

天山铝业 (002532.SZ)

买入(维持评级)

2023 年年报点评：业绩基本符合预期，资源端放量将增厚业绩

当前价格：6.99 元
目标价格：9.06 元

投资要点：

➤ **事件：公司发布2023年年报：**2023全年公司实现营业收入289.7亿元，同比-12.2%；归母净利润22.1亿元，同比-16.80%。2023Q4公司实现营业收入66.3亿元，环比-12.1%；归母净利润5.7亿元，环比-8.1%。

➤ **2023年：铝价下跌+高纯铝销售受限，23年归母同比-4.5亿元。量：**23年氧化铝产量211.9万吨，同比+37.6%；销量171.2万吨，同比+60.3%。电解铝产量116.6万吨，同比+0.6%，销量112.1万吨，同比-3.4%。高纯铝产量4.3万吨，同比+3.4%；销量1.7万吨，同比-58.0%。**价：**23年氧化铝均价2,919元/吨，同比-1.0%；电解铝均价1.87万元/吨，同比-6.2%；华东预焙阳极均价6,287元/吨，同比-23.2%；5500Q动力煤均价965元/吨，同比-24.0%。**利：**23年受铝价下跌及高纯铝销量下滑影响，毛利同比降低9.6亿元，其中高纯铝毛利下滑2.3亿元；公司获得高新技术企业认证，实际所得税税率由21.2%下降至16.8%。

➤ **2024年：量价齐升+资源端放量，进一步增厚业绩。量：**根据公司产量指引，预计24年氧化铝产量235万吨，电解铝产量116万吨，铝土矿产量300万吨，高纯铝产量2.5万吨，铝箔及铝箔坯料产量10万吨。**价：**根据最新市场价格，预计24年氧化铝3300元/吨，电解铝2万元/吨，预焙阳极均价5200元/吨。**利：**1) 电解铝价格预计同比增1300元/吨，或利增毛利13亿元；2) 几内亚项目24年可贡献300万吨铝土矿，或能够降低氧化铝成本；3) 天足铁路专用线24年已通车，年货物运输量将达1000万吨左右，物流成本降低可进一步增厚业绩。

➤ **海外拓展打造第二条成长曲线。**1) 公司已在印尼取得三个铝土矿开采权，目前正在详细勘探工作，依托印尼良好的铝土矿资源优势，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，其中一期100万吨，该项目已被列入印尼国家战略项目清单，正在进行环评、征地等工作。2) 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其铝土矿产品的独家购买权，该项目具备生产及运输铝土矿产能约为600万吨/年，24年预计可贡献300万吨铝土矿，25预计将满产。

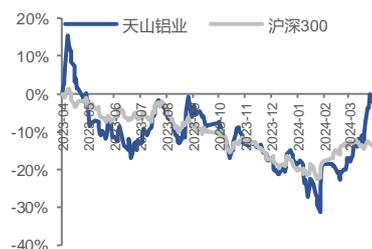
➤ **盈利预测与投资建议：**考虑到几内亚项目盈利释放，预计24-26年归母净利润为38/46/51亿元(24-25年前值36.32/46.91亿元)，给予24年11倍PE，对应目标价为9.06元并维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**产能释放不及预期，下游需求不及预期，原材料和能源价格波动风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4652/4130
总市值/流通市值(百万元)	32517/28869
每股净资产(元)	5.18
资产负债率(%)	57.78
一年内最高/最低(元)	8.25/4.91

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
执业证书编号：S0210522090001
邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

《天山铝业(002532.SZ)：2023 年三季度报点评：电解铝盈利走扩，Q3 利润持续改善》——20231123

《天山铝业(002532.SZ)：2023 年中报点评：高纯铝出口受阻致 23H1 业绩下滑，电池铝箔+出海布局有望提升公司成长潜力》——20230901

《天山铝业(002532.SZ)：2022 年年报点评，Q4 业绩触底，电池铝箔将开启第二成长曲线》——20230321

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,008	28,975	32,641	33,753	34,401
增长率	15%	-12%	13%	3%	2%
净利润(百万元)	2,650	2,205	3,833	4,619	5,128
增长率	-31%	-17%	74%	20%	11%
EPS(元/股)	0.57	0.47	0.82	0.99	1.10
市盈率(P/E)	12.3	14.7	8.5	7.0	6.3
市净率(P/B)	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,812	11,778	13,768	17,921	营业收入	28,975	32,641	33,753	34,401
应收票据及账款	1,505	1,762	1,786	1,840	营业成本	24,889	26,421	26,776	26,889
预付账款	2,078	2,206	2,236	2,245	税金及附加	468	527	545	556
存货	9,543	10,131	10,267	10,310	销售费用	18	20	21	21
合同资产	0	0	0	0	管理费用	344	388	401	409
其他流动资产	574	550	600	598	研发费用	217	245	253	258
流动资产合计	21,512	26,428	28,656	32,914	财务费用	788	831	630	549
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	3	-1	-1	-1
固定资产	26,467	25,287	24,238	23,312	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	4,147	4,247	4,247	4,147	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	1,480	1,489	1,530	1,605	投资收益	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	389	400	300	300
其他非流动资产	3,491	3,471	3,489	3,484	营业利润	2,642	4,613	5,429	6,027
非流动资产合计	35,585	34,494	33,505	32,548	营业外收入	16	10	11	13
资产合计	57,097	60,921	62,161	65,462	营业外支出	6	5	6	6
短期借款	8,813	4,000	2,000	2,000	利润总额	2,652	4,618	5,434	6,034
应付票据及账款	6,715	12,289	11,246	10,296	所得税	446	785	815	905
预收款项	0	0	0	0	净利润	2,206	3,833	4,619	5,128
合同负债	72	400	227	246	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	1,819	1,424	1,621	1,523	归属母公司净利润	2,206	3,833	4,619	5,128
其他流动负债	7,203	6,827	7,011	6,910	EPS (按最新股本摊薄)	0.47	0.82	0.99	1.10
流动负债合计	24,621	24,941	22,105	20,976					
长期借款	7,021	7,321	7,621	7,721	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
其他非流动负债	1,346	1,405	1,375	1,390	成长能力				
非流动负债合计	8,367	8,725	8,996	9,110	营业收入增长率	-12.2%	12.7%	3.4%	1.9%
负债合计	32,988	33,666	31,101	30,086	EBIT 增长率	-17.2%	58.4%	11.3%	8.6%
归属母公司所有者权益	24,107	27,253	31,058	35,372	归母公司净利润增长率	-16.8%	73.8%	20.5%	11.0%
少数股东权益	2	2	3	3	获利能力				
所有者权益合计	24,109	27,256	31,061	35,375	毛利率	14.1%	19.1%	20.7%	21.8%
负债和股东权益	57,097	60,921	62,161	65,462	净利率	7.6%	11.7%	13.7%	14.9%
					ROE	9.1%	14.1%	14.9%	14.5%
					ROIC	8.0%	13.3%	14.0%	13.8%
					偿债能力				
					资产负债率	57.8%	55.3%	50.0%	46.0%
					流动比率	0.9	1.1	1.3	1.6
					速动比率	0.5	0.7	0.8	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	8	6	7	7
					存货周转天数	138	134	137	138
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.47	0.82	0.99	1.10
					每股经营现金流	0.84	2.40	1.19	1.33
					每股净资产	5.18	5.86	6.68	7.60
					估值比率				
					P/E	15	8	7	6
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	91	64	60	56

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn