

2022年10月27日

天山铝业 (002532.SZ)

公司快报

有色金属 | 铝III

铝价下跌拖累公司业绩，开发新产品打造第二增长曲线

投资评级

增持-B(首次)

股价(2022-10-27)

6.86 元

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2022 年三季报，前三季度公司实现营收 247.29 亿元，同比增长 13.48%，归母净利润 24.04 亿元，同比下降 25.64%，扣非归母净利润 23.29 亿元，同比下降 25.90%。Q3 实现营收/归母净利润 76.12/4.02 亿元，同比变化 6.61%/-67.82%，环比下降 3.20%/55.18%。公司业绩略低于预期。

◆ **三季度铝价下跌影响公司业绩，低成本优势下韧性较强：**公司三季度利润下降主要由于铝价下降拖累公司业绩，三季度铝锭价格同比/环比下跌 10.80%/10.96%，根据我们测算，目前铝价已接近行业平均成本线。公司电解铝生产成本低于行业平均水平，铝价下行周期下韧性较强。由于公司电解铝生产基地位于新疆石河子地区，具有丰富的煤炭资源，采用自备发电机组发电，年发电量能满足电解铝生产 80%-90% 的电力需求，此外通过广西靖西天桂 250 万吨氧化铝生产线项目，以及盈达碳和南疆阿拉尔地区合计 60 万吨预焙阳极碳素产能，基本满足电解铝生产的主要原材料需求，生产成本低于行业平均水平。

◆ **深加工产品产能提升，开拓新能源领域：**公司积极向下游深加工领域延伸，其主要围绕高纯铝和电池铝箔展开。根据公司投资者交流纪要，高纯铝方面，公司目前已建成 6 万吨高纯铝产能，在建产能 4 万吨，其中二期高纯铝项目 2 万吨产能将在年内建成，产能将达到 8 万吨，未来或有计划向下游光箔领域继续延伸。电池铝箔方面，公司共规划建设 22 万吨电池铝箔产能，其中 2 万吨技改项目将在年内试产，江阴一期 20 万吨电池铝箔生产线项目计划从明年初陆续交货，根据进度逐步增加设备安装，并释放产能，全部建成预计在 2024 年。

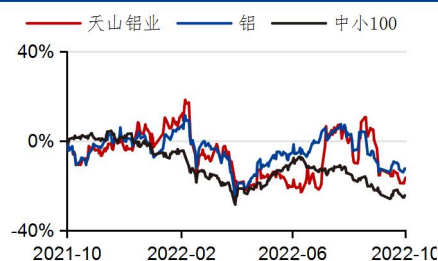
◆ **投资建议：**我们认为当前铝价已至行业平均成本水平，虽然在美联储加息周期以及疫情、俄乌战争等因素影响下呈现供需两弱态势，但受成本及低库存支撑，铝价下行空间小而上涨空间大，未来公司有望受益于经济周期扭转及新能源领域高景气双重驱动。因此我们预测公司 2022 年至 2024 年每股收益分别为 0.86、1.04 和 1.25 元。净资产收益率分别为 16.5%、17.1% 和 17.6%，首次覆盖给予增持-B 建议。

◆ **风险提示：**宏观经济波动和行业周期性变化的风险，原材料和能源价格波动风险，铝锭价格波动风险，安全生产的风险，新冠肺炎疫情持续冲击经济运行的风险，俄乌战争局势超预期等风险。

交易数据

总市值 (百万元)	31,911.93
流通市值 (百万元)	15,849.31
总股本 (百万股)	4,651.89
流通股本 (百万股)	2,310.39
12 个月价格区间	9.76/6.49

一年股价表现



资料来源：聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	6.34	6.31	2.49
绝对收益	-7.25	-19.89	-36.2

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsec.com

报告联系人

魏欣

weixin1@huajinsec.com

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,460	28,745	33,157	37,123	39,616
YoY(%)	1561.0	4.7	15.3	12.0	6.7
净利润(百万元)	1,912	3,833	4,008	4,820	5,815
YoY(%)	1351.5	100.4	4.6	20.2	20.6
毛利率(%)	13.7	22.8	20.7	21.9	23.5
EPS(摊薄/元)	0.41	0.82	0.86	1.04	1.25
ROE(%)	9.9	18.0	16.5	17.1	17.6
P/E(倍)	16.7	8.3	8.0	6.6	5.5
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
净利率(%)	7.0	13.3	12.1	13.0	14.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	21546	22732	27854	26528	34938	营业收入	27460	28745	33157	37123	39616
现金	10527	7576	12368	8110	17647	营业成本	23705	22188	26286	28975	30287
应收票据及应收账款	836	1615	1213	1953	1425	营业税金及附加	442	458	531	593	634
预付账款	4173	4191	5456	5345	6182	营业费用	17	19	21	24	26
存货	5604	8834	8271	10584	9125	管理费用	220	271	289	337	353
其他流动资产	406	515	546	535	559	研发费用	42	160	117	169	160
非流动资产	29047	30750	32328	33587	33717	财务费用	696	879	819	854	739
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	24090	25118	26953	28356	28634	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1093	1124	1268	1443	1655	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3864	4509	4108	3787	3427	营业利润	2392	4943	5093	6170	7417
资产总计	50593	53482	60182	60114	68655	营业外收入	8	6	7	7	7
流动负债	26389	25727	30346	27422	32199	营业外支出	3	3	3	3	3
短期借款	5591	3963	4642	4642	4642	利润总额	2397	4946	5097	6174	7421
应付票据及应付账款	13043	13183	17887	16361	19438	所得税	484	1113	1088	1354	1606
其他流动负债	7756	8581	7818	6419	8120	税后利润	1912	3833	4008	4820	5815
非流动负债	4905	6486	5489	4456	3336	少数股东损益	0	-0	0	0	0
长期借款	3785	5439	4442	3409	2288	归属母公司净利润	1912	3833	4008	4820	5815
其他非流动负债	1120	1047	1047	1047	1047	EBITDA	3784	6640	7072	8315	9597
负债合计	31294	32213	35836	31878	35535						
少数股东权益	3	2	2	2	2	主要财务比率					
股本	4652	4652	4652	4652	4652	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	8871	8871	8871	8871	8871	成长能力					
留存收益	5772	7745	10292	13648	17519	营业收入(%)	1561.0	4.7	15.3	12.0	6.7
归属母公司股东权益	19296	21267	24344	28234	33118	营业利润(%)	1342.3	106.7	3.0	21.2	20.2
负债和股东权益	50593	53482	60182	60114	68655	归属于母公司净利润(%)	1351.5	100.4	4.6	20.2	20.6
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	13.7	22.8	20.7	21.9	23.5
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	7.0	13.3	12.1	13.0	14.7
经营活动现金流	3098	1979	12896	1721	14557	ROE(%)	9.9	18.0	16.5	17.1	17.6
净利润	1912	3833	4008	4820	5815	ROIC(%)	6.6	11.8	12.0	13.2	14.1
折旧摊销	1115	1322	1704	1921	2103	偿债能力					
财务费用	696	879	819	854	739	资产负债率(%)	61.9	60.2	59.5	53.0	51.8
投资损失	0	0	0	0	0	流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
营运资金变动	600	-4127	6365	-5874	5901	速动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6
其他经营现金流	-1225	72	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-2185	-2887	-3282	-3180	-2233	总资产周转率	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
筹资活动现金流	3066	-1763	-4823	-2798	-2787	应收账款周转率	53.5	23.5	23.5	23.5	23.5
						应付账款周转率	3.6	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.82	0.86	1.04	1.25	P/E	16.7	8.3	8.0	6.6	5.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.43	2.77	0.37	3.13	P/B	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
每股净资产(最新摊薄)	4.15	4.57	5.23	6.07	7.12	EV/EBITDA	9.1	5.7	4.3	4.0	2.4

资料来源:聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn