



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：6.95

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

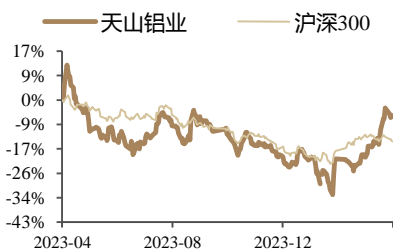
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.67	18.87	15.76
相对涨幅(%)	19.04	14.73	9.44

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《天山铝业(002532.SZ)：Q3铝价上行利润环比改善，铝箔业务稳步推进》，2023.10.27
- 《天山铝业(002532.SZ)：疆内电解铝第一股》，2023.7.20

天山铝业(002532.SZ)：全产业链布局加强，成本优势凸显

投资要点

- 事件：公司发布2023年年度报告。**公司全年实现营业收入289.7亿元，同比-12.22%；实现归母净利22.1亿元，同比-16.80%；实现扣非归母净利18.8亿元，同比-25.81%。2023年公司实现非经常性损益3.2亿元(2022年1.1亿元)，增加主要来自政府补助。全年公司销售自产铝锭毛利率为20.78%，同比下降2.16个百分点，核心原因为铝价下降，而原材料端来自国内外铝土矿供货价格上涨，生产成本有所增加。公司2023Q4单季度实现营业收入66.3亿元，同比-19.90%，环比-12.1%；实现归母净利5.7亿元，同比+130.08%，环比-8.10%。计划2023年度现金分红6.94亿元，股利支付率达31.5%。
- 2023年内电解铝价格呈上涨趋势，公司主要产品产量实现增长。**价格方面，2023年全年中国长江有色市场平均铝价为18700元/吨，年内持续回升，但高基数下同比下降6.2%。同时，原材料端，2023年公司未实现阳极碳块销售，所产阳极均为自用，而阳极碳块的原材料(石油焦、煤沥青等)价格下行，预焙阳极成本有所下降；氧化铝由于国内外铝土矿供货价格上涨，生产成本同比增加1.6%。综合来看，公司自产铝锭毛利率为20.78%，同比下降2.16个百分点。**产量方面，公司主要产品产量实现上涨。**其中自产铝锭产量116.55万吨，同比增加0.64%，产能利用率97.1%；高纯铝产量4.28万吨，同比增加3.38%，产能利用率71.3%；氧化铝产量211.9万吨，同比增加37.57%，产能利用率84.8%；子公司江阴新仁铝业原产品铝制品转产，截至2023年报正完成年产2万吨电池铝箔技改项目，铝制品2023年无产量。
- 铝箔业务稳步推进，坯料即将规模生产。**铝箔坯料生产线规划产能30万吨，截至2023年报，一期15万吨主体设备安装完成已开始生产调试，即将规模生产；铝箔深加工生产线位于江阴，毗邻长江三角洲锂电产业聚集区，其中技改项目年产能2万吨已完成设备安装和调试，进入试生产阶段；新建产能20万吨，一期15万吨主体设备正在进行安装和调试，产品主要为动力电池铝箔、储能电池铝箔和食品铝箔等。此外，铝箔已完成超过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。
- 海外布局铝土矿资源，落地后氧化铝项目更具成本优势。**①公司在几内亚完成对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，可利用现有物流通道运输并装载至远洋大货轮运至中国，据2023年报，项目已进入生产开采阶段，即将向国内发运，可满足公司对铝土矿的原料需求，大大降低铝土矿原料成本。②公司在印尼获得三个铝土矿开采权，并依托铝土矿资源计划投资15.56亿美元在印尼规划建设200万吨氧化铝生产线，其中一期100万吨，目前正在进行环评、征地等工作。
- 盈利预测。**公司从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造，打通上下游一体化，并配套自备电厂和自备预焙阳极，形成完整铝产业链布局，使公司的电解铝产品在上游的电力自供、铝土矿资源储备、氧化铝及阳极碳素供应保障和成本优势方面保持较强的竞争力。我们预计公司2024-2026年归母净利分别为32.1/35.5/37.0亿元，同比增速45.6%、10.6%、4.3%；截至2024年4月12日收盘价对应PE为10.07x/9.10x/8.73x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济下行导致金属价格不及预期；高纯铝及电池铝箔项目建设进度不及预期；下游开工率低致需求不及预期

股票数据

总股本(百万股):	4,651.89
流通 A 股(百万股):	4,130.01
52 周内股价区间(元):	4.91-8.25
总市值(百万元):	32,330.60
总资产(百万元):	57,097.02
每股净资产(元):	5.18

资料来源: 公司公告

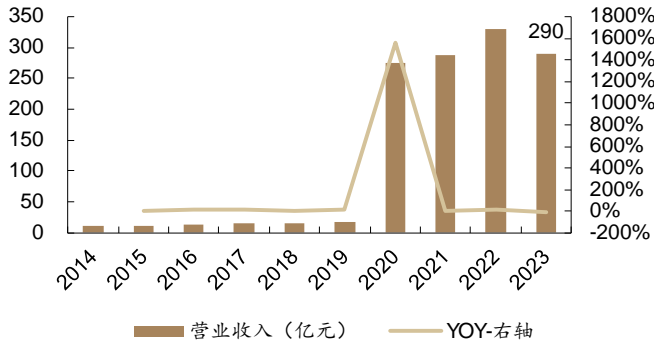
主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,008	28,975	36,531	38,965	39,998
(+/-)YOY(%)	14.8%	-12.2%	26.1%	6.7%	2.7%
净利润(百万元)	2,650	2,205	3,211	3,551	3,704
(+/-)YOY(%)	-30.9%	-16.8%	45.6%	10.6%	4.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.57	0.47	0.69	0.76	0.80
毛利率(%)	15.3%	14.1%	15.8%	16.1%	16.1%
净资产收益率(%)	11.6%	9.1%	12.6%	13.3%	13.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

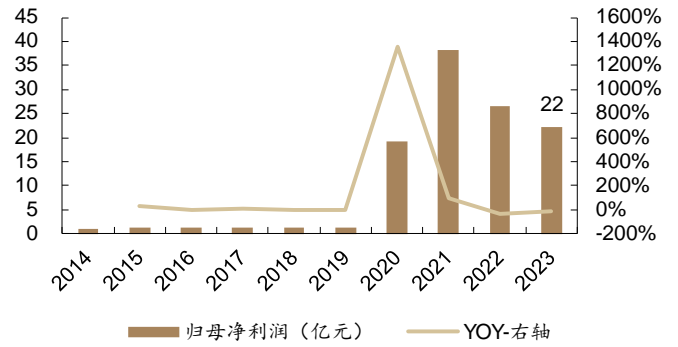
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



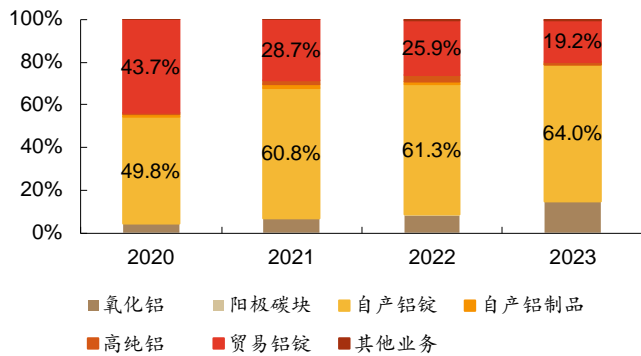
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



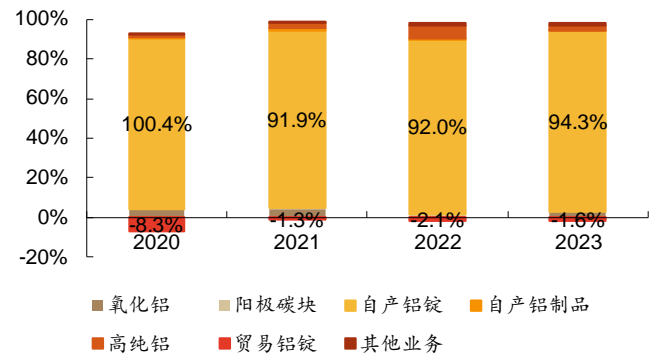
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司营业收入结构



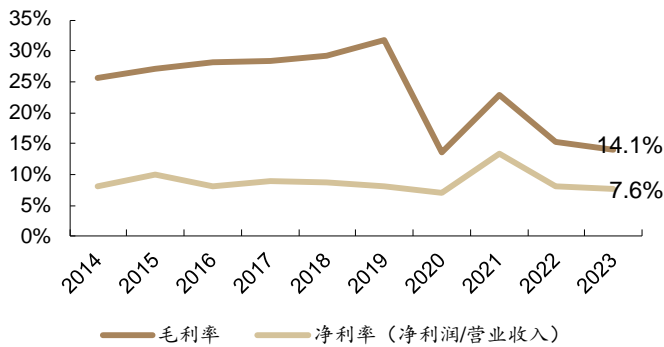
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司毛利结构



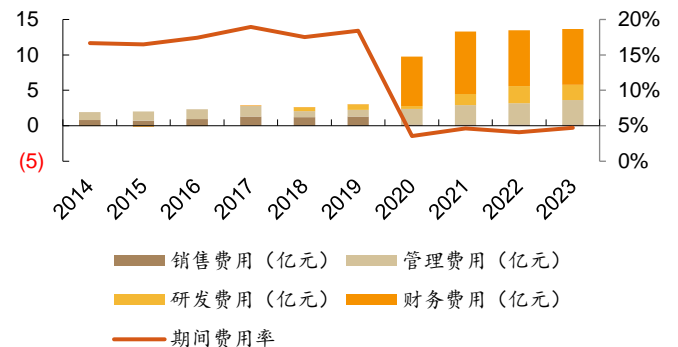
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司毛利率和净利率



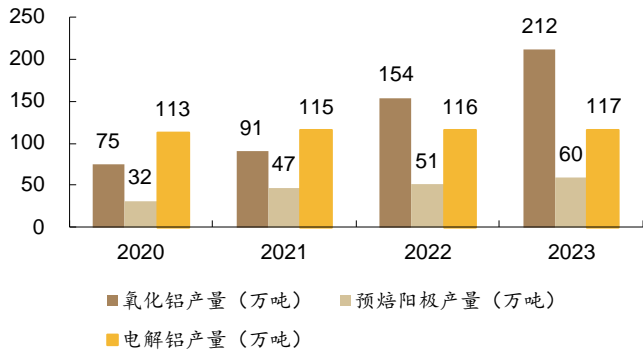
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司期间费用及总费率



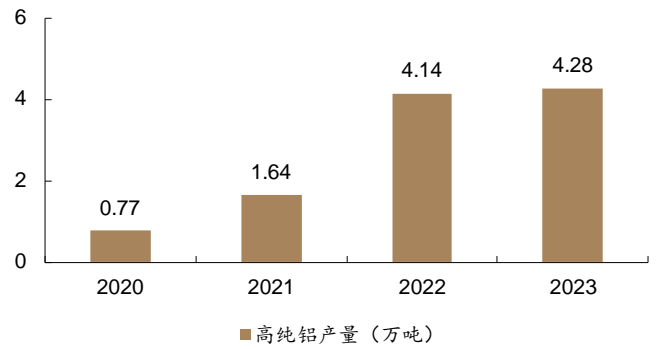
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所
注: 2018年之前的研发费用体现在管理费用中

图 7: 公司预焙阳极、电解铝、氧化铝产品产量



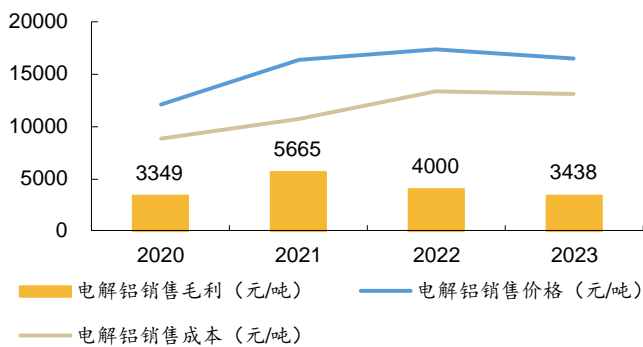
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 8: 公司高纯铝产量



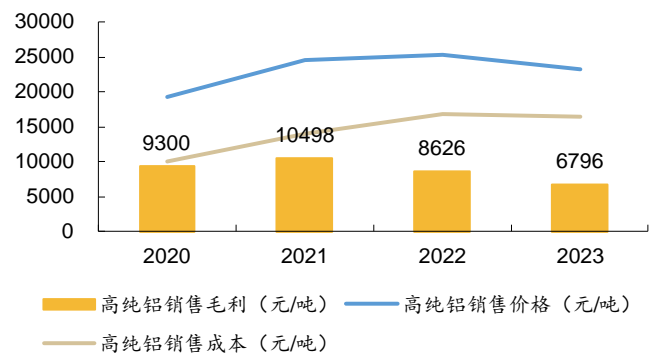
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 9: 公司电解铝单位价格、单位成本和毛利



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 10: 公司高纯铝单位价格、单位成本和毛利



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.69	0.76	0.80
每股净资产	5.18	5.47	5.73	5.98
每股经营现金流	0.84	1.64	1.26	1.45
每股股利	0.15	0.40	0.50	0.55
价值评估(倍)				
P/E	12.52	10.07	9.10	8.73
P/B	1.16	1.27	1.21	1.16
P/S	1.12	0.88	0.83	0.81
EV/EBITDA	8.04	6.44	5.90	5.45
股息率%	2.5%	5.8%	7.2%	7.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.1%	15.8%	16.1%	16.1%
净利润率	7.6%	8.8%	9.1%	9.3%
净资产收益率	9.1%	12.6%	13.3%	13.3%
资产回报率	3.9%	5.5%	5.8%	6.3%
投资回报率	6.4%	8.8%	8.9%	9.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-12.2%	26.1%	6.7%	2.7%
EBIT 增长率	-17.0%	34.7%	7.6%	3.5%
净利润增长率	-16.8%	45.6%	10.6%	4.3%
偿债能力指标				
资产负债率	57.8%	56.3%	56.6%	53.0%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.7
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	7.6	6.5	7.1	6.0
存货周转天数	138.0	105.0	100.0	88.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	1.1	1.4	1.5	1.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,205	3,211	3,551	3,704
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	1,648	1,807	1,896	1,957
非经营收益	867	954	937	971
营运资金变动	-805	1,653	-535	100
经营活动现金流	3,916	7,625	5,849	6,733
投资	-2,357	-947	-1,711	-1,328
其他	-1,381	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-3,738	-947	-1,711	-1,328
债权募资	2,429	-2,000	1,367	-316
股权募资	0	-25	0	0
其他	-2,329	-2,829	-3,272	-3,541
融资活动现金流	100	-4,854	-1,905	-3,858
现金净流量	263	1,824	2,234	1,546

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 12 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28,975	36,531	38,965	39,998
营业成本	24,889	30,749	32,709	33,559
毛利率%	14.1%	15.8%	16.1%	16.1%
营业税金及附加	468	559	613	621
营业税金率%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%
营业费用	18	21	23	23
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	344	384	436	434
管理费用率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	217	271	290	297
研发费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	3,430	4,621	4,971	5,144
财务费用	788	812	753	745
财务费用率%	2.7%	2.2%	1.9%	1.9%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2,642	3,818	4,223	4,405
营业外收支	10	5	5	5
利润总额	2,652	3,823	4,228	4,410
EBITDA	5,081	6,428	6,868	7,101
所得税	446	612	676	706
有效所得税率%	16.8%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	2,205	3,211	3,551	3,704

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,812	9,636	11,870	13,416
应收账款及应收票据	1,505	2,478	1,927	2,342
存货	9,543	8,394	9,778	6,629
其它流动资产	2,652	2,990	3,224	2,888
流动资产合计	21,512	23,498	26,798	25,275
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	26,467	26,377	26,193	25,850
在建工程	4,344	3,566	3,552	3,257
无形资产	1,480	1,502	1,524	1,545
非流动资产合计	35,585	34,739	34,563	33,946
资产总计	57,097	58,237	61,362	59,221
短期借款	8,813	6,813	8,181	7,864
应付票据及应付账款	6,715	7,989	8,365	5,804
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	9,094	9,633	9,790	9,380
流动负债合计	24,621	24,436	26,336	23,049
长期借款	7,021	7,021	7,021	7,021
其它长期负债	1,346	1,346	1,346	1,346
非流动负债合计	8,367	8,367	8,367	8,367
负债总计	32,988	32,803	34,702	31,415
实收资本	4,652	4,647	4,647	4,647
普通股股东权益	24,107	25,432	26,657	27,803
少数股东权益	2	2	3	3
负债和所有者权益合计	57,097	58,237	61,362	59,221

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。