

## 氧化铝盈利提升，一体化布局前景可期

2024 年 10 月 26 日

**事件：公司发布 2024 年三季度报。** 2024Q1-3 公司营收 208.0 亿元，同比-6.9%，归母净利 30.8 亿元，同比 88.4%；扣非归母净利 29.6 亿元，同比 122.7%；分季度看，2024Q3 营收 70.1 亿元，同比-7.1%，归母净利 10.1 亿元，同比 63.5%，环比-25.4%；扣非归母净利 10.0 亿元，同比 67.0%，环比-20.3%。与业绩预告基本一致。

**2024Q3 氧化铝毛利上升、电解铝毛利下滑。** 量：预计 Q3 电解铝、氧化铝基本满产，其中电解铝产量 29 万吨左右，氧化铝产量 60 万吨左右。2024 年公司生产经营目标：2024 年，公司全年主要生产经营目标为：原铝产量 116 万吨、发电量 130 亿度、氧化铝产量 235 万吨、预焙阳极产量 55 万吨、铝土矿产量 300 万吨、高纯铝产量 2.5 万吨、铝箔及铝箔坯料产量 10 万吨。**价&利：**Q3 市场铝价环比-975 元/吨，氧化铝环比+212 元/吨，预焙阳极环比-183 元/吨。我们测算公司电解铝 Q3 毛利环比下滑，氧化铝毛利环比提升。

**2024Q3，公司归母净利润环比下滑，同比高增。** 环比来看，主要增利项：减值损失等 (+0.03 亿元)，营业外利润 (+0.06 亿)，所得税 (+0.52 亿元)。主要减利项：毛利 (-1.54 亿元，主要因为电解铝价格下跌)，费用和税金(-0.24 亿元)，其他/投资收益 (-2.25 亿元，主要是去年底天铝有限获得高新技术企业，增值税加计抵减体现在 Q2)，少数股东损益 (-0.01 亿元)。

**分红预案：**每 10 股派送现金红利 2.00 元 (含税)，合计分配现金 9.23 亿元，占 1-9 月归母利润的 29.92%。

**核心看点：1) 一体化布局完善。** 预焙阳极和氧化铝实现自给，广西天桂 250 万吨氧化铝和南疆 30 万吨预焙阳极项目逐步达产，氧化铝和预备阳极自给率 100%，只是氧化铝是名义上自给，广西氧化铝对外出售，新疆电解铝从山西购入氧化铝，公司电力装机 2100MW，2023 年发电量 135 亿度，电力自给率 80%-90%，剩余电力从电网购买。公司一体化布局完成，原材料保障能力增强，有助于稳定业绩。**2) 能源价格低廉，成本优势突出。** 公司电解铝产能在煤炭资源丰富的新疆，能源成本低，成本优势突出，高盈利持续性强。**3) 战略布局印尼 200 万吨氧化铝产能。** 公司收购印尼三个铝土矿，并计划投资 15.56 亿美元建设 200 万吨氧化铝产线，布局印尼铝土矿、氧化铝项目，有助于未来进一步扩展电解铝。**4) 布局几内亚铝土矿，保障资源供应。** 公司 2023 年底收购 Galicomininglimited100%股权，间接取得 EliteMiningGuineaS.A.50%股权及铝土矿独家购买权，该项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿，2024 年项目已经进入规模开采并即将运回国内满足自身氧化铝生产原料需求。

**投资建议：** 电解铝供需格局向好，公司成本优势明显，业绩将继续释放。我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 38.93 亿元、44.85 亿元和 49.37 亿元，对应现价的 PE 分别为 10、9 和 8 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：** 原材料价格大幅上涨，电池铝箔项目进展不及预期，电解铝下游需求不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	28,975	31,210	32,605	33,590
增长率 (%)	-12.2	7.7	4.5	3.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,205	3,893	4,485	4,937
增长率 (%)	-16.8	76.5	15.2	10.1
每股收益 (元)	0.47	0.84	0.96	1.06
PE	18	10	9	8
PB	1.63	1.47	1.32	1.18

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

8.46 元



#### 分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

#### 分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

#### 研究助理 范钧

执业证书：S0100124080024

邮箱：fanjun@mszq.com

### 相关研究

1.天山铝业 (002532.SZ) 2024 年半年报点评：一体化优势显现，几内亚铝土矿布局将进一步降本-2024/08/26

2.天山铝业 (002532.SZ) 2023 年年报点评：电解铝成本优势突出，上游铝土矿布局再下一城-2024/04/11

3.天山铝业 (002532.SZ) 2022 年年报点评：成本上涨拖累业绩，期待新业务成长-2023/03/21

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28,975	31,210	32,605	33,590
营业成本	24,889	24,954	25,457	25,854
营业税金及附加	468	499	522	537
销售费用	18	19	20	20
管理费用	344	375	391	403
研发费用	217	234	245	252
EBIT	3,430	5,129	5,971	6,523
财务费用	788	839	890	907
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2,642	4,694	5,407	5,952
营业外收支	10	2	2	2
利润总额	2,652	4,696	5,409	5,954
所得税	446	798	919	1,012
净利润	2,206	3,897	4,489	4,942
归属于母公司净利润	2,205	3,893	4,485	4,937
EBITDA	5,081	6,927	7,859	8,497

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,812	8,994	11,672	14,554
应收账款及票据	1,505	1,881	2,144	2,393
预付款项	2,078	3,108	3,309	3,620
存货	9,543	9,230	9,416	9,563
其他流动资产	574	598	636	672
流动资产合计	21,512	23,811	27,176	30,800
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	26,467	26,497	26,537	26,492
无形资产	1,480	1,522	1,654	1,786
非流动资产合计	35,585	35,858	36,129	36,315
资产合计	57,097	59,668	63,306	67,116
短期借款	8,813	9,613	10,413	11,213
应付账款及票据	6,715	6,729	6,835	6,942
其他流动负债	9,094	8,657	8,794	8,791
流动负债合计	24,621	24,999	26,043	26,946
长期借款	7,021	6,521	6,021	5,521
其他长期负债	1,346	1,353	1,353	1,353
非流动负债合计	8,367	7,873	7,373	6,873
负债合计	32,988	32,872	33,416	33,819
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
少数股东权益	2	6	10	15
股东权益合计	24,109	26,796	29,890	33,297
负债和股东权益合计	57,097	59,668	63,306	67,116

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-12.22	7.71	4.47	3.02
EBIT 增长率	-17.04	49.54	16.41	9.25
净利润增长率	-16.80	76.55	15.19	10.09
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	14.10	20.04	21.92	23.03
净利润率	7.61	12.49	13.77	14.71
总资产收益率 ROA	3.86	6.53	7.08	7.36
净资产收益率 ROE	9.15	14.53	15.01	14.83
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.87	0.95	1.04	1.14
速动比率	0.40	0.46	0.55	0.65
现金比率	0.32	0.36	0.45	0.54
资产负债率 (%)	57.78	55.09	52.79	50.39
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	6.40	7.00	8.00	9.00
存货周转天数	139.95	135.00	135.00	135.00
总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.47	0.84	0.96	1.06
每股净资产	5.18	5.76	6.42	7.15
每股经营现金流	0.84	1.08	1.48	1.55
每股股利	0.15	0.26	0.30	0.33
<b>估值分析</b>				
PE	18	10	9	8
PB	1.63	1.47	1.32	1.18
EV/EBITDA	10.28	7.42	6.24	5.46
股息收益率 (%)	1.77	3.07	3.55	3.90

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,206	3,897	4,489	4,942
折旧和摊销	1,651	1,798	1,888	1,974
营运资金变动	-805	-1,539	-444	-640
经营活动现金流	3,916	5,023	6,872	7,219
资本开支	-2,357	-2,071	-2,158	-2,158
投资	-1,381	0	0	0
投资活动现金流	-3,738	-2,071	-2,158	-2,158
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,429	307	300	300
筹资活动现金流	100	-1,770	-2,036	-2,180
现金净流量	263	1,182	2,678	2,882

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026