

# 天山铝业 (002532)

证券研究报告  
2024年04月28日

## 产业链一体化优势明显，归母净利润环比提升

### 经营业绩环比改善，归母净利润明显抬升

24Q1 公司实现营业收入 68.25 亿元，同比-1.71%，环比+2.92%；实现归母净利润 7.20 亿元，同比+43.55%，环比+26.72%。业绩环比明显改善。

### 产业链一体化优势显现，营业成本下降推升利润

公司拥有从铝土矿到铝深加工的全产业链生产环节，一体化综合优势明显。公司电力与碳素成本低于行业平均水平，下游铝箔与高纯铝利用自身电解铝产品进行生产，整体来看公司产品成本优势较强。24Q1 公司营业总成本 59.85 亿元，同比-8.46%，环比-1.60%，在营业收入基本持稳的情况下，成本下降推升利润水平。

**电解铝贡献主要盈利增长，其他产品产销预计提升：1) 电解铝：**天铝有限拥有 120 万吨电解铝产能，此外公司阳极产能可满足现有电解铝产能全部阳极碳素需求。近年公司电解铝产量稳定，23 年生产电解铝 116.5 万吨，24 年计划生产 116 万吨。Q1 国内电解铝均价 1.9 万元/吨，同比+3.23%，环比+0.39%，西北地区预焙阳极均价 4513 元/吨，同比-30.89%，环比-3.22%。我们认为，产业链一体化布局下，电解铝价格同比上涨以及阳极价格下降成为归母净利润同比增长的主要贡献项。**2) 高纯铝：**公司在石河子经开区建成 6 万吨高纯铝产能，电解铝产品对内供应高纯铝生产。23 年生产高纯铝 4.3 万吨，24 年计划生产 2.5 万吨。23 年由于出口关税影响销量有所下降，库存量上升，未实现销售毛利约 1.8 亿元。随着关税问题解决，公司已积极组织拓展海外市场，销量有望提升。**3) 铝箔：**23 年公司石河子铝箔坯料生产基地及江阴铝箔生产基地均在设备进行安装调试，有部分产品出货，铝箔产量 0.1 万吨。24 年铝箔项目将进入产能爬坡阶段，公司电解铝产品对内供应铝箔坯料。未来电池箔将成为公司铝箔板块主力产品。

### 海外业务持续扩展，公司运营积极因素较多

**1) 海外项目方面，**公司在几内亚收购一家本土矿业公司，项目具备生产及运输铝土矿产能约 600 万吨/年，目前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。同时公司在印尼布局铝土矿开采、氧化铝生产项目，中长期预计有额外增量贡献。**2) 公司运营方面，**公司资产负债率已自 2021 年的 60.23% 下降至 24Q1 的 56.38%，财务费用 2023 年基本持稳，我们预计公司有进一步降本空间。同时，子公司天铝有限作为重点扶持高新技术企业，23-25 年按照 15% 的税率缴纳企业所得税，预计对公司业绩有积极贡献。

**投资建议：**24 年随着国内新的增量措施与存量政策发力，叠加供应端约束，预计电解铝供需形势维持相对较好。美联储降息预期下，铝价亦存在利好支撑。由于铝价上涨及公司营运成本下降，我们将公司 24/25 年归母净利润由 34.3/36.6 亿元上修，预计 24-26 年归母净利润为 36.3/41.2/43.5 亿元，对应 PE 为 10/8/8 倍，较同行业公司处于较低水平，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外经营风险；原材料和能源价格波动风险；宏观经济波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,008.42	28,974.77	34,980.71	36,240.79	37,271.59
增长率(%)	14.83	(12.22)	20.73	3.60	2.84
EBITDA(百万元)	5,739.09	4,901.68	6,910.11	7,428.09	7,818.65
归属母公司净利润(百万元)	2,650.48	2,205.31	3,627.89	4,120.98	4,354.39
增长率(%)	(30.85)	(16.80)	64.51	13.59	5.66
EPS(元/股)	0.57	0.47	0.78	0.89	0.94
市盈率(P/E)	13.15	15.80	9.60	8.45	8.00
市净率(P/B)	1.53	1.45	1.31	1.19	1.09
市销率(P/S)	1.06	1.20	1.00	0.96	0.93
EV/EBITDA	7.06	7.66	5.99	4.69	5.39

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.49 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	4,651.89
流通 A 股股本(百万股)	4,130.01
A 股总市值(百万元)	34,842.62
流通 A 股市值(百万元)	30,933.74
每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	56.38
一年内最高/最低(元)	7.55/4.68

### 作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
陈凯丽	联系人
chenkaili@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《天山铝业-首次覆盖报告:电解铝龙头，一体化+海外拓展打造第二成长曲线》 2024-01-06

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,823.47	7,811.55	9,094.98	14,527.52	9,690.61
应收票据及应收账款	1,886.61	1,504.99	2,397.71	1,744.99	2,464.42
预付账款	4,306.10	2,078.09	5,854.61	2,303.13	6,043.76
存货	9,531.59	9,543.30	10,288.47	10,105.89	10,761.32
其他	353.37	573.85	434.79	545.19	456.38
<b>流动资产合计</b>	<b>24,901.14</b>	<b>21,511.79</b>	<b>28,070.56</b>	<b>29,226.71</b>	<b>29,416.49</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	27,396.99	26,467.09	26,112.16	25,882.24	25,577.31
在建工程	2,159.72	4,344.29	5,644.29	7,144.29	8,644.29
无形资产	1,171.64	1,480.24	1,448.23	1,416.22	1,384.21
其他	1,086.27	3,293.62	3,293.62	3,293.62	3,293.62
<b>非流动资产合计</b>	<b>31,814.63</b>	<b>35,585.23</b>	<b>36,498.30</b>	<b>37,736.36</b>	<b>38,899.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>56,715.77</b>	<b>57,097.02</b>	<b>64,568.86</b>	<b>66,963.07</b>	<b>68,315.92</b>
短期借款	4,078.39	8,813.18	6,886.73	5,860.78	8,410.75
应付票据及应付账款	14,337.76	6,714.60	13,910.44	13,825.89	11,214.77
其他	7,177.65	9,021.18	8,120.38	9,395.87	7,925.20
<b>流动负债合计</b>	<b>25,593.80</b>	<b>24,548.96</b>	<b>28,917.55</b>	<b>29,082.54</b>	<b>27,550.72</b>
长期借款	6,641.52	7,020.50	7,722.55	7,336.42	7,372.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,462.99	1,346.14	1,404.56	1,375.35	1,389.96
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,104.51</b>	<b>8,366.64</b>	<b>9,127.11</b>	<b>8,711.77</b>	<b>8,761.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>33,875.71</b>	<b>32,988.03</b>	<b>38,044.66</b>	<b>37,794.31</b>	<b>36,312.71</b>
少数股东权益	2.15	2.04	2.20	2.42	2.63
股本	4,651.89	4,651.89	4,651.89	4,651.89	4,651.89
资本公积	8,871.38	8,825.88	8,825.88	8,825.88	8,825.88
留存收益	9,464.86	10,790.37	13,148.49	15,827.13	18,657.49
其他	(150.21)	(161.18)	(104.27)	(138.55)	(134.67)
<b>股东权益合计</b>	<b>22,840.06</b>	<b>24,108.99</b>	<b>26,524.20</b>	<b>29,168.76</b>	<b>32,003.21</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>56,715.77</b>	<b>57,097.02</b>	<b>64,568.86</b>	<b>66,963.07</b>	<b>68,315.92</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,650.60	2,205.51	3,627.89	4,120.98	4,354.39
折旧摊销	1,489.04	1,646.53	1,686.93	1,761.93	1,836.93
财务费用	867.10	911.17	866.93	718.98	752.90
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(936.49)	(4,544.03)	1,530.67	5,175.63	(8,962.63)
其它	(913.10)	3,697.15	0.25	0.33	0.33
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,157.14</b>	<b>3,916.34</b>	<b>7,712.67</b>	<b>11,777.85</b>	<b>(2,018.08)</b>
资本支出	2,036.63	3,326.64	2,541.57	3,029.21	2,985.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4,155.41)	(7,064.32)	(5,129.07)	(6,035.46)	(5,982.27)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,118.78)</b>	<b>(3,737.68)</b>	<b>(2,587.50)</b>	<b>(3,006.25)</b>	<b>(2,996.88)</b>
债权融资	470.87	5,401.08	(2,628.81)	(1,862.32)	1,698.32
股权融资	(1,074.56)	(56.47)	(1,212.93)	(1,476.75)	(1,520.26)
其他	(224.05)	(5,244.33)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(827.74)</b>	<b>100.27</b>	<b>(3,841.74)</b>	<b>(3,339.07)</b>	<b>178.05</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>210.62</b>	<b>278.93</b>	<b>1,283.43</b>	<b>5,432.54</b>	<b>(4,836.91)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>33,008.42</b>	<b>28,974.77</b>	<b>34,980.71</b>	<b>36,240.79</b>	<b>37,271.59</b>
营业成本	27,962.37	24,889.28	28,557.75	29,367.88	30,048.79
营业税金及附加	477.11	468.22	535.45	554.74	570.51
销售费用	18.09	17.66	17.49	18.12	18.64
管理费用	300.79	344.46	384.79	362.41	372.72
研发费用	241.94	217.06	262.05	271.49	279.21
财务费用	786.97	787.64	866.93	718.98	752.90
资产/信用减值损失	(2.73)	2.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(139.79)	(394.14)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>3,363.67</b>	<b>2,641.71</b>	<b>4,356.24</b>	<b>4,947.18</b>	<b>5,228.82</b>
营业外收入	8.25	16.29	12.27	14.28	13.27
营业外支出	6.31	6.22	6.27	6.24	6.26
<b>利润总额</b>	<b>3,365.61</b>	<b>2,651.77</b>	<b>4,362.25</b>	<b>4,955.21</b>	<b>5,235.84</b>
所得税	715.01	446.26	734.11	833.90	881.13
<b>净利润</b>	<b>2,650.60</b>	<b>2,205.51</b>	<b>3,628.14</b>	<b>4,121.31</b>	<b>4,354.72</b>
少数股东损益	0.12	0.20	0.25	0.33	0.33
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,650.48</b>	<b>2,205.31</b>	<b>3,627.89</b>	<b>4,120.98</b>	<b>4,354.39</b>
每股收益(元)	0.57	0.47	0.78	0.89	0.94

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.83%	-12.22%	20.73%	3.60%	2.84%
营业利润	-31.96%	-21.46%	64.90%	13.57%	5.69%
归属于母公司净利润	-30.85%	-16.80%	64.51%	13.59%	5.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.29%	14.10%	18.36%	18.96%	19.38%
净利率	8.03%	7.61%	10.37%	11.37%	11.68%
ROE	11.61%	9.15%	13.68%	14.13%	13.61%
ROIC	12.61%	10.39%	12.89%	14.25%	17.07%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.73%	57.78%	58.92%	56.44%	53.15%
净负债率	24.97%	53.52%	37.17%	11.25%	33.03%
流动比率	0.97	0.87	0.97	1.00	1.07
速动比率	0.60	0.49	0.61	0.66	0.68
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	18.85	17.09	17.93	17.50	17.71
存货周转率	3.59	3.04	3.53	3.55	3.57
总资产周转率	0.60	0.51	0.58	0.55	0.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.57	0.47	0.78	0.89	0.94
每股经营现金流	0.68	0.84	1.66	2.53	-0.43
每股净资产	4.91	5.18	5.70	6.27	6.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.15	15.80	9.60	8.45	8.00
市净率	1.53	1.45	1.31	1.19	1.09
EV/EBITDA	7.06	7.66	5.99	4.69	5.39
EV/EBIT	9.54	11.53	7.93	6.14	7.04

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com