



天山铝业 (002532.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

上延下拓，一体化产业链优势巩固

事件

4月8日公司公布23年年报,23年营收289.75亿元,同比-12.22%,归母净利22.05亿元,同比-16.80%,扣非归母净利18.83亿元,同比-25.81%。4Q23营收66.31亿元,环比-12.15%,归母净利5.68亿元,环比-8.10%,扣非归母净利5.54亿元,环比-7.51%。

点评

氧化铝盈利能力增强。23年公司电解铝销量112.07万吨,同比-3.40%,售价1.65万元/吨,同比-5.11%,预备阳极和煤炭发电成本下降带来电解铝生产成本-2.44%至1.31万元/吨,成本下降不及售价下跌导致自产铝锭毛利率-2.16个百分点至20.78%,电解铝单吨净利同比-51.26%至1612元/吨;氧化铝销量171.21万吨,同比+60.32%,售价2512元/吨,同比+3.05%,海外铝土矿价格上涨,氧化铝生产成本同比+1.62%至2440元/吨,氧化铝毛利率同比+1.37个百分点至2.86%,氧化铝单吨净利同比提升22.63%至15.29元/吨,盈利能力增强。

2H23主要产品产量环比提升。2H23电解铝产量58.7万吨,环比+1.56%,氧化铝产量109.57万吨,环比+7.08%,主要产品产量环比提升。Q4长江有色铝均价1.90万元/吨,环比+0.71%,公司营收环比-12.15%至66.31亿元,我们预计Q4产品销量环比有所下降,营业成本环比-11.19%至56.15亿元,营业成本降幅不及营收,导致Q4归母净利环比下滑。

高纯铝盈利有望改善。23年高纯铝产量同比+3.38%至4.28万吨,但由于出口关税调整及国内消费电子市场疲软等因素影响,销量同比-58.02%至1.70万吨,未实现销售毛利约1.8亿元,导致高纯铝毛利同比-66.93%。当前出口关税政策问题得以解决,公司已经进入航空板客户供应链,预计24年高纯铝盈利将改善。

一体化产业链夯实,自给率有望进一步提升。公司在几内亚完成本土矿业公司股权收购并获得矿产品独家优先购买权,项目规划铝土矿产能500-600万吨/年,达产后基本解决公司氧化铝生产所需原料,24年公司计划铝土矿产量300万吨,上游资源保障度进一步提升,将增强公司氧化铝产品盈利能力。公司30万吨铝箔坯料一期15万吨即将规模化生产,2万吨铝箔技改项目已经进入试生产阶段,新建15万吨铝箔24年将逐步投产,充分利用公司自产电解铝实现深加工延伸,24年公司计划生产铝箔及铝箔坯料10万吨,相比于23年铝箔产量的0.1万吨大幅增长。

盈利预测&投资建议

预计公司24-26年营收分别为343/374/407亿元,归母净利润分别为30.18/35.60/38.54亿元,EPS分别为0.65/0.77/0.83元,对应PE分别为10.77/9.13/8.44倍。维持“买入”评级。

风险提示

铝价波动;需求不及预期;项目建设不及预期。

金属材料组

分析师:李超(执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

联系人:高梦瑶

gaomengyao@gjzq.com.cn

市价(人民币):6.99元

相关报告:

- 《天山铝业公司点评:一体化产业链受益Q3吨铝利润增厚》,2023.10.27
- 《天山铝业公司点评:吨铝盈利改善,电池箔投产放量在即》,2023.8.30



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,008	28,975	34,302	37,401	40,673
营业收入增长率	14.83%	-12.22%	18.39%	9.04%	8.75%
归母净利润(百万元)	2,650	2,205	3,018	3,560	3,854
归母净利润增长率	-30.85%	-16.80%	36.86%	17.95%	8.27%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.47	0.65	0.77	0.83
每股经营性现金流净额	0.68	0.84	1.75	1.39	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.61%	9.15%	11.63%	12.74%	12.80%
P/E	13.55	12.68	10.77	9.13	8.44
P/B	1.57	1.16	1.25	1.16	1.08

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	28,745	33,008	28,975	34,302	37,401	40,673
增长率		14.8%	-12.2%	18.4%	9.0%	8.7%
主营业务成本	-22,188	-27,962	-24,889	-28,610	-30,997	-33,650
%销售收入	77.2%	84.7%	85.9%	83.4%	82.9%	82.7%
毛利	6,557	5,046	4,085	5,692	6,404	7,023
%销售收入	22.8%	15.3%	14.1%	16.6%	17.1%	17.3%
营业税金及附加	-458	-477	-468	-554	-604	-657
%销售收入	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-19	-18	-18	-21	-23	-25
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-271	-301	-344	-408	-445	-484
%销售收入	0.9%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-160	-242	-217	-257	-280	-305
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	5,649	4,008	3,038	4,452	5,052	5,552
%销售收入	19.7%	12.1%	10.5%	13.0%	13.5%	13.7%
财务费用	-879	-787	-788	-823	-772	-918
%销售收入	3.1%	2.4%	2.7%	2.4%	2.1%	2.3%
资产减值损失	-5	-3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4,943	3,364	2,642	3,629	4,280	4,634
营业利润率	17.2%	10.2%	9.1%	10.6%	11.4%	11.4%
营业外收支	3	2	10	0	0	0
税前利润	4,946	3,366	2,652	3,629	4,280	4,634
利润率	17.2%	10.2%	9.2%	10.6%	11.4%	11.4%
所得税	-1,113	-715	-446	-611	-720	-780
所得税率	22.5%	21.2%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润	3,833	2,651	2,206	3,018	3,560	3,854
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,833	2,650	2,205	3,018	3,560	3,854
净利率	13.3%	8.0%	7.6%	8.8%	9.5%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,833	2,651	2,206	3,018	3,560	3,854
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,331	1,496	1,648	1,699	1,857	2,074
非经营收益	941	787	867	1,028	928	1,090
营运资金变动	-4,126	-1,777	-805	2,388	142	-54
经营活动现金净流	1,979	3,157	3,916	8,133	6,487	6,964
资本开支	-2,868	-2,119	-2,357	-2,123	-5,300	-6,300
投资	0	0	-1,381	0	0	0
其他	-19	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2,887	-2,119	-3,738	-2,123	-5,300	-6,300
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	827	862	2,429	-3,067	2,058	2,884
其他	-2,589	-1,690	-2,329	-2,126	-2,509	-2,765
筹资活动现金净流	-1,763	-828	100	-5,193	-451	120
现金净流量	-2,676	213	263	817	735	784

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,576	8,823	7,812	8,629	9,364	10,148
应收款项	1,725	1,963	1,659	2,144	2,338	2,542
存货	8,834	9,532	9,543	10,963	11,878	12,895
其他流动资产	4,596	4,583	2,498	4,064	4,370	4,710
流动资产	22,732	24,901	21,512	25,800	27,950	30,295
%总资产	42.5%	43.9%	37.7%	41.8%	41.5%	41.0%
长期投资	83	91	90	90	90	90
固定资产	28,641	29,557	30,811	33,161	36,361	40,351
%总资产	53.6%	52.1%	54.0%	53.7%	54.0%	54.6%
无形资产	1,124	1,172	1,480	1,731	1,975	2,211
非流动资产	30,750	31,815	35,585	35,974	39,417	43,643
%总资产	57.5%	56.1%	62.3%	58.2%	58.5%	59.0%
资产总计	53,482	56,716	57,097	61,773	67,367	73,938
短期借款	7,829	7,884	13,694	10,487	12,545	15,430
应付款项	14,164	15,368	8,533	13,738	14,885	16,159
其他流动负债	3,734	2,519	2,394	3,073	3,484	3,717
流动负债	25,727	25,771	24,621	27,299	30,914	35,305
长期贷款	5,439	6,642	7,021	7,021	7,021	7,021
其他长期负债	1,047	1,463	1,346	1,490	1,490	1,490
负债	32,213	33,876	32,988	35,809	39,424	43,816
普通股股东权益	21,267	22,838	24,107	25,962	27,940	30,120
其中：股本	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652
未分配利润	7,077	8,742	9,850	11,705	13,683	15,863
少数股东权益	2	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	53,482	56,716	57,097	61,773	67,367	73,938

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.824	0.570	0.474	0.649	0.765	0.829
每股净资产	4.572	4.909	5.182	5.581	6.006	6.475
每股经营现金净流	0.425	0.679	0.842	1.748	1.394	1.497
每股股利	0.200	0.400	0.200	0.250	0.340	0.360
回报率						
净资产收益率	18.02%	11.61%	9.15%	11.63%	12.74%	12.80%
总资产收益率	7.17%	4.67%	3.86%	4.89%	5.28%	5.21%
投入资本收益率	12.64%	8.43%	5.63%	8.50%	8.83%	8.77%
增长率						
主营业务收入增长率	4.68%	14.83%	-12.22%	18.39%	9.04%	8.75%
EBIT 增长率	86.22%	-29.04%	-24.20%	46.52%	13.48%	9.91%
净利润增长率	100.44%	-30.85%	-16.80%	36.86%	17.95%	8.27%
总资产增长率	5.71%	6.05%	0.67%	8.19%	9.05%	9.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.8	6.4	7.7	7.7	7.7	7.7
存货周转天数	118.8	119.9	139.9	139.9	139.9	139.9
应付账款周转天数	13.7	17.4	25.4	25.4	25.4	25.4
固定资产周转天数	318.9	303.0	333.4	285.4	273.4	269.3
偿债能力						
净负债/股东权益	26.76%	24.97%	53.52%	34.20%	36.51%	40.84%
EBIT 利息保障倍数	6.4	5.1	3.9	5.4	6.5	6.0
资产负债率	60.23%	59.73%	57.78%	57.97%	58.52%	59.26%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	5	8	31
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究