

天山铝业 (002532. SZ)

国内做强下游加工，国外再建铝产业链

买入

核心观点

2022公司业绩同比下降30.9%。2022实现营收330.08亿元(+14.8%)，归母净利润26.50亿元(-30.9%)，扣非归母净利润25.38亿元(-31.3%)，经营性净现金流31.57亿元(+59.5%)。其中2022Q4单季营收82.79亿元(+19.1%)，归母净利润2.47亿元(-58.9%)，扣非归母净利润2.09亿元(-62.0%)。

公司盈利下滑主因成本抬升。2022年公司毛利润50.5亿元，比2021年下滑15亿元，其中自产铝锭毛利润同比下滑14亿元，是主要的拖累项。氧化铝版块毛利润下降2.5亿元，高纯铝版块毛利润增加1.8亿元。2022年自产铝锭单吨营收17436元/吨，比2021年增加1000元/吨，与现货市场公允价格基本吻合；自产铝锭单吨成本13440元/吨，比2021年增加2680元/吨，成本抬升主要来自煤价和石油焦价格上涨，粗略测算这两项抬升成本1700元/吨。

国内做强下游加工，国外再建铝产业链。①布局了22万吨新能源电池铝箔生产线，预计2023年产量4万吨。其中铸轧和冷轧在新疆石河子铝厂就地加工，节省重熔费用、享受优惠天然气价格，预计节省1000元/吨以上成本。②计划建成10万吨高纯铝产能，成为全球最大的高纯铝材料供应商，并进一步往下游光箔延伸，预计2023年高纯铝产量6万吨。③在印尼再建一条完整铝产业链，打造铝土矿、氧化铝、电解铝、深加工和配套产业链的大型一体化铝工业园。公司计划在园区中先行建设200万吨氧化铝项目，一期规划100万吨。

风险提示：煤炭和石油焦涨价风险，铝加工产品市场需求偏弱风险。

投资建议：维持“买入”评级

维持“买入”评级。假设2022-2024年铝现货价格为20000元/吨，氧化铝价格为2925元/吨，预焙阳极价格6500元/吨，公司用电价格为0.25元/度，预计2023-2025年收入381/407/438亿元，同比增速15.4%/6.9%/7.6%，归母净利润39.63/43.45/480.00亿元，同比增速49.5%/9.6%/10.5%；摊薄EPS分别为0.85/0.93/1.03元，当前股价对应PE分别为7.4/6.7/6.1x。公司是国内低成本电解铝头部企业，电费优势突出，公司拓展下游高纯铝和动力电池铝箔领域，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

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,745	33,008	38,107	40,730	43,812
(+/-%)	4.7%	14.8%	15.4%	6.9%	7.6%
净利润(百万元)	3833	2650	3963	4345	4800
(+/-%)	100.4%	-30.9%	49.5%	9.6%	10.5%
每股收益(元)	0.82	0.57	0.85	0.93	1.03
EBIT Margin	20.2%	12.9%	15.2%	15.6%	16.0%
净资产收益率(ROE)	18.0%	11.6%	16.5%	17.2%	17.9%
市盈率(PE)	9.1	13.1	8.8	8.0	7.2
EV/EBITDA	9.4	12.0	8.1	6.8	6.0
市净率(PB)	1.64	1.52	1.45	1.37	1.30

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

010-88005312

liumengluan@guosen. com. cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangran@guosen. com. cn

S0980522080003

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

7.48元

收盘价

34796/17282百万元

总市值/流通市值

9.53/6.19元

52周最高价/最低价

380.66百万元

近3个月日均成交额

380.66百万元

买入(维持)

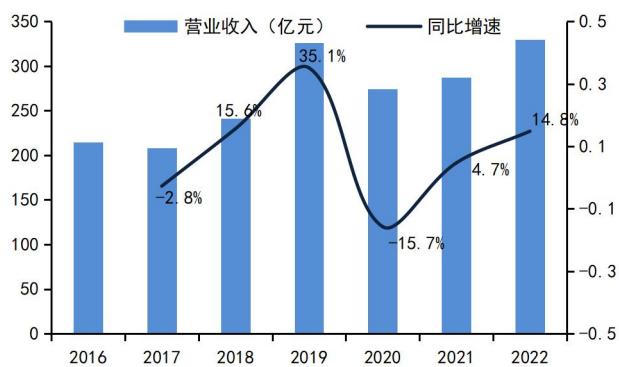
7.48元

34796/17282百万元

9.53/6.19元

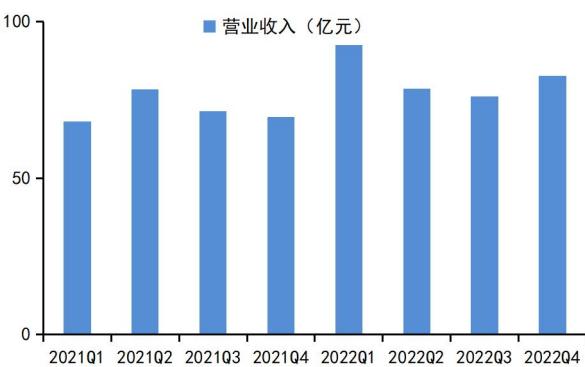
2022 公司业绩同比下降 30.9%。2022 实现营收 330.08 亿元 (+14.8%)，归母净利润 26.50 亿元 (-30.9%)，扣非归母净利润 25.38 亿元 (-31.3%)，经营性净现金流 31.57 亿元 (+59.5%)。其中 2022Q4 单季营收 82.79 亿元 (+19.1%)，归母净利润 2.47 亿元 (-58.9%)，扣非归母净利润 2.09 亿元 (-62.0%)。

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）



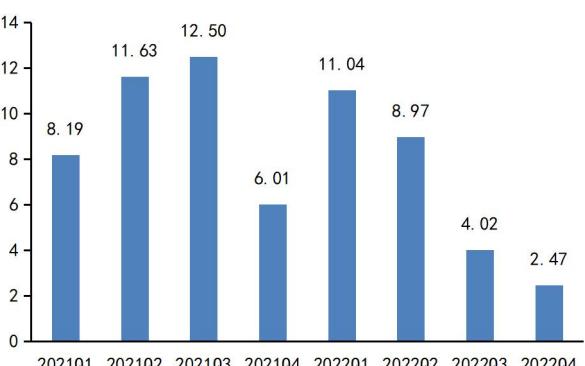
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

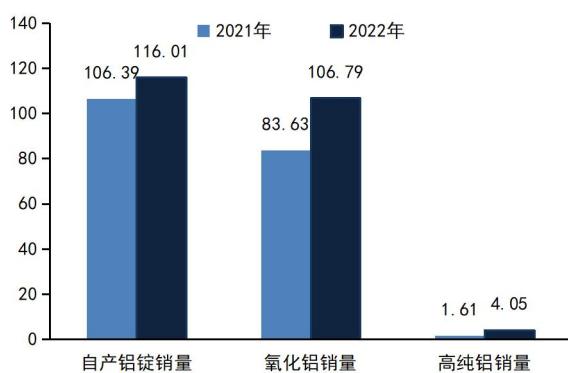


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司全年电解铝产量 115.81 万吨，与去年同期基本持平，自产铝锭销量 116 万吨，同比增加近 10 万吨；氧化铝产量 154.03 万吨，同比增长 70%；阳极碳素产量 51.25 万吨，同比增加 8.8%；高纯铝产量 4.14 万吨，同比增长 152%。

图5：天山铝业主要产品销量变化（单位：万吨）

图6：铝锭销量情况（单位：万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司盈利下滑主因成本抬升。2022年公司毛利润50.5亿元，比2021年下滑15亿元，其中自产铝锭毛利润同比下滑14亿元，是主要的拖累项。氧化铝版块毛利润下降2.5亿元，高纯铝版块毛利润增加1.8亿元。

表1：公司各部分毛利润（亿元）

	销售自产铝锭	销售外购铝锭	销售铝制品	销售预焙阳极	销售氧化铝	销售高纯铝	销售电池铝箔
2016年	29.24	-2.38	0.54				
2017年	32.76	-1.10	1.03				
2018年	35.35	-0.31	0.70				
2019年	33.87	-1.36	0.18				
2020年	37.69	-3.11	0.07		1.96	0.78	
2021年	60.27	-0.82	1.08	0.20	2.91	1.69	
2022年	46.40	-1.05	0.19	0.45	0.39	3.49	0.01
2022-2021	-13.86	-0.23	-0.89	0.25	-2.52	1.80	0.01

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分析自产铝锭业务，2022年自产铝锭单吨营收17436元/吨，比2021年增加1000元/吨，与现货市场公允价格基本吻合；但2022年自产铝锭单吨成本为13440元/吨，比2021年增加2680元/吨。自产铝锭的单吨毛利润从2021年5665元/吨下滑到2022年4000元/吨。

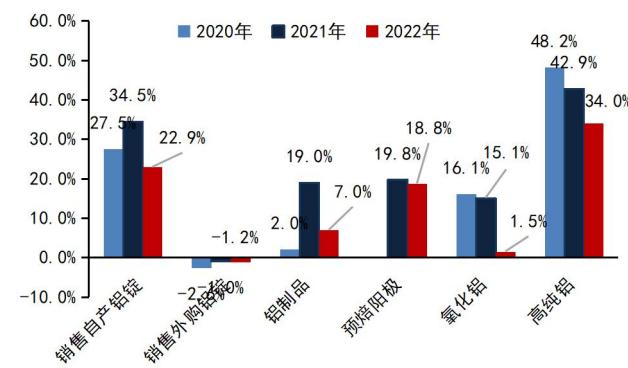
成本抬升主要来自于煤价和石油焦价格上涨。近似参照2022年新疆哈密地区6000大卡动力煤坑口含税价为514元/吨，比2021年上涨145元/吨，粗略测算1吨铝消耗5吨煤，此项带来成本上升600元/吨；参照2022年克拉玛依地区石油焦价格比2021年上涨2500元/吨，粗略测算此项带来吨铝成本上升1100元/吨。

图7：公司铝锭产品单吨毛利润（单位：元/吨）

图8：公司分产品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



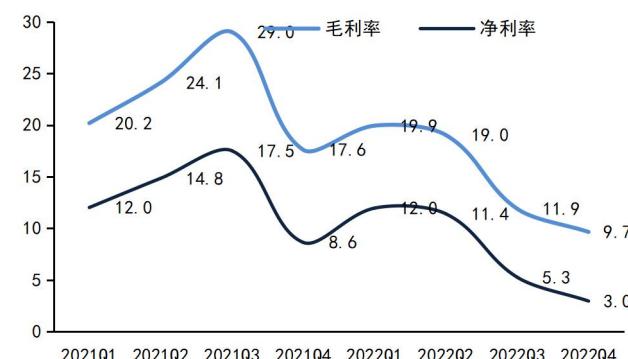
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：天山铝业毛利率、净利率变化情况



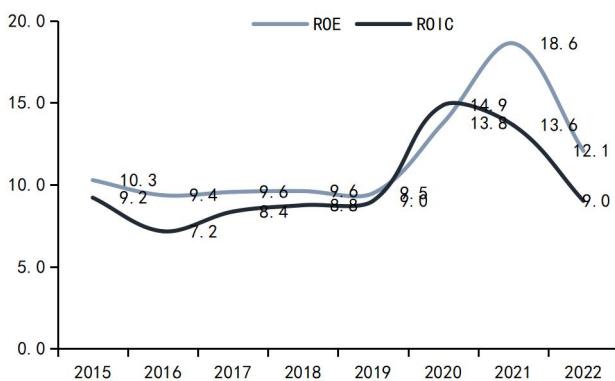
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：天山铝业单季度毛利率、净利率变化情况（%）



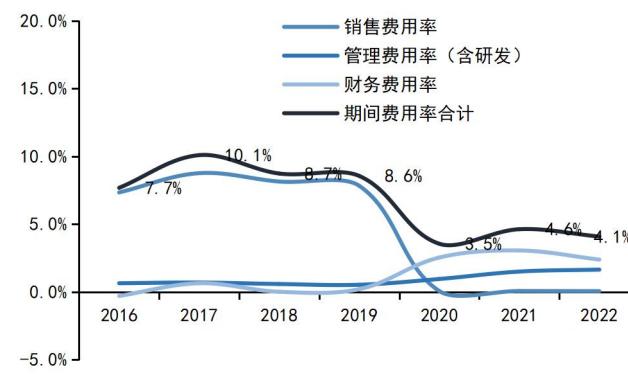
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：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12：天山铝业期间费用率



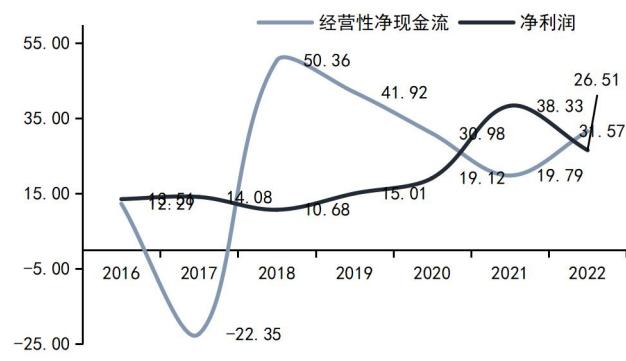
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：天山铝业资产负债率

图14：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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内做强下游加工，国外再建铝产业链。①公司布局了 22 万吨新能源电池铝箔生产线，今年逐步投产，预计 2023 年产量 4 万吨。其中铸轧和冷轧在新疆石河子铝厂就地加工，节省重熔费用、享受优惠天然气价格，预计节省 1000 元/吨以上成本。公司计划通过 2-3 年时间打造成国内规模、技术和产品领先的新能源电池铝箔生产商。②计划建成 10 万吨高纯铝产能，成为全球最大的高纯铝材料供应商，并进一步往下游光箔延伸，预计 2023 年高纯铝产量 6 万吨。③在印尼再建一条完整铝产业链，公司已完成印尼铝土矿项目收购协议的签署，锁定上游优质铝土矿资源的供应保障，同时积极筹备海外铝工业园，进一步延伸产业链价值链，打造铝土矿、氧化铝、电解铝、深加工和配套产业链的大型一体化铝工业园。公司计划在园区中先行建设 200 万吨氧化铝项目，一期规划 100 万吨。

投资建议：维持“买入”评级。假设 2022-2024 年铝现货价格为 20000 元/吨，氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格 6500 元/吨，公司用电价格为 0.25 元/度，预计 2023-2025 年收入 381/407/438 亿元，同比增速 15.4%/6.9%/7.6%，归母净利润 39.63/43.45/480.00 亿元，同比增速 49.5%/9.6%/10.5%；摊薄 EPS 分别为 0.85/0.93/1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 7.4/6.7/6.1x。公司是国内低成本电解铝头部企业，电费优势突出，公司拓展下游高纯铝和动力电池铝箔领域，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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7576	8823	11184	8458	8799	营业收入	28745	33008	38107	40730	43812
应收款项	1683	1935	2233	2387	2568	营业成本	22188	27962	31099	33092	35425
存货净额	8834	9532	10170	10818	11610	营业税金及附加	458	477	551	589	633
其他流动资产	4577	4611	5324	3543	2191	销售费用	19	18	21	22	24
流动资产合计	22732	24901	28911	25207	25167	管理费用	271	301	394	418	446
固定资产	28641	29557	28692	27632	26434	研发费用	160	242	279	299	321
无形资产及其他	1124	1172	1125	1078	1031	财务费用	879	787	909	971	1045
投资性房地产	985	1086	1086	1086	1086	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	(5)	(8)	(10)	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	53482	56716	59809	54996	53708	其他收入	14	(99)	(104)	(123)	(146)
短期借款及交易性金融负债	7829	7884	8100	11394	7974	营业利润	4943	3364	5030	5515	6093
应付款项	13183	14338	15298	5369	5762	营业外净收支	3	2	2	2	2
其他流动负债	4715	3549	3794	4036	4332	利润总额	4946	3366	5032	5517	6095
流动负债合计	25727	25771	27193	20799	18068	所得税费用	1113	715	1069	1172	1295
长期借款及应付债券	5439	6642	6642	6642	6642	少数股东损益	(0)	0	(0)	0	0
其他长期负债	1047	1463	1944	2219	2221	归属于母公司净利润	3833	2650	3963	4345	4800
长期负债合计	6486	8105	8586	8861	8862	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	32213	33876	35779	29660	26930	净利润	3833	2650	3963	4345	4800
少数股东权益	2	2	2	2	2	资产减值准备	6	(2)	0	(0)	(0)
股东权益	21267	22838	24029	25334	26776	折旧摊销	1322	1489	2912	3107	3245
负债和股东权益总计	53482	56716	59809	54996	53708	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	879	787	909	971	1045
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(4250)	(682)	37	(8434)	1070
每股收益	0.82	0.57	0.85	0.93	1.03	其它	(6)	2	(0)	0	0
每股红利	0.62	0.40	0.60	0.65	0.72	经营活动现金流	906	3458	6912	(982)	9115
每股净资产	4.57	4.91	5.17	5.45	5.76	资本开支	0	(2375)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	14%	9%	13%	13%	14%	其它投资现金流	(61)	61	0	0	0
ROE	18%	12%	16%	17%	18%	投资活动现金流	(61)	(2314)	(1995)	(1997)	(1997)
毛利率	23%	15%	18%	19%	19%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBIT Margin	20%	13%	15%	16%	16%	负债净变化	1654	1203	0	0	0
EBITDA Margin	25%	17%	23%	23%	23%	支付股利、利息	(2906)	(1854)	(2772)	(3040)	(3358)
收入增长	5%	15%	15%	7%	8%	其它融资现金流	(1286)	1406	216	3293	(3420)
净利润增长率	100%	-31%	50%	10%	10%	融资活动现金流	(3795)	103	(2556)	254	(6778)
资产负债率	60%	60%	60%	54%	50%	现金净变动	(2950)	1247	2361	(2726)	340
息率	8.4%	5.3%	8.0%	8.7%	9.7%	货币资金的期初余额	10527	7576	8823	11184	8458
P/E	9.1	13.1	8.8	8.0	7.2	货币资金的期末余额	7576	8823	11184	8458	8799
P/B	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	0	1780	5524	(2320)	7835
EV/EBITDA	9.4	12.0	8.1	6.8	6.0	权益自由现金流	0	4389	5937	544	3965

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 ±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 ±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提供。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