车用铝量将达到 222.8 千克/辆 (单位: kg/辆)	20
图表 37: 预计到 2030 年, 纯电与混动单车用铝量将分别增至 284、265kg (单位: kg/辆)	21
图表 38: 2021 年全球光伏新增装机量达 132.8GW (单位: GW)	21
图表 39: 中国光伏发电新增装机容量达 52.99GW (单位: GW)	21
图表 40: 2021 年高铁营业里程达 4.0 万公里 (单位: 公里)	22
图表 41: 2021 年全国动车组拥有量为 3.32 万辆 (单位: 辆)	22
图表 42: 2021 年城市轨交运营路线长度达 8571 公里 (单位: 公里)	22
图表 43: 2021 年全国城市轨道交通运营车辆为 57300 辆 (单位: 辆)	22
图表 44: 公司铝棒产能占全国产能 10%.....	23
图表 45: 公司铝棒开工率远高于行业平均水平.....	23
图表 46: 直接销售产品加工费保持上涨趋势 (元/吨)	24
图表 47: 公司主要产品加工费均保持稳定上涨趋势 (元/吨)	24
图表 48: 公司棒材产品加工费高于行业平均水平 (元/吨)	24
图表 49: 公司棒材高端产品数量占比增至 25%.....	24
图表 50: 公司型材下游 3C 电子占比 83%	25
图表 51: 公司型材类产品均为高端产品, 加工费较高 (元/吨)	25
图表 52: 2021 年公司铝板带箔平均加工费 1934 元/吨 (单位: 元/吨)	25
图表 53: 2021 年公司板带箔材高端产品销量占比 47% (单位: 万吨)	25
图表 54: 公司原材料以铝水为主.....	26
图表 55: 2021 年公司魏桥集团原料采购金额占比达 77.9%	26
图表 56: 公司液态铝原料采购量占比维持在 80% 以上 (单位: 万吨)	26
图表 57: 公司于山东滨州电价约为 0.49 元/度	27
图表 58: 云南省电价标准 (单位: 元/度)	27
图表 59: 再生铝采购成本低于液态铝与铝锭 (单位: 元/吨)	28
图表 60: 公司各渠道再生铝原料量均有增加 (单位: 万吨)	28
图表 61: 公司再生铝产能增加至 205 万吨.....	29
图表 62: 2020A-2024E 公司利润预测表 (单位: 亿元)	30
图表 63: 可比公司估值表.....	31

一、创新新材进军资本市场，铝棒龙头再启航

1.1 创新金属通过资产重组实现上市，变身铝加工行业新标的

零售老兵转战铝加工行业。华联综超成立于2000年，前身是1996年成立的北京华联商厦有限公司，2001年上市，主营线下超市零售。随着线上商超平台崛起，传统线下超市零售市场面临冲击，行业竞争恶化，公司经营状况不佳。2021年7月，公司筹划重大资产重组，收购创新金属100%股权，主营业务变更为铝合金及其制品的生产加工企业。

创新金属顺利完成借壳上市。华联综超于2021年7月发布重大资产重组公告，2022年10月正式获得中国证监会核准批复，创新金属顺利借壳上市，本次交易方案主要包含三个部分：

- **重大资产出售：**华联综超向控股股东北京华联集团出售全部资产与负债，置出资产交易对方以现金方式支付对价，本次交易的拟置出资产交易价格为22.90亿元。
- **发行股份购买资产：**华联综超拟以3.44元/股的价格向创新金属股东发行33.38亿股的方式购买创新金属100%股权，公司总股本由6.66亿股增加至40.04亿股，创新金属100%股权交易价格为114.82亿元。
- **募集配套资产：**华联综超以非公开发行股份方式募集资金不超过15亿元，募集资金用于创新金属年产80万吨高强高韧铝合金材料项目（二期50万吨）、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）。

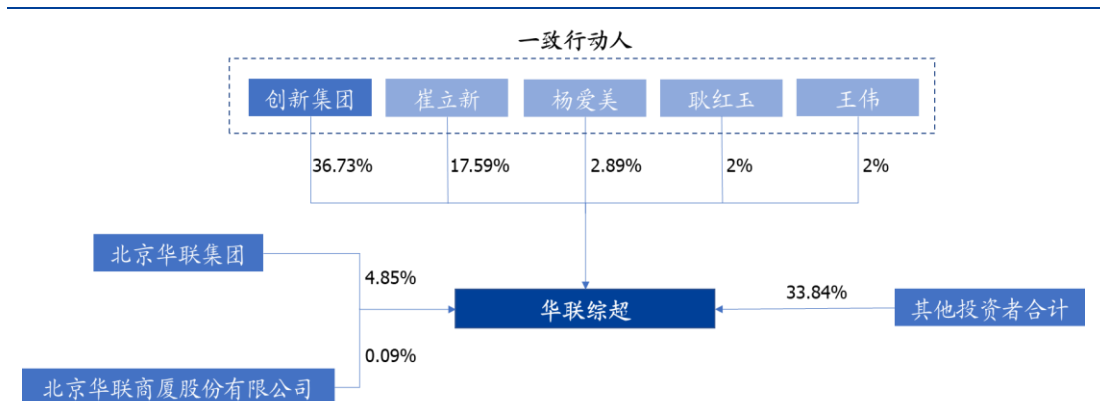
图表1：募集资金使用用途

募集资金用途	拟投入募集配套资金（万元）
年产80万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）	70,000
云南创新年产120万吨轻质高强铝合金材料项目（二期）	80,000

资料来源：重组说明书，国盛证券研究所

崔立新成为上市公司实际控制人。原“华联综超”控股股东为北京华联集团，实际控制人为海南省文化交流促进会。本次交易完成后，公司控股股东变更为创新集团，持有36.73%股权。实际控制人变更为崔立新，直接持有公司17.59%股权，通过创新集团间接持有36.73%股权，合计持有公司54.32%股权。崔立新及其一致行动人合计持有上市公司61.22%股权。华联集团原1.94亿持股数的持股比例自29.17%降至4.85%，公司更名为“创新新材”。

图表2：公司实控人变更为崔立新，与其一致行动人合计持有上市公司61.22%股权



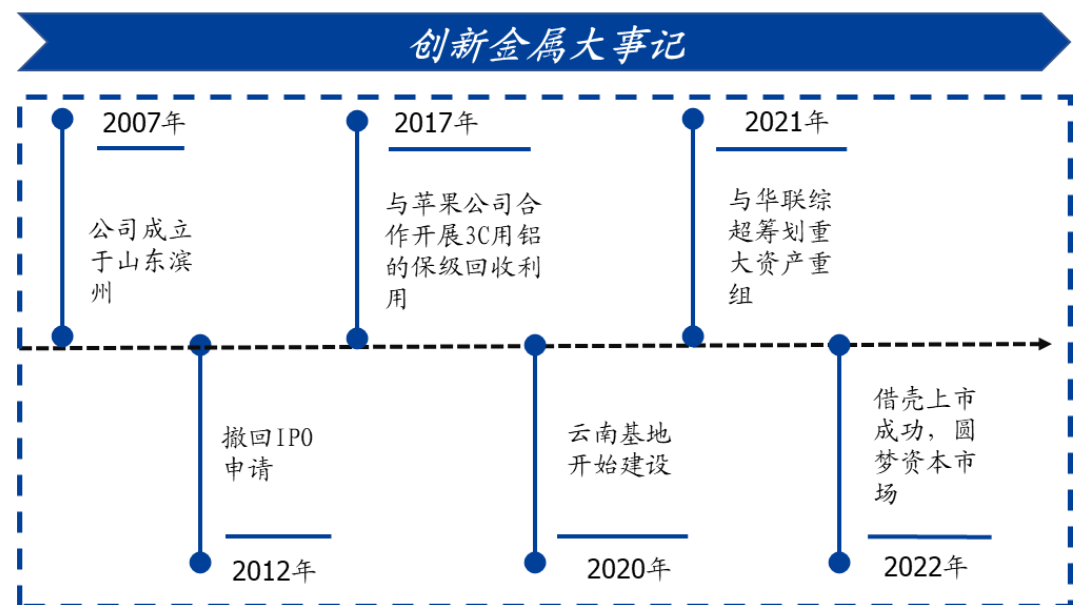
资料来源：重组说明书，国盛证券研究所

创新集团承诺 2022-2024 年扣非后归母净利润分别不低于 10.18/12.21/14.24 亿元。同时，为了业绩承诺完成信心，创新集团及其一致行动人承诺认购股份自上市之日起至 36 个月届满之日不得进行转让；重组完成后的六个月内，如果股价连续 20 个交易日收盘价低于 3.44 元或者六个月末收盘价低于 3.44 元，创新集团和崔立新及一致行动人的股份锁定期自动延长至少六个月。

1.2 铝棒材行业龙头，产能优势明显

铝棒材行业龙头，积极布局再生铝行业。创新金属成立于 2007 年，是国内规模最大的铝合金材料生产基地，综合产能超过 500 万吨。公司从原料端开始为客户提供定制化专属产品，从棒材、型材再到结构件，从板材到铝箔，从电工铝杆到铝线缆，产品类别丰富。2020 年，经中国有色金属加工工业协会统计，创新金属铝合金圆铸锭市场占有率为 11%，位列全国第一；据上海有色网统计，创新金属铝杆线缆市场占有率近 15%，位列全国第二。2021 年公司位列“中国企业 500 强”、“中国制造业企业 500 强”、“中国民营企业 500 强”。此外，公司 2017 年与苹果公司合作开展 3C 用铝的回收利用，前瞻性布局再生铝行业，把握绿色循环经济发展机遇。

图表 3: 创新金属大事记



资料来源：重组说明书，国盛证券研究所

公司“以销定产”，下游客户群体稳定。公司产品以“铝基准价+加工费”为主要定价模式，下游客户群体主要为铝合金加工企业。标的公司与主要下游客户签订年度框架协议，约定全年供需规格型号、数量、定价及结算方式等，客户每周或每月根据实际需求下单，主要客户群体较为稳定。公司采取“以销定产”生产模式，根据生产需求向供应商采购电解铝液、铝锭、废铝料等原材料。公司生产基地分布于山东、江苏、云南，靠近华北、长三角、珠三角三大市场，充分享受山东魏桥低成本铝液原材料及云南环保电解铝资源。

项目建设密集，公司产能快速增加，规模领先。公司产品形态主要包括铝合金棒材、型材、结构件、板带箔、铝杆线缆等。目前，公司已建成产能相关项目 21 项，在建项目 8 项，拟建项目 4 项。截至 2021 年底，公司拥有棒材产能 331.64 万吨/年、板带箔产能 68.85 万吨/年、型材 12.79 万吨/年、铝杆线缆 57.76 万吨/年、结构件 6,268.08 万片/年。

募投年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目（二期）：该项目引进国内外先进的高端制造

设备，主要布局新能源汽车、轨道交通、3C电子等高端领域铝合金材料增长市场，主要产品是各类铝合金棒材。项目预计总投资额 7.88 亿元，其中募集资金中计划投入 7 亿元。项目预计达产后总产能规模为 80 万吨，其中二期产能 50 万吨。项目计划建设期 2 年，已于 2022 年 1 月启动建设，预计于 2023 年 7 月开始投产，第 2/3/4/5 年分别达到设计生产能力的 20%/60%/90%/100%，达产产量为 50 万吨。按照 20%开工率推算，2023 年即有望将贡献 10 万吨产量增长。

云南创新年产 120 万吨轻质高强铝合金材料项目（二期）：项目依托绿色水电铝为原材料，制造轻质高强铝合金棒材，以满足下游客户对绿色低碳产品的需求。项目预计总投资额 9.15 亿元，其中募集资金计划投入 8 亿元。达产后总产能规模为 120 万吨，其中二期产能 80 万吨。项目计划建设期 2 年，已于 2022 年 1 月启动建设，预计于 2023 年 7 月开始投产，第 2/3/4/5 年分别达到设计生产能力的 20%/40%/70%/100%，达产产量为 80 万吨。按照 20%开工率推算，2023 年即有望将贡献 16 万吨产量增长。

图表 4: 创新金属现有产能情况

产品	单位	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-4 月
棒材	万吨	296.98	333.42	331.64	113.32
板带箔	万吨	43.14	50.33	68.85	22.52
型材	万吨	10.61	10.61	12.79	4.75
铝杆线缆	万吨	50.00	56.80	57.76	19.75
结构件	万片	383.76	4,586.4	6,268.08	2,089.36

资料来源：重组说明书，国盛证券研究所

图表 5: 创新金属重大项目一览表

已建项目	
建设主体	项目名称
创新金属	年产 160 万吨轻质高强铝合金材料改建项目
	年产 80 万吨轻质高强铝合金材料改建项目
创丰新材料	年产 60 万吨新型铝镁合金材料项目
创新北海	年产 300 万吨轻质高强铝合金材料项目
元旺电工	年产 10 万吨高档电工圆铝杆项目
	年产 60 万吨新型铝镁合金材料项目
	年产 20 万吨高强超导铝合金线缆项目
创辉新材料	年产 30 万吨高档铝合金材料技术改造项目
	年产 20 万吨高强节能铝合金导线项目
	年产 12 万吨高精铝板带材项目
创新板材	年产 10 万吨高精铝板带箔材扩建项目
	年产 12 万吨高精铝板带材项目冷轧工程
	年产 20 万吨高档铝合金板材改建项目
	年产 10 万吨高档铝合金冷轧板材项目
	年产 80 万吨轻质高强铝合金材料改扩建项目（一期 30 万吨铸轧板）
创新精密	年产 10 万吨轨道交通轻量化合金材料项目
	年产 1,000 万套高档铝合金电子型材技改项目
苏州创泰	2 万吨/年高档铝合金型材技术改造项目
	年产 20 万吨交通运输轻量化铝镁合金材料项目
创新再生资源	年产 5 万吨交通运输轻量化铝合金材料扩建项目
	年产 20 万吨高品质再生铝合金材料项目
在建项目	
建设主体	项目名称

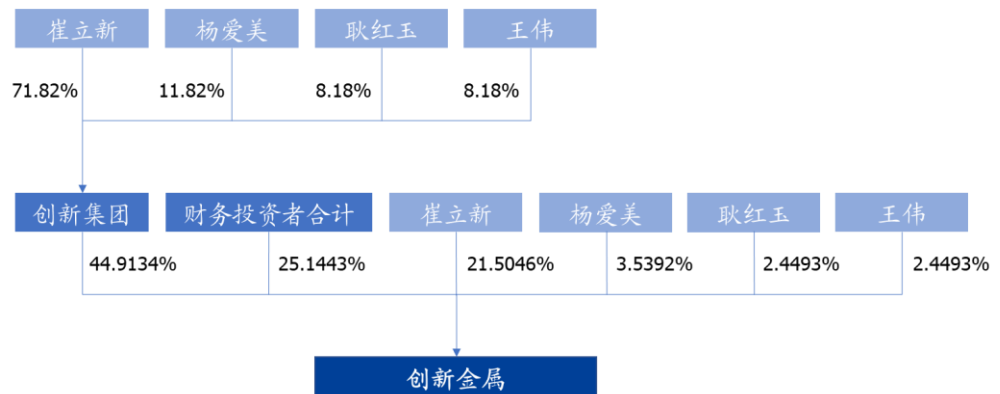
创新金属	年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目
创新新材料	年产 10 万吨高强节能铝合金导线改建项目 年加工 15,000 吨高品质铝焊丝表面处理项目
创新精密	年产 3,000 台（套）轻量化全铝物流箱项目 年产 10 万吨高档电子型材扩建项目
青岛利旺	年产 1 亿套电子元器件项目
云南创新	年产 120 万吨轻质高强铝合金材料
创新板材	年产 10 万吨高档铝合金冷轧板材扩建项目
拟建项目	
建设主体	项目名称
创新再生资源	年产 50 万吨高品质再生铝合金材料项目
创泰再生	年产 20 万吨再生铝合金材料改建项目
苏州创泰	年产 6 万吨交通运输轻量化铝合金零部件及 IT 配件项目
创源再生资源	年产 50 万吨高品质再生铝合金材料项目

资料来源：重组说明书，国盛证券研究所

1.3 股权结构清晰，管理层成熟，子公司覆盖铝加工与回收相关业务

截至 2022 年 10 月，公司实际控制人为董事长崔立新。崔立新直接持有创新金属 21.50% 股权，并通过创新集团间接控制创新金属 44.91% 股权，合计控制创新金属 66.42% 股权。杨爱美（崔立新兄弟崔闯的配偶）、耿红玉（崔立新兄弟崔东的配偶）、王伟（崔立新配偶王晓美的兄弟）为崔立新的一致行动人。

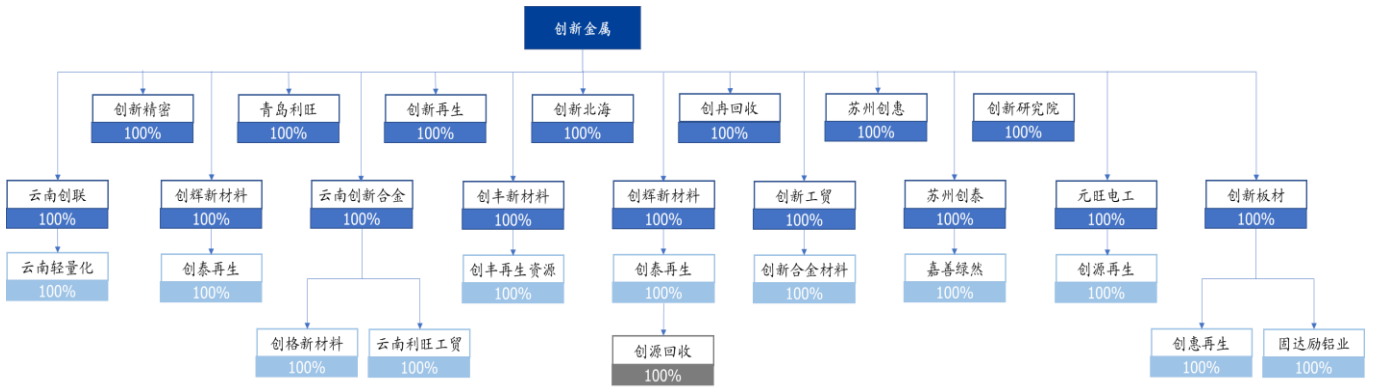
图表 6：公司实控人为崔立新，合计持有创新金属 66.418% 股权



资料来源：重组说明书，国盛证券研究所

公司拥有 26 家全资子公司、4 家参股公司。业务覆盖棒材、型材、板带箔、铝杆线缆、板带箔等产品的研发、生产、销售以及相关产品的回收。创新精密、创新板材、创新工贸为公司主要子公司，2021 年，三家公司合计净利润 5.19 亿元，占公司总净利润约 60%。

图表 7: 公司共有 26 家全资子公司



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

集团上游延伸布局电解铝和氧化铝。创新集团成立于 2013 年, 系控股型公司, 是一家集氧化铝、电解铝、高端铝合金生产为一体的大型控股集团。除创新金属外, 创新集团还持有内蒙古创源金属 100% 股权和山东鲁渝博创铝业 100% 股权, 其中: 创源金属电解铝产能约 80 万吨, 2021 年未经审计净利润 7.48 亿元; 鲁渝博创氧化铝产能 150 万吨, 2021 年未经审计净利润 3.03 亿元。

1.4 产品多样满足不同客户需求, 客户资源优质





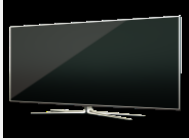











1.4.1 多产品布局提升公司核心竞争力, 客户名单亮眼成熟

公司产品形态主要包括铝合金棒材、型材、结构件、板带箔、铝杆线缆等。公司是国内少有在铝挤压、压延、轧制三大铝材加工工艺全系列布局的综合性铝基材加工企业。主营产品为铝棒, 定位高端市场, 产能规模全国第一, 并延伸布局铝型材以及深加工结构件; 铝板带箔从厚板、中厚板到铝箔全产品供应能力, 可满足各类客户的个性化需求。

(1) 铝合金棒材: 定位高端化, 2020 年公司铝棒市场占有率 11.1%, 全国第一。铝合金棒材为最重要的基础材料之一, 根据后续加工工艺不同, 可分为挤压、锻造和铸造等加工类型, 下游主要客户为铝型材厂, 公司铸棒产能全国第一。公司主要定位高端市场, 拥有世界级高端生产设备, 如德国 Loi 双室炉、GLAMA 扒渣车、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, 可生产不同牌号、不同规格、不同形状、不同状态、不同特性的铝合金棒。

- **3C 电子领域:** 产品主要应用于手机、平板、耳机、电视机边框等产品, 公司自 2018 年以来连续进入苹果公司的核心供应商名单, 棒材产品经进一步加工后最终服务于苹果、华为、OPPO、Vivo、比亚迪电子等企业。
- **汽车轻量化领域:** 产品主要应用于汽车轮毂、电池托盘、防撞梁、汽车座椅、装饰条等部件, 服务于宝马、奔驰、日产等品牌。公司为中信戴卡股份有限公司、天津立中锻造有限公司、山东镁卡车轮有限公司等国内知名锻造轮毂生产商主要供货商。
- **轨道交通领域:** 产品主要应用于城市轨道交通、高铁动车运输等项目。
- **新能源领域:** 产品主要应用于太阳能边框、光伏组件、光伏支柱等。公司与安徽鑫铂铝业股份有限公司、永臻科技(滁州)有限公司等国内知名厂商展开了合作。

图表 8: 公司棒材终端应用领域广泛

产品	应用领域	用途	案例
	3C 电子	主要用于电子产品的外观件、支撑件	   
	汽车轻量化	主要用于汽车装饰件、天窗导轨、汽车座椅、电池托盘等	
	轨道交通	主要用于城市车辆轨道、高铁动车轨道、航空航天	 
	新能源	主要用于新能源光伏组件、光伏边框、支架等	 
	5G 基站	主要用于 5G 基站的基础设施建设	 

资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

(2) 铝型材: 依托自身铝合金棒材研发优势, 具备较强竞争力。公司依托自身铝合金棒材研发优势, 以铝棒为基材进一步加工延伸布局型材, 具有较强竞争力。公司型材主要包括消费电子铝型材、轨道交通和汽车轻量化铝型材。

- **消费电子铝型材:** 公司消费电子铝型材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。下游客户 (如富士康、立铠精密等) 将铝型材进一步加工后应用于苹果、戴尔、惠普等多品牌的笔记本电脑、平板电脑和智能手机。Mac Mini 自 2018 年起由公司主导供货, 并参与了小米电视的边框、电视支架等项目。

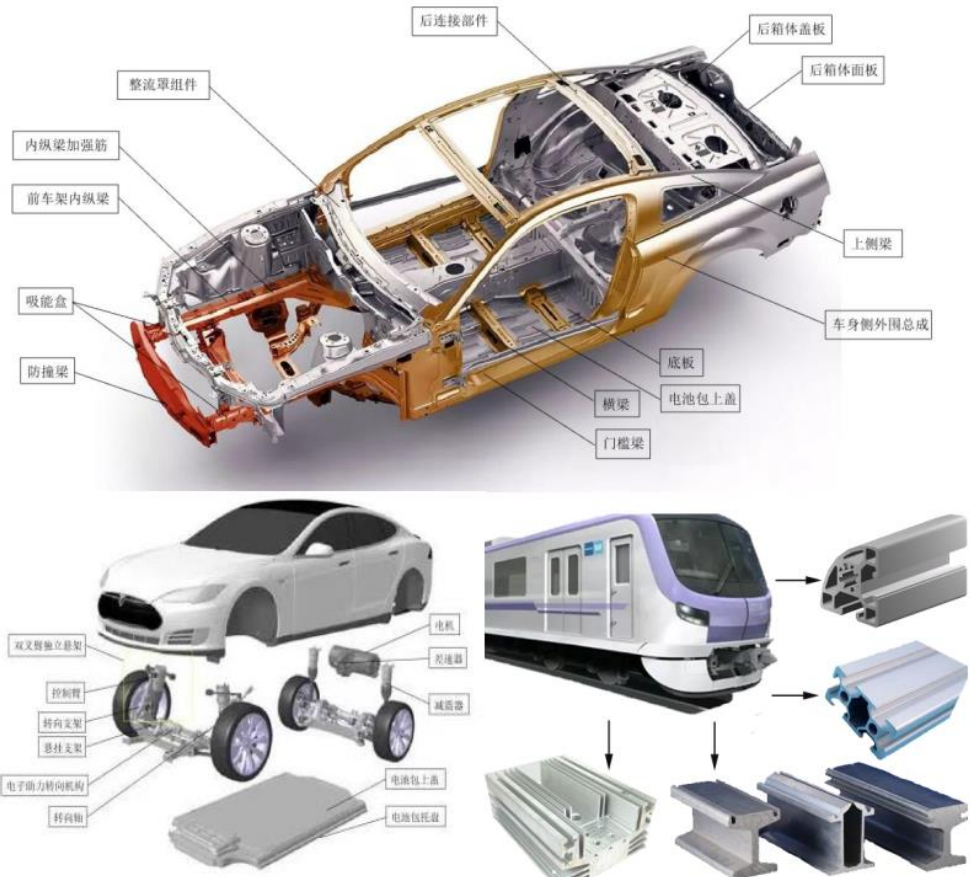
图表 9: 消费电子铝型材主要应用于电脑、平板等外壳材料



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

- **轨道交通和汽车轻量化领域:** 公司产品经加工后主要应用于地铁、车身车架、电池包、保险杠、防撞梁、门槛梁、装饰件和悬架系统零件等。汽车领域, 通过中鼎、敏实集团等客户将产品进一步加工为发动机悬置、新能源电池系统、保险杠防撞梁等, 间接服务于奥迪、宝马、奔驰、日产等知名品牌; 轨道交通领域, 公司为今创集团、北京星通浩宇科技发展有限公司等客户供应内饰件、导电轨等产品。

图表 10: 公司产品应用于汽车多处结构

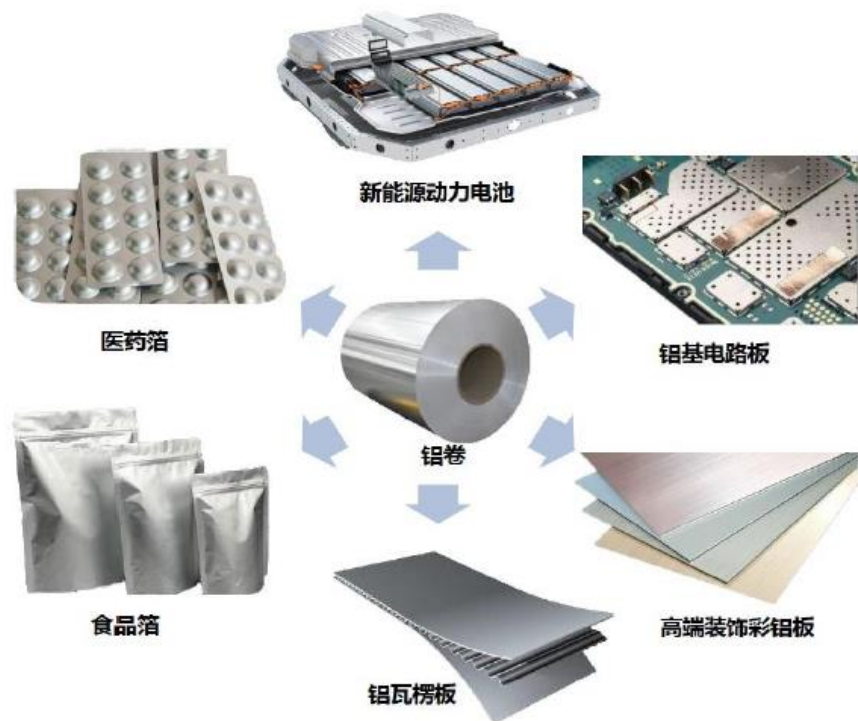


资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

(3) 结构件：铝型材进一步延伸布局，业务处成长期。公司目前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。公司主要铝制结构件为智能耳机转轴，全程参与苹果 AirPods 1 代智能无线耳机研发开始到 2 代、3 代量产到目前 AirPods4 代的研发启动。此外，公司服务于小米电视机项目 43 寸到 98 寸全系列铝制精密零部件的开发量产、海尔卡萨帝电视机系列项目的研发量产。

(4) 铝板带箔：产品供应齐全，可满足各类客户的个性化需求。公司产品系列齐全，可供应厚度 4mm-240mm 的中厚板、厚度 0.2mm-3.0mm 的铝板带、厚度 0.009mm-0.2mm 的铝箔产品，主要应用于建筑装饰、家居家电、包装材料、五金制品、汽车铝板、锂电池外壳等产品。公司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，板带箔产品已实现规模化量产。公司目前主要为鼎胜新材、格朗吉斯、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。

图表 11: 板带箔产品主要应用于建筑装饰、家居家电、包装材料、五金制品、锂电池外壳等

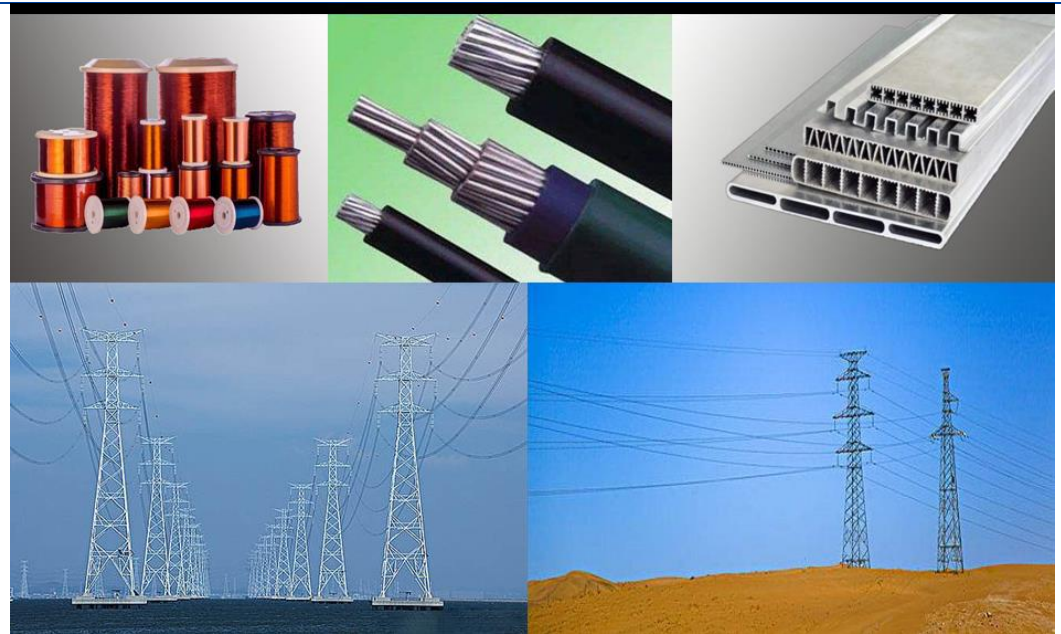


资料来源：重组说明书，国盛证券研究所

(5) 铝杆线缆：公司在铝杆、线缆领域以及合金铝杆和纯铝电工圆铝杆、裸铝线为主导产品。铝杆线缆业务已实现规模化量产。公司与国内主要电线电缆企业（山东鲁能特变电工、青岛汉缆、江苏通光光缆有限公司、江苏亨通电力特种导线有限公司等）建立了稳固的合作关系。

- **合金产品：**标的公司主要生产 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各系列合金铝杆和合金铝导线，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、用于铝漆包线和铝包铝线的铝丝以及家电空调热交换管和汽车散热器。

图表 12: 铝杆线缆产品多次参与国家级项目建设

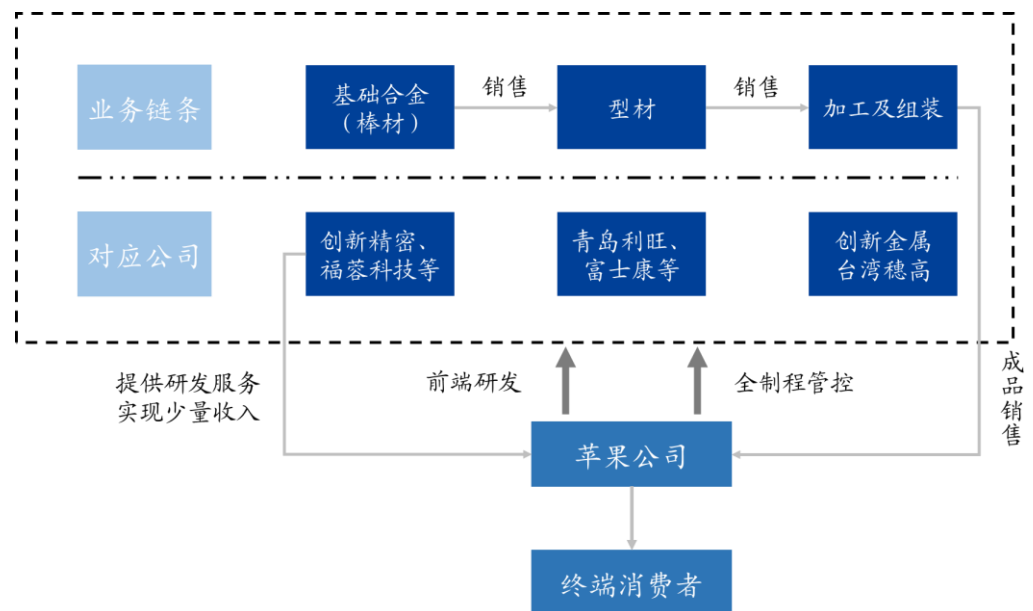


资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

1.4.2 “果链”核心供应商, 3C 产品占比提升

公司为“果链”核心供应商。公司主要向苹果产业链供应铝合金圆铸锭、铝型材及结构件等产品, 应用于笔记本电脑、平板电脑、手机、耳机等电子产品。苹果公司主要聚焦于前端研发及全流程管控, 设计及生产制造由供应链中各企业分工协作完成。研发阶段, 苹果公司直接向创新金属采购少量研发试制品, 金额较小。进入量产阶段后, 苹果产业链下游代工厂(如富士康、可成等)直接向苹果公司指定的产业链上游供应商(如创新金属)进行采购, 并由该等公司向创新金属支付采购价款。

图表 13: 参与“果链”供应过程详解

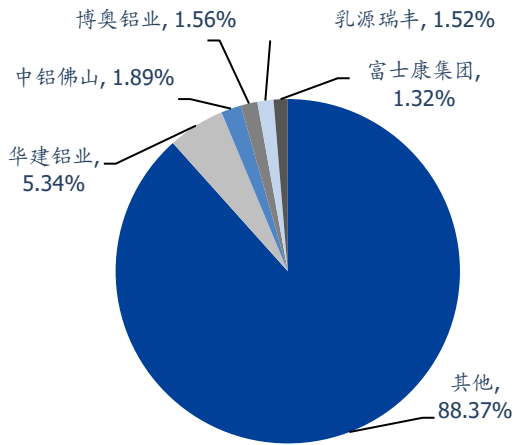


资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

客户集中度低, 3C 占比逐渐提升。公司产品具有多品种、多规格特点, 且各产品下游终端应用复杂, 市场格局相对分散, 2021年, 公司前五大客户集中度为 11.64%。2019年至今, 华建铝业为公司第一大客户, 主要向创新金属采购棒材, 加工成建筑工业铝型材

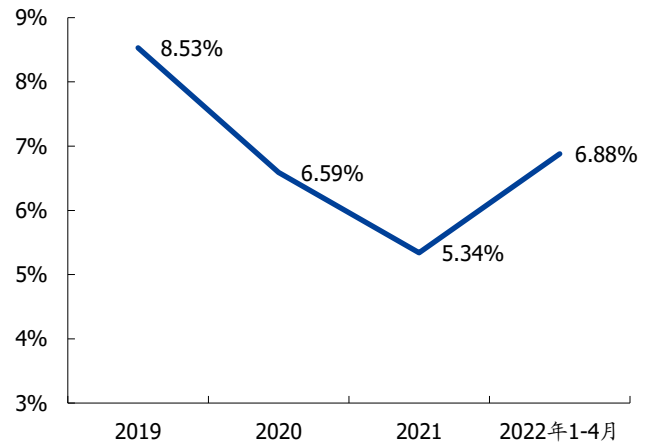
并销售给下游房地产企业，其铝型材年产能达70万吨。其占公司的营收比例逐年下滑，公司在传统建筑领域的销售占比在减少。2021年，富士康进入公司前五大客户名单，公司3C领域的销售占比呈上升态势。

图表 14: 2021 年公司 CR5 为 11.64%



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

图表 15: 华建铝业占公司销售比例逐年下滑

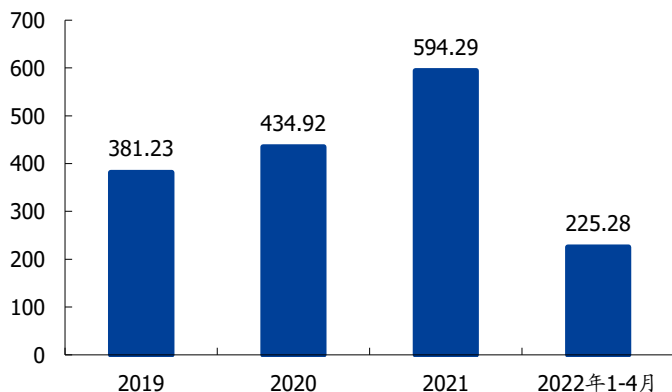


资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

1.5 无惧外部因素影响, 公司业绩稳步提升

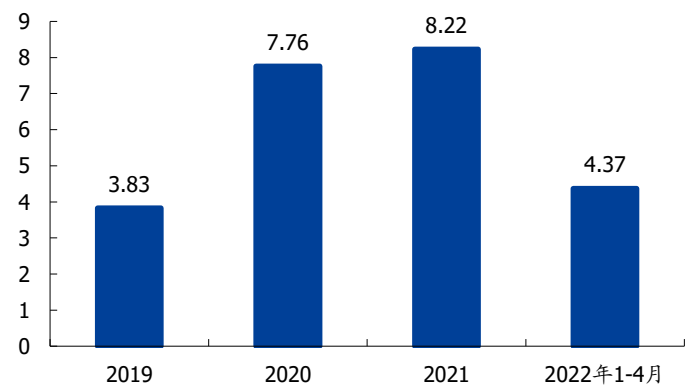
公司营收和扣非净利润实现双增长。2019年以来, 公司并未受到外部因素干扰, 营收、利润均保持稳定上升态势, 2021年公司实现营业总收入594.29亿元, 同比增长36.64%, 实现扣非净利润8.22亿元, 同比增长5.95%。公司2021年因辅助材料硅、镁及天然气市场价格上升导致成本增加约3.02亿元。自2022年以来, 硅、镁市场价格已明显回落且呈企稳态势, 2022年1-4月公司实现营收225.28亿元, 扣非净利润4.37亿元, 按此推算, 公司2022年业绩有望完成扣非净利10.18亿的业绩承诺目标。

图表 16: 2021 年公司实现营收 594.3 亿元, 稳步上升 (单位: 亿元)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

图表 17: 2021 年实现扣非净利润 8.22 亿元 (单位: 亿元)



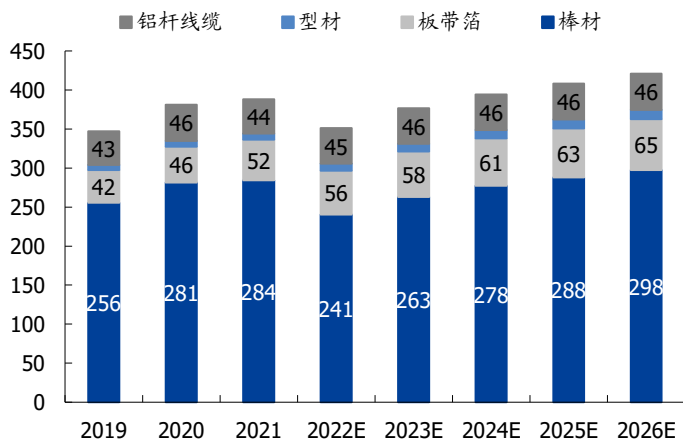
资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

项目建设集中, 公司近3年产销量快速提升。2019-2021年, 公司铝加工材(除结构件)销量分别达347/381/388万吨, 三年CAGR增速3.8%。其中2021年棒材年销量284万吨, 板带箔年销量52万吨、铝杆线缆年销量44万吨, 型材8万吨, 分别占比73%/13%/11%/2%。2019-2021结构件销量分别为228/3114/4005万个, 三年CAGR

增速 160%，新业务仍在快速成长期。公司采取以销定产的生产销售模式，各产品产销率接近 100%。

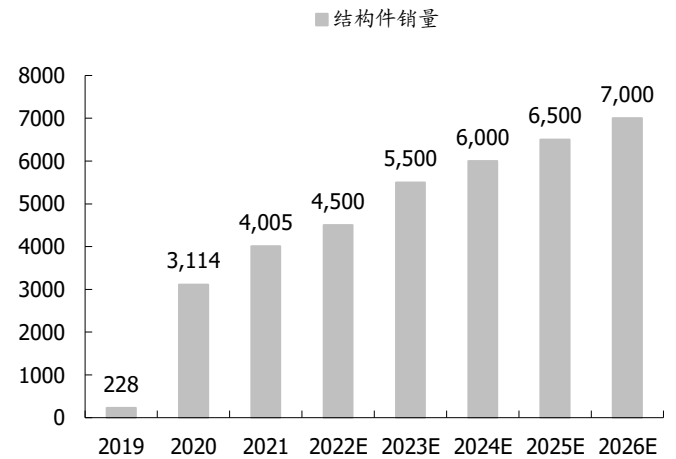
根据公司预测，2022-2026 年公司各产品销量继续维持稳定增长。伴随公司多个在建项目逐步落地投产，公司预测 2022-2026 年铝加工材总销量将从 351 增至 421 万吨，GAGR 增速为 3.7%，铝棒、铝板带箔、型材、铝杆线缆 CAGR 增速分别为 4.3%/3.0%/5.8%/0.4%，以棒材、板带箔材销量增长为主；结构件销量将从 4500 增至 7000 万件，CAGR 增速为 9.2%。

图表 18: 2021 年公司销量为 388 万吨 (单位: 万吨)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

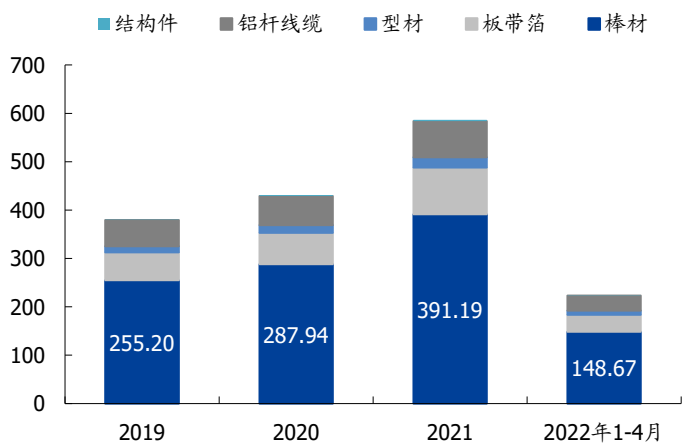
图表 19: 结构件销量提升迅猛 (单位: 万个)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

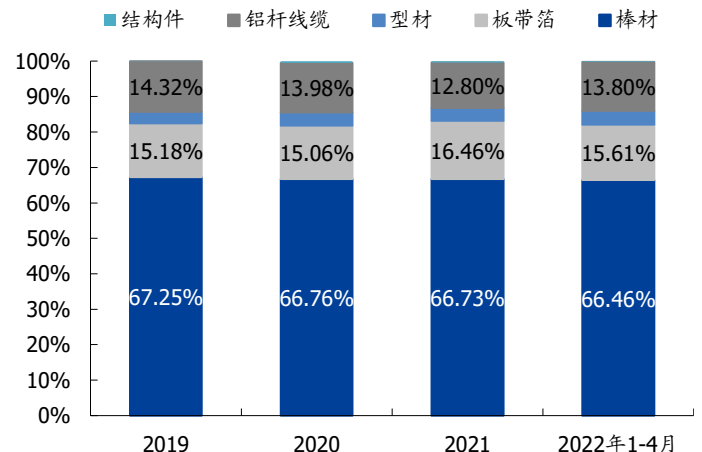
铝棒业务是公司营收主要来源。2021 年，棒材、板带箔、型材、铝杆线缆、结构件五大业务在营业收入中占比分别为 66.73%/16.46%/3.63%/12.80%/0.38%，铝棒占比遥遥领先，公司作为铝棒加工龙头，铝棒一直是公司重点发展产品，也是公司的主要营收来源。同时，在产能、价格变动的情况下，公司铝棒营收占比保持稳定，兼顾其他产品的多元化发展模式为公司提供了一定的抗风险能力。

图表 20: 铝棒业务为营收的主要来源 (单位: 亿元)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

图表 21: 铝棒业务营收占比保持稳定

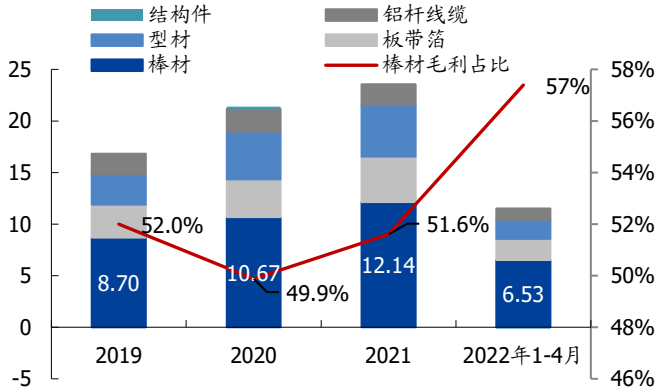


资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

公司毛利实现稳步增长。2021 年公司实现毛利 23.52 亿元，同比增长 9.92%，毛利率为 4.0%。2019 年至今，公司毛利呈现上升态势，2022 年 1 月至 4 月，公司实现毛利 11.38 亿元，预计 2022 年公司毛利同样会实现正增长。

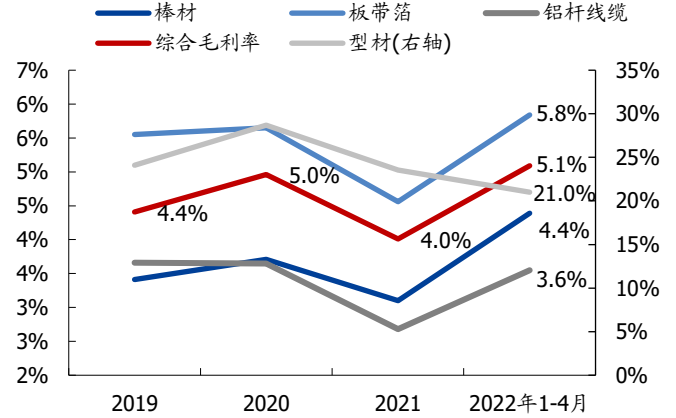
铝棒业务是公司毛利主要来源。2022年1-4月，棒材、板带箔、型材、铝杆线缆、结构件五大业务在毛利中占比分别为57%/18%/16%/10%/-1%，公司在棒材领域运营多年，积累了丰富的市场资源与较强的技术实力。结构件亏损主要有以下两个原因：（1）公司结构件业务处于成长期，订单不稳定；（2）结构件产能未得到充分释放，固定成本较高。

图表 22: 2021 年公司铝棒毛利占比达到 51.6% (单位: 亿元)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

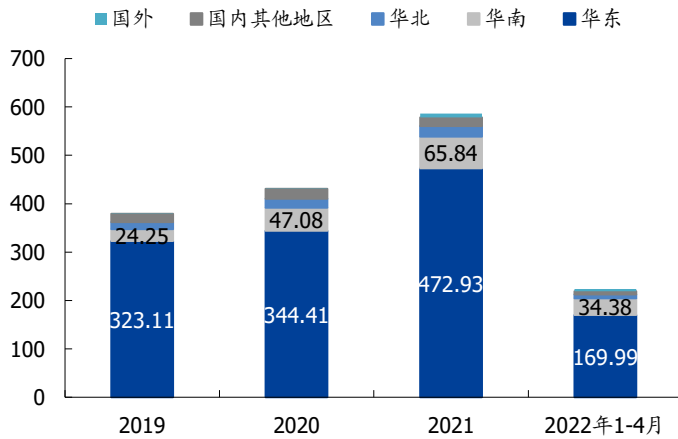
图表 23: 2021 年公司综合毛利率为 4.0% (单位: %)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

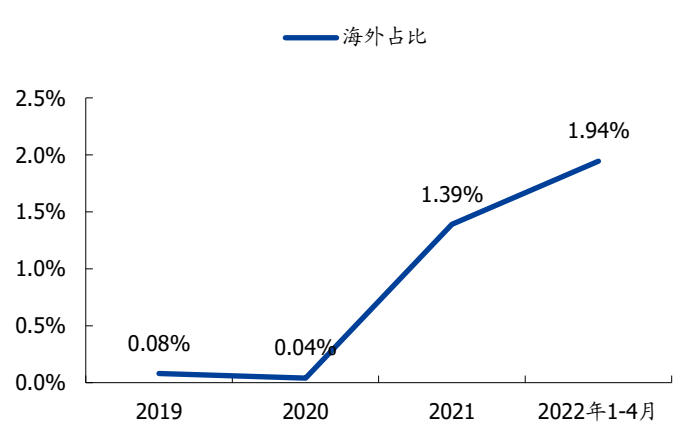
公司营收以华东及华南地区为主，海外占比逐年递升。2021年，公司在华东/华南地区实现营收472.93/65.84亿元，分别占总收入的80.67%/11.23%。公司在山东地区业务布局发达，有一定的区位优势，公司在云南的项目有利于华南市场的发展。此外，3C电子、汽车轻量化、建筑铝型材等铝加工大型企业主要分布于华东、华南等地区。

图表 24: 公司营收以华东及华南地区为主 (单位: 亿元)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

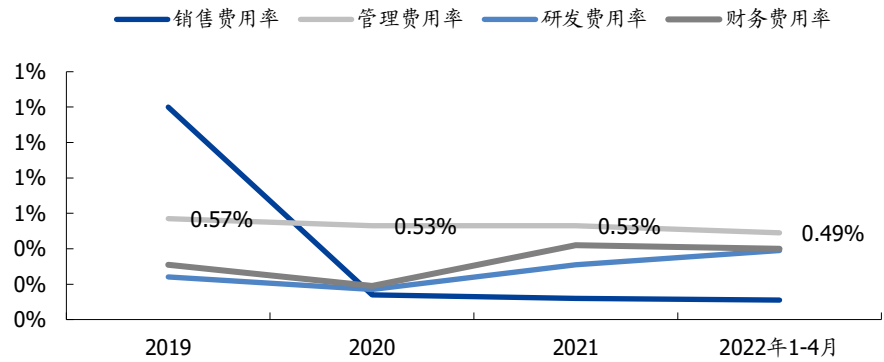
图表 25: 公司海外收入占比逐年递升



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

公司期间费用率相对稳定。2020年期间费用占比相对2019年变化较大主要因为2020年采用新收入准则后运费的会计科目调整所致。2020年至今，公司期间费用率均保持相对稳定状态。2021年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.12%（同比-0.02pct）/0.53%（同比不变）/0.31%（同比+0.14pct）/0.42%（同比+0.23pct），期间费用率整体维持低位。

图表 26: 公司期间费用率相对稳定



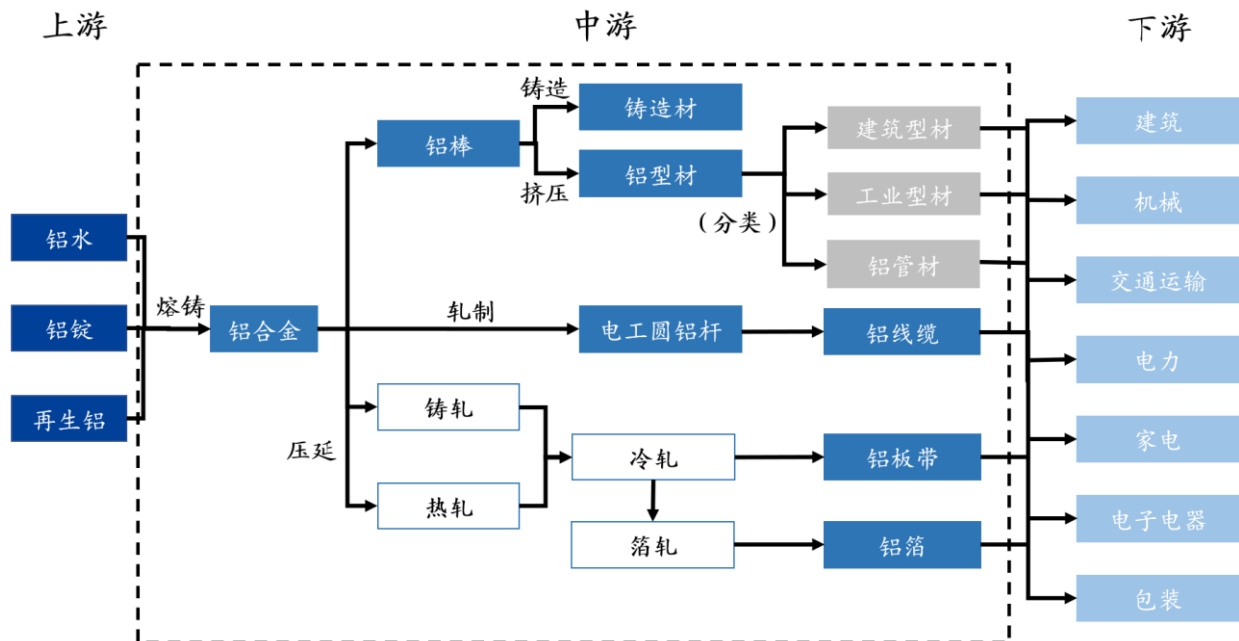
资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

二、多元需求给予行业发展潜力, 公司发力高端制造领域

铝加工环节位列铝产线中游, 以“铝价+加工费”定价。铝加工以铝锭为关键原料, 通过“挤压”、“压延”、“铸造”等工艺流程, 产出铝型材、板带箔以及铸造材等各类铝加工材。公司主要原材料为铝(包括铝水、铝锭、再生铝), 并在合金化过程中辅以添加硅、镁等合金辅料, 硅、镁等合金辅料占比整体不足 5%。2022 年初, 公司在与主要客户的加工费定价中已经考虑了上游辅材及能源价格的上涨因素, 赚取稳定的加工费。

公司产品涵盖棒材、型材、结构件、铝杆线缆、板带箔全系列铝合金加工品。公司第一大产品为铝棒, 处于铝加工产业链的中上游, 主要是生产挤压材的坯料, 不直接应用于终端。挤压材中 90%为型材, 型材又主要分为建筑型材和工业型材。建筑型材主要指门窗、幕墙铝型材, 工业型材应用比较广泛, 包括消费电子、汽车轻量化、轨道交通、新能源光伏等。

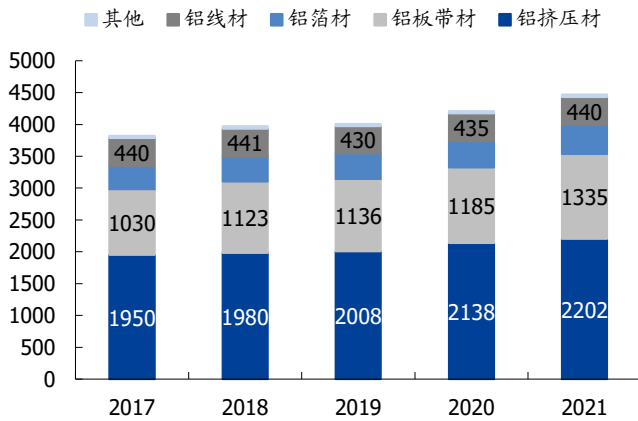
图表 27: 公司产品涵盖棒材、型材、结构件、铝杆线缆、板带箔全系列铝合金加工品



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

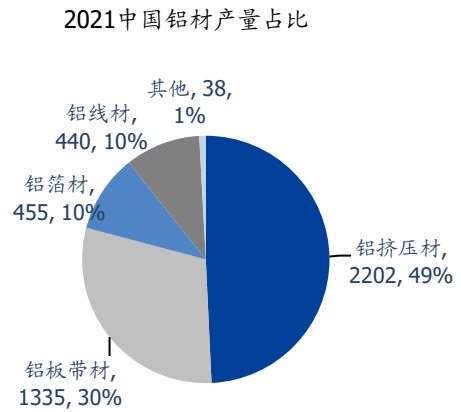
2021年铝挤压材受地产拖累增速下滑，轻量化推动铝板带箔行业维持高速增长。2021年中国铝材产量为4470万吨，其中铝挤压材市场规模2202万吨，铝材占比49%，铝板带材市场规模1335万吨，占比30%，二者为铝最主要应用场景。2020年至今中国疫后铝需求量持续向上修复，2019-2021年中国铝材产量增速分别为1.0%/5.0%/6.2%。2021年公司主要涉及产品（下游）铝挤压材、铝板带、铝杆线产量增速分别为3.0%/12.7%/1.1%，铝挤压材下游建筑型材受地产需求拖累增速下滑较为明显，铝板带市场受汽车轻量化、铝箔等消费市场拉动继续维持高速增长。

图表 28: 2021 年中国铝材产量为 4470 万吨 (单位: 万吨)



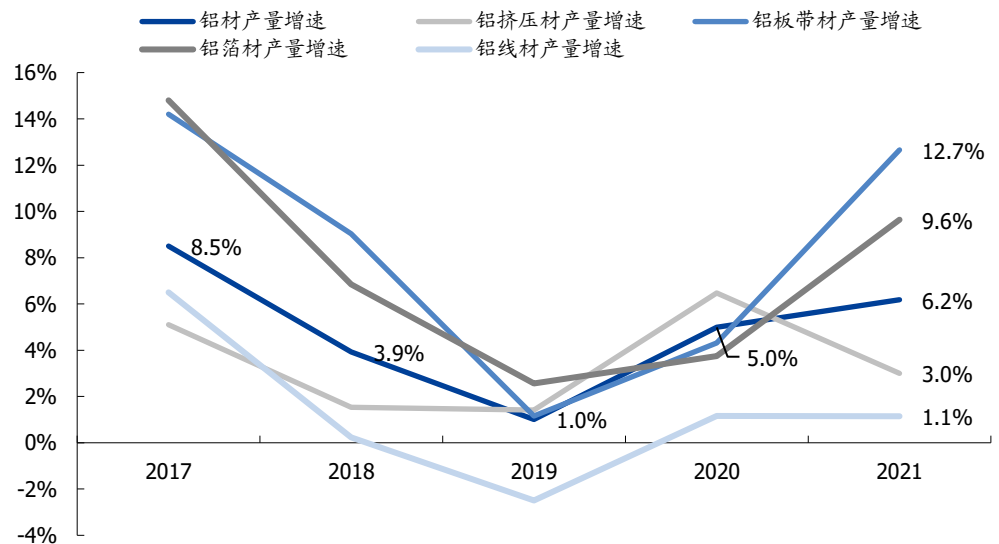
资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 国盛证券研究所

图表 29: 2021 年铝挤压材产量为 2202 万吨, 占比 49% (单位: 万吨)



资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 国盛证券研究所

图表 30: 2020 年疫后电解铝产量增速持续恢复 (单位: %)



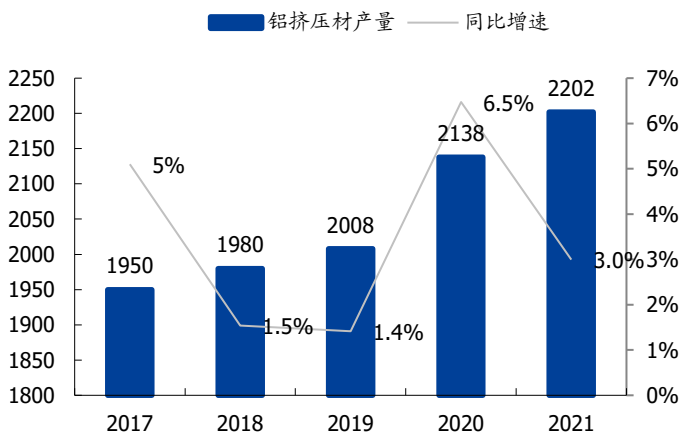
资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 国盛证券研究所

2.1 需求端：建筑需求增速放缓，多元化应用场景为铝棒提供稳定需求支撑

2.1.1 铝棒主要用于建筑和工业领域，未来增长以工业领域为主

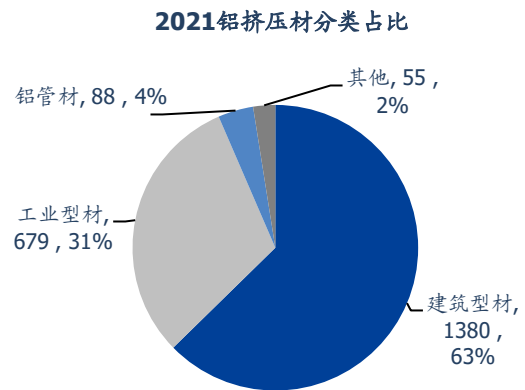
建筑和工业领域是铝棒的主要消费场景。中国铝合金棒材需求量由国内铝挤压材产量决定。2021年铝挤压材产量为2202万吨，同比增速3.0%，在铝材中占比第一，为49%。从挤压材的产品分类看，型材占比达到94%，其中建筑型材和工业型材占比分别为63%、31%。工业型材较多应用于3C电子、汽车轻量化、轨道交通、光伏新能源、高端医疗器械等新增长领域。预计未来对建筑铝合金铸棒的需求基本平稳，而对工业用铝合金铸棒的需求将继续保持稳定增长。

图表 31: 中国铝挤压材产量稳步增长 (单位: 万吨)



资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 国盛证券研究所

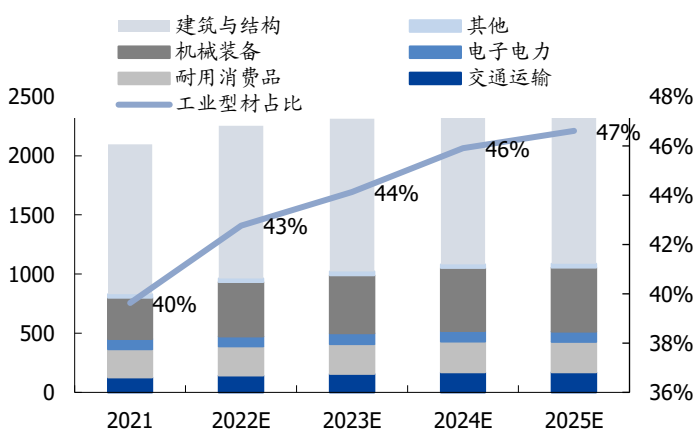
图表 32: 建筑型材占铝挤压材 63%



资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 国盛证券研究所

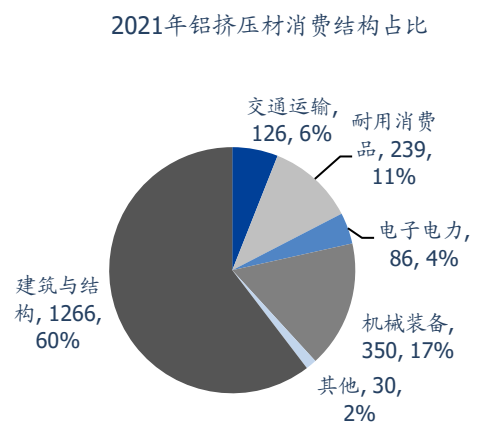
汽车轻量化、光伏发电等消费领域为工业铝型材的应用提供了较大的市场空间。在工业铝挤压材消费结构方面，耐用消费和机械装备是国内工业铝型材消费量较大行业，汽车轻量化、光伏新能源等新兴应用场景为工业铝挤压材行业带来强劲发展势头。安泰科数据显示，预计到2025年，国内工业铝挤压材总需求量将从2021年的831万吨增至1086万吨，CAGR增速5.5%，在挤压材中消费占比从40%增至47%。

图表 33: 预计 2025 年工业型材在铝挤压材中占比 47% (单位: 万吨)



资料来源: 安泰科, 重组说明书, 国盛证券研究所

图表 34: 2021 年建筑行业在铝挤压材消费结构占比 60%

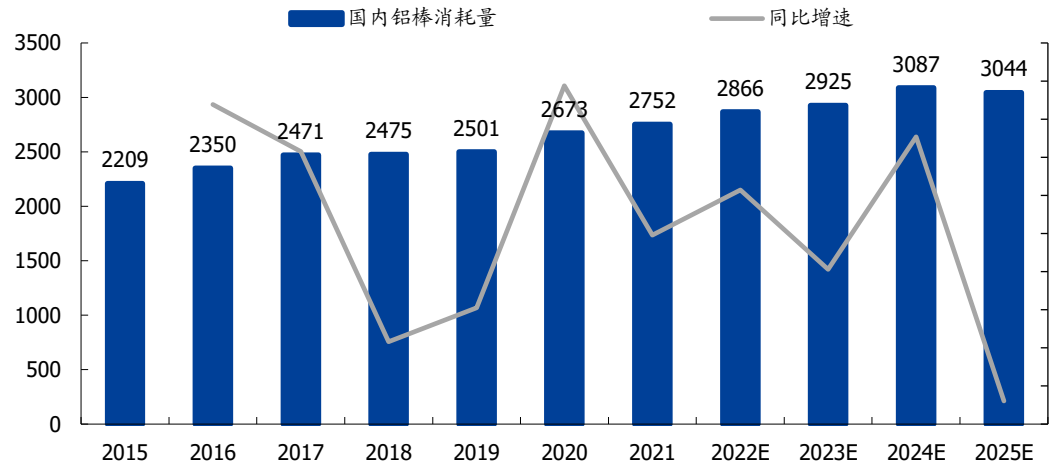


资料来源: 安泰科, 重组说明书, 国盛证券研究所

多元需求场景带动铝棒需求量持续稳定增长, 预计 2022-2025 年 4 年 CAGR 为 1.5%。在中国铝挤压材年产量屡创新高的背景下, 铝合金棒材年需求量从 2015 年的 2209 万吨

增加到2021年的2752万吨，CAGR为3.2%。随着3C电子、汽车轻量化、航空航天、轨道交通、新能源等工业用铝型材领域的高速发展，预计中国铝挤压材产量依然会保持稳定增长态势。预计到2025年国内市场铝合金棒材消费量将达到3044万吨，2022-2025年4年CAGR为1.5%。

图表 35: 预计 2025 年铝棒需求量达 3044 万吨，2022-2025 年 4 年 CAGR 为 1.5% (单位: 万吨)

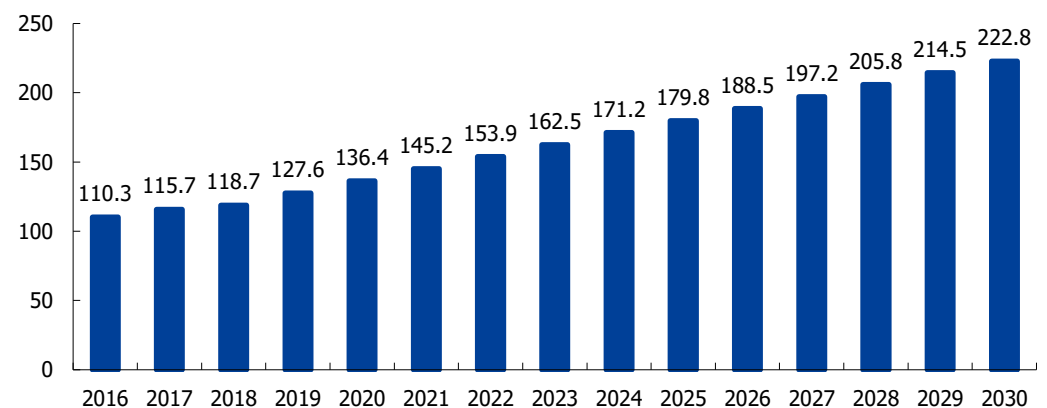


资料来源: 安泰科, 国盛证券研究所

2.1.2 汽车轻量化、光伏、轨交等多元化应用领域贡献新的需求增长点

1) 传统汽车领域铝合金应用率有望进一步提高。铝的密度仅有钢的1/3，且具有良好的可塑性和回收性，是理想的汽车轻量化材料。目前变速器箱体、热交换系统的铝合金使用率已接近100%。随着技术的进步，未来铝合金在车身、底盘等零部件上的应用范围有望大幅增加，在轮毂、发动机、散热器、油管等方面的应用将更加深入。据公司公告，研究显示，分析比较不同的整车优化方案的节油率，整车减重10%，可降低油耗6%-8%，可以显著地降低油耗、减少二氧化碳排放。根据国际铝业协会发布的《中国汽车工业用铝量评估报告(2016-2030)》，2030年，燃油车单车用铝量将达到222.8千克/车。

图表 36: 预计到 2023 年，中国燃油车单车用铝量将达到 222.8 千克/辆 (单位: kg/辆)

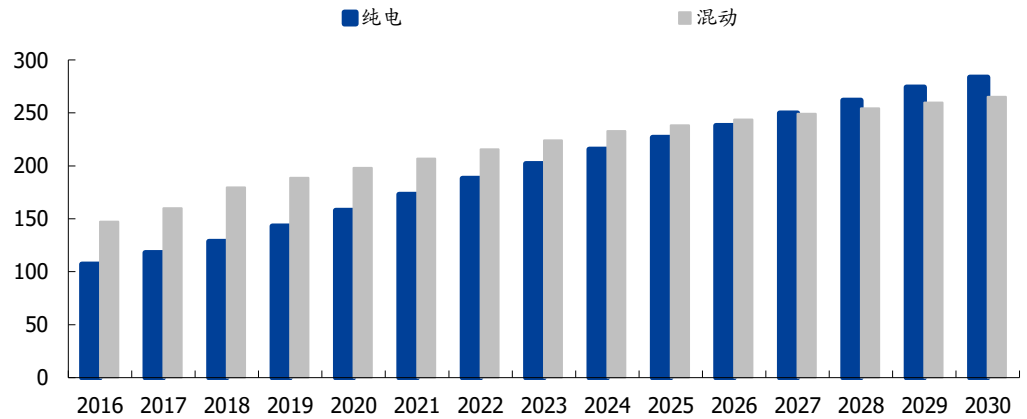


资料来源: 《中国汽车工业用铝量评估报告(2016-2030)》，国盛证券研究所

新能源汽车领域铝合金应用场景持续丰富。随着铝型材、铝部件精加工技术的逐步成熟，新能源汽车用铝合金部位逐步拓展至车身、车轮、底盘、保险杠防撞梁、地板、电动电池、吸能盒、脚踏板、天窗滑轨、顶棚行李支架和座椅，应用场景持续丰富。

轻量化领域未来蓝海依旧。根据国际铝业协会数据，2021年纯电动以及插电混动汽车单车耗铝量分别为173、207kg，2025年将分别增至277、238kg。2030年将分别增至284、265kg。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提升两个方面影响提高汽车行业铝消费量。假若全球新能源汽车销量从2021年的623.22万辆增长至2025年的1,359.22万辆，则对应铝消费量将从2021年107.92万吨增长到2025年的313.22万吨。

图表 37: 预计到 2030 年, 纯电与混动单车用铝量将分别增至 284、265kg (单位: kg/辆)

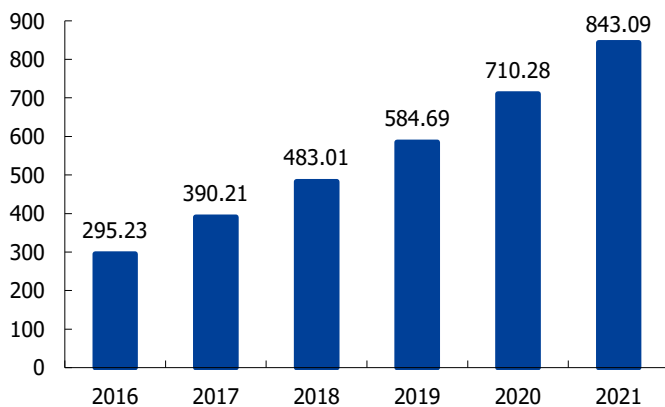


资料来源: 《中国汽车工业用铝量评估报告(2016-2030)》, 国盛证券研究所

2 铝合金在光伏领域的应用场景不断扩展。铝型材在光伏领域主要应用于太阳能光伏边框和太阳能光伏支架等。太阳能光伏边框和支架主要起到固定、密封太阳能电池组件、增强组件强度、便于运输和安装等作用，其性能将影响到太阳能电池组件的寿命。由于铝型材具备重量轻、耐腐蚀性强、成形容易、强度高、易切削和加工、可回收等特点，目前在太阳能边框中应用为最为普遍。

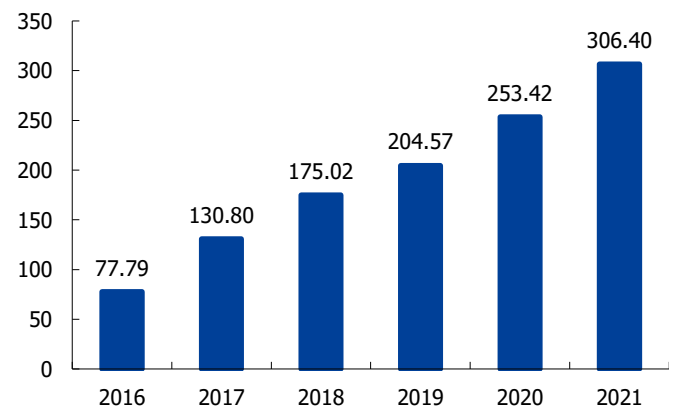
全球光伏装机容量及新增装机容量持续增长。2021年全球光伏新增装机容量达132.8GW，中国光伏发电新增装机容量达52.99GW，截至2021年底中国光伏发电装机容量合计306.40GW。根据国际能源机构(IEA)对年均新装机量的预测，至2025年，全球光伏累计装机量约为1,725.11GW，2023-2025年CAGR增速8.89%。至2025年，中国光伏累计装机量约为451.35GW，2023-2025年CAGR增速12.28%。在光伏发电成本持续下降、政策持续利好和新兴市场快速兴起等有利因素的推动下，全球光伏市场仍将保持在较高水平的增长。中国作为全球最大的光伏组件生产基地，新能源光伏行业的快速增长将带来铝型材市场的持续增长。

图表 38: 2021 年全球光伏新增装机容量达 132.8GW (单位: GW)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 中国光伏发电新增装机容量达 52.99GW (单位: GW)

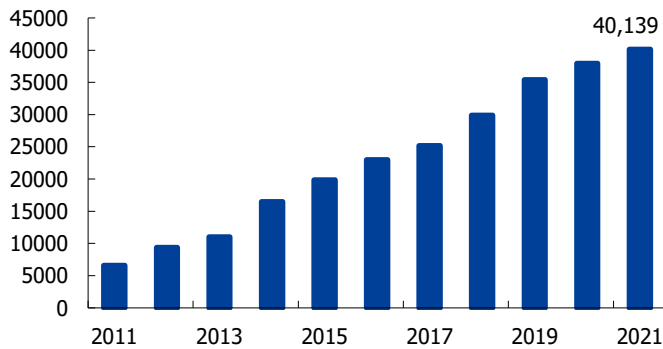


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3) 铝合金在轨道交通领域的应用场景不断扩展。铝合金具有高强韧、质量轻、易加工、耐腐蚀等突出优点，随着轨道交通技术的发展和推广，铝材在我国交通领域的应用不断增加，轨道车辆车体已大量使用铝材制造，高铁及动车连接件、座椅、门窗、行李架、广告架、车体等也大量采用铝合金产品。在高铁领域，运行速度大于250km/h的列车必须采用铝合金车体，大于350km/h的列车车厢除底盘外全部使用铝型材，目前国产和谐号动车组除CRH1为不锈钢车体外，CRH2、CRH3、CRH5均为大型中空型材铝合金车体。

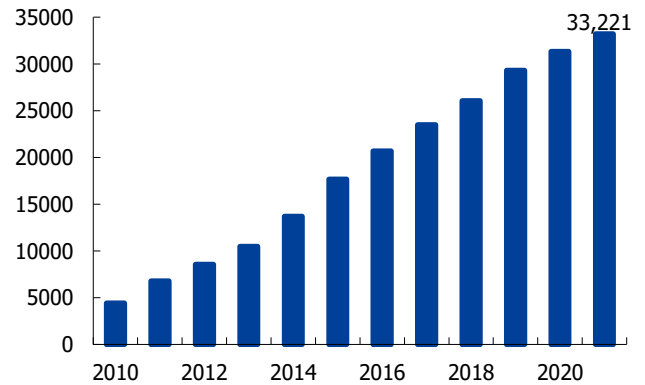
近十年里，中国轨道交通发展迅猛。在地铁、轻轨、市域快轨、高铁等领域，铝材主要应用在车身、配件、装饰件等方面。随着我国城市基础设施建设力度的不断加大，未来地铁、轻轨等领域内的铝型材需求还将继续增长。近年来，中国各地城市轨道交通建设辐射范围不断扩大。高铁建设方面，高铁营业里程由2010年5133公里增长至2021年40139公里，CAGR为18.7%；全国动车组拥有量从2010年的4408辆增长至2021年33221辆，CAGR为18.3%。城轨建设方面，城市轨道交通运营路线长度由2010年1429公里增长至2021年8571公里，CAGR为16.1%；全国城市轨道交通运营车辆从2010年8285辆增长至2021年57300辆，CAGR为17.5%。地铁、轻轨、市域快轨快速发展。

图表 40: 2021 年高铁营业里程达 4.0 万公里 (单位: 公里)



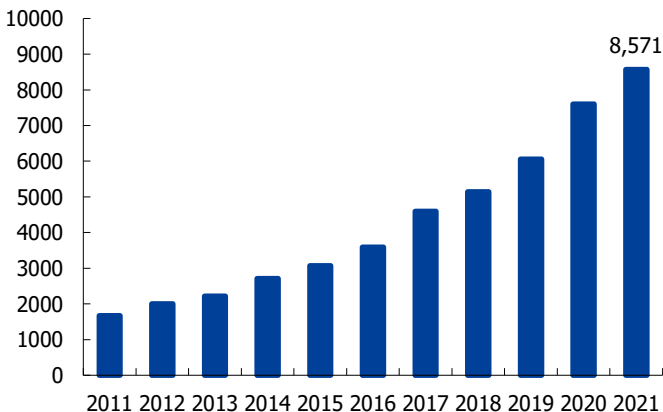
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 2021 年全国动车组拥有量为 3.32 万辆 (单位: 辆)



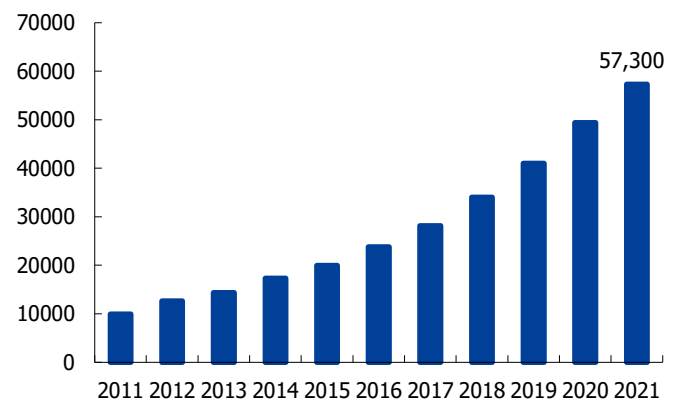
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 2021 年城市轨道交通运营路线长度达 8571 公里 (单位: 公里)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 2021 年全国城市轨道交通运营车辆为 57300 辆 (单位: 辆)



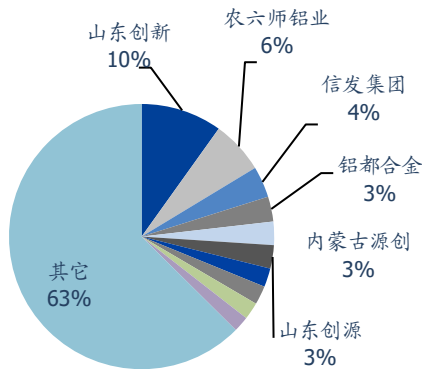
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 供给端：行业集中度持续提升，公司着力发展高端领域

2.2.1 公司作为行业龙头保持高开工率，规模化优势明显

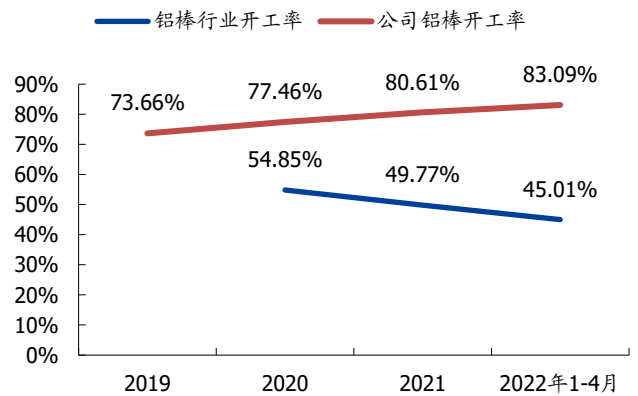
公司铝棒产能占全国产能约 **10%**，开工率远高于行业平均。铝合金棒材产能主要分布在电解铝产能相对集中的地区，以山东、新疆和内蒙古地区为主。创新金属拥有十余年的铝合金棒材研发生产经验，综合产能约 350 万吨/年，生产过 300 余种铝合金牌号、50 余种规格的铝棒，综合优势明显。据百川盈孚统计，公司铝棒产能占全国产能 10%，为铝棒行业龙头，国内铝合金棒材年产量超过 100 万吨的企业仅三家，多数企业的年产量在 10-30 万吨范围内。公司近三年铝棒开工率远高于行业平均开工率，并呈现上升趋势，龙头效应凸显。

图表 44: 公司铝棒产能占全国产能 10%



资料来源：百川盈孚，国盛证券研究所

图表 45: 公司铝棒开工率远高于行业平均水平



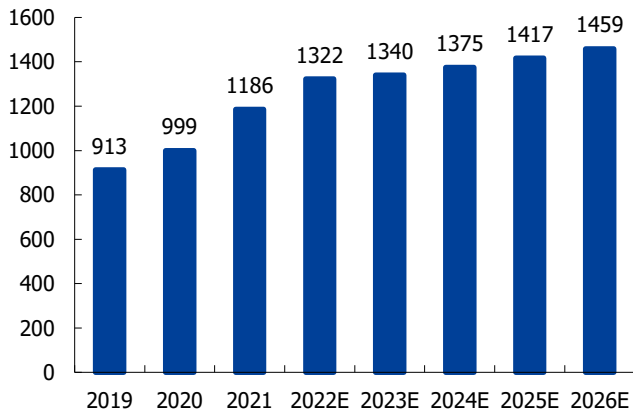
资料来源：重组说明书，百川盈孚，国盛证券研究所

2.2.2 公司聚焦高附加值产品发展，多产品并行提高综合毛利率

聚焦高附加值产品发展，各品类产品在市场上竞争优势明显。2016 年至今，公司整体经营结构持续优化。产品结构上，公司由铝棒向铝型材、板带箔等高附加值产品延伸，产品更加多元化；产品具体应用上，除维护存量领域之外，公司产品不断向电子 3C、汽车轻量化等领域拓展，对公司的经营优化效果显著；从公司各产品市场竞争格局上看，公司棒材产品市场占有率第一；型材产品自成立就瞄准高端市场，与苹果公司密切合作，竞争优势明显；板材产品、铝杆线缆产品产能情况位居市场前列，产品紧跟国家政策要求；结构件产品加工原材料由内部供应，有完整的产业链优势。

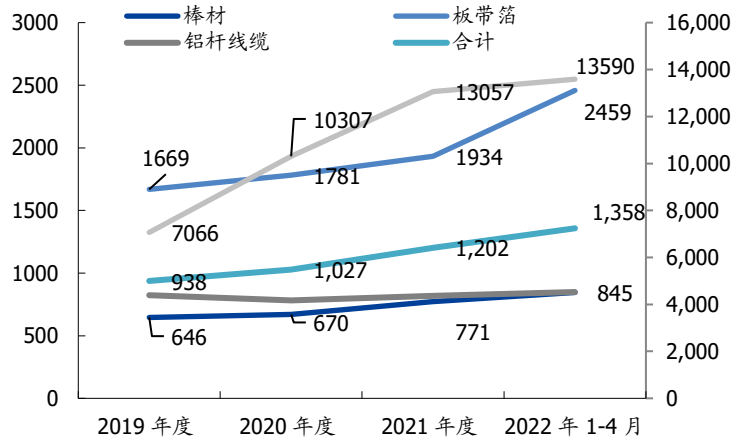
公司主要产品加工费均保持稳定上涨趋势。2019-2021 年，公司直销产品加工费分别为 913/999/1186 元/吨，未来随着高端化战略的持续推进，加工费水平将进一步提升，提升加工利润。根据公司在重大资产重组方案中披露的未来三年加工费预测数据，2022-2024 年公司直销产品加工费 1322/1340/1375 元/吨。

图表 46: 直接销售产品加工费保持上涨趋势 (元/吨)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

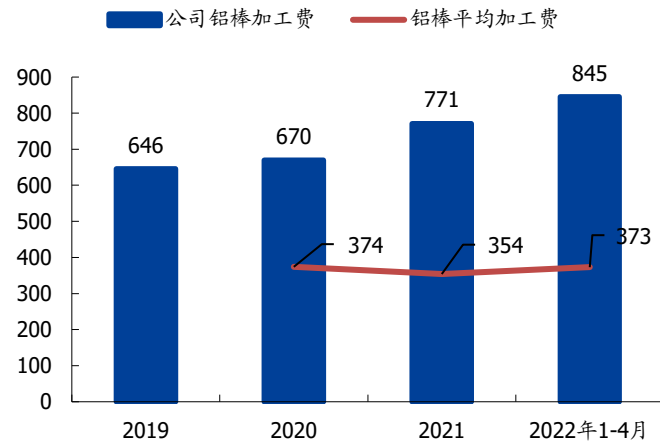
图表 47: 公司主要产品加工费均保持稳定上涨趋势 (元/吨)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

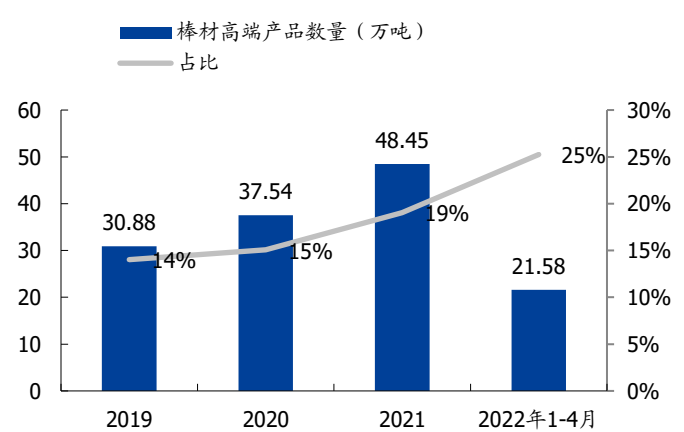
1) 铝棒: 积极向汽车轻量化、新能源、3C 电子等新兴领域延伸。在传统的基建、轨道交通市场基础上, 向汽车轻量化、新能源、3C 电子等铝材料应用前景明朗的新兴领域延伸, 提高产品附加值。此外, 相较于传统领域, 新兴领域对于铝合金产品的要求较高, 为满足不同客户差异化需求, 公司输出定制化产品, 贯穿前端合金配方的研发到全制程各环节的设计、把控, 高附加值产品驱动加工费及收入水平提升。2019-2021 年公司棒材产品平均单吨加工费分别为 646/670/771 元/吨, 吨毛利 395/428/477 元/吨。以单吨加工费 1000 元/吨以上为高端棒材的划分标准, 2019-2021 年公司棒材板块高端产品销量占比从 14.02% 增至 19.05%。公司铝棒加工费明显高于市场平均, 且高端产品收入占比不断提升。

图表 48: 公司棒材产品加工费高于行业平均水平 (元/吨)



资料来源: 重组说明书, 百川盈孚, 国盛证券研究所

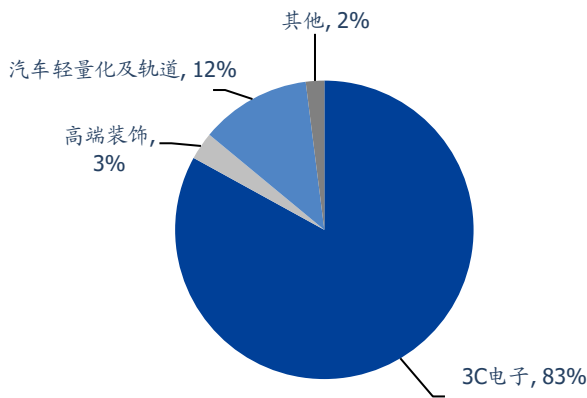
图表 49: 公司棒材高端产品数量占比增至 25%



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

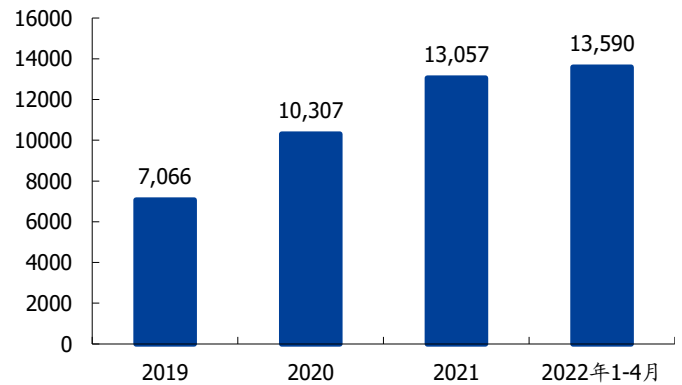
2) 型材: 采用差异化竞争策略, 3C 电子占比 83%。依托母公司在铝合金开发方面的优势, 区别于传统建筑型材企业, 公司型材板块自创立以来重点布局高技术含量的细分市场, 如 3C 电子, 其对型材的研发、工艺、资金、人力等综合要求较高, 公司型材产品单吨加工费水平亦较高。经过多年业务积淀, 标的公司在 3C 电子型材市场地位逐步稳固, 承揽了数十个苹果产业链。2019-2021 年, 型材平均单吨加工费水平分别为 7066/10307/13057 元/吨, 2022 年 1 月-4 月为 13591 元/吨, 均为高端产品。

图表 50: 公司型材下游 3C 电子占比 83%



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

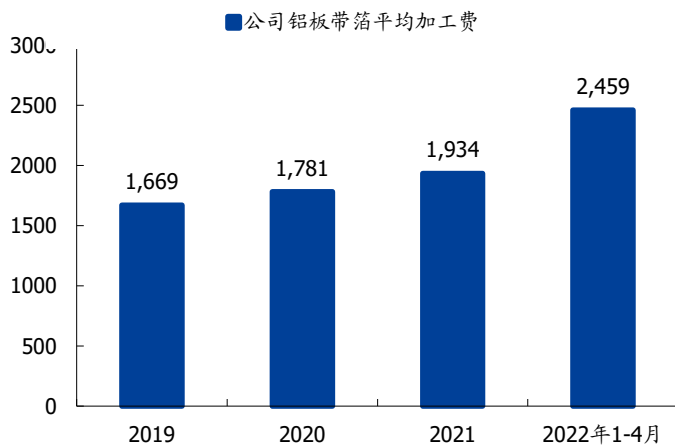
图表 51: 公司型材类产品均为高端产品, 加工费较高 (元/吨)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

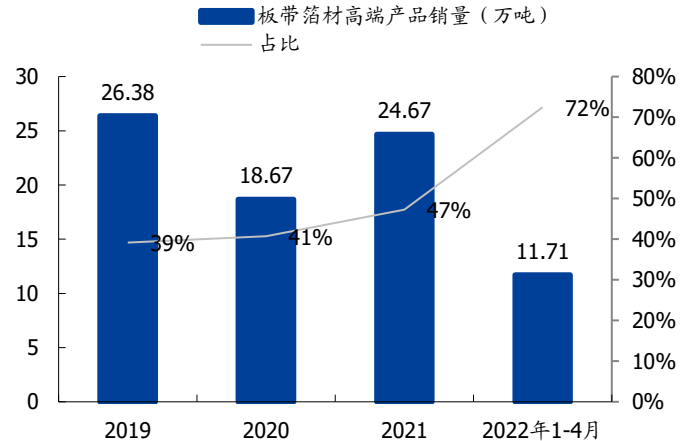
3) 板带箔: 前端合金化优势为基, 逐渐向下游深加工领域延伸。一方面, 公司在铝板带箔板块着力布局高端装饰、家电家居、食品包装等高端市场。另一方面, 2019 年以来, 公司逐步降低相对简易的前端铸轧卷的销售比例, 增加后道热轧卷、冷轧板带等产品输出, 向产业链下游加工制程较长、复杂度较高的产品延伸。2021 年, 标的公司铸轧卷销量缩减至 0.14 万吨, 仅为板带箔总销售量的 0.28%。随着公司铝板带下游市场中高性能、加工复杂度高的产品占比不断提高, 2019-2021 年公司板带箔材产品平均单吨加工费分别为 1669/1781/1934 元/吨。2022 年初进一步增至 2459 元/吨。以单吨加工费 2000 元/吨以上为高端铝板带箔产品的划分标准, 2019-2021 年公司板带箔板块高端产品销量占比从 39%增至 47%, 2022 年初升至 72%。

图表 52: 2021 年公司铝板带箔平均加工费 1934 元/吨 (单位: 元/吨)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

图表 53: 2021 年公司板带箔材高端产品销量占比 47% (单位: 万吨)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

4) 铝杆线缆: 顺应国家电网节能降耗的发展理念, 以研发生产新型节能材料为主导。2019 年国家电网项目订单较多, 高标准的铝杆及线缆产品加工费水平较高; 此外, 公司自 2020 年起逐步加大漆包线、铝丝等中高端产品的业务量, 拓展家电市场, 一方面保障业务量稳定, 另一方面促进加工费水平的稳健提升。2019-2022/1-4 年公司铝杆线产品平均单吨加工费分别为 825/818/849 元/吨。

三、前瞻性布局绿色制造，铝液、再生铝原料齐步降本发力

3.1 铝水原料占比超八成，综合降本优势显著

铝液相较铝锭减少铸锭及重熔过程，单吨降本达100元左右。公司产品上游主要原材料为电解铝，包含液态铝水和固态铝锭两种形态。液态铝水在生产端减少了凝结铸锭过程，且在使用端不需要重熔，因此相较铝锭采购具备一定低成本优势。据公司数据显示，2019-2022年前四个月，公司平均铝液采购价格较铝锭分别便宜了195/108/135/74元/吨。

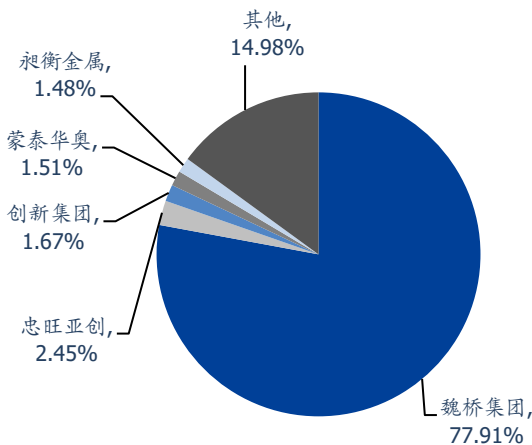
依靠滨洲铝产业集群优势，魏桥集团铝水直供接近八成。铝液原料的使用受上游运输半径限制，公司凭借山东滨洲地区铝产业集群，与电解铝企业魏桥集团同处一地，具有天然的铝液原材料采购区位优势。2019年-2021年公司共采购电解铝原料270/306/319万吨，其中采购铝水254/272/262万吨，分别占比达到94%/89%/82%。2021年公司向魏桥集团的原料采购金额占比高达77.9%，约248万吨。

图表 54: 公司原材料以铝水为主

产品	2021年产能	生产地区	主要原料
棒材	331.64万吨	山东滨州、江苏苏州、云南文山	山东滨州各工厂的原料以铝水为主、铝锭及再生铝为辅；江苏苏州工厂的原料为铝锭及再生铝；云南文山工厂的原料以铝水为主
板带箔	68.85万吨	山东滨州	以铝水为主、铝锭及再生铝为辅
型材	12.79万吨	山东滨州	棒材
铝杆线缆	57.76万吨	山东滨州	现阶段以铝水为主、铝锭及再生铝为辅
结构件	6,268.08万件	山东青岛	型材

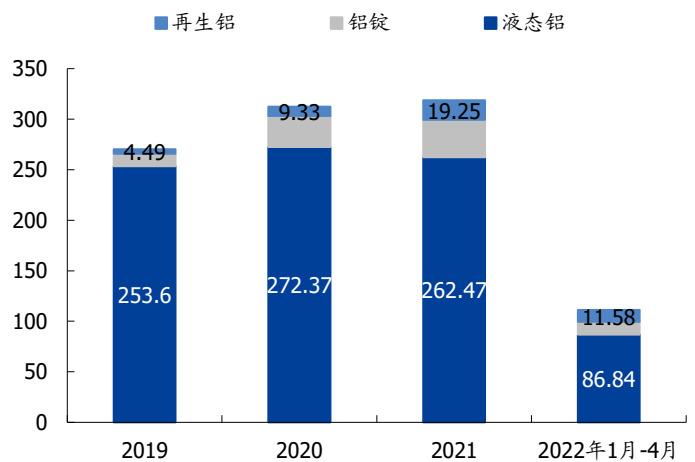
资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

图表 55: 2021年公司魏桥集团原料采购金额占比达77.9%



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

图表 56: 公司液态铝原料采购量占比维持在80%以上(单位: 万吨)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

积极调整能源结构，魏桥集团向云南地区转移产能396万吨。为调整公司产品能源结构，发挥云南地区水电资源优势，公司主要原材料供应商魏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。2019年，魏桥集团将203万吨电解铝产能转移至云南省文山州砚山县，2022年，魏桥集团将193万吨电解铝产能转移至云南省红河州泸西县，合计共转移396万吨产能。

图表 57: 公司于山东滨州电价约为 0.49 元/度

2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-4 月
0.4	0.4	0.42	0.49

资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

图表 58: 云南省电价标准 (单位: 元/度)

时间段		枯水期 12 月、次年的 1-4 月	平水期 5 月、11 月	丰水期 6 月-10 月
峰时段	9:00-12:00 18:00-23:00	0.8225	0.7068	0.6202
平时段	7:00-9:00 12:00-18:00	0.5913	0.5143	0.4565
谷时段	23:00-次日 7:00	0.3602	0.3217	0.2928

资料来源: 《云南省发展和改革委员会关于云南电网 2020—2022 年输配电价和销售电价有关事项的通知》(发改价格[2020]1115 号), 重组说明书, 国盛证券研究所

公司云南地区配套建设 120 万吨铜棒生产基地, 继续发挥“电解铝-铝合金”的上下游产业集群优势。公司约 8 成原材料来自魏桥集团, 考虑到双方的长期战略合作关系, 维持铝水低成本采购优势, 继续发挥“电解铝-铝合金”的上下游产业集群优势, 公司在云南建设年产 120 万吨轻质高强铝合金材料项目, 配套使用魏桥集团文山州砚山县 203 万吨产能, 延续在山东的合作模式。

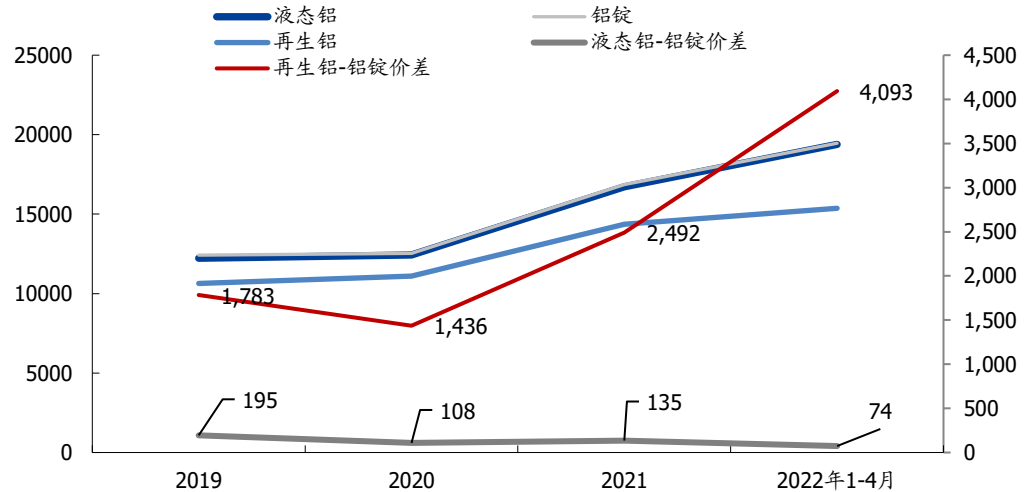
占据云南区位优势, 销售辐射中国华南地区。云南紧邻西南和华南铝合金棒材消费市场, 此前公司的销售区域主要为华北地区, 此举有利于公司进一步开拓新的市场空间, 满足西南及华南地区的铝合金棒材需求。同时, 云南均为水力发电, 相较于山东地区传统的火力发电, 可进一步提升创新金属绿色铝板块的业务布局, 抓住十四五期间绿色化、低碳减排的发展机会, 并可满足苹果产业链在内的下游大型集团客户对绿色铝的需求。

3.2 加码布局再生铝行业, 丰富低价原料来源

2030 年起三成电解铝使用可再生能源。11 月 15 日, 工信部、国家发改委与生态环境部联合印发《有色金属行业碳达峰实施方案》, 《方案》提出, “十四五”期间, 有色金属产业结构、用能结构明显优化, 再生金属供应占比达到 24% 以上。“十五五”期间, 有色金属行业用能结构大幅改善, 电解铝使用可再生能源比例达到 30% 以上。

再生铝相比液态铝与铝锭有明显的成本优势。据公司重组说明书显示, 2022 年 1-4 月, 公司再生铝采购成本相较液态铝便宜约 4000 元/吨, 再生铝的补充可以降低降低公司采购成本, 提升毛利率, 在节能减排的同时, 提升公司盈利水平。

图表 59: 再生铝采购成本低于液态铝与铝锭 (单位: 元/吨)

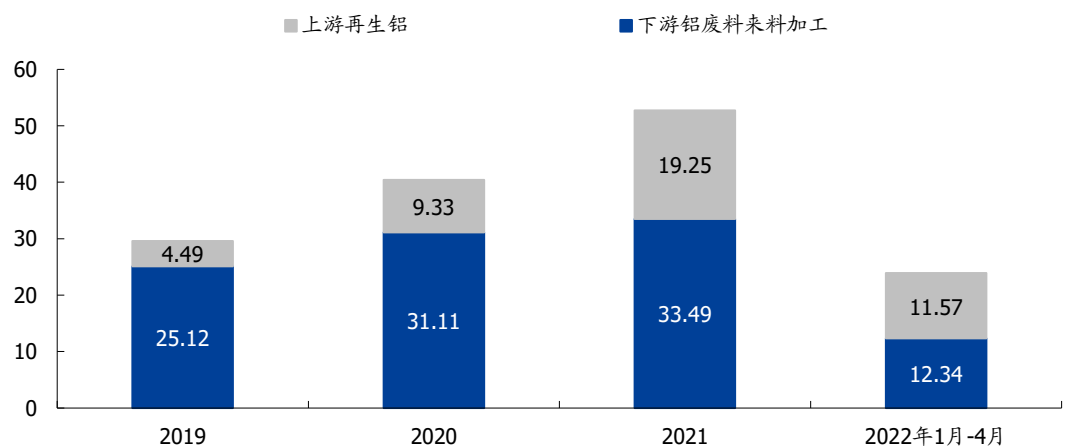


资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

前瞻性布局, 技术优势明显。公司 2017 年开始与苹果公司合作开展 3C 用铝的保级回收利用, 在铝的保级回收利用, 在再生铝筛分、脱污、去杂净化、合金化等方面形成了一套成熟的技术体系, 既可保障产品性能的一贯性, 又可最大化挖掘再生铝中的合金成分特性, 通过科学配比实现铝、硅、镁等合金的循环利用, 在破解再生铝复杂多样、洁净度低等各项应用挑战的同时提升了经济效益。

公司拥有充足再生铝来源。一方面, 公司拥有大量客户资源, 客户生产过程会形成大量铝废料, 这些铝废料成为公司来料加工的来源。2019 年至 2022 年 4 月 30 日, 公司来料加工量分别为 25.12 万吨、31.11 万吨、33.49 万吨和 12.34 万吨。同时社会化渠道采购再生铝也为公司提供一定的再生铝原料补充, 且用量增长明显。2019 年至 2022 年 4 月 30 日, 再生铝叠加铝废料来料加工的用量分别为 29.61 万吨、40.44 万吨、52.74 万吨和 23.91 万吨, 原料占比分别为 10.02%、11.99%、14.97%和 19.37%。

图表 60: 公司各渠道再生铝原料量均有增加 (单位: 万吨)



资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

七个再生铝项目增加再生铝产能至 205 万吨, 2024 年有望形成百万吨产能投产。为了响应国家的碳达峰号召, 以及解决魏桥集团产能转移后导致的原材料不足问题, 公司在山东地区大力发展规划棒材、板带箔板块等七个再生铝项目。目前已有 50 万吨产能投入运营, 远期共规划 205 万吨再生铝产能。创新再生资源年产 50 万吨高品质再生铝合金

材料项目如期推进，预计投产时间在 2023 年 9 月份，达产时间为 2024 年 4 月，十四五期间，公司将持续扩大再生铝业务规模至百万吨量级。再生绿色制造优势显著，并有效降低公司采购成本。

图表 61: 公司再生铝产能增加至 205 万吨

公司	项目	产能 (万吨)	项目进展
创新再生资源	年产 20 万吨高品质再生铝合金材料项目	20	投产
创新金属	年产 30 万吨高品质再生铝合金材料技术改造项目	30	原有项目改建
创新再生资源	年产 50 万吨高品质再生铝合金材料项目	50	拟建
创辉新材料	年产 20 万吨再生铝合金材料改建项目	20	拟建
创源再生资源	年产 50 万吨高品质再生铝合金材料项目	50	拟建
创惠再生资源	20 万吨/年废旧铝合金资源综合利用项目	20	备案
创惠再生资源	15 万吨/年废旧铝合金资源综合利用项目	15	备案

资料来源: 重组说明书, 国盛证券研究所

四、盈利预测

4.1 业绩预测

公司主营棒材、板带箔、型材、铝杆线缆、结构件五大产品，2021 年毛利占比分别为 57%/18%/16%/10%/-1%，因此对公司的主要业务假设围绕棒材、板带箔、型材、铝杆线缆四大产品为主。公司主要原材料为电解铝，产品定价模式为“原材料价格+加工费”，通过相对稳定的加工费获取利润，铝价的波动可通过套期保值避免或转移给下游客户，因此业绩预测的核心假设为各产品销量及加工费变化，且公司在资产重组说明书中对销量、加工费等核心变量及利润目标做了较为细致的预测，作为此处假设的重要参考依据。

期间费用：公司当前业务经营成熟，且未来业务形态并未发生重大变化，预计各项费用基本保持稳定。过去两年除业务扩张导致财务费用率小幅上升外，其他费用率也基本维持稳定，因此 2022-2024 年费用率按照 2021 年水平给予稳态假设。

1) 铝棒：销量假设：2021 年公司铝棒在产产能 332 万吨，实际销量 284.3 万吨。在建创新金属年产 80 万吨高强高韧铝合金材料项目（二期 50 万吨）、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），将在 2023-2026 年期间逐渐释放产能。参考公司的核心假设，我们预计 2022-2024E 公司铝棒销量分别为 241、263、278 万吨；加工费假设：2019-2021 年公司棒材直销产品平均单吨加工费分别为 577/580/686 元/吨，随着公司产品向高附加值领域拓展，我们预计 2022-2024E 公司铝棒直销加工费为 749/764/786 元/吨，毛利率分别为 3.2%、3.2%、3.4%。

2) 铝型材：销量假设：2021 年公司铝型材在产产能 13 万吨，实际销量 7.8 万吨。在建创新精密年产 10 万吨高档电子型材扩建项目。参考公司的核心假设，我们预计 2022-2024E 公司铝型材销量分别为 9.2、9.9、10.7、11.4 万吨；加工费假设：2019-2021 年公司铝型材直销产品平均单吨加工费分别为 7074/10324、13068 元/吨，预计 2022-2024E 公司铝棒直销加工费为 12710/12581/12466 元/吨，毛利率分别为 20.9%、20.5%、20.2%。

3) 铝板带: 销量假设: 2021年公司铝板带材在产产能69万吨,实际销量52.2万吨。在建创新板材年产10万吨高档铝合金冷轧板材扩建项目。参考公司的核心假设,我们预计2022-2024E公司铝型材销量分别为56、58、60.5、62.8万吨;加工费假设: 2019-2021年公司铝板带材直销产品平均单吨加工费分别为1673/1782/1932元/吨,随着公司产品向下游热轧卷、冷轧板等复杂加工领域延伸,我们预计2022-2024E公司铝板带材直销加工费为1955/2022/2079元/吨,毛利率分别为4.2%、4.4%、4.5%。

2) 铝线缆: 销量假设: 2021年公司铝板带材在产产能58万吨,实际销量54.0万吨。在建创辉新材料年产10万吨高强节能铝合金导线改建项目及年加工15000吨高品质铝焊丝表面处理项目。参考公司的核心假设,我们预计2022-2024E公司铝线缆材销量分别为44.3、44.5、44.7万吨;加工费假设: 2019-2021年公司铝线缆材直销产品平均单吨加工费分别为821/779/814元/吨,我们预计2022-2024E公司铝板带材直销加工费为815/834/854元/吨,毛利率分别为2.5%、2.5%、2.5%。

图表 62: 2020A-2024E 公司利润预测表 (单位: 亿元)

		单位	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
铝价假设		元/吨	12407	16738	18000	18000	18000
铝棒	销量	万吨	258.3	267.3	240.5	263.0	277.5
	加工费	元/吨	580.0	686.0	749.0	764.0	786.0
	收入	亿元	287.9	391.2	388.3	424.0	444.8
	成本	亿元	277.3	379.1	375.9	410.2	429.8
	毛利	亿元	10.7	12.1	12.5	13.8	14.9
	毛利率	%	3.7%	3.1%	3.2%	3.2%	3.4%
铝型材	销量	万吨	9.15	9.90	10.65	11.40	0.00
	加工费	元/吨	10324.0	13068.0	12710.0	12581.0	12466.0
	收入	亿元	16.1	21.3	28.1	30.3	32.4
	成本	亿元	11.5	16.3	22.2	24.1	25.9
	毛利	亿元	4.6	5.0	5.9	6.2	6.6
	毛利率	%	28.7%	23.5%	20.9%	20.5%	20.2%
铝板带	销量	万吨	56.00	58.25	60.50	62.75	0.00
	加工费	元/吨	1782.0	1932.0	1955.0	2022.0	2079.0
	收入	亿元	64.9	96.5	111.7	116.6	121.5
	成本	亿元	61.3	92.1	107.0	111.5	116.0
	毛利	亿元	3.7	4.4	4.7	5.1	5.5
	毛利率	%	5.7%	4.6%	4.2%	4.4%	4.5%
铝线缆	销量	万吨	46.02	47.74	50.05	52.36	0.00
	加工费	元/吨	779.0	814.0	815.0	834.0	854.0
	收入	亿元	60.2	74.9	83.4	83.8	84.3
	成本	亿元	58.0	72.9	81.3	81.7	82.1
	毛利	亿元	2.2	2.0	2.0	2.1	2.1
	毛利率	%	3.7%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
期间费用率	销售费用率	%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	管理费用率	%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

研发费用率	%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用率	%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
期间费用率	%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

资料来源: Wind, 重组说明书, 国盛证券研究所

4.2 投资建议

我们选取了以铝金属加工为主营业务的境内上市公司作为可比公司进行估值对比。公司完成重大资产重组后, 主体业务由“超市零售”变更为“金属加工”, 对比所选标的与公司主营业务、行业竞争格局、行业地位等具备较强相似性, 且行业认知度较高。公司估值水平较可比公司平均水平偏低且估值水平波动较小。

我们预计公司 2022-2024 年公司归母净利润分别为 **10.97/12.84/14.41** 亿元, 对应 **PE 分别 23.5/20.1/17.9** 倍, **PB 8.4/5.9/4.4** 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。公司拥有国内规模最大的铝合金材料生产基地, 综合产能超过 500 万吨。公司生产基地与上游电解铝具备强集群优势, 充分享受山东魏桥低成本铝水原材料, 并规划山东基地总 205 万吨再生铝产能, 进一步降低原料综合采购成本。伴随汽车轻量化、3C 电子、光伏发电、轨道交通等领域布局发力, 公司加工费有望稳定提升。

图表 63: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002540.SZ	亚太科技	6.6	0.36	-	0.49	0.59	21.36	9.26	13.35	11.13
601677.SH	明泰铝业	19.39	2.71	1.79	2.18	2.78	16.25	10.84	8.88	6.98
002988.SZ	豪美型材	16.84	0.60	0.08	1.22	1.77	34.48	223.20	13.85	9.49
平均值							24.03	81.10	12.03	9.20
600361.SH	创新新材	6.44	-0.07	0.27	0.32	0.36	-91.5	23.5	20.1	17.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测 注: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 股价为 2023 年 2 月 22 日收盘价

风险提示

金属价格大幅波动风险

公司作为铝加工企业, 主要的原材料为电解铝, 主要产品定价模式为“原材料价格+加工费”, 主要盈利模式为通过相对稳定的加工费获取毛利。从定价机制和盈利模式来看, 公司可以将电解铝价格高企或波动的风险转嫁给下游客户, 但短期内铝价大幅波动带来流动资产贬值的风险。

市场需求恶化风险

铝加工行业属于基础行业, 与国民经济发展有着密切的联系。近年来, 全球市场保持疲弱, 国内经济增速放缓, 这加剧了铝加工行业的市场竞争, 如果市场整体长期低迷, 将可能对公司的良性发展造成不利影响。新能源汽车需求变化及行业竞争加剧都将对公司发展造成不利影响。

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：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

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