

信义山证汇通天下

证券研究报告

铝

天山铝业 (002532.SZ)

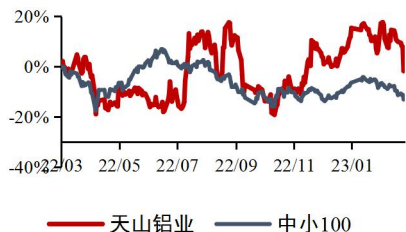
买入-A(首次)

电解铝一体化优势与成本控制能力强, 电池铝箔开启新的成长曲线

2023 年 3 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



数据来源: 晨闻

市场数据: 2023 年 3 月 17 日

收盘价(元):	7.80
年内最高/最低(元):	9.53/6.19
流通A股/总股本(亿):	23.10/46.52
流通A股市值(亿):	180.21
总市值(亿):	362.85

基础数据: 2022 年 12 月 31 日

基本每股收益:	0.57
摊薄每股收益:	0.57
每股净资产(元):	4.91
净资产收益率:	11.61

分析师:

杨立宏

执业登记编码: S0760522090002

邮箱: yanglihong@sxzq.com

事件描述

- 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营收 330.08 亿元, 同比增长 14.83%; 实现归母净利润 26.50 亿元, 同比减少 30.85%; 实现扣非归母净利润 25.38 亿元, 同比减少 31.29%; 基本每股收益 0.57 元, 同比减少 30.49%。其中, 2022Q4 实现营收 82.79 亿元, 同比增长 19.07%, 环比增长 8.76%; 实现归母净利润 2.47 亿元, 同比减少 58.91%, 环比减少 38.65%。
- 公司拟在印尼投资建设年产 200 万吨氧化铝(一期 100 万吨)项目。

事件点评

- 产能释放后产销量增长显著, 成本大幅上涨致利润有所下滑。(1) 量: 主要板块满负荷生产, 氧化铝、高纯铝扩产项目陆续投产; 公司 2022 年电解铝产量 115.81 万吨, 同比增长 0.38%; 氧化铝产量 154.03 万吨, 同比增长 69.86%; 高纯铝产量 4.14 万吨, 同比增长 152.44%; 预焙阳极产量 51.25 万吨, 同比增长 8.83%。(2) 利: 电力与原材料成本大幅上涨, 铝价涨幅(6%)不及成本涨幅(25%), 盈利空间收窄; 2022 年电解铝单吨毛利 4000.08 元, 同比减少 29.38%; 氧化铝单吨毛利 36.38 元, 同比减少 89.55%; 高纯铝单吨毛利 8626.42 元, 同比减少 17.83%。
- 电解铝成本下降, 预计 2023 年盈利能力增强。根据百川盈孚数据, 3 月 17 日电解铝行业加权平均完全成本为 17336 元/吨, 较年初下降 292 元/吨, 降幅为 1.66%。成本下降主要为预焙阳极成本下降所致(价格较年初 -14.30%), 此外, 电力成本也略有下降, 根据中国煤炭市场网数据, 港口动力煤 2023 年 2 月均价 925.85 元/吨, 较 2023 年 1 月均价下跌 11.47%; 2023 年 3 月 17 日价格 960 元/吨, 较年初下跌 66 元/吨, 跌幅 6.43%; 自备电厂企业电力成本预计受动力煤价格带动持续下降。
- 产业链一体化布局完善, 低成本竞争优势显著。2022 年电解铝贡献了公司利润的 92%, 在电解铝总成本中, 氧化铝、预焙阳极与电力合计约占 90%, 随着广西靖西 250 万吨氧化铝和南疆阿拉尔 30 万吨预焙阳极的全部投产, 公司已实现氧化铝和预焙阳极的全部自给自足; 电解铝生产基地位于煤炭资源丰富的新疆, 公司自发电机组可满足铝锭生产 80%-90%左右的用电需求; 2022 年公司电解铝毛利率 23%, 单吨毛利 4000 元/吨, 远高于行业平均水平(百川盈孚数据行业平均利润 2349 元/吨)。近期公司收购印尼铝土矿, 利用印尼铝土矿、煤炭资源以及低成本劳动力优势, 投资建设年产 200 万吨氧化铝铝项目, 进一步提高公司资源保障度, 扩大在矿端原料的成本优势。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **向下游延伸铝深加工产业，电池铝箔开辟公司第二成长曲线。**（1）高纯铝：采用偏析法可降低 95%以上的能耗量，直接利用铝液提纯降低生产成本，具备成本优势；立足高端制造，可生产出 4N6 及更高纯度的高纯铝，毛利率为 34%，对公司利润贡献从 2.6%提升至 6.9%；规划建设 6 万吨产能已全面投产，计划产能规模会扩大到 10 万吨。（2）电池铝箔：新建年产 20 万吨电池铝箔并实施年产 2 万吨电池铝箔技改项目，其中新建项目包括新疆年产 30 万吨电池铝箔坯料生产线与江苏年产 20 万吨电池铝箔精轧、涂炭及分切生产线，初步拟定建设周期 18 个月，预计 2024 年下半年建成投产，一体化优势与专业团队为公司获得竞争优势打造坚实基础。

投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.89\1.09\1.22，对应公司 3 月 17 日收盘价 7.80 元，2023-2025 年 PE 分别为 8.8\7.2\6.4，首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示

➤ 电池铝箔项目建设进度与产能释放不及预期；电解铝下游需求不及预期；原材料与能源价格波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,745	33,008	36,508	41,148	46,344
YoY(%)	4.7	14.8	10.6	12.7	12.6
净利润(百万元)	3,833	2,650	4,141	5,067	5,688
YoY(%)	100.4	-30.9	56.2	22.4	12.3
毛利率(%)	22.8	15.3	19.3	20.3	20.2
EPS(摊薄/元)	0.82	0.57	0.89	1.09	1.22
ROE(%)	18.0	11.6	15.9	16.8	16.3
P/E(倍)	9.5	13.7	8.8	7.2	6.4
P/B(倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0
净利率(%)	13.3	8.0	11.3	12.3	12.3

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22732	24901	23459	26222	28644
现金	7576	8823	6171	6256	6709
应收票据及应收账款	1615	1887	1986	2379	2537
预付账款	4191	4306	5092	5501	6429
存货	8834	9532	9824	11717	12564
其他流动资产	515	353	386	370	404
非流动资产	30750	31815	33940	36803	39977
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	25118	27397	29521	32374	35507
无形资产	1124	1172	1182	1196	1207
其他非流动资产	4509	3246	3237	3232	3263
资产总计	53482	56716	57400	63025	68621
流动负债	25727	25771	24426	27028	29094
短期借款	3963	4078	4078	4078	4078
应付票据及应付账款	13183	14338	14666	17613	18772
其他流动负债	8581	7355	5681	5336	6244
非流动负债	6486	8105	6923	5810	4581
长期借款	5439	6642	5460	4347	3119
其他非流动负债	1047	1463	1463	1463	1463
负债合计	32213	33876	31349	32838	33676
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	4652	4652	4652	4652	4652
资本公积	8871	8871	8871	8871	8871
留存收益	7745	9465	12376	15802	19725
归属母公司股东权益	21267	22838	26048	30185	34943
负债和股东权益	53482	56716	57400	63025	68621

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1979	3157	6189	7278	8371
净利润	3833	2651	4141	5067	5688
折旧摊销	1322	1489	1423	1615	1840
财务费用	879	787	746	746	804
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-4127	-770	-115	-139	48
其他经营现金流	72	-1000	-7	-12	-9
投资活动现金流	-2887	-2119	-3542	-4466	-5005
筹资活动现金流	-1763	-828	-5299	-2727	-2913

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.82	0.57	0.89	1.09	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.68	1.33	1.56	1.80
每股净资产(最新摊薄)	4.57	4.91	5.60	6.49	7.51

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28745	33008	36508	41148	46344
营业成本	22188	27962	29470	32797	36968
营业税金及附加	458	477	555	610	696
营业费用	19	18	22	24	27
管理费用	271	301	339	378	428
研发费用	160	242	235	283	309
财务费用	879	787	746	746	804
资产减值损失	-5	-3	-5	-4	-5
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	4943	3364	5298	6458	7264
营业外收入	6	8	7	8	8
营业外支出	3	6	5	6	5
利润总额	4946	3366	5300	6460	7266
所得税	1113	715	1160	1393	1578
税后利润	3833	2651	4141	5067	5688
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3833	2650	4141	5067	5688
EBITDA	6640	5275	6946	8297	9282

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	4.7	14.8	10.6	12.7	12.6
营业利润(%)	106.7	-32.0	57.5	21.9	12.5
归属于母公司净利润(%)	100.4	-30.9	56.2	22.4	12.3
获利能力					
毛利率(%)	22.8	15.3	19.3	20.3	20.2
净利率(%)	13.3	8.0	11.3	12.3	12.3
ROE(%)	18.0	11.6	15.9	16.8	16.3
ROIC(%)	11.8	7.8	11.4	12.8	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2	59.7	54.6	52.1	49.1
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	23.5	18.9	18.9	18.9	18.9
应付账款周转率	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	9.5	13.7	8.8	7.2	6.4
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.4	8.1	6.0	4.9	4.2

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

