



天山铝业 (002532.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

吨铝盈利改善，电池箔投产放量在即

事件

公司8月29日公布23半年报，1H23实现营收147.95亿元，同比-13.56%；归母净利润10.19亿元，同比-49.07%；扣非归母净利润7.31亿元，同比-62.22%。2Q23实现营收78.52亿元，环比+13.07%；归母净利润5.18亿元，环比+3.25%；扣非归母净利润4.17亿元，环比+33.07%。

点评

Q2吨铝利润回升，盈利能力环比改善。2Q23长江有色铝均价1.85万元/吨，环比+0.35%，河南氧化铝均价2939元/吨，环比-1.7%，预焙阳极均价5307元/吨，环比-20.78%。(1)1H23电解铝产量57.8万吨，同比+0.64%，自产铝锭收入91.02亿元，同比-16.82%，主因铝锭销量同比下降，毛利率同比降低8.55个百分点至19.38%；(2)氧化铝产量102.33万吨，同比+86.02%，氧化铝收入18.11亿元，同比+100.47%，毛利率同比降低8.16个百分点至1.32%，预焙阳极产量27.61万吨，同比+9.98%，250万吨氧化铝和30万吨预焙阳极项目全部投产后实现主要原材料的完全自给自足；(3)高纯铝产量2.15万吨，同比+12.26%，高纯铝营收2亿元，同比-57.64%，主因出口关税提升至30%。公司主要利润来源为销售自产铝锭，Q2电解铝利润空间环比改善带来盈利能力提升，2Q23毛利率持稳于12.43%，ROE环比提升0.07个百分点至2.24%，扣非ROE环比提升0.44个百分点至1.8%。

期间费用下降驱动利润提升。2Q23公司销售费用环比-5.18%至0.04亿元，管理费用环比-13.86%至0.77亿元，财务费用环比-5.41%至1.94亿元，驱动利润边际改善。

电池箔项目投产，产能增长稳步推进。1H23电池铝箔实现营收0.02亿元，新仁铝业2万吨电池箔技改项目7月正式投产，实现多家客户批量供货。新建20万吨电池箔项目预计到23年底完成16台箔轧机安装，为电池铝箔放量奠定基础。30万吨坯料项目部分铸轧机开始调试，预计23年内实现坯料自给自足。上述项目全部投产后公司将具备22万吨电池铝箔产能，坯料来源完全自主可控。

布局印尼铝土矿资源，铝产业链有望实现海外扩张。公司23年2月收购PT Inti Tambang Makmur 100%股份，获得三个铝土矿的采矿权，规划年产200万吨氧化铝一期建设项目，利用印尼丰富的铝土矿资源形成海外氧化铝基地，实现铝产业链的进一步延伸。

盈利预测&投资建议

预计公司23-25年营收分别为370/428/441亿元，归母净利润分别为34.23/47.52/51.65亿元，EPS分别为0.74/1.02/1.11元，对应PE分别为8.73/6.28/5.78倍。维持“买入”评级。

风险提示

铝价波动；需求不及预期；项目建设不及预期。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

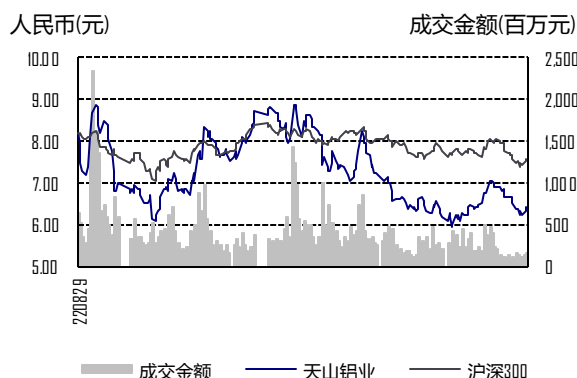
分析师：宋洋 (执业S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.42元

相关报告：

- 《周期底部，低成本优势保障盈利安全垫-天山铝业三季报点评》，2022.10.28
- 《一体化成本优势显著，打造电池箔第二增长极-天山铝业首次覆盖》，2022.10.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,745	33,008	37,005	42,835	44,123
营业收入增长率	4.68%	14.83%	12.11%	15.75%	3.01%
归母净利润(百万元)	3,833	2,650	3,423	4,752	5,165
归母净利润增长率	100.44%	-30.85%	29.13%	38.85%	8.68%
摊薄每股收益(元)	0.824	0.570	0.736	1.022	1.110
每股经营性现金流净额	0.43	0.68	1.37	1.70	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.02%	11.61%	13.64%	16.81%	16.26%
P/E	9.89	13.55	8.73	6.28	5.78
P/B	1.78	1.57	1.19	1.06	0.94

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	27,460	28,745	33,008	37,005	42,835	44,123
增长率		4.7%	14.8%	12.1%	15.8%	3.0%
主营业务成本	-23,705	-22,188	-27,962	-31,074	-35,160	-35,975
%销售收入	86.3%	77.2%	84.7%	84.0%	82.1%	81.5%
毛利	3,755	6,557	5,046	5,932	7,676	8,148
%销售收入	13.7%	22.8%	15.3%	16.0%	17.9%	18.5%
营业税金及附加	-442	-458	-477	-535	-619	-638
%销售收入	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-17	-19	-18	-20	-23	-24
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-220	-271	-301	-337	-390	-402
%销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	-42	-160	-242	-271	-314	-323
%销售收入	0.2%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	3,033	5,649	4,008	4,768	6,329	6,761
%销售收入	11.0%	19.7%	12.1%	12.9%	14.8%	15.3%
财务费用	-696	-879	-787	-490	-388	-305
%销售收入	2.5%	3.1%	2.4%	1.3%	0.9%	0.7%
资产减值损失	1	-5	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,392	4,943	3,364	4,278	5,941	6,456
营业利润率	8.7%	17.2%	10.2%	11.6%	13.9%	14.6%
营业外收支	5	3	2	0	0	0
税前利润	2,397	4,946	3,366	4,278	5,941	6,456
利润率	8.7%	17.2%	10.2%	11.6%	13.9%	14.6%
所得税	-484	-1,113	-715	-856	-1,188	-1,291
所得税率	20.2%	22.5%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	1,912	3,833	2,651	3,423	4,752	5,165
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,912	3,833	2,650	3,423	4,752	5,165
净利率	7.0%	13.3%	8.0%	9.2%	11.1%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,912	3,833	2,651	3,423	4,752	5,165
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,114	1,331	1,496	1,617	1,758	1,955
非经营收益	796	941	787	677	597	530
营运资金变动	-724	-4,126	-1,777	644	789	243
经营活动现金净流	3,098	1,979	3,157	6,361	7,897	7,893
资本开支	-2,185	-2,868	-2,119	-2,401	-3,400	-4,400
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	-19	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2,185	-2,887	-2,119	-2,401	-3,400	-4,400
股权募资	4,860	0	0	0	0	0
债权募资	-650	827	862	-1,499	-979	-1,060
其他	-1,144	-2,589	-1,690	-1,842	-2,179	-2,205
筹资活动现金净流	3,066	-1,763	-828	-3,341	-3,158	-3,265
现金净流量	3,979	-2,676	213	620	1,339	229

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,527	7,576	8,823	9,443	10,781	11,010
应收款项	921	1,725	1,963	2,067	2,393	2,465
存货	5,604	8,834	9,532	10,205	11,547	11,814
其他流动资产	4,494	4,596	4,583	5,021	5,642	5,766
流动资产	21,546	22,732	24,901	26,736	30,363	31,055
%总资产	42.6%	42.5%	43.9%	45.1%	47.0%	45.8%
长期投资	103	83	91	91	91	91
固定资产	27,173	28,641	29,557	30,276	31,857	34,243
%总资产	53.7%	53.6%	52.1%	51.0%	49.3%	50.6%
无形资产	1,093	1,124	1,172	1,235	1,296	1,356
非流动资产	29,047	30,750	31,815	32,599	34,240	36,686
%总资产	57.4%	57.5%	56.1%	54.9%	53.0%	54.2%
资产总计	50,593	53,482	56,716	59,334	64,603	67,740
短期借款	8,588	7,829	7,884	6,375	5,396	4,336
应付款项	14,295	14,164	15,368	16,409	18,567	18,998
其他流动负债	3,506	3,734	2,519	3,338	4,257	4,533
流动负债	26,389	25,727	25,771	26,122	28,220	27,867
长期贷款	3,785	5,439	6,642	6,642	6,642	6,642
其他长期负债	1,120	1,047	1,463	1,471	1,471	1,471
负债	31,294	32,213	33,876	34,235	36,332	35,979
普通股股东权益	19,296	21,267	22,838	25,098	28,268	31,759
其中：股本	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652
未分配利润	5,295	7,077	8,742	11,002	14,173	17,663
少数股东权益	3	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	50,593	53,482	56,716	59,334	64,603	67,740

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.411	0.824	0.570	0.736	1.022	1.110
每股净资产	4.148	4.572	4.909	5.395	6.077	6.827
每股经营现金净流	0.666	0.425	0.679	1.367	1.698	1.697
每股股利	0.200	0.400	0.200	0.250	0.340	0.360
回报率						
净资产收益率	9.91%	18.02%	11.61%	13.64%	16.81%	16.26%
总资产收益率	3.78%	7.17%	4.67%	5.77%	7.36%	7.62%
投入资本收益率	7.62%	12.64%	8.43%	9.99%	12.54%	12.63%
增长率						
主营业务收入增长率	1561.00%	4.68%	14.83%	12.11%	15.75%	3.01%
EBIT 增长率	1354.55%	86.22%	-29.04%	18.96%	32.73%	6.83%
净利润增长率	1351.49%	100.44%	-30.85%	29.13%	38.85%	8.68%
总资产增长率	2443.53%	5.71%	6.05%	4.62%	8.88%	4.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.3	3.8	6.4	6.4	6.4	6.4
存货周转天数	45.6	118.8	119.9	119.9	119.9	119.9
应付账款周转天数	6.3	13.7	17.4	17.4	17.4	17.4
固定资产周转天数	320.2	318.9	303.0	274.4	247.9	258.0
偿债能力						
净负债/股东权益	9.57%	26.76%	24.97%	14.24%	4.44%	-0.10%
EBIT 利息保障倍数	4.4	6.4	5.1	9.7	16.3	22.2
资产负债率	61.85%	60.23%	59.73%	57.70%	56.24%	53.11%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-26	买入	6.65	10.48~10.48
2	2022-10-28	买入	6.86	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究