

天山铝业 (002532.SZ)

靖西天桂逐步投产，氧化铝自给率提升

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2021 年业绩预告, 预计实现归母净利润 38.3 亿元, 同比增长 100.28%, 预计实现扣非归母净利润 36.91 亿元, 同比增长 97.56%。
- **业绩符合预期。** 据公司业绩预告及 21 年三季报, 预计公司 2021Q4 实现归母净利润 5.98 亿元, 环比下滑 52.16%。据 Wind, 2021Q4 长江有色铝均价为 20032.95 元/吨, 环比下跌 2.42%。据公司业绩预告, 2021 年公司电解铝产量 115.4 万吨, 同比增加约 1.8%; 氧化铝产量 90.7 万吨, 同比增加约 21%; 碳素产量 47 万吨, 同比增加约 49%; 高纯铝产量 1.6 万吨, 同比增加约 30%, 产品产量符合预期。在 2021Q4 电解铝价格下跌以及成本端大幅抬升的背景下, 公司业绩符合预期。
- **氧化铝逐步投产, 电解铝主要原料将实现完全自给。** 据互动易投资者问答, 公司靖西氧化铝二期项目目前处于试生产阶段, 三期还要延后 2 个月投产, 随着氧化铝项目逐步投产, 公司将实现原料完全自给。
- **盈利预测与投资建议:** 在 21-23 年电解铝均价分别为 1.88 万元/吨、2.2 万元/吨以及 2.2 万元/吨的假设下, 预计 21-23 年公司可实现营收分别为 385.67 亿元、483.66 亿元以及 497.15 亿元, 对应归母净利润分别为 38.30 亿元、56.05 亿元以及 58.00 亿元, 对应 EPS 分别为 0.82 元/股、1.20 元/股以及 1.25 元/股。基于可比公司估值和公司历史估值, 我们认为公司合理价值为 12.05 元/股, 对应 2022 年 10 倍 PE, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 氧化铝投产不及预期; 新疆煤炭价格上涨超预期; 电解铝下游需求不及预期; 电解铝价格大幅下跌。

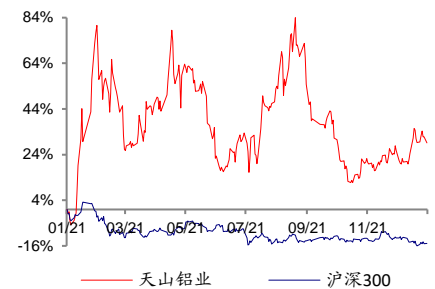
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	32,587	27,460	38,567	48,366	49,715
增长率 (%)	2074.3	-15.7	40.5	25.4	2.8
EBITDA (百万元)	2,725	4,148	7,441	9,666	9,936
归母净利润 (百万元)	1,501	1,912	3,830	5,605	5,800
增长率 (%)	1047.2	27.4	100.3	46.3	3.5
EPS (元/股)	2.98	0.41	0.82	1.20	1.25
市盈率 (x)	2.02	18.42	10.59	7.24	6.99
ROE (%)	106.5	9.9	15.0	16.0	12.5
EV/EBITDA (x)	1.06	8.93	5.44	3.84	3.56

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	8.72 元
合理价值	12.05 元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-24

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

天山铝业 (002532.SZ): 增	2021-10-27
强氧化铝原料保障, 现金分	
红回馈股东	
天山铝业	2021-10-14
(002532.SZ): 2021 年前三	
季度业绩符合预期	
天山铝业 (002532.SZ): 铝	2021-08-10
业白马, 持续成长	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	801	21,546	27,545	34,441	37,661
货币资金	222	10,527	12,713	16,271	19,012
应收及预付	203	5,009	6,817	8,401	8,627
存货	317	5,604	7,578	9,305	9,553
其他流动资产	59	406	437	465	468
非流动资产	1,188	29,047	35,642	43,827	53,601
长期股权投资	15	0	0	0	0
固定资产	702	24,090	25,615	28,740	33,465
在建工程	129	3,083	8,083	13,083	18,083
无形资产	196	1,093	1,163	1,223	1,273
其他长期资产	145	781	781	781	781
资产总计	1,989	50,593	63,187	78,268	91,262
流动负债	519	26,389	32,728	38,278	40,047
短期借款	73	5,591	5,808	6,000	7,000
应付及预收	298	13,043	17,636	21,654	22,232
其他流动负债	149	7,756	9,284	10,624	10,815
非流动负债	19	4,905	4,905	4,905	4,905
长期借款	0	3,785	3,785	3,785	3,785
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	1,120	1,120	1,120	1,120
负债合计	538	31,294	37,633	43,183	44,952
股本	503	4,652	4,652	4,652	4,652
资本公积	131	8,871	8,871	8,871	8,871
留存收益	759	5,772	12,027	21,557	32,782
归属母公司股东权益	1,410	19,296	25,551	35,081	46,306
少数股东权益	41	3	3	4	4
负债和股东权益	1,989	50,593	63,187	78,268	91,262

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	32,587	27,460	38,567	48,366	49,715
营业成本	29,296	23,705	32,053	39,356	40,407
营业税金及附加	-24	442	621	779	801
销售费用	475	17	39	48	50
管理费用	183	220	386	484	497
研发费用	12	42	58	73	75
财务费用	939	696	611	601	616
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,906	2,392	4,800	7,025	7,269
营业外收支	14	5	0	0	0
利润总额	1,920	2,397	4,800	7,025	7,269
所得税	419	484	970	1,419	1,468
净利润	1,501	1,912	3,830	5,606	5,801
少数股东损益	0	0	0	0	1
归属母公司净利润	1,501	1,912	3,830	5,605	5,800
EBITDA	2,725	4,148	7,441	9,666	9,936
EPS (元)	2.98	0.41	0.82	1.20	1.25

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	265	3,098	8,871	10,382	8,899
净利润	135	1,912	3,830	5,606	5,801
折旧摊销	79	1,115	2,030	2,040	2,050
营运资金变动	-4	-724	2,309	2,020	290
其它	55	795	702	716	758
投资活动现金流	-102	-2,185	-6,200	-6,300	-6,400
资本支出	-108	-2,185	-6,200	-6,300	-6,400
投资变动	6	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-168	3,066	-484	-524	242
银行借款	138	7,696	218	192	1,000
股权融资	0	4,860	0	0	0
其他	-306	-9,490	-702	-716	-758
现金净增加额	-10	3,979	2,187	3,558	2,741
期初现金余额	225	94	10,527	12,713	16,271
期末现金余额	214	4,073	12,713	16,271	19,012

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	2074.3%	-15.7%	40.5%	25.4%	2.8%
营业利润增长	1131.3%	25.5%	100.7%	46.3%	3.5%
归母净利润增长	1047.2%	27.4%	100.3%	46.3%	3.5%
获利能力					
毛利率	10.1%	13.7%	16.9%	18.6%	18.7%
净利率	4.6%	7.0%	9.9%	11.6%	11.7%
ROE	106.5%	9.9%	15.0%	16.0%	12.5%
ROIC	135.8%	7.6%	11.3%	12.7%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	27.1%	61.9%	59.6%	55.2%	49.3%
净负债比率	37.1%	162.2%	147.3%	123.1%	97.1%
流动比率	1.54	0.82	0.84	0.90	0.94
速动比率	0.91	0.45	0.44	0.48	0.52
营运能力					
总资产周转率	16.38	0.54	0.61	0.62	0.54
应收账款周转率	172.18	178.72	178.72	178.72	178.72
存货周转率	102.79	4.90	5.09	5.20	5.20
每股指标 (元)					
每股收益	2.98	0.41	0.82	1.20	1.25
每股经营现金流	0.53	0.67	1.91	2.23	1.91
每股净资产	2.80	4.15	5.49	7.54	9.95
估值比率					
P/E	2.02	18.42	10.59	7.24	6.99
P/B	2.15	1.82	1.59	1.16	0.88
EV/EBITDA	1.06	8.93	5.44	3.84	3.56

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。
- 官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。
- 李超：高级分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士，5年有色金属行业研究经验，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈先龙：高级研究员，复旦大学-LUISS大学国际商务双硕士，3年金属商品分析工作经验，曾任CRU中国首位电池金属材料分析师。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。