

天山铝业 (002532.SZ)

产业链一体化优势凸显，盈利能力稳健

优于大市

核心观点

2024Q3 公司归母净利润同比增长 64%。2024Q1-Q3 实现营收 208 亿元 (-6.9%)，归母净利润 30.8 亿元 (+88.4%)，扣非归母净利润 29.6 亿元 (+122.7%)，经营性净现金流 36.7 亿元 (+62%)。2024Q3 营业收入 70.1 亿元 (同比-7.1%，环比+0.7%)，归母净利润 10.1 亿元 (同比+63.5%，环比-25.4%)。

三季度归母净利润环比下滑主因铝价下跌，2024Q3 电解铝均价 19550 元/吨，环比二季度下降 1000 元/吨。公司单季度电解铝产量约 29 万吨，以此测算铝价下跌带来减利 2.6 亿元。三季度铝产业链最大的变动是氧化铝价格，三季度均价达到 3950 元/吨，环比增加 300 元/吨，四季度以来的均价更是攀升至 4600 元/吨。公司得益于完整的产业链配套，铝冶炼利润没有受到氧化铝挤占，盈利能力稳健。

公司公告了中期利润分配预案。向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元 (含税)，共计派发现金红利 9.23 亿元 (含税)。

公司将继续夯实上游资源端，包括开发印尼铝土矿项目和几内亚铝土矿项目，锁定海外优质、低成本铝土矿资源，以抵御未来铝土矿价格长周期上涨的风险，同时在广西配套的本地铝土矿资源也在申请探转采。布局完成后，公司铝土矿年产量可达到 700 万吨，完全满足公司 250 万吨氧化铝产能的原料需求。

风险提示：铝价下跌风险，海外项目进度不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

维持“优于大市”评级。假设 2024-2026 年铝现货价格为 19900/20000/20000 元/吨，氧化铝价格为 3870/3500/3500 元/吨，预焙阳极价格 4500 元/吨，预计 2024-2026 年收入 391/392/394 亿元，同比增速 35.0%/0.2%/0.5%，归母净利润 41.40/43.43/45.70 亿元 (前值 40.67/42.11/44.38 亿元)，同比增速 87.7%/4.9%/5.2%；摊薄 EPS 分别为 0.89/0.93/0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5/9.1/8.6x。公司今年在降低铝土矿采购成本、降低物流成本及税费等方面有积极变化，全产业链布局将充分享受铝价上涨收益，另外推进海外产业链一体化发展战略，为公司打开长期成长空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	33,008	28,975	40,095	39,518	39,698
(+/-%)	14.8%	-12.2%	38.4%	-1.4%	0.5%
净利润 (百万元)	2650	2205	4140	4343	4570
(+/-%)	-30.9%	-16.8%	87.7%	4.9%	5.2%
每股收益 (元)	0.57	0.47	0.89	0.93	0.98
EBIT Margin	12.1%	10.5%	13.5%	14.3%	14.9%
净资产收益率 (ROE)	11.6%	9.1%	15.6%	14.9%	14.3%
市盈率 (PE)	14.8	17.8	9.5	9.1	8.6
EV/EBITDA	13.3	15.4	9.1	8.5	8.1
市净率 (PB)	1.72	1.63	1.48	1.35	1.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

有色金属 · 工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangan@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	8.46 元
总市值/流通市值	39355/34940 百万元
52 周最高价/最低价	9.41/4.68 元
近 3 个月日均成交额	412.56 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

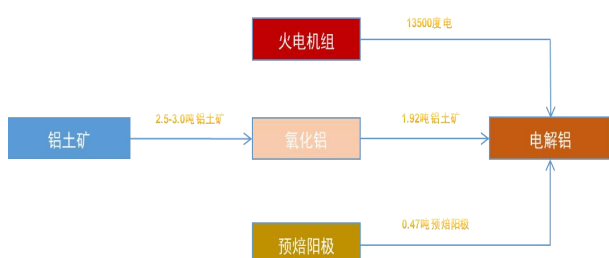
- 《天山铝业 (002532.SZ) - 产业链一体化优势凸显，进一步夯实上游资源端》——2024-08-22
- 《天山铝业 (002532.SZ) - 全产业链布局，充分享受铝价上涨收益》——2024-04-24
- 《天山铝业 (002532.SZ) - 产品产销平稳，电池铝箔项目稳步推进》——2023-09-02
- 《云铝股份 (000807.SZ) - 成本抬升拖累业绩，资产负债率继续下降》——2023-03-23
- 《天山铝业 (002532.SZ) - 国内做强下游加工，国外再建铝产业链》——2023-03-22

2024Q3 公司归母净利润同比增长 64%。2024Q1-Q3 实现营收 208 亿元（-6.9%），归母净利润 30.8 亿元（+88.4%），扣非归母净利润 29.6 亿元（+122.7%），经营性净现金流 36.7 亿元（+62%）。2024Q3 营业收入 70.1 亿元（同比-7.1%，环比+0.7%），归母净利润 10.1 亿元（同比+63.5%，环比-25.4%）。

三季度归母净利润环比下滑主因铝价下跌，2024Q3 电解铝均价 19550 元/吨，环比二季度下降 1000 元/吨。公司单季度电解铝产量约 29 万吨，以此测算铝价下跌带来减利 2.6 亿元。三季度铝产业链最大的变动是氧化铝价格，三季度均价达到 3950 元/吨，环比增加 300 元/吨，四季度以来的均价更是攀升至 4600 元/吨。公司得益于完整的产业链配套，铝冶炼利润没有受到氧化铝挤占，盈利能力稳健。

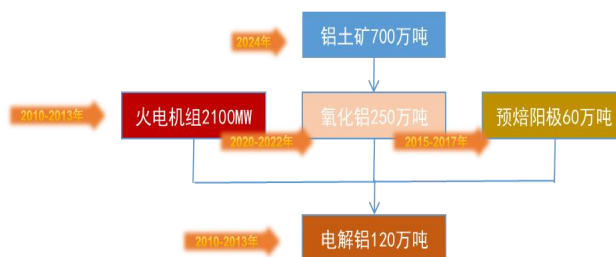
公司公告了中期利润分配预案。向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），共计派发现金红利 9.23 亿元（含税）。

图1: 铝产业链物料关系



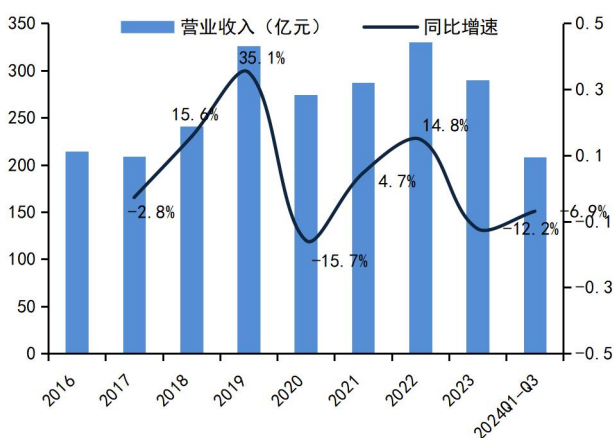
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司产业链遵循物料关系 100%配套



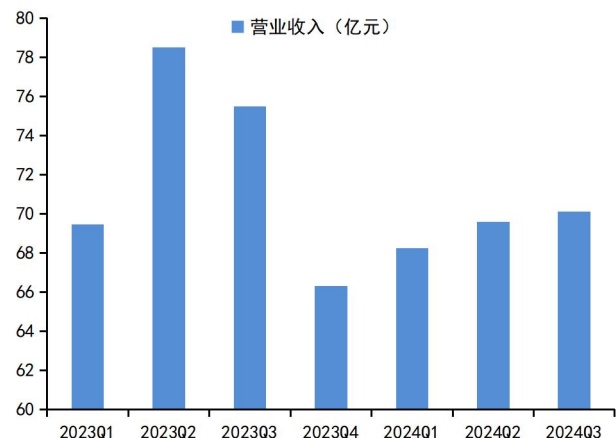
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 天山铝业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 天山铝业单季营业收入（单位：亿元）



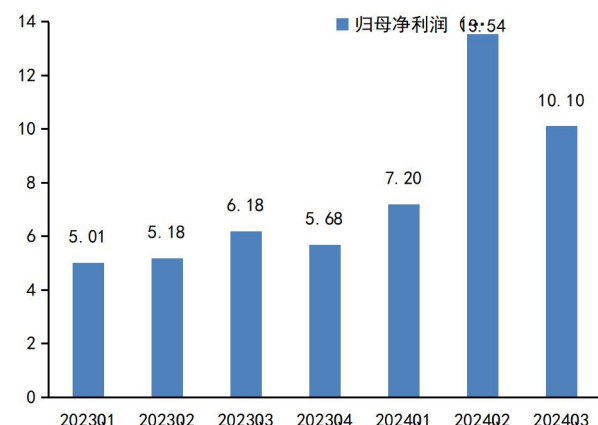
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 天山铝业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 天山铝业单季归母净利润 (单位: 亿元)



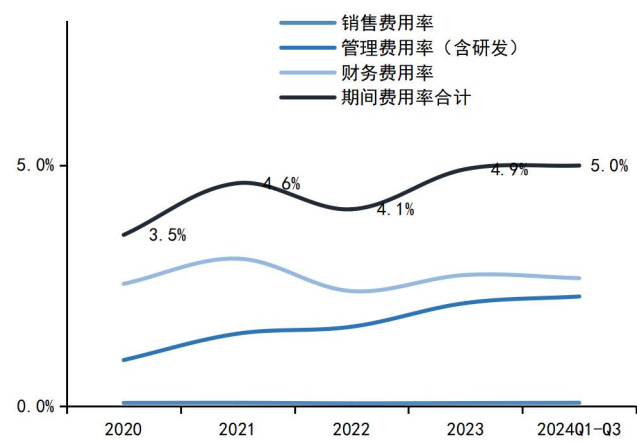
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 天山铝业毛利率、净利率



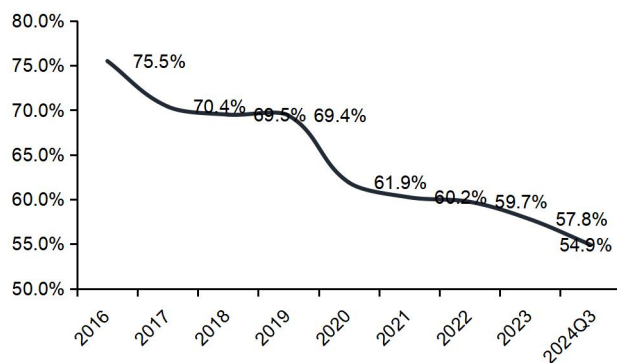
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 天山铝业期间费用率



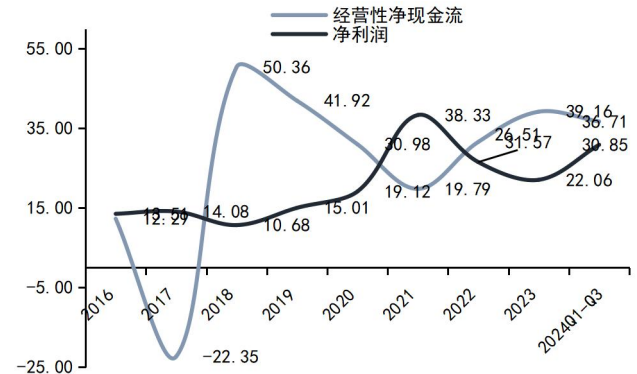
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 天山铝业资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 天山铝业经营性净现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析。我们测算铝价和氧化铝价格这两个变量，对公司 2025 年归母净利润的影响：

表1: 公司 2025 年归母净利润弹性测算 () 亿元

		铝价 (元/吨)							
		18000	18500	19000	19500	20000	20500	21000	21500
氧化铝价格 (元/吨)	3000	27.2	31.2	35.3	39.4	43.4	47.5	51.6	55.7
	3500	27.8	31.8	35.9	40.0	44.0	48.1	52.2	56.3
	4000	28.4	32.4	36.5	40.6	44.6	48.7	52.8	56.9
	4500	29.0	33.0	37.1	41.2	45.2	49.3	53.4	57.4
	5000	29.6	33.6	37.7	41.8	45.8	49.9	54.0	58.0

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。假设 2024-2026 年铝现货价格为 19900/20000/20000 元/吨，氧化铝价格为 3870/3500/3500 元/吨，预焙阳极价格 4500 元/吨，预计 2024-2026 年收入 391/392/394 亿元，同比增速 35.0%/0.2%/0.5%，归母净利润 41.40/43.43/45.70 亿元（前值 40.67/42.11/44.38 亿元），同比增速 87.7%/4.9%/5.2%；摊薄 EPS 分别为 0.89/0.93/0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 9.5/9.1/8.6x。公司今年在降低铝土矿采购成本、降低物流成本及税费等方面有积极变化，全产业链布局将充分享受铝价上涨收益，另外推进海外产业链一体化发展战略，为公司打开长期成长空间，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8823	7812	10035	13819	17828	营业收入	33008	28975	40095	39518	39698
应收款项	1935	1602	2216	2184	2194	营业成本	27962	24889	33341	32550	32455
存货净额	9532	9543	12458	12030	11933	营业税金及附加	477	468	481	474	476
其他流动资产	4611	2530	3501	3451	3467	销售费用	18	18	24	24	24
流动资产合计	24901	21512	28235	31510	35447	管理费用	301	344	536	529	531
固定资产	29557	30811	29979	28881	27634	研发费用	242	217	300	300	300
无形资产及其他	1172	1480	1422	1364	1306	财务费用	787	788	842	830	834
投资性房地产	1086	3294	3294	3294	3294	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	56716	57097	62930	65048	67680	其他收入	(99)	174	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	7884	13694	13694	13694	13694	营业利润	3364	2642	4871	5110	5377
应付款项	14338	6715	8765	8464	8396	营业外净收支	2	10	0	0	0
其他流动负债	3549	4213	5511	5323	5281	利润总额	3366	2652	4871	5110	5377
流动负债合计	25771	24621	27970	27482	27372	所得税费用	715	446	731	767	807
长期借款及应付债券	6642	7021	7021	7021	7021	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1463	1346	1346	1346	1346	归属于母公司净利润	2650	2205	4140	4343	4570
长期负债合计	8105	8367	8367	8367	8367	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	33876	32988	36336	35849	35738	净利润	2650	2205	4140	4343	4570
少数股东权益	2	2	2	2	3	资产减值准备	(2)	(6)	(0)	0	0
股东权益	22838	24107	26591	29197	31939	折旧摊销	1489	1647	2892	3157	3306
负债和股东权益总计	56716	57097	62930	65048	67680	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	787	788	842	830	834
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(682)	(6887)	(1152)	22	(39)
每股收益	0.57	0.47	0.89	0.93	0.98	其它	2	6	1	0	0
每股红利	0.40	0.38	0.36	0.37	0.39	经营活动现金流	3458	(3035)	5880	7523	7838
每股净资产	4.91	5.18	5.72	6.28	6.87	资本开支	0	(2867)	(2001)	(2001)	(2001)
ROIC	7.12%	4.61%	9%	9%	10%	其它投资现金流	61	(25)	0	0	0
ROE	11.61%	9.15%	16%	15%	14%	投资活动现金流	61	(2892)	(2001)	(2001)	(2001)
毛利率	15%	14%	17%	18%	18%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	13%	14%	15%	负债净变化	1203	379	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	21%	22%	23%	支付股利、利息	(1854)	(1772)	(1656)	(1737)	(1828)
收入增长	15%	-12%	38%	-1%	0%	其它融资现金流	(971)	7702	0	0	0
净利润增长率	-31%	-17%	88%	5%	5%	融资活动现金流	(2272)	4915	(1656)	(1737)	(1828)
资产负债率	60%	58%	58%	55%	53%	现金净变动	1247	(1012)	2223	3784	4009
股息率	4.7%	4.5%	4.2%	4.4%	4.6%	货币资金的期初余额	7576	8823	7812	10035	13819
P/E	14.8	17.8	9.5	9.1	8.6	货币资金的期末余额	8823	7812	10035	13819	17828
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(5580)	4340	5972	6291
EV/EBITDA	13.3	15.4	9.1	8.5	8.1	权益自由现金流	0	2500	3689	5386	5787

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032