

一体化优势加深，海外布局助力远期成长

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年报，2022 年实现营业收入 330.08 亿元，同比增加 14.83%；实现归母净利润 26.5 亿元，同比减少 30.85%；实现扣非归母净利润 25.38 亿元，同比减少 31.29%。
- **铝价下跌及原料价格上涨影响利润：**公司利润主要由电解铝业务贡献，2022 年下半年铝价重心下移，直接造成公司盈利能力的降低。此外，电价的上调、氧化铝新投产产能的成本阶段性走高以及研发费用的提升也对公司业绩产生影响。
- **铝全产业链布局，顺周期利好利润修复：**公司形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造的上下游一体化，冶炼产能位于低能源成本的新疆地区，和同行相比仍具备成本优势。年内内需修复带动电解铝需求向上，冶炼端供给扰动频发，测算电解铝基本面短缺 88 万吨，铝价中枢预计稳中有升，带动电解铝利润修复。
- **下游高附加值产品占比持续提升：**公司积极布局高纯铝和电池铝箔，下游深加工占比持续提升。2023 年高纯铝产量预计提升至 6 万吨，产能总规划 10 万吨，电池铝箔产量 4 万吨，产能总规划 22 万吨，全部达产后深加工产品占比将超过三分之一，下游加工依托上游冶炼基地建设，节约重熔、能源成本，未来将进一步增强公司盈利能力。
- **海外投资打开成长空间：**2023 年公司通过境外孙公司以自有资金收购 ITM 公司 100% 股份，间接取得其三家子公司在印尼铝土矿的采矿权，布局印尼铝土矿项目。同时公司计划投资 15.56 亿美元分两期建设 200 万吨氧化铝生产线，形成海外氧化铝生产基地，充分利用印尼当地丰富的铝土矿资源，进一步延伸铝产业链。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2023-2025 年公司实现归母净利润分别为 33.8/39.4/45.3 亿元，三年复合增长率为 19.5%，实现 EPS 分别为 0.73 元/0.85 元/0.97 元，对应 PE 分别为 10/9/8X。可比公司 2023-2024 年一致性预期 PE 平均水平分别为 9/7 倍，鉴于公司具有一体化优势，下游深加工占比提升，给予公司 2023 年 12 倍估值，对应股价 8.76 元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**铝价格下跌风险，电池铝箔、氧化铝产能释放不及预期风险，海外运营风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	33008.42	35094.68	37957.86	40716.91
增长率	14.83%	6.32%	8.16%	7.27%
归属母公司净利润（百万元）	2650.48	3381.73	3939.11	4525.19
增长率	-30.85%	27.59%	16.48%	14.88%
每股收益 EPS（元）	0.57	0.73	0.85	0.97
净资产收益率 ROE	11.61%	13.16%	3.60%	13.84%
PE	13	10	9	8
PB	1.52	1.35	1.20	1.06

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn
联系人：黄腾飞
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	46.52
流通 A 股(亿股)	23.10
52 周内股价区间(元)	6.24-9.09
总市值(亿元)	355.87
总资产(亿元)	534.82
每股净资产(元)	4.57

相关研究

目 录

1 天山铝业：打造一流现代化铝产业基地	1
1.1 铝产业链布局完整，成本优势持续增强.....	1
1.2 营业收入稳步增长，铝锭毛利拔得头筹.....	2
2 一体化布局带来成本优势，下游深加工占比持续扩大	3
2.1 电解铝行业龙头，上游原材料全覆盖保障成本优势.....	3
2.2 高纯铝产能持续扩张，技术优势保障品牌护城河.....	4
2.3 进军电池铝箔赛道，一体化具备成本优势.....	6
3 把握内需复苏主线，铝价有望稳中有升	6
4 盈利预测与估值	9
4.1 盈利预测.....	9
4.2 相对估值.....	10
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：天山铝业发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（截至 2022 年年报）.....	1
图 3：2017-2022 公司营收情况.....	2
图 4：2017-2022 公司归母净利润情况.....	2
图 5：2017-2022 公司营收分布情况.....	2
图 6：2017-2022 公司毛利分布情况.....	2
图 7：2017-2022 公司盈利随铝价波动.....	3
图 8：2017-2022 公司费用率情况.....	3
图 9：公司产业链结构.....	3
图 10：2022 年全国各省份电价（部分）.....	4
图 11：2022 年各省市资源储量占比情况（部分）.....	4
图 12：2021 年高纯铝下游应用分布情况.....	5
图 13：2017-2022E 国内高纯铝产量.....	5
图 14：全社会用电量月度分布（亿千瓦时）.....	7
图 15：国内电解铝运行产能季节性预测（万吨）.....	7
图 16：未锻造的铝及铝材出口（吨）.....	7
图 17：核心能源价格走势.....	7
图 18：竣工周期向上利好铝消费恢复.....	8
图 19：新能源铝消费量（万吨）.....	8

表 目 录

表 1：高纯铝提纯技术对比.....	5
表 2：我国高纯铝主要公司产量.....	5
表 3：公司电池铝箔产能.....	6
表 4：铝供需平衡表.....	8
表 5：公司分业务收入及毛利率.....	9
表 6：可比公司估值（截止至 3.22 收盘价）.....	10
附表：财务预测与估值.....	11

1 天山铝业：打造一流现代化铝产业基地

1.1 铝产业链布局完整，成本优势持续增强

天山铝业成立于 2010 年 9 月，2020 年 7 月于深交所上市。公司深耕铝业三十余年，形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造的上下游一体化，并配套自备电厂和自备预焙阳极的完整铝产业链布局，是国内少有的具备完整一体化铝产业链的综合性铝生产、制造和销售大型企业。

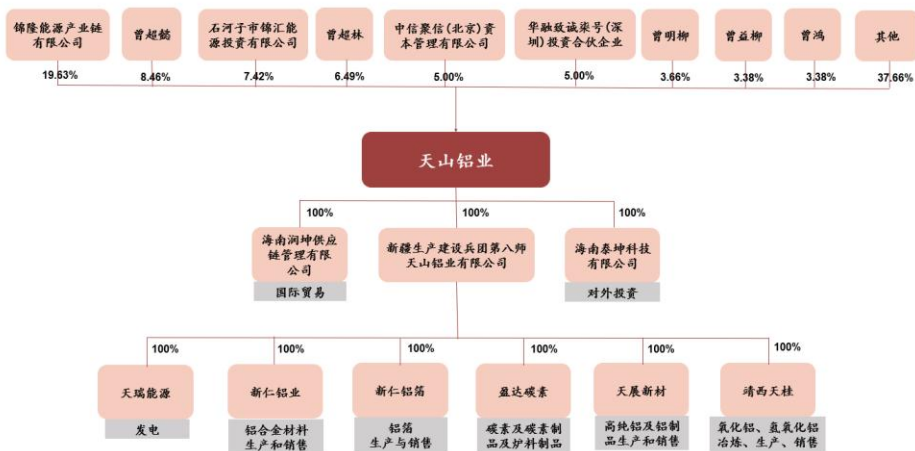
图 1：天山铝业发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司围绕电解铝产业开展多项业务。曾超懿和曾超林直接合计持有天山铝业总股本的 15.0%，并通过锦隆能源和锦汇能源间接持有总股本的 27.1%，合计持有公司总股本的 42.0%，为天山铝业的实际控制人。公司通过天瑞能源进行发电业务，保障公司上游电力供给；通过盈达碳素从事碳素及碳素制品及炉料制品业务，保障阳极碳素供应；通过天展新材开展下游高纯铝相关业务；通过子公司靖西天桂从事氧化铝相关业务；通过新仁铝箔开展电池铝箔业务。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年年报）

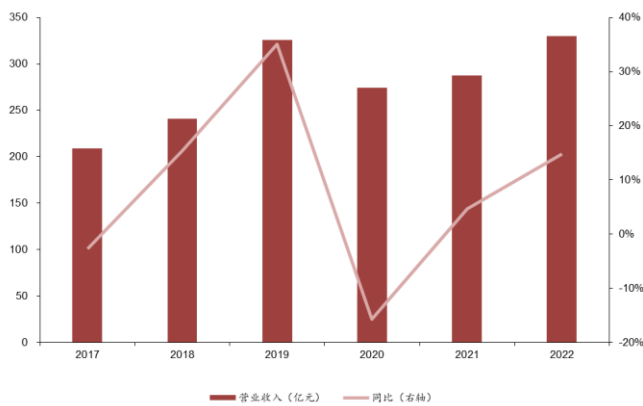


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 营业收入稳步增长，铝锭毛利拔得头筹

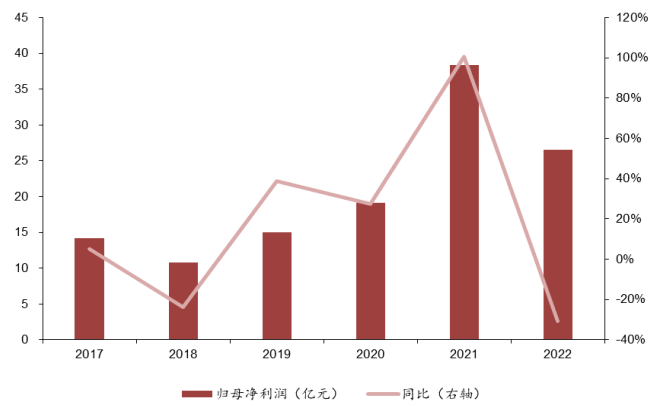
营收逐年攀升，利润受铝价影响较大。公司营业收入呈现逐年攀升的走势，2022 年公司营收达到 330.1 亿元，同比上涨 14.8%。利润水平受铝价影响较大，2021 年得益于市场的景气度高以及成本的有效控制，公司盈利能力大幅增强，实现归母净利润 38.3 亿元，同比上涨 100.4%。2022 年铝价下跌导致公司业绩下滑，公司当年实现归母净利润 26.5 亿元，同比下降 30.9%。

图 3：2017-2022 公司营收情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

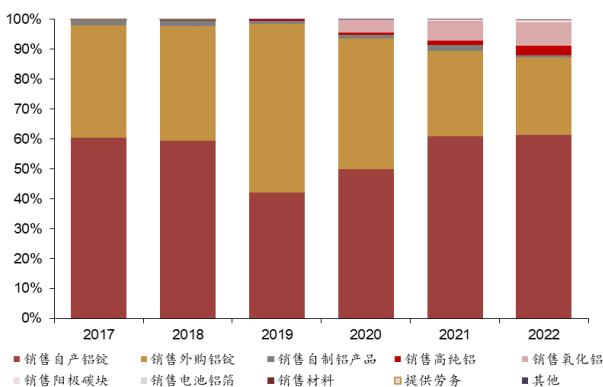
图 4：2017-2022 公司归母净利润情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

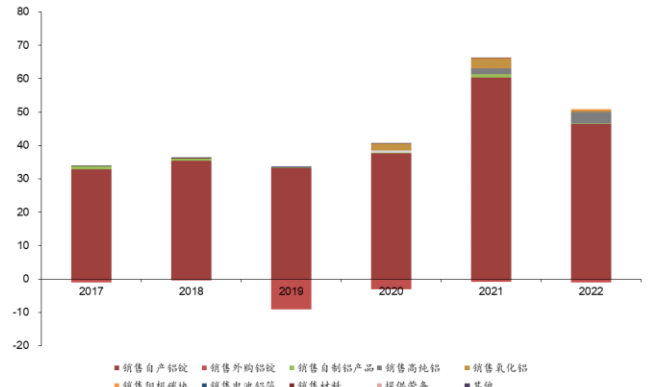
自产铝锭营收优异，毛利表现首屈一指。2022 年公司销售自产铝锭业务实现营收 202.3 亿元，占比达到 61.3%；销售外购铝锭业务贡献营收 85.3 亿元，占比 25.9%，二者合计占比近 90%，为公司营收主要来源，2022 年新增电池铝箔业务，当年实现营收 0.1 亿元，占比为 0.02%。公司自 2017 年毛利主要来源为销售自产铝锭业务，2022 年自产铝锭毛利达到 46.4 亿，占公司总毛利的 92.0%。

图 5：2017-2022 公司营收分布情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

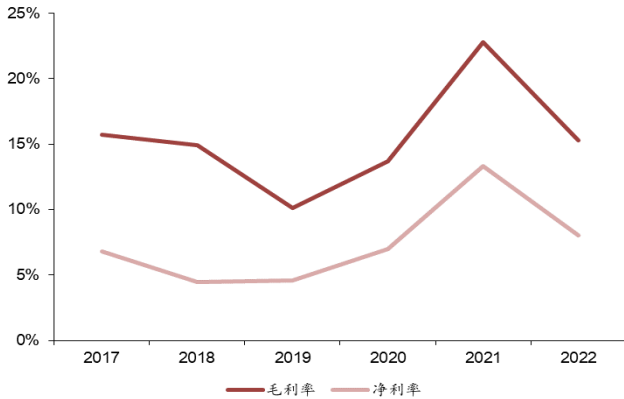
图 6：2017-2022 公司毛利分布情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

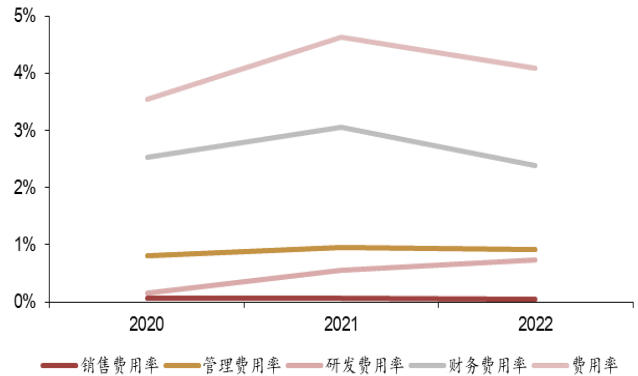
费用控制得当，利润水平受铝价影响较大。公司毛利率、净利率整体走势趋同。2020-2021 年铝行业高景气带动公司盈利能力回升，2022 年成本上升及铝价回落影响毛利率和净利率下降，当年公司毛利率、净利率分别为 15.3%、8.0%。2020 年借壳上市后，公司持续优化管理系统、严格把控各项费用支出，销售费用率、管理费用率、财务费用率整体持稳，由于电池铝箔新项目的推进，公司研发费用率有所提升，2022 年总费率 4.08%。

图 7：2017-2022 公司盈利随铝价波动



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：2017-2022 公司费用率情况



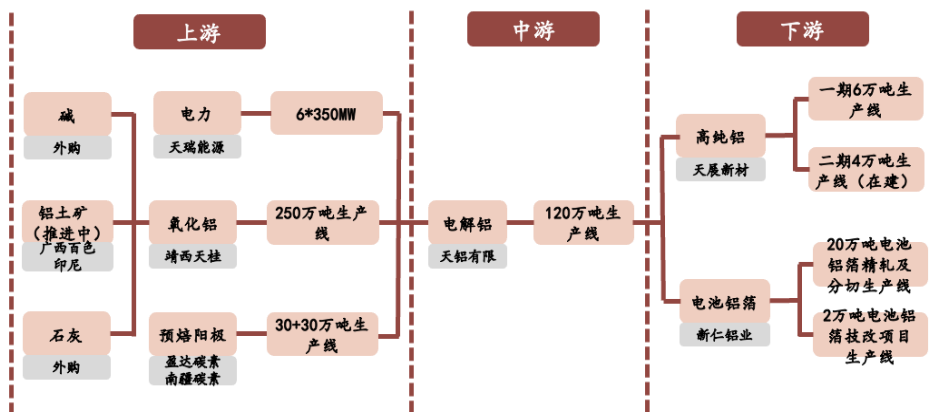
数据来源：Wind, 西南证券整理

2 一体化布局带来成本优势，下游深加工占比持续扩大

2.1 电解铝行业龙头，上游原材料全覆盖保障成本优势

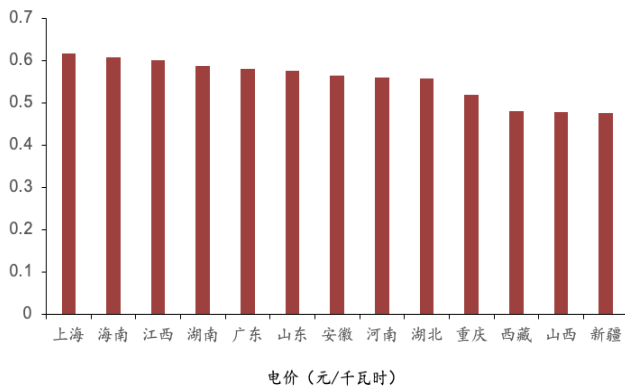
公司达成从铝土矿、氧化铝、电解铝到高纯铝和电池铝箔全产业链业务原材料高度自给。公司在资源和能源富集的广西、新疆建设产业基地，形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、铝深加工的上下游一体化，并配套自备电厂和自备预焙阳极的完整铝产业链布局，使公司的电解铝产品在上游的能源供应、资源储备和成本优势方面保持较强的竞争力。同时公司集中发力的下游高纯铝产业和电池铝箔产业显示出较强的成本和技术优势，产品品质优异，核心竞争力保持全球领先水平。

图 9：公司产业链结构

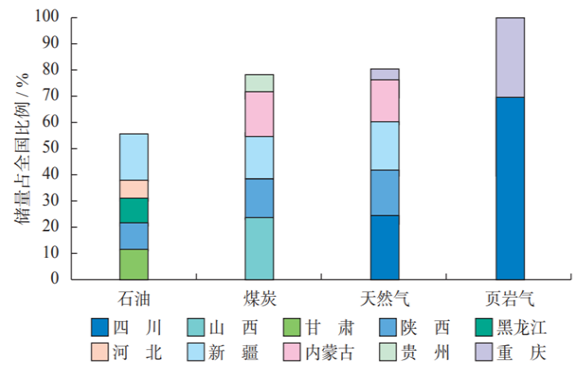


数据来源：公司公告, 西南证券整理

电解铝上游原材料高度自给, 成本优势保障盈利稳定。公司有 140 万吨电解铝指标, 120 万吨建成产能, 全部位于新疆石河子, 目前尚有 20 万吨的指标并未使用。电解铝竞争主要为成本竞争, 其中电力、预焙阳极、氧化铝三者成本占比达到 90%。公司利用新疆本地丰富的煤炭资源, 在石河子经济技术开发区建成 120 万吨产能的电解铝生产基地。电力方面, 公司配套 6 台天瑞能源 350MW 自备发电机组, 年发电量能满足电解铝生产 80%-90% 的电力需求。预焙阳极方面, 公司在新疆石河子和南疆阿拉尔各布局的 30 万吨预焙阳极, 共 60 万吨产能的预焙阳极碳素产能能够满足公司生产电解铝全部阳极碳素需求。得益于电解铝基地靠近石油焦产地以及新疆较低的天然气价格, 预焙阳极具有较强的成本优势。氧化铝方面, 公司在广西百色靖西天规建有 250 万吨产能的氧化铝生产线, 可满足公司电解铝生产所需的全部氧化铝原料需求。2023 年公司通过境外孙公司以自有资金收购 ITM 公司 100% 股份, 间接取得其三家子公司在印尼铝土矿的采矿权, 布局印尼铝土矿、氧化铝项目, 为未来拓展电解铝产业奠定基础。

图 10: 2022 年全国各省份电价 (部分)


数据来源: Maigo, 西南证券整理

图 11: 2022 年各省市资源储量占比情况 (部分)


数据来源: 《中国矿产资源报告 2022》, 西南证券整理

2.2 高纯铝产能持续扩张, 技术优势保障品牌护城河

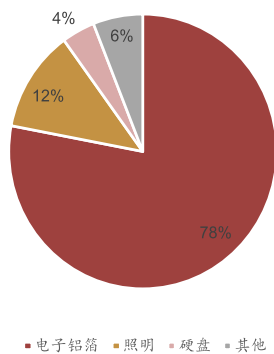
采用国际领先的偏析法, 下游企业认可度高。高纯铝指纯度高于 99.8% 的纯铝, 是以优质精铝为原料, 采用定向凝固提炼法生产的, 呈银白色, 表面光洁, 具有清晰结晶纹, 不含夹杂物, 具有低的变形抗力、高的电导率及良好的塑性等性能。目前高纯铝提纯技术主要集中于三层电解法和偏析法。三层电解法指利用精铝、电解质和阳极合金的密度差形成液体分层, 阳极合金中的铝进行电化学溶解, 生成 Al^{3+} 离子, 再进入电解液后再阴极放电生成金属铝。偏析法指利用熔体在凝固过程中产生的偏析现象进行提纯的工艺。公司主要采用引进国际领先的高纯铝偏析法, 相比于传统高纯铝提纯技术降低了 95% 以上的能耗, 成本下降 4000-5000 元/吨, 生产出 4n6 及更高纯度的高纯铝产品, 对环境危害更小, 广受下游客户的认可, 市场前景良好。

表 1: 高纯铝提纯技术对比

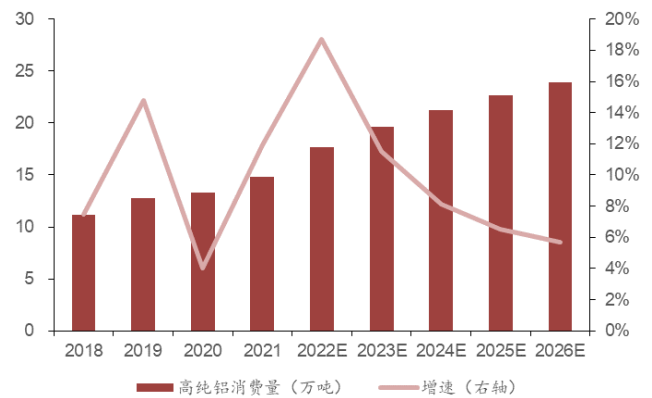
对比维度	三层电解法	偏析法
能耗	高, 每吨能耗>15000kWh	低, 每吨能耗<3500kWh
污染	高, 每吨产生 30-40kg 氟化物	低, 几乎没有废弃物产生
效率	高, 能制造 5N 及 6N 的超高纯铝	中, 遵循 Ccs=kell 无力规律
缺点	难去除 Cu、Mg、Ba、F 等杂质	Kw >1 或接近的杂质无法去除

数据来源: 观研天下, 西南证券整理

下游应用广泛, 需求稳步增长。高纯铝主要应用于电子铝箔、照明、硬盘等领域, 其中电子铝箔为主要应用领域, 占比达到 78%, 照明应用占比为 12%, 二者合计达到 90%。2021 年全球电子铝箔需求量为 13.9 万吨, 据前瞻产业研究院预测, 2026 年全球电子铝箔需求量将达到 22.4 万吨, 2023-2026 年 CAGR 达到 6.8%。由于电子铝箔占据高纯铝下游主要消费位置, 以电子铝箔需求量增速预估我国高纯铝消费量, 预计 2026 年我国高纯铝表观消费量将达到 24.0 万吨, 2022-2026 年 CAGR 达到 8.0%。

图 12: 2021 年高纯铝下游应用分布情况


数据来源: 观研天下数据中心, 西南证券整理

图 13: 2017-2022E 国内高纯铝产量


数据来源: 华经产业研究院, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

高纯铝供给增量有限, 紧平衡有望支撑加工费维持高位。高纯铝的生产工艺比较复杂, 具有一定的技术壁垒, 主要新增产能来自于已经掌握提纯技术的产业。2021 年我国高纯铝产量为 14.6 万吨, 目前我国高纯铝主要企业包括天山铝业、新疆众和、包头铝业和内蒙古新长江, 四家企业在建产能和扩产计划都相对较小, 预计未来我国高纯铝产量增量不大。高纯铝供需长期处于紧平衡状态, 支撑加工费维持高位。

表 2: 我国高纯铝主要公司产量

类别	天山铝业	新疆众和	包头铝业	内蒙古新长江
主要产品高纯铝纯度	4N6	3N5 及以上	3N 及以上	4N6 及 5N
建成产能 (万吨)	6	5.5	5	4.2
在建产能 (万吨)	4	0	1	0
扩产计划 (万吨)	0	2.3	0	0
达产后产能 (万吨)	10	7.8	6	4.2
现有产能市场份额	28.99%	26.57%	24.15%	20.29%

数据来源: 公司公告, 观研天下数据中心, 西南证券整理

高纯铝产业龙头，产能扩张加速占据市场份额。2020年8月公司通过非公开发行股票募集资金，使用5亿募集资金投入新疆天展新材超高纯铝一期及研发中心项目，目前已完成年产6万吨高纯铝生产线的建设，2022年实现高纯铝产量4.15万吨，2023年产量指引6万吨。公司还有4万吨产能正在建设中，未来总产能规模将达到10万吨。公司同时投入高纯铝合金大板锭生产线，用于向海外客户提供可直接用于下游电子箔轧制的高纯铝合金大板锭，将进一步延伸下游高纯铝产品品类和附加值。

2.3 进军电池铝箔赛道，一体化具备成本优势

加速进入新能源电池铝箔赛道，一体化提供成本优势。2020年7月公司公告新建一期年产20万吨电池铝箔，并实施年产2万吨电池铝箔技改项目。项目内容包括在新疆石河子建设年产能30万吨电池铝箔坯料生产线；在江苏江阴投资20亿元建设年产能20万吨电池铝箔精轧、涂炭及分切生产线，并投资1亿元将原江阴新仁铝业科技有限公司铝箔生产线升级改造，形成2万吨动力电池铝箔产能。截至2022年底，30万吨铝箔坯料项目已经完成铸轧一车间厂房钢结构吊装、铸轧二车间厂房桩基施工、冷轧车间厂房桩基和钢结构基础施工，并完成了部分铸轧机、熔保护设备基础浇筑。江阴2万吨技改项目首台箔轧机于12月实现带料调试。此外，IATF16949体系认证通过了现场认证审核。2023年3月，公司将高纯铝项目募集资金的4.4亿元剩余资金投入电池铝箔项目，体现公司对于电池铝箔项目的重视。进军电池铝箔赛道，公司可以充分利用上游一体化优势，为生产电池铝箔提供稳定的铝液供应和优良的铝液品质，在电解铝产地就地加工成坯料，节约了熔铸成本，且新疆拥有丰富、低廉的电力和天然气，能大幅降低铝箔坯料的加工成本。同时公司也引入了在电池铝箔行业经验丰富的技术团队，采用核心关键部件全进口的定制设备，打造专一化的电池铝箔生产线。

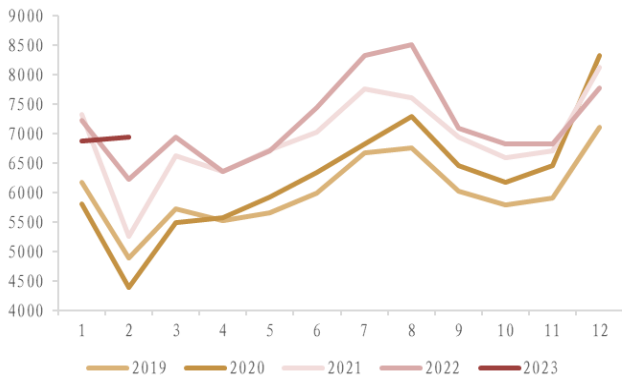
表 3：公司电池铝箔产能

项目	产能	产品
新疆石河子生产线	30万吨	电池铝箔坯料
江苏江阴生产线	20万吨	电池铝箔精轧
江阴新仁铝业科技技改	2万吨	动力电池铝箔
合计	22万吨	电池铝箔

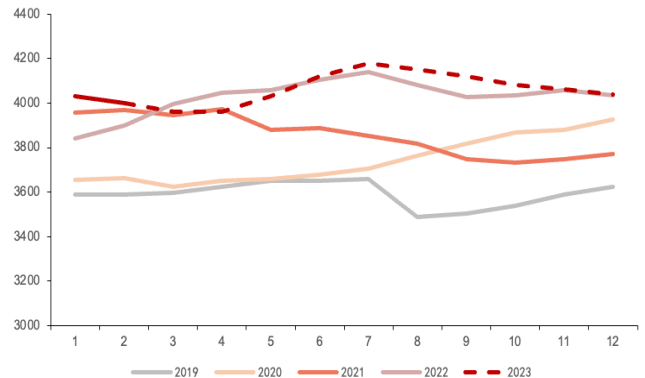
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 把握内需复苏主线，铝价有望稳中有升

西南地区电力供应紧张，电解铝产量释放受阻。2022年中国电解铝总产量4006万吨，同比上涨4%，增量主要来自于上半年云南及内蒙地区限电产能的恢复。2022年Q3后，受高温天气影响，西南地区电力受限，整体发电量较往年下降，云南产能普遍压降20%，影响产能约115万吨，2022年产量增长不及预期。2022年年末到2023年年初，贵州电解铝经历三轮降负荷，累计关停产能达到70万吨。2023年2月，气候干旱导致水电减少，云南电力供应再现不足，产能预计将再压降15%-20%。从电解铝运行产能的季节性分布来看，6-8月的丰水期预计为全年运行产能的高点，乐观估计2023年电解铝产量约为4060万吨，同比2022年增长1.3%。值得注意的是，内需复苏的背景下，社会用电量有继续提升的预期，若夏季西南地区再有气候异常干旱的情况，可能导致丰水期电解铝供应出现额外扰动，电解铝产量年内或仍存在预期差。

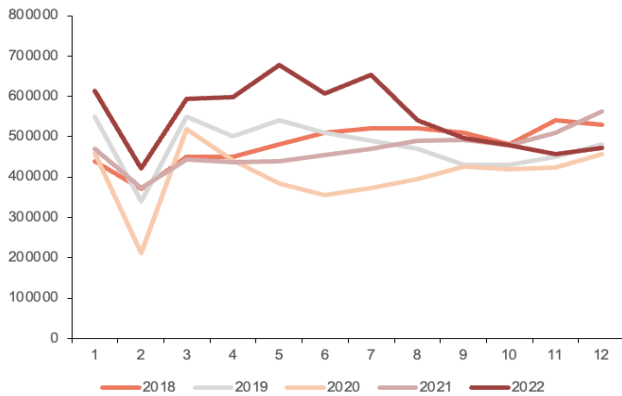
图 14: 全社会用电量月度分布 (亿千瓦时)


数据来源: 发改委能源局, 西南证券整理

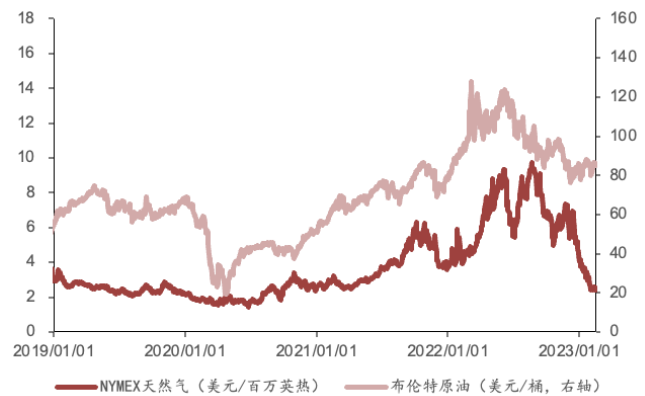
图 15: 国内电解铝运行产能季节性预测 (万吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

海外电解铝供应恢复缓慢。根据 SMM 统计, 2022 年海外电解铝减产产能达到 215 万吨, 其中欧洲地区减产占比 63%, 北美地区占比 14%, 非洲占比约 22%。2022 年末轧制的铝及铝材出口总计 660 万吨, 同比增长 17.5%, 下半年出口明显弱于上半年。全年出口的增长, 一定程度上反应海外供给缺失带来的贸易流转移。2023 年海外电解铝冶炼新增产能主要在印尼, 共计约 50 万吨, 远期产能均在建设或规划阶段。复产方面, 欧洲的天然气价格回落, 对企业复产意愿有提振, 但 2022 年下半年以来欧洲需求偏弱, 目前尚未见到企业公布明确的复产计划, 预计 2023 上半年海外电解铝供给难见增量。

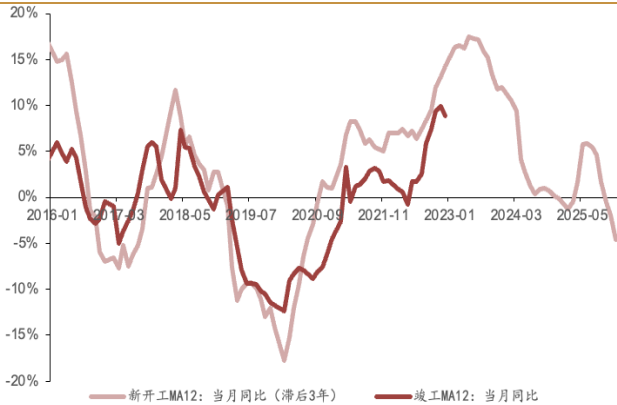
图 16: 未锻造的铝及铝材出口 (吨)


数据来源: 海关总署, 西南证券整理

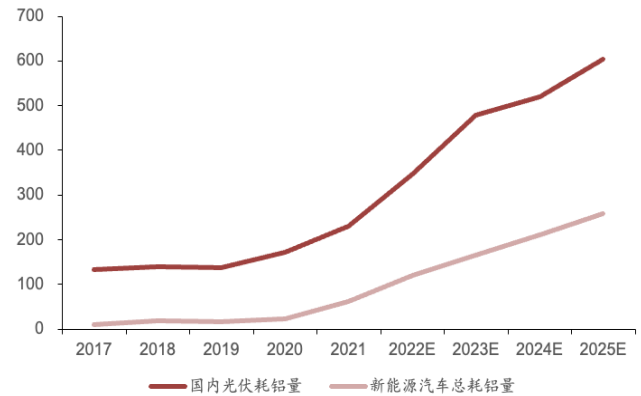
图 17: 核心能源价格走势


数据来源: Wind, 西南证券整理

传统需求有修复预期, 新能源领域维持高增。传统的消费部门中, 地产、家电部门对 2022 年消费形成拖累, 但保交付利好竣工链条的铝消费, 年内竣工增速预计仍有回升空间, 轨交、机械设备、电力等领域有望受益于投资回升和内需复苏, 2023 年预计整体呈现正向增长。新能源部门消费维持高增, IAI 数据显示传统油车的单车用铝量约为 118kg, 纯电动汽车约用铝 128kg, 混动汽车用铝量约 179kg, 2022 年新能源汽车产量增速高达 99%, 渗透率达到 26%, 新能源占比的提升弥补传统汽车用铝量的下滑, 带动汽车用铝整体上行。光伏用铝主要集中在边框、支架等组件, 每 GW 用铝量约为 1.5 万吨 (边框用铝约 0.45 万吨, 支架用铝约 1.05 万吨)。根据中国光伏协会预测, “十四五”期间国内年均光伏新增装机约 80GW, 全球新增光伏装机为 254GW, 新能源汽车和光伏为铝消费贡献主要增量, 预计 2023 年新能源部门铝消费量占比将达到 15%, 2025 年消费占比将达到 20%。

图 18: 竣工周期向上利好铝消费恢复


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 19: 新能源铝消费量 (万吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

铝价稳中有升，电解铝行业利润有望修复。2023 年国内原生铝供给增速 1.3%，内需增速预计 2.7%。我们假设铝出口下滑 10%，原铝进口同比持平，因此国内原生铝存在供给缺口 88 万吨，电解铝基本面从先前的紧平衡转为小幅短缺，全年预计铝价整体呈现稳中有升的趋势。从成本端来看，能源、氧化铝和预焙阳极在电解铝成本中分别占比 34%、37%、17%。网电价格较稳定，动力煤价格趋弱，能源成本预计稳中有降，氧化铝价格维持稳定，预焙阳极价格下行，电解铝成本重心整体下移，叠加铝价稳中有升，电解铝行业利润有望向上修复。

表 4: 铝供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内需求 (万吨)	3181	3536	3672	3682	3783	3889	4005
yoy	-0.1%	7.6%	4.5%	0.3%	2.7%	2.8%	3.0%
外部需求 (万吨)	439	277	343	405	365	368	372
yoy	-4.2%	-12.3%	10.5%	18.1%	-10.0%	1.0%	1.0%
总需求 (万吨)	3620	3813	4015	4087	4148	4257	4377
yoy	-1.4%	5.7%	4.6%	1.8%	1.5%	2.6%	2.8%
原铝产量 (万吨)	3543	3712	3850	4006	4060	4140	4220
yoy	-1.8%	4.8%	3.7%	4.1%	1.3%	2.0%	1.9%
原铝进口 (含抛储)	0	105	185	48	50	50	50
总供给	3543	3817	4035	4054	4110	4190	4270
供需缺口	-77	4	20	-33	-88	-117	-157

数据来源: 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

产销量：根据公司产能及产量指引，假设 2023-2025 年电解铝产量维持在 116 万吨，高纯铝和电池铝箔投产后，电解铝的销量逐年小幅下降；氧化铝 2023-2025 年维持 250 万吨的产量，外销比例在 60%-70% 之间；高纯铝产销量基本持平，2023-2025 年分别为 6/8/10 万吨；电池铝箔 2023 年陆续投产后，产量将逐渐爬坡，预计 2023-2025 年销量为 4/12/20 万吨。

价格：假设 2023 年电解铝不含税销售均价与 2022 年持平，2023-2024 年重心小幅抬升，国内氧化铝价格保持稳定，高纯铝加工费每年维持在 8000 元/吨附近，电池铝箔加工费小幅下移，2023-2025 年为 15000/14000/13000 元/吨。

成本：假定能源价格提升带动电解铝冶炼成本小幅走高，氧化铝成本在转固计提结束后逐年下降，高纯铝和电池铝箔成本维持稳定。

表 5：公司分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
1、电解铝	营收（百万元）	17470.8	20227.6	19488.0	18997.3	18459.7
	增速	27.7%	15.8%	-3.7%	-2.5%	-2.8%
	毛利率	34.5%	22.9%	21.2%	22.0%	22.8%
2、氧化铝	营收（百万元）	1929.2	2603.6	3693.6	3730.5	3767.8
	增速	58.9%	35.0%	41.9%	1.0%	1.0%
	毛利率	15.1%	1.5%	7.3%	10.1%	12.8%
3、高纯铝	营收（百万元）	394	1026	1524	2074	2646
	增速	143.6%	160.2%	48.5%	36.1%	27.6%
	毛利率	42.9%	34.0%	34.2%	34.5%	34.8%
4、铝箔	营收（百万元）		7.1	1296.0	3830.6	6291.9
	增速			18166.6%	195.6%	64.3%
	毛利率			27.20%	31.50%	31.90%
5、自产铝制品	营收（百万元）	8246.6	8533.0	8703.6	8877.7	9055.3
	增速	-31.2%	3.5%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	-1.0%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
6、贸易铝锭	营收（百万元）	671.7	518.2	389.4	447.9	496.2
	增速	84.3%	-22.9%	-24.8%	15.0%	10.8%
	毛利率	19.2%	12.5%	8.5%	8.3%	8.2%
合计	营收（百万元）	28744.8	33008.4	35094.7	37957.9	40716.9
	增速	4.7%	14.8%	6.3%	8.2%	7.3%
	毛利率	22.8%	15.3%	14.7%	15.5%	16.4%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

我们选取中国铝业、云铝股份、南山铝业、新疆众和作为天山铝业的可比公司，2023-2024 年平均 PE 为 9.5/8.2 倍。天山铝业享有低能源成本优势，一体化程度逐年加深，同时下游向高附加值产品占比扩大，我们认为公司具备一定的估值溢价，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应股价为 8.76 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 6：可比公司估值（截止至 3.22 收盘价）

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601600.SH	中国铝业	5.36	919.86	21.94	11.01	11.01	9.81	21.94	11.01	11.01	9.81
000807.SZ	云铝股份	13.07	453.26	9.92	9.92	8.53	7.40	9.92	9.92	8.53	7.40
600219.SH	南山铝业	3.46	405.12	10.83	10.61	9.73	8.38	10.83	10.61	9.73	8.38
600888.SH	新疆众和	8.71	117.59	7.76	10.62	8.93	7.32	7.76	10.62	8.93	7.32
平均值								12.61	10.54	9.55	8.22

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

铝价格下跌风险，电池铝箔、氧化铝产能释放不及预期风险，海外运营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33008.42	35094.68	37957.86	40716.91	净利润	2650.60	3381.89	3939.30	4525.40
营业成本	27962.37	29941.91	32055.46	34033.52	折旧与摊销	1489.04	1732.32	1791.31	1836.56
营业税金及附加	477.11	534.38	572.73	611.93	财务费用	786.97	20.89	25.69	29.29
销售费用	18.09	21.06	22.50	23.93	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	300.79	600.56	649.56	696.77	经营营运资本变动	-997.21	31.35	38.02	169.16
财务费用	786.97	20.89	25.69	29.29	其他	-772.25	-0.30	2.84	-0.53
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3157.14	5166.15	5797.16	6559.88
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-776.30	-1000.00	-800.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1342.48	-417.59	-229.60	-316.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2118.78	-1417.59	-1029.60	-916.13
营业利润	3363.67	3975.88	4631.91	5321.46	短期借款	115.05	-1278.39	-300.00	-300.00
其他非经营损益	1.95	2.81	2.56	2.54	长期借款	1202.54	1200.00	1200.00	1200.00
利润总额	3365.61	3978.70	4634.47	5324.00	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	715.01	596.80	695.17	798.60	支付股利	-930.38	-530.10	-676.35	-787.82
净利润	2650.60	3381.89	3939.30	4525.40	其他	-1214.95	210.45	434.69	321.30
少数股东损益	0.12	0.16	0.19	0.21	筹资活动现金流净额	-827.74	-398.03	658.34	433.48
归属母公司股东净利润	2650.48	3381.73	3939.11	4525.19	现金流量净额	213.17	3350.53	5425.91	6077.22
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8823.47	12174.00	17599.91	23677.13	成长能力				
应收和预付款项	6240.68	7052.61	7573.77	7981.99	销售收入增长率	14.83%	6.32%	8.16%	7.27%
存货	9531.59	10206.37	10924.82	11600.08	营业利润增长率	-31.96%	18.20%	16.50%	14.89%
其他流动资产	305.39	294.79	318.84	342.02	净利润增长率	-30.85%	27.59%	16.48%	14.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-21.06%	1.59%	12.56%	11.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	29359.66	28758.37	27898.09	26792.56	毛利率	15.29%	14.68%	15.55%	16.41%
无形资产和开发支出	1171.64	1040.61	909.57	778.54	三费率	3.35%	1.83%	1.84%	1.84%
其他非流动资产	1283.33	1700.92	1930.52	2246.65	净利率	8.03%	9.64%	10.38%	11.11%
资产总计	56715.77	61227.66	67155.51	73418.96	ROE	11.61%	13.16%	13.60%	13.84%
短期借款	4078.39	2800.00	2500.00	2200.00	ROA	4.67%	5.52%	5.87%	6.16%
应付和预收款项	15994.51	17231.54	18427.41	19600.98	ROIC	11.02%	11.31%	13.64%	16.39%
长期借款	6641.52	7841.52	9041.52	10241.52	EBITDA/销售收入	17.09%	16.32%	16.99%	17.65%
其他负债	7161.29	7662.54	8231.58	8683.88	营运能力				
负债合计	33875.71	35535.61	38200.50	40726.38	总资产周转率	0.60	0.60	0.59	0.58
股本	4651.89	4651.89	4651.89	4651.89	固定资产周转率	1.26	1.28	1.40	1.55
资本公积	8871.38	8871.38	8871.38	8871.38	应收账款周转率	56.48	49.51	51.58	50.82
留存收益	9464.86	12316.50	15579.26	19316.63	存货周转率	3.05	3.03	3.03	3.02
归属母公司股东权益	22837.91	25689.75	28952.51	32689.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.25%	—	—	—
少数股东权益	2.15	2.31	2.49	2.71	资本结构				
股东权益合计	22840.06	25692.05	28955.01	32692.58	资产负债率	59.73%	58.04%	56.88%	55.47%
负债和股东权益合计	56715.77	61227.66	67155.51	73418.96	带息债务/总负债	31.64%	29.95%	30.21%	30.55%
					流动比率	0.97	1.15	1.35	1.56
					速动比率	0.60	0.76	0.95	1.15
					股利支付率	35.10%	15.68%	17.17%	17.41%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	5639.67	5729.09	6448.92	7187.31	每股收益	0.57	0.73	0.85	0.97
PE	13.11	10.28	8.82	7.68	每股净资产	4.91	5.52	6.22	7.03
PB	1.52	1.35	1.20	1.06	每股经营现金	0.68	1.11	1.25	1.41
PS	1.05	0.99	0.92	0.85	每股股利	0.20	0.11	0.15	0.17
EV/EBITDA	6.95	6.12	4.73	3.47					
股息率	2.68%	1.53%	1.95%	2.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn