



买入 (维持)

所属行业: 有色金属/工业金属
当前价格(元): 7.35

证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

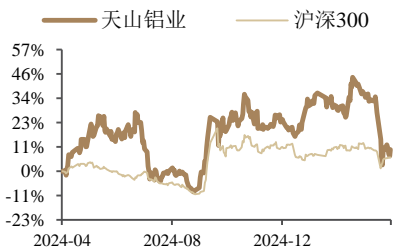
高嘉麒

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(%)	-19.93	-14.53	-15.71
相对涨幅(%)	-14.07	-10.95	-14.67

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《天山铝业: 量价齐升创佳绩》, 2025.1.22
- 《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: 利润高企, 成长性明显

投资要点

- 事件。**公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现总营业收入 280.89 亿元, 同比减少 3.06%; 实现归母净利润 44.55 亿元, 同比增长 102.03%。
- 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 年公司电解铝产量 117.59 万吨, 同比增加 1%; 氧化铝产量 227.89 万吨, 同比增加 7.55%。
- 氧化铝价格逐步回落, 但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 4 月 17 日, 河南氧化铝平均价约为 2875.00 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 4 月 17 日, 根据 SMM 数据, 国内电解铝平均利润规模约为 3247.78 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 4 月 11 日, 中国铝矾土毛利约为 385.8 元/吨, 仍处较高水平。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。目前该项目已进入生产开采阶段, 所产铝土矿陆续发运回国, 后续公司将逐步提升产能和运力, 保障公司获得持续稳定且低成本的上游原料; 广西方面, 公司在广西已取得铝土矿资源及采矿权证, 将进入实质开采阶段, 同时公司将在广西及周边地区继续寻求其他资源项目收购或探矿权, 继续获得更多本地资源保障。印尼方面, 公司目前正在对三个矿区的详细勘探工作, 2025 年公司将逐步开展采矿作业, 此外一期 100 万吨氧化铝项目正在进行各项前期建设工作。
- 投资建议。**2024 年公司利润率大幅提升, 伴随后续资源项目推进, 公司利润率或进一步走高, 预计 2025-2027 年利润分别为 60、64、62 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

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):	6.03-9.62
总市值(百万元):	34,191.36
总资产(百万元):	56,780.29
每股净资产(元):	5.77

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,975	28,089	28,315	33,211	33,589
(+/-)YOY(%)	-12.2%	-3.1%	0.8%	17.3%	1.1%
净利润(百万元)	2,205	4,455	5,968	6,356	6,225
(+/-)YOY(%)	-16.8%	102.0%	34.0%	6.5%	-2.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.96	1.28	1.37	1.34
毛利率(%)	14.1%	23.3%	28.6%	26.0%	25.0%
净资产收益率(%)	9.1%	16.6%	18.2%	16.2%	13.7%

资料来源: 公司年报(2023-2024), 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	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.96	1.28	1.37	1.34
每股净资产	5.77	7.05	8.42	9.76
每股经营现金流	1.12	1.66	1.39	2.98
每股股利	0.40	0.47	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	8.20	5.73	5.38	5.49
P/B	1.36	1.04	0.87	0.75
P/S	1.30	1.21	1.03	1.02
EV/EBITDA	5.59	3.79	3.31	2.37
股息率%	5.1%	6.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.3%	28.6%	26.0%	25.0%
净利润率	15.9%	21.1%	19.1%	18.5%
净资产收益率	16.6%	18.2%	16.2%	13.7%
资产回报率	7.8%	9.8%	9.0%	8.2%
投资回报率	12.0%	13.1%	12.1%	10.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.1%	0.8%	17.3%	1.1%
EBIT 增长率	73.0%	27.6%	6.2%	-3.1%
净利润增长率	102.0%	34.0%	6.5%	-2.1%
偿债能力指标				
资产负债率	52.7%	46.0%	44.4%	40.3%
流动比率	1.0	1.2	1.4	1.7
速动比率	0.5	0.7	0.8	1.2
现金比率	0.4	0.7	0.7	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.1	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	153.4	145.7	149.5	147.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.4
固定资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.2

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,455	5,968	6,356	6,225
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	1,721	2,045	2,181	2,255
非经营收益	767	565	566	566
营运资金变动	-1,724	-872	-2,621	4,794
经营活动现金流	5,220	7,706	6,482	13,841
资产	-1,273	-3,219	-3,354	-3,287
投资	-843	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,116	-3,219	-3,354	-3,287
债权募资	-1,656	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,920	-563	-563	-563
融资活动现金流	-3,576	-563	-563	-563
现金净流量	-473	3,923	2,564	9,990

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,089	28,315	33,211	33,589
营业成本	21,554	20,222	24,567	25,184
毛利率%	23.3%	28.6%	26.0%	25.0%
营业税金及附加	474	459	532	541
营业税金率%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	19	18	20	21
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	384	374	430	440
管理费用率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	217	211	245	249
研发费用率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	5,934	7,570	8,040	7,790
财务费用	707	381	303	252
财务费用率%	2.5%	1.3%	0.9%	0.7%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	5,219	7,187	7,734	7,536
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	5,223	7,187	7,734	7,536
EBITDA	7,648	9,615	10,220	10,045
所得税	767	1,219	1,378	1,310
有效所得税率%	14.7%	17.0%	17.8%	17.4%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	4,455	5,968	6,356	6,225

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,108	13,031	15,595	25,585
应收账款及应收票据	899	989	1,225	1,014
存货	8,824	7,542	12,867	7,784
其它流动资产	2,101	2,137	2,500	2,474
流动资产合计	20,931	23,699	32,187	36,858
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	27,351	27,736	28,107	28,011
在建工程	2,862	2,314	1,264	796
无形资产	3,836	5,169	7,013	8,601
非流动资产合计	35,849	37,022	38,193	39,222
资产总计	56,780	60,720	70,380	76,080
短期借款	3,433	3,433	3,433	3,433
应付票据及应付账款	8,881	7,608	9,814	9,383
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	8,966	8,211	9,308	9,214
流动负债合计	21,280	19,252	22,555	22,030
长期借款	7,668	7,668	7,668	7,668
其它长期负债	998	998	998	998
非流动负债合计	8,666	8,666	8,666	8,666
负债总计	29,946	27,918	31,221	30,696
实收资本	4,652	4,652	4,652	4,652
普通股股东权益	26,831	32,800	39,156	45,381
少数股东权益	3	3	3	3
负债和所有者权益合计	56,780	60,720	70,380	76,080

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； 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。	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范围包括证券投资咨询业务。