

指标建设提升持续盈利能力，低碳改造强化长期成本优势

——天山铝业 140 万吨电解铝能效提升方案点评

核心观点

- **事件：**公司 6 月 7 日公告 140 万吨电解铝绿色低碳能效提升方案，建设期暂定 10 个月，项目完成后公司电解铝产量将提升至 140 万吨/年左右。
- **公告内容：**公司利用石河子厂区东侧预留场地，采用国内先进的电解铝节能技术，对公司 140 万吨电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造。本项目采用全石墨化阴极炭块和新式节能阴极结构技术，具有内衬寿命高、电阻率低、钠膨胀率低、抗热冲击性好、电阻率低、运行稳定性和电流效率高等诸多优点。
- **项目落地方案及进度超预期，民营电解铝龙头展现经营高效率。**根据公司 2025 年 4 月 25 日披露的投资者关系活动记录，公司剩余的 24 万吨待建电解铝产能，将综合多方面因素规划落地方案。仅仅相隔一个月后，公司审议通过并公告了项目方案。此外，除了建设剩余产能指标外，本次绿色低碳能效提升方案覆盖公司全部电解铝产能，项目落地方案及进度大超市场预期。公司作为优秀的民营电解铝龙头，展现出较高的行动力，并有望在未来生产经营中，持续展现出优于行业的经营效率。
- **深度受益能源成本下行，低碳改造进一步降本增效。**年初至今全国动力煤价格明显下降。根据 Mysteel，新疆哈密动力煤均价从 1 月 2 日 450 元/吨下跌至 6 月 9 日 220 元/吨，公司深度受益能源成本下行。本次改造项目采用全石墨化阴极炭块和新式节能阴极结构技术，在全石墨化炭块大幅降低电阻率的同时，新式节能阴极结构技术与当前阴极改造中常用的“钢-铝-铜”结构相比，可明显降低电阻值与阴极压降，实现吨铝电耗的进一步降低。公司管理层深耕电解铝行业，对产业最新技术保持密切跟踪与研究，本次低碳改造进一步降低了中长期生产成本。
- **剩余指标投产提升持续盈利能力，经营现金流充沛保障稳健分红。**受益于国内产能天花板与能源成本优势，电解铝供给端存在较强约束，行业产能利用率持续提升，电解铝指标具备较强的稀缺属性。本次项目建设剩余电解铝指标，有望显著提升公司持续盈利能力。从现金流来看，电解铝行业呈现较强的现金奶牛特征，自 2021 年以来公司穿越经济周期，经营活动产生的现金流量净额显著增长，资产负债率明显改善，充沛的现金流也为公司未来稳健分红提供了坚实的保障。

盈利预测与投资建议

- 我们结合实际情况调整原材料价格和销量等假设，预测 2025-26 年每股收益为 1.17、1.37 元（原预测 1.13、1.32 元），并新增 2027 年每股收益预测为 1.58 元。根据可比公司估值，给予 2025 年 8 倍 PE 估值，对应目标价 9.36 元，维持买入评级。

风险提示：铝产业链价格波动；下游需求不及预期；贸易政策变化

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,975	28,089	35,501	40,269	42,569
同比增长(%)	-12.2%	-3.1%	26.4%	13.4%	5.7%
营业利润(百万元)	2,642	5,219	6,096	7,167	8,250
同比增长(%)	-21.5%	97.6%	16.8%	17.6%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	2,205	4,455	5,426	6,380	7,343
同比增长(%)	-16.8%	102.0%	21.8%	17.6%	15.1%
每股收益(元)	0.47	0.96	1.17	1.37	1.58
毛利率(%)	14.1%	23.3%	21.5%	22.0%	23.6%
净利率(%)	7.6%	15.9%	15.3%	15.8%	17.2%
净资产收益率(%)	9.4%	17.5%	18.6%	18.9%	19.0%
市盈率	17.0	8.4	6.9	5.9	5.1
市净率	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

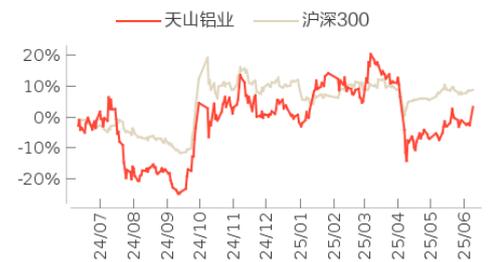
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年06月09日）	8.06元
目标价格	9.36元
52周最高价/最低价	9.64/5.8元
总股本/流通A股（万股）	465,189/413,001
A股市值（百万元）	37,494
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025年06月10日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	4.54	11.49	-14.12	3.24
相对表现%	3.37	10.47	-12.63	-5.47
沪深300%	1.17	1.02	-1.49	8.71



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

相关报告

全球布局，增量可期的一体化铝行业龙头：——天山铝业首次覆盖报告 2025-02-22

表 1：可比公司估值（PE）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			PE		
			2025/6/9	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
中国铝业	601600	6.82	0.79	0.90	0.99	8.54	7.51	6.76
云铝股份	000807	14.88	1.90	2.23	2.43	7.76	6.60	6.05
神火股份	000933	16.70	2.44	2.88	3.18	6.78	5.73	5.19
南山铝业	600219	3.74	0.43	0.45	0.48	8.69	8.34	7.80
中孚实业	600595	3.80	0.49	0.68	0.87	7.46	5.40	4.27
调整后平均						8.06	6.69	6.08

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,812	9,108	11,411	13,482	17,330	营业收入	28,975	28,089	35,501	40,269	42,569
应收票据、账款及款项融资	1,563	965	2,038	2,537	3,022	营业成本	24,889	21,554	27,855	31,391	32,523
预付账款	2,078	1,508	2,840	3,705	4,470	销售费用	18	19	21	24	26
存货	9,543	8,824	8,357	10,045	9,757	管理费用	344	384	462	564	639
其他	516	526	594	608	615	研发费用	217	217	273	322	349
流动资产合计	21,512	20,931	25,239	30,378	35,194	财务费用	788	707	587	525	472
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(3)	8	34	26	26
固定资产	26,467	27,351	26,669	26,138	25,770	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4,147	2,697	3,552	4,372	5,291	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	1,480	3,836	3,776	3,720	3,663	其他	(80)	18	(173)	(249)	(286)
其他	3,491	1,965	1,316	1,366	1,416	营业利润	2,642	5,219	6,096	7,167	8,250
非流动资产合计	35,585	35,849	35,313	35,596	36,141	营业外收入	16	11	8	8	8
资产总计	57,097	56,780	60,552	65,973	71,335	营业外支出	6	7	6	6	6
短期借款	8,813	3,433	3,000	3,000	3,000	利润总额	2,652	5,223	6,098	7,169	8,252
应付票据及应付账款	6,715	8,881	9,192	10,516	11,058	所得税	446	767	671	789	908
其他	9,094	8,966	8,542	8,858	9,167	净利润	2,206	4,456	5,427	6,381	7,344
流动负债合计	24,621	21,280	20,734	22,374	23,224	少数股东损益	0	0	1	1	1
长期借款	7,021	7,668	6,868	6,168	5,568	归属于母公司净利润	2,205	4,455	5,426	6,380	7,343
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.47	0.96	1.17	1.37	1.58
其他	1,346	998	1,342	1,342	1,342						
非流动负债合计	8,367	8,666	8,210	7,510	6,910	主要财务比率					
负债合计	32,988	29,946	28,944	29,884	30,135		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2	3	3	4	4	成长能力					
实收资本(或股本)	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652	营业收入	-12.2%	-3.1%	26.4%	13.4%	5.7%
资本公积	8,676	8,576	8,826	8,826	8,826	营业利润	-21.5%	97.6%	16.8%	17.6%	15.1%
留存收益	10,790	13,631	18,127	22,608	27,718	归属于母公司净利润	-16.8%	102.0%	21.8%	17.6%	15.1%
其他	(11)	(27)	1	1	1	获利能力					
股东权益合计	24,109	26,834	31,608	36,090	41,200	毛利率	14.1%	23.3%	21.5%	22.0%	23.6%
负债和股东权益总计	57,097	56,780	60,552	65,973	71,335	净利率	7.6%	15.9%	15.3%	15.8%	17.2%
						ROE	9.4%	17.5%	18.6%	18.9%	19.0%
						ROIC	6.9%	11.6%	13.6%	14.5%	15.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	57.8%	52.7%	47.8%	45.3%	42.2%
净利润	2,206	4,456	5,427	6,381	7,344	净负债率	53.5%	22.9%	7.8%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,640	1,713	1,601	1,656	1,723	流动比率	0.87	0.98	1.22	1.36	1.52
财务费用	788	707	587	525	472	速动比率	0.49	0.57	0.81	0.91	1.10
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(5,070)	4,669	(1,978)	(1,427)	(118)	应收账款周转率	47.3	70.4	71.0	48.0	40.2
其它	4,354	(6,325)	647	(24)	(24)	存货周转率	2.6	2.3	3.2	3.4	3.3
经营活动现金流	3,916	5,220	6,283	7,111	9,396	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(2,604)	(3,439)	(1,747)	(1,915)	(2,244)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.47	0.96	1.17	1.37	1.58
其他	(1,134)	1,323	0	0	0	每股经营现金流	0.84	1.12	1.35	1.53	2.02
投资活动现金流	(3,738)	(2,116)	(1,747)	(1,915)	(2,244)	每股净资产	5.18	5.77	6.79	7.76	8.86
债权融资	1,325	(511)	(533)	(700)	(600)	估值比率					
股权融资	(66)	(100)	250	0	0	市盈率	17.0	8.4	6.9	5.9	5.1
其他	(1,159)	(2,965)	(1,950)	(2,424)	(2,705)	市净率	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
筹资活动现金流	100	(3,576)	(2,233)	(3,124)	(3,305)	EV/EBITDA	8.9	5.9	5.5	4.9	4.3
汇率变动影响	(16)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.2	7.7	6.8	5.9	5.2
现金净增加额	263	(473)	2,303	2,072	3,848						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。