

有色金属

报告日期：2025年04月18日

主要产品产销两旺，产业链一体化优势明显

——天山铝业（002532.SZ）2024 年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025年04月17日

当前价格（元）	7.15
52周价格区间（元）	6.08-9.88
总市值（百万元）	33,260.98
流通市值（百万元）	29,529.54
总股本（万股）	465,188.54
流通股（万股）	413,000.55
近一月换手（%）	30.94

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzq.com

相关阅读

事件：

2025年4月18日，公司发布2024年年报。2024年，公司实现营业收入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%。

观点：

- 主要产品价格上涨叠加一体化优势拉低成本，净利润大幅增长。2024年，全国电解铝需求平稳增长，供给已达上限增速有限，行业产销两旺。全年电解铝现货价格同比增长7%，氧化铝价格同比增长约40%。同时，公司拥有从铝土矿到深加工的全产业链生产环节，具备一体化综合优势，已经实现主要原材料氧化铝和预焙阳极的全部自给自足，在价格波动时，成本优势明显。在产销两旺、成本可控背景下，公司经营业绩创历史新高，2024年实现营业收入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%。
- 供给刚性下价格中枢有望上行，公司加速推进自给率提升和产量增长。截至2024年底，我国电解铝建成产能达4462万吨，触及工信部设定的上限，刚性供给下，未来电解铝价格中枢有望上行。当前公司自备电力可满足自身80%-90%用电需求，随着海内外铝土矿项目进入运营，供应链自主能力进一步增强，成本优势将显现。根据公司规划，2025年主要经营目标为：原铝产量116万吨、发电量130亿度、氧化铝产量240万吨、预焙阳极产量55万吨、铝土矿产量300万吨、高纯铝产量2万吨、铝箔及铝箔坯料产量15万吨，看好公司持续稳健增长。
- 盈利预测及投资评级：2024年，公司凭借全产业链一体化优势，在氧化铝、电解铝价格推涨中显现出较大成本优势，在收入略降情况下，实现归母净利润翻倍。未来，电解铝价格中枢有望持续上抬，同时公司铝土矿自给率将进一步提升，原材料成本优势持续加强，综合考虑公司2025年经营目标指引、主要产品价格等因素，我们预测公司2025-2027年公司实现归母净利润分别为53.97/60.92/67.23亿元，对应PE分别为6.2/5.5/4.9倍。我们选取云铝股份、神火股份、南山铝业作为可比公司，当前公司仍存在低估，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：氧化铝价格大幅度波动；主要产品产量不及预期；海

外铝土矿进展存在不确定性；海外关税政策影响；数据引用风险。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	28,975	28,089	32,312	34,647	37,115
增长率（%）	-12.22	-3.06	15.03	7.22	7.12
归母净利润（百万元）	2,205	4,455	5,397	6,092	6,723
增长率（%）	-16.80	102.03	21.14	12.88	10.34
ROE（%）	9.15	16.61	17.24	16.68	15.86
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.47	0.96	1.16	1.31	1.45
市盈率（P/E）	15.1	7.5	6.2	5.5	4.9
市净率（P/B）	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所

➤ 可比公司估值表

代码	简称	最新价（元）	EPS（元）					PE（倍）				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
000807.SZ	云铝股份	14.53	1.14	1.27	1.92	2.25	2.50	10.7	10.6	7.6	6.5	5.8
600219.SH	南山铝业	3.42	0.30	0.42	0.44	0.46	0.48	9.9	9.4	7.9	7.4	7.2
000933.SZ	神火股份	16.85	2.63	1.91	2.49	2.89	3.28	6.4	8.8	6.8	5.8	5.1
	平均值		1.36	1.20	1.62	1.87	2.09	9.0	9.6	7.4	6.6	6.0
002532.SZ	天山铝业	7.15	0.47	0.96	1.16	1.31	1.45	15.1	7.5	6.2	5.5	4.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所（最新价为 2025 年 4 月 17 日股价，其中天山铝业盈利预测来自华龙证券研究所，其他公司盈利预测来自万得一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,512	20,931	23,386	22,848	28,002	营业收入	28,975	28,089	32,312	34,647	37,115
现金	7,812	9,108	9,506	10,106	12,780	营业成本	24,889	21,554	24,787	26,304	27,976
应收票据及应收账款	1,505	899	1,794	1,086	1,814	税金及附加	468	474	512	549	600
其他应收款	97	126	57	155	75	销售费用	18	19	20	21	23
预付账款	2,078	1,508	3,809	1,600	4,081	管理费用	344	384	356	396	445
存货	9,543	8,824	7,756	9,437	8,789	研发费用	217	217	227	256	275
其他流动资产	477	467	464	465	465	财务费用	788	707	64	33	70
非流动资产	35,585	35,849	39,372	40,875	42,448	资产和信用减值损失	3	-8	-3	-4	-3
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	389	500	300	329	379
固定资产	26,467	27,351	30,388	31,516	32,589	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1,480	3,836	4,327	4,908	5,601	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7,638	4,662	4,657	4,451	4,257	资产处置收益	-0	-8	1	2	-1
资产总计	57,097	56,780	62,758	63,723	70,450	营业利润	2,642	5,219	6,644	7,415	8,100
流动负债	24,621	21,280	23,797	20,968	23,301	营业收入	16	11	10	11	12
短期借款	8,813	3,433	6,343	4,529	4,200	营业外支出	6	7	6	6	6
应付票据及应付账款	6,715	8,881	10,878	9,593	12,078	利润总额	2,652	5,223	6,648	7,421	8,105
其他流动负债	9,094	8,966	6,576	6,846	7,023	所得税	446	767	1,251	1,328	1,382
非流动负债	8,367	8,666	7,660	6,233	4,762	净利润	2,206	4,456	5,397	6,093	6,723
长期借款	7,021	7,668	6,662	5,235	3,764	少数股东损益	0	0	0	0	1
其他非流动负债	1,346	998	998	998	998	归属母公司净利润	2,205	4,455	5,397	6,092	6,723
负债合计	32,988	29,946	31,457	27,201	28,063	EBITDA	5,334	7,893	8,460	9,398	10,071
少数股东权益	2	3	3	3	4	EPS (元)	0.47	0.96	1.16	1.31	1.45
股本	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652						
资本公积	8,826	8,826	8,826	8,826	8,826						
留存收益	10,790	13,631	17,518	21,850	26,735						
归属母公司股东权益	24,107	26,831	31,298	36,518	42,383						
负债和股东权益	57,097	56,780	62,758	63,723	70,450						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,916	5,220	7,006	7,896	8,770
净利润	2,206	4,456	5,397	6,093	6,723
折旧摊销	1,647	1,708	1,521	1,709	1,859
财务费用	788	707	64	33	70
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-2,053	45	22	60	114
其他经营现金流	1,330	-1,696	1	1	5
投资活动现金流	-3,738	-2,116	-5,043	-3,210	-3,433
资本支出	2,357	1,278	5,044	3,212	3,431
长期投资	-1,381	-843	0	0	0
其他投资现金流	0	4	1	2	-1
筹资活动现金流	100	-3,576	-3,708	-2,373	-2,234
短期借款	4,735	-5,380	2,910	-1,814	-329
长期借款	379	648	-1,006	-1,427	-1,471
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-66	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4,948	1,157	-5,612	868	-435
现金净增加额	263	-473	-1,745	2,314	3,103

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	-12.22	-3.06	15.03	7.22	7.12
营业利润同比增速(%)	-21.46	97.57	27.30	11.61	9.23
归属于母公司净利润同比增速(%)	-16.80	102.03	21.14	12.88	10.34
获利能力					
毛利率(%)	14.10	23.27	23.29	24.08	24.62
净利率(%)	7.61	15.86	16.70	17.59	18.11
ROE(%)	9.15	16.61	17.24	16.68	15.86
ROIC(%)	6.66	12.28	12.02	12.91	12.84
偿债能力					
资产负债率(%)	57.78	52.74	50.12	42.69	39.83
净负债比率(%)	58.75	26.23	19.39	6.26	-5.01
流动比率	0.87	0.98	0.98	1.09	1.20
速动比率	0.38	0.48	0.48	0.54	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.49	0.54	0.55	0.55
应收账款周转率	47.34	70.36	65.00	67.00	69.00
应付账款周转率	14.39	12.62	12.60	12.65	12.67
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.96	1.16	1.31	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.12	1.51	1.70	1.89
每股净资产(最新摊薄)	5.18	5.77	6.73	7.85	9.11
估值比率					
P/E	15.1	7.5	6.2	5.5	4.9
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.89	5.11	4.65	3.78	3.09

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。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）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，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。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046