

## 天山铝业 (002532.SZ)

## 一体化优质铝企，顺周期弹性可期

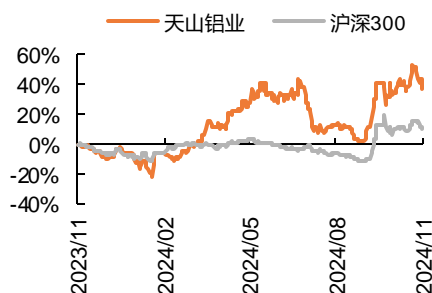
## 推荐 (首次)

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

<b>一、 一体化优势突出的电解铝企业</b>	<b>6</b>
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
<b>二、 电解铝需求弹性释放，供给刚性加速显现</b>	<b>11</b>
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
<b>三、 铝价向上重塑，一体化铝企估值溢价渐显</b>	<b>16</b>
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
<b>四、 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>
4.1 基本假设	18
4.2 投资建议	19
<b>五、 风险提示</b>	<b>20</b>

## 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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/185044013043012001>