

天山铝业 (002532.SZ)

一体化优质铝企，顺周期弹性可期

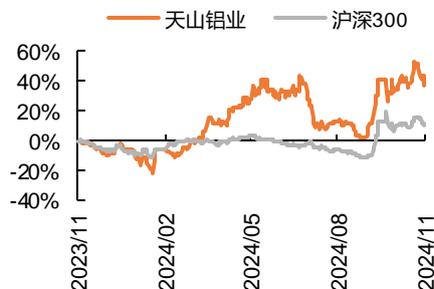
推荐 (首次)

11月18日: 8.35元

主要数据

| | |
|-------------|--------------------------|
| 行业 | 有色金属 |
| 公司网址 | www.xjtsly.net |
| 大股东/持股 | 石河子市锦隆能源产业链有限公司 / 19.63% |
| 实际控制人 | 曾超懿、曾超林 |
| 总股本(百万股) | 4652 |
| 流通A股(百万股) | 4130 |
| 流通B/H股(百万股) | |
| 总市值(亿元) | 388 |
| 流通A股市值(亿元) | 345 |
| 每股净资产(元) | 5.68 |
| 资产负债率(%) | 54.93 |

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn

平安观点:

- 一体化优势突出的电解铝企业。**公司成立以来持续深化铝产业链布局，已形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、铝箔研发制造的上下游一体化。**铝土矿：**公司在广西拥有铝土矿资源，正积极推进该资源采矿证的办理；在几内亚完成了一家本土矿业公司的股权收购并获得其铝土矿产品的独家购买权，具备生产及运输铝土矿产能约为600万吨/年；此外，公司已取得印尼三个铝土矿开采权，矿端自给率将进一步抬升。**氧化铝：**公司目前拥有靖西天桂250万吨氧化铝在产产能；印尼规划建设200万吨氧化铝生产线。**电力及辅料：**公司配备6台350MW自备发电机组，年发电量能满足自身电解铝生产80%-90%的电力需求；同时拥有石河子及南疆阿拉尔各30万吨预焙阳极碳素建成产能，实现完全自供。**电解铝：**公司建成120万吨电解铝产能，位于国家级石河子经济技术开发区，一体化布局下成本优势显著。
- 延伸下游，铝深加工产业打开成长空间。**公司下游产品局部以高纯铝和铝箔为主要方向。目前已建成6万吨高纯铝产能，其中可产4N6以上产品产能为4.5万吨。铝箔板块规划江阴铝箔深加工产能22万吨/年，配套30万吨/年石河子坯料生产线，其中一期15万吨产能正在进行产能爬坡。由于产业链的上下游高度融合，降低了深加工产品生产成本，产业链一体化布局以及领先的核心技术打造公司的技术和成本竞争优势。
- 电解铝需求弹性释放，供给刚性加速显现。**据SMM，2024年9月国内电解铝年化运行产能达4351万吨，已临近产能上限；未来几年内海外投复产电解铝产能规模每年约在一百万吨左右，海外电解铝产能增速整体平稳增长。以光伏及新能源汽车为代表的新能源领域需求仍将引领电解铝需求增长。此外随着逆周期政策逐步发力，地产终端对国内铝需求拖累有望逐步减少，铝需求弹性预计逐步释放。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 33008 | 28975 | 31636 | 33837 | 35623 |
| YOY(%) | 14.8 | -12.2 | 9.2 | 7.0 | 5.3 |
| 归母净利润(百万元) | 2650 | 2205 | 4108 | 5020 | 5733 |
| YOY(%) | -30.9 | -16.8 | 86.3 | 22.2 | 14.2 |
| 毛利率(%) | 15.3 | 14.1 | 21.5 | 23.8 | 25.5 |
| 净利率(%) | 8.0 | 7.6 | 13.0 | 14.8 | 16.1 |
| ROE(%) | 11.6 | 9.1 | 15.4 | 16.9 | 17.2 |
| EPS(摊薄/元) | 0.57 | 0.47 | 0.88 | 1.08 | 1.23 |
| P/E(倍) | 14.7 | 17.6 | 9.5 | 7.7 | 6.8 |
| P/B(倍) | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |

资料来源: ifind, 平安证券研究所

■ **铝价向上重塑，一体化铝企估值溢价渐显。**从历史表现来看，铝行业指数与电解铝利润呈现出较强相关性，其中铝价主导的电解铝利润改善对应更强的行业指数弹性。随着产能瓶颈逐步凸显，铝供需格局或长期收紧，电解铝价值有望向上重估，铝企盈利与估值有望同步改善。在此背景下，一体化电解铝产能拥有更强的供应稳定性和成本把控能力，有望享有更高的利润弹性和估值水平。

■ **盈利预测与投资建议：**

行业层面来看，新能源领域推动下，工业铝型材需求增速预计维持高位；国内政策落地后基建及地产领域铝需求预计加速回暖。海外方面，美国再工业化一定程度推动用铝需求，预计全球铝需求弹性逐步释放。供给方面国内及海外铝供应刚性逐步凸显，铝价或进入长周期景气通道。

行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，预计公司 2024-2026 年营业收入为 316.36、338.37、356.23 亿元，归母净利润为 41.1、50.2、57.3 亿元。对应 PE 为 9.5、7.7、6.8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**

- 1、供应增量大幅超预期释放。若海外电解铝供应增量实现大幅超预期增长，则铝价面临下跌风险。
- 2、下游需求不及预期。若新能源领域等终端领域需求增速放缓，则铝价面临下跌风险。
- 3、替代技术和产品出现。若短期内出现相关的替代技术和产品，则可能对铝长周期需求起到较大影响，进而对公司业绩产生影响。

正文目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 一、 一体化优势突出的电解铝企业 | 6 |
| 1.1 深耕铝业，打造一体化产业链 | 6 |
| 1.2 主业坚实，电解铝贡献主要利润 | 7 |
| 1.3 一体化持续深化，市场竞争力加速提升 | 8 |
| 二、 电解铝需求弹性释放，供给刚性加速显现 | 11 |
| 2.1 铝土矿：高集中度放大供给扰动 | 11 |
| 2.2 电解铝供给：国内产能临近天花板，海外弹性有限 | 12 |
| 2.3 电解铝需求：需求弹性持续释放 | 13 |
| 三、 铝价向上重塑，一体化铝企估值溢价渐显 | 16 |
| 3.1 铝价向上重塑，铝企盈利估值双升 | 16 |
| 3.2 一体化产能估值溢价有望逐步显现 | 17 |
| 四、 盈利预测与投资建议 | 18 |
| 4.1 基本假设 | 18 |
| 4.2 投资建议 | 19 |
| 五、 风险提示 | 20 |

图表目录

| | | |
|-------|----------------------------|----|
| 图表 1 | 公司股权结构集中（截至 24 年 9 月 30 日） | 6 |
| 图表 2 | 公司铝产业链业务布局 | 7 |
| 图表 3 | 公司营收结构及同比增速 | 7 |
| 图表 4 | 公司归母净利润及同比增速 | 7 |
| 图表 5 | 公司毛利结构及同比增速 | 8 |
| 图表 6 | 公司主要产品历年产量情况 | 8 |
| 图表 7 | 同业铝锭毛利率对比 | 8 |
| 图表 8 | 同业期间费用率对比 | 8 |
| 图表 9 | 公司实现各环节原料自给 | 9 |
| 图表 10 | 各公司氧化铝自给率情况 | 9 |
| 图表 11 | 中国电解铝产能电力成本对比 | 9 |
| 图表 12 | 各地区煤价对比 | 9 |
| 图表 13 | 公司高纯铝产销情况 | 10 |
| 图表 14 | 高纯铝吨毛利 | 10 |
| 图表 15 | 我国电池铝箔产量及同比增速 | 11 |
| 图表 16 | 公司铝箔规划产能情况 | 11 |
| 图表 17 | 2023 年国内铝土矿产量分布 | 11 |
| 图表 18 | 国内铝土矿产量 | 11 |
| 图表 19 | 2023 年中国铝土矿进口结构 | 12 |
| 图表 20 | 中国铝土矿进口量 | 12 |
| 图表 21 | 几内亚铝土矿进口量 | 12 |
| 图表 22 | 进口铝土矿价格 | 12 |
| 图表 23 | 历年电解铝产能变化 | 13 |
| 图表 24 | 国内电解铝年化产能 | 13 |
| 图表 25 | 海外主要电解铝新增产能（单位：万吨） | 13 |
| 图表 26 | 中国电解铝需求及同比增速 | 14 |
| 图表 27 | 2023 年国内电解铝需求结构 | 14 |
| 图表 28 | 汽车用铝合金分布 | 14 |
| 图表 29 | 单车用铝用量预测 | 14 |
| 图表 30 | 中国新能源汽车产销 | 15 |
| 图表 31 | 全球新能源汽车用铝测算 | 15 |
| 图表 32 | 全球光伏新增装机 | 15 |

| | | |
|-------|---------------------|----|
| 图表 33 | 全球光伏用铝测算 | 15 |
| 图表 34 | 铝材出口总量 | 16 |
| 图表 35 | 铝制品出口量 | 16 |
| 图表 36 | 全球电解铝平衡 | 16 |
| 图表 37 | 国内电解铝社会库存 | 17 |
| 图表 38 | LME 电解铝库存 | 17 |
| 图表 39 | 电解铝平均利润&铝行业指数 | 17 |
| 图表 40 | 电解铝平均利润&铝价 | 17 |
| 图表 41 | 电解铝成本构成变化 | 18 |
| 图表 42 | 电解铝主要原料成本变化 | 18 |
| 图表 43 | 公司各板块业务预测 | 18 |
| 图表 44 | 可比公司估值表 | 19 |

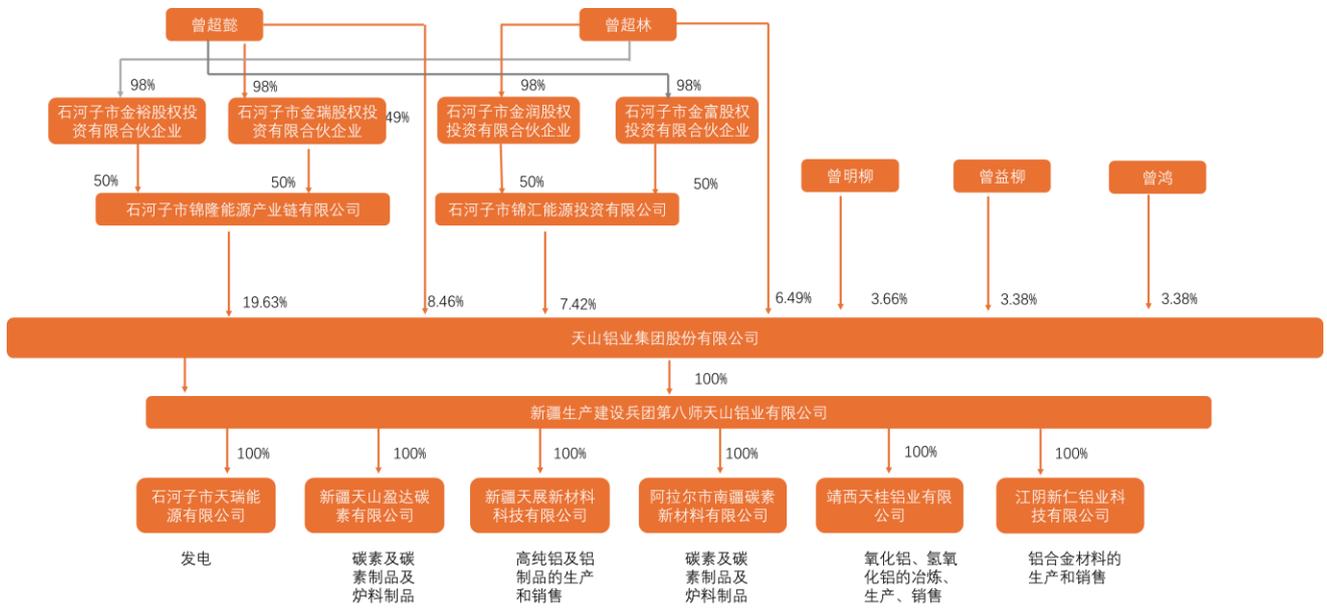
一、一体化优势突出的电解铝企业

1.1 深耕铝业，打造一体化产业链

公司成立于 2010 年，2010-2020 年十年间，公司持续建设完善电解铝、电厂、阳极以及氧化铝等产线。2020 年，公司成功借壳上市，进一步深化铝产业链布局，形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、铝箔研发制造的上下游一体化，并配套自备电厂和预焙阳极的完整铝产业链布局。

公司实际控制人为曾氏家族。截至 2024 年 9 月 30 日，曾超懿和曾超林合计持有天山铝业总股本的 42%，曾明柳、曾益柳、曾鸿分别持股 3.66%、3.38%和 3.38%，曾氏家族合计持续约 52.4%。公司管理层深耕铝行业三十余年，对于铝产业链的生产运营和行业发展有丰富经验。

图表1 公司股权结构集中（截至 24 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司不断优化铝产业布局，在资源和能源富集的区域兴建产业基地，完全实现从初级原矿资源到大宗原材料铝锭到各类深加工铝箔产品的完整产业链，成为行业内垂直一体化水平最高的企业之一，具备较强的行业竞争力和成本竞争优势。

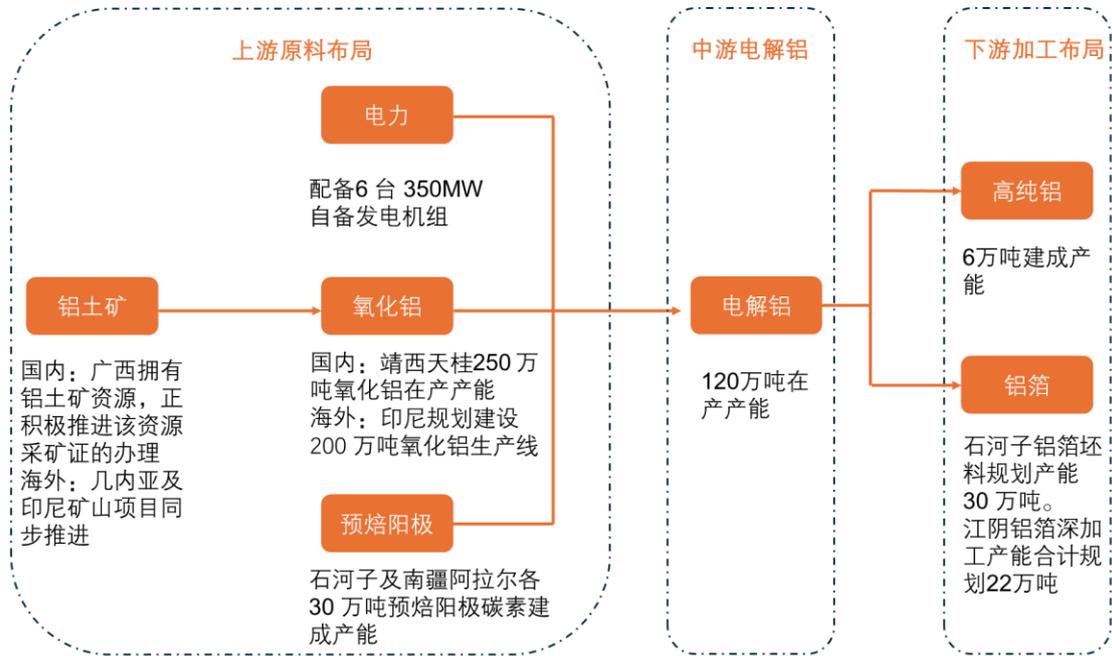
氧化铝生产基地：公司建成 250 万吨氧化铝生产线，位于广西百色国家生态型铝产业示范基地，产品主要对外销售。同时已获取铝土矿资源，作为项目的资源保障。

电解铝生产基地：公司建成 120 万吨电解铝产能，位于国家级石河子经济技术开发区，大部分产品对外销售，少部分产品对内供应给高纯铝及铝箔坯料板块作为其生产原料。毗邻电解铝产线，公司配自备发电机组，年发电量能基本满足电解铝生产需求。此外，公司拥有石河子及南疆阿拉尔各 30 万吨预焙阳极碳素建成产能，合计建成年产能 60 万吨，可以满足现有电解铝产能全部阳极碳素的需求。

高纯铝生产基地：公司已建成 6 万吨高纯铝产能，其中可产 4N6 以上产品产能为 4.5 万吨，产品主要对外销售给电子铝箔及航空板制造厂商。

下游铝箔深加工基地：其中石河子铝箔坯料生产线规划产能 30 万吨，一期 15 万吨已进入产能爬坡阶段。江阴铝箔深加工生产线产能合计规划 22 万吨，其中技改项目年产能 2 万吨及新建产能一期 15 万吨已进入产能爬坡阶段。

图表2 公司铝产业链业务布局



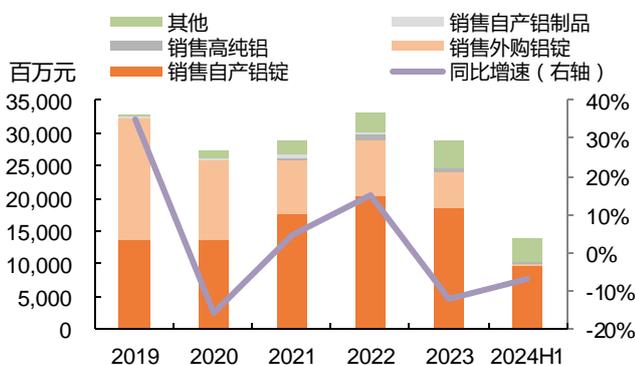
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.2 主业坚实, 电解铝贡献主要利润

2023年公司营收289.75亿元, 同比下降12.22%。2024年H1营收规模137.85亿元, 同比下降6.83%。2024年上半年归母净利润20.74亿元, 同比增长103.45%。业务结构来看, 公司自产铝锭贡献主要业绩。2023年公司销售自产铝锭营收占比约64%, 2024年H1进一步上升至69%。毛利方面, 2023年自产铝锭毛利贡献约94%。2024年上半年氧化铝价呈较快上涨, 公司氧化铝产品利润贡献上升, 铝锭毛利占比下降至71.6%。

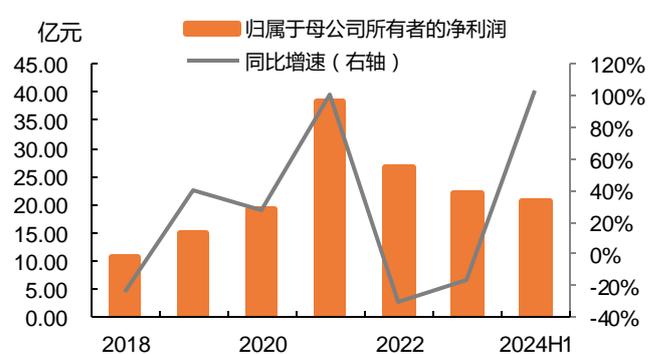
公司近年来主要产品产量整体呈现稳中有升趋势。电解铝产量相对稳定, 2021年以来基本维持115万吨/年左右, 2023年电解铝产量116.5万吨, 同比增长0.6%。2023年氧化铝产量211.9万吨, 同比增长37.6%, 2020-2023年年均复合增速41.3%。根据公司生产经营规划, 预计2024年原铝产量116万吨, 氧化铝产量235万吨。

图表3 公司营收结构及同比增速



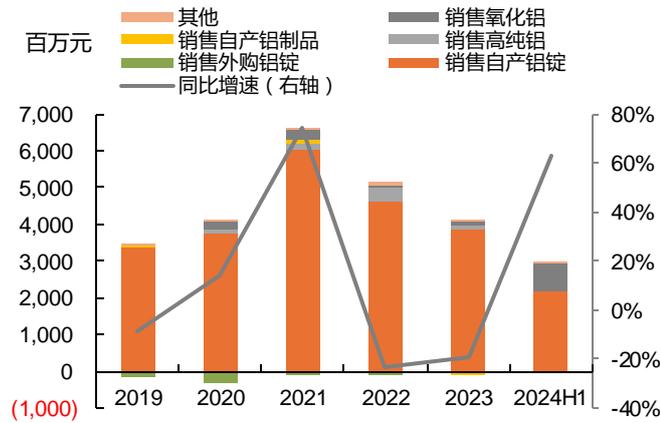
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表4 公司归母净利润及同比增速



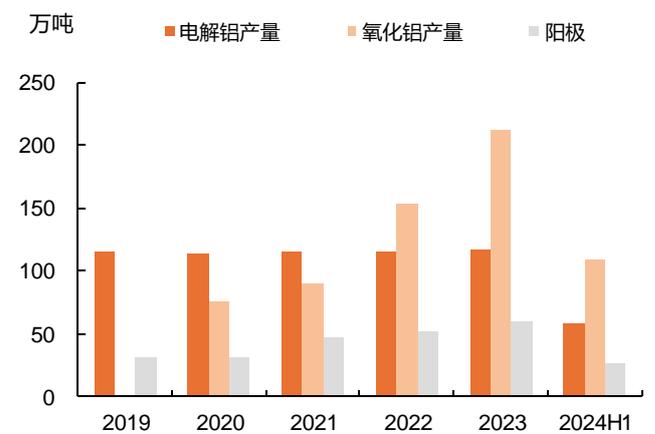
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 公司毛利结构及同比增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表6 公司主要产品历年产量情况

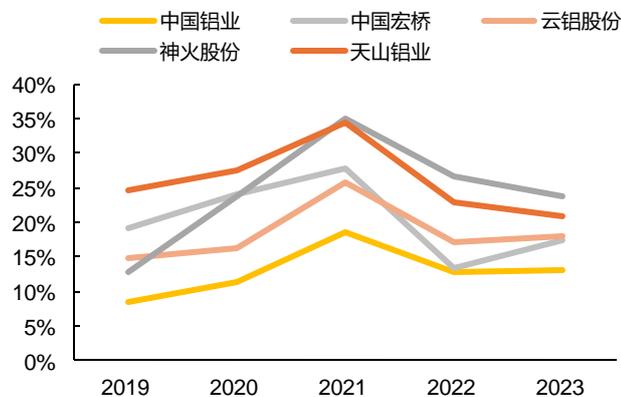


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.3 一体化持续深化, 市场竞争力加速提升

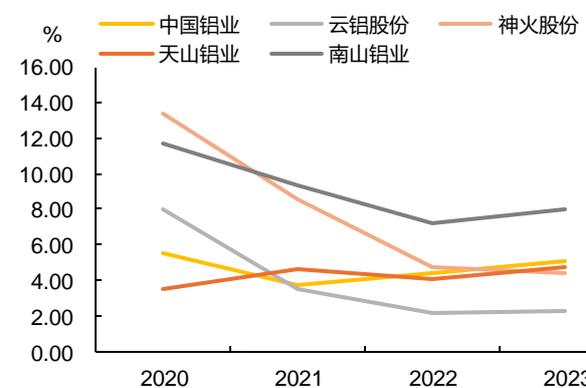
近年来公司自产铝锭毛利保持相对平稳, 2019-2023年电解铝毛利率均维持在20%以上。横向对比来看, 公司电解铝毛利率近年来持续位于同业较高水平。公司近年来持续优化经营管理, 期间费用率近年来保持相对平稳, 且总体处于行业较低水平。公司持续保持较强的盈利能力, 核心竞争力不断增强。

图表7 同业铝锭毛利率对比



资料来源: 各公司公告, 平安证券研究所

图表8 同业期间费用率对比



资料来源: 各公司公告, 平安证券研究所

(1) 聚焦海外, 上游原料布局持续推进

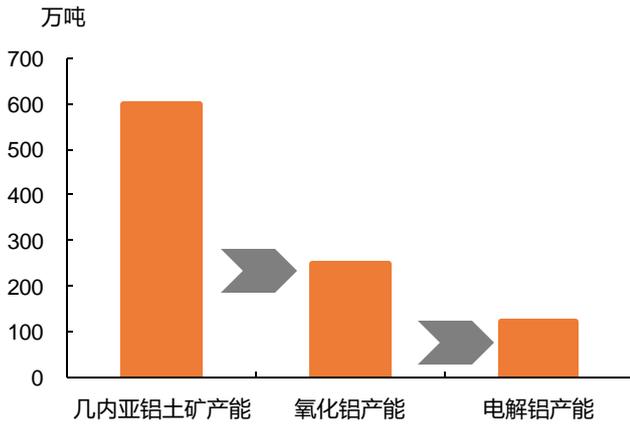
原料方面, 公司在几内亚完成了一家本土矿业公司的股权收购并获得其铝土矿产品的独家购买权, 具备生产及运输铝土矿产能约为600万吨/年, 项目已进入生产开采阶段, 即将向国内发运。根据氧化铝生产的原料配比测算, 项目基本可满足公司当前氧化铝产能对铝土矿的原料需求, 大大降低铝土矿原料成本。此外, 公司广西自有铝土矿探转采工作亦在逐步推进中, 随着上述项目的逐步落实, 未来公司上游资源的保障度将达到100%。

公司在印尼持续拓展上游氧化铝及配套矿山资源。依托印尼良好的铝土矿资源优势, 公司境外子公司PT TIANSHAN ALUMINA INDONESIA计划投资15.56亿美元在印尼规划建设200万吨氧化铝生产线, 分两期建设, 其中一期100万吨。此外, 公司已签署PT Inti Tambang Makmur 100%股份的收购协议, 取得三个铝土矿开采权。该等矿权位于印度尼西亚西

加里曼丹省桑高区，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，公司正在对三个矿区进行详细勘探。未来印尼矿区所产铝土矿将全部用于公司当地的氧化铝项目所需原料，确保其拥有稳定且低成本铝土矿供应，放大氧化铝项目成本优势。

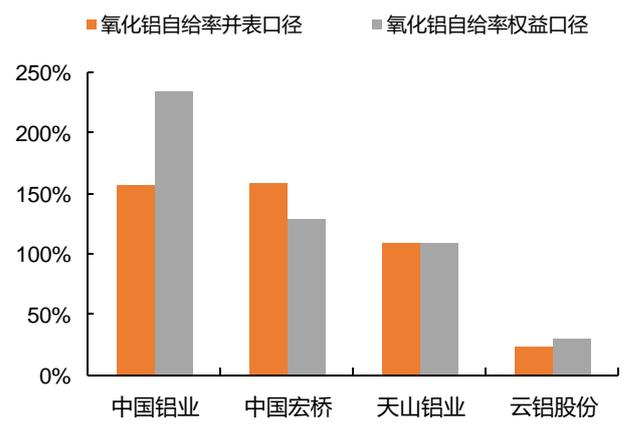
公司氧化铝自给率已实现相对较高水平，随着公司几内亚及广西铝土矿项目加速释放，矿端自给率将进一步抬升。公司电解铝原料可实现完全自给，确保原料供应稳定性的同时成本优势有望进一步扩大。

图表9 公司实现各环节原料自给



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 各公司氧化铝自给率情况



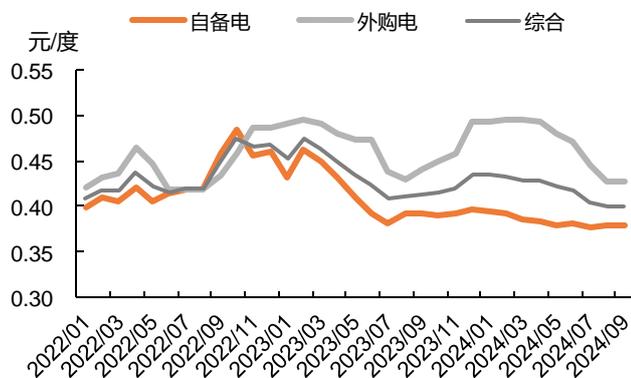
资料来源：各公司公告，平安证券研究所

(2) 深耕新疆，优越区位打造成本优势

公司配备 6 台 350MW 自备发电机组，年发电小时数约为 6200 小时，年发电量能满足自身电解铝生产 80%-90% 的电力需求。对比来看，自备电电解铝产能在电力成本方面通常具有较大优势，2024 年 1-9 月国内自备电电解铝产能加权平均电价为 0.384 元/度，较外购电电价低 0.085 元/度，自备电产能成本优势显著。

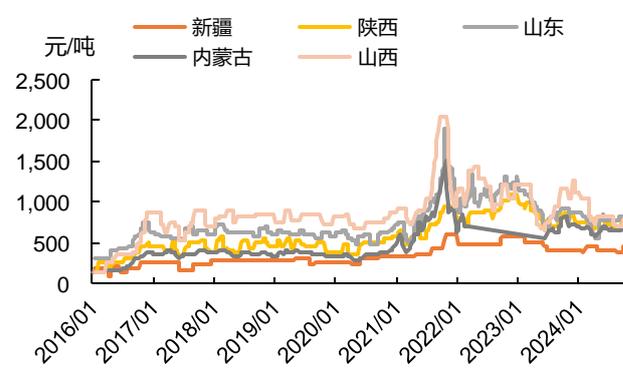
此外，新疆煤炭资源丰富，开采成本较低，处于全国煤炭价格洼地，2023 年新疆动力煤坑口价约 450 元/吨，相较于山西陕西等地区低 300-400 元/吨。同时新疆自备发电机组享有低运输成本，公司配套发电机组位于新疆石河子，充分利用资源及区位优势，在国内自备电电解铝产能中公司电力成本处于较低水平。

图表11 中国电解铝产能电力成本对比



资料来源：Mysteel，平安证券研究所

图表12 各地区煤价对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：选取 Q5500、坑口价

(3) 延伸下游，铝深加工产业打开成长空间

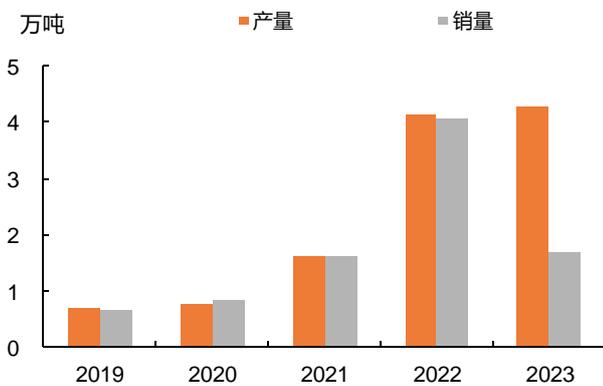
高纯铝

公司引进国际领先的高纯铝偏析法生产技术及工艺，在石河子建设高纯铝生产线，目前已建成 6 万吨高纯铝产能，其中可产 4N6 以上产品产能为 4.5 万吨，下游客户涵盖中国及日本主要的电子光箔厂商、航空板厂商等。

由于产业链的上下游高度融合，下游产品利用上游原材料铝液直接提纯，降低了深加工产品生产成本，同时公司的高纯铝生产线引进国外技术和设备，关键工艺控制精细度高，开创性的低耗能位居行业领先水平。据公司公告，公司生产一吨高纯铝生产的电力消耗由 16000 度降至 600 度左右，实现了低能耗生产，产业链一体化布局以及领先的核心技术打造公司的技术和成本竞争优势。

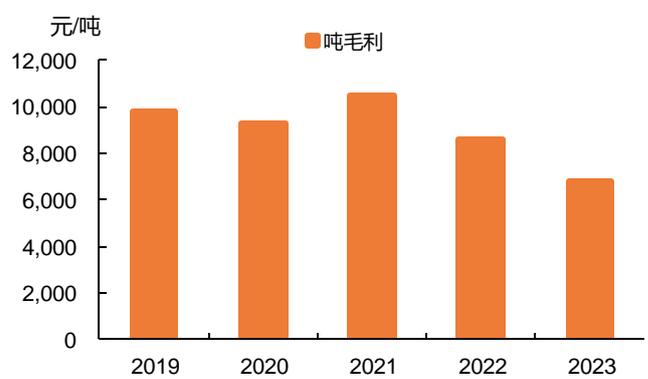
近年来公司高纯铝产量逐步提升，2023 年高纯铝产量 4.28 万吨。受出口关税调整因素的影响，2023 年公司高纯铝销售量同比减少 58%，毛利同比减少 66.93%。随着高纯铝出口关税政策问题得以解决，高纯铝销量恢复，高纯铝板块毛利贡献有望逐步提升。

图表 13 公司高纯铝产销情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 14 高纯铝吨毛利



资料来源：公司公告，平安证券研究所

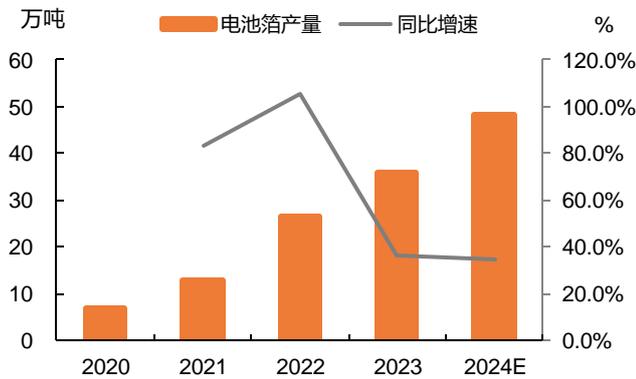
铝箔

电池箔主要用于锂电池正极集流体，对电池性能有重要影响，随着新能源汽车及储能市场增长，电池箔需求量提升，供应端持续放量。2023 年中国电池箔产量约 35.8 万吨，2020-2023 年 CAGR 超过 70%。当前来看，企业投产高峰已过，2024 年电池箔产量增速预计进一步放缓。

公司铝箔板块主要分为铝箔坯料和铝箔深加工两个生产基地。坯料生产线位于石河子，规划产能 30 万吨，目前一期 15 万吨产能正在进行产能爬坡。深加工生产线位于江阴，包括 2 万吨/年技改项目和新建产能 20 万吨，其中新建产能一期 15 万吨正在进行产能爬坡，产品主要为动力电池铝箔、储能电池铝箔和食品铝箔等。

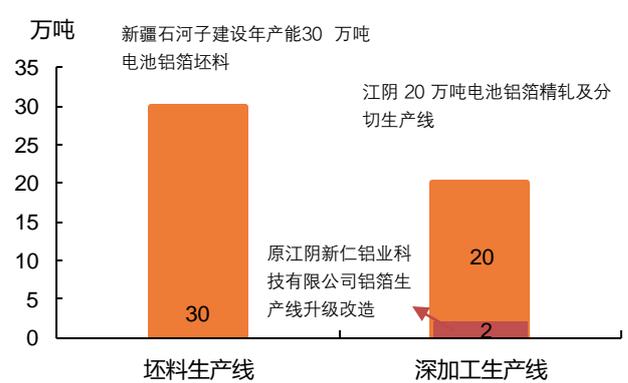
在铝箔深加工领域，公司同样具有一体化和专业化的生产优势。公司铝箔坯料布局在新疆石河子，受益于低能源成本，坯料铸轧环节具有一定生产成本优势。此外，公司打造高端铝箔生产线，设备配置具备行业先进水平。公司下游行业重点客户涵盖锂离子电池、消费电子、食品软包等领域。随着建成产能逐渐爬坡，出货量将会明显提升。公司在上游产业链的竞争优势将支持下游加工业不断拓宽市场和客户。

图表15 我国电池铝箔产量及同比增速



资料来源: SMM, 平安证券研究所

图表16 公司铝箔规划产能情况



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

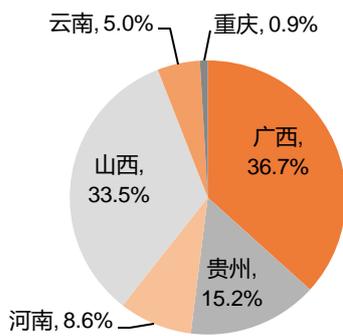
二、电解铝需求弹性释放，供给刚性加速显现

2.1 铝土矿：高集中度放大供给扰动

2023年国内铝土矿产量6551.6万吨，约占国内铝土矿总供给的32%。其中广西、山西铝土矿产量占比超70%，为国内铝土矿主要产区。2023年下半年以来，河南及山西矿山因事故及执行复垦要求现较大规模停产，当前仍未复产。此外，叠加山西等地区铝土矿品位下滑问题显现，国内铝土矿产量或难现增量。

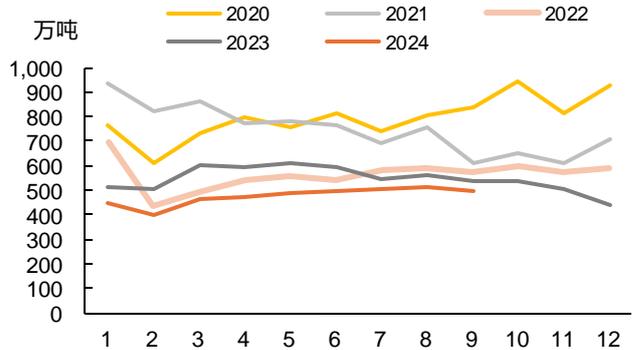
据SMM，2024年1-9月，国产矿产量同比下降15.5%。山西铝土矿价格同比上涨20%，较23年底上涨12.6%。随着国内矿紧趋势持续，预计国产矿价格维持高位。

图表17 2023年国内铝土矿产量分布



资料来源: SMM, 平安证券研究所

图表18 国内铝土矿产量



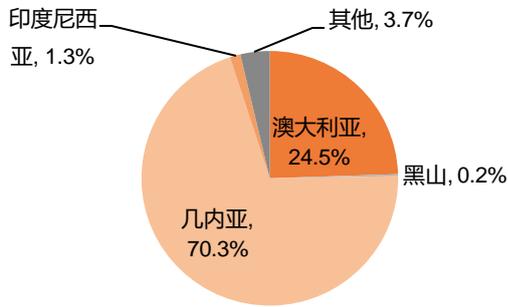
资料来源: SMM, 平安证券研究所

2023年国内铝土矿进口量约1.41亿吨，几内亚进口量占比超70%。主要铝土矿生产企业包括美铝、英联盟、中国铝业和俄铝等。我国对几内亚铝土矿的高依赖度以及当地产能的高集中度在短期内可能放大供给扰动。通常而言，几内亚每年第三季度为雨季，雨季期内几内亚铝土矿发运量通常下滑明显。以季节性表现来看，考虑船期影响，每年9-10月到港的几内亚铝土矿均出现季节性下滑的表现。由于几内亚铝土矿为国内铝土矿进口的主要来源，因此当地季节性特点较大程度上决定了国内进口矿供给的波动，国内总进口矿规模在三季度也普遍呈现边际下滑。

此外，进口本土的政治环境和产业政策也需要关注。2014年之前印尼是我国进口铝土矿主要来源国，随着印尼政府促进本国矿产资源下游发展的导向不断抬升，2014年起印尼政府开始收紧铝土矿出口，2023年6月禁止铝土矿出口，国内铝土矿进口结构转换。当前来看，几内亚政局待进一步稳定，矿产及物流相关产业政策扰动仍存，工人罢工影响不可忽视，仍

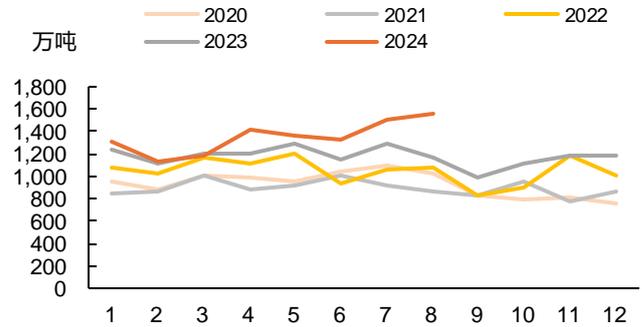
需关注当地政府政策及宏观环境的影响。

图表19 2023年中国铝土矿进口结构



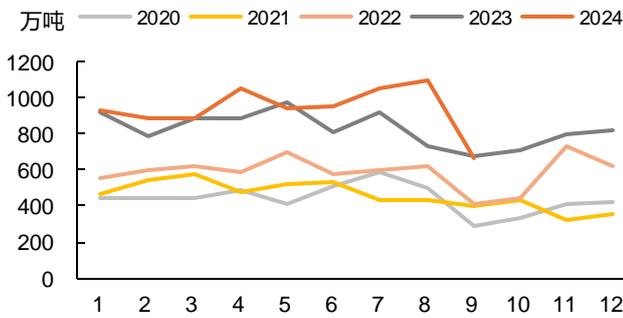
资料来源：SMM，平安证券研究所

图表20 中国铝土矿进口量



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表21 几内亚铝土矿进口量



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表22 进口铝土矿价格



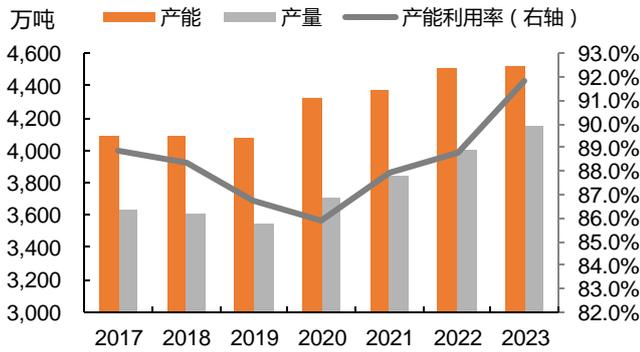
资料来源：SMM，平安证券研究所

2.2 电解铝供给：国内产能临近天花板，海外弹性有限

电解铝产能天花板渐进。2017年供给侧改革以来，电解铝新增产能主要以产能转移及存留指标建设为主，随着近年来新增产能逐步落地，国内电解铝合规指标建成产能逐步逼近天花板。2024年9月，国内电解铝年化运行产能达4351万吨。

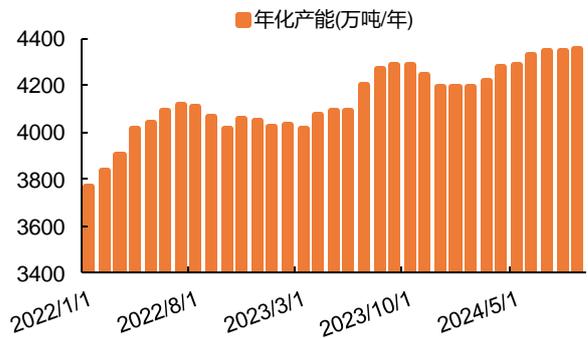
产能利用率或难大幅提升。2023年国内电解铝产能利用率约92%，近年来有所提升。电解铝生产能耗较高，受电力不稳定性特征影响，运行产能基本较难达到建成产能水平，产能天花板叠加电力供应波动影响，未来国内电解铝产量增速或逐步放缓，供应弹性持续走弱。

图表23 历年电解铝产能变化



资料来源: SMM, 平安证券研究所

图表24 国内电解铝年化产能



资料来源: SMM, 平安证券研究所

海外电解铝产能增速平稳。从当前各项目投产计划来看,未来几年内海外投复产电解铝产能规模每年约在一百万吨左右。其中增量贡献较大的项目主要集中于印尼, Inalum、华青铝业、南山铝业以及 PT KAI 四家公司贡献主要增量。考虑到部分新增项目地区需要配套基础设施建设,项目建设周期可能存在超预期情况,未来几年内海外电解铝产能增速整体平稳增长。

图表25 海外主要电解铝新增产能 (单位: 万吨)

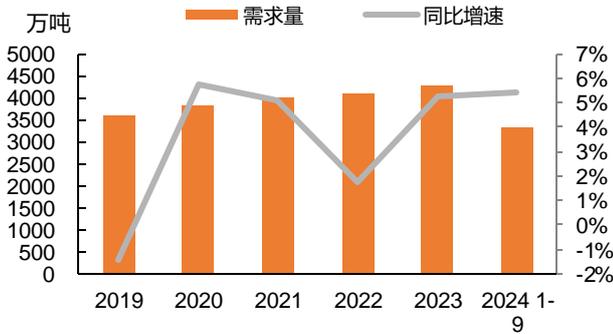
| 国家 | 公司 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------|-------------|-------|--------|-------|-------|
| 巴西 | CBA | 8 | | | |
| 印度 | Balco | 20 | 21.4 | | |
| 印尼 | Inalum | | 10 | | |
| 印尼 | 华青铝业 | 25 | | 25 | 25 |
| 印尼 | 南山铝业 | | | 25 | |
| 印尼 | PT KAI | | 25 | 25 | 75 |
| 伊朗 | salco | | 15 | | |
| 西班牙 | san ciprian | 9.3 | 13 | | |
| 俄罗斯 | taishet | 20 | 4.85 | | |
| 越南 | 陈红泉冶金公司 | | 15 | 30 | |
| 产能增量 | | 82.3 | 104.25 | 105 | 100 |

资料来源: 各公司公告, SMM, 平安证券研究所

2.3 电解铝需求: 需求弹性持续释放

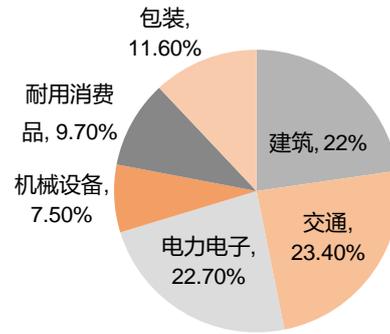
近年来国内电解铝需求维持平稳增长。2020-2023 年国内电解铝需求 CAGR 约 4%，其中 2023 年同比增长 5.3%，2024 年 1-9 月同比增长 5.4%，国内电解铝需求维持强劲增长。结构上来看，随着房地产行业进入新阶段，地产领域需求占比有所下降，2023 年国内铝需求占比约 22%；受新能源汽车快速增长带动，交通用铝成为第一大铝需求终端，2023 年占比约 23.4%，预计随着新能源汽车持续增长，交通用铝需求占比或将进一步抬升。

图表 26 中国电解铝需求及同比增速



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表 27 2023 年国内电解铝需求结构

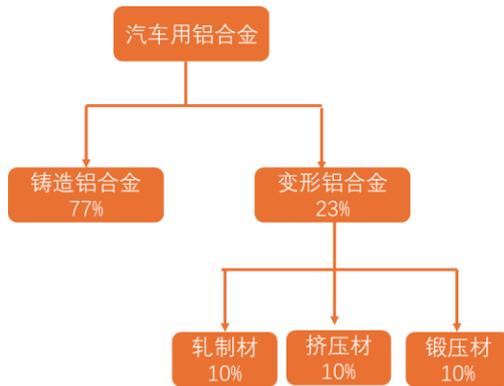


资料来源：SMM，平安证券研究所

新能源汽车领域用铝量有望维持高增。单车用铝量将呈增加趋势。汽车轻量化是节能减排的重要路径，铝合金密度低、比强度高，是性能和经济性兼具的轻量化材料。汽车用铝合金主要包括铸造铝合金和变形铝合金两大类，广泛应用于车身框架、覆盖件、底盘和各结构件。汽车轻量化趋势下，各部件铝渗透率将逐步提升，整车用铝量预计持续增长。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》预测，单车用铝用量将不断提升，2020 年达到 190 kg，2025 年达到 250 kg，2030 年达到 350 kg。

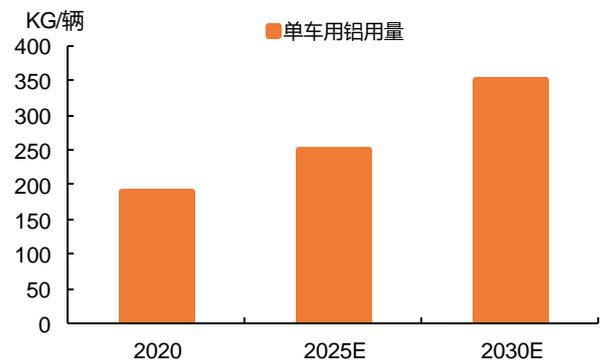
新能源汽车维持高增，汽车用铝有望维持快速增长。2024 年前三季度国内新能源汽车产量 706.3 万辆，同比增长 39%；销量 832 万辆，同比增长 33%，新能源汽车产销仍维持高景气度。单车用铝提升与汽车产销高增，预计汽车领域需求将维持较高增速。我们预计 2025 年全球新能源汽车销量约 2200 万辆，对应平均单车用铝量约 233kg，则预计 2023-2025 年新能源汽车领域铝需求 CAGR 为 32%。

图表 28 汽车用铝合金分布



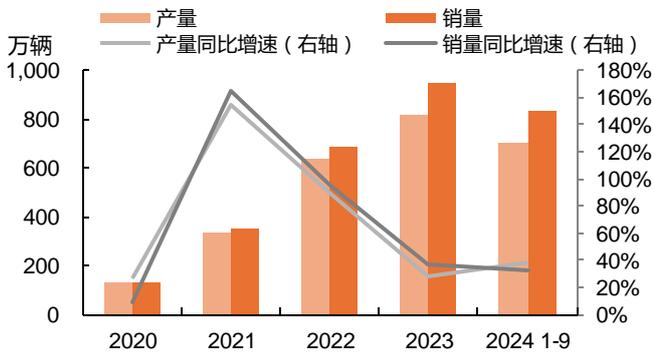
资料来源：SMM，平安证券研究所

图表 29 单车用铝用量预测



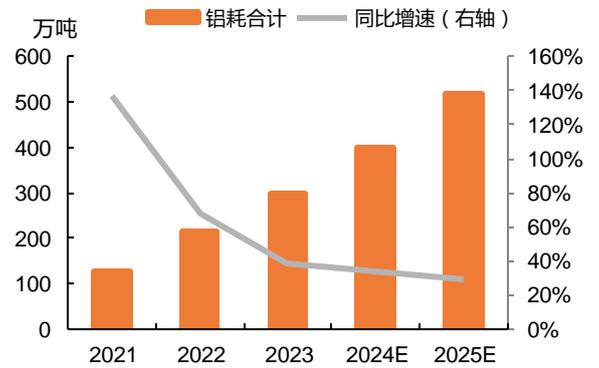
资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图 1.0》，平安证券研究所

图表30 中国新能源汽车产销



资料来源: Wind, 平安证券研究所

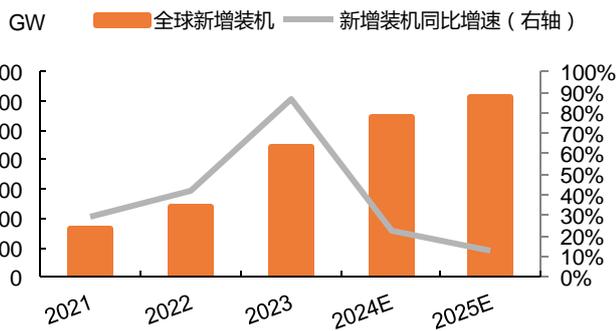
图表31 全球新能源汽车用铝测算



资料来源: Wind, 平安证券研究所

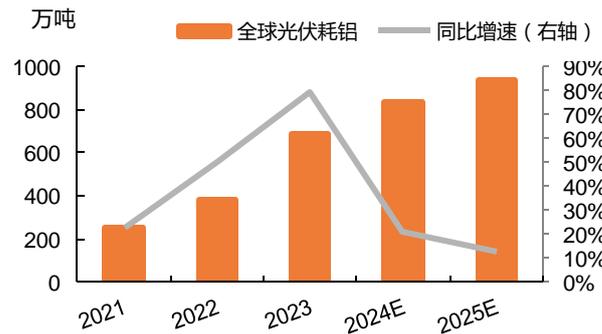
光伏用铝有望维持快速增长。铝在光伏领域中的主要用途是制作光伏边框以及光伏支架，铝合金具有强度高、导电性好、抗氧化、易于回收等优势，且具有更好的经济性。据 SMM，铝边框作为光伏边框的主流，市场渗透率超过 95%。随着光伏装机持续提升，光伏用铝预计维持快速增长。预计 2023-2025 年光伏铝需求 CAGR 分别为 16.7%。

图表32 全球光伏新增装机



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 全球光伏用铝测算



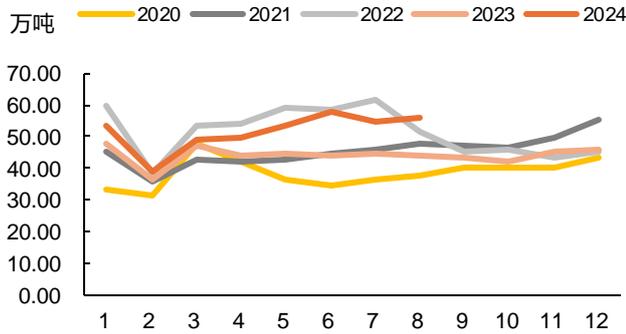
资料来源: Wind, 平安证券研究所

铝材及铝制品出口持续向好，海外需求预计维持高增。

2024 年以来，铝材及铝制品出口总体维持高增。2024 年 1-8 月铝材出口总量达 413 万吨，同比增长 17.4%，其中二季度之后单月平均增速均维持 20%以上。铝制品 1-8 月出口 211 万吨，同比增长 15.2%。

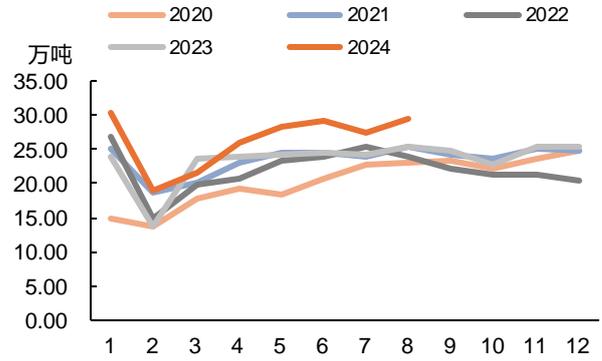
2023 年，国内铝材出口呈现相对疲弱，全年铝材出口 529 万吨，同比下滑 14.2%。出口弱势主要受海外铝市场需求走弱影响。在海外欧美加息、经济复苏转弱环境影响下，海外市场整体消费陷入低迷。2024 年海外需求逐步复苏，产业链补库需求抬升，铝材及铝制品出口呈现加速回暖。欧美降息周期下建筑结构、机械装备及包装等主流市场需求有望持续抬升，预计我国铝材及铝制品出口有望维持高景气度。

图表34 铝材出口总量



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表35 铝制品出口量



资料来源：SMM，平安证券研究所

三、铝价向上重塑，一体化铝企估值溢价渐显

3.1 铝价向上重塑，铝企盈利估值双升

电解铝供需加速收紧，铝价中枢或开启上行趋势。

供应方面来看，国内电解铝产能天花板约束下，供应增量弹性趋小；海外方面新增项目较多，但考虑到基础配套情况和产能落地进度，未来几年内增量节奏或整体不及预期，全球供应弹性仍相对较小。需求端来看，铝需求增长极由传统领域向新能源领域转变仍然是未来几年内的趋势，以光伏及新能源汽车为代表的新能源领域需求仍将引领电解铝需求增长。此外，随着逆周期政策逐步发力，地产终端对国内铝需求拖累有望逐步减少。

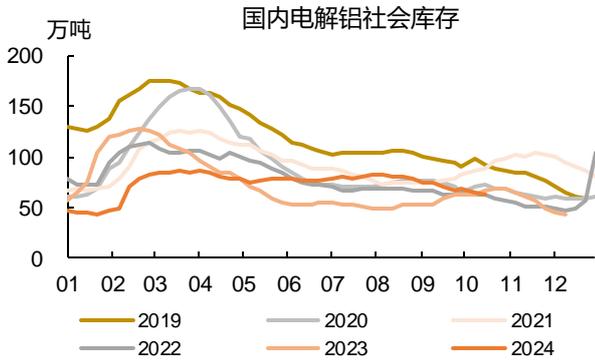
库存来看，国内库存及 LME 库存均处于历史相对低位水平。随着需求端修复，供给刚性及低库存水平将加速抬升铝平衡脆弱性，电解铝紧缺预期有望逐步转为现实，铝价中枢或开启新的上行趋势。

图表36 全球电解铝平衡

| 万吨 | 供应 | 需求 | 平衡 |
|-------|--------|--------|--------|
| 2021 | 6720.6 | 6908.0 | -187.4 |
| 2022 | 6868.1 | 6920.6 | -52.5 |
| 2023 | 7058.1 | 7056.0 | 2.1 |
| 2024E | 7269.8 | 7354.1 | -84.3 |
| 2025E | 7351.7 | 7519.1 | -167.4 |

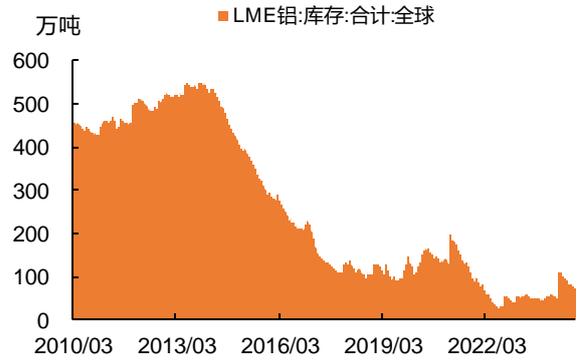
资料来源：SMM，平安证券研究所

图表37 国内电解铝社会库存



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表38 LME 电解铝库存

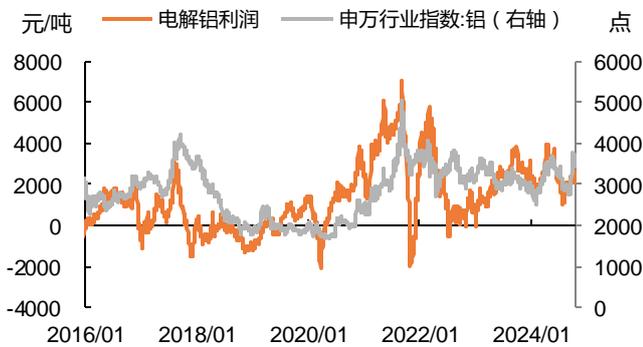


资料来源：SMM，平安证券研究所

铝价向上重估，铝企盈利与估值有望同步改善

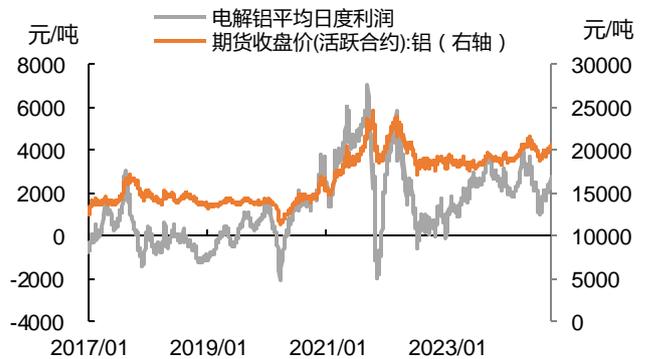
从历史表现来看，铝行业指数与电解铝利润呈现出较强相关性，其中铝价主导的电解铝利润改善对应更强的行业指数弹性；2017-2018 年，电解铝行业供给侧改革，电解铝新增产能指标等量置换形式确立，电解铝利润中枢随铝价呈上升趋势，铝行业指数上涨。2020-2022，在疫情冲击，经济疫后修复，海外能源危机下电解铝减产等一系列供需两端驱动后，铝价中枢较此前阶段显著抬升，利润同步改善，铝行业指数上涨。我们认为，随着产能瓶颈逐步凸显，铝供需格局或长期收紧，电解铝价值有望向上重估，铝企盈利与估值有望同步改善。

图表39 电解铝平均利润&铝行业指数



资料来源：Wind，SMM，平安证券研究所

图表40 电解铝平均利润&铝价



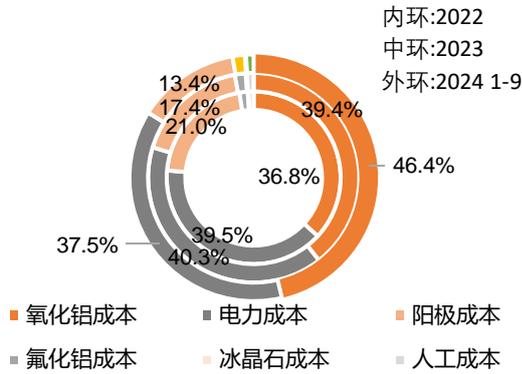
资料来源：Wind，SMM，平安证券研究所

3.2 一体化产能估值溢价有望逐步显现

电解铝成本来看，氧化铝、电力成本以及预焙阳极是电解铝三大主要成本项，2023 年合计成本占比超 97%，电解铝成本波动主要由三项主要原料价格波动决定。近年来各原料成本波动加剧：2021 年煤价上涨带动电力成本抬升；2022 年海外地缘政治冲突下油价上涨，阳极成本抬升；2023 年以来，铝土矿短缺导致氧化铝产能利用率难以提升，供应受限需求抬升下，氧化铝价格出现趋势性抬升。

随着供应链全球化程度加深及原料集中度的提升，成本端扰动频发或为常态。在此背景下，一体化电解铝产能拥有更强的供应稳定性和成本把控能力，有望享有更高的利润弹性和估值水平。

图表41 电解铝成本构成变化



资料来源：SMM，平安证券研究所

图表42 电解铝主要原料成本变化



资料来源：SMM，平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 基本假设

4.1.1 主营产品产销量

近年来公司电解铝产量相对稳定，预计公司 2024-2026 电解铝产量仍维持在 116 万吨左右。销量方面，考虑到公司下游布局逐步夯实，部分自产铝锭用于高纯铝及铝箔生产，基于公司 2024-2026 电解铝销量为 116、110、104 万吨。预计 2024-2026 年氧化铝销量均为 235 万吨。高纯铝销量为 2.5、5、5 万吨；随着铝箔新增产能爬坡，预计铝箔销量逐年提升，预计 2024-2026 年铝箔销量为 6、10、15 万吨。

4.1.2 主要产品价格及毛利

国内电解铝产能天花板约束下，供应增量弹性趋小；海外未来几年内增量节奏或整体不及预期，全球供应弹性仍相对较小。需求端来看，新能源领域仍为需求端主要驱动，此外随着国内逆周期政策逐步落地，实物工作量加速形成，地产等领域对铝需求拖累逐步减弱，需求端弹性预计逐步显现。铝供需格局向好，预计 2024-2026 铝价中枢分别为 20000、21000、22000 元/吨（含税价）；预计氧化铝价格为 3800、3700、3600 元/吨（含税价）。同时随着加工产能逐步释放，盈利能力提升，预计高纯铝及铝箔毛利逐步提升，预计 2024-2026 年高纯铝毛利为 9000、9500、9500 元/吨；铝箔毛利为 4500、5000、5500 元/吨。

图表43 公司各板块业务预测

| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 自产铝锭业务 | 营业收入（亿元） | 185.4 | 192.0 | 189.6 | 188.8 |
| | 毛利率 | 20.8% | 20.9% | 25.7% | 30.1% |
| 高纯铝 | 营业收入（亿元） | 4.0 | 6.2 | 13.7 | 14.4 |
| | 毛利率 | 29.2% | 36.2% | 34.6% | 33.1% |
| 电池铝箔 | 营业收入（亿元） | 0.2 | 17.0 | 29.7 | 46.8 |

| | | | | | |
|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | 毛利率 | 7.7% | 15.9% | 16.8% | 17.6% |
| 销售氧化铝 | 营业收入（亿元） | 43.0 | 79.0 | 76.9 | 74.9 |
| | 毛利率 | 2.9% | 28.3% | 27.5% | 26.7% |
| 其他 | 营业收入（亿元） | 57.2 | 22.1 | 28.4 | 31.4 |
| | 毛利率 | -0.1% | 2.7% | 2.4% | 2.5% |
| 合计 | 营业收入（亿元） | 289.7 | 316.4 | 338.4 | 356.2 |
| | 毛利率 | 14.1% | 21.5% | 23.8% | 25.5% |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 投资建议

行业层面来看，新能源领域推动下，工业铝型材需求增速预计维持高位；国内政策落地后基建及地产领域铝需求预计加速回暖。海外方面，美国再工业化一定程度推动用铝需求，预计全球铝需求弹性逐步释放。供给方面国内及海外铝供应刚性逐步凸显，铝价或进入长周期景气通道。行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，预计公司 2024-2026 年营业收入为 316.36、338.37、356.23 亿元，归母净利润为 41.1、50.2、57.3 亿元。

公司主营业务为电解铝及相关下游加工品，我们选取主营业务较为一致的中国铝业、神火股份及云铝股份作为可比公司，按 2024 年 11 月 18 日 Wind 一致预期计算的可比公司 2024 年市盈率均值为 9.2 倍，天山铝业基本持平可比公司。行业景气度提升下，预计公司业绩有望实现持续增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表44 可比公司估值表

| 证券代码 | 证券名称 | 股价（元） | | EPS（元/股） | | | P/E（倍） | | |
|-----------|------|------------|-------|----------|-------|-------|--------|-------|--|
| | | 2024/11/18 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 601600.SH | 中国铝业 | 7.80 | 0.78 | 0.86 | 0.94 | 10.0 | 9.0 | 8.3 | |
| 000933.SZ | 神火股份 | 17.03 | 2.14 | 2.59 | 2.89 | 8.0 | 6.6 | 5.9 | |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 13.86 | 1.43 | 1.67 | 1.83 | 9.7 | 8.3 | 7.6 | |
| 可比公司平均 PE | | | | | | 9.2 | 8.0 | 7.3 | |
| 002532.SZ | 天山铝业 | 8.35 | 0.88 | 1.08 | 1.23 | 9.5 | 7.7 | 6.8 | |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：可比公司盈利预测为2024年11月18日Wind一致预期

五、风险提示

- 1、供应增量大幅超预期释放。若海外电解铝供应增量实现大幅超预期增长，则铝价面临下跌风险。
- 2、下游需求不及预期。若新能源领域等终端领域需求增速放缓，则铝价面临下跌风险。
- 3、替代技术和产品出现。若短期内出现相关的替代技术和产品，则可能对铝长周期需求起到较大影响，进而对公司业绩产生影响。

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 21512 | 25610 | 31559 | 39332 |
| 现金 | 7812 | 11799 | 17074 | 24310 |
| 应收票据及应收账款 | 1563 | 1788 | 1913 | 2014 |
| 预付账款 | 2078 | 2269 | 2427 | 2555 |
| 其他应收款 | 97 | 76 | 81 | 85 |
| 存货 | 9543 | 9288 | 9648 | 9930 |
| 其他流动资产 | 419 | 390 | 417 | 439 |
| 非流动资产 | 35585 | 35130 | 34623 | 33868 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 26469 | 27025 | 27528 | 27783 |
| 无形资产 | 1480 | 1194 | 908 | 622 |
| 其他非流动资产 | 7636 | 6911 | 6187 | 5463 |
| 资产总计 | 57097 | 60740 | 66182 | 73200 |
| 流动负债 | 24621 | 24651 | 26110 | 28809 |
| 短期借款 | 8813 | 9887 | 10772 | 13004 |
| 应付票据及应付账款 | 6715 | 6338 | 6583 | 6776 |
| 其他流动负债 | 9094 | 8426 | 8754 | 9030 |
| 非流动负债 | 8367 | 9445 | 10330 | 11110 |
| 长期借款 | 7021 | 8099 | 8984 | 9765 |
| 其他非流动负债 | 1346 | 1346 | 1346 | 1346 |
| 负债合计 | 32988 | 34096 | 36440 | 39920 |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 股本 | 4652 | 4652 | 4652 | 4652 |
| 资本公积 | 8826 | 8826 | 8826 | 8826 |
| 留存收益 | 10629 | 13164 | 16262 | 19800 |
| 归属母公司股东权益 | 24107 | 26642 | 29740 | 33278 |
| 负债和股东权益 | 57097 | 60740 | 66182 | 73200 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3916 | 5194 | 7266 | 8140 |
| 税后经营利润 | 2206 | 4108 | 5020 | 5734 |
| 折旧摊销 | 1651 | 1453 | 1507 | 1555 |
| 财务费用 | 788 | 739 | 813 | 899 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -2053 | -1155 | -100 | -69 |
| 其他经营现金流 | 1325 | 50 | 25 | 22 |
| 投资活动现金流 | -3738 | -1048 | -1025 | -822 |
| 资本支出 | 2472 | 1000 | 1000 | 800 |
| 长期投资 | -1381 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 116 | -48 | -25 | -22 |
| 筹资活动现金流 | 100 | -159 | -965 | -83 |
| 短期借款 | 4735 | 1074 | 885 | 2231 |
| 长期借款 | 378 | 1079 | 885 | 780 |
| 其他筹资现金流 | -5012 | -2312 | -2735 | -3095 |
| 现金净增加额 | 263 | 3987 | 5275 | 7236 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 28975 | 31636 | 33837 | 35623 |
| 营业成本 | 24889 | 24825 | 25785 | 26539 |
| 税金及附加 | 468 | 511 | 541 | 588 |
| 销售费用 | 18 | 19 | 34 | 53 |
| 管理费用 | 344 | 380 | 343 | 361 |
| 研发费用 | 217 | 253 | 254 | 285 |
| 财务费用 | 788 | 739 | 813 | 899 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 389 | 233 | 128 | 114 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2642 | 5142 | 6194 | 7011 |
| 营业外收入 | 16 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 2652 | 5147 | 6199 | 7016 |
| 所得税 | 446 | 1039 | 1179 | 1283 |
| 净利润 | 2206 | 4108 | 5020 | 5734 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 2205 | 4108 | 5020 | 5733 |
| EBITDA | 5091 | 7339 | 8520 | 9471 |
| EPS (元) | 0.47 | 0.88 | 1.08 | 1.23 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | -12.2 | 9.2 | 7.0 | 5.3 |
| 营业利润(%) | -21.5 | 94.6 | 20.5 | 13.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | -16.8 | 86.3 | 22.2 | 14.2 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 14.1 | 21.5 | 23.8 | 25.5 |
| 净利率(%) | 7.6 | 13.0 | 14.8 | 16.1 |
| ROE(%) | 9.1 | 15.4 | 16.9 | 17.2 |
| ROIC(%) | 9.2 | 13.4 | 15.8 | 18.1 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 57.8 | 56.1 | 55.1 | 54.5 |
| 净负债比率(%) | 33.3 | 23.2 | 9.0 | -4.6 |
| 流动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 51.2 | 51.0 | 51.0 | 51.0 |
| 应付账款周转率 | 13.5 | 16.8 | 16.8 | 16.8 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.47 | 0.88 | 1.08 | 1.23 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.84 | 1.12 | 1.56 | 1.75 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.18 | 5.73 | 6.39 | 7.15 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 17.6 | 9.5 | 7.7 | 6.8 |
| P/B | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 7.6 | 6.6 | 5.3 | 4.3 |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层