

天山铝业 (002532.SZ)

产品产销平稳，电池铝箔项目稳步推进

买入

核心观点

2023H1 公司业绩同比下降 49.1%。2023H1 实现营收 148 亿元（-13.6%），归母净利润 10.19 亿元（-49.1%），扣非归母净利润 7.31 亿元（-62.2%），经营性净现金流 7.57 亿元（-64%）。其中 2023Q2 单季营收 78.5 亿元（-0.2%），归母净利润 5.18 亿元（-42.3%），扣非归母净利润 4.17 亿元（-52.0%）。

2023Q2 业绩改善主因电解铝成本项下降，今年二季度与一季度铝价基本持平，但石油焦价格环比下降了近 2000 元/吨，折合吨铝成本下降 950 元/吨，哈密地区煤价环比下降 40 元/吨，折合吨铝成本下降 175 元/吨，公司盈利能力增强。

公司上半年生产销售稳定，上半年电解铝产量 57.8 万吨，同比增加 0.64%；氧化铝产量 102.33 万吨，同比增加 86.02%；阳极碳素产量 27.61 万吨，同比增加 9.98%，氧化铝和阳极碳素均实现自给自足。高纯铝产量 2.15 万吨，发电量 65.27 亿度。

报告期内，公司电池铝箔项目建设顺利推进，江阴 2 万吨技改项目于 7 月初正式投产，产品卷相关性能指标达到行业先进水平；20 万吨新建项目已有 8 台箔轧机正在安装，预计到今年底新建项目将完成 16 台箔轧机的安装工作；配套 30 万吨坯料项目已完成部分铸轧机的安装进入调试阶段，冷轧机也在同步安装中，预计年内可以实现坯料自给自足。

风险提示：铝价下跌风险，电池铝箔市场竞争加剧风险，新建项目进度不及预期风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

假设 2023-2025 年铝现货价格为 19000 元/吨（前值 20000 元/吨），氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格 5500 元/吨（前值 6500 元/吨），预计 2023-2025 年收入 366/392/422 亿元，同比增速 10.9/7.0/7.6%，归母净利润 29.12/32.66/38.20 亿元（前值 39.63/43.45/48.00 亿元），同比增速 9.9/12.1/17.0%；摊薄 EPS 分别为 0.63/0.70/0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 10.1/9.0/7.7x。公司是国内低成本电解铝头部企业，正在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	36,612	39,163	42,157
(+/-%)	4.7%	14.8%	10.9%	7.0%	7.6%
净利润(百万元)	3833	2650	2912	3266	3820
(+/-%)	100.4%	-30.9%	9.9%	12.1%	17.0%
每股收益(元)	0.82	0.57	0.63	0.70	0.82
EBIT Margin	20.2%	12.9%	12.1%	12.6%	13.6%
净资产收益率(ROE)	18.0%	11.6%	12.3%	13.2%	14.8%
市盈率(PE)	7.7	11.1	10.1	9.0	7.7
EV/EBITDA	8.6	11.0	8.9	7.4	6.4
市净率(PB)	1.38	1.29	1.24	1.19	1.14

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：刘孟劼

010-88005312

liumengjie@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

收盘价

6.32 元

总市值/流通市值

29400/24262 百万元

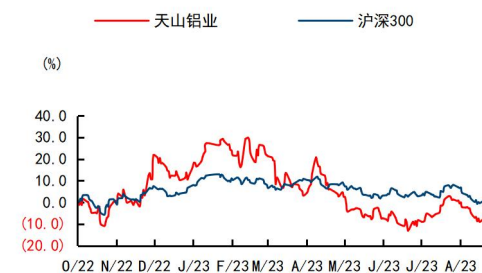
52 周最高价/最低价

9.53/5.81 元

近 3 个月日均成交额

218.93 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《云铝股份(000807.SZ)-成本抬升拖累业绩，资产负债率继续下降》——2023-03-23

《天山铝业(002532.SZ)-国内做强下游加工，国外再建铝产业链》——2023-03-22

《天山铝业(002532.SZ)-主业经营稳健，锂电铝箔项目进展顺利》——2022-10-30

《天山铝业(002532.SZ)-铝产业链一体化布局，加码动力电池箔赛道》——2022-08-26

《天山铝业(002532.SZ)-产业链一体化布局完成，切入动力电池箔赛道》——2022-04-09

2023H1 公司业绩同比下降 49.1%。2023H1 实现营收 148 亿元（-13.6%），归母净利润 10.19 亿元（-49.1%），扣非归母净利润 7.31 亿元（-62.2%），经营性净现金流 7.57 亿元（-64%）。其中 2023Q2 单季营收 78.5 亿元（-0.2%），归母净利润 5.18 亿元（-42.3%），扣非归母净利润 4.17 亿元（-52.0%）。

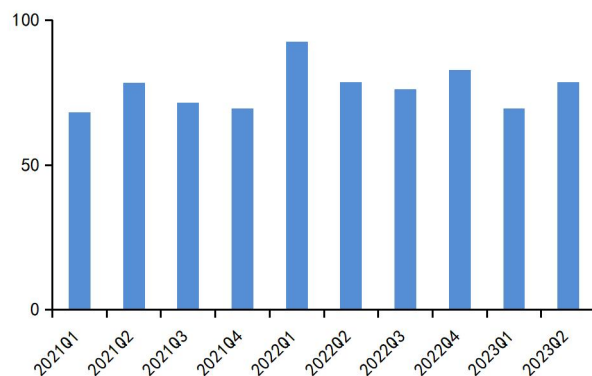
2023Q2 业绩改善主因电解铝成本项下降，今年二季度与一季度铝价基本持平，但石油焦价格环比下降了近 2000 元/吨，折合吨铝成本下降 950 元/吨，哈密地区煤价环比下降 40 元/吨，折合吨铝成本下降 175 元/吨，公司盈利能力增强。

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）



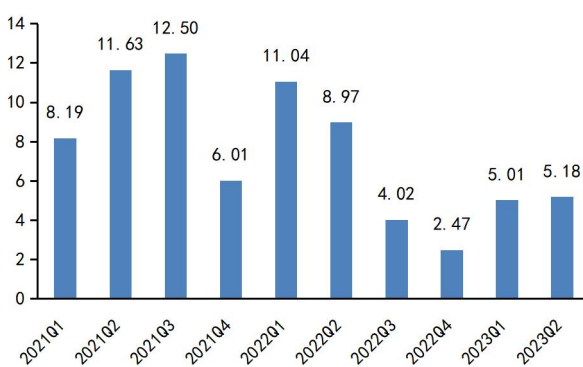
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

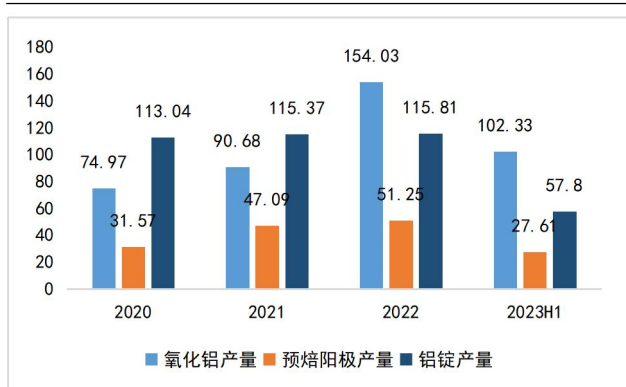


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

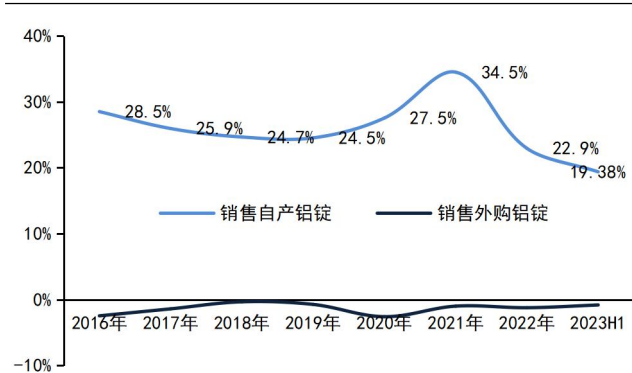
公司上半年生产销售稳定，上半年电解铝产量 57.8 万吨，同比增加 0.64%；氧化铝产量 102.33 万吨，同比增加 86.02%；阳极碳素产量 27.61 万吨，同比增加 9.98%，氧化铝和阳极碳素均实现自给自足。高纯铝产量 2.15 万吨，发电量 65.27 亿度。

图5：公司主要产品产量（万吨）

图6：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7: 天山铝业毛利率、净利率变化情况

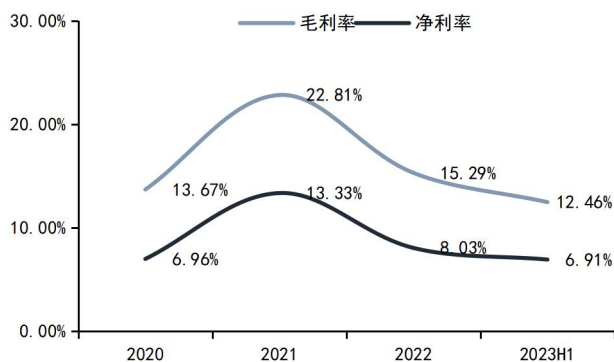
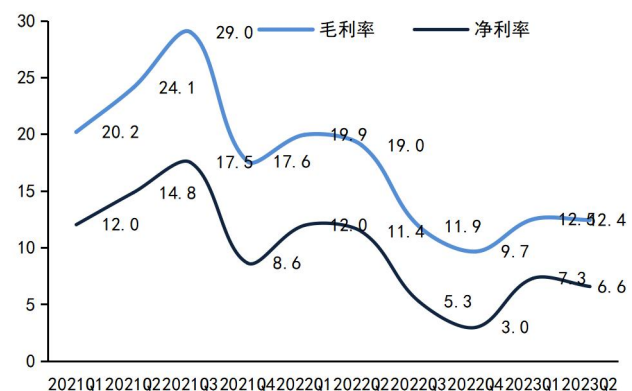


图8: 天山铝业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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ROE、ROIC变化情况 (%)

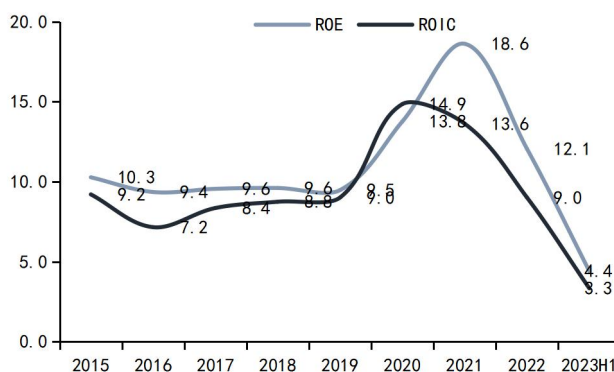
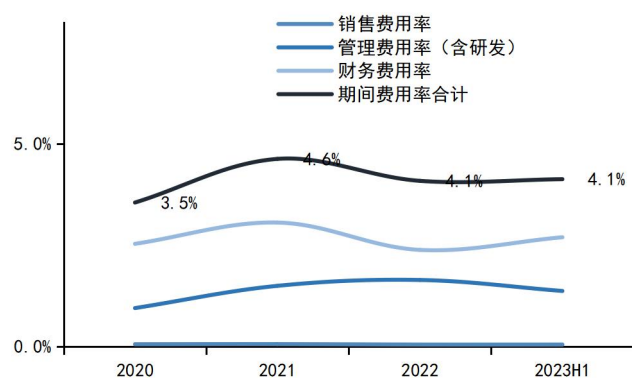


图10: 天山铝业期间费用率

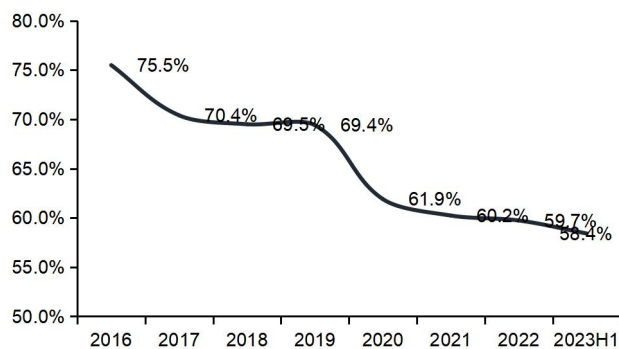


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

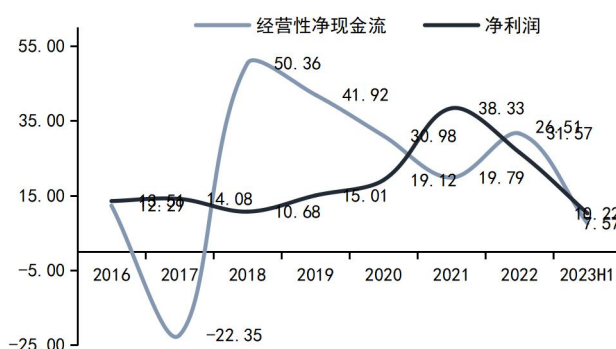
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 天山铝业资产负债率

图12: 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

报告期内，公司电池铝箔项目建设顺利推进，江阴 2 万吨技改项目于 7 月初正式投产，产品卷相关性能指标达到行业先进水平；20 万吨新建项目已有 8 台箔轧机正在安装，预计到今年底，新建项目将完成 16 台箔轧机的安装工作；配套 30 万吨坯料项目已完成部分铸轧机的安装进入调试阶段，冷轧机亦在同步安装中，预计年内可以实现坯料自给自足。

投资建议：维持“买入”评级。假设 2023-2025 年铝现货价格为 19000 元/吨（前值 20000 元/吨），氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格 5500 元/吨（前值 6500 元/吨），预计 2023-2025 年收入 366/392/422 亿元，同比增速 10.9/7.0/7.6%，归母净利润 29.12/32.66/38.20 亿元（前值 39.63/43.45/48.00 亿元），同比增速 9.9/12.1/17.0%；摊薄 EPS 分别为 0.63/0.70/0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 10.1/9.0/7.7x。公司是国内低成本电解铝头部企业，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。

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	11132	8458	8752	营业收入	28745	33008	36612	39163	42157
应收款项	1683	1935	2146	2295	2471	营业成本	22188	27962	31021	32982	35106
存货净额	8834	9532	10135	10772	11489	营业税金及附加	458	477	529	566	609
其他流动资产	4577	4611	5115	3407	2108	销售费用	19	18	20	21	23
流动资产合计	22732	24901	28528	24933	24820	管理费用	271	301	380	404	431
固定资产	28641	29557	28692	27632	26434	研发费用	160	242	268	287	309
无形资产及其他	1124	1172	1125	1078	1031	财务费用	879	787	873	934	1005
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	59425	54721	53361	其他收入	14	(99)	(93)	(111)	(133)
短期借款及交易性金融负债	7829	7884	8100	11801	8669	营业利润	4943	3364	3696	4144	4849
应付款项	13183	14338	15245	5346	5702	营业外净收支	3	2	2	2	2
其他流动负债	4715	3549	3779	4017	4285	利润总额	4946	3366	3697	4146	4851
流动负债合计	25727	25771	27125	21165	18655	所得税费用	1113	715	786	881	1031
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	2912	3266	3820
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	35711	30025	27518	净利润	3833	2650	2912	3266	3820
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	23713	24694	25842	折旧摊销	1322	1489	2912	3107	3245
负债和股东权益总计	53482	56716	59425	54721	53361	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	879	787	873	934	1005
每股收益	0.82	0.57	0.63	0.70	0.82	营运资本变动	(4250)	(682)	301	(8465)	1032
每股红利	0.62	0.40	0.44	0.49	0.57	其它	(6)	2	(0)	0	0
每股净资产	4.57	4.91	5.10	5.31	5.56	经营活动现金流	906	3458	6125	(2093)	8097
ROIC	14%	9%	10%	10%	11%	资本开支	0	(2375)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	18%	12%	12%	13%	15%	其它投资现金流	(61)	61	0	0	0
毛利率	23%	15%	15%	16%	17%	投资活动现金流	(61)	(2314)	(1995)	(1997)	(1997)
EBIT Margin	20%	13%	12%	13%	14%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	17%	20%	20%	21%	负债净变化	1654	1203	0	0	0
收入增长	5%	15%	11%	7%	8%	支付股利、利息	(2906)	(1854)	(2037)	(2284)	(2673)
净利润增长率	100%	-31%	10%	12%	17%	其它融资现金流	(1286)	1406	216	3701	(3133)
资产负债率	60%	60%	60%	55%	52%	融资活动现金流	(3795)	103	(1821)	1417	(5806)
息率	9.9%	6.3%	6.9%	7.8%	9.1%	现金净变动	(2950)	1247	2309	(2674)	294
P/E	7.7	11.1	10.1	9.0	7.7	货币资金的期初余额	10527	7576	8823	11132	8458
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	货币资金的期末余额	7576	8823	11132	8458	8752
EV/EBITDA	8.6	11.0	8.9	7.4	6.4	企业自由现金流	0	1780	4709	(3461)	6786
						权益自由现金流	0	4389	5122	(197)	3182

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。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