

有色金属

2025 年 01 月 22 日

天山铝业 (002532)

——24 年业绩预增超预期，铝土矿布局逐步完备

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：公司公布 2024 年年度业绩预告，超出预期。**据公司公告：1) 预计 2024 年归母净利润为 44.5 亿元，同比增加 101.8%，预计 2024 年扣非归母净利润为 43.2 亿元，同比增加 129.4%。2) 预计 2024Q4 归母净利润为 13.7 亿元，环比增加 35.2%，同比增加 140.5%，预计 2024Q4 扣非归母净利润为 13.6 亿元，环比增加 36.0%，同比增加 145.5%。
- **2024 年净利润同比预计大幅提升原因：**1) 预计 2024 年公司自产氧化铝对外销售均价约 3510 元/吨（不含税），同比上升约 40%，氧化铝产量约 228 万吨，同比增加约 7.5%。2) 预计 2024 年公司自产铝锭对外销售均价约 17629 元/吨（不含税），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（年运输量 1000 万吨天足铁路专用线正式通车降低运输费用），电解铝板块利润同比亦实现增长。3) 2023 年底，公司全资子公司天铝有限获评“国家高新技术企业”，按 15% 的税率缴纳企业所得税，另外可享受先进制造业企业增值税加计抵减政策。
- **一体化布局逐步完备，电解铝待建指标有望落地：**1) **印尼铝土矿：**公司已收购三个铝土矿开采权，2024 年 11 月 10 日公告交易各方已完成股份交割，目前正进行详细勘探。2) **几内亚铝土矿：**公司已完成一本土矿业公司股权收购并获得铝土矿独家购买权，该项目具备生产及运输铝土矿年产能 600 万吨，目前已进入生产开采阶段，2024 年 12 月已开始向国内发运。3) **印尼氧化铝：**公司境外子公司计划投资 15.6 亿美元建设 200 万吨氧化铝产能，分两期建设，其中一期 100 万吨，目前正在进行环评、征地等工作。4) **新疆电解铝：**公司尚有待建合规电解铝指标 20 万吨，公司正积极推进产能落地事宜。
- **延伸下游高附加值产品，有望打造第二成长曲线。**1) **电池铝箔：**公司在江阴建设技改 2 万吨+新建 20 万吨电池铝箔产能，在新疆石河子配套 30 万吨电池铝箔坯料产能，目前两大生产基地正在进行产能爬坡。2) **高纯铝：**公司引进国际领先的高纯铝偏析法生产技术及工艺，已建成 6 万吨高纯铝产能，其中可产 4N6 以上产品产能为 4.5 万吨。
- **维持买入评级。**公司产业链一体化优势明显，区位优势保障低生产成本，我们预计公司海外项目有望进一步加强成本优势。考虑产能天花板限制下供需格局持续趋紧，看好 25-26 年铝价上行带来的业绩弹性，此外公司电解铝待建指标有望提供量增，因此上调 24-26 年盈利预测，我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 44.5/47.1/52.4 亿元（原预测为 38.0/42.0/44.5 亿元），对应 PE 分别为 9/9/8x，维持买入评级。
- **风险提示：**电解铝价格下跌；原材料及能源价格上涨；海外项目建设进度不及预期。

市场数据：2025 年 01 月 22 日

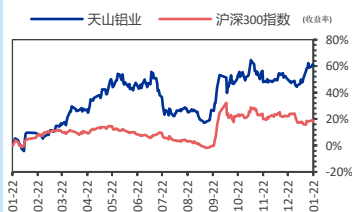
收盘价 (元)	8.85
一年内最高/最低 (元)	9.60/4.68
市净率	1.6
股息率% (分红/股价)	3.95
流通 A 股市场值 (百万元)	36,551
上证指数/深证成指	3,213.62/10,225.87

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	5.68
资产负债率%	54.93
总股本/流通 A 股 (百万)	4,652/4,130
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

郭中伟 A0230524120004

研究支持

郭中耀 A0230124070003
guozhy@swsresearch.com

联系人

郭中耀
(8621)23297818x
guozhy@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	28,975	20,796	29,125	31,441	33,488
同比增长率 (%)	-12.2	-6.9	0.5	8.0	6.5
归母净利润 (百万元)	2,205	3,084	4,450	4,715	5,243
同比增长率 (%)	-16.8	88.4	101.8	5.9	11.2
每股收益 (元/股)	0.48	0.67	0.96	1.01	1.13
毛利率 (%)	14.1	22.1	22.3	21.6	22.1
ROE (%)	9.1	11.7	16.0	15.1	15.0
市盈率	19		9	9	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,008	28,975	29,125	31,441	33,488
其中: 营业收入	33,008	28,975	29,125	31,441	33,488
减: 营业成本	27,962	24,889	22,639	24,638	26,072
减: 税金及附加	477	468	492	503	536
主营业务利润	4,569	3,618	5,994	6,300	6,880
减: 销售费用	18	18	19	19	20
减: 管理费用	301	344	385	377	402
减: 研发费用	242	217	209	220	234
减: 财务费用	787	788	688	571	488
经营性利润	3,221	2,251	4,693	5,113	5,736
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-3	3	1	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	129	389	558	450	450
营业利润	3,364	2,642	5,250	5,562	6,186
加: 营业外净收入	2	10	0	0	0
利润总额	3,366	2,652	5,250	5,562	6,186
减: 所得税	715	446	800	847	942
净利润	2,651	2,206	4,450	4,715	5,243
少数股东损益	0	0	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	2,650	2,205	4,450	4,715	5,243

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。