

**证券研究报告—动态报告**

有色金属

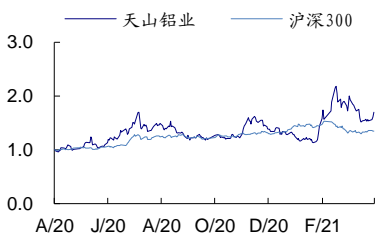
有色金属冶炼

**天山铝业(002532)**
**买入**

2020 年年报点评

(首次评级)

2021 年 04 月 12 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,652/284
总市值/流通(百万元)	46,519/2,840
上证综指/深圳成指	3,483/13,990
12 个月最高/最低(元)	13.86/5.61

**相关研究报告:**

《国信证券-有色金属行业 4 月投资策略: 全球商品牛市有望延续, 不惧股价短期调整》——2021-04-08

《国信证券-基本金属周观点: 碳中和, 重估电解铝》——2021-03-06

**证券分析师: 刘孟峦**

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

**证券分析师: 杨耀洪**

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

**联系人: 焦方冉**

电话: 18560060679

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 夯实上游原料供应, 打造低成本铝产业链

**● 天山铝业公布 2020 年年报, 业绩表现良好**

2020 年公司营业收入 274.60 亿元, 同比下降 15.73%, 公司实现归母净利润 19.12 亿元, 同比增长 27.40%, 扣非归母净利润 18.68 亿元, 同比增长 92.65%, 经营活动产生的现金流量净额 30.98 亿元。公司营业收入同比下降是因为公司本报告期主动减少外购铝锭贸易业务所致。

**● 公司电解铝盈利能力极强且稳定**

2020 年公司实现毛利润 37.55 亿元, 其中销售自产铝锭毛利润 37.69 亿元, 公司自产铝锭毛利率水平十分稳定, 2020 年毛利率 27.5%, 较 2019 年有明显提升。2021 年铝价重心较 2020 年显著提高的背景下, 我们预计 2021 年公司销售自产铝锭毛利率有望达到 33%。

**● 公司募投的低成本氧化铝项目盈利能力强, 具有稀缺性**

公司在广西规划了三期共 250 万吨氧化铝产能, 充分利用广西地区丰富且廉价的铝土矿资源, 氧化铝完全成本仅为 1785.56 元/吨 (不含税), 虽然当前氧化铝市场低迷, 但公司布局在广西的低成本氧化铝产能仍具有丰厚的利润。

**● 投资建议: 给予“买入”评级**

预计公司 2021-2023 年营业收入为 265.4/297.9/298.6 亿元, 同比增速 -3.3/12.2/0.21%, 归母净利润分别为 38.04/44.05/44.95 亿元, 同比增速 98.9/15.8/2.0%, 摊薄 EPS 分别为 0.82/0.95/0.97 元, 当前股价对应 PE 为 12.2/10.6/10.3X。考虑到公司是国内低成本电解铝头部企业, 电费优势突出, 公司夯实上游产业链, 新建低成本氧化铝具有较强的盈利能力, 在电解铝行业高盈利周期中受益显著, 首次覆盖给予“买入”评级。

**● 风险提示**

宏观经济下行风险导致铝价超预期下跌; 公司新增产能进度不及预期。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	32,587	27,460	26,544	29,793	29,856
(+/-%)	35.1%	-15.7%	-3.3%	12.2%	0.2%
净利润(百万元)	1501	1912	3804.31	4404.57	4494.78
(+/-%)	40.6%	27.4%	98.9%	15.8%	2.0%
摊薄每股收益(元)	1.07	0.41	0.82	0.95	0.97
EBIT Margin	8.2%	11.2%	20.2%	20.6%	20.7%
净资产收益率(ROE)	12.0%	9.9%	18.3%	19.7%	18.6%
市盈率(PE)	9.4	24.3	12.2	10.6	10.3
EV/EBITDA	11.7	18.6	9.3	7.5	7.4
市净率(PB)	1.12	2.41	2.24	2.08	1.93

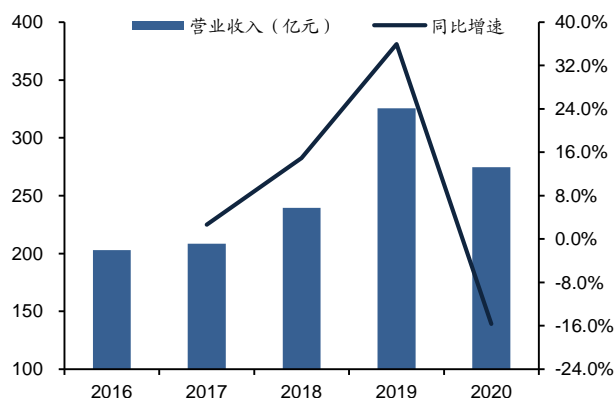
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 受益于电解铝高盈利周期，2020年公司业绩大幅增长

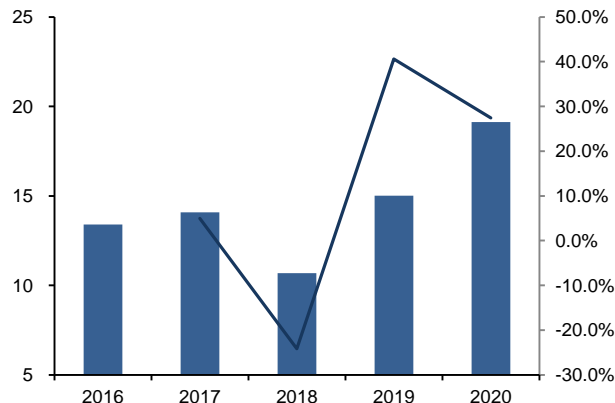
2020年公司营业收入274.60亿元，同比下降15.73%，公司实现归母净利润19.12亿元，同比增长27.40%，扣非归母净利润18.68亿元，同比增长92.65%，经营活动产生的现金流量净额30.98亿元。公司营业收入同比下降是因为公司本报告期主动减少相关铝锭贸易业务所致，外购铝锭贸易量从2019年150.99万吨下降到2020年97.59万吨。

图1：天山铝业营业收入变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

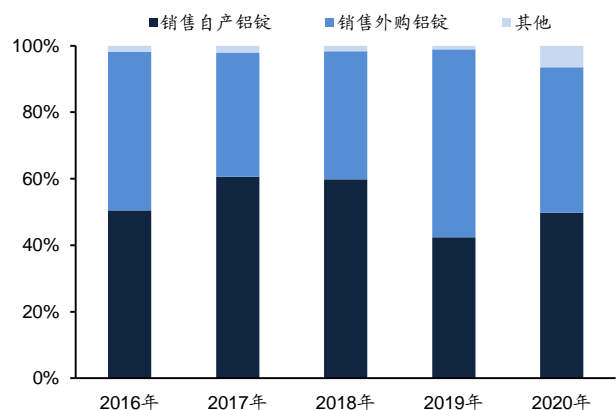
图2：天山铝业归母净利润变化（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

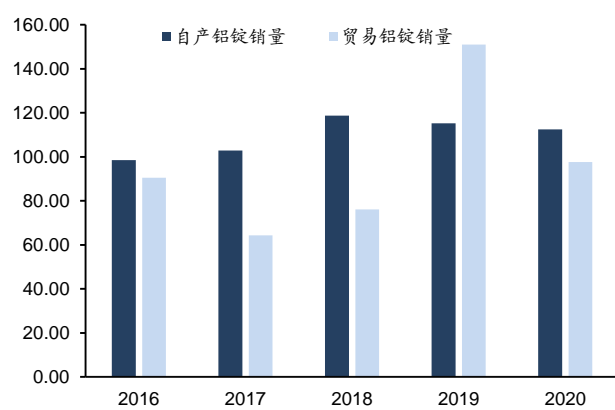
**2020年公司营收结构。**公司营收来源主要是销售自产铝锭和销售外购铝锭。公司从经营实际出发，外购铝锭满足客户需求，能更好地与客户建立紧密和长期的合作关系，另外收取预付款满足公司部分融资需求。自2020年开始公司已主动减少外购铝锭贸易量。公司自产铝锭产销稳定，2019年、2020年以及2021年预期产量分别为116.09万吨、113.04万吨和115万吨。

图3：天山铝业营收分产品构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司铝锭销量（万吨）

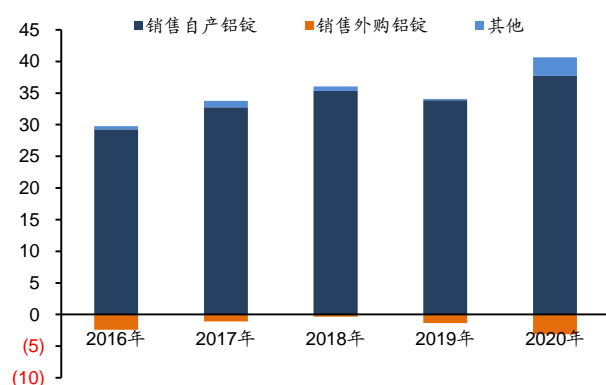


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司盈利主要来自销售自产铝锭和氧化铝。**2020年公司实现毛利润37.55亿元，其中销售自产铝锭毛利润37.69亿元，销售氧化铝毛利润1.96亿元，销售高纯铝毛利润0.78亿元，销售外购铝锭毛利润-3.11亿元。公司受益于2019年四季度以来的电解铝高盈利周期，电解铝产能全部位于新疆石河子，打造极具成本优势的“煤-电-铝”产业链，不惧内地动力煤价格大幅波动，加上氧化铝处于产能过剩周期，无法挤占电解铝利润，使得公司电解铝成本始终维持在低位，充分享受电解铝高盈利周期带来的丰厚利润。从历史数据来看，公司自产铝锭毛

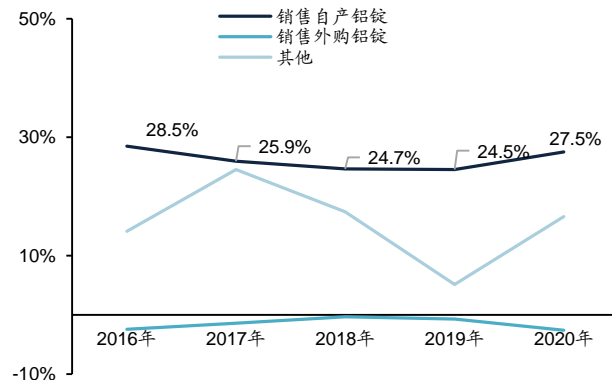
利率水平十分稳定，2020 年毛利率 27.5%，较 2019 年有明显提升。2021 年铝价重心较 2020 年显著提高的背景下，我们预计 2021 年公司销售自产铝锭毛利率有望达到 33%。

图 5: 天山铝业毛利润构成 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 天山铝业主要产品毛利率 (%)

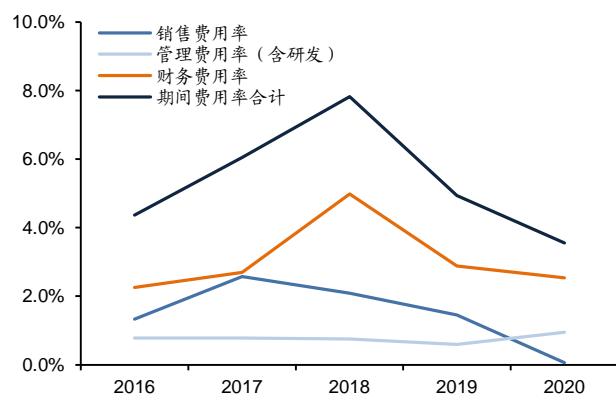


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**2020 年公司期间费用率明显下降。**2020 年公司期间费用率 3.6%，比 2019 年期间费用率 4.9% 有明显下降。其中销售费用下降 96.33%，主因公司执行新收入准则，将 2020 年 4.49 亿元运输费用转入营业成本核算；2020 年公司财务费用 6.96 亿元，比 2019 年下降 25.93%，主因公司报告期内完成 50 亿元定增，募集资金到位降低了财务费用。

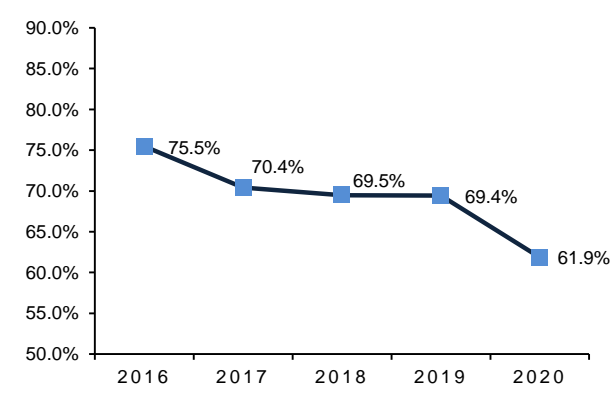
**公司资产负债率持续下降。**截至 2020 年末公司资产负债率为 61.9%，比 2019 年末有明显下降，主因公司 2020 年度非公开发行募集 50 亿元资金到位，降低了公司资产负债率，使公司财务结构更加稳健。

图 7: 天山铝业期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 天山铝业资产负债率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 公司氧化铝生产利润丰厚，低成本氧化铝产能具有稀缺性

**天桂氧化铝具有成本优势。**公司在广西规划了三期共 250 万吨氧化铝产能，其中一期 80 万吨已于 2019 年投产，2020 年实现产量 75 万吨。二期和三期均为 85 万吨产能，预计将于 2021 年四季度先后投产，全部投产后，公司氧化铝将实现完全自给。公司积极在广西布局氧化铝产能，充分利用广西地区丰富且廉价的铝土矿资源，使用进口矿石同样便捷。根据公司测算，2020 年 1-9 月公司自产氧化铝完全成本仅为 1785.56 元/吨（不含税），同期广西氧化铝三网均价

为 2056.64 元/吨，公司氧化铝净利润达 271 元/吨。后期随着 250 万吨产能全部投产，单吨生产成本中折旧和人工成本等会进一步摊薄，单位成本仍有下降空间。因此虽然当前氧化铝市场低迷，但公司布局在广西的低成本氧化铝产能仍具有丰厚的利润。

当前国内两类氧化铝产能具有长期成本优势，一是布局在广西、贵州，依靠当地丰富且相对低价的铝土矿资源，二是布局在沿海，使用进口铝土矿。虽然我国未对氧化铝行业实行总量控制，但由于电解铝行业设定了产能天花板，氧化铝产能也不会无限扩张。今年 1 月份中铝集团与魏桥创业联合发布《加快铝工业绿色低碳发展联合倡议书》，倡议氧化铝在“十四五”期间达到产能、产量峰值，另外近期《有色金属行业碳达峰实施方案》征求意见稿中计划 2025 年实现行业碳达峰，因此我国氧化铝产能、产量大概率在“十四五”期间达峰。在低成本地区有布局的氧化铝企业将具有长期竞争优势。

### 铝行业长期供需格局改善，低成本电解铝产能充分收益

根据行业研究机构阿拉丁统计，截至 3 月下旬，我国电解铝建成产能 4270 万吨，运行产能 3999 万吨，产能开工率达 93.6%。我国电解铝开工产能逐步逼近 4500 万吨的产能“天花板”。受能耗双控影响，内蒙古地区电解铝产能投放进度将显著放缓，未来仅依靠西南地区扩产会面临较大不确定性，电解铝投产周期可能被拉长，铝行业有望走出过去“供应短缺→高利润→刺激新投产或复产→供应过剩→价格下跌→减产→供需再平衡”的行业循环，电解铝企业有望摆脱过去的微利状态，并长期维持偏高的冶炼利润。

公司 120 万吨电解铝在产产能全部位于新疆石河子地区，配套 6\*350MW 燃煤发电机组，满足公司 90%用电需求，剩余部分从天富能源外购，公司综合用电成本行业最低。且新疆煤炭市场较为独立，煤炭价格常年维持在低位，公司自备电能持续维持低成本，较全国其他地区铝企自备电具有显著优势。

### 盈利预测

参照今年年初至今电解铝长江现货均价，假设 2021/2022/2023 年铝锭现货年均价 16350 元/吨，氧化铝现货价格年均价 2400 元/吨，阳极炭素价格 4000 元/吨，预计公司 2021-2023 年营业收入为 265.4/297.9/298.6 亿元，同比增速 -3.3/12.2/0.21%，归母净利润分别为 38.04/44.05/44.95 亿元，同比增速 98.9/15.8/2.0%，摊薄 EPS 分别为 0.82/0.95/0.97 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.6/10.3X。考虑到公司是国内低成本电解铝头部企业，电费优势突出，公司夯实上游产业链，新建低成本氧化铝具有较强的盈利能力，在电解铝行业高盈利周期中受益显著，首次覆盖给予“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	10527	10579	7815	13678	营业收入	27460	26544	29793	29856
应收款项	873	844	947	949	营业成本	23705	20442	22840	22847
存货净额	5604	4454	5002	4985	营业税金及附加	442	428	480	481
其他流动资产	4542	4391	2592	1493	销售费用	17	17	19	19
<b>流动资产合计</b>	<b>21546</b>	<b>20268</b>	<b>16356</b>	<b>21105</b>	管理费用	220	297	328	328
固定资产	27173	26129	24888	22071	财务费用	696	611	626	567
无形资产及其他	1093	1049	1005	962	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	781	781	781	781	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	13	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>50593</b>	<b>48226</b>	<b>43031</b>	<b>44918</b>	营业利润	2392	4751	5501	5614
短期借款及交易性金融负债	8588	8631	8293	8504	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	13043	10366	3608	3596	<b>利润总额</b>	<b>2397</b>	<b>4756</b>	<b>5506</b>	<b>5619</b>
其他流动负债	4759	3803	4270	4256	所得税费用	484	951	1101	1124
<b>流动负债合计</b>	<b>26389</b>	<b>22799</b>	<b>16172</b>	<b>16357</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	3785	3785	3785	3785	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1912</b>	<b>3804</b>	<b>4405</b>	<b>4495</b>
其他长期负债	1120	903	667	668					
<b>长期负债合计</b>	<b>4905</b>	<b>4688</b>	<b>4452</b>	<b>4453</b>					
<b>负债合计</b>	<b>31294</b>	<b>27487</b>	<b>20624</b>	<b>20810</b>					
少数股东权益	3	3	3	3					
股东权益	19296	20736	22404	24105					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50593</b>	<b>48226</b>	<b>43031</b>	<b>44918</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1912	3804	4405	4495
资产减值准备	(2)	(0)	0	0
折旧摊销	1115	2589	2784	2861
公允价值变动损失	0	(0)	(0)	(0)
财务费用	696	611	626	567
营运资本变动	495	(2519)	(5378)	1089
其它	2	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>3522</b>	<b>3873</b>	<b>1811</b>	<b>8445</b>
资本开支	(2682)	(1500)	(1500)	0
其它投资现金流	43	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2639)</b>	<b>(1500)</b>	<b>(1500)</b>	<b>0</b>
权益性融资	4860	0	0	0
负债净变化	(1177)	0	0	0
支付股利、利息	(1188)	(2364)	(2737)	(2793)
其它融资现金流	4395	43	(338)	211
<b>融资活动现金流</b>	<b>4525</b>	<b>(2321)</b>	<b>(3075)</b>	<b>(2583)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>5408</b>	<b>52</b>	<b>(2764)</b>	<b>5863</b>
货币资金的期初余额	5118	10527	10579	7815
货币资金的期末余额	10527	10579	7815	13678
企业自由现金流	1382	2858	808	8895
权益自由现金流	4600	3112	189	8858

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.41	0.82	0.95	0.97
每股红利	0.26	0.51	0.59	0.60
每股净资产	4.15	4.46	4.82	5.18
ROIC	9%	14%	16%	15%
ROE	10%	18%	20%	19%
毛利率	14%	23%	23%	23%
EBIT Margin	11%	20%	21%	21%
EBITDA Margin	15%	30%	30%	30%
收入增长	-16%	-3%	12%	0%
净利润增长率	27%	99%	16%	2%
资产负债率	62%	57%	48%	46%
息率	2.6%	5.1%	5.9%	6.0%
P/E	24.3	12.2	10.6	10.3
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	18.6	9.3	7.5	7.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032