

2025年05月09日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一体化布局控成本，完善铝产业链版图

—天山铝业（002532.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fu hh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

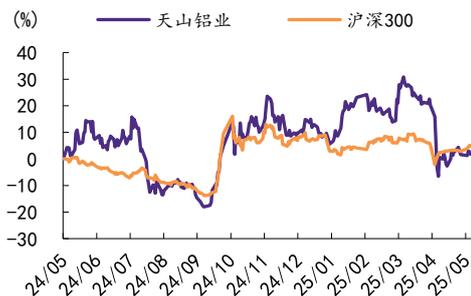
du fei2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-05-09

当前股价（元）	7.41
总市值（亿元）	345
总股本（百万股）	4652
流通股本（百万股）	4130
52周价格范围（元）	6.17-9.62
日均成交额（百万元）	452.09

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《天山铝业（002532）：重点项目有序推进，静待铝土矿增量逐步兑现》2024-11-01
- 《天山铝业（002532）：2024H1净利润大增，受益铝价上涨及成本优势》2024-08-21
- 《天山铝业（002532）：2024H1业绩预告大增，受益铝价上涨及成本优势》2024-07-10

天山铝业发布 2024 年年报以及 2025 年一季度报：2024 年全年公司营业收入为 280.89 亿元，同比-3.06%；归母净利润为 44.55 亿元，同比+102.03%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 43.09 亿元，同比+128.80%。

2025 年一季度公司实现营业收入 79.25 亿元，同比+16.12%；归母净利润为 10.58 亿元，同比+46.99%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 10.38 亿元，同比+47.14%。

投资要点

2024 年公司电解铝与氧化铝产品量价齐升

2024 年公司生产经营取得佳绩，电解铝产量、氧化铝产量、自发电量、铝箔产量均创历史新高。公司全年电解铝产量 117.59 万吨，同比增加约 1%；氧化铝产量 227.89 万吨，同比增加 7.55%；自产电解铝平均销售价格约为 19800 元/吨（含税），同比上升约 6%，自产氧化铝平均销售价格约为 4000 元/吨（含税），同比上升约 40%。公司电解铝生产成本同比上升约 4%，氧化铝生产成本同比上升约 2%，销售价格涨幅远高于生产成本涨幅，使得公司利润实现大幅提升。同时，公司高纯铝销量同比上升约 50%，主要归因于国内市场需求回升及新客户拓展顺利。

进入 2025 年以来，铝价仍然强势。2025Q1 长江有色市场 A00 铝均价 20429 元/吨，同比+7.39%，环比-0.60%；2025Q1 氧化铝均价 4116 元/吨，同比+21.83%，环比-8.73%；2025Q1 预焙阳极均价 5023 元/吨，同比+12.38%，环比+16.82%。

重点项目有序推进，几内亚铝土矿已进入规模开采

1) 印尼铝土矿及氧化铝项目：公司已完成 PT Inti Tambang Makmur 100% 股份交割，间接获得三个铝土矿开采权。所产铝土矿计划用于公司印尼氧化铝项目所需原料，来获得较大的成本竞争优势。同时公司境外子公司 PT TIANSHAN ALUMINA INDONESIA 计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，分两期建设，其中一期 100 万吨被列入印尼国家战略项目清单，已于 2025 年初取得印尼环评审批。

2) 几内亚铝土矿项目：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，来保障公司获得持续稳定且低成本的上游原料。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 320.92、334.92、367.88 亿元，归母净利润分别为 45.36、48.52、57.83 亿元，当前股价对应 PE 分别为 7.6、7.1、6.0 倍。

考虑到公司产业链一体化优势较强，原料端成本有望下降，维持公司的“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 电解铝下游需求不及预期；2) 公司新建项目进度不及预期；3) 主要产品价格大幅下跌风险；4) 原材料及能源价格波动风险等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	28,089	32,092	33,492	36,788
增长率（%）	-3.1%	14.2%	4.4%	9.8%
归母净利润（百万元）	4,455	4,536	4,852	5,783
增长率（%）	102.0%	1.8%	6.9%	19.2%
摊薄每股收益（元）	0.96	0.98	1.04	1.24
ROE（%）	16.6%	15.6%	15.4%	16.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	9,108	13,010	17,303	21,792
应收款	1,024	1,170	1,221	1,342
存货	8,824	10,521	10,946	11,805
其他流动资产	1,975	2,251	2,348	2,575
流动资产合计	20,931	26,953	31,819	37,514
非流动资产:				
金融类资产	38	38	38	38
固定资产	27,351	27,146	25,983	24,510
在建工程	2,697	1,079	432	173
无形资产	3,836	3,645	3,453	3,270
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	1,965	1,965	1,965	1,965
非流动资产合计	35,849	33,834	31,832	29,918
资产总计	56,780	60,787	63,651	67,432
流动负债:				
短期借款	3,433	3,433	3,433	3,433
应付账款、票据	8,881	10,589	11,017	11,882
其他流动负债	8,754	8,754	8,754	8,754
流动负债合计	21,280	23,019	23,457	24,346
非流动负债:				
长期借款	7,668	7,668	7,668	7,668
其他非流动负债	998	998	998	998
非流动负债合计	8,666	8,666	8,666	8,666
负债合计	29,946	31,685	32,123	33,013
所有者权益				
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
股东权益	26,834	29,102	31,528	34,420
负债和所有者权益	56,780	60,787	63,651	67,432

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4456	4536	4852	5783
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1708	2015	1992	1905
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-944	-381	-134	-317
经营活动现金净流量	5220	6171	6709	7371
投资活动现金净流量	-2116	1823	1810	1732
筹资活动现金净流量	798	-2268	-2426	-2892
现金流量净额	3,903	5,726	6,093	6,212

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,089	32,092	33,492	36,788
营业成本	21,554	25,186	26,201	28,247
营业税金及附加	474	513	536	589
销售费用	19	32	33	37
管理费用	384	385	402	441
财务费用	707	260	186	110
研发费用	217	225	234	258
费用合计	1,326	902	856	845
资产减值损失	-8	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	5,219	5,874	6,282	7,489
加:营业外收入	11	6	6	6
减:营业外支出	7	1	1	1
利润总额	5,223	5,879	6,287	7,494
所得税费用	767	1,342	1,435	1,711
净利润	4,456	4,536	4,852	5,783
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	4,455	4,536	4,852	5,783

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-3.1%	14.2%	4.4%	9.8%
归母净利润增长率	102.0%	1.8%	6.9%	19.2%
盈利能力				
毛利率	23.3%	21.5%	21.8%	23.2%
四项费用/营收	4.7%	2.8%	2.6%	2.3%
净利率	15.9%	14.1%	14.5%	15.7%
ROE	16.6%	15.6%	15.4%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	52.7%	52.1%	50.5%	49.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	27.4	27.4	27.4	27.4
存货周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.96	0.98	1.04	1.24
P/E	7.7	7.6	7.1	6.0
P/S	1.2	1.1	1.0	0.9
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0

■ 有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。