

天山铝业 (002532.SZ)

买入(维持评级)

2023年三季报点评：电解铝盈利走扩，Q3 利润持续改善

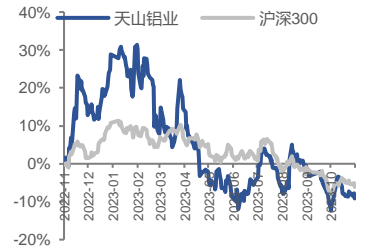
当前价格： 6.18 元

目标价格： 7.55 元

基本数据

| | |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通股本 (百万股) | 4652/3839 |
| 总市值/流通市值 (百万元) | 28749/23725 |
| 每股净资产 (元) | 5.06 |
| 资产负债率 (%) | 58.60 |
| 一年内最高/最低 (元) | 8.87/5.92 |

一年内股价相对走势



投资要点：

➤ **事件：公司发布2023年三季报。**2023前三季度实现营收223.44亿元，同比-9.65%；归母净利润16.37亿元，同比-31.88%。分季度看，2023Q3单季营收75.48亿元，同比-0.84%，环比-3.87%；归母净利润6.18亿元，同比+53.61%，环比+19.31%。

➤ **铝价提升+预焙阳极价格下跌，吨铝盈利走扩带动Q3业绩改善。**23Q3电解铝市场均价为18,839.1元/吨，环比+1.7%；氧化铝市场均价为2887.9元/吨，环比+0.9%；华东预焙阳极市场均价为5,742.5元/吨，环比-9.0%。根据百川盈孚数据统计，23Q3行业吨铝平均利润达2885.1元/吨，环比+38.9%。公司利用自身的一体化产业链布局，充分受益于行业利润上行，电解铝完全成本较Q2下降约500元/吨，Q3毛利率达10.1%，环比+3.2pct，净利率达8.2%，环比+1.6pct。

➤ **电池铝箔项目稳步推进，助力公司业绩高成长。**公司快速切入电池铝箔领域，计划兴建年产22万吨动力电池铝箔一体化项目。其中江阴2万吨技改项目已于7月初正式投产，目前生产情况稳定，20万吨新建项目已有6台箔轧机安装完毕，进入带料调试阶段，另有10台箔轧机正在安装，预计到今年底新建项目将完成16台箔轧机的安装工作；配套30万吨坯料项目已有10台铸轧机完成安装并进入调试阶段，另有2台冷轧机正在同步安装中，预计年内可以实现坯料自给自足。

➤ **印尼铝产业链打开成长天花板。**公司在印尼拥有三个铝土矿采矿权，并计划投资15.56亿美元在印尼建设200万吨氧化铝生产线，分两期建设，从而形成海外氧化铝生产基地，充分利用印尼当地丰富的铝土矿资源，进一步延伸铝产业链。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们维持前期对公司的盈利预测，预计23-25年归母净利润为25.45/36.32/46.91亿元，给予13.8倍PE，对应目标价为7.55元并维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**产能释放不及预期，下游需求不及预期，原材料和能源价格波动风险

团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号：S0210522090001

邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

《天山铝业(002532.SZ)：2023年中报点评：高纯铝出口受阻致23H1业绩下滑，电池铝箔+出海布局有望提升公司成长潜力》——20230901

《天山铝业(002532.SZ)：2022年报点评，Q4业绩触底，电池铝箔将开启第二成长曲线》——20230321

《天山铝业(002532.SZ)：产业布局持续优化，角逐电池箔新赛道》——20230310

| 财务数据和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 28,745 | 33,008 | 31,531 | 34,704 | 36,540 |
| 增长率 | 5% | 15% | -4% | 10% | 5% |
| 净利润(百万元) | 3,833 | 2,650 | 2,545 | 3,632 | 4,691 |
| 增长率 | 100% | -31% | -4% | 43% | 29% |
| EPS(元/股) | 0.82 | 0.57 | 0.55 | 0.78 | 1.01 |
| 市盈率(P/E) | 7.5 | 10.8 | 11.3 | 7.9 | 6.1 |
| 市净率(P/B) | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 8,823 | 14,091 | 16,105 | 19,900 | 营业收入 | 33,008 | 31,531 | 34,704 | 36,540 |
| 应收票据及账款 | 1,887 | 1,856 | 2,208 | 2,242 | 营业成本 | 27,962 | 27,014 | 28,640 | 29,192 |
| 预付账款 | 4,306 | 4,631 | 4,660 | 4,877 | 税金及附加 | 477 | 456 | 502 | 528 |
| 存货 | 9,532 | 9,982 | 10,173 | 10,578 | 销售费用 | 18 | 17 | 19 | 20 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 301 | 287 | 316 | 333 |
| 其他流动资产 | 353 | 443 | 529 | 588 | 研发费用 | 242 | 236 | 295 | 347 |
| 流动资产合计 | 24,901 | 31,004 | 33,675 | 38,186 | 财务费用 | 787 | 664 | 577 | 415 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 信用减值损失 | -3 | -1 | -3 | -1 |
| 固定资产 | 27,397 | 26,282 | 25,290 | 24,413 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 1,963 | 2,063 | 2,063 | 1,963 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1,172 | 1,406 | 1,427 | 1,480 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收益 | 129 | 400 | 300 | 300 |
| 其他非流动资产 | 1,283 | 1,252 | 1,273 | 1,272 | 营业利润 | 3,364 | 3,260 | 4,654 | 6,011 |
| 非流动资产合计 | 31,815 | 31,003 | 30,053 | 29,127 | 营业外收入 | 8 | 7 | 8 | 8 |
| 资产合计 | 56,716 | 62,007 | 63,728 | 67,314 | 营业外支出 | 6 | 4 | 5 | 5 |
| 短期借款 | 4,078 | 4,000 | 2,000 | 2,000 | 利润总额 | 3,366 | 3,263 | 4,657 | 6,014 |
| 应付票据及账款 | 14,338 | 15,159 | 15,999 | 15,847 | 所得税 | 715 | 718 | 1,024 | 1,323 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 2,651 | 2,545 | 3,633 | 4,691 |
| 合同负债 | 177 | 1,013 | 768 | 726 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应付款 | 1,030 | 1,005 | 1,018 | 1,012 | 归属母公司净利润 | 2,651 | 2,545 | 3,633 | 4,691 |
| 其他流动负债 | 6,147 | 6,478 | 6,484 | 6,462 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.57 | 0.55 | 0.78 | 1.01 |
| 流动负债合计 | 25,771 | 27,655 | 26,270 | 26,048 | | | | | |
| 长期借款 | 6,642 | 8,642 | 8,942 | 9,042 | 主要财务比率 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 其他非流动负债 | 1,463 | 1,255 | 1,359 | 1,307 | 成长能力 | | | | |
| 非流动负债合计 | 8,105 | 9,897 | 10,301 | 10,349 | 营业收入增长率 | 14.8% | -4.5% | 10.1% | 5.3% |
| 负债合计 | 33,876 | 37,552 | 36,570 | 36,396 | EBIT 增长率 | -28.7% | -5.4% | 33.3% | 22.8% |
| 归属母公司所有者权益 | 22,838 | 24,453 | 27,155 | 30,915 | 归母公司净利润增长率 | -30.9% | -4.0% | 42.7% | 29.1% |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 3 | 获利能力 | | | | |
| 所有者权益合计 | 22,840 | 24,455 | 27,157 | 30,918 | 毛利率 | 15.3% | 14.3% | 17.5% | 20.1% |
| 负债和股东权益 | 56,716 | 62,007 | 63,728 | 67,314 | 净利率 | 8.0% | 8.1% | 10.5% | 12.8% |
| | | | | | ROE | 11.6% | 10.4% | 13.4% | 15.2% |
| | | | | | ROIC | 11.0% | 9.6% | 12.4% | 14.0% |
| 现金流量表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 单位:百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债率 | 59.7% | 60.6% | 57.4% | 54.1% |
| 经营活动现金流 | 3,157 | 5,988 | 5,759 | 5,714 | 流动比率 | 1.0 | 1.1 | 1.3 | 1.5 |
| 现金收益 | 4,927 | 4,851 | 5,813 | 6,656 | 速动比率 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1.1 |
| 存货影响 | -697 | -451 | -191 | -405 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -387 | -295 | -381 | -251 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 经营性应付影响 | 1,204 | 796 | 853 | -158 | 应收账款周转天数 | 6 | 7 | 6 | 6 |
| 其他影响 | -1,890 | 1,086 | -335 | -128 | 存货周转天数 | 118 | 130 | 127 | 128 |
| 投资活动现金流 | -2,119 | -861 | -631 | -626 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资本支出 | -2,255 | -861 | -631 | -626 | 每股收益 | 0.57 | 0.55 | 0.78 | 1.01 |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.68 | 1.29 | 1.24 | 1.23 |
| 其他长期资产变化 | 136 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 4.91 | 5.26 | 5.84 | 6.65 |
| 融资活动现金流 | -828 | 141 | -3,115 | -1,292 | 估值比率 | | | | |
| 借款增加 | 1,258 | 1,951 | -1,715 | 107 | P/E | 11 | 11 | 8 | 6 |
| 股利及利息支付 | -1,854 | -1,744 | -1,696 | -1,570 | P/B | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 84 | 85 | 69 | 59 |
| 其他影响 | -232 | -66 | 296 | 171 | | | | | |

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn