

## 天山铝业 (002532.SZ) 区域优势突出的一体化铝企，半年报业绩表现亮眼

2024年08月21日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

李怡然（分析师）

温佳贝（分析师）

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790524040009

日期	2024/8/20
当前股价(元)	6.86
一年最高最低(元)	9.15/4.68
总市值(亿元)	319.12
流通市值(亿元)	283.32
总股本(亿股)	46.52
流通股本(亿股)	41.30
近3个月换手率(%)	82.48

### ● 区域优势突出的一体化铝企，半年报业绩表现亮眼

2024H1 公司实现营业收入 137.8 亿元，同比-6.8%，实现归母净利润 20.7 亿元，同比+103.5%，其中计入当期损益的政府补助约 1.35 亿元，实现扣非归母净利润 19.6 亿元，同比+168.4%。步入三季度，伴随需求端进入淡季叠加宏观因素影响，铝价承压，但“金九银十”传统旺季即将到来，铝价触底反弹，我们认为后续铝价有望企稳，预计公司 2024-2026 年实现收入 276.28、278.58、293.25 亿元，同比分别变动-4.6%、+0.8%、+5.3%，主要系 2024 年贸易规模缩小，公司营业收入规模缩小，预计实现归母净利润 41.3、46.9、51.9 亿元，同比分别变动+87.3%、+13.7%、+10%，EPS 分别为 0.89、1.01、1.12 元/股，对应 2024 年 8 月 20 日收盘 PE 分别 7.7、6.8、6.2 倍，维持“买入”评级。

### ● 产量维持稳定，多渠道增厚利润

2024 年上半年公司电解铝产量 58.54 万吨，同比+1.3%，产能利用率接近 98%；氧化铝产量 109.3 万吨，同比+6.8%，产能利用率达 87.4%；预焙阳极产量 26.9 万吨，同比-3%；氧化铝、预焙阳极基本实现自给自足。2024H1 公司经营性利润增长主要来自于价格增长：（1）**产品售价大幅增长**：2024H1 自产电解铝售价同比+6.7%，氧化铝对外销售价格同比+26.1%。（2）**所得税率降低**：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，对公司报告期内业绩有积极贡献。2024H1 公司所得税率仅 15%，同比-8pct。（3）**天足铁路正式通车**，运输成本降低（该铁路年运输量 1000 万吨左右）。

### ● 继续补全产业链，盈利稳定性可期

公司后续继续布局铝产业链，于广西、几内亚地区布局铝土矿项目，降低矿端成本；印尼地区布局 200 万吨氧化铝项目；新疆地区仍有 20 万吨待建合规产能指标；产业链多方位补全，增强盈利稳定性。

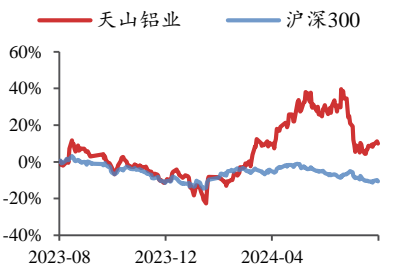
● **风险提示**：铝价大幅波动风险、在建项目进展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,008	28,975	27,628	27,858	29,325
YOY(%)	14.8	-12.2	-4.6	0.8	5.3
归母净利润(百万元)	2,650	2,205	4,130	4,694	5,188
YOY(%)	-30.9	-16.8	87.3	13.7	10.5
毛利率(%)	15.3	14.1	23.5	25.6	26.3
净利率(%)	8.0	7.6	15.0	16.9	17.7
ROE(%)	11.6	9.1	15.0	15.0	14.5
EPS(摊薄/元)	0.57	0.47	0.89	1.01	1.12
P/E(倍)	12.0	14.5	7.7	6.8	6.2
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《区位优势突出的一体化铝企，稀缺成长价值凸显—公司首次覆盖报告》  
-2024.8.14

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	24923	21512	25622	21292	32288
现金	8832	7812	14029	7700	19317
应收票据及应收账款	1887	1505	1250	1726	1414
其他应收款	48	97	25	93	40
预付账款	4306	2078	4910	1842	5130
存货	9532	9543	4993	9527	5955
其他流动资产	319	477	414	403	432
<b>非流动资产</b>	32387	35585	31936	31436	32082
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	27397	26467	25029	24736	25344
无形资产	1488	1480	1699	1800	1913
其他非流动资产	3502	7638	5208	4901	4824
<b>资产总计</b>	57310	57097	57558	52729	64370
<b>流动负债</b>	26298	24621	23761	16516	25136
短期借款	4078	8813	5618	6180	6798
应付票据及应付账款	14338	6715	13757	5324	14184
其他流动负债	7882	9094	4386	5012	4153
<b>非流动负债</b>	8106	8367	6255	4829	3489
长期借款	6642	7021	4969	3464	2156
其他非流动负债	1465	1346	1286	1366	1333
<b>负债合计</b>	34404	32988	30016	21345	28625
少数股东权益	2	2	2	2	2
股本	4652	4652	4652	4652	4652
资本公积	8891	8826	8826	8826	8826
留存收益	9511	10790	13682	16968	20600
<b>归属母公司股东权益</b>	22904	24107	27540	31381	35743
<b>负债和股东权益</b>	57310	57097	57558	52729	64370

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3157	3916	14253	-2887	16060
净利润	2651	2206	4130	4694	5189
折旧摊销	1489	1647	1256	1281	1350
财务费用	787	788	999	969	932
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-770	-2053	7819	-9807	8598
其他经营现金流	-999	1330	49	-25	-8
<b>投资活动现金流</b>	-2123	-3738	2340	-757	-1984
资本支出	2155	2357	-894	476	1669
长期投资	0	-1381	0	0	0
其他投资现金流	33	0	1446	-282	-315
<b>筹资活动现金流</b>	-819	100	-10376	-2684	-2459
短期借款	115	4735	-3195	562	618
长期借款	1203	379	-2051	-1505	-1307
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	20	-66	0	0	0
其他筹资现金流	-2156	-4948	-5130	-1741	-1770
<b>现金净增加额</b>	218	263	6218	-6329	11617

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	33008	28975	27628	27858	29325
营业成本	27962	24889	21146	20726	21607
营业税金及附加	477	468	430	434	459
营业费用	18	18	17	17	18
管理费用	301	344	276	292	310
研发费用	242	217	180	194	202
财务费用	787	788	999	969	932
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	129	389	268	285	296
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	17	-0	5	5	4
<b>营业利润</b>	3364	2642	4853	5516	6097
营业外收入	8	16	12	13	13
营业外支出	6	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	3366	2652	4859	5523	6104
所得税	715	446	729	828	916
<b>净利润</b>	2651	2206	4130	4694	5188
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2650	2205	4130	4694	5188
EBITDA	5174	4997	6479	7048	7624
EPS(元)	0.57	0.47	0.89	1.01	1.12

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.8	-12.2	-4.6	0.8	5.3
营业利润(%)	-32.0	-21.5	83.7	13.7	10.5
归属于母公司净利润(%)	-30.9	-16.8	87.3	13.7	10.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.3	14.1	23.5	25.6	26.3
净利率(%)	8.0	7.6	15.0	16.9	17.7
ROE(%)	11.6	9.1	15.0	15.0	14.5
ROIC(%)	7.5	6.0	10.9	11.2	11.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	60.0	57.8	52.1	40.5	44.5
净负债比率(%)	30.9	58.7	-2.7	15.1	-21.2
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	57.1	47.3	67.0	57.1	57.2
应付账款周转率	21.0	14.4	20.7	18.7	17.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.47	0.89	1.01	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.84	3.06	-0.62	3.45
每股净资产(最新摊薄)	4.92	5.18	5.92	6.75	7.68
<b>估值比率</b>					
P/E	12.0	14.5	7.7	6.8	6.2
P/B	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.5	9.2	4.8	5.2	3.2

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn