

# 天山铝业 (002532)

证券研究报告  
2024年08月25日

## 铝价上涨叠加一体化下原料成本可控，利润同比高增

### 经营业绩环比大幅增长，归母净利显著提升

24H1 公司实现营业收入 137.85 亿元，同比-6.83%；实现归母净利润 20.74 亿元，同比+103.45%；实现扣非归母净利 19.61 亿元，同比+168.42%。24Q2 公司实现营业收入 69.6 亿元，同比-11.36%，环比+1.97%；实现归母净利润 13.54 亿元，同比+161.47%，环比+88.06%。公司业绩大幅提升主要系电解铝价格上涨，此外由于公司原料一体化程度较高，各原料成本控制较好。

### 铝价上涨+成本下降带来盈利显著增厚。

**1) 电解铝：**24H1 产量 58.54 万吨，同比+1.3%。电解铝板块盈利大幅增厚，毛利从 23H1 的 17.64 亿元提升至 24H1 的 21.56 亿元，同比+22.21%，主要系价格上涨叠加成本下降。2024H1 SHFE 铝均价 1.99 万元/吨，同比+7.60%，环比+5.75%；原料方面虽然氧化铝大幅涨价，但公司广西氧化铝盈利抵消了成本的上涨，此外石油焦价格 24H1 均价为 2132.37 元/吨，同比-32.52%，环比-19.79%，带来了一定的成本下降。

**2) 氧化铝：**24H1 产量 109.3 万吨，同比+6.8%，广西氧化铝基本外销为主，从数量上来看氧化铝可以对电解铝基本实现自供。24H1 中国氧化铝现货均价 3510.95 元/吨，同比+21.15%，环比+19.25%。氧化铝经营主体靖西天桂贡献净利润约 5.5 亿，板块业绩同比大幅提升。

**3) 高纯铝：**24H1 高纯铝产量 1.6 万吨，同比-25.6%，高纯铝生产主体天展新材上半年盈利 2112 万元，对利润贡献相对微薄。

**4) 其他：**公司全资子公司天铝有限在 2023 年获评“国家高新技术企业”，企业所得税按 15% 的税率缴纳，享受先进制造业企业增值税加计抵减政策，对上半年业绩产生一定正向贡献。此外 24H1 公司存在 1.13 亿元的非经常性损益，主要源于上半年获得政府补助 1.35 亿元。

**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。考虑到 Q2 电解铝价格显著抬升，我们将公司 24/25/26 年归母净利润由 36.3/41.2/43.5 亿元上修，预计 24-26 年归母净利润为 37.18/44.58/47.06 亿元，对应 PE 为 9/7/7 倍，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	34,792.91	36,792.10	37,833.67
增长率(%)	14.83	(12.22)	20.08	5.75	2.83
EBITDA(百万元)	5,739.09	4,901.68	6,993.35	7,796.81	8,199.71
归属母公司净利润(百万元)	2,650.48	2,205.31	3,718.07	4,458.10	4,705.84
增长率(%)	(30.85)	(16.80)	68.60	19.90	5.56
EPS(元/股)	0.57	0.47	0.80	0.96	1.01
市盈率(P/E)	12.06	14.49	8.60	7.17	6.79
市净率(P/B)	1.40	1.33	1.20	1.09	0.98
市销率(P/S)	0.97	1.10	0.92	0.87	0.84
EV/EBITDA	7.06	7.66	5.49	4.07	4.72

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	6.69 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)	31,121.11
流通 A 股市值(百万元)	27,629.74
每股净资产(元)	5.46
资产负债率(%)	55.02
一年内最高/最低(元)	9.15/4.68

### 作者

<b>刘奕町</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
<b>陈凯丽</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060001	
chenkaili@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《天山铝业-季报点评:产业链一体化优势明显，归母净利润环比提升》 2024-04-28
- 《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	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,823.47	7,811.55	9,046.16	14,690.14	9,836.75	营业收入	33,008.42	28,974.77	34,792.91	36,792.10	37,833.67
应收票据及应收账款	1,886.61	1,504.99	2,376.76	1,828.96	2,443.93	营业成本	27,962.37	24,889.28	28,283.15	29,517.10	30,198.60
预付账款	4,306.10	2,078.09	5,778.34	2,420.86	5,967.64	营业税金及附加	477.11	468.22	532.57	563.18	579.12
存货	9,531.59	9,543.30	10,097.78	10,400.21	10,571.03	销售费用	18.09	17.66	17.40	18.40	18.92
其他	353.37	573.85	433.99	548.54	455.53	管理费用	300.79	344.46	382.72	367.92	378.34
<b>流动资产合计</b>	<b>24,901.14</b>	<b>21,511.79</b>	<b>27,733.01</b>	<b>29,888.71</b>	<b>29,274.88</b>	研发费用	241.94	217.06	260.65	275.62	283.42
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	786.97	787.64	861.73	712.33	736.35
固定资产	27,396.99	26,467.09	26,112.16	25,882.24	25,577.31	资产/信用减值损失	(2.73)	2.88	10.00	15.00	12.50
在建工程	2,159.72	4,344.29	5,644.29	7,144.29	8,644.29	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,171.64	1,480.24	1,448.23	1,416.22	1,384.21	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,086.27	3,293.62	3,293.62	3,293.62	3,293.62	其他	(139.79)	(394.14)	0.00	0.00	(0.00)
<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>营业利润</b>	<b>3,363.67</b>	<b>2,641.71</b>	<b>4,464.68</b>	<b>5,352.55</b>	<b>5,651.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>56,715.77</b>	<b>57,097.02</b>	<b>64,231.31</b>	<b>67,625.07</b>	<b>68,174.31</b>	营业外收入	8.25	16.29	12.27	14.28	13.27
短期借款	4,078.39	8,813.18	6,718.14	5,860.78	8,374.78	营业外支出	6.31	6.22	6.27	6.24	6.26
应付票据及应付账款	14,337.76	6,714.60	13,712.12	14,165.15	11,000.35	<b>利润总额</b>	<b>3,365.61</b>	<b>2,651.77</b>	<b>4,470.69</b>	<b>5,360.58</b>	<b>5,658.44</b>
其他	7,177.65	9,021.18	8,091.11	9,440.84	7,904.46	所得税	715.01	446.26	752.36	902.12	952.25
<b>流动负债合计</b>	<b>25,593.80</b>	<b>24,548.96</b>	<b>28,521.37</b>	<b>29,466.77</b>	<b>27,279.59</b>	<b>净利润</b>	<b>2,650.60</b>	<b>2,205.51</b>	<b>3,718.33</b>	<b>4,458.46</b>	<b>4,706.20</b>
长期借款	6,641.52	7,020.50	7,722.55	7,336.42	6,995.32	少数股东损益	0.12	0.20	0.26	0.36	0.35
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,650.48</b>	<b>2,205.31</b>	<b>3,718.07</b>	<b>4,458.10</b>	<b>4,705.84</b>
其他	1,462.99	1,346.14	1,404.56	1,375.35	1,389.96	每股收益(元)	0.57	0.47	0.80	0.96	1.01
<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>8,385.28</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>33,875.71</b>	<b>32,988.03</b>	<b>37,648.49</b>	<b>38,178.54</b>	<b>35,664.87</b>	<b>成长能力</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	2.15	2.04	2.21	2.44	2.67	营业收入	14.83%	-12.22%	20.08%	5.75%	2.83%
股本	4,651.89	4,651.89	4,651.89	4,651.89	4,651.89	营业利润	-31.96%	-21.46%	69.01%	19.89%	5.58%
资本公积	8,871.38	8,825.88	8,825.88	8,825.88	8,825.88	归属于母公司净利润	-30.85%	-16.80%	68.60%	19.90%	5.56%
留存收益	9,464.86	10,790.37	13,207.11	16,104.88	19,163.68	<b>获利能力</b>					
其他	(150.21)	(161.18)	(104.27)	(138.55)	(134.67)	毛利率	15.29%	14.10%	18.71%	19.77%	20.18%
<b>股东权益合计</b>	<b>22,840.06</b>	<b>24,108.99</b>	<b>26,582.82</b>	<b>29,446.53</b>	<b>32,509.45</b>	净利率	8.03%	7.61%	10.69%	12.12%	12.44%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>56,715.77</b>	<b>57,097.02</b>	<b>64,231.31</b>	<b>67,625.07</b>	<b>68,174.31</b>	ROE	11.61%	9.15%	13.99%	15.14%	14.48%
						ROIC	12.61%	10.39%	13.15%	15.28%	18.16%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	59.73%	57.78%	58.61%	56.46%	52.31%
净利润	2,650.60	2,205.51	3,718.07	4,458.10	4,705.84	净负债率	24.97%	53.52%	36.63%	10.59%	30.79%
折旧摊销	1,489.04	1,646.53	1,686.93	1,761.93	1,836.93	流动比率	0.97	0.87	0.97	1.01	1.07
财务费用	867.10	911.17	861.73	712.33	736.35	速动比率	0.60	0.49	0.62	0.66	0.69
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(936.49)	(4,544.03)	1,591.80	4,999.35	(8,794.89)	应收账款周转率	18.85	17.09	17.93	17.50	17.71
其它	(913.10)	3,697.15	0.26	0.36	0.35	存货周转率	3.59	3.04	3.54	3.59	3.61
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,157.14</b>	<b>3,916.34</b>	<b>7,858.79</b>	<b>11,932.07</b>	<b>(1,515.41)</b>	总资产周转率	0.60	0.51	0.57	0.56	0.56
资本支出	2,036.63	3,326.64	2,541.57	3,029.21	2,985.39	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.57	0.47	0.80	0.96	1.01
其他	(4,155.41)	(7,064.32)	(5,129.07)	(6,035.46)	(5,982.27)	每股经营现金流	0.68	0.84	1.69	2.56	-0.33
<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>	每股净资产	4.91	5.18	5.71	6.33	6.99
债权融资	470.87	5,401.08	(2,792.19)	(1,687.09)	1,302.18	<b>估值比率</b>					
股权融资	(1,074.56)	(748.84)	(1,244.50)	(1,594.75)	(1,643.28)	市盈率	12.06	14.49	8.60	7.17	6.79
其他	(224.05)	(4,551.96)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	1.40	1.33	1.20	1.09	0.98
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(827.74)</b>	<b>100.27</b>	<b>(4,036.69)</b>	<b>(3,281.84)</b>	<b>(341.10)</b>	EV/EBITDA	7.06	7.66	5.49	4.07	4.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.54	11.53	7.24	5.26	6.08
<b>现金净增加额</b>	<b>210.62</b>	<b>278.93</b>	<b>1,234.60</b>	<b>5,643.99</b>	<b>(4,853.39)</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com