

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.33
总股本/流通股本(亿股)	46.52 / 23.10
总市值/流通市值(亿元)	294 / 146
52周内最高/最低价	9.09 / 6.24
资产负债率(%)	59.7%
市盈率	11.11
第一大股东	石河子市锦隆能源产业 链有限公司
持股比例(%)	19.6%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

天山铝业(002532)

云南复产或将不及预期，天山受益于一体化

● 投资要点

铝价疲软，拖累公司业绩。2023Q1 天山铝业实现营业收入 69.44 亿元，同比下降 25.0%，环比下降 16.1%；归母净利润为 5.01 亿元，同比下降 54.6%，环比增加 102.8%；扣非归母净利润为 3.13 亿元，同比下降 70.6%，环比增加 49.8%。主要原因在于 2023Q1 铝价相较于 2022 年同期大幅下跌。

自备电站可满足 80%-90%需求，成本显著低于行业平均水平。天铝目前建成 120 万吨电解铝产能，并配套天瑞能源 6 台 350MW 自备发电机组，年发电量能满足电解铝生产 80%-90%的电力需求。同时公司在石河子配套建成盈达碳素 30 万吨预焙阳极碳素产能，在南疆阿拉尔配套建成 30 万吨预焙阳极碳素产能，可以满足全部电解铝生产所需阳极碳素的需要。

高纯铝进一步扩产，规划 10 万吨产能。目前天山已建成 6 万吨高纯铝产能，同时 4 万吨产能正在建设中，未来总产能规模将达到 10 万吨，成为全球领先的高纯铝生产企业。公司同时投入高纯铝合金大板锭生产线，用于向海外客户提供可直接用于下游电子箔轧制的高纯铝合金大板锭，进一步延伸下游高纯铝产品品类和附加值。

切入新能源汽车铝箔领域，开辟公司的第二成长曲线。公司正在规划年产 22 万吨动力电池铝箔一体化项目，计划在新疆石河子建设年产能 30 万吨电池铝箔坯料生产线，在江苏江阴建设年产能 20 万吨电池铝箔精轧及分切生产线，并将原江阴新仁铝业的铝箔生产线升级改造，形成 2 万吨电池铝箔产能，总产能规模达到 22 万吨。

布局印尼铝土矿，完善产业链一体化。2023 年 2 月公司公告收购 PT Inti Tambang Makmur 100%股份，计划取得三家矿业子公司的控制权，对应三个铝土矿的采矿权，三个矿区总占地面积合计约 3 万公顷，总勘探面积达 25.90 万公顷。另外，公司计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，分两期建设，从而形成海外氧化铝生产基地，充分利用印尼当地丰富的铝土矿资源，进一步延伸铝产业链。

云南水电虽有增长，电解铝复产或将不及预期。云南近期来水量有所增加，水电发电量逐步好转，但据 SMM 调研目前省内电解铝企业均在等待准确的复产通知，电力规模及复产规模均未有明确的消息。今年以来云南干旱较为严重，水库水位较低，同时今年国内高温天气频繁，云南西电东送压力提升。同时电解铝起停槽成本较高，预计云南电解铝复产规模不会太大。

- **盈利预测**

预计 2023-2025 年公司归母净利润为 33.19/38.75/47.07 亿元，EPS 为 0.71/0.83/1.01 元，对应 PE 为 8.87/7.60/6.26 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**

铝价大幅下跌，新能源汽车需求不及预期，项目进展不及预期，海外政策变化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	33008	27565	30790	34369
增长率(%)	14.83	-16.49	11.70	11.62
EBITDA（百万元）	5628	6352	7257	8556
归属母公司净利润（百万元）	2650	3319	3875	4707
增长率(%)	-30.85	25.20	16.76	21.46
EPS(元/股)	0.57	0.71	0.83	1.01
市盈率(P/E)	11.11	8.87	7.60	6.26
市净率(P/B)	1.29	1.17	1.01	0.87
EV/EBITDA	7.39	5.77	4.87	3.84

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	33008	27565	30790	34369	营业收入	14.8%	-16.5%	11.7%	11.6%
营业成本	27962	22620	25040	27469	营业利润	-32.0%	25.7%	16.9%	21.3%
税金及附加	477	420	465	517	归属于母公司净利润	-30.9%	25.2%	16.8%	21.5%
销售费用	18	17	18	20	获利能力				
管理费用	301	249	281	313	毛利率	15.3%	17.9%	18.7%	20.1%
研发费用	242	159	193	216	净利率	8.0%	12.0%	12.6%	13.7%
财务费用	787	0	0	0	ROE	11.6%	13.2%	13.3%	13.9%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	8.7%	8.5%	9.1%	10.0%
营业利润	3364	4227	4941	5995	偿债能力				
营业外收入	8	0	0	0	资产负债率	59.7%	55.2%	52.6%	49.8%
营业外支出	6	0	0	0	流动比率	0.97	0.86	0.93	1.02
利润总额	3366	4227	4941	5995	营运能力				
所得税	715	909	1066	1289	应收账款周转率	57.05	46.64	59.95	57.63
净利润	2651	3319	3875	4707	存货周转率	3.59	3.19	3.72	3.75
归母净利润	2650	3319	3875	4707	总资产周转率	0.60	0.49	0.52	0.53
每股收益(元)	0.57	0.71	0.83	1.01	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.57	0.71	0.83	1.01
货币资金	8823	6402	7376	9664	每股净资产	4.91	5.42	6.26	7.27
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1887	1444	1681	1866	PE	11.11	8.87	7.60	6.26
预付款项	4306	3830	4193	4555	PB	1.29	1.17	1.01	0.87
存货	9532	7749	8796	9521	现金流量表				
流动资产合计	24901	19800	22429	25997	净利润	2651	3319	3875	4707
固定资产	27397	32549	35497	38613	折旧和摊销	1494	2125	2316	2560
在建工程	2160	1506	799	0	营运资本变动	-1777	950	-222	229
无形资产	1172	1355	1468	1594	其他	790	-28	-8	-10
非流动资产合计	31815	36577	38932	41374	经营活动现金流净额	3157	6365	5961	7486
资产总计	56716	56377	61360	67371	资本开支	-2119	-6802	-4663	-4993
短期借款	4078	3895	3571	3366	其他	0	-74	0	0
应付票据及应付账款	14338	12354	13597	14806	投资活动现金流净额	-2119	-6876	-4663	-4993
其他流动负债	7355	6834	7024	7324	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	25771	23083	24191	25496	债务融资	862	-974	-324	-204
其他	8105	8062	8062	8062	其他	-1690	-936	0	0
非流动负债合计	8105	8062	8062	8062	筹资活动现金流净额	-828	-1909	-324	-204
负债合计	33876	31145	32254	33558	现金及现金等价物净增加额	213	-2421	973	2289
股本	4652	4652	4652	4652					
资本公积金	8871	8871	8871	8871					
未分配利润	8742	10637	13930	17931					
少数股东权益	2	2	2	3					
其他	572	1069	1650	2356					
所有者权益合计	22840	25232	29106	33813					
负债和所有者权益总计	56716	56377	61360	67371					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048