

天山铝业 (002532.SZ)

产业链一体化布局完成，切入动力电池铝箔赛道

买入

核心观点

2021年公司业绩同比增长100%。2021全年实现营收287.45亿元(+4.68%)，归母净利润38.33亿元(+100.44%)，扣非归母净利润36.94亿元(+97.73%)，经营性净现金流19.79亿元(-36.11%)。其中四季度单季营收69.53亿元(-15.1%)，归母净利润6.01亿元(-12.4%)，扣非归母净利润5.51亿元(-18.5%)。2021年度公司经营性净现金流与净利润出现一定背离，主因报告期内存货增加，以及经营性应收项目的增加。公司拟定了2021年度利润分配预案，向全体股东每10股派发现金红利2元。

电解铝业务盈利能力强。受益于2021年铝价大涨及公司产能布局带来的成本优势，2021年公司产铝锭单吨毛利润达5665元/吨，自产铝锭毛利率达34.5%。虽然2021年面临煤炭、石油焦、氧化铝价格上涨压力，但公司铝锭生产成本相对可控，2021年铝锭生产成本仅10757元/吨，较2020年上涨1945元/吨。除铝锭之外，公司其他产品盈利能力也比较强，2021年公司铝制品毛利率19%，预焙阳极毛利率19.8%，氧化铝毛利率15.1%，高纯铝毛利率维持在40%以上。

向下游延伸产业链，扩建高纯铝，切入动力电池箔。公司现有4万吨高纯铝产能，今年年中达到6万吨，长期规划达到10万吨。公司开始实施江阴新仁铝业一期10万吨动力电池铝箔的产线改造升级，同时在新疆石河子开工建设10万吨动力电池箔冷轧生产线，快速切入新能源动力电池箔赛道，为公司新的转型奠定基础。

风险提示：氧化铝产能释放低于预期，疫情影响原铝需求。

投资建议：维持“买入”评级

我们保守假设2022-2024年铝现货价格为20000元/吨，氧化铝价格为3000元/吨，预焙阳极价格为5500元/吨，公司用电价格为0.19元/度，预计2022-2024年收入352/367/368亿元，同比增速22.6/4.1/0.4%，归母净利润50.64/53.69/54.53亿元，同比增速32.1/6.0/1.6%；摊薄EPS=1.09/1.15/1.17元，当前股价对应PE=8.0/7.5/7.4x。公司是国内低成本电解铝头部企业，电费优势突出，公司计划切入动力电池铝箔领域，并积极推进海外产业链一体化发展战略，为公司打开长期成长空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,460	28,745	35,240	36,702	36,837
(+/-%)	-15.7%	4.7%	22.6%	4.1%	0.4%
净利润(百万元)	1912	3833	5064	5369	5453
(+/-%)	27.4%	100.4%	32.1%	6.0%	1.6%
每股收益(元)	0.41	0.82	1.09	1.15	1.17
EBIT Margin	11.2%	20.2%	20.5%	20.8%	21.0%
净资产收益率(ROE)	9.9%	18.0%	22.5%	22.6%	21.7%
市盈率(PE)	21.1	10.5	8.0	7.5	7.4
EV/EBITDA	17.1	10.2	7.6	6.6	6.0
市净率(PB)	2.09	1.89	1.79	1.69	1.60

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

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 联系人：焦方冉
 010-88005312 021-60933177
 liumengluan@guosen.com.cn jiaofangran@guosen.com.cn
 S0980520040001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.04元
总市值/流通市值	37402/9720百万元
52周最高价/最低价	13.42/7.07元
近3个月日均成交额	433.54百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

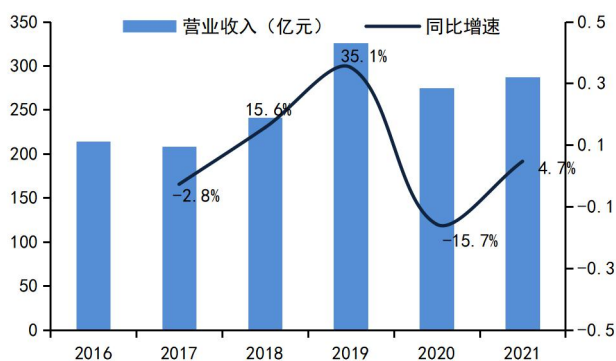
相关研究报告

《天山铝业-002532-2021年三季报点评：全产业链低成本优势，业绩稳健增长》——2021-10-29
 《天山铝业-002532-2021年半年报点评：全产业链低成本优势，受益于铝冶炼高盈利周期》——2021-08-10
 《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

2021 年公司业绩同比增长 100%。2021 全年实现营收 287.45 亿元（+4.68%），归母净利润 38.33 亿元（+100.44%），扣非归母净利润 36.94 亿元（+97.73%），经营性净现金流 19.79 亿元（-36.11%）。其中四季度单季营收 69.53 亿元（-15.1%），归母净利润 6.01 亿元（-12.4%），扣非归母净利润 5.51 亿元（-18.5%）。公司拟定了 2021 年度利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元。

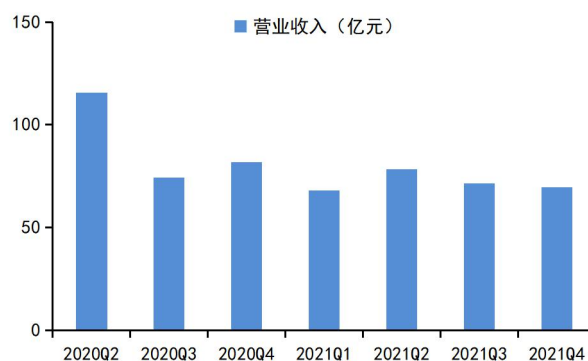
2021 年 Q1-Q4 长江现货铝均价分别为 16249/18565/20529/20033 元/吨，而 2021 年 Q1-Q4 北方氧化铝均价分别为 2362/2431/2874/3630 元/吨，预焙阳极价格分别为 4001/4552/4944/5771 元/吨。另外去年四季度动力煤价格大幅波动，公司电解铝产能处于新疆，煤炭市场相对独立，但煤炭采购价格仍有抬升，我们测算由此导致公司发电成本增加 0.03 元/度。综上，由于四季度铝价下跌，叠加氧化铝、预焙阳极、动力煤价格上涨，我们粗略估算公司四季度单吨利润环比三季度下降 2200 元/吨，由此导致公司四季度业绩环比三季度下降。

图1：天山铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天山铝业单季营业收入（单位：亿元）



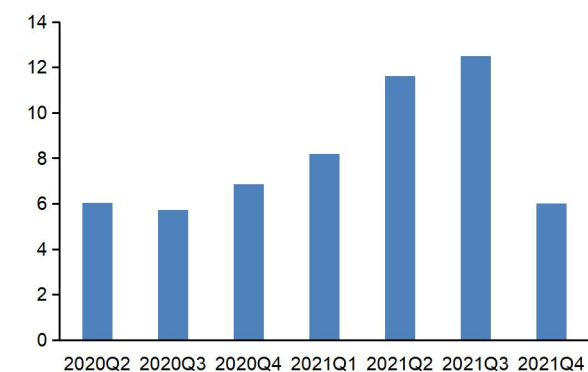
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天山铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



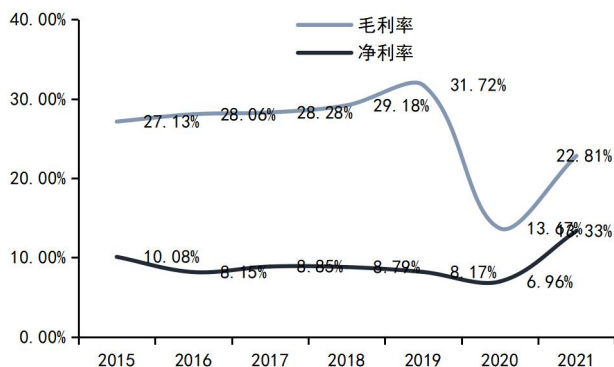
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：天山铝业单季归母净利润（单位：亿元）



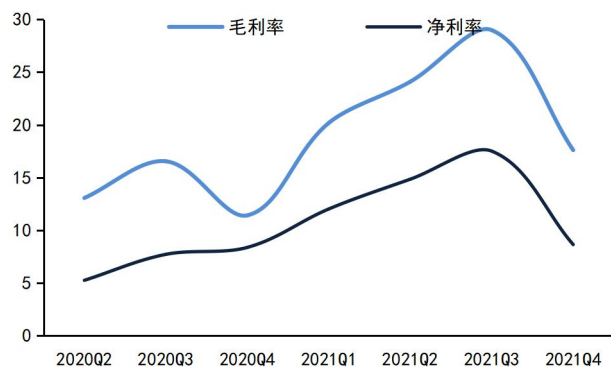
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 天山铝业毛利率、净利率变化情况



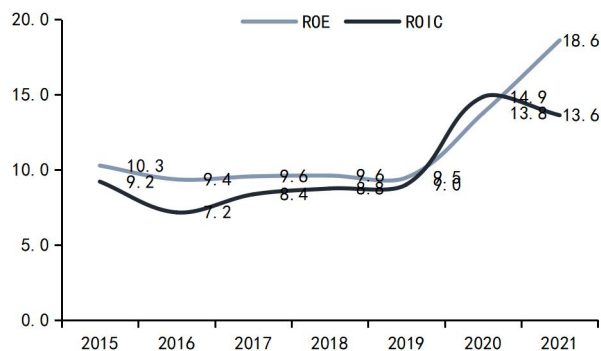
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 天山铝业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



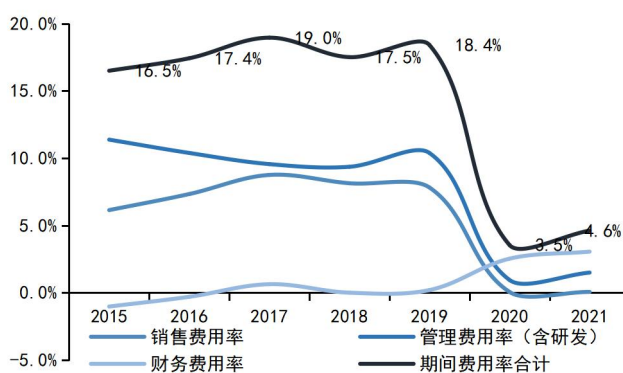
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 天山铝业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

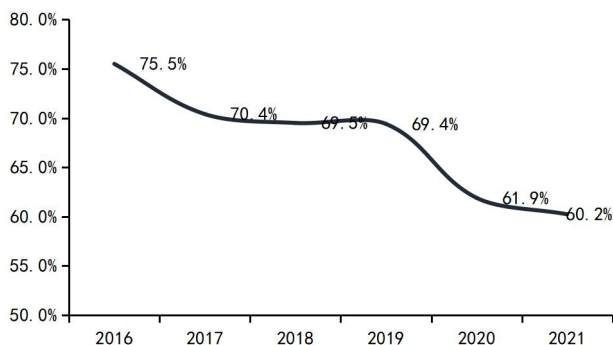
图8: 天山铝业期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

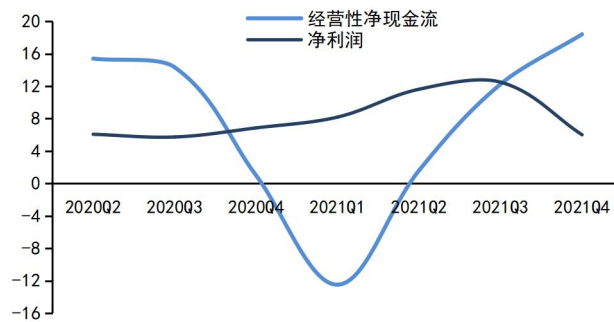
资产负债情况。截至 2021 年末, 公司货币资金 75.8 亿元, 比 2020 年末减少 29.5 亿元, 应收票据和应收账款 16.15 亿元, 比 2020 年末增加 7.79 亿元, 存货 88.34 亿元, 比 2020 年末增加 32.3 亿元。公司资产总额 534.8 亿元, 比 2020 年末增加 28.9 亿元。截至 2021 年末, 公司负债合计 322.13 亿元, 比 2020 年末增加 9.19 亿元。其中短期借款 39.63 亿元, 比 2020 年末减少 16.28 亿元, 长期借款 54.39 亿元, 比 2020 年末增加 16.54 亿元。截至 2021 年末公司资产负债率 60.2%, 比期初略有下降。2021 年度公司经营性净现金流与净利润出现一定背离, 主因报告期内存货增加, 以及经营性应收项目的增加。

图9: 天山铝业资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 天山铝业经营性净现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

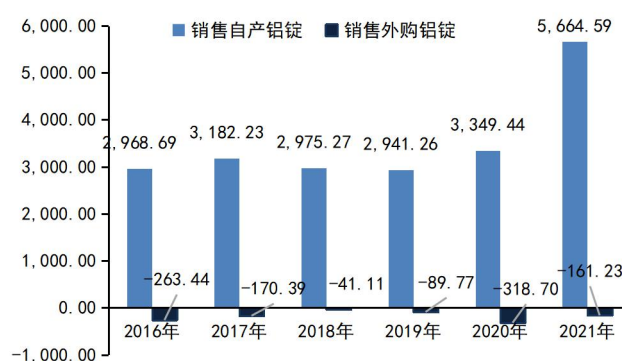
公司主营业务情况。2021 年公司自产铝锭产量 115.37 万吨, 同比增长 2.1%, 自产铝锭销量 106.39 万吨, 同比下降 5.4%。单位盈利方面, 受益于 2021 年铝价大涨及公司产能布局带来的成本优势, 2021 年公司产铝锭单吨毛利达 5665 元/吨, 自产铝锭毛利率达 34.5%。虽然 2021 年面临煤炭、石油焦、氧化铝价格上涨压力, 但公司铝锭生产成本相对可控, 2021 年铝锭生产成本仅 10757 元/吨, 较 2020 年上涨 1945 元/吨。除铝锭之外, 公司其他产品盈利能力也比较强, 2021 年公司铝制品毛利率 19%, 预焙阳极毛利率 19.8%, 氧化铝毛利率 15.1%, 高纯铝毛利率维持在 40%以上。

图11: 天山铝业铝锭销量 (万吨)



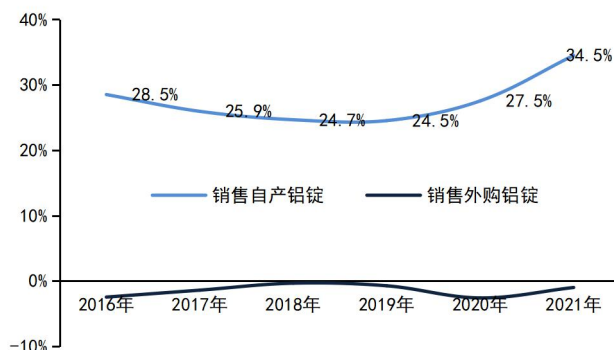
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 天山铝业铝锭单位毛利润 (元/吨)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 天山铝业铝锭销售毛利率



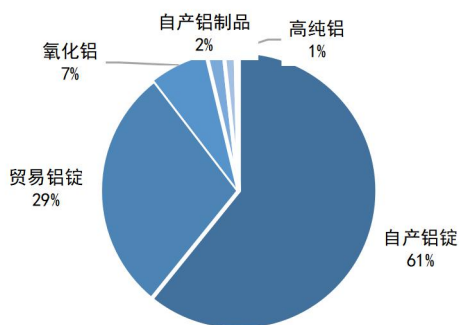
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 天山铝业铝锭单位销售成本 (元/吨)



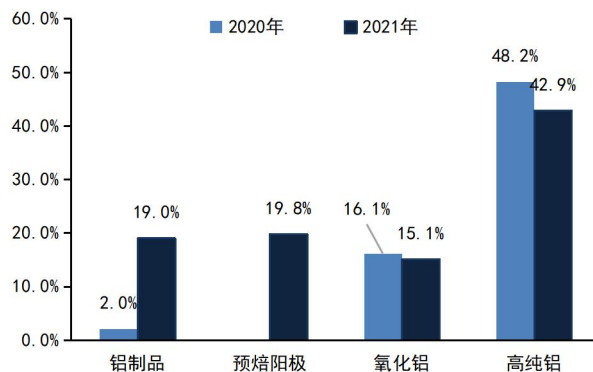
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 天山铝业营收分产品



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 天山铝业其他产品毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

已完成全产业链布局。公司在广西建设了 250 万吨氧化铝产能，一期 80 万吨稳定运行，二期、三期共 170 万吨即将达产。公司 120 万吨电解铝产能全部位于新疆，配套 350MW 发电机组，自备电比例 90%，利用新疆丰富且廉价的煤炭资源，用电成本低，配套的 60 万吨碳素也已于 2021 年全部投产。公司基本实现电力、氧化铝、预焙阳极完全自给。

向下游延伸产业链，扩建高纯铝，切入动力电池箔。公司现有 4 万吨高纯铝产能，另有 2 万吨在建，预计今年年中投产，届时公司高纯铝产能达到 6 万吨。由于高纯铝下游消费领域的不断扩展和强劲需求，公司计划加大生产规模至年产能 10 万吨。公司开始实施江阴新仁铝业一期 10 万吨动力电池铝箔的产线改造升级，同时在新疆石河子开工建设 10 万吨动力电池箔冷轧生产线，快速切入新能源动力电池箔赛道，为公司新的转型奠定基础。

投资建议：维持“买入”评级。我们保守假设 2022-2024 年铝现货价格为 20000 元/吨，氧化铝价格为 3000 元/吨，预焙阳极价格为 5500 元/吨，公司用电价格为 0.19 元/度，预计 2022-2024 年收入 352/367/368 亿元，同比增速 22.6%/4.1%/0.4%，归母净利润 50.64/53.69/54.53 亿元，同比增速 32.1%/6.0%/1.6%；摊薄 EPS=1.09/1.15/1.17 元，当前股价对应 PE=8.0/7.5/7.4x。公司是国内低成本电解铝头部企业，电费优势突出，公司计划切入动力电池铝箔领域，并积极推进海

外产业链一体化发展战略，为公司打开长期成长空间，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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	10527	7576	10064	8614	8084	营业收入	27460	28745	35240	36702	36837
应收款项	873	1683	2064	2149	2157	营业成本	23705	22188	26852	27875	27897
存货净额	5604	8834	10243	10588	10551	营业税金及附加	442	458	562	585	587
其他流动资产	4542	4577	5611	3193	1842	销售费用	17	19	23	24	24
流动资产合计	21546	22732	28078	24701	22884	管理费用	220	271	574	595	598
固定资产	27173	28641	27480	26109	24623	研发费用	42	160	196	204	205
无形资产及其他	1093	1124	1079	1034	989	财务费用	696	879	879	879	879
投资性房地产	781	985	985	985	985	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	50593	53482	57622	52830	49482	其他收入	13	14	181	181	181
短期借款及交易性金融负债	8588	7829	8026	12634	8001	营业利润	2392	4943	6531	6925	7033
应付款项	13043	13183	15284	4487	4471	营业外净收支	5	3	3	3	3
其他流动负债	4759	4715	5520	5707	5688	利润总额	2397	4946	6534	6928	7036
流动负债合计	26389	25727	28830	22829	18160	所得税费用	484	1113	1471	1559	1584
长期借款及应付债券	3785	5439	5439	5439	5439	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1120	1047	859	770	771	归属于母公司净利润	1912	3833	5064	5369	5453
长期负债合计	4905	6486	6298	6208	6210	现金流量表（百万元）					
负债合计	31294	32213	35129	29037	24370	净利润	1912	3833	5064	5369	5453
少数股东权益	3	2	2	2	2	资产减值准备	(1)	6	0	0	0
股东权益	19296	21267	22492	23790	25109	折旧摊销	1115	1322	2706	2916	3031
负债和股东权益总计	50593	53482	57622	52830	49482	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	696	879	879	879	879
每股收益	0.41	0.82	1.09	1.15	1.17	营运资本变动	496	(4250)	(104)	(8714)	1347
每股红利	0.26	0.62	0.83	0.87	0.89	其它	1	(6)	0	0	0
每股净资产	4.15	4.57	4.83	5.11	5.40	经营活动现金流	3524	906	7666	(429)	9830
ROIC	9%	14%	17%	16%	15%	资本开支	0	(2769)	(1500)	(1500)	(1500)
ROE	10%	18%	23%	23%	22%	其它投资现金流	43	(61)	(37)	(59)	(94)
毛利率	14%	23%	24%	24%	24%	投资活动现金流	43	(2830)	(1537)	(1559)	(1594)
EBIT Margin	11%	20%	21%	21%	21%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	25%	28%	29%	29%	负债净变化	(1177)	1654	0	0	0
收入增长	-16%	5%	23%	4%	0%	支付股利、利息	(1188)	(2906)	(3839)	(4070)	(4134)
净利润增长率	27%	100%	32%	6%	2%	其它融资现金流	6572	1478	197	4608	(4634)
资产负债率	62%	60%	61%	55%	49%	融资活动现金流	1842	(1026)	(3642)	539	(8767)
息率	2.9%	7.2%	9.5%	10.1%	10.3%	现金净变动	5408	(2950)	2487	(1449)	(531)
P/E	21.1	10.5	8.0	7.5	7.4	货币资金的期初余额	5118	10527	7576	10064	8614
P/B	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	10527	7576	10064	8614	8084
EV/EBITDA	17.1	10.2	7.6	6.6	6.0	企业自由现金流	0	(1196)	6704	(1391)	8868
						权益自由现金流	0	1936	7071	2815	3813

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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