

2023年09月10日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

Q2 业绩环比略有改善，扩张海外资源布局

—天山铝业（002532.SZ）公司事件点评报告

买入(首次)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

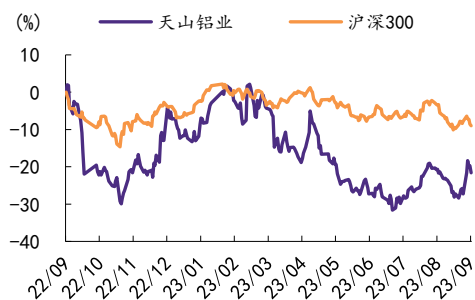
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2023-09-08

当前股价(元)	6.71
总市值(亿元)	312
总股本(百万股)	4652
流通股本(百万股)	3839
52周价格范围(元)	5.94-9.09
日均成交额(百万元)	342.59

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

天山铝业发布 2023 年半年报公告：2023 年上半年营业收入为 147.95 亿元，同比-13.56%；归母净利润为 10.19 亿元，同比-49.07%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 7.31 亿元，同比-62.22%。

投资要点

■ 铝价下跌影响盈利，公司业绩同减环增

铝价下跌构成 H1 业绩同比下滑主因，Q2 业绩环比改善。2023H1 公司营收同比下降 13.56%，主要为自产铝锭销量同比下降、铝锭价格较去年同期下降所致。分季度看，2023Q2 公司营收 78.52 亿元，环比+13.08%，归母净利润 5.18 亿元，环比+3.39%，扣非归母净利润 4.17 亿元，环比+33.23%。

量：主要产品产量提升，经营韧性较强。电解铝产量 57.8 万吨，同比+0.63%；氧化铝产量 102.33 万吨，同比+86.02%；高纯铝产量 2.15 万吨，同比+12.57%；预焙阳极产量 27.61 万吨，同比+10.00%。

价格：Q2 电解铝均价环比回升，氧化铝均价环比跌幅收窄。2023Q2 长江有色 A00 铝均价 18521 元/吨，同比-10.16%，环比+0.35%；2023Q2 广西一级氧化铝均价 2789 元/吨，同比-6.83%，环比-2.50%。

毛利：H1 自产铝锭业务毛利下滑，自产铝锭板块毛利 17.64 亿元，同比-42.27%，毛利率 19.38%，同比-8.55pct。

■ 电池箔 2 万吨技改项目已投产，拟收购天足投资

2 万吨电池箔技改项目已正式投产。江阴 20 万吨电池箔新建项目已正在安装 8 台箔轧机，预计到 2023 年底将完成 16 台箔轧机的安装，2 万吨技改项目已于 7 月初正式投产，上述项目建成投产后公司将具备 22 万吨电池箔产能。

30 万吨坯料项目稳步推进中。利用铝液配套布局的新疆石河子 30 万吨电池铝箔坯料项目已完成铸轧一车间和冷轧车间厂房封顶，铸轧二车间厂房钢结构完工，冷轧机同步安装中，部分铸轧机进入调试阶段，预计年内可实现坯料自给自足。

拟收购天足投资，有望夯实运输成本优势。天足投资主营玛石通向公司石河子厂区内铁路专线的投资建设业务，目前已完成可研、立项、环评、征地及部分项目建设，公司

拟收购天足投资承接该铁路专线所有资产与资质，可有效避免频繁关联交易，降低运输成本，本次收购完成后将实现对天足投资的并表。

■ 规划印尼氧化铝产线，加码海外资源布局

布局印尼铝土矿资源，建设氧化铝海外生产基地。2023年2月境外孙公司收购 PT Inti Tambang Makmur 100% 股权，拟间接取得三个铝土矿的采矿权。此外在印尼规划分两期建设 200 万吨氧化铝产线，可充分利用印尼丰富的铝土矿资源延伸公司铝产业链，完善海外资源布局。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 344.15、379.45、397.42 亿元，归母净利润分别为 28.81、34.29、37.22 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10.8、9.1、8.4 倍。

考虑到铝价虽同比有所下跌，但公司主要产品产量仍保持较高水平，叠加近期铝价表现强势，下半年公司盈利仍有较大释放空间。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 氧化铝价格下跌风险；2) 电解铝价格下跌风险；3) 成本大幅上涨风险；4) 下游需求不及预期；5) 电池箔产能投产不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	33,008	34,415	37,945	39,742
增长率（%）	14.8%	4.3%	10.3%	4.7%
归母净利润（百万元）	2,650	2,881	3,429	3,722
增长率（%）	-30.9%	8.7%	19.0%	8.5%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.62	0.74	0.80
ROE（%）	11.6%	11.9%	13.2%	13.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	8,823	12,205	15,566	19,082
应收款	1,935	2,017	2,224	2,329
存货	9,532	10,180	11,141	11,634
其他流动资产	4,611	4,808	5,301	5,552
流动资产合计	24,901	29,210	34,232	38,597
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	27,397	26,748	25,436	23,929
在建工程	1,963	785	314	126
无形资产	1,172	1,113	1,054	999
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,283	1,283	1,283	1,283
非流动资产合计	31,815	29,930	28,088	26,336
资产总计	56,716	59,140	62,320	64,934
流动负债:				
短期借款	4,078	4,078	4,078	4,078
应付账款、票据	14,338	15,313	16,758	17,501
其他流动负债	7,178	7,178	7,178	7,178
流动负债合计	25,771	26,754	28,218	28,970
非流动负债:				
长期借款	6,642	6,642	6,642	6,642
其他非流动负债	1,463	1,463	1,463	1,463
非流动负债合计	8,105	8,105	8,105	8,105
负债合计	33,876	34,858	36,323	37,075
所有者权益				
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
股东权益	22,840	24,281	25,997	27,859
负债和所有者权益	56,716	59,140	62,320	64,934

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2651	2882	3430	3723
少数股东权益	0	1	1	1
折旧摊销	1489	1885	1839	1748
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-983	56	-197	-98
经营活动现金净流量	3157	4823	5073	5375
投资活动现金净流量	-2119	1826	1783	1696
筹资活动现金净流量	2344	-1440	-1714	-1861
现金流量净额	3,382	5,209	5,142	5,210

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33,008	34,415	37,945	39,742
营业成本	27,962	29,365	32,133	33,554
营业税金及附加	477	499	550	576
销售费用	18	17	19	20
管理费用	301	310	342	358
财务费用	787	253	196	136
研发费用	242	241	266	278
费用合计	1,348	821	822	791
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	3,364	3,729	4,440	4,820
加:营业外收入	8	6	6	6
减:营业外支出	6	1	1	1
利润总额	3,366	3,734	4,445	4,825
所得税费用	715	853	1,015	1,101
净利润	2,651	2,882	3,430	3,723
少数股东损益	0	1	1	1
归母净利润	2,650	2,881	3,429	3,722

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	14.8%	4.3%	10.3%	4.7%
归母净利润增长率	-30.9%	8.7%	19.0%	8.5%
盈利能力				
毛利率	15.3%	14.7%	15.3%	15.6%
四项费用/营收	4.1%	2.4%	2.2%	2.0%
净利率	8.0%	8.4%	9.0%	9.4%
ROE	11.6%	11.9%	13.2%	13.4%
偿债能力				
资产负债率	59.7%	58.9%	58.3%	57.1%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	17.1	17.1	17.1	17.1
存货周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
每股数据(元/股)				
EPS	0.57	0.62	0.74	0.80
P/E	11.8	10.8	9.1	8.4
P/S	0.9	0.9	0.8	0.8
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。