

## 产业链上下游布局推进促降本增利，行业成本竞争优势显著保障公司未来业绩

天山铝业 (002532.SZ)

推荐 维持评级

### 核心观点:

- **投资事件:** 公司发布 2020 年年报, 公司 2020 年实现营业收入 274.60 亿元, 同比下降 15.73%, 其中自产铝锭销售; 实现归属于上市公司股东净利润 19.12 亿元, 同比增长 27.40%; 实现扣非后归属上市公司母公司净利润为 18.68 亿元, 同比增长 92.65%。实现每股收益 0.51 元, 同比增长 15.91%; 每 10 股派息 2.00 元 (含税)。
- **公司产销表现稳健, 广西氧化铝项目投产成新亮点。** 2020 年, 公司生产铝锭 113.04 万吨, 高纯铝 0.77 吨, 铝加工品 2.43 万吨, 预焙阳极 31.57 万吨, 同比分别变化 -2.63%, 10.79%, 5.74%, 0.64%; 销售铝锭 112.52 万吨, 高纯铝 0.84 万吨, 铝加工品 2.44 万吨, 同比分别变化 -1.31%, 27.09%, 2.81%。报告期内公司广西靖西天桂一期 80 万吨氧化铝生产项目建成并达产达标, 实现全年产氧化铝 74.97 万吨, 销售氧化铝 59 万吨。同时, 公司多个重点项目正在有序推进, 2021 年公司生产目标为原铝 115 万吨, 氧化铝 100 万吨, 预焙阳极产量 45 万吨, 高纯铝产量 1.5 万吨, 发电 135 亿度。
- **受益铝价上涨, 多管齐下降本释放盈利空间。** 报告期内铝价在疫情爆发触底后迅速反弹走高, 2020 年 SHFE 铝均价同比上涨 0.88% 至 14008.85 元/吨, 带动公司自产铝锭税后销售均价同比上涨 1.39% 至 12161 元/吨。尽管 2020 年公司能源电力、折旧、人工相关费用略有提升, 但广西靖西天桂氧化铝一期项目的建成投产提高了公司原材料的自给率, 叠加国内市场氧化铝价格下跌 12.62%, 促使电解铝原材料成本同比下降 3.29%。价格的上涨、原材料自给率提高、原辅料成本回落与物流费用下降, 使公司自产铝锭毛利率同比提升 3.25 个百分点至 27.54%, 盈利能力明显提升。
- **铝产业链上下游一体化布局继续推进, 原料自给率提升有望进一步降本增效, 行业成本竞争优势显著为未来业绩增长提供可靠保障。** 公司近年来不断优化全产业链布局与资源配置, 目前已建成电解铝产能 120 万吨, 预焙阳极碳素产能 60 万吨, 高纯铝产能 2 万吨, 铝板带箔 5 万吨。此外, 公司配备 6 台自备发电机组共 2100MW, 能够满足原铝生产 90% 的用电需求。公司战略选址具备良好的区位和资源优势, 以及上下游产业链的一体化布局使公司 2020 年电解铝平均成本降至 10137 元/吨, 远低于行业平均水平。未来几年内, 公司将加速布局全产业链, 靖西天桂二期、三期 170 万吨氧化铝产能预计 2021 年四季度正式投产, 南疆碳 30 万吨预焙阳极生产线已于 2020 年 12 月启动试生产, 预计 2021 年一季度正式投产。广西靖西天桂氧化铝项目和南疆阿拉尔预焙阳极项目全部投产后公司将实现氧化铝与预焙阳极的完全自给。天展新材高纯铝项目新建 1.5 万吨产能已开工建设, 预计 2021 年四季度建成投产, 投产后将成为下游超级电容器原料的主要供应商, 产业一体化优势明显。伴随重点项目建设推进, 公司生产成本有望进一步降低, 持续扩大行业低成本竞争优势, 使业绩增厚具备保障。
- **投资建议:** 我国电解铝产能已接近供给侧改革下 4500 多万吨的产能红线, 在“碳中和”国家战略下碳排放量多、能耗大的电解铝行业必将

### 分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

### 市场数据

时间 2021.4.7

A 股收盘价(元)	9.43
A 股一年内最高价(元)	13.86
A 股一年内最低价(元)	5.61
上证指数	3479.63
市净率	2.27
总股本(亿股)	46.52
流通 A 股(亿股)	2.84
A 股总市值(亿元)	438.67

### 相关研究

是国内碳减排监管重点，“碳中和”进一步禁錮了国内电解铝行业供给侧改革的产能天花板。未来国内电解铝产能增长有限，突破供给侧改革产能红线的可能性极小，在“碳中和”激发新能源汽车轻量化、光伏等铝材新兴需求增量，需求稳定增长的情况下，2022年后国内电解铝行业或将面临长期紧缺的局面，支撑铝价持续在高位运营，行业整体向好。公司持续加码铝全产业链一体化布局，提升原材料自给率，未来几年内电解铝生产成本有望继续下行，将体现明显的行业成本竞争优势。预计公司2021-2022年EPS为0.66、0.81元，对应2021-2022年PE为14x、12x，维持“推荐”评级。

**风险提示：**1) 铝价大幅下跌；2) 国内“碳中和”政策执行不及预期；3) 铝下游需求大幅下滑；4) 公司新建产能项目进度不及预期；5) 氧化铝、预焙阳极等原材料价格大幅上涨。

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：华立，金融学硕士，2014年加入银河证券研究院投资研究部，从事有色金属行业研究。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)