

2023年11月21日

# 天山铝业 (002532.SZ)

## 公司快报

有色金属 | 铝III

### Q3 利润持续转好，一体化布局构筑成本优势

#### 投资要点

- ◆ **事件：**天山铝业发布 2023 年三季报，公司 2023 年前三季度实现营业收入 223.44 亿元，同比减少 9.65%；归母净利润为 16.37 亿元，同比减少 31.88%。从单季度来看，公司 Q3 实现营业收入 75.48 亿元，同比减少 0.84%；归母净利润为 6.18 亿元，同比提升 53.16%。
- ◆ **公司实现电解铝一体化产能布局，原材料端基本实现自给自足。**2020 年 6 月 12 日，天山铝业“借壳”新界泵业上市，目前已经形成了从铝土矿、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铝产业链布局，并且在电力自供、铝土矿资源、预焙阳极供应方面拥有竞争优势。其中，公司 6 台 350MW 的自备发电机组可以满足 80%-90% 电解铝的电力需求，石河子和南疆阿拉尔两地合计配套 60 万吨预焙阳极碳素产能以及广西靖西天桂 250 万吨氧化铝产能保障公司在原材料端实现自给自足。
- ◆ **锁定印尼优质铝土矿资源，提高大宗原材料供给能力。**2023 年 2 月公司公告取得位于印尼的三个铝土矿的采矿权，矿区总占地面积合计约 3 万公顷，总勘探面积达 25.90 万公顷，公司计划投资 15.56 亿美元就地建设 200 万吨氧化铝生产线，分两期规划建设海外氧化铝生产基地，充分利用印尼当地丰富低价的铝土矿资源，提高公司矿端原料成本优势，进一步保障公司在电解铝原材料端的供给能力。
- ◆ **依托一体化产业链优势，高纯铝和电池铝箔打造第二成长曲线。**公司利用自身优质的铝液为生产电池箔胚料提供稳定的原材料，同时充分利用新疆低廉电力来大幅降低铝箔胚料的加工成本，规划建设 22 万吨电池箔一体化项目，其中包括在石河子建设年产能 30 万吨电池箔坯料生产线，在江阴建设年产能 20 万吨电池箔精轧及分切生产线，并通过技改建设 2 万吨电池箔产能。公司引进国外高纯铝生产工艺偏析法，较传统的高纯铝生产技术和工艺降低 95% 以上的能耗量，成本相当于下降 4000-5000 元/吨，并且生产出 4N6 及更高纯度的高纯铝产品，此外投入高纯铝合金大板锭生产线，进一步延伸下游高纯铝产品品类和附加值。
- ◆ **生产基地布局资源能源优势地区，具有稳定低成本优势。**公司拥有位于广西百色的 250 万吨氧化铝生产线，并未来计划在印尼新建 200 万吨氧化铝生产基地，广西和印尼拥有较为丰富的铝土矿资源；受益于新疆丰富煤炭和石油焦资源，公司在石河子建成 120 万吨电解铝产能和 6 万吨高纯铝产能，并规划 4 万吨高纯铝产能，另外在石河子和阿拉尔配套建成 60 万吨预配阳极产能，使公司保持较强且稳定的低成本竞争优势；公司快速切入新能源电池铝箔领域，规划建设年产 22 万吨动力电池箔项目。
- ◆ **投资建议：**公司在建成电解铝一体化项目的同时，积极向下游高纯铝和电池箔产业拓展，打造新增长点，并且布局海外业务，获取三个铝土矿的采矿权。我们预测公司 2023-2025 年营业收入将分别达到 303.91、331.84、378.71 亿元，增速分别为 -7.9%、9.2%、14.1%；归母净利润分别达到 24.21、29.87、37.33 亿元，增速

投资评级

**增持-B(首次)**

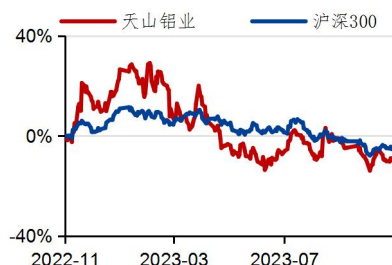
股价(2023-11-20)

6.18 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	28,748.65
流通市值(百万元)	23,724.82
总股本(百万股)	4,651.89
流通股本(百万股)	3,838.97
12个月价格区间	8.97/6.04

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.22	0.57	-3.48
绝对收益	0.65	-4.92	-9.4

分析师

席轩耀

 SAC 执业证书编号：S0910523030002  
 xiqian Yao@huajinsec.com

#### 相关报告



分别为-8.7%、23.4%、25.0%；对应 PE 分别为 11.9、9.6、7.7 倍，首次覆盖给予增持-B 建议。

◆ **风险提示：**1) 电解铝价格大幅波动；2) 新建项目投产进度不及预期；3) 宏观经济波动风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,745	33,008	30,391	33,184	37,871
YoY(%)	4.7	14.8	-7.9	9.2	14.1
净利润(百万元)	3,833	2,650	2,421	2,987	3,733
YoY(%)	100.4	-30.9	-8.7	23.4	25.0
毛利率(%)	22.8	15.3	14.8	16.6	18.2
EPS(摊薄/元)	0.82	0.57	0.52	0.64	0.80
ROE(%)	18.0	11.6	10.0	11.2	12.7
P/E(倍)	7.5	10.8	11.9	9.6	7.7
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净利率(%)	13.3	8.0	8.0	9.0	9.9

数据来源：聚源，华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

**产量预测：**电解铝作为公司核心业务，已建成 120 吨电解铝产能，并配套 6 台 350MW 自备发电机组，以及两个预焙阳极碳素合计 60 万吨和 250 万吨氧化铝的一体化产能布局。我们预计 2023-2025 年公司自产铝锭销量均保持约 115 万吨/年；预计氧化铝产量分别达到 220 万吨、250 万吨、250 万吨；预计阳极碳素产量分别为 55 万吨、57 万吨、60 万吨；由于《国务院关税税则委员会关于 2023 年关税调整方案》出台，2023 年高纯铝及精铝出口暂定关税从 0 提高至 30%，今年公司高纯铝出口业务受阻，预计高纯铝销量将分别达到 4 万吨、6 万吨、8 万吨；预计电磁铝箔销量分别为 0.2 万吨、5 万吨、15 万吨。

**价格：**根据测算，预计今年电解铝的均价约 18600 元/吨，未来在供给端国内不会有新的增量产能，叠加需求端新能源等产业稳步发展，以及美联储加息周期进入尾声，我们认为 2024-2025 年电解铝的均价将提升至 20460 元/吨、22506 元/吨。

**毛利率：**公司作为电解铝、高纯铝、电磁铝箔一体化产业链厂商，具备一定的成本优势，我们预计公司电解铝端 2023-2025 年毛利率将分别达到 19.52%、20.33%、21.34%；高纯铝端毛利率将分别达到 29.21%、30.03%、30.56%；电池铝箔端毛利率将分别达到 10.00%、10.46%、10.80%。

表 1：分产品预测（单位：亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
自产铝锭					
收入	174.71	202.28	213.90	235.29	258.82
同比增速	27.67%	15.78%	5.74%	10.00%	10.00%
毛利率	34.49%	22.94%	19.52%	20.33%	21.34%
贸易铝锭					
收入	82.47	85.33	68.24	51.32	32.58
同比增速	-31.21%	3.47%	-20.03%	-24.79%	-36.52%
毛利率	-1.00%	-1.24%	-1.22%	-1.20%	-1.17%
销售氧化铝					
收入	19.29	26.04	6.32	5.98	4.99
同比增速	58.90%	34.99%	-75.73%	-5.38%	-16.56%
毛利率	15.10%	1.49%	1.51%	2.05%	2.88%
高纯铝					
收入	3.94	10.26	10.64	17.08	24.40
同比增速	143.21%	160.41%	3.70%	60.49%	42.92%
毛利率	42.85%	34.04%	29.21%	30.03%	30.56%
电池铝箔					
收入	-	0.07	0.61	16.23	51.76
同比增速	-	100%	774.29%	2551.96%	218.91%
毛利率	-	10.59%	10.00%	10.46%	10.80%
自产铝制品					
收入	5.69	2.76	3.35	4.00	4.12
同比增速	56.32%	-51.49%	21.38%	19.40%	3.00%
毛利率	19.03%	6.97%	6.12%	6.22%	6.31%
销售阳极碳素					

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	1.03	2.42	0.85	0.82	0.80
同比增速	100%	134.95%	-64.88%	-3.53%	-2.44%
毛利率	19.79%	18.78%	12.81%	13.21%	14.00%
其他业务					
收入	0.32	0.93	1.02	1.13	1.24
同比增速	-31.91%	190.63%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	74.87%	61.82%	50.22%	50.34%	50.89%
合计					
收入	287.45	330.08	303.91	331.84	378.71
同比增速	4.68%	14.83%	-7.93%	9.19%	14.12%
毛利率	22.81%	15.29%	14.81%	16.60%	18.23%

资料来源：华金证券研究所预测

## 二、可比公司估值

我们选取国内同样拥有电解铝一体化产业链的云铝股份、神火股份、中国铝业和南山铝业作为可比公司。可比公司 2023-2025 年平均 PE 估值为 10.13、8.45、7.19 倍。公司作为国内电解铝一体化头部企业之一，同时具备新疆区位优势，自备电发电成本低于行业平均水准，叠加公司布局海外氧化铝，以及随着电池铝箔和高纯铝产品逐步放量，带动公司未来业绩提升。

表 2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	EPS/元			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000807.SZ	云铝股份	13.09	453.96	1.18	1.59	1.91	11.13	8.21	6.84
000933.SZ	神火股份	15.80	355.66	2.58	2.96	3.24	6.11	5.33	4.87
601600.SH	中国铝业	5.76	988.51	0.41	0.51	0.62	13.97	11.25	9.31
600219.SH	南山铝业	2.96	346.57	0.32	0.33	0.38	9.30	9.02	7.75
	平均值						10.13	8.45	7.19
002532.SZ	天山铝业	6.18	287.49	0.52	0.64	0.80	11.9	9.6	7.7

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 Wind 一致预期，截至日期 2023 年 11 月 20 日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	22732	24901	22857	25416	29744	<b>营业收入</b>	28745	33008	30391	33184	37871
现金	7576	8823	9269	10489	13083	营业成本	22188	27962	25890	27675	30967
应收票据及应收账款	1615	1887	1490	1670	1773	营业税金及附加	458	477	456	488	534
预付账款	4191	4306	3996	4800	5389	营业费用	19	18	16	18	23
存货	8834	9532	7728	8086	9118	管理费用	271	301	353	382	424
其他流动资产	515	353	373	371	382	研发费用	160	242	213	265	341
<b>非流动资产</b>	30750	31815	32409	33167	34122	财务费用	879	787	858	945	978
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-5	-3	-2	-4	-3
固定资产	25118	27397	28313	29151	29983	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1124	1172	1327	1516	1745	投资净收益	0	0	2	0	1
其他非流动资产	4509	3246	2769	2500	2394	<b>营业利润</b>	4943	3364	3049	3786	4746
<b>资产总计</b>	53482	56716	55265	58583	63866	营业外收入	6	8	0	1	2
<b>流动负债</b>	25727	25771	24359	26623	30225	营业外支出	3	6	0	1	1
短期借款	3963	4078	7352	7903	8431	<b>利润总额</b>	4946	3366	3049	3786	4747
应付票据及应付账款	13183	14338	11552	13607	15885	所得税	1113	715	625	800	1013
其他流动负债	8581	7355	5455	5113	5909	<b>税后利润</b>	3833	2651	2424	2987	3733
<b>非流动负债</b>	<b>6486</b>	<b>8105</b>	<b>6573</b>	<b>5339</b>	<b>4158</b>	少数股东损益	-0	0	2	0	0
长期借款	5439	6642	5363	4098	2853	<b>归属母公司净利润</b>	3833	2650	2421	2987	3733
其他非流动负债	1047	1463	1210	1240	1304	EBITDA	6640	5275	4983	5921	6975
<b>负债合计</b>	32213	33876	30932	31961	34383						
少数股东权益	2	2	5	5	5	<b>主要财务比率</b>					
股本	4652	4652	4652	4652	4652	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	8871	8871	8871	8871	8871	<b>成长能力</b>					
留存收益	7745	9465	11234	13212	15824	营业收入(%)	4.7	14.8	-7.9	9.2	14.1
归属母公司股东权益	21267	22838	24329	26618	29479	营业利润(%)	106.7	-32.0	-9.4	24.2	25.4
<b>负债和股东权益</b>	53482	56716	55265	58583	63866	归属于母公司净利润(%)	100.4	-30.9	-8.7	23.4	25.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	22.8	15.3	14.8	16.6	18.2
						净利率(%)	13.3	8.0	8.0	9.0	9.9
						ROE(%)	18.0	11.6	10.0	11.2	12.7
						ROIC(%)	11.6	7.7	6.7	7.9	9.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	60.2	59.7	56.0	54.6	53.8
						流动比率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
						速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	23.5	18.9	18.0	21.0	22.0
						应付账款周转率	1.7	2.0	2.0	2.2	2.1
						<b>估值比率</b>					
						P/E	7.5	10.8	11.9	9.6	7.7
						P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
						EV/EBITDA	5.3	6.8	7.0	5.5	4.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

席钊耀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)