

Q4 业绩触底，产业链延申深铝加工与布局海外基地打开未来成长空间

天山铝业 (002532.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **投资事件:** 公司发布 2022 年年报, 公司 2022 年实现营业收入 330.08 亿元, 同比增长 14.83%; 实现归属于上市公司股东的净利润 26.50 亿元, 同比减少 30.85%; 实现每股收益 0.57 元, 同比减少 30.49%。
- **靖西天桂二、三期产能释放, 一期高纯铝全面投产, 公司铝产业链一体化进一步完善。** 随着靖西天桂二、三期 170 万吨氧化铝与一期高纯铝 6 万吨产能的全面投产, 公司氧化铝、高纯铝产量明显增长。报告期内, 公司生产电解铝 115.81 万吨, 同比增长 0.38%; 生产氧化铝 154.03 万吨, 同比增长 69.86%; 生产阳极碳素 51.25 万吨, 同比增加 8.83%; 生产高纯铝 4.14 万吨, 同比增长 152.55%。虽然 2022 年国内电解铝均价同比上涨 5.49% 至 19936 元/吨, 但受能源供应紧张影响, 电力与原材料价格上行使电解铝生产成本也处于高位运行, 电解铝盈利水平收窄。公司 2022 年自产电解铝毛利率较去年下降 11.55 个百分点至 15.78%。
- **依托产业链一体化优势, 向下游高端制造及新能源铝深加工产业延申。** 在建议电解铝产业链一体化的基础上, 公司向产业链下游高附加值的铝深加工领域延申。公司新建江阴新仁铝箔一期 20 万吨新能源汽车箔箔产能以及实施 2 万吨电池箔箔技改项目, 并配套建设正在新疆石河子 30 万吨电池箔箔坯料产能, 预计到 2024 年实现全部投产。目前公司江阴 2 万吨电池箔箔技改项目首台箔轧机已于 2022 年 12 月实现带料调试, 并已通过 IATF16949 现场认证审核, 公司有望在 2-3 年时间成为国内规模、技术和产品领先的新能源电池箔箔生产商。此外, 公司将继续巩固在高纯铝上的领先优势, 在一期 6 万吨产能基础上再扩产到 10 万吨, 并引入进口电子箔箔用高纯铝大板锭生产线, 将成为全球技术、规模、成本全面领先的高纯铝生产商。
- **收购印尼铝土矿, 规划铝产业园, 投资建设氧化铝产能, 全球布局打造海外铝生产基地。** 公司 2023 年 2 月完成印尼西加里曼丹省桑高区铝土矿项目收购协议的签署, 拟以 3025 万美元收购 ITM 公司 100% 股权, 初步勘探铝土矿资源储量预计约 6800 多万吨。在锁定印尼上游优质铝土矿资源的供应保障后, 公司将打造海外铝土矿氧化铝一体化项目, 拟在印尼建设 200 万吨氧化铝生产线, 一期投资 9.52 亿美元建设 100 万吨氧化铝产能。并将筹备海外铝工业园, 进一步延伸产业价值链, 打造铝土矿、氧化铝、电解铝、深加工和配套产业链的大型一体化铝工业园, 形成资源优势、成本优势、技术优势和管理优势协同并进, 打造海外铝生产基地面向全球铝市场。
- **2023 年公司产量指引:** 电解铝产量 115 万吨、氧化铝产量 250 万吨、预焙阳极产量 55 万吨、高纯铝产量 6 万吨、新能源汽车箔箔产量 4 万吨。
- **投资建议:** 国内经济复苏提振铝需求、云南产能限电停产制约供应, 电解铝价格有望逐步走强。叠加能源紧缺缓解, 电力成本下降公司电解铝吨利润有望走阔。公司业绩或已在 2022Q4 见底, 2023 年将触底回升。而公司持续投入扩产高纯铝与建设新能源汽车箔箔产能, 依托

分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

阎予露

☎: 010-80927659

✉: yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522040004

市场数据

时间 2023.3.17

A 股收盘价(元)	7.80
A 股一年内最高价(元)	9.53
A 股一年内最低价(元)	6.05
上证指数	3250.55
市净率	1.60
总股本(亿股)	46.52
流通 A 股(亿股)	23.10
A 股总市值(亿元)	363

相关研究

行业最低成本的电解铝产业链一体化优势，继续向下游高附加值的铝深加工延伸；以及收购印尼铝土矿项目建立海外铝生产基地，将打开公司未来成长空间。预计公司 2023-2024 年归属于上市公司股东的净利润为 31.08 亿元、53.30 亿元，对应 2023-2024 年 EPS 为 0.67 元、1.15 元，对应 2023-2024 年 PE 为 12x、7x，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 铝下游需求不及预期；2) 电解铝价格大幅下跌；3) 电力、铝土矿等电解铝成本大幅上涨；4) 公司高纯铝、新能源汽车铝箔等项目建设进度不及预期。

分析师承诺及简介

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。

阎予露，2021 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。

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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

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

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

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