

有色金属

2025 年 04 月 28 日

天山铝业 (002532)

——2025 一季报&2024 年报点评：一体化布局逐步完备，高分红彰显长期价值

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 25 日

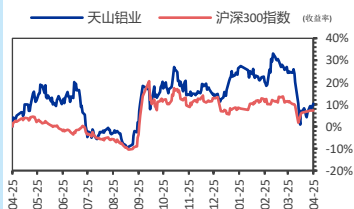
收盘价 (元)	7.67
一年内最高/最低 (元)	9.88/6.08
市净率	1.3
股息率% (分红/股价)	4.56
流通 A 股市值 (百万元)	31,677
上证指数/深证成指	3,295.06/9,917.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	5.99
资产负债率%	49.30
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
guozw@swsresearch.com
马焰明 A0230523090003
maym@swsresearch.com
陈松涛 A0230523090002
chenst@swsresearch.com

研究支持

郭中耀 A0230124070003
guozy@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件 1：公司公布 2025 年一季度业绩，符合预期。1) 业绩情况：**公司 25Q1 实现营业收入 79.3 亿元，同比+16.1%，环比+8.7%，实现归母净利润 10.6 亿元，同比+47.0%，环比-22.9%。**2) 业绩变动主要原因：**25Q1 公司自产氧化铝及铝锭销售均价及销量均同比提升，生产成本同比涨幅小于销售价格涨幅，此外物流费用及财务费用同比下降。
- **事件 2：公司公布 2024 年业绩，符合预期。1) 业绩情况：**公司 2024 年实现营业收入 280.9 亿元，同比-3.1%，实现归母净利润 44.6 亿元，同比+102.0%。对应 24Q4 实现归母净利润 13.7 亿元，同比+141.4%，环比+35.7%。**2) 24 年产量：**电解铝 117.59 万吨，氧化铝 227.89 万吨，自发电超 138 亿度，阳极炭素 54.89 万吨，高纯铝 2.81 万吨，铝箔及铝箔坯料 4.61 万吨。**3) 销售价格涨幅远高于生产成本涨幅：**2024 年，公司自产电解铝含税销售均价 19800 元/吨，同比+6%，而电解铝生产成本同比+4%，自产氧化铝含税销售均价 4000 元/吨，同比+40%，而氧化铝生产成本同比+2%。
- **一体化布局稳步推进，电解铝待建指标有望落地。1) 铝土矿：**几内亚 600 万吨项目已进入生产开采阶段，所产铝土矿正陆续发运回国；印尼项目正进行三个矿区的详细勘探工作，2025 年将逐步开展采矿作业；此外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。**2) 氧化铝：**公司境外子公司计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝产线，其中一期 100 万吨被列入印尼国家战略项目清单，2025 年初已取得印尼环评审批。**3) 电解铝：**公司拥有 140 万吨电解铝产能指标，目前已建成 120 万吨产能，实际年产量 116 万吨左右，尚余 24 万吨产能待建。
- **2024 年现金分红比例 41.4%，未来三年分红比例不低于 30%。**公司拟每 10 股派发现金红利 2 元(含税)，叠加 2024 年中期利润分配(每 10 股派发 2 元)，公司 2024 年度累计现金分红总额为 18.5 亿元，分红比例 41.4%，以 2025 年 4 月 25 日收盘价计算，股息率约 5.2%。公司公布未来三年股东回报规划(25-27 年)，承诺现金分红比例不低于 30%，业绩稳定增长下，公司长期投资价值凸显。
- **供给刚性和内需政策对冲关税影响，铝价仍有支撑。**美国对等关税引发经济衰退担忧，但国内电解铝产能已逼近“天花板”，截至 2025 年 3 月国内建成产能 4517 万吨，产能利用率高达 97.5%，产量增长空间有限，而海外增量释放缓慢、再生铝受制于废铝供应，同时国内逆周期政策有望对铝需求形成支撑，在全球低库存现状下，铝价仍有支撑。
- **维持“买入”评级。**公司产业链一体化优势明显，区位及资源优势保障生产成本，我们预计公司海外项目有望进一步加强成本优势。考虑美国关税政策对全球铝需求预期形成冲击，因此我们下调 25 年盈利预测，但考虑到公司电解铝待建指标有望提供量增，因此上调 26 年盈利预测，并新增 27 年盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润为 45.4/57.8/66.2 亿元(原 25/26 年预测为 47.1/52.4 亿元)，对应 PE 分别为 8/6/5，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电解铝下游需求不及预期；原材料成本大幅波动；海外电解铝投产超预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	28,089	7,925	30,403	31,206	32,477
同比增长率 (%)	-3.1	16.1	8.2	2.6	4.1
归母净利润 (百万元)	4,455	1,058	4,536	5,781	6,624
同比增长率 (%)	102.0	47.0	1.8	27.5	14.6
每股收益 (元/股)	0.96	0.23	0.98	1.24	1.42
毛利率 (%)	23.3	20.2	21.6	25.9	27.9
ROE (%)	16.6	3.8	15.4	17.3	17.7
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,975	28,089	30,403	31,206	32,477
其中: 营业收入	28,975	28,089	30,403	31,206	32,477
减: 营业成本	24,889	21,554	23,839	23,139	23,410
减: 税金及附加	468	474	458	499	520
主营业务利润	3,618	6,061	6,106	7,568	8,547
减: 销售费用	18	19	16	19	19
减: 管理费用	344	384	456	374	390
减: 研发费用	217	217	188	218	227
减: 财务费用	788	707	620	668	632
经营性利润	2,251	4,734	4,826	6,289	7,279
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	3	-8	0	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	389	500	500	500	500
营业利润	2,642	5,219	5,326	6,788	7,778
加: 营业外净收入	10	4	0	0	0
利润总额	2,652	5,223	5,326	6,788	7,778
减: 所得税	446	767	790	1,007	1,153
净利润	2,206	4,456	4,536	5,782	6,624
少数股东损益	0	0	0	1	0
归属于母公司所有者的净利润	2,205	4,455	4,536	5,781	6,624

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