

证券研究报告

## 成本下降，公司业绩环比改善

公司研究

2023年08月31日

公司点评报告

天山铝业 (002532.SZ)

投资评级

上次评级

张航 金属&新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023 年 H1 公司实现营业收入 147.95 亿元, 同比下降 13.56%; 归母净利润 10.19 亿元, 同比下降 49.07%。扣非净利 7.31 亿元, 同比下降 62.22%。Q2 实现营业收入 78.52 亿元, 同比下降 0.16%、环比增长 13.07%; 归母净利润 5.18 亿元, 同比下降 42.31%、环比增长 3.25%。扣非净利 4.17 亿元, 同比下降 52%, 环比增长 33.2%。
- **成本下降, 公司业绩环比改善:** 1) 营业收入: Q2 营业收入环比小幅改善, 主因铝价环比有所增长, Q2 电解铝均价为 18520 元/吨, 同比、环比分别下降 10.2%、增长 0.3%。2) 净利润: Q2 业绩改善, 得益于成本下降: 新疆动力煤价格环比下降 8%至 494 元/吨, 带动自备电价环比下降 7%至 0.31 元/kwh (含税, 含过网费); 预焙阳极 Q2 均价环比下降 20.3%至 5486 元/吨; 氧化铝 Q2 均价环比下降 1.7%至 3083 元/吨。受益原材料价格下降, 新疆电解铝 Q2 理论生产成本平均下降约 1070 元/吨。3) 财务分析: 公司 Q2 非经常性损益 1.01 亿元, 政府补助环比增加 1.22 亿元贡献主要增量。
- **地处成本洼地, 加工或成新的增长点:** 1) 公司地处新疆, 成本处于行业成本洼地, 利润稳定性较高。我们预计伴随电解铝下游消费旺季来临, 铝价中枢上行, 公司业绩有望持续改善。2) 公司快速切入新能源电池铝箔领域, 兴建 22 万吨/年动力电池铝箔一体化项目。目前江阴 2 万吨/年电池铝箔技改项目如期正式投产。20 万吨/年新建项目已有 8 台箔轧机正在安装。我们预计, 伴随上述项目投产, 公司铝箔产品有望成为新的增长亮点。3) 公司 6 万吨/年高纯铝产能配套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。
- **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.82 元、0.94 元、1.13 元, 当前股价对应的 PE 分别为 8x、7x、6x。
- **风险因素:** 电解铝需求不及预期, 铝加工产能投产不及预期。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	28,745	33,008	35,434	39,746	43,171
同比(%)	4.7%	14.8%	7.3%	12.2%	8.6%
归属母公司净利润	3,833	2,650	3,805	4,368	5,266
同比(%)	100.4%	-30.9%	43.6%	14.8%	20.5%
毛利率(%)	22.8%	15.3%	17.7%	19.2%	20.8%
ROE(%)	18.0%	11.6%	14.3%	14.1%	14.5%
EPS (摊薄)(元)	0.82	0.57	0.82	0.94	1.13
P/E	9.94	13.54	7.73	6.73	5.58
P/B	1.78	1.57	1.10	0.95	0.81
EV/EBITDA	6.10	7.39	4.53	4.42	3.71

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	22,732	24,901	29,550	33,256	36,693	
货币资金	7,576	8,823	13,017	15,045	17,289	
应收票据	1,174	1,170	971	1,089	1,183	
应收账款	441	716	769	863	937	
预付账款	4,191	4,306	4,492	4,947	5,264	
存货	8,834	9,532	9,944	10,949	11,652	
其他	515	353	357	363	368	
<b>非流动资产</b>	30,750	31,815	34,901	38,652	42,436	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	25,118	27,397	28,983	31,156	33,218	
无形资产	1,124	1,172	1,172	1,172	1,172	
其他	4,509	3,246	4,746	6,325	8,046	
<b>资产总计</b>	53,482	56,716	64,451	71,908	79,129	
<b>流动负债</b>	25,727	25,771	28,010	29,405	29,665	
短期借款	3,963	4,078	6,145	7,197	7,197	
应付票据	12,135	12,724	12,724	12,724	12,724	
应付账款	1,048	1,613	1,613	1,613	1,613	
其他	8,581	7,355	7,527	7,870	8,129	
<b>非流动负债</b>	6,486	8,105	9,784	11,464	13,144	
长期借款	5,439	6,642	8,321	10,001	11,681	
其他	1,047	1,463	1,463	1,463	1,463	
<b>负债合计</b>	32,213	33,876	37,794	40,870	42,809	
少数股东权益	2	2	14	27	43	
归属母公司股东权益	21,267	22,838	26,643	31,011	36,277	
<b>负债和股东权益</b>	53,482	56,716	64,451	71,908	79,129	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	28,745	33,008	35,434	39,746	43,171	
同比(%)	4.7%	14.8%	7.3%	12.2%	8.6%	
归属母公司净利润	3,833	2,650	3,805	4,368	5,266	
同比(%)	100.4%	-30.9%	43.6%	14.8%	20.5%	
毛利率(%)	22.8%	15.3%	17.7%	19.2%	20.8%	
ROE%	18.0%	11.6%	14.3%	14.1%	14.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.57	0.82	0.94	1.13	
P/E	9.94	13.54	7.73	6.73	5.58	
P/B	1.78	1.57	1.10	0.95	0.81	
EV/EBITDA	6.10	7.39	4.53	4.42	3.71	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	28,745	33,008	35,434	39,746	43,171	
营业成本	22,188	27,962	29,172	32,121	34,182	
营业税金及附加	458	477	512	574	624	
销售费用	19	18	19	22	24	
管理费用	271	301	323	362	393	
研发费用	160	242	260	291	316	
财务费用	879	787	980	1,225	1,408	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	174	143	425	123	134	
<b>营业利润</b>	4,943	3,364	4,593	5,273	6,358	
营业外收支	3	2	5	5	5	
<b>利润总额</b>	4,946	3,366	4,598	5,279	6,363	
所得税	1,113	715	782	897	1,082	
<b>净利润</b>	3,833	2,651	3,817	4,381	5,282	
少数股东损益	0	0	11	13	16	
<b>归属母公司净利润</b>	3,833	2,650	3,805	4,368	5,266	
EBITDA	7,151	5,628	7,658	7,996	9,370	
EPS(当年)(元)	0.82	0.57	0.82	0.94	1.13	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	1,979	3,157	6,600	5,750	7,339	
净利润	3,833	2,651	3,817	4,381	5,282	
折旧摊销	1,326	1,494	2,092	1,505	1,615	
财务费用	965	867	980	1,225	1,408	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	-4,126	-1,777	-283	-1,335	-934	
其它	-19	-77	-5	-27	-32	
<b>投资活动现金流</b>	-2,887	-2,119	-5,172	-5,230	-5,367	
资本支出	-2,868	-2,119	-5,172	-5,172	-5,172	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	-19	0	0	-58	-195	
<b>筹资活动现金流</b>	-1,763	-828	2,766	1,508	272	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	9,466	9,010	3,746	2,733	1,680	
支付利息或股息	-2,906	-1,854	-980	-1,225	-1,408	
<b>现金流净增加额</b>	-2,676	213	4,194	2,028	2,244	

## 研究团队简介

**张航**，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

**陈光辉**，中南大学冶金工程硕士，2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属等能源金属研究。

**云琳**，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

**白紫薇**，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。