

天山铝业 (002532.SZ)

主营产品价格环比双减影响 Q1 利润，一体化布局成本优势凸显

事件: 公司发布 2025 年一季报报告, 25Q1 公司实现收入 79.25 亿元, 同比+16%, 环比+9%, 毛利率 20%; 归母净利 10.58 亿元, 同比+47%, 环比-23%, 净利率 13%。25Q1 利润环比减少我们判断主要系电解铝和氧化铝价格环比下降所致。

公司主营产品价格环比双减影响 Q1 利润水平。 1) 量, 2025 年公司全年主要生产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。2) 价, 据 SMM, 25Q1 电解铝价格为 2.04 万元/吨, 同比增长 7.3%, 环比减少 0.5%; 25Q1 氧化铝价格为 3833 元/吨, 同比增长 15.2%, 环比减少 28.1%。

复制国内成功经验, 加快建设海外一体化铝产业园。 公司计划在印尼建设铝一体化产业链, 打造铝土矿、氧化铝、电解铝、深加工和配套产业链的大型一体化铝工业园, 形成资源优势、成本优势、技术优势和管理优势协同并进, 面向全球铝市场, 不断提高公司在铝行业中的规模和竞争力。公司已在当地拥有三个铝土矿权, 2025 年将进入开采阶段, 下一步将在印尼投资兴建 200 万吨氧化铝项目, 目前该项目已被列入印尼国家战略项目清单, 已完成可研报告和环评审批, 进入项目设计、土建场平阶段。

以资源保障为重点, 拓展资源获取能力和上游产业的布局, 使公司铝土矿自给率达到 100%。 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矿产品独家购买权, 在几内亚直接锁定铝土矿资源供应和采购成本, 该项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿, 矿产品开采后运回国内满足自身氧化铝生产原料需求。2025 年, 该项目已进入大规模开采的全链条运营阶段, 矿产品陆续发运回国。同时, 公司广西自有铝土矿探转采工作取得实质性进展, 公司已取得广西壮族自治区自然资源厅颁发的采矿权证, 项目已进入开采阶段。随着上述两个项目的推进, 未来公司上游资源的保障度将达到 100%。另外, 基于国内铝土矿对外依存度不断提高、优质资源获取难度日益加大的背景, 公司项目团队继续在国内外探寻优质铝土矿资源, 加大资源供给多元化, 进一步提高整体抗风险能力。

投资建议: 公司作为铝行业龙头企业, 铝全产业链一体化布局凸显强大的资源优势 and 成本优势, 当前时点下产能兑现及降本增效为竞争关键, 公司有望通过海外拓展与上下游深度赋能实现跨越式增长。受美国对等关税影响, 铝价下滑, 我们谨慎下调 2025-2027 年铝价假设为 2.0/2.05/2.1 万元/吨, 对应氧化铝价格为 0.32/0.29/0.28 万元/吨, 我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利 48/55/60 亿元, 对应 PE 7.3/6.3/5.8 倍。

风险提示: 宏观经济波动和行业周期性变化的风险、原材料和能源价格波动风险、铝锭价格波动风险、安全生产风险和海外经营风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	28,975	28,089	31,264	31,481	31,979
增长率 yoy (%)	-12.2	-3.1	11.3	0.7	1.6
归母净利润 (百万元)	2,205	4,455	4,791	5,541	6,036
增长率 yoy (%)	-16.8	102.0	7.5	15.6	8.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.47	0.96	1.03	1.19	1.30
净资产收益率 (%)	9.1	16.6	16.2	16.9	16.6
P/E (倍)	15.9	7.9	7.3	6.3	5.8
P/B (倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

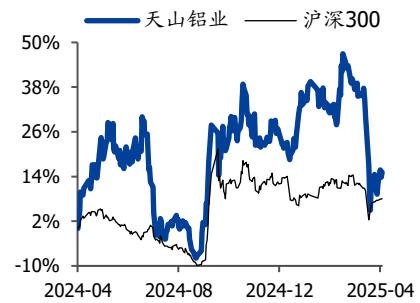
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 23 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
04 月 23 日收盘价 (元)	7.54
总市值 (百万元)	35,075.22
总股本 (百万股)	4,651.89
其中自由流通股 (%)	88.78
30 日日均成交量 (百万股)	54.56

股价走势



作者

分析师 张航
执业证书编号: S0680524090002
邮箱: zhanghang@gszq.com

研究助理 初金娜
执业证书编号: S0680123050013
邮箱: chujinna@gszq.com

相关研究

- 《天山铝业 (002532.SZ): 2024 年利润创历史新高, 30%高分红承诺凸显长期投资价值》 2025-04-18
- 《天山铝业 (002532.SZ): 天高铝业领风骚, 山势崛起势如潮》 2025-03-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21512	20931	22618	22714	23750
现金	7812	9108	9454	9867	10940
应收票据及应收账款	1505	899	1000	1007	1023
其他应收款	97	126	140	141	143
预付账款	2078	1508	1686	1639	1630
存货	9543	8824	9863	9585	9538
其他流动资产	477	467	474	475	476
非流动资产	35585	35849	38211	40698	42851
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	26467	27351	27869	28266	28542
无形资产	1480	3836	6192	8549	10905
其他非流动资产	7638	4662	4149	3883	3405
资产总计	57097	56780	60829	63412	66601
流动负债	24621	21280	22523	21860	21513
短期借款	8813	3433	3110	2787	2465
应付票据及应付账款	6715	8881	9928	9647	9600
其他流动负债	9094	8966	9486	9425	9449
非流动负债	8367	8666	8666	8666	8666
长期借款	7021	7668	7668	7668	7668
其他非流动负债	1346	998	998	998	998
负债合计	32988	29946	31190	30526	30179
少数股东权益	2	3	3	3	4
股本	4652	4652	4652	4652	4652
资本公积	8826	8826	8826	8826	8826
留存收益	10790	13631	16436	19682	23218
归属母公司股东权益	24107	26831	29637	32882	36418
负债和股东权益	57097	56780	60829	63412	66601

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3916	5220	6876	7181	7978
净利润	2206	4456	4792	5541	6037
折旧摊销	1651	1713	2084	2205	2327
财务费用	911	884	734	661	595
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-805	-1724	-734	-1229	-982
其他经营现金流	-47	-108	1	3	2
投资活动现金流	-3738	-2116	-3487	-3489	-3488
资本支出	-2357	-1273	-3487	-3489	-3488
长期投资	-1381	-843	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	100	-3576	-3041	-3278	-3418
短期借款	4735	-5380	-323	-323	-323
长期借款	379	648	0	0	0
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	-4948	1157	-2719	-2956	-3095
现金净增加额	263	-473	346	413	1072

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28975	28089	31264	31481	31979
营业成本	24889	21554	24093	23413	23297
营业税金及附加	468	474	530	538	556
营业费用	18	19	31	38	45
管理费用	344	384	438	472	532
研发费用	217	217	250	279	291
财务费用	788	707	734	661	595
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	389	500	429	417	415
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	-8	-4	-6	-5
营业利润	2642	5219	5613	6491	7072
营业外收入	16	11	11	11	11
营业外支出	6	7	7	7	7
利润总额	2652	5223	5616	6495	7075
所得税	446	767	825	954	1039
净利润	2206	4456	4792	5541	6037
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2205	4455	4791	5541	6036
EBITDA	5081	7648	8434	9361	9997
EPS (元/股)	0.47	0.96	1.03	1.19	1.30

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.2	-3.1	11.3	0.7	1.6
营业利润(%)	-21.5	97.6	7.5	15.7	8.9
归属母公司净利润(%)	-16.8	102.0	7.5	15.6	8.9
获利能力					
毛利率(%)	14.1	23.3	22.9	25.6	27.1
净利率(%)	7.6	15.9	15.3	17.6	18.9
ROE(%)	9.1	16.6	16.2	16.9	16.6
ROIC(%)	6.4	12.0	12.2	12.9	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8	52.7	51.3	48.1	45.3
净负债比率(%)	53.5	22.9	18.5	14.4	9.2
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	47.3	70.4	101.8	97.0	97.4
应付账款周转率	14.4	12.6	14.5	13.5	13.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.96	1.03	1.19	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.12	1.48	1.54	1.71
每股净资产(最新摊薄)	5.18	5.77	6.37	7.07	7.83
估值比率					
P/E	15.9	7.9	7.3	6.3	5.8
P/B	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.0	5.6	4.8	4.3	3.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月23日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com