



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：8.88

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

高嘉麒

资格编号：S0120523070003

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.68	3.17	10.26
相对涨幅(%)	9.18	7.09	12.70

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《天山铝业（002532.SZ）：受益于氧化铝价格走强，24H1 归母实现翻倍增长》，2024.8.20
- 《天山铝业（002532.SZ）：全产业链布局加强，成本优势凸显》，2024.4.12

天山铝业：量价齐升创佳绩

投资要点

- 事件。**公司发布 2024 年年度业绩预告，公司预计全年实现归属于上市公司股东的净利润 44.5 亿元，比上年同期增长 101.79%；预计实现扣除非经常性损益后的净利润 43.2 亿元，比上年同期增长 129.41%。
- 氧化铝量价齐升为公司业绩上行的主要原因。**从市场方面的情况来看，氧化铝价格 2024 年呈逐步提升的趋势，2024 年的 1-4 季度河南氧化铝的均价分别为 3365 元/吨、3648 元/吨、3917 元/吨、5312 元/吨，氧化铝价格的持续上行带动了公司利润的逐步提升。从公司方面的情况来看，2024 年公司自产氧化铝对外销售均价同比上升约 40%，产量同比增加约 7.5%，氧化铝板块利润同比实现较大幅度增长。另外，公司自产铝锭对外销售均价同比上升约 6.5%，除氧化铝之外的其他生产要素成本有所下降，电解铝板块利润同比亦实现增长。
- 氧化铝价格逐步回落，预计对公司影响较小。**氧化铝方面，近期国内氧化铝价格有所回落，截至 2025 年 1 月 20 日，河南氧化铝平均价约为 4,290.00 元/吨，较最高接近 5800 元/吨的水平已出现明显回落；但于此同时，产业链其他环节的利润有所提升，其中电解铝方面，截至 2025 年 1 月 20 日，根据 SMM 数据，国内电解铝平均利润规模约为 1239.25 元/吨，较前期的负值水平出现了明显的回升；铝土矿方面，根据 Wind 数据，截至 2025 年 1 月 17 日，中国铝矾土毛利约为 463.04 元/吨，近期也呈现出持续提升的趋势。公司具有全产业链布局，在目前氧化铝价格下跌的背景下，公司依然可以在电解铝及铝土矿方面实现更高的利润，预期氧化铝价格的变动对公司的影响较小。
- 新项目逐步启航，公司发展再添新动力。**几内亚方面，公司在几内亚完成了一家本土矿业公司的股权收购并获得其铝土矿产品的独家购买权，该项目具备生产及运输铝土矿产能约为 600 万吨/年，矿区面积约 200 平方公里。当地时间 2024 年 12 月 11 日，公司董事长在几内亚出席了该项目的首次发运装船仪式；广西方面，截至 2024 年 10 月 28 日，公司位于广西的铝土矿项目正在抓紧推进探转采的工作，近期已完成复垦方案等手续的审批；印尼方面，截至 2024 年 10 月 28 日，公司印尼铝土矿项目正在进行详勘，项目交割的前提条件预计会尽快完成。另外，一期 100 万吨氧化铝项目正在进行各项前期审批工作。
- 投资建议。**公司业绩表现优异，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 44.5、48.6、53.9 亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**金属价格不及预期；项目建设不及预期；下游需求不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	4,651.89		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	4,130.01	营业收入(百万元)	33,008	28,975	34,637	34,274	38,909
52 周内股价区间(元):	4.71-9.09	(+/-)YOY(%)	14.8%	-12.2%	19.5%	-1.0%	13.5%
总市值(百万元):	40,843.55	净利润(百万元)	2,650	2,205	4,452	4,862	5,394
总资产(百万元):	58,589.94	(+/-)YOY(%)	-30.9%	-16.8%	101.9%	9.2%	10.9%
每股净资产(元):	5.68	全面摊薄 EPS(元)	0.57	0.47	0.96	1.05	1.16
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	15.3%	14.1%	20.0%	21.8%	20.9%
		净资产收益率(%)	11.6%	9.1%	16.6%	15.3%	14.5%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.96	1.05	1.16
每股净资产	5.18	5.77	6.82	7.98
每股经营现金流	0.84	1.37	2.12	1.05
每股股利	0.15	0.20	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	12.52	9.28	8.50	7.66
P/B	1.16	1.54	1.30	1.11
P/S	0.96	1.19	1.21	1.06
EV/EBITDA	8.04	6.43	5.28	4.76
股息率%	2.5%	2.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	14.1%	20.0%	21.8%	20.9%
净利润率	7.6%	12.9%	14.2%	13.9%
净资产收益率	9.1%	16.6%	15.3%	14.5%
资产回报率	3.9%	7.1%	6.7%	6.6%
投资回报率	6.4%	9.8%	9.1%	8.6%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	-12.2%	19.5%	-1.0%	13.5%
EBIT 增长率	-17.0%	83.0%	8.6%	8.6%
净利润增长率	-16.8%	101.9%	9.2%	10.9%
偿债能力指标				
资产负债率	57.8%	57.4%	56.1%	54.6%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.8
现金比率	0.3	0.4	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	7.6	7.0	7.3	7.1
存货周转天数	138.0	128.1	133.0	130.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.3

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,205	4,452	4,862	5,394
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	1,648	1,971	2,067	2,205
非经营收益	867	720	806	906
营运资金变动	-805	-755	2,107	-3,621
经营活动现金流	3,916	6,388	9,841	4,884
资产	-2,357	-2,794	-2,867	-2,830
投资	-1,381	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-3,738	-2,794	-2,867	-2,830
债权募资	2,429	2,425	3,580	3,002
股权募资	0	-100	0	0
其他	-2,329	-2,337	-812	-911
融资活动现金流	100	-12	2,768	2,092
现金净流量	263	3,581	9,742	4,145

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 21 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	28,975	34,637	34,274	38,909
营业成本	24,889	27,718	26,790	30,764
毛利率%	14.1%	20.0%	21.8%	20.9%
营业税金及附加	468	519	510	581
营业税金率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	18	16	14	17
营业费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	344	385	371	427
管理费用率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用	217	211	194	229
研发费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
EBIT	3,430	6,276	6,814	7,402
财务费用	788	566	584	488
财务费用率%	2.7%	1.6%	1.7%	1.3%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2,642	5,713	6,235	6,919
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	2,652	5,713	6,235	6,919
EBITDA	5,081	8,247	8,880	9,608
所得税	446	1,260	1,374	1,525
有效所得税率%	16.8%	22.1%	22.0%	22.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	2,205	4,452	4,862	5,394

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,812	11,393	21,135	25,280
应收账款及应收票据	1,505	2,359	1,558	2,836
存货	9,543	10,181	9,617	12,696
其它流动资产	2,652	2,737	2,776	3,034
流动资产合计	21,512	26,670	35,086	43,846
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	26,467	27,897	28,478	29,196
在建工程	4,344	3,566	3,552	3,257
无形资产	1,480	1,658	1,902	2,113
非流动资产合计	35,585	36,411	37,217	37,847
资产总计	57,097	63,081	72,304	81,693
短期借款	8,813	11,238	14,818	17,820
应付票据及应付账款	6,715	7,310	8,027	8,562
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	9,094	9,320	9,384	9,842
流动负债合计	24,621	27,868	32,229	36,225
长期借款	7,021	7,021	7,021	7,021
其它长期负债	1,346	1,346	1,346	1,346
非流动负债合计	8,367	8,367	8,367	8,367
负债总计	32,988	36,235	40,596	44,591
实收资本	4,652	4,637	4,637	4,637
普通股股东权益	24,107	26,844	31,706	37,099
少数股东权益	2	2	2	2
负债和所有者权益合计	57,097	63,081	72,304	81,693

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8 年证券研究经验，2022 年上海证券报能源行业第二名，2021 年新财富能源开采行业入围，2020 年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019 年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。