

## 布局资源，产业链一体化进一步完善

### --2023 年年报点评

天山铝业(002532)

推荐 (维持)

分析师

华立

☎: 021-20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

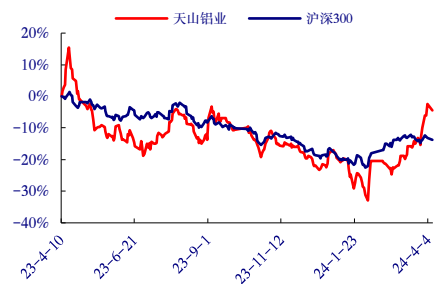
分析师登记编码: S0130516080004

市场数据

2024-04-08

股票代码	002532
A股收盘价(元)	6.99
上证指数	3,047.05
总股本万股	465,189
实际流通A股万股	413,001
流通A股市值(亿元)	289

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河有色】公司点评报告-天山铝业: Q3吨铝净利大幅提升, 公司业绩持续改善

#### 核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年年报, 公司 2023 年实现营业收入 289.75 亿元, 同比减少 12.22%; 实现归属母公司股东净利润 22.05 亿元, 同比减少 16.80%; 实现扣非后归属于母公司股东净利润 18.83 亿元, 同比减少 25.81%。公司 2023Q4 单季度实现营业收入 66.31 亿元, 同比减少 19.90%; 实现归属母公司股东净利润 5.68 亿元, 同比增长 130.08%, 环比减少 8.09%; 实现扣非后归属于母公司股东净利润 5.54 亿元, 同比增长 164.91%, 环比减少 7.51%。
- 电解铝产量稳定, 氧化铝产量大幅增长, 电池箔形成出货:** 报告期内, 公司生产经营稳定, 2023 年电解铝产量 116.55 万吨, 同比增长 0.64%; 氧化铝产量 211.90 万吨, 同比增长 37.57%; 阳极碳素产量 59.89 万吨, 同比增加 16.86%; 高纯铝产量 4.28 万吨, 同比增长 3.38%; 电池铝箔产量 0.1 万吨, 同比增长 233.33%。
- 铝价下跌致使电解铝毛利下滑, 氧化铝盈利改善, 高纯铝业待释放:** 尽管报告期内因预焙阳极和煤炭发电成本下降, 公司电解铝单吨销售成本同比下降 328 元至 13108 元/吨, 但 2023 年国内电解铝均价同比下跌 6.2%至 18699.63 元/吨, 使公司 2023 年电解铝单吨毛利同比减少 14.06%至 3438 元/吨, 自产电解铝业务毛利率同比下降 2.16 个百分点至 20.78%。2023 年公司氧化铝单位售价上涨 3.05%至 2840 元/吨, 因铝土矿成本上升公司氧化铝单吨销售成本同比增长 1.62%至 2440 元/吨, 公司单吨氧化铝毛利同比增厚 36 元至 72 元/吨, 再叠加氧化铝产量的大幅增长, 使公司 2023 年氧化铝贡献毛利润同比增长 216.78%至 1.23 亿元。报告期内, 公司高纯铝板块受出口关税调整及国内消费电子市场疲软等因素的影响, 积累了一定的库存, 导致高纯铝未实现销售毛利约 1.8 亿元。目前高纯铝出口关税政策问题已解决, 公司正在积极组织拓展海外市场, 同时积极开发国内新客户, 高纯铝未实现销售毛利有望在 2024 年得到释放。
- 上下游铝产业链一体化进一步完善:** 报告期内, 为加强上游铝土矿资源的保障, 提升成本竞争力, 公司在几内亚完成了一家本土矿业公司的股权收购并获得矿产品独家优先购买权, 直接锁定铝土矿资源供应和采购成本, 2024 年项目已进入规模开采并即将运回国内, 满足国内氧化铝生产原料的需求。项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿, 全面达产后将基本解决公司氧化铝生产的原料需求, 公司将形成从铝土矿原料-氧化铝生产-预焙阳极辅料-电解铝的 100%自主自供产业链一体化。下游铝材加工方面, 公司石河子铝箔坯料生产基地及江阴铝箔生产基地均在进行设备安装及调试, 已有部分产品出货, 已完成超过 40 家客户的试单和 10 多家客户的认证, 2024 年将进入产能爬坡阶段。此外, 海外扩张方面, 公司在印尼投资收购的铝土矿项目, 目前正在进行资源储量的详细勘探, 即将完成股权交割的前提条件。公司印尼投资建设氧化铝一期 200 万吨产能项目, 目前公司已向当地有关部门申报环评审批手续, 该项目已被列入印尼国家战略项目清单, 已完成可研报告, 进入设计阶段。

- **投资建议：**预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 36.89/40.70/49.06 亿元，EPS 分别为 0.79/0.88/1.06 元，对应 2024-2026 年 PE 为 8.7/7.9/6.5 倍。公司电解铝产业链一体化完善，将完全受益于电解铝、氧化铝价格的上涨，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**电解铝价格大幅下跌的风险；氧化铝价格大幅下跌的风险；电力成本与预焙阳极成本大幅上行的风险；公司新建项目进度不及预期的风险。

**附录：**
**(一) 公司财务预测表 (单位：百万元)**

报表预测						
利润表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	28744.77	33008.42	28974.77	35341.87	36990.58	39337.92
减：营业成本	22187.61	27962.37	24889.28	28517.70	29587.17	30742.33
营业税金及附加	458.30	477.11	468.22	548.48	574.06	610.49
营业费用	18.99	18.09	17.66	21.42	22.42	23.84
管理费用	271.35	300.79	344.46	420.15	439.75	467.66
研发费用	159.93	241.94	217.06	264.76	277.11	294.69
财务费用	878.83	786.97	787.64	960.72	1005.53	1069.34
减值损失	5.01	2.73	-2.88	-2.88	-2.88	-2.88
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>4943.34</b>	<b>3363.67</b>	<b>2641.71</b>	<b>4608.65</b>	<b>5084.53</b>	<b>6129.56</b>
加：其他非经营损益	3.04	1.95	10.06	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4946.38</b>	<b>3365.61</b>	<b>2651.77</b>	<b>4608.65</b>	<b>5084.53</b>	<b>6129.56</b>
减：所得税	1113.41	715.01	446.26	922.31	1017.48	1226.49
<b>净利润</b>	<b>3832.97</b>	<b>2650.60</b>	<b>2205.51</b>	<b>3686.34</b>	<b>4067.05</b>	<b>4903.07</b>
减：少数股东损益	-0.07	0.12	0.20	0.34	0.37	0.45
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>3833.04</b>	<b>2650.48</b>	<b>2205.31</b>	<b>3688.89</b>	<b>4069.56</b>	<b>4905.50</b>
资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7576.28	8823.47	7811.55	28273.50	29592.46	31470.34
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	5874.18	6240.68	3679.78	7948.46	4155.32	8531.25
其他应收款 (合计)	68.38	47.97	96.69	36.10	68.38	47.97
存货	8834.39	9531.59	9543.30	12312.37	10362.93	13197.68
其他流动资产	344.00	277.27	394.42	394.42	394.42	394.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	28640.95	29556.71	30811.38	34150.73	37090.08	39629.44
无形资产和开发支出	1123.95	1171.64	1480.24	1308.58	1136.92	965.26
其他非流动资产	985.39	1086.27	3293.62	25643.42	30360.24	29893.39
<b>资产总计</b>	<b>53481.87</b>	<b>56715.77</b>	<b>57097.02</b>	<b>82314.74</b>	<b>80938.83</b>	<b>92652.41</b>
短期借款	3963.34	4078.39	8813.18	27018.19	33733.59	32090.82
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	16975.51	17202.08	10247.02	21099.11	11165.84	22096.44
长期借款	5438.98	6641.52	7020.50	6020.50	5020.50	4020.50
其他负债	9798.59	10032.10	15720.50	28510.01	35225.40	33582.63
<b>负债合计</b>	<b>32213.08</b>	<b>33875.71</b>	<b>32988.03</b>	<b>55629.62</b>	<b>51411.75</b>	<b>59699.58</b>
股本	4651.89	4651.89	4651.89	4651.89	4651.89	4651.89
资本公积	8871.38	8871.38	8825.88	8675.86	8675.86	8675.86
留存收益	7743.36	9464.66	10779.20	13354.99	16196.58	19621.88
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>21266.62</b>	<b>22837.91</b>	<b>24106.95</b>	<b>26682.74</b>	<b>29524.33</b>	<b>32949.63</b>
少数股东权益	2.17	2.15	2.04	2.38	2.75	3.20
<b>股东权益合计</b>	<b>21268.80</b>	<b>22840.06</b>	<b>24108.99</b>	<b>26685.12</b>	<b>29527.08</b>	<b>32952.83</b>
负债和股东权益合计	53481.87	56715.77	57097.02	82314.74	80938.83	92652.41
现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金净流量	1979.15	3157.14	3916.34	11290.98	4111.48	13321.91
投资性现金净流量	-2887.07	-2118.78	-3737.68	-6000.00	-6000.00	-6000.00
筹资性现金净流量	-1762.87	-827.74	100.27	15170.97	3207.48	-5444.04
<b>现金流量净额</b>	<b>-2675.98</b>	<b>213.17</b>	<b>263.27</b>	<b>20461.94</b>	<b>1318.96</b>	<b>1877.88</b>

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn