

2024年04月11日
天山铝业(002532.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

积累库存拖累盈利, 印尼几内亚资源项目稳步推进

事件: 公司发布 2023 年年报, 2023 年公司实现营业收入 289.75 亿元, 同比下滑 12.2%; 实现归母净利润 22.05 亿元, 同比下降 16.8%; 实现扣非归母净利润 18.83 亿元, 同比下降 25.8%。第四季度公司实现营业收入 66.31 亿元, 同比减少 19.9%, 环比减少 12.1%; 实现归母净利润 5.68 亿元, 同比增加 130.08%、环比减少 8.1%; 实现扣非归母净利润 5.54 亿元, 同比增加 164.9%、环比增加 7.5%。

阳极碳素和高纯铝板积累库存产生未实现销售毛利, 铝价上行公司盈利有望增厚。

✓ **业绩拆分:** 据公司公告, 阳极碳素和高纯铝板块有部分利润尚未实现销售, 其中高纯铝板块未实现销售毛利约 1.8 亿元。

✓ **量:** 据公司公告, 报告期内公司电解铝产量 116.5 万吨 (同比+0.69 万吨), 氧化铝产量 211.9 万吨 (同比+57.87 万吨), 预焙阳极产量 59.9 万吨 (同比+8.65 万吨), 高纯铝产量 4.3 万吨 (同比+0.16 万吨), 铝箔产量 0.1 万吨。

2024 年公司全年主要生产经营目标为: 原铝产量 116 万吨、发电量 130 亿度、氧化铝产量 235 万吨、预焙阳极产量 55 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:** 据同花顺, 2023 年 SHFE 铝收盘价 18624.9 元/吨, 同比-6.5% (或-1289 元/吨), 成本端氧化铝均价 2900.6 元/吨, 同比-1.5% (或-42.9 元/吨), 预焙阳极均价 4762.9 元/吨, 同比-1852 元/吨。铝土矿均价 449.22 元/吨, 同比+32 元/吨, 烧碱均价 2688.57 元/吨, 同比-850.17 元/吨。

2023 年 Q4SHFE 铝均价 18981 元/吨, 环比+198.5 元/吨, 同比+225.7 元/吨; 氧化铝均价 2958 元/吨, 同比+181.3 元/吨, 环比+99.8 元/吨; 预焙阳极均价 4100.5 元/吨, 同比-2993.5 元/吨, 环比-104.52 元/吨; 铝土矿均价 460.53 元/吨, 同比+38.87 元/吨, 环比-3.25 元/吨; 烧碱均价 2652.88 元/吨, 同比-980.17 元/吨, 环比+130.97 元/吨。

考虑一吨电解铝需要约 0.47 吨预焙阳极及 1.9 吨氧化铝, 2023 年原料成本端环比下移对吨毛利影响为增厚 842.43 元, 2023 年 Q4 原料成本端环比上涨对吨毛利影响为减少 124.3 元。

铝

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

9.75 元

股价 (2024-04-10)

6.95 元

交易数据

总市值(百万元)	32,330.60
流通市值(百万元)	28,703.54
总股本(百万股)	4,651.89
流通股本(百万股)	4,130.01
12 个月价格区间	4.91/8.45 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.1	12.5	9.6
绝对收益	17.0	19.4	-5.1

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001

qinj1@essence.com.cn

洪璐

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524010005

honglu1@essence.com.cn

相关报告

铝价上涨助力业绩释放, 一体化项目稳步推进	2023-10-29
扣非归母净利润环增, 铝箔及境外氧化铝项目深入一体化布局	2023-09-03
政府补助冲高非经常性利润 一体化布局打造长期优势	2023-04-30
一次性费用拖累四季度业绩, 一体化进程加速成长可	2023-03-20

考虑一吨氧化铝需要 2.7 吨铝土矿和 0.14 吨烧碱，2023 年原料成本端波动对吨毛利影响为同比增厚 28.87 元/吨，2023 年 Q4 原料成本端波动对吨毛利影响为环比减少 8.46 元/吨。

期	
电解铝价格回调拖累业绩，	2022-10-30
锂电铝箔项目稳步推进	

✓经营性现金流稳健，2023 年经营性现金流净额为 39.16 亿元，较 2022 年提升 7.59 亿元。

目战略规划清晰：以资源保障为重点，铝土矿目标自给率达到 100%，同时积极研究落地未建电解铝指标：

✓印尼：公司计划在印尼建设铝一体化产业链，打造铝土矿、氧化铝、电解铝、深加工和配套产业链的大型一体化铝工业园。公司拥有印尼三个采矿权总占地面积合计约 3 万公顷，总勘探面积达 25.90 万公顷，另外公司计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，目前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。该项目已完成可研报告，进入设计阶段。

✓几内亚：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购买权，在几内亚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，该项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿，同时广西自有铝土矿探转采工作亦在逐步推进中，随着上述项目的逐步落实，未来公司上游资源的保障度将达到 100%。

✓据公司公告，公司拥有合规电解铝指标共 140 万吨，已建 120 万吨，另有 20 万吨指标未落地，公司将结合所在区域用能情况、电力经济性、资本开支等多方面因素综合规划未建产能的落地方案。

目电解铝复产仍有不确定性，需求端地产竣工悲观预期触底，PMI 持续处于扩张周期，铝价有望站稳高位持续走强，公司业绩有望受益。据 SMM，截止目前云南总启槽产能约 20 万吨左右，SMM 预计云南第一批复产在 4 月份中旬或达产，4 月底国内电解铝运行产能环比增加 25 万吨左右至 4235 万吨，剩余复产有不确定性。需求端 SMM 调研 4 月国内铝加工 PMI 仍处于扩张区间，达到 56.2%，竣工端 1-2 月竣工同比-20%，充分释放悲观情绪，预计在汽车、家电、包装等领域保持低速增长下全年电解铝有望维持紧平衡，铝价易涨难跌。

目投资建议：我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 365.80、375.63、382.05 亿元，预计净利润 26.90、30.67、31.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.66、0.69 元/股，目前股价对应 PE 为 12.0、10.5、10.1 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价维持 9.75 元/股。

目风险提示：铝价大幅波动，项目进度不及预期，终端需求不及预期等

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	33,008.4	28,974.8	36,579.9	37,563.2	38,204.8
净利润	2,650.5	2,205.3	2,690.4	3,067.1	3,194.1
每股收益(元)	0.57	0.47	0.58	0.66	0.69
每股净资产(元)	4.91	5.18	5.63	6.16	6.73
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	12.2	14.7	12.0	10.5	10.1
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净利润率	8.0%	7.6%	7.4%	8.2%	8.4%
净资产收益率	11.6%	9.1%	10.3%	10.7%	10.2%
股息收益率	2.9%	0.0%	2.3%	2.0%	1.6%
ROIC	12.6%	10.4%	9.5%	10.5%	10.3%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33,008.4	28,974.8	36,579.9	37,563.2	38,204.8	成长性					
减:营业成本	27,962.4	24,889.3	31,505.3	32,307.7	32,831.1	营业收入增长率	14.8%	-12.2%	26.2%	2.7%	1.7%
营业税费	477.1	468.2	567.7	583.0	592.9	营业利润增长率	-32.0%	-21.5%	22.3%	14.0%	4.1%
销售费用	18.1	17.7	22.2	22.8	23.2	净利润增长率	-30.9%	-16.8%	22.0%	14.0%	4.1%
管理费用	300.8	344.5	371.2	381.2	387.7	EBITDA 增长率	-21.1%	-14.8%	18.3%	2.7%	1.7%
研发费用	241.9	217.1	248.6	255.2	259.6	EBIT 增长率	-29.0%	-24.2%	27.2%	3.8%	2.4%
财务费用	787.0	787.6	635.0	331.1	276.6	NOPLAT 增长率	-27.5%	-12.7%	12.7%	3.8%	2.4%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.0%	22.7%	-6.0%	5.1%	4.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.4%	5.6%	8.7%	9.3%	9.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	3,363.7	2,641.7	3,230.0	3,682.4	3,833.8	利润率					
加:营业外净收支	1.9	10.1	5.0	5.7	6.9	毛利率	15.3%	14.1%	13.9%	14.0%	14.1%
利润总额	3,365.6	2,651.8	3,235.0	3,688.0	3,840.7	营业利润率	10.2%	9.1%	8.8%	9.8%	10.0%
减:所得税	715.0	446.3	544.4	620.7	646.3	净利润率	8.0%	7.6%	7.4%	8.2%	8.4%
净利润	2,650.5	2,205.3	2,690.4	3,067.1	3,194.1	EBITDA/营业收入	16.7%	16.2%	15.2%	15.2%	15.2%
						EBIT/营业收入	12.1%	10.5%	10.6%	10.7%	10.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	286	335	252	230	211
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动资本周转天数	-25	6	13	3	10
货币资金	8,823.5	7,811.6	2,926.4	3,005.1	3,056.4	流动资产周转天数	260	288	238	213	213
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	7	9	9	9	9
应收账款	764.4	604.5	1,123.7	650.9	1,154.0	存货周转天数	100	118	119	119	119
应收票据	1,170.2	997.2	1,739.1	1,070.8	1,787.1	总资产周转天数	601	707	572	516	498
预付账款	4,306.1	2,078.1	6,003.1	2,283.9	6,137.4	投资资本周转天数	291	380	322	311	321
存货	9,531.6	9,543.3	14,602.0	10,158.3	15,003.2						
其他流动资产	305.4	477.2	409.8	397.4	428.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	9.1%	10.3%	10.7%	10.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	3.9%	4.5%	6.3%	5.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	12.6%	10.4%	9.5%	10.5%	10.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	27,397.0	26,467.1	24,821.3	23,175.5	21,529.7	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	1,962.7	4,147.2	4,147.2	4,147.2	4,147.2	管理费用率	0.9%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	1,171.6	1,480.2	1,448.2	1,416.2	1,384.2	研发费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	1,283.3	3,490.7	1,985.6	2,253.2	2,576.5	财务费用率	2.4%	2.7%	1.7%	0.9%	0.7%
资产总额	56,715.8	57,097.0	59,206.3	48,558.5	57,203.7	四费/营业收入	4.1%	4.7%	3.5%	2.6%	2.5%
短期债务	4,078.4	8,813.2	6,026.6	5,460.6	4,431.1	偿债能力					
应付账款	2,643.6	3,664.5	3,714.6	3,808.4	4,076.7	资产负债率	59.7%	57.8%	57.5%	46.5%	51.6%
应付票据	12,724.3	4,868.7	17,400.8	7,397.8	16,473.5	负债权益比	148.3%	136.8%	135.4%	87.0%	106.6%
其他流动负债	6,324.9	7,275.0	7,066.7	6,888.8	7,076.8	流动比率	0.97	0.87	0.78	0.75	0.86
长期借款	6,641.5	7,020.5	-	-	-	速动比率	0.60	0.49	0.36	0.31	0.39
其他非流动负债	1,463.0	1,346.1	1,285.4	1,364.8	1,332.1	利息保障倍数	5.09	3.86	6.09	12.12	14.86
负债总额	33,875.7	32,988.0	35,494.1	24,920.4	33,390.3	分红指标					
少数股东权益	2.1	2.0	2.3	2.6	2.9	DPS(元)	0.20	-	0.16	0.14	0.11
股本	4,651.9	4,651.9	4,651.9	4,651.9	4,651.9	分红比率	34.9%	0.0%	27.8%	20.9%	16.2%
留存收益	18,336.2	19,616.2	21,558.0	23,983.6	26,658.7	股息收益率	2.9%	0.0%	2.3%	2.0%	1.6%
股东权益	22,840.1	24,109.0	26,212.2	28,638.1	31,313.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,650.6	2,205.5	2,690.4	3,067.1	3,194.1
						加:折旧和摊销	1,489.0	1,646.5	1,677.8	1,677.8	1,677.8
						资产减值准备	2.7	-2.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	867.1	911.2	635.0	331.1	276.6
						投资收益	-	-	-	-	-
						少数股东损益	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
						营运资金的变动	-1,590.1	-4,649.0	4,341.3	-1,075.9	-927.9
						经营活动产生现金流量	3,157.1	3,916.3	9,344.7	4,000.4	4,220.9
						投资活动产生现金流量	-2,118.8	-3,737.7	-2,503.7	-2,489.2	-2,506.0
						融资活动产生现金流量	-827.7	100.3	-11,726.2	-1,432.5	-1,663.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.57	0.47	0.58	0.66	0.69
						BVPS(元)	4.91	5.18	5.63	6.16	6.73
						PE(X)	12.2	14.7	12.0	10.5	10.1
						PB(X)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
						P/FCF	13.7	15.0	-9.8	9.3	9.5
						P/S	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8
						EV/EBITDA	7.4	8.0	6.8	6.5	6.2
						CAGR(%)	5.0%	13.1%	-11.1%	5.0%	13.1%
						PEG	2.4	1.1	-1.1	2.1	0.8
						ROIC/WACC	1.4	1.1	1.0	1.1	1.1
						REP	1.1	1.0	1.2	1.0	0.9

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034