

➤ **事件:** 2025年6月6日公司发布公告,计划利用石河子厂区东侧预留场地,采用国内先进的电解铝节能技术,对公司140万吨电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造。项目建设期暂定10个月,建设投资约22.3亿元。项目完工后,公司电解铝产能将提升至140万吨,铝液综合交流电耗将达到行业领先水平。

➤ **电解铝产能扩张20万吨,能源成本有望降低。** 1) **新增20万吨产能,26年大规模释放:** 公司拥有140万吨电解铝产能指标,目前已建成120万吨产能,140万吨电解铝能效提升改造项目完工后,将新增20万吨产能。考虑建设期,我们预计26年新增产能将大规模释放; 2) **采用先进节能技术,能源成本有望降低。** 140万吨电解铝能效提升改造项目采用全石墨化阴极炭块和新式节能阴极结构技术,具有内衬寿命高、电阻率低、钠膨胀率低、抗热冲击性好、电阻率低、运行稳定性和电流效率高等诸多优点,项目建成后,铝液综合交流电耗将达到行业领先水平,电力成本有望下降。公司电解铝产能分布在能源成本较低的新疆,随着新项目电耗水平的降低,成本优势将更加明显。

➤ **未来看点:** 1) **一体化布局完善。** 预焙阳极和氧化铝实现自给,广西天桂250万吨氧化铝和南疆30万吨预焙阳极项目逐步达产,氧化铝和预焙阳极自给率100%,只是氧化铝是名义上自给,广西氧化铝对外出售,新疆电解铝从山西购入氧化铝,公司电力装机2100MW,电力自给率80%-90%,剩余电力从电网购买。公司一体化布局完成,原材料保障能力增强,有助于稳定业绩。 2) **能源价格低廉,成本优势突出。** 公司电解铝产能在煤炭资源丰富的新疆,能源成本低,成本优势突出,高盈利持续性强。 3) **战略布局印尼200万吨氧化铝产能。** 公司收购印尼三个铝土矿,并计划投资15.56亿美元建设200万吨氧化铝产线,一期100万吨环评已通过,布局印尼铝土矿、氧化铝项目,有助于未来进一步扩展电解铝。 4) **布局几内亚+广西铝土矿,保障资源供应。** 公司2023年底间接取得EliteMiningGuineaS.A.50%股权及铝土矿独家购买权,项目规划年产能500-600万吨铝土矿,目前原料正逐步运回国内,25年4月广西铝土矿项目采矿证获批,产能100万吨,原料保障进一步增强。

➤ **投资建议:** 电解铝供需格局向好,公司一体化优势明显,新增产能逐步落地,业绩将继续释放。我们预计公司2025-2027年归母净利润51.3亿元、62.1亿元和70.1亿元,对应现价PE分别为7、6和5倍,维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 原材料价格大幅上涨,电池铝箔项目进展不及预期,电解铝下游需求不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,089	30,356	33,757	35,569
增长率(%)	-3.1	8.1	11.2	5.4
归属母公司股东净利润(百万元)	4,455	5,126	6,207	7,008
增长率(%)	102.0	15.1	21.1	12.9
每股收益(元)	0.96	1.10	1.33	1.51
PE	8	7	6	5
PB	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2025年6月6日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**7.60元**

**分析师 邱祖学**

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

**研究助理 南雪源**

执业证书: S0100123070035

邮箱: nanxueyuan@mszq.com

### 相关研究

- 1.天山铝业(002532.SZ)2024年年报点评: 业绩创新高,一体化优势继续夯实-2025/04/21
- 2.天山铝业(002532.SZ)2024年三季度报点评: 氧化铝盈利提升,一体化布局前景可期-2024/10/26
- 3.天山铝业(002532.SZ)2024年半年报点评: 一体化优势显现,几内亚铝土矿布局将进一步降本-2024/08/26
- 4.天山铝业(002532.SZ)2023年年报点评: 电解铝成本优势突出,上游铝土矿布局再下一城-2024/04/11

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,089	30,356	33,757	35,569
营业成本	21,554	22,975	24,996	25,838
营业税金及附加	474	513	570	601
销售费用	19	21	24	25
管理费用	384	416	456	480
研发费用	217	228	253	267
EBIT	5,934	6,203	7,458	8,358
财务费用	707	621	573	552
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	5,219	6,035	7,307	8,251
营业外收支	4	2	2	2
利润总额	5,223	6,037	7,309	8,253
所得税	767	906	1,096	1,238
净利润	4,456	5,131	6,213	7,015
归属于母公司净利润	4,455	5,126	6,207	7,008
EBITDA	7,648	8,118	9,511	10,520

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,108	10,870	12,909	14,443
应收账款及票据	899	998	1,295	1,364
预付款项	1,508	1,723	1,875	1,938
存货	8,824	8,749	9,245	9,557
其他流动资产	593	589	641	682
流动资产合计	20,931	22,929	25,965	27,983
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	27,351	27,266	27,643	27,912
无形资产	3,836	3,877	4,733	5,568
非流动资产合计	35,849	36,004	37,338	38,541
资产合计	56,780	58,933	63,303	66,525
短期借款	3,433	3,233	3,033	2,833
应付账款及票据	8,881	9,179	9,793	10,123
其他流动负债	8,966	8,483	9,052	8,187
流动负债合计	21,280	20,895	21,878	21,143
长期借款	7,668	7,168	6,668	6,168
其他长期负债	998	998	998	998
非流动负债合计	8,666	8,166	7,666	7,166
负债合计	29,946	29,061	29,544	28,309
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
少数股东权益	3	8	14	21
股东权益合计	26,834	29,872	33,759	38,216
负债和股东权益合计	56,780	58,933	63,303	66,525

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-3.06	8.07	11.20	5.37
EBIT 增长率	73.03	4.53	20.22	12.08
净利润增长率	102.03	15.05	21.08	12.92
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.27	24.32	25.95	27.36
净利润率	15.86	16.90	18.40	19.72
总资产收益率 ROA	7.85	8.70	9.80	10.54
净资产收益率 ROE	16.61	17.16	18.39	18.35
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.98	1.10	1.19	1.32
速动比率	0.50	0.59	0.68	0.78
现金比率	0.43	0.52	0.59	0.68
资产负债率 (%)	52.74	49.31	46.67	42.55
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.78	4.00	5.00	5.00
存货周转天数	149.43	139.00	135.00	135.00
总资产周转率	0.49	0.52	0.53	0.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.96	1.10	1.33	1.51
每股净资产	5.77	6.42	7.25	8.21
每股经营现金流	1.12	1.56	1.95	1.88
每股股利	0.40	0.45	0.50	0.55
<b>估值分析</b>				
PE	8	7	6	5
PB	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.43	4.81	3.82	3.24
股息收益率 (%)	5.26	5.92	6.58	7.24

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,456	5,131	6,213	7,015
折旧和摊销	1,713	1,915	2,053	2,161
营运资金变动	-1,724	-421	186	-1,019
经营活动现金流	5,220	7,238	9,092	8,751
资本开支	-1,273	-2,071	-3,385	-3,363
投资	-843	0	0	0
投资活动现金流	-2,116	-2,071	-3,385	-3,363
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,656	-700	-700	-700
筹资活动现金流	-3,576	-3,405	-3,667	-3,855
现金净流量	-473	1,762	2,039	1,534

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048