

天山铝业 (002532.SZ)

全产业链布局, 充分享受铝价上涨收益

买入

核心观点

2023年公司归母净利润同比下降17%, 2024Q1归母净利润同比增加44%。2023年实现营收289.7亿元(-12.2%), 归母净利润22.1亿元(-16.8%), 扣非归母净利润18.8亿元(-25.8%), 经营性净现金流39.2亿元(+24%)。2024Q1单季营收68.3亿元(同比-1.7%, 环比+2.9%), 归母净利润7.2亿元(同比+43.5%, 环比+26.7%), 扣非归母净利润7.1亿元(同比+125.1%, 环比+27.4%)。

公司2023年盈利下滑主因铝价下跌, 以及高纯铝出口关税。2023年公司毛利润40.9亿元, 同比减少9.6亿元, 其中自产铝锭版块毛利润同比下滑7.9亿元: 2023年自产铝锭销售价格16545元/吨, 同比减少890元/吨或5%; 自产铝锭营业成本13108元/吨, 同比减少328元/吨或2%。售价降幅大于成本降幅, 导致自产铝锭单吨毛利润同比下降562元/吨至3438元/吨, 这是盈利下滑的主因。其次2023年海关对高纯铝征收30%出口关税, 导致高纯铝业务毛利润同比减少2.3亿元。同时因为高纯铝影响, 公司自产铝锭销量同比减少了4万吨, 也是盈利下降的重要原因。2024年海关取消了高纯铝出口关税, 公司正积极拓展国内外高纯铝业务。

2024年公司降本增效可期。广西本地铝土矿资源开发有望继续推进, 同时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, 降低天桂铝业铝土矿采购成本; 天铝有限于2023年末获评高新技术企业, 将按15%的税率缴纳企业所得税; 天足铁路专用线通车也将进一步降低物流成本。

风险提示: 铝价下跌风险, 电池铝箔市场竞争加剧风险, 新建项目进度不及预期风险。

投资建议: 维持“买入”评级

假设2023-2025年铝现货价格为19500元/吨(前值19000元/吨), 氧化铝价格为3300元/吨(前值2925元/吨), 预焙阳极价格4500元/吨(前值5500元/吨), 预计2024-2026年收入382/383/385亿元, 同比增速31.9/0.2/0.5%, 归母净利润32.52/34.70/37.64亿元, 同比增速47.5/6.7/8.5%; 摊薄EPS分别为0.70/0.75/0.81元, 当前股价对应PE分别为9.8/9.1/8.4x。公司今年在降低铝土矿采购成本、降低物流成本及税费等方面有积极变化, 并推进海外产业链一体化发展战略, 为公司打开长期成长空间, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 33,008 | 28,975 | 38,229 | 38,319 | 38,499 |
| (+/-%) | 14.8% | -12.2% | 31.9% | 0.2% | 0.5% |
| 净利润(百万元) | 2650 | 2205 | 3252 | 3470 | 3764 |
| (+/-%) | -30.9% | -16.8% | 47.5% | 6.7% | 8.5% |
| 每股收益(元) | 0.57 | 0.47 | 0.70 | 0.75 | 0.81 |
| EBIT Margin | 12.1% | 10.5% | 12.2% | 12.7% | 13.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 11.6% | 9.1% | 12.5% | 12.3% | 12.4% |
| 市盈率(PE) | 12.0 | 14.4 | 9.8 | 9.1 | 8.4 |
| EV/EBITDA | 11.9 | 13.8 | 8.9 | 8.4 | 8.0 |
| 市净率(PB) | 1.39 | 1.32 | 1.22 | 1.13 | 1.04 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师: 刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师: 焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn S0980522080003

基础数据

| | | |
|------------|------|----------------|
| 投资评级 | 合理估值 | 买入(维持) |
| 收盘价 | | 6.82元 |
| 总市值/流通市值 | | 31726/28167百万元 |
| 52周最高价/最低价 | | 7.90/4.68元 |
| 近3个月日均成交额 | | 306.96百万元 |

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

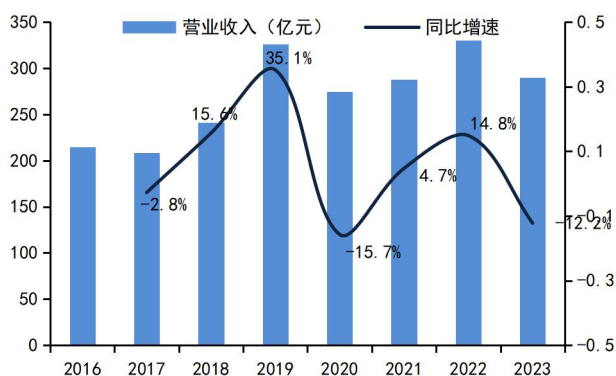
相关研究报告

- 《天山铝业(002532.SZ)-产品产销平稳, 电池铝箔项目稳步推进》——2023-09-02
- 《云铝股份(000807.SZ)-成本抬升拖累业绩, 资产负债率继续下降》——2023-03-23
- 《天山铝业(002532.SZ)-国内做强下游加工, 国外再建铝产业链》——2023-03-22
- 《天山铝业(002532.SZ)-主业经营稳健, 锂电铝箔项目进展顺利》——2022-10-30
- 《天山铝业(002532.SZ)-铝产业链一体化布局, 加码动力电池铝箔赛道》——2022-08-26

2023 年公司归母净利润同比下降 17%，2024Q1 归母净利润同比增加 44%。2023 年实现营收 289.7 亿元（-12.2%），归母净利润 22.1 亿元（-16.8%），扣非归母净利润 18.8 亿元（-25.8%），经营性净现金流 39.2 亿元（+24%）。2024Q1 单季营收 68.3 亿元（同比-1.7%，环比+2.9%），归母净利润 7.2 亿元（同比+43.5%，环比+26.7%），扣非归母净利润 7.1 亿元（同比+125.1%，环比+27.4%）。

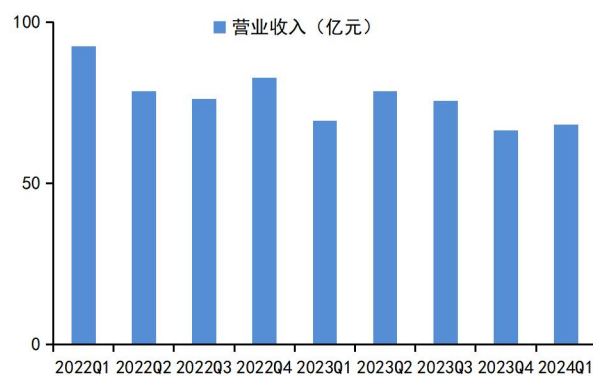
公司 2023 年盈利下滑主因铝价下跌，以及高纯铝出口关税。2023 年公司毛利润 40.9 亿元，同比减少 9.6 亿元，其中自产铝锭板块毛利润同比下滑 7.9 亿元：2023 年自产铝锭销售价格 16545 元/吨，同比减少 890 元/吨或 5%；自产铝锭营业成本 13108 元/吨，同比减少 328 元/吨或 2%。售价降幅大于成本降幅，导致自产铝锭单吨毛利润同比下降 562 元/吨至 3438 元/吨，这是盈利下滑的主因。其次 2023 年海关对高纯铝征收 30% 出口关税，导致高纯铝业务毛利润同比减少 2.3 亿元。同时因为高纯铝影响，公司自产铝锭销量同比减少了 4 万吨，也是盈利下降的重要原因。2024 年海关取消了高纯铝出口关税，公司正积极拓展国内外高纯铝业务。

图1：天山铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天山铝业单季营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天山铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

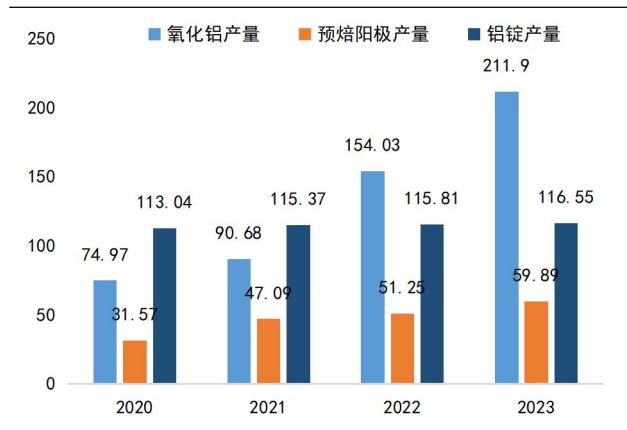
图4：天山铝业单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

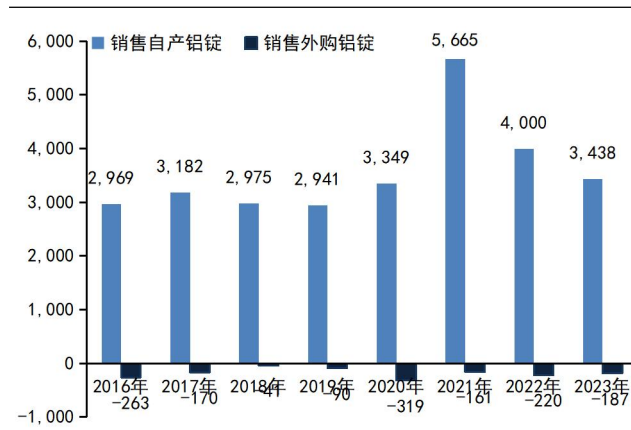
公司生产销售稳定，2023 年电解铝产量 116.6 万吨，同比增加 0.64%；氧化铝产量 211.9 万吨，同比增加 37.6%；阳极碳素产量 59.9 万吨，同比增加 16.9%，氧化铝和阳极碳素均实现自给自足。高纯铝产量 4.28 万吨。

图5: 公司主要产品产量 (万吨)



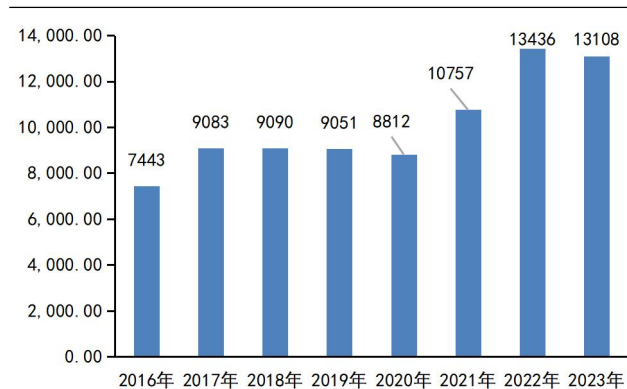
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司铝锭毛利润 (元/吨)



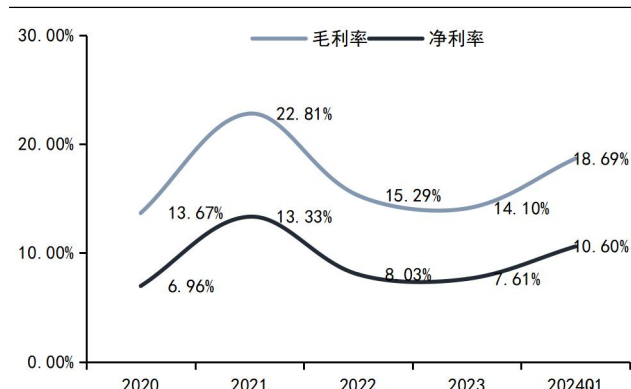
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 天山铝业自产铝锭成本 (元/吨)



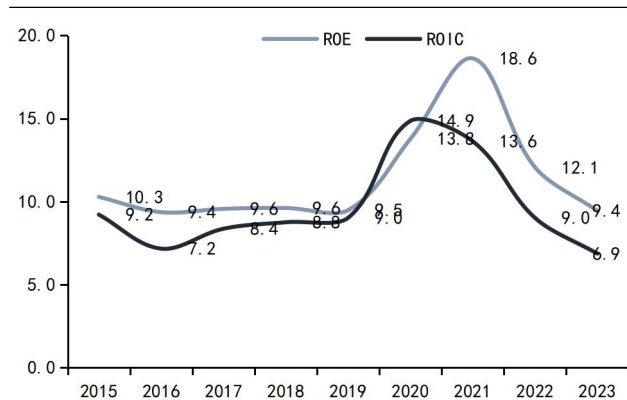
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 天山铝业毛利率、净利率变化情况 (%)



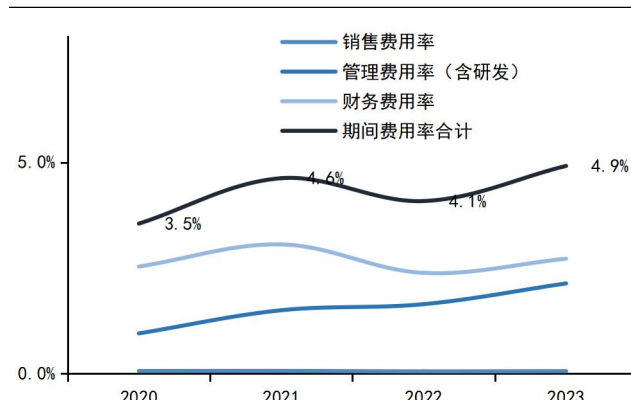
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 天山铝业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 天山铝业期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 天山铝业资产负债率

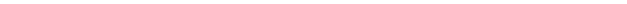
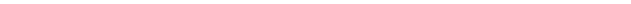
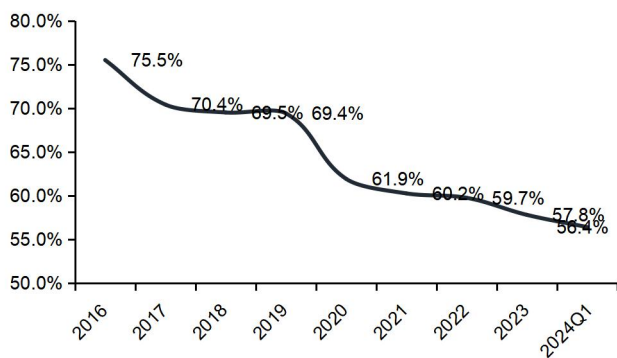
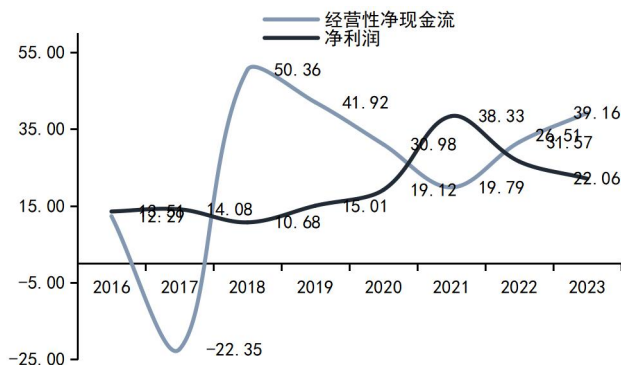


图12: 天山铝业经营性净现金流 (亿元)





资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司在 2024 年将迎来几方面积极变化：

①**氧化铝盈利微薄，2024 年迎来改观。**2023 年子公司天桂铝业生产氧化铝 211.9 万吨，天桂铝业净利润 2617 万元，单吨盈利仅为 12 元。今年盈利能力有望显著增强，一是氧化铝价格上涨，2024Q1 广西氧化铝均价 3400 元/吨，比 2023 年均值上涨 500 元/吨。当然，氧化铝价格上涨意味着电解铝成本抬升，体现在上市公司层面，意味着公司可以充分享受铝价上涨收益，不会被氧化铝涨价挤占利润。二是铝土矿来源变化，广西本地铝土矿资源开发有望继续推进，同时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，以生产单吨氧化铝需要 2.3 吨铝土矿测算，完全满足公司自用。

②**电解铝生产主体所得税率下降。**2023 年 12 月，公司全资子公司天铝有限获评“国家高新技术企业”，充分彰显公司在电解铝技术创新、自主研发和成果转化方面的卓越实力。天铝有限 2023 年至 2025 年将按 15% 的税率缴纳企业所得税，对公司业绩有积极贡献。

③**铁路专用线建成，降低物流成本。**2024 年初，公司天足铁路专用线正式建成通车，该铁路年货物运输量将达 1000 万吨，可大幅减少汽车运输产生的污染物排放，降低物流成本。

投资建议：维持“买入”评级。假设 2023-2025 年铝现货价格为 19500 元/吨（前值 19000 元/吨），氧化铝价格为 3300 元/吨（前值 2925 元/吨），预焙阳极价格 4500 元/吨（前值 5500 元/吨），预计 2024-2026 年收入 382/383/385 亿元，同比增速 31.9/0.2/0.5%，归母净利润 32.52/34.70/37.64 亿元，同比增速 47.5/6.7/8.5%；摊薄 EPS 分别为 0.70/0.75/0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 9.8/9.1/8.4x。公司今年在降低铝土矿采购成本、降低物流成本及税费等方面有积极变化，全产业链布局将充分享受铝价上涨收益，另外推进海外产业链一体化发展战略，为公司打开长期成长空间，维持“买入”评级。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 8823 | 7812 | 9707 | 12912 | 16437 | 营业收入 | 33008 | 28975 | 38229 | 38319 | 38499 |
| 应收款项 | 1935 | 1602 | 2113 | 2118 | 2128 | 营业成本 | 27962 | 24889 | 32177 | 32067 | 31972 |
| 存货净额 | 9532 | 9543 | 12045 | 11894 | 11798 | 营业税金及附加 | 477 | 468 | 618 | 619 | 622 |
| 其他流动资产 | 4611 | 2530 | 3338 | 3346 | 3362 | 销售费用 | 18 | 18 | 23 | 23 | 23 |
| 流动资产合计 | 24901 | 21512 | 27228 | 30295 | 33749 | 管理费用 | 301 | 344 | 514 | 515 | 517 |
| 固定资产 | 29557 | 30811 | 29979 | 28881 | 27634 | 研发费用 | 242 | 217 | 217 | 217 | 217 |
| 无形资产及其他 | 1172 | 1480 | 1422 | 1364 | 1306 | 财务费用 | 787 | 788 | 769 | 706 | 621 |
| 投资性房地产 | 1086 | 3294 | 3294 | 3294 | 3294 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 56716 | 57097 | 61923 | 63834 | 65982 | 其他收入 | (99) | 174 | (217) | (217) | (217) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 7884 | 13694 | 13694 | 13694 | 13694 | 营业利润 | 3364 | 2642 | 3911 | 4172 | 4526 |
| 应付款项 | 14338 | 6715 | 8475 | 8369 | 8301 | 营业外净收支 | 2 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 3549 | 4213 | 5327 | 5262 | 5220 | 利润总额 | 3366 | 2652 | 3911 | 4172 | 4526 |
| 流动负债合计 | 25771 | 24621 | 27495 | 27324 | 27215 | 所得税费用 | 715 | 446 | 658 | 702 | 761 |
| 长期借款及应付债券 | 6642 | 7021 | 7021 | 7021 | 7021 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 1463 | 1346 | 1346 | 1346 | 1346 | 归属于母公司净利润 | 2650 | 2205 | 3252 | 3470 | 3764 |
| 长期负债合计 | 8105 | 8367 | 8367 | 8367 | 8367 | 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 33876 | 32988 | 35862 | 35691 | 35581 | 净利润 | 2650 | 2205 | 3252 | 3470 | 3764 |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 资产减值准备 | (2) | (6) | (0) | 0 | 0 |
| 股东权益 | 22838 | 24107 | 26058 | 28140 | 30398 | 折旧摊销 | 1489 | 1647 | 2892 | 3157 | 3306 |
| 负债和股东权益总计 | 56716 | 57097 | 61923 | 63834 | 65982 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 787 | 788 | 769 | 706 | 621 |
| | | | | | | 营运资本变动 | (682) | (6887) | (947) | (33) | (39) |
| | | | | | | 其它 | 2 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 经营活动现金流 | 3458 | (3035) | 5197 | 6594 | 7032 |
| | | | | | | 资本开支 | 0 | (2867) | (2001) | (2001) | (2001) |
| | | | | | | 其它投资现金流 | 61 | (25) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 投资活动现金流 | 61 | (2892) | (2001) | (2001) | (2001) |
| | | | | | | 权益性融资 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 负债净变化 | 1203 | 379 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 支付股利、利息 | (1854) | (1772) | (1301) | (1388) | (1506) |
| | | | | | | 其它融资现金流 | (971) | 7702 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 融资活动现金流 | (2272) | 4915 | (1301) | (1388) | (1506) |
| | | | | | | 现金净变动 | 1247 | (1012) | 1895 | 3205 | 3525 |
| | | | | | | 货币资金的期初余额 | 7576 | 8823 | 7812 | 9707 | 12912 |
| | | | | | | 货币资金的期末余额 | 8823 | 7812 | 9707 | 12912 | 16437 |
| | | | | | | 企业自由现金流 | 0 | (5580) | 3836 | 5180 | 5548 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 2500 | 3196 | 4593 | 5031 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032