

2024年11月01日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

重点项目有序推进，静待铝土矿增量逐步兑现

—天山铝业（002532.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

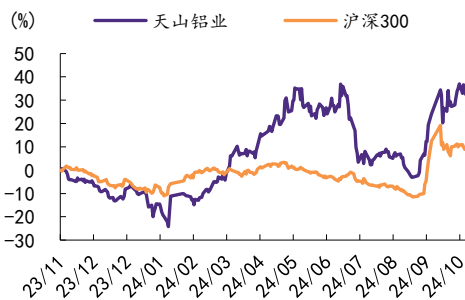
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-10-31

当前股价（元）	8.28
总市值（亿元）	385
总股本（百万股）	4652
流通股本（百万股）	4130
52周价格范围（元）	4.91-8.72
日均成交额（百万元）	351.53

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《天山铝业（002532）：2024H1净利润大增，受益铝价上涨及成本优势》2024-08-21
- 《天山铝业（002532）：2024H1业绩预告大增，受益铝价上涨及成本优势》2024-07-10
- 《天山铝业（002532）：一体化布局持续推进，电池箔及氧化铝投产》2024-04-18

天山铝业发布 2024 年三季报：2024 年第三季度公司营业收入为 70.11 亿元，同比-7.12%；归母净利润为 10.10 亿元，同比+63.48%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 10.00 亿元，同比+66.96%。

2024 年前三季度公司实现营业收入 207.96 亿元，同比-6.93%；归母净利润为 30.84 亿元，同比+88.36%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 29.61 亿元，同比+122.72%。

投资要点

■ 公司利润同比大幅增加主因电解铝及氧化铝价格提升

公司利润同比增长的主要原因为电解铝价格与氧化铝价格的上涨。公司自产铝锭及氧化铝外销均价较去年同期分别上涨约 6%和 30%，同时公司氧化铝产量同比增加约 6%，而电解铝和氧化铝的生产成本保持稳定，推动前三季度公司电解铝和氧化铝利润同比显著提升。

价格方面，2024Q3 长江有色市场 A00 铝均价 19565 元/吨，同比+3.76%，环比-4.74%；2024Q3 氧化铝均价 3844 元/吨，同比+25.25%，环比+5.81%；2024Q3 预焙阳极均价 4320 元/吨，同比-10.28%，环比-4.14%。

此外，公司拟实施中期分红回馈股东。今年前三季度公司经营情况良好，业绩同比实现了较大幅度的提升，为更好地回馈股东，公司实施中期分红，拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税），共计派发 9.2 亿元，分红比例为 30%。

■ 重点项目有序推进，几内亚铝土矿已进入规模开采，即将发往国内

1) 几内亚铝土矿项目：公司完成几内亚本土矿业公司股权收购后，正扎实推进几内亚项目铝土矿开采及发运。目前，项目已进入大规模开采阶段，产品也将陆续往国内发运，日后将有效满足公司氧化铝生产所需的原材料，增强原材料自给能力。

2) 印尼氧化铝项目：公司印尼铝土矿项目正在进行详勘，项目交割前提条件力争尽快完成。此外，一期 100 万吨氧化铝

项目正进行各项前期审批工作。

3) 广西铝土矿项目：公司位于广西的铝土矿项目正加速推进探转采，近期已完成复垦方案等手续的审批。待取得采矿权证后，力争尽快开启广西本地铝土矿开采。

盈利预测

预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 325.36、344.84、376.49 亿元，归母净利润分别为 42.66、45.48、48.46 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.0、8.5、7.9 倍。

考虑到电解铝及氧化铝价格有望保持坚挺，公司产业链一体化优势较高，维持公司的“买入”投资评级。

风险提示

1) 电解铝下游需求不及预期；2) 公司新建项目进度不及预期；3) 主要产品价格大幅下跌风险；4) 原材料及能源价格波动风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	28,975	32,536	34,484	37,649
增长率（%）	-12.2%	12.3%	6.0%	9.2%
归母净利润（百万元）	2,205	4,266	4,548	4,846
增长率（%）	-16.8%	93.5%	6.6%	6.5%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.92	0.98	1.04
ROE（%）	9.1%	16.3%	16.0%	15.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	7,812	11,128	14,833	18,326
应收款	1,602	1,799	1,906	2,081
存货	9,543	10,072	10,688	11,752
其他流动资产	2,555	2,866	3,036	3,313
流动资产合计	21,512	25,864	30,463	35,472
非流动资产:				
金融类资产	25	25	25	25
固定资产	26,467	27,191	26,373	25,013
在建工程	4,147	1,659	664	265
无形资产	1,480	1,406	1,332	1,262
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	3,491	3,491	3,491	3,491
非流动资产合计	35,585	33,747	31,860	30,031
资产总计	57,097	59,611	62,323	65,503
流动负债:				
短期借款	8,813	8,813	8,813	8,813
应付账款、票据	6,715	7,086	7,520	8,269
其他流动负债	9,021	9,021	9,021	9,021
流动负债合计	24,621	25,002	25,440	26,197
非流动负债:				
长期借款	7,021	7,021	7,021	7,021
其他非流动负债	1,346	1,346	1,346	1,346
非流动负债合计	8,367	8,367	8,367	8,367
负债合计	32,988	33,369	33,807	34,564
所有者权益				
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
股东权益	24,109	26,242	28,516	30,939
负债和所有者权益	57,097	59,611	62,323	65,503

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2206	4266	4548	4846
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1647	1838	1883	1825
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	64	-656	-456	-759
经营活动现金净流量	3916	5449	5976	5912
投资活动现金净流量	-3738	1764	1813	1758
筹资活动现金净流量	3137	-2133	-2274	-2423
现金流量净额	3,316	5,081	5,514	5,247

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	28,975	32,536	34,484	37,649
营业成本	24,889	25,746	27,322	30,047
营业税金及附加	468	521	552	602
销售费用	18	33	34	38
管理费用	344	390	414	452
财务费用	788	478	415	355
研发费用	217	228	241	264
费用合计	1,367	1,129	1,104	1,108
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2,642	5,523	5,889	6,274
加:营业外收入	16	6	6	6
减:营业外支出	6	1	1	1
利润总额	2,652	5,528	5,894	6,279
所得税费用	446	1,262	1,346	1,434
净利润	2,206	4,266	4,548	4,846
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	2,205	4,266	4,548	4,846

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-12.2%	12.3%	6.0%	9.2%
归母净利润增长率	-16.8%	93.5%	6.6%	6.5%
盈利能力				
毛利率	14.1%	20.9%	20.8%	20.2%
四项费用/营收	4.7%	3.5%	3.2%	2.9%
净利率	7.6%	13.1%	13.2%	12.9%
ROE	9.1%	16.3%	16.0%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	57.8%	56.0%	54.2%	52.8%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	18.1	18.1	18.1	18.1
存货周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.47	0.92	0.98	1.04
P/E	17.5	9.0	8.5	7.9
P/S	1.3	1.2	1.1	1.0
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2

新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

覃前：碳中和组成员，金融硕士，大连理工大学工学学士，2024年加入华鑫有色团队。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。