



买入 (维持)

所属行业: 有色金属/工业金属
当前价格(元): 6.94

证券分析师

翟堃

资格编号: s0120523050002

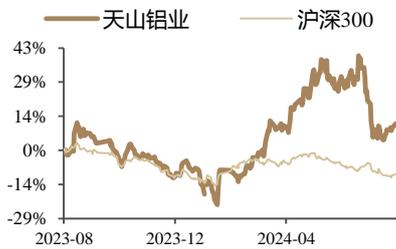
邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|--------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | -11.03 | -13.47 | -10.91 |
| 相对涨幅(%) | -6.37 | -8.15 | -2.18 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《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(002532.SZ): Q3 铝价上行利润环比改善, 铝箔业务稳步推进》, 2023.10.27

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

投资要点

- 事件: 公司发布 2024 年半年度报告。**公司 2024H1 实现营收 137.8 亿元, 同比-6.83%; 实现归母净利润 20.7 亿元, 同比+103.45%; 实现扣非归母净利润 19.6 亿元, 同比+168.42%, 2024H1 年公司实现非经常性损益 1.1 亿元, 增加主要系政府补助 1.35 亿元。净利同比大幅提升系①天铝有限实现净利 13.8 亿元, 同比+81.2%, 自产电解铝平均销售价格同比上升约 6.7%, 电解铝完全成本与去年同期基本持平。②靖西天桂实现净利 5.5 亿元, 氧化铝板块业绩同比大幅提升, 系氧化铝均价同比上升约 26.1%, 产量同比+6.8%, 销量同比+4%。公司 2024Q2 单季度实现营收 69.6 亿元, 同比-11.4%, 环比+2.0%; 实现归母净利润 13.5 亿元, 同比+161.5%, 环比+88.1%。
- 一季度铝价稳健回升, 二季度震荡走高, 公司电解铝和氧化铝产量实现增长。**价格方面, 根据长江有色金属网数据, 2024Q2 现货铝均价达到 20533 元/吨, 较 2024Q1 环比增加 7.8%, 而 2024Q1 现货铝均价为 19054 元/吨, 较 2023Q4 环比增加 0.5%。主因海外局势严峻, 推涨外盘铝价, 叠加国家不断发布宏观政策提振消费, 现货铝价继续上行。**成本方面**, 电解铝完全成本与去年同期基本持平, 其中预焙阳极、运输费用等同比下降, 氧化铝采购成本同比上升。**产量方面**, 公司电解铝和氧化铝产量实现上涨。其中自产铝锭产量 58.54 万吨, 同比+1.3%; 高纯铝产量 1.6 万吨, 同比-25.6%, 销量同比+10.9%; 氧化铝产量 109.3 万吨, 同比+6.8%; 预焙阳极产量 26.9 万吨, 同比-2.6%。; 铝箔产量 0.6 万吨, 石河子铝箔坯料生产基地及江阴铝箔生产基地正进行产能爬坡, 电池铝箔产品已完成超过 50 家客户的试单和近 20 家客户的认证。
- 海外布局铝土矿资源, 落地后氧化铝项目或将更具成本优势。**据 2024 半年报, ①公司在几内亚完成对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, 可利用现有物流通道运输并装载至远洋大货轮运至中国, 项目已进入生产开采阶段, 即将向国内发运, 可满足公司对铝土矿的原料需求, 大大降低铝土矿原料成本。②公司在印尼获得三个铝土矿开采权, 并依托铝土矿资源计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线, 其中一期 100 万吨, 目前正在进行环评、征地等工作。
- 盈利预测。**公司从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造, 打通上下游一体化, 并配套自备电厂和自备预焙阳极, 形成完整铝产业链布局, 使公司的电解铝产品在上游的电力自供、铝土矿资源储备、氧化铝及阳极碳素供应保障和成本优势方面保持较强的竞争力。考虑到氧化铝价格上移, 我们调整公司盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 37.7/40.6/43.7 亿元, 同比增速 70.8%、7.7%、7.7%; 截至 2024 年 8 月 19 日收盘价对应 PE 为 8.57x/7.96x/7.39x, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济下行导致金属价格不及预期; 高纯铝及电池铝箔项目建设进度不及预期; 下游开工率低致需求不及预期

股票数据

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本(百万股): | 4,651.89 |
| 流通 A 股(百万股): | 4,130.01 |
| 52 周内股价区间(元): | 4.82-8.71 |
| 总市值(百万元): | 32,284.08 |
| 总资产(百万元): | 56,427.45 |
| 每股净资产(元): | 5.46 |

资料来源: 公司公告

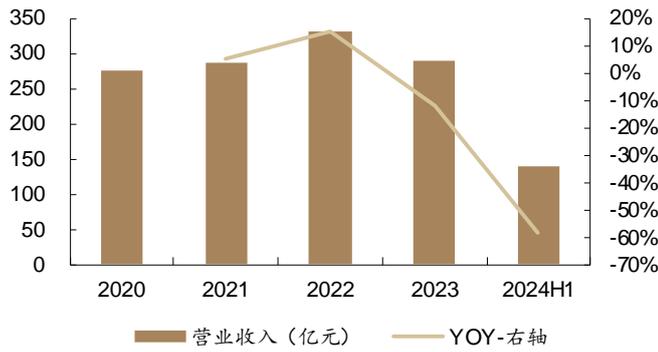
主要财务数据及预测

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 33,008 | 28,975 | 35,898 | 38,444 | 39,130 |
| (+/-)YOY(%) | 14.8% | -12.2% | 23.9% | 7.1% | 1.8% |
| 净利润(百万元) | 2,650 | 2,205 | 3,767 | 4,058 | 4,369 |
| (+/-)YOY(%) | -30.9% | -16.8% | 70.8% | 7.7% | 7.7% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.57 | 0.47 | 0.81 | 0.87 | 0.94 |
| 毛利率(%) | 15.3% | 14.1% | 17.9% | 17.8% | 18.4% |
| 净资产收益率(%) | 11.6% | 9.1% | 14.5% | 14.7% | 14.8% |

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

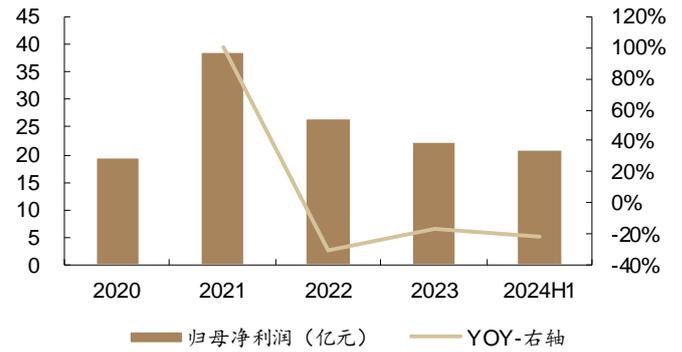
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



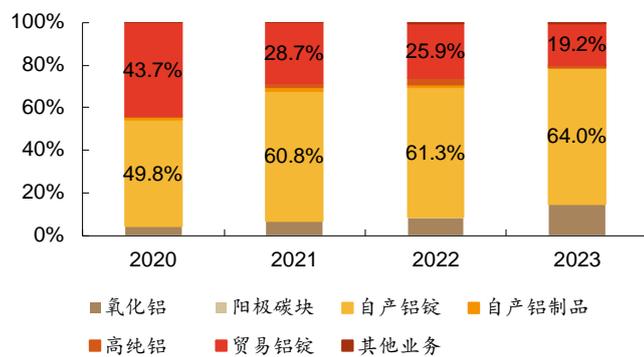
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



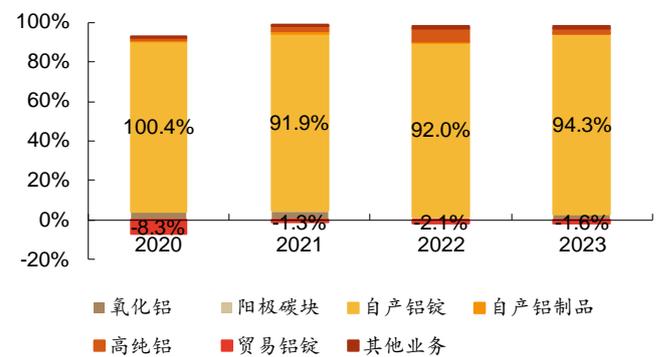
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司营业收入结构



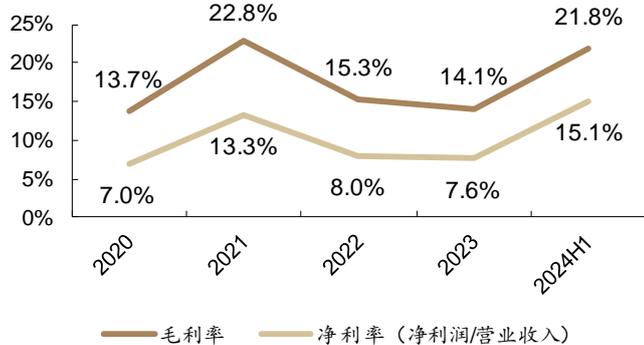
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司毛利结构



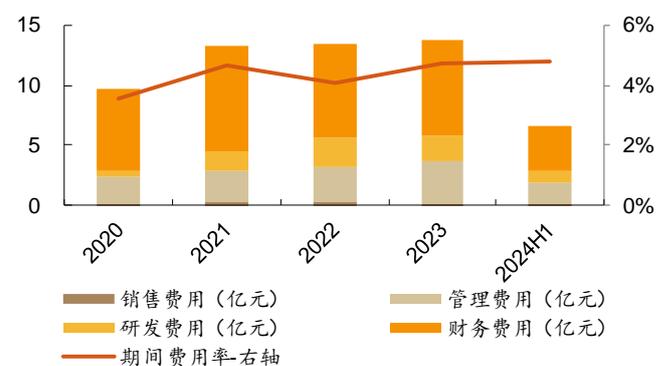
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司毛利率和净利率



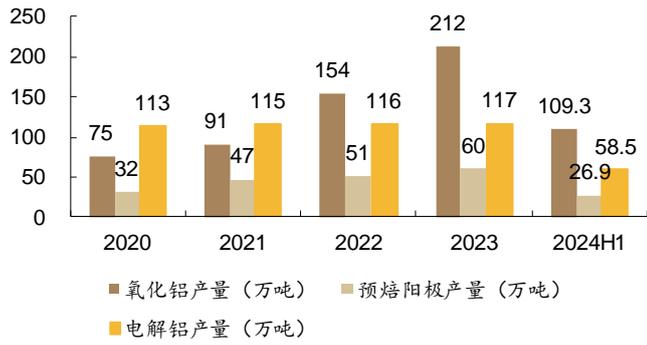
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司期间费用及总费率



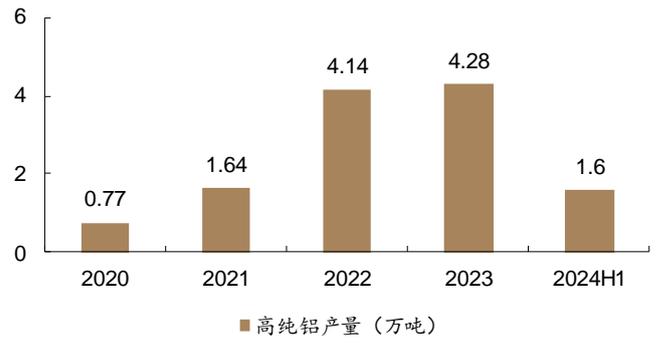
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所
注: 2018 年之前的研发费用体现在管理费用中

图 7: 公司预焙阳极、电解铝、氧化铝产品产量



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 8: 公司高纯铝产量



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.48 | 0.81 | 0.87 | 0.94 |
| 每股净资产 | 5.18 | 5.57 | 5.94 | 6.33 |
| 每股经营现金流 | 0.84 | 1.80 | 1.31 | 1.67 |
| 每股股利 | 0.15 | 0.40 | 0.50 | 0.55 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 12.52 | 8.57 | 7.96 | 7.39 |
| P/B | 1.16 | 1.25 | 1.17 | 1.10 |
| P/S | 1.11 | 0.90 | 0.84 | 0.82 |
| EV/EBITDA | 8.04 | 5.74 | 5.31 | 4.66 |
| 股息率% | 2.5% | 5.8% | 7.2% | 7.9% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 14.1% | 17.9% | 17.8% | 18.4% |
| 净利润率 | 7.6% | 10.5% | 10.6% | 11.2% |
| 净资产收益率 | 9.1% | 14.5% | 14.7% | 14.8% |
| 资产回报率 | 3.9% | 6.5% | 6.5% | 7.3% |
| 投资回报率 | 6.4% | 9.9% | 9.8% | 10.1% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -12.2% | 23.9% | 7.1% | 1.8% |
| EBIT 增长率 | -17.0% | 54.0% | 5.3% | 6.4% |
| 净利润增长率 | -16.8% | 70.8% | 7.7% | 7.7% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 57.8% | 55.3% | 55.6% | 50.9% |
| 流动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 现金比率 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.7 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 7.6 | 6.5 | 7.1 | 6.0 |
| 存货周转天数 | 138.0 | 105.0 | 100.0 | 88.0 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 固定资产周转率 | 1.1 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 2,205 | 3,767 | 4,058 | 4,369 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 1,648 | 1,807 | 1,896 | 1,957 |
| 非经营收益 | 867 | 954 | 937 | 971 |
| 营运资金变动 | -805 | 1,838 | -815 | 469 |
| 经营活动现金流 | 3,916 | 8,367 | 6,076 | 7,766 |
| 资产 | -2,357 | -947 | -1,711 | -1,329 |
| 投资 | -1,381 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -3,738 | -947 | -1,711 | -1,329 |
| 债权募资 | 2,429 | -2,000 | 1,367 | -316 |
| 股权募资 | 0 | -100 | 0 | 0 |
| 其他 | -2,329 | -2,829 | -3,272 | -3,541 |
| 融资活动现金流 | 100 | -4,929 | -1,905 | -3,858 |
| 现金净流量 | 263 | 2,492 | 2,460 | 2,580 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 28,975 | 35,898 | 38,444 | 39,130 |
| 营业成本 | 24,889 | 29,473 | 31,615 | 31,946 |
| 毛利率% | 14.1% | 17.9% | 17.8% | 18.4% |
| 营业税金及附加 | 468 | 549 | 605 | 607 |
| 营业税金率% | 1.6% | 1.5% | 1.6% | 1.6% |
| 营业费用 | 18 | 21 | 23 | 23 |
| 营业费用率% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 管理费用 | 344 | 377 | 430 | 424 |
| 管理费用率% | 1.2% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 研发费用 | 217 | 266 | 286 | 291 |
| 研发费用率% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| EBIT | 3,430 | 5,283 | 5,561 | 5,917 |
| 财务费用 | 788 | 812 | 740 | 728 |
| 财务费用率% | 2.7% | 2.3% | 1.9% | 1.9% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2,642 | 4,480 | 4,826 | 5,196 |
| 营业外收支 | 10 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 2,652 | 4,485 | 4,831 | 5,201 |
| EBITDA | 5,081 | 7,090 | 7,458 | 7,874 |
| 所得税 | 446 | 718 | 773 | 832 |
| 有效所得税率% | 16.8% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司所有者净利润 | 2,205 | 3,767 | 4,058 | 4,369 |

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 7,812 | 10,303 | 12,763 | 15,343 |
| 应收账款及应收票据 | 1,505 | 2,409 | 1,937 | 2,239 |
| 存货 | 9,543 | 7,649 | 9,914 | 5,703 |
| 其它流动资产 | 2,652 | 2,885 | 3,136 | 2,769 |
| 流动资产合计 | 21,512 | 23,246 | 27,750 | 26,055 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 26,467 | 26,377 | 26,193 | 25,850 |
| 在建工程 | 4,344 | 3,566 | 3,552 | 3,257 |
| 无形资产 | 1,480 | 1,502 | 1,524 | 1,545 |
| 非流动资产合计 | 35,585 | 34,739 | 34,563 | 33,946 |
| 资产总计 | 57,097 | 57,985 | 62,313 | 60,001 |
| 短期借款 | 8,813 | 6,813 | 8,181 | 7,864 |
| 应付票据及应付账款 | 6,715 | 7,379 | 8,428 | 5,060 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 9,094 | 9,510 | 9,690 | 9,252 |
| 流动负债合计 | 24,621 | 23,703 | 26,299 | 22,176 |
| 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 | 32,069 | 34,666 | 30,543 |
| 实收资本 | 4,652 | 4,637 | 4,637 | 4,637 |
| 普通股股东权益 | 24,107 | 25,913 | 27,645 | 29,455 |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 负债和所有者权益合计 | 57,097 | 57,985 | 62,313 | 60,001 |

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

| | 类别 | 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； | 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。 |
| 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。 | 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。