

产业链一体化竞争优势明确，高铝价下公司业绩弹性有望充分释放

天山铝业 (002532.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **投资事件:** 公司发布 2021 年三季报业绩预告, 2021 年前三季度公司预计实现归属于上市公司股东净利润 32.32 亿元, 同比增长 163.54%; 公司预计 2021Q3 单季度实现归属于上市公司股东净利润 12.50 亿元, 同比增长 118.05%。
- **铝价强势上涨驱动公司业绩增长。** 在国内能耗双控与电力紧张限产频发的情况下, 内蒙古、广西、云南、新疆等多地电解铝产能被迫关停, 新建产能投产延期, 供应方面的限制使三季度铝价继续上涨。2021 前三季度国内电解铝现货均价达 18518 元/吨, 同比上涨 35.41%, 其中 2021Q3 电解铝价格达到 20529 元/吨, 同比上涨 40.33%, 环比上涨 10.58%。报告期内, 公司不受限电限产影响, 电解铝与发电均保持满负荷稳定生产, 公司 2021 年前三季度生产电解铝 86.4 万吨 (2021Q3 单季度生产电解铝 29.13 万吨), 较去年同期略有增长。铝价的大幅上涨及叠加公司电解铝生产的正常运行保证了公司报告期内业绩的大幅增长。
- **全产业链一体化优势体现, 确保高铝价下公司业绩可充分释放。** 在电解铝价格上涨的同时, 电解铝成本也出现了相应上行。2021Q3 国内氧化铝价格同比上涨 19.82%, 环比上涨 17.74%; 预焙阳极价格同比上涨 46.89%, 环比上涨 8.63%; 煤炭电力价格也出现大幅上涨。公司具备良好的区位与资源优势, 拥有铝土矿、氧化铝、预焙阳极、发电、电解铝、高纯铝、铝深加工等铝上下游全产业链布局。2021 年前三季度, 公司生产氧化铝 66.4 万吨 (2021Q3 单季度生产 21.4 万吨), 同比增加 24%; 生产碳素 34.5 万吨 (2021Q3 单季度生产 12.8 万吨), 同比增长 46%; 生产高纯铝 1.1 万吨 (2021Q3 单季度生产 0.42 万吨), 同比增长 72%。公司电解铝生产电力自给率 90%, 碳素实现 100% 自给, 在公司广西靖西天桂二、三期 170 万吨氧化铝产能在年底投产后, 公司氧化铝自给率也将达到 100%。完整的铝产业链上下游一体化综合优势, 使公司成本控制能力行业领先, 可最大限度的抵御市场原材料及电力成本不断上升的不利影响, 在享受高铝价的景气下充分释放利润。
- **获取海外铝土矿资源, 布局公司未来成长发力点。** 公司为获取上游优质的铝土矿资源, 向上游延伸继续推进产业链一体化的发展战略, 与印度尼西亚本土矿业控股公司及其实际控制人签订了《合作意向协议》, 公司拟直接或间接收购其或其下属三家矿业公司不低于 49% 的股权, 并拟在铝土矿开采、供应、销售等方面开展合作。公司在印尼布局铝土矿资源获得突破, 有望在国内电解铝新增产能被严格控制的情况下在海外寻找新的产量增长点。
- **投资建议:** 公司铝全产业链布局稳步推进, 且一体化竞争优势在高铝价与成本上行的行业格局中正逐步凸显。在碳中和与电荒影响下国内电解铝供应受限, 预计电解铝价格将长期维持在高位, 公司拥有行业领先的成本管控能力将最大化受益于电解铝行业的高景气。预计公司 2021-2022 年归属于上市公司股东净利润为 47.24、64.57 亿元, 对应 2021-2022 年 EPS 为 1.02、1.39 元, 对应 2021-2022 年 PE 为 9x、7x,

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 2021.10.14

A 股收盘价(元)	9.58
A 股一年内最高价(元)	13.53
A 股一年内最低价(元)	6.30
上证指数	3558.28
市净率	2.19
总股本(亿股)	46.52
流通 A 股(亿股)	12.09
A 股总市值(亿元)	446

相关研究

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) 公司新建产能投放不及预期；5) 国内加大对大宗商品价格的压制政策。

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

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn