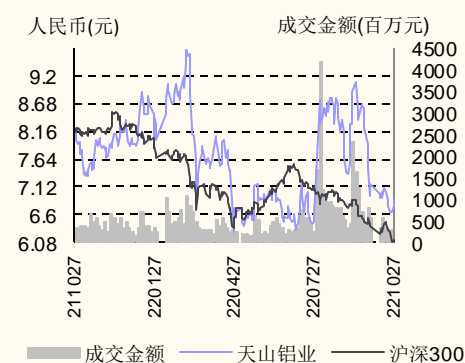


市场价格 (人民币): 6.86 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	46.52
已上市流通 A 股(亿股)	23.10
总市值(亿元)	319.12
年内股价最高最低(元)	9.71/6.26
沪深 300 指数	3631
深证成指	10750



相关报告

- 《一体化成本优势显著，打造电池箔第二增长极 - 天山铝业首次覆盖》，2022.10.26

苏晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

陈凯丽

联系人
chenkaili@gjzq.com.cn

周期底部，低成本优势保障盈利安全垫

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,460	28,745	33,923	34,587	34,752
营业收入增长率	1561.00%	4.68%	18.02%	1.96%	0.48%
归母净利润(百万元)	1,912	3,833	3,081	4,186	4,811
归母净利润增长率	1351.49%	100.44%	-19.62%	35.89%	14.92%
摊薄每股收益(元)	0.411	0.824	0.662	0.900	1.034
每股经营性现金流净额	0.67	0.43	1.10	1.37	1.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.91%	18.02%	13.33%	16.34%	16.87%
P/E	18.42	9.89	10.36	7.62	6.63
P/B	1.82	1.78	1.38	1.25	1.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 10月27日公司发布三季报，前三季度归母净利润 24.0 亿元，同比-25.64%；Q3 单季归母净利润 4.0 亿元，同比-67.82%，环比-55%。

经营分析

- 铝价下跌拖累行业利润，低成本优势保障盈利空间。
 - ✓ 铝价：二季度以来铝价呈单边下跌走势，Q3 A00 铝锭含税均价 1.84 万元/吨，较 Q2 的均价 2.07 万元/吨环比下降 11%，对公司盈利形成拖累。
 - ✓ 成本&利润：公司生产各项原料成本较上半年波动较小，预计不含税完全成本约 1.40-1.45 万元/吨，对应税后吨铝盈利约 1200 元，处于历史低位。当前行业内部分高成本产能已产生现金成本亏损，公司依托新疆自备电厂优势及一体化布局保障较厚盈利安全垫。随着 Q4 公司氧化铝产能达产，一体化布局继续完善，在当前铝价相对稳定的情况下吨铝盈利仍有边际修复空间。
- 高纯铝产销稳步增长，电池铝箔产能建设如期推进。
 - ✓ 高纯铝：预计 Q3 产销量约 1 万吨。因 Q3 海外 LME 与国内铝价倒挂，公司高纯铝出口部分吨盈利环比有所下滑，单吨净利润约 2500~3000 元。当前公司高纯铝产能已达到 6 万吨，新增 4 万吨产能建设逐步落地后，明年高纯铝产能将增加至 10 万吨。预计 22-24 年高纯铝出货量 4/7/9 万吨。
 - ✓ 电池铝箔：江阴 2 万吨技改项目设备已开始安装，预计 Q4 至 23Q1 陆续进入生产调试；20 万吨新建项目采用进口+国产设备定制一体化解决方案，当前已支付相关设备预付款，将自 23Q1 开始设备安装，到 23 年底全部完成，24 年实现全部投产。预计 23/24 年公司电池铝箔实现 5/15 万吨出货。
- 周期底部，迎左侧配置时点。Q4 云南限产带动国内电解铝产量环比下降，同期因国内铝加工产品出口走弱，行业供需处于弱平衡。中期看电解铝供需关系及行业利润存在改善空间，公司具备较强盈利弹性。此外高纯铝及电池铝箔等深加工业务即将迎来业绩兑现阶段，当前为较好的左侧配置时点。

盈利预测和投资建议

- 预计 22-24 年归母净利润 30.8/41.9/48.1 亿元，同比-19.6%/+35.9%/+14.9%，实现 EPS 0.66/0.90/1.03 元，对应 PE 10/8/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 项目进度不及预期、铝价波动、需求不及预期、股东减持、限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,653	27,460	28,745	33,923	34,587	34,752	货币资金	222	10,527	7,576	8,113	8,031	7,974
增长率		1561.0%	4.7%	18.0%	2.0%	0.5%	应收款项	234	921	1,725	1,795	1,830	1,839
主营业务成本	-1,129	-23,705	-22,188	-28,411	-27,902	-27,276	存货	317	5,604	8,834	9,185	9,173	9,192
%销售收入	68.3%	86.3%	77.2%	83.7%	80.7%	78.5%	其他流动资产	29	4,494	4,596	5,882	5,780	5,655
毛利	524	3,755	6,557	5,513	6,685	7,476	流动资产	801	21,546	22,732	24,975	24,815	24,660
%销售收入	31.7%	13.7%	22.8%	16.3%	19.3%	21.5%	%总资产	40.3%	42.6%	42.5%	44.5%	44.2%	43.9%
营业税金及附加	-15	-442	-458	-543	-553	-556	长期投资	100	103	83	83	83	83
%销售收入	0.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	831	27,173	28,641	29,810	29,964	30,059
销售费用	-129	-17	-19	-24	-24	-24	%总资产	41.8%	53.7%	53.6%	53.1%	53.3%	53.5%
%销售收入	7.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	233	1,093	1,124	1,210	1,295	1,379
管理费用	-95	-220	-271	-305	-311	-313	非流动资产	1,188	29,047	30,750	31,112	31,351	31,529
%销售收入	5.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	%总资产	59.7%	57.4%	57.5%	55.5%	55.8%	56.1%
研发费用	-77	-42	-160	-170	-173	-174	资产总计	1,989	50,593	53,482	56,088	56,166	56,189
%销售收入	4.7%	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	73	8,588	7,829	8,161	5,559	2,803
息税前利润 (EBIT)	209	3,033	5,649	4,471	5,624	6,409	应付款项	301	14,295	14,164	16,818	16,518	16,148
%销售收入	12.6%	11.0%	19.7%	13.2%	16.3%	18.4%	其他流动负债	145	3,506	3,734	2,297	2,766	3,030
财务费用	-3	-696	-879	-651	-386	-371	流动负债	519	26,389	25,727	27,276	24,844	21,981
%销售收入	0.2%	2.5%	3.1%	1.9%	1.1%	1.1%	长期贷款	0	3,785	5,439	4,840	4,840	4,840
资产减值损失	-58	1	-5	0	0	0	其他长期负债	19	1,120	1,047	854	853	852
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	538	31,294	32,213	32,970	30,537	27,673
投资收益	7	0	0	0	0	0	普通股股东权益	1,410	19,296	21,267	23,115	25,627	28,514
%税前利润	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	503	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652
营业利润	166	2,392	4,943	3,950	5,367	6,168	未分配利润	645	5,295	7,077	8,925	11,437	14,324
营业利润率	10.0%	8.7%	17.2%	11.6%	15.5%	17.7%	少数股东权益	41	3	2	2	2	2
营业外收支	-1	5	3	0	0	0	负债股东权益合计	1,989	50,593	53,482	56,088	56,166	56,189
税前利润	165	2,397	4,946	3,950	5,367	6,168							
利润率	10.0%	8.7%	17.2%	11.6%	15.5%	17.7%							
所得税	-30	-484	-1,113	-869	-1,181	-1,357							
所得税率	18.1%	20.2%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%							
净利润	135	1,912	3,833	3,081	4,186	4,811							
少数股东损益	3	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	132	1,912	3,833	3,081	4,186	4,811							
净利率	8.0%	7.0%	13.3%	9.1%	12.1%	13.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	135	1,912	3,833	3,081	4,186	4,811	每股指标						
少数股东损益	3	0	0	0	0	0	每股收益	0.262	0.411	0.824	0.662	0.900	1.034
非现金支出	137	1,114	1,331	1,345	1,461	1,221	每股净资产	2.802	4.148	4.572	4.969	5.509	6.129
非经营收益	-3	796	941	1,036	483	467	每股经营现金净流	0.527	0.666	0.425	1.099	1.371	1.395
营运资金变动	-4	-724	-4,126	-350	247	-8	每股股利	0.000	0.200	0.400	0.265	0.360	0.414
经营活动现金净流	265	3,098	1,979	5,112	6,378	6,492	回报率						
资本开支	-108	-2,185	-2,868	-1,934	-1,700	-1,400	净资产收益率	9.35%	9.91%	18.02%	13.33%	16.34%	16.87%
投资	6	0	0	-200	0	0	总资产收益率	6.62%	3.78%	7.17%	5.49%	7.45%	8.56%
其他	0	0	-19	0	0	0	投入资本收益率	11.16%	7.62%	12.64%	9.63%	12.14%	13.79%
投资活动现金净流	-102	-2,185	-2,887	-2,134	-1,700	-1,400	增长率						
股权募资	0	4,860	0	0	0	0	主营业务收入增长率	10.31%	1561.00%	4.68%	18.02%	1.96%	0.48%
债权募资	-65	-650	827	-462	-2,601	-2,756	EBIT增长率	29.98%	1354.55%	86.22%	-20.85%	25.77%	13.98%
其他	-103	-1,144	-2,589	-1,978	-2,158	-2,392	净利润增长率	0.69%	1351.49%	100.44%	-19.62%	35.89%	14.92%
筹资活动现金净流	-168	3,066	-1,763	-2,440	-4,759	-5,148	总资产增长率	0.45%	2443.53%	5.71%	4.87%	0.14%	0.04%
现金净流量	-10	3,979	-2,676	539	-81	-56	资产管理能力						
							应收账款周转天数	35.2	2.3	3.8	7.0	7.0	7.0
							存货周转天数	106.1	45.6	118.8	118.0	120.0	123.0
							应付账款周转天数	59.4	6.3	13.7	15.0	15.0	15.0
							固定资产周转天数	155.0	320.2	318.9	288.2	284.3	278.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-10.68%	9.57%	26.76%	21.14%	9.24%	-1.16%
							EBIT利息保障倍数	62.5	4.4	6.4	6.9	14.6	17.3
							资产负债率	27.06%	61.85%	60.23%	58.78%	54.37%	49.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	12	20	31
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-26	买入	6.65	10.48 ~ 10.48

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402