

证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属采选

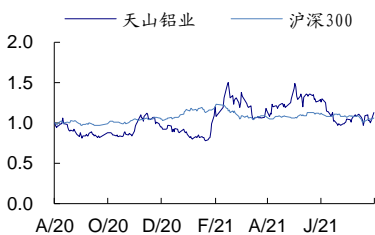
天山铝业(002532)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 10 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)	4,652/1,209
总市值/流通(百万元)	43,542/11,320
上证综指/深圳成指	3,495/14,941
12 个月最高/最低(元)	13.86/6.45

相关研究报告:

《天山铝业-002532-2020 年年报点评: 夯实上游原料供应, 打造低成本铝产业链》——2021-04-12

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码: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyao hong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: 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

全产业链低成本优势, 受益于铝冶炼高盈利周期

● 天山铝业公布 2021 年半年报, 业绩表现出色

2021 年上半年公司营业收入 146.51 亿元, 同比增长 23.83%, 公司实现归母净利润 19.82 亿元, 同比增长 203.48%, 扣非归母净利润 19.32 亿元, 同比增长 200.97%, 经营活动产生的现金流量净额-10.88 亿元。经营活动现金流量净额为负数主因报告期内应付票据及合同负债余额大幅减少, 以及公司增加了主要原材料的库存所致。

● 公司电解铝盈利能力极强且稳定

2021 年上半年公司实现毛利润 32.64 亿元, 其中销售自产铝锭毛利润 30.92 亿元, 销售外购铝锭毛利润-0.60 亿元。公司盈利增长主要受益于铝价大幅上涨, 2021 年上半年长江铝价均价 17434 元/吨, 比去年上半年高出 32.7%, 自产铝锭实现销售毛利率 36%。

● 公司产业链各环节区位布局合理, 打造全产业链成本优势

公司在广西规划了三期共 250 万吨低成本氧化铝产能, 充分利用广西地区丰富且廉价的铝土矿资源; 电解铝和配套自备电、阳极碳素等能源强度较高的环节均位于煤炭资源丰富、价格低廉的新疆, 且不受限电影响。

● 投资建议: 维持“买入”评级

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 299.6/332.4/333.0 亿元, 同比增速 9.1/10.9/0.2%, 归母净利润分别为 49.18/54.42/55.29 亿元, 同比增速 157.2/10.6/1.6%, 摊薄 EPS 分别为 1.06/1.17/1.19 元, 当前股价对应 PE 为 8.9/8.0/7.9X。考虑到公司是国内低成本电解铝头部企业, 产业链区位布局合理, 在电解铝行业高盈利周期中受益显著, 维持其“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	29,962	33,236	33,299
(+/-%)	35.1%	-15.7%	9.1%	10.9%	0.2%
净利润(百万元)	1501	1912	4918.40	5442.10	5529.20
(+/-%)	40.6%	27.4%	157.2%	10.6%	1.6%
摊薄每股收益(元)	1.07	0.41	1.06	1.17	1.19
EBIT Margin	8.2%	11.2%	24.2%	23.9%	24.0%
净资产收益率(ROE)	12.0%	9.9%	23.2%	23.4%	21.8%
市盈率(PE)	8.8	22.8	8.9	8.0	7.9
EV/EBITDA	11.4	17.9	7.3	6.0	6.0
市净率(PB)	1.05	2.26	2.06	1.88	1.72

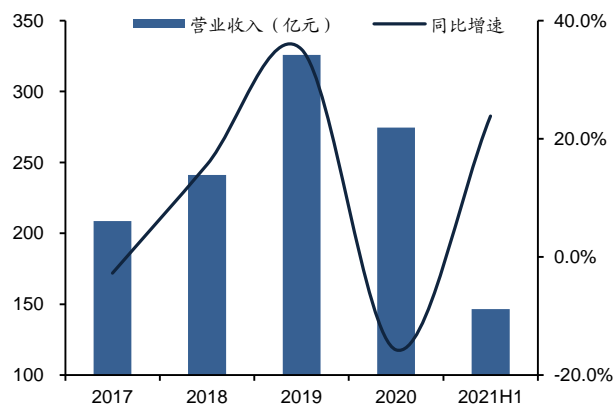
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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，2021年上半年公司业绩大幅增长

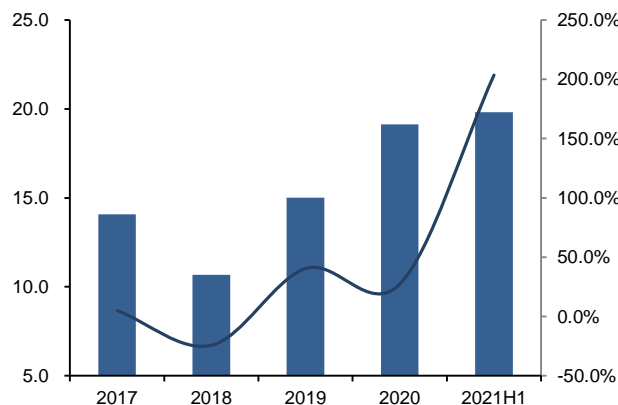
2021年上半年公司营业收入146.51亿元，同比增长23.83%，公司实现归母净利润19.82亿元，同比增长203.48%，扣非归母净利润19.32亿元，同比增长200.97%，经营活动产生的现金流量净额-10.88亿元。经营活动现金流量净额为负数的原因主要是本报告期应付票据及合同负债余额大幅减少，以及公司增加了主要原材料的库存所致。

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

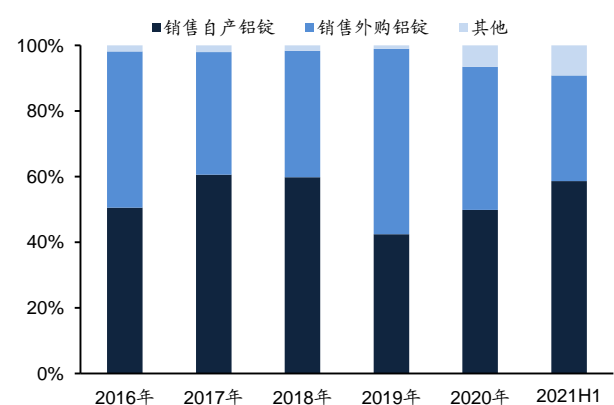
图2：天山铝业归母净利润变化（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

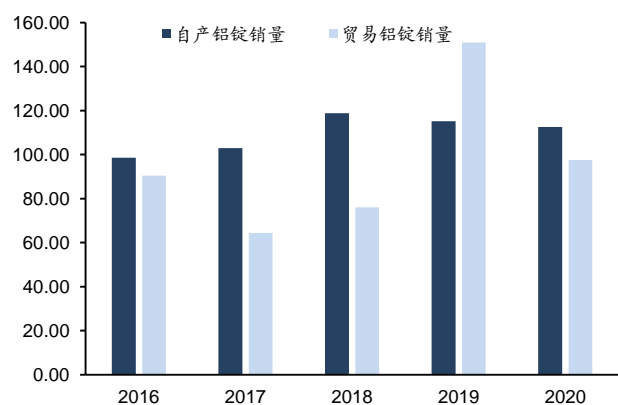
2021年上半年公司营收结构。公司营收来源主要是销售自产铝锭和销售外购铝锭。公司从经营实际出发，外购铝锭满足客户需求，能更好地与客户建立紧密和长期的合作关系，另外收取预付款满足公司部分融资需求。公司逐年减少贸易铝锭数量，今年上半年销售外购铝锭占比进一步减少。另外随着公司高纯铝、氧化铝项目投产，其在营收中的占比在增加。公司自产铝锭产销稳定，2019年、2020年产量分别为116.09万吨、113.04万吨，2021年上半年公司电解铝产量57.27万吨，同比小幅增长2.5%。

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）

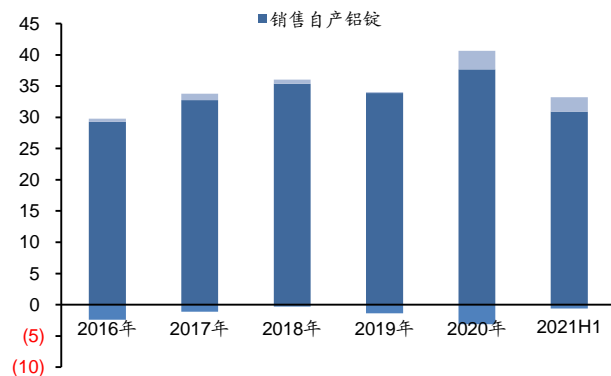


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司盈利主要来自销售自产铝锭和氧化铝。2021年上半年公司实现毛利润32.64亿元，其中销售自产铝锭毛利润30.92亿元，销售外购铝锭毛利润-0.60亿元。公司盈利增长主要受益于铝价大幅上涨，2021年上半年长江铝价均价17434元/吨，比去年上半年高出32.7%。成本端，今年上半年山西氧化铝均价2397元/吨，去年同期2354元/吨，变化不大；公司电解铝及配套电厂位于新

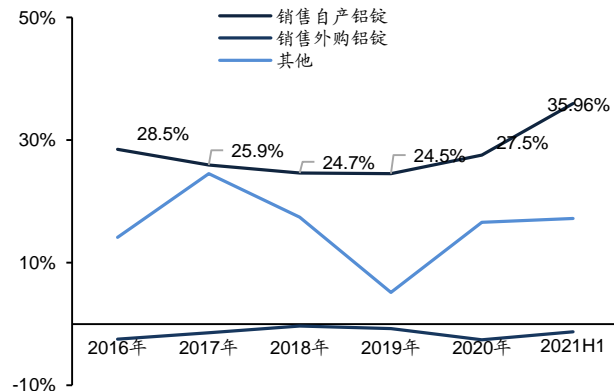
疆，新疆煤价与疆外煤价脱钩，价格几乎保持不变，因此公司用电成本不变。因此今年上半年公司自产铝锭毛利率高达 36%，较 2020 年有显著提升。

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 (%)

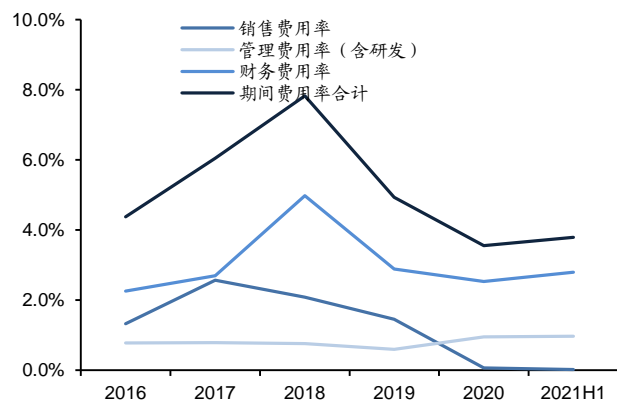


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2021 年上半年公司期间费用率维持低位。上半年公司期间费用率 3.8%，比 2020 年期间费用率 3.6%略有增加，主因财务费用率从 2.5%增至 2.8%。公司天桂氧化铝一期项目去年转固，南疆碳素项目今年转固，导致今年可资本化利息减少，财务费用较去年同期增长 22.89%。

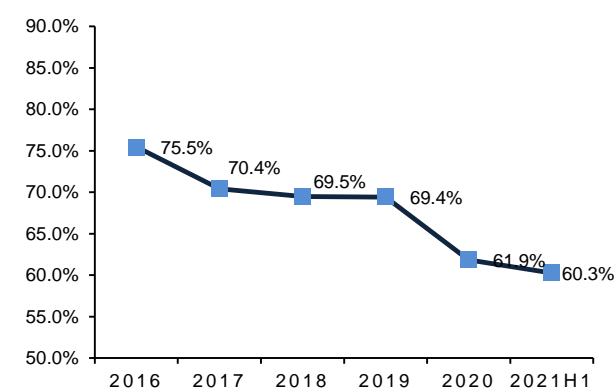
公司资产负债率持续下降。截至 2021 年 6 月末公司资产负债率为 60.3%，且公司短期借款占总资产比重显著降低，长期借款增加，负债结构优化，公司财务结构更加稳健。

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

公司产能布局合理，全产业链优势逐步显现

公司具有全产业链优势，且产业链各环节区位布局合理。电解铝和配套自备电、阳极碳素等能源强度较高的环节均位于新疆，利用新疆廉价煤炭资源，降低生产成本。目前公司在新疆具有 120 万吨电解铝产能，配套 6 台 350MW 自备发电机组，配套的 60 万吨碳素产能也已在今年上半年全部投入生产。

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，多余部分外售。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。

夯实上游原材料供应的同时，公司大力发展下游高纯铝产业，在新疆石河子规划建设6万吨高纯铝产能，已建成2万吨产能，在建4万吨产能，主要生产4N6高纯铝，产品运用于在电子工业、航空航天等高新技术领域，公司上半年实现高纯铝产量0.68万吨。

电解铝行业：大规模限电将导致电解铝持续短缺，低成本电解铝产能充分收益

今年2月份内蒙古自治区因完成能耗“双控”目标压力大，对辖区内电解铝企业运行产能进行压减，根据安泰科统计，截止3月底，内蒙古共减产电解铝产能19万吨。更大的影响是新增项目大幅延后，据统计内蒙古已经通过审批但未建成投产的项目有三个，分别是白音华40万吨项目、扎铝二期35万吨项目以及华云三期42万吨项目，华云三期其中25万吨是等量置换，净增量17万吨，三个项目总计增量92万吨，投产日期有大幅延后的可能。

今年5-6月份云南地区干旱，枯水期长于往年，南方电网通知压低云南电解铝厂用电负荷30%以上，据相关机构统计实际减产在70-90万吨之间，随着6月来水增加，铝企原本计划逐步复产，但近期企业再次收到限电通知，复产和新投产计划继续推迟，且没有明确时间表。因此今年云南新增产能大概率远低于预期。

今年8月份广西电网因出现供应缺口，向辖区内电解铝企业发出了《关于督促电解铝企业避错峰的处理笈》，要求企业在8月15日前用电平均负荷降低30%以上，根据行业研究机构测算，涉及电解铝运行产能176万吨，若按照文件严格执行，则需要关停产能41.55万吨。

全国多地对电解铝企业大规模限电将导致今年电解铝产量远不及预期，加之废铝进口受限，四季度消费旺季来临，国内电解铝可能出现明显的供需缺口，助推铝价进一步上行。

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，即使当前动力煤价格处于历史高位，且内蒙、云南、广西等地因限电大量关停电解铝产能，公司煤炭采购价仍基本保持不变，且电解铝始终稳定生产，较全国其他地区铝企具有显著优势，将充分受益于电解铝行业高盈利周期。

盈利预测

参照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18679元/吨，山西氧化铝现货价格年均价2503元/吨，广西氧化铝现货价格年均价2419元/吨，阳极炭素价格4585元/吨，预计公司2021-2023年营业收入为299.6/332.4/333.0亿元，同比增速9.1/10.9/0.2%，归母净利润分别为49.18/54.42/55.29亿元，同比增速157.2/10.6/1.6%，摊薄EPS分别为1.06/1.17/1.19元，当前股价对应PE为8.9/8.0/7.9X。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，维持“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	11125	8445	14827	营业收入	27460	29962	33236	33299
应收款项	873	952	1056	1058	营业成本	23705	21889	24369	24380
存货净额	5604	4819	5387	5372	营业税金及附加	442	483	535	536
其他流动资产	4542	4956	2892	1665	销售费用	17	19	21	21
流动资产合计	21546	21853	17780	22921	管理费用	220	329	360	361
固定资产	27173	26129	24888	22071	财务费用	696	689	698	633
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
资产总计	50593	49812	44454	46735	营业利润	2392	6554	7252	7368
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	11215	3886	3875	利润总额	2397	6558	7257	7373
其他流动负债	4759	4117	4602	4588	所得税费用	484	1640	1814	1843
流动负债合计	26389	23963	16781	16967	少数股东损益	0	0	1	1
长期借款及应付债券	3785	3785	3785	3785	归属于母公司净利润	1912	4918	5442	5529
其他长期负债	1120	903	667	668					
长期负债合计	4905	4688	4452	4453					
负债合计	31294	28651	21233	21421					
少数股东权益	3	3	3	3					
股东权益	19296	21158	23218	25311					
负债和股东权益总计	50593	49812	44454	46735					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1912	4918	5442	5529
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	689	698	633
营运资本变动	495	(2395)	(5687)	1217
其它	2	0	0	0
经营活动现金流	3522	5112	2539	9608
资本开支	(2682)	(1500)	(1500)	0
其它投资现金流	43	0	0	0
投资活动现金流	(2639)	(1500)	(1500)	0
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)	(3057)	(3382)	(3436)
其它融资现金流	4395	43	(338)	211
融资活动现金流	4525	(3014)	(3720)	(3225)
现金净变动	5408	599	(2681)	6382
货币资金的期初余额	5118	10527	11125	8445
货币资金的期末余额	10527	11125	8445	14827
企业自由现金流	1382	4126	1559	10079
权益自由现金流	4600	4372	969	10074

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.41	1.06	1.17	1.19
每股红利	0.26	0.66	0.73	0.74
每股净资产	4.15	4.55	4.99	5.44
ROIC	9%	18%	19%	19%
ROE	10%	23%	23%	22%
毛利率	14%	27%	27%	27%
EBIT Margin	11%	24%	24%	24%
EBITDA Margin	15%	33%	32%	33%
收入增长	-16%	9%	11%	0%
净利润增长率	27%	157%	11%	2%
资产负债率	62%	58%	48%	46%
息率	2.7%	7.0%	7.8%	7.9%
P/E	22.8	8.9	8.0	7.9
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.9	7.3	6.0	6.0

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。

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