



# 天山铝业 (002532.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 铝价抬升增厚公司业绩

### 事件

8月19日,公司披露24年半年报,1H24营收137.85亿元,同比-6.83%;归母净利润20.74亿元,同比+103.45%;扣非归母净利润19.61亿元,同比+168.42%。2Q24实现归母净利润13.54亿元,环比+88.06%,同比+161.47%。

### 点评

**Q2 铝锭及氧化铝价格大幅上涨,公司业绩同环比大幅增长。**2Q24国内铝锭均价2.05万元/吨,环比+7.82%,同比+10.9%。1H24公司电解铝完全成本与去年同期基本持平,Q2吨铝利润环比大幅扩张。1H24公司实现电解铝产量58.54万吨,同比持平略增,实现氧化铝产量109.3万吨,同比增加6.8%、销量同比增加4%。公司高纯铝销量同比增长10.9%,铝箔销量今年以来逐月增长。

**铁路专线降本优势显现,税收优惠提振业绩表现。**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1000万吨左右,可大幅减少汽车运输产生的污染物排放,降低物资调运能耗。2023年底,公司全资子公司天铝有限获评“国家高新技术企业”,按15%的税率缴纳企业所得税,另外可享受先进制造业企业增值税加计抵减政策,对公司业绩有积极贡献。

**一体化布局优势突出,上游资源布局效果显现。**公司几内亚铝土矿项目具备生产及运输铝土矿产能约为600万吨/年,矿区面积约200平方公里,同时,该项目可利用现有物流通道运输并装载至远洋大货轮,运至中国。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,大大降低铝土矿原料成本。

**供改提振行业长期业绩稳定性,估值体系逐步向资源端倾斜。**随着电解铝行业产能红线逐步达到,预计25年以后国内产量增速显著下滑,而需求端受益于新能源车及光伏等领域应用而稳健增长,电解铝环节供需缺口逐步扩大,预计行业盈利稳定性将得到进一步增强,估值体系或将逐步从冶炼加工转移至上游资源定价。

### 盈利预测&投资建议

预计公司24-26年营收分别为360/381/407亿元,归母净利润分别为43.38/48.03/50.61亿元,EPS分别为0.93/1.03/1.09元,对应PE分别为7.44/6.72/6.38倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

铝价波动;需求不及预期;项目建设不及预期。

金属材料组

分析师:李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

市价(人民币):6.94元

相关报告:

- 《天山铝业公司点评:Q1吨铝利润增厚促进业绩增长》, 2024.4.20
- 《天山铝业公司点评:上延下拓,一体化产业链优势巩固》, 2024.4.8
- 《天山铝业公司点评:一体化产业链受益Q3吨铝利润增厚》, 2023.10.27



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,008	28,975	36,025	38,060	40,668
营业收入增长率	14.83%	-12.22%	24.33%	5.65%	6.85%
归母净利润(百万元)	2,650	2,205	4,338	4,803	5,061
归母净利润增长率	-30.85%	-16.80%	96.69%	10.73%	5.37%
摊薄每股收益(元)	0.570	0.474	0.932	1.032	1.088
每股经营性现金流净额	0.68	0.84	2.20	1.63	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.61%	9.15%	15.90%	15.75%	14.93%
P/E	13.55	12.68	7.44	6.72	6.38
P/B	1.57	1.16	1.18	1.06	0.95

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	28,745	33,008	28,975	36,025	38,060	40,668
增长率		14.8%	-12.2%	24.3%	5.6%	6.9%
主营业务成本	-22,188	-27,962	-24,889	-28,753	-30,322	-32,471
%销售收入	77.2%	84.7%	85.9%	79.8%	79.7%	79.8%
毛利	6,557	5,046	4,085	7,272	7,738	8,197
%销售收入	22.8%	15.3%	14.1%	20.2%	20.3%	20.2%
营业税金及附加	-458	-477	-468	-582	-615	-657
%销售收入	1.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-19	-18	-18	-22	-23	-25
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-271	-301	-344	-428	-452	-483
%销售收入	0.9%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-160	-242	-217	-270	-285	-305
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	5,649	4,008	3,038	5,970	6,362	6,727
%销售收入	19.7%	12.1%	10.5%	16.6%	16.7%	16.5%
财务费用	-879	-787	-788	-755	-587	-642
%销售收入	3.1%	2.4%	2.7%	2.1%	1.5%	1.6%
资产减值损失	-5	-3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4,943	3,364	2,642	5,215	5,775	6,085
营业利润率	17.2%	10.2%	9.1%	14.5%	15.2%	15.0%
营业外收支	3	2	10	0	0	0
税前利润	4,946	3,366	2,652	5,215	5,775	6,085
利润率	17.2%	10.2%	9.2%	14.5%	15.2%	15.0%
所得税	-1,113	-715	-446	-878	-972	-1,024
所得税率	22.5%	21.2%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润	3,833	2,651	2,206	4,338	4,803	5,061
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,833	2,650	2,205	4,338	4,803	5,061
净利率	13.3%	8.0%	7.6%	12.0%	12.6%	12.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,833	2,651	2,206	4,338	4,803	5,061
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,331	1,496	1,648	1,699	1,857	2,074
非经营收益	941	787	867	961	744	810
营运资金变动	-4,126	-1,777	-805	3,241	173	-28
经营活动现金净流	1,979	3,157	3,916	10,239	7,577	7,918
资本开支	-2,868	-2,119	-2,357	-2,123	-5,300	-6,300
投资	0	0	-1,381	0	0	0
其他	-19	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2,887	-2,119	-3,738	-2,123	-5,300	-6,300
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	827	862	2,429	-5,097	523	1,490
其他	-2,589	-1,690	-2,329	-2,059	-2,326	-2,485
筹资活动现金净流	-1,763	-828	100	-7,157	-1,803	-994
现金净流量	-2,676	213	263	959	474	623

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,576	8,823	7,812	8,770	9,244	9,867
应收款项	1,725	1,963	1,659	2,252	2,379	2,542
存货	8,834	9,532	9,543	11,018	11,619	12,443
其他流动资产	4,596	4,583	2,498	4,082	4,283	4,559
流动资产	22,732	24,901	21,512	26,122	27,525	29,411
%总资产	42.5%	43.9%	37.7%	42.1%	41.1%	40.3%
长期投资	83	91	90	90	90	90
固定资产	28,641	29,557	30,811	33,161	36,361	40,351
%总资产	53.6%	52.1%	54.0%	53.4%	54.3%	55.2%
无形资产	1,124	1,172	1,480	1,731	1,975	2,211
非流动资产	30,750	31,815	35,585	35,974	39,417	43,643
%总资产	57.5%	56.1%	62.3%	57.9%	58.9%	59.7%
资产总计	53,482	56,716	57,097	62,096	66,942	73,053
短期借款	7,829	7,884	13,694	8,457	8,979	10,470
应付款项	14,164	15,368	8,533	13,809	14,562	15,594
其他流动负债	3,734	2,519	2,394	4,036	4,385	4,588
流动负债	25,727	25,771	24,621	26,301	27,926	30,651
长期贷款	5,439	6,642	7,021	7,021	7,021	7,021
其他长期负债	1,047	1,463	1,346	1,490	1,490	1,490
负债	32,213	33,876	32,988	34,812	36,437	39,162
普通股股东权益	21,267	22,838	24,107	27,282	30,503	33,889
其中：股本	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652
未分配利润	7,077	8,742	9,850	13,025	16,246	19,632
少数股东权益	2	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	53,482	56,716	57,097	62,096	66,942	73,053

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.824	0.570	0.474	0.932	1.032	1.088
每股净资产	4.572	4.909	5.182	5.865	6.557	7.285
每股经营现金净流	0.425	0.679	0.842	2.201	1.629	1.702
每股股利	0.200	0.400	0.200	0.250	0.340	0.360
回报率						
净资产收益率	18.02%	11.61%	9.15%	15.90%	15.75%	14.93%
总资产收益率	7.17%	4.67%	3.86%	6.99%	7.17%	6.93%
投入资本收益率	12.64%	8.43%	5.63%	11.59%	11.36%	10.87%
增长率						
主营业务收入增长率	4.68%	14.83%	-12.22%	24.33%	5.65%	6.85%
EBIT 增长率	86.22%	-29.04%	-24.20%	96.50%	6.57%	5.74%
净利润增长率	100.44%	-30.85%	-16.80%	96.69%	10.73%	5.37%
总资产增长率	5.71%	6.05%	0.67%	8.75%	7.80%	9.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.8	6.4	7.7	7.7	7.7	7.7
存货周转天数	118.8	119.9	139.9	139.9	139.9	139.9
应付账款周转天数	13.7	17.4	25.4	25.4	25.4	25.4
固定资产周转天数	318.9	303.0	333.4	271.7	268.7	269.3
偿债能力						
净负债/股东权益	26.76%	24.97%	53.52%	24.58%	22.15%	22.49%
EBIT 利息保障倍数	6.4	5.1	3.9	7.9	10.8	10.5
资产负债率	60.23%	59.73%	57.78%	56.06%	54.43%	53.61%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	9	12	36
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.18</b>	<b>1.20</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究