

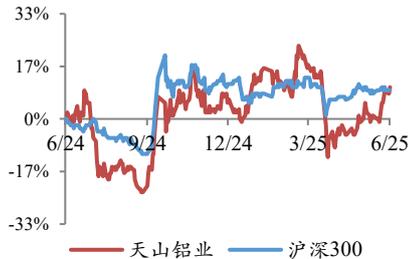
## 铝链一体全球布局，成本优势显著

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2025-06-18

收盘价(元)	8.38
近12个月最高/最低(元)	9.88/6.08
总股本(百万股)	4,652
流通股本(百万股)	4,130
流通股比例(%)	88.78
总市值(亿元)	390
流通市值(亿元)	346

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 一体化铝链布局，成本优势显著

天山铝业围绕新疆电解铝，产业链涵盖上游铝土矿、氧化铝，配套的预焙阳极、发电以及下游的电池铝箔、高纯铝、铝深加工等业务，是国内少数具备完整一体化铝产业链优势的综合性铝生产、制造和销售的大型企业之一。2024年电解铝和氧化铝价格增长，公司实现归母净利润44.55亿元（同比+102.03%），25Q1收入/归母净利润同比分别+16.12%/+46.99%。公司收入主要来源于自产铝锭，2024年贡献收入67%，氧化铝和预焙阳极完全满足自用需求，电力自发自用（自给率80%-90%），一体化优势显著。

#### ● 铝价有望维持高位，利润增长路径清晰

国内铝土矿品位下滑、开采难度扩大以及由复耕、环保、检修等引起的停产限产导致资源供应紧张，进口依赖度提升。同时海外政策、基础设施、运输条件等不确定性影响海外铝土矿供给，从而导致上游氧化铝的供应扰动频繁。国内“双碳”限制产能增量，需求维持稳定增长，在此背景下电解铝价格整体易涨难跌。2025年4月电力和氧化铝占铝生产成本的比重分别为33.64%和36.29%，具备自备电厂以及更优惠电价的铝企更具成本优势。

#### ● 自有资源+优势电价，持续巩固低成本优势

**电力方面**，新疆煤炭资源丰富、电力成本具备优势，天山电解铝产能位于新疆石河子，且毗邻电解铝产线配备电厂，年发电量能满足自身电解铝生产80%-90%的需求。**资源方面**，公司国内氧化铝产能位于具备优质矿石资源的广西，自有矿预计今年实现开采，几内亚铝土矿项目亦进入生产开采阶段，广西+几内亚保障国内氧化铝产能所需资源。印尼铝土矿和氧化铝项目稳步推进中，且具备成本优势，后续亦可作为原料保障，有效抵御上游供应风险。

#### ● 具备国内稀缺产能增量，电解铝盈利弹性可期

经董事会表决通过，公司拟利用石河子厂区东侧预留场地对140万吨电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造，项目建设期暂定10个月，推算预计2026年4月投产，届时公司电解铝产能将从116万吨提升至140万吨（+20.7%）。新建产能采取全石墨化阴极炭块和新式节能阴极结构技术，具有运行稳定、电流效率高等优势，可以有效降低生产成本，后续电解铝板块有望释放盈利弹性。

#### ● 投资建议

公司卡位广西氧化铝+新疆电解铝生产成本优势显著，具备稀缺的电解铝产能增量，随着石河子电解铝产能提升改造、印尼氧化铝等项目投产，盈利弹性可期。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为46.05/52.93/63.71亿元，对应PE分别为8/7/6倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**● 风险提示**

铝需求不及预期；上游资源供给波动；能源成本大幅波动；项目建设进度不及预期等

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28089	28928	30979	34487
收入同比 (%)	-3.1%	3.0%	7.1%	11.3%
归属母公司净利润	4455	4605	5293	6371
净利润同比 (%)	102.0%	3.3%	15.0%	20.4%
毛利率 (%)	23.3%	22.7%	23.8%	25.1%
ROE (%)	16.6%	15.6%	16.3%	17.6%
每股收益 (元)	0.96	0.99	1.14	1.37
P/E	8.20	8.47	7.36	6.12
P/B	1.36	1.32	1.20	1.07
EV/EBITDA	5.59	5.61	4.56	3.42

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1 一体化铝链布局，成本优势显著.....	5
1.1 铝产业链一体布局，立足新疆拓展海外.....	5
1.2 公司股权及管理权集中.....	7
1.3 成本优势明显，盈利能力优化.....	9
2 铝价有望维持高位，利润增长路径清晰.....	12
2.1 铝土矿供给扰动频繁，产业一体化重要性凸显.....	12
2.2 双碳限制铝供给端，电力成本构筑竞争力.....	14
3 自有资源+优势电价，持续巩固低成本优势.....	16
4 盈利预测和估值探讨.....	18
风险提示: .....	20
财务报表与盈利预测.....	21

## 图表目录

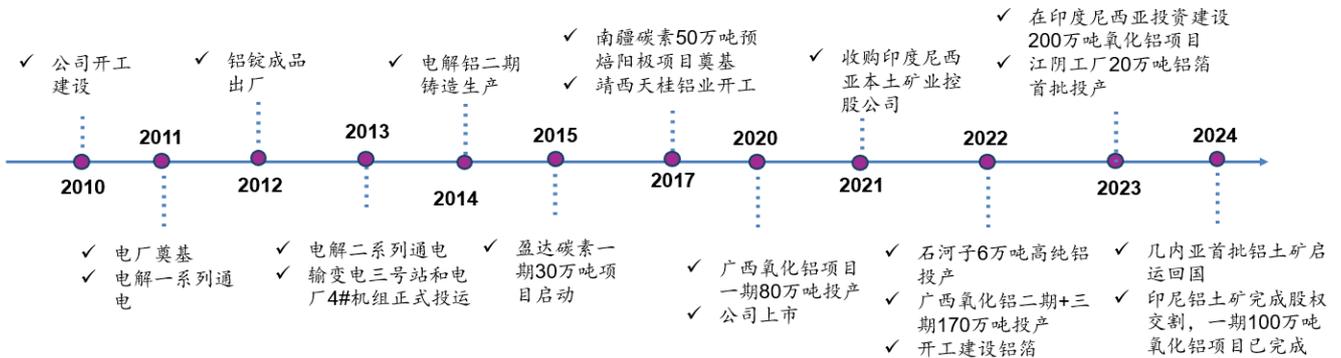
图表 1 天山铝业发展历程	5
图表 2 公司营收及增速	5
图表 3 公司归母净利润及增速	5
图表 4 公司分产品收入占比	6
图表 5 公司分产品毛利率	6
图表 6 公司自产铝锭收入及增速	6
图表 7 公司自产氧化铝收入及增速	6
图表 8 天山铝业产业链布局图	7
图表 9 天山铝业股权结构	8
图表 10 公司高级管理人员	8
图表 11 公司 2021-25Q1 杜邦分析	9
图表 12 可比公司杜邦分析	9
图表 13 可比公司销售毛利率	9
图表 14 可比公司销售净利率	9
图表 15 可比公司销售费用率	10
图表 16 可比公司管理费用率	10
图表 17 可比公司研发费用率	10
图表 18 可比公司财务费用率	10
图表 19 可比公司资产负债率	11
图表 20 公司年度分红总额及比例	11
图表 21 铝土矿产量、进口量及进口依赖度	12
图表 22 铝土矿进口量及几内亚占比	12
图表 23 各国铝土矿储量占比	13
图表 24 几内亚铝土矿 CIF (美元/吨)	13
图表 25 各地氧化铝建成产能及产能利用率	13
图表 26 2022 年以来国内各地氧化铝生产成本 (元/吨)	14
图表 27 2022 年至今国内氧化铝均价 (元/吨)	14
图表 28 2022 年以来国内电解铝产能	14
图表 29 国内电解铝需求 (万吨)	14
图表 30 2022 年以来国内现货铝价 (元/吨)	15
图表 31 2025 年以来国内现货铝价 (元/吨)	15
图表 32 2022 年以来国内吨铝成本结构 (%)	15
图表 33 国内电解铝自备电和网电成本差异 (元/吨)	15
图表 34 各地区电解铝加权平均成本 (元/吨)	16
图表 35 天山铝业电解铝产销量和成本情况	16
图表 36 天山铝业氧化铝产销量和成本情况	17
图表 37 天山铝业盈利预测	18
图表 38 可比公司估值对比	19

# 1 一体化铝链布局，成本优势显著

## 1.1 铝产业链一体布局，立足新疆拓展海外

铝链一体化布局，立足新疆拓展海外。天山铝业成立于2010年，在新疆石河子现有120万吨电解铝产能，同时公司已经涵盖上游铝土矿（印度尼西亚、几内亚）、氧化铝（广西、印度尼西亚），配套的预焙阳极、发电以及下游的电池铝箔、高纯铝、铝深加工业务，是国内少数具备完整一体化铝产业链优势的综合性铝生产、制造和销售的大型企业之一。

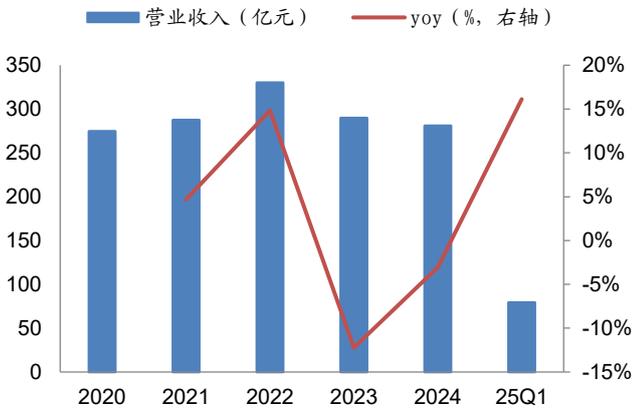
图表 1 天山铝业发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

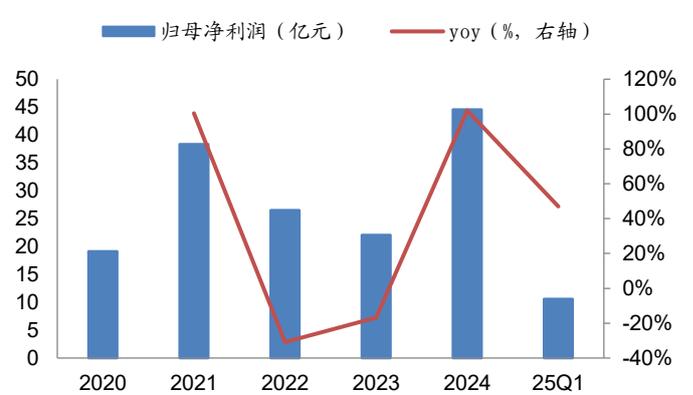
铝价回升，公司利润延续增长。2024年以来电解铝价格回升，同时氧化铝价格上涨提供支撑，带动公司利润提升，2024年公司收入280.89亿元（同比-3.06%，主要是贸易部分减少），归母净利润44.55亿元（同比+102.03%），25Q1延续增长，收入/归母净利润同比分别+16.12%/+46.99%。

图表 2 公司营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 3 公司归母净利润及增速

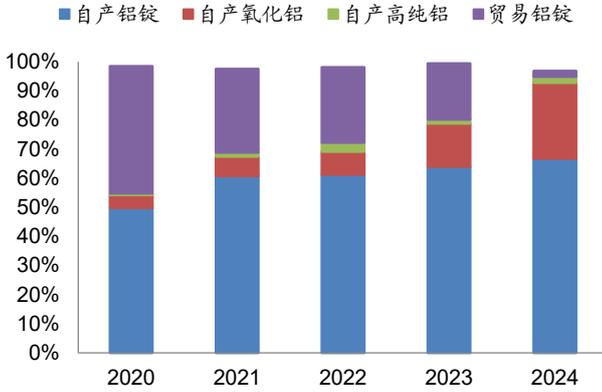


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

自产铝锭贡献主要利润，上下游延伸拓宽利润空间。公司布局一体化铝产业链，

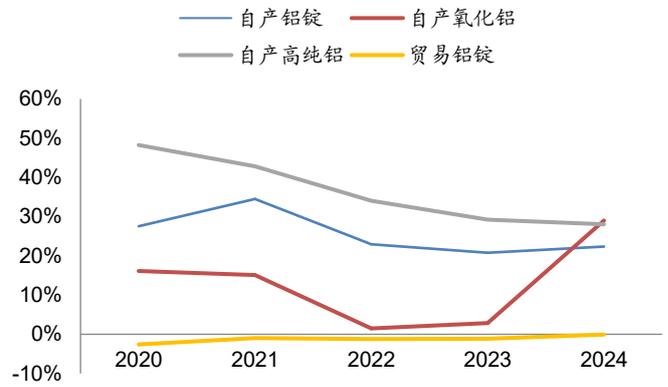
2024 年公司自产铝锭/自产氧化铝业务贡献收入分别为 67%/26%，主要收入由自产铝锭贡献，氧化铝随着新增产能投产和价格提升占比也有所提升。从利润率来看，2024 年自产铝锭毛利率 22.36% (同比+1.58pcts)，自产氧化铝毛利率 29% (同比+26.14pcts)，主要受到价格上涨影响。

图表 4 公司分产品收入占比



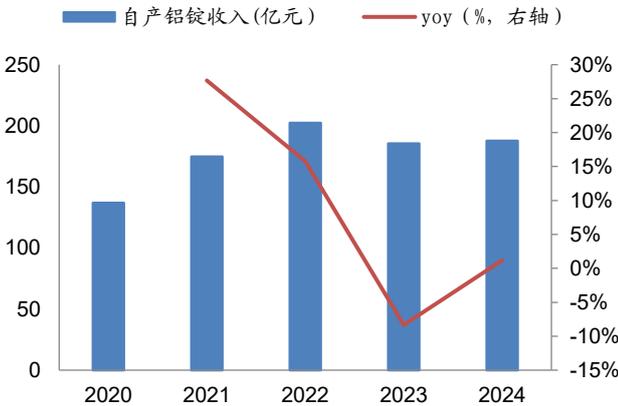
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 5 公司分产品毛利率



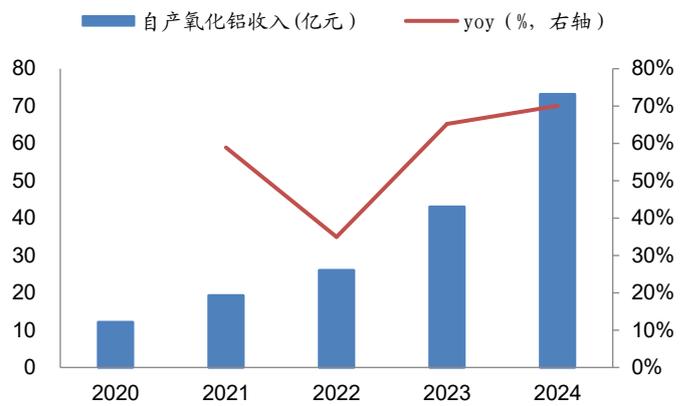
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 6 公司自产铝锭收入及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 7 公司自产氧化铝收入及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

**公司产业链配套情况:**

**铝土矿:** 印尼: 公司完成 PT Inti Tambang Makmur 100% 股份交割, 间接获得其 3 家矿业子公司的采矿权, 2025 年逐步开展采矿作业, 所产铝土矿计划用于公司印尼氧化铝项目所需原料, 具备成本优势。几内亚: 公司收购几内亚的一家本土矿业公司并获得其铝土矿产品的独家购买权, 目前该项目已进入生产开采阶段, 矿产品开采后运回国内满足自身氧化铝生产原料需求, 铝土矿规划年产能 500-600 万吨/年。国内: 广西自有铝土矿探转采工作取得实质性进展, 公司已取得采矿权证, 项目已进入开采阶段。广西+几内亚的铝土矿将供给公司国内氧化铝产能, 随着项目推进, 公司上游资源的保障度将达到 100%。

**氧化铝:** 国内: 广西靖西天桂目前已建成 250 万吨氧化铝生产线; 海外: 公司

境外子公司计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，从而形成海外氧化铝生产基地。项目分两期建设，其中一期 100 万吨 2025 年初已取得印尼环评审批，公司正在推进征地、场平、码头等各项项目前期建设工作。

**电力：**天瑞能源拥有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电量能满足自身电解铝生产 80%-90% 的电力需求，全部用于电解铝生产，电力完全自发自用。公司电解铝产品的电力成本低于行业平均水平，推动产品利润进一步释放。

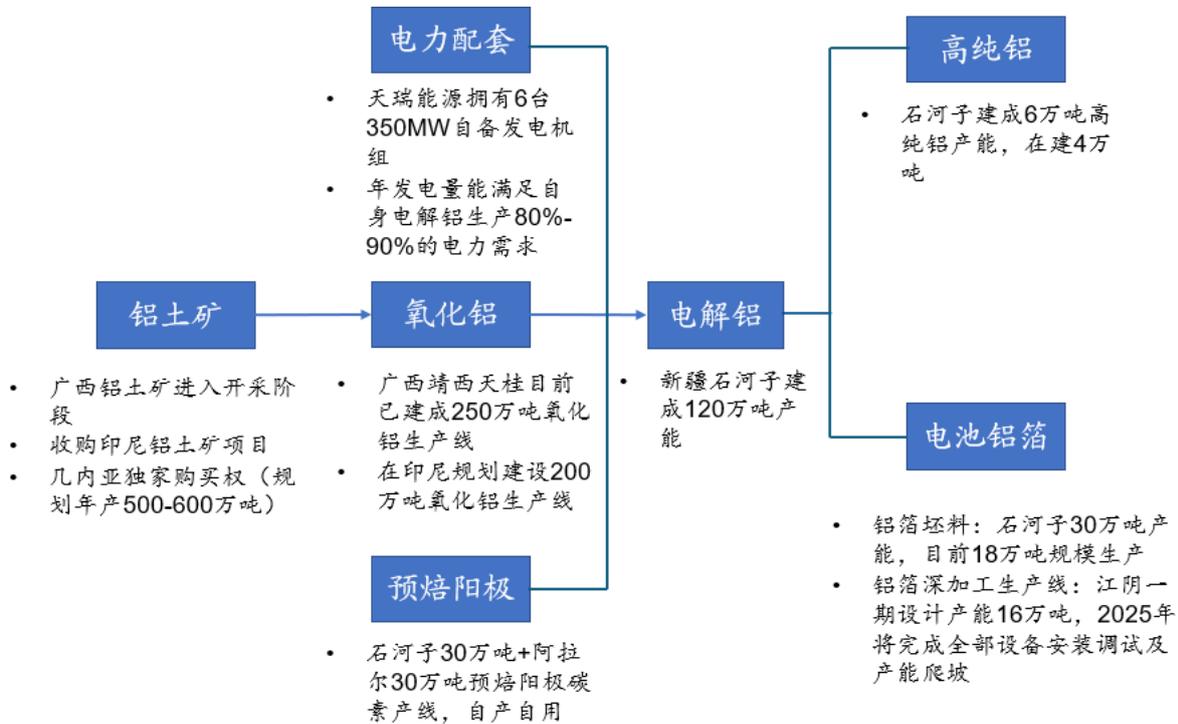
**预焙阳极：**公司在石河子和阿拉尔各有 30 万吨预焙阳极碳素产线，合计建成年产能 60 万吨，可以满足现有电解铝产能全部阳极碳素的需求。除普通阳极碳素外，公司还具备高纯铝用碳素的生产能力，产品完全自产自用。

**电解铝：**天铝有限拥有 140 万吨电解铝产能指标，目前已建成 120 万吨电解铝产能，实际年产量约 116 万吨左右，尚余 24 万吨产能待建。

**高纯铝：**公司在国家级石河子经济技术开发区已建成 6 万吨高纯铝产能。

**铝箔：**江阴铝箔一期设计产能 16 万吨，2025 年将完成全部设备安装调试及产能爬坡。

图表 8 天山铝业产业链布局图

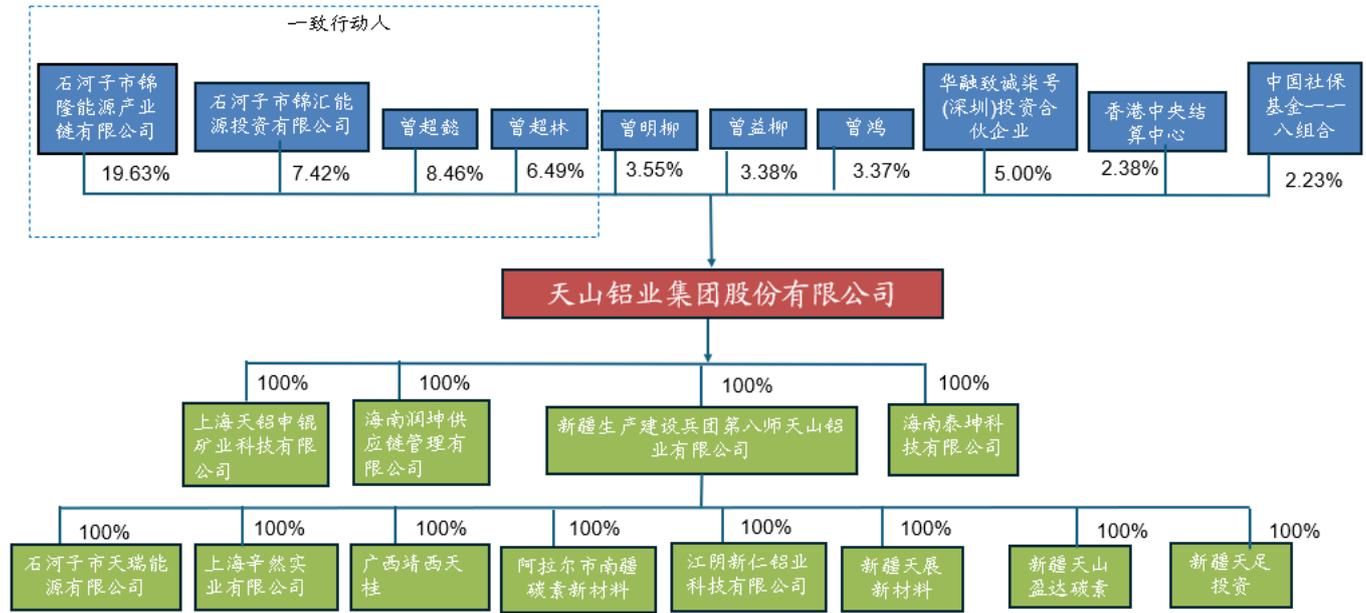


资料来源：公司官网、公告，华安证券研究所

## 1.2 公司股权及管理权集中

**公司股权集中，曾氏兄弟为实际控制人。**天山铝业是民营企业，实际控制人为董事长兼总经理曾超林先生和董事曾超懿先生，截至 2024 年末，曾超懿和曾超林直接合计持有天山铝业总股本的 14.95%，并通过控股锦隆能源和锦汇能源间接持有总股本的 27.05%，合计持有天山铝业总股本的 42%。

图表 9 天山铝业股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：数据截至 25Q1 财报

图表 10 公司高级管理人员

姓名	职位	简介
曾超林	董事长、总经理	历任宜昌长江车间主任、总经理；2012年6月至今任新疆生产建设兵团第八师天山铝业有限公司董事长、总经理。
曾超懿	董事	曾任职于邵东铝业、湖南省双牌铝厂、贵州省六盘水双元铝业、鑫仁铝业等公司。
周建良	副总经理,董事会秘书	注册会计师、高级会计师、注册税务师。曾任职于上海豫园旅游商城股份有限公司、上海复星高科技(集团)有限公司、开利泵业(集团)有限公司,曾任海南矿业董事会秘书。
李亚洲	副总经理	曾先后任职邵东铝业、湖南省双牌铝厂、贵州省六盘水双牌铝业公司、鑫仁铝业控股有限公司。
赵庆云	副总经理	1983至2013年历任中国铝业郑州研究院技术员、助理工程师、工程师、高级工程师、教授级高级工程师、副总工程师、研究院第一副院长；2013年1月加入天山铝业,历任电解铝生产副总经理、电解铝生产总经理、工程技术研究中心常务副主任。
胡春华	财务负责人	曾任上海天瑞资产评估有限公司经理、万隆会计师事务所有限公司上海分所项目经理、众华会计师事务所(特殊普通合伙)项目经理、立信会计师事务所(特殊普通合伙)高级经理等职务。

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

### 1.3 成本优势明显，盈利能力优化

**杜邦分析:盈利能力优化,周转率仍具提升空间。**我们选取 SW 铝板块市值靠前的同业中国铝业、云铝股份、神火股份和南山铝业作为可比公司，天山铝业 2024 年和 2025Q1 的净资产收益率分别为 17.49%和 3.87%，在行业中处于中位数水平，拆分来看，公司 2024 年和 25Q1 销售净利率分别为 15.86%和 13.35%，在可比公司中位于前列，伴随着铝价提升以及一体化布局深化，盈利能力有望持续优化。

图表 11 公司 2021-25Q1 杜邦分析

天山铝业	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2021	18.90%	13.33%	0.55	2.57
2022	12.02%	8.03%	0.60	2.50
2023	9.40%	7.61%	0.51	2.42
<b>2024</b>	<b>17.49%</b>	<b>15.86%</b>	<b>0.49</b>	<b>2.24</b>
25Q1	3.87%	13.35%	0.14	2.04

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

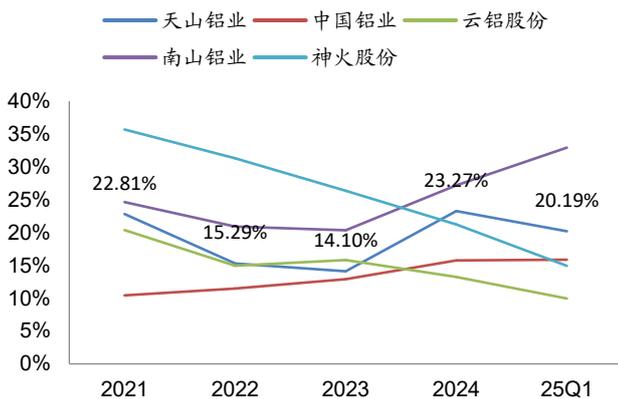
图表 12 可比公司杜邦分析

2024	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
天山铝业	<b>17.49%</b>	<b>15.86%</b>	<b>0.49</b>	<b>2.24</b>
中国铝业	19.13%	8.18%	1.11	3.30
云铝股份	16.32%	9.36%	1.34	1.50
神火股份	9.79%	17.79%	0.48	1.41
南山铝业	20.75%	12.50%	0.71	2.61
25Q1	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
天山铝业	<b>3.87%</b>	<b>13.35%</b>	<b>0.14</b>	<b>2.04</b>
中国铝业	4.97%	9.81%	0.25	3.10
云铝股份	3.38%	7.73%	0.34	1.49
神火股份	3.33%	24.48%	0.13	1.39
南山铝业	3.21%	8.14%	0.19	2.33

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

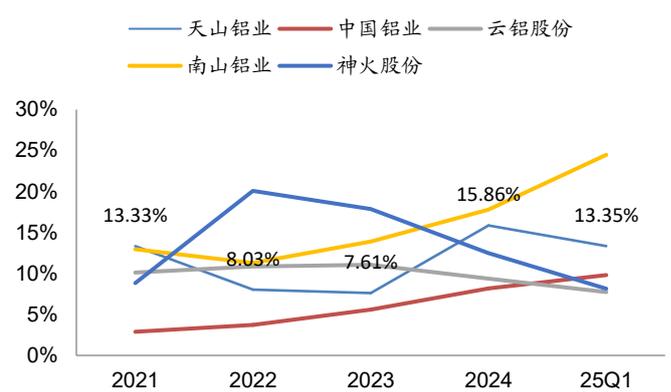
**产业链一体化优势显著，降本推动利润率提升。**公司完善从铝土矿到铝加工一体化生产链，进一步优化产能和降低成本推动利润率提升。公司 2024 年毛利率和净利率分别为 23.27%和 15.86%，较 23 年同比分别+9.17pcts 和+8.25pcts。横向对比，公司卡位新疆具备煤电成本优势，叠加产业链一体化平滑原材料价格波动风险，利润率仅低于汽车板行业领先具备产品结构优势的南山铝业。

图表 13 可比公司销售毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 14 可比公司销售净利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

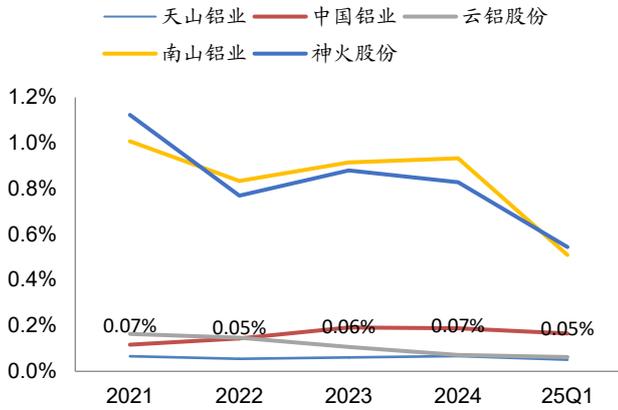
**费用拆分来看：**

**销售费用率：**公司 2024 年和 2025Q1 销售费用率分别为 0.07%和 0.05%，低于行业平均水平。

**管理费用率：**公司 2024 年和 2025Q1 管理费用率分别为 1.37%和 1.5%，管理

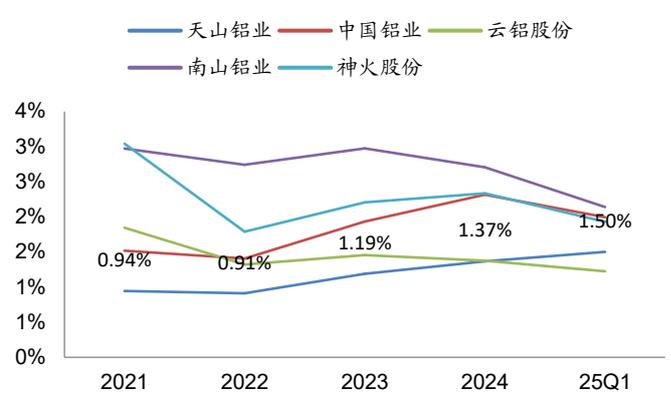
费用率基本保持稳定。

图表 15 可比公司销售费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 16 可比公司管理费用率

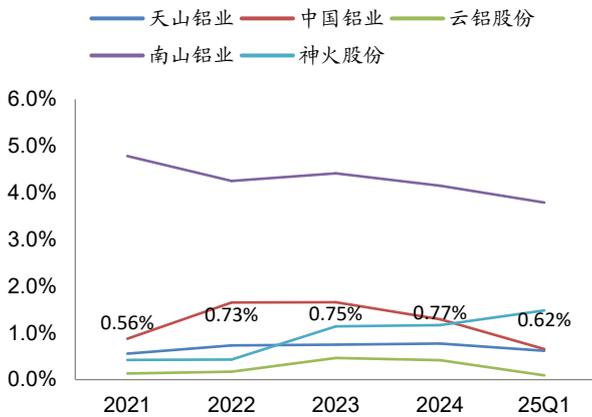


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

**研发费用率：**公司 2024 年和 2025Q1 研发费用率分别为 0.77%和 0.62%。

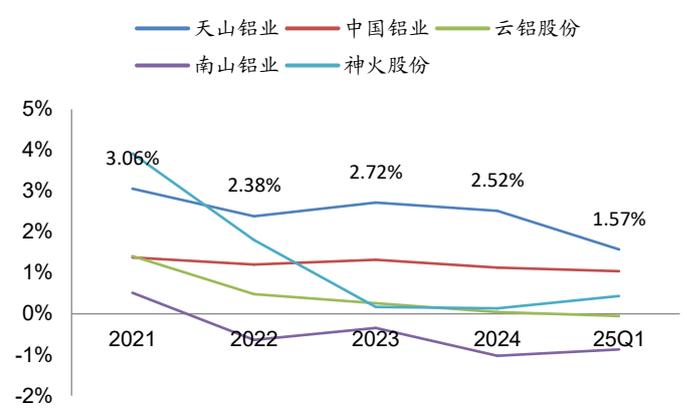
**财务费用率：**公司 2024 年和 2025Q1 财务费用率分别为 2.52%和 1.57%，财务费用率高于同行主因公司利息支出较高，但纵向看不断优化。

图表 17 可比公司研发费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

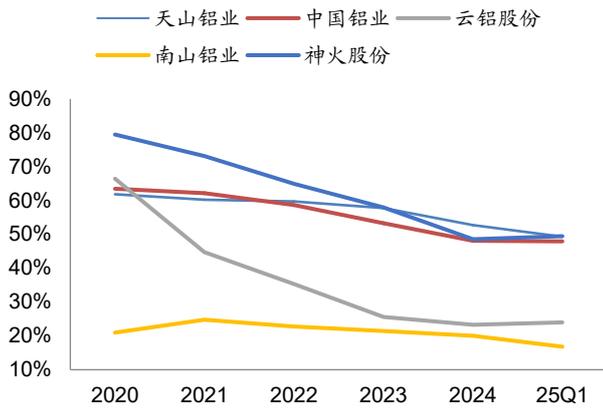
图表 18 可比公司财务费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

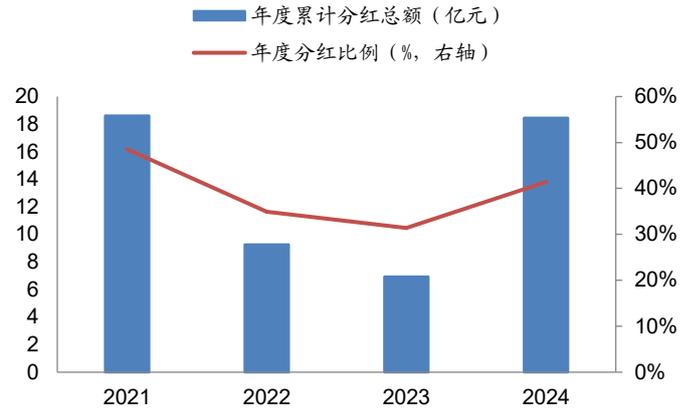
**负债率逐步下行，上市以来延续高分红回馈股东。**公司资产负债率从 2020 年的 61.85%下降至 25Q1 的 49.3%，公司长期借款较高，后续负债仍具优化空间。公司重视回报投资者，2024 年年度分红总额 18.45 亿元，分红比例 41%，近四年年度分红比例均在 30%以上，延续高分红回馈股东。

图表 19 可比公司资产负债率



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 20 公司年度分红总额及比例



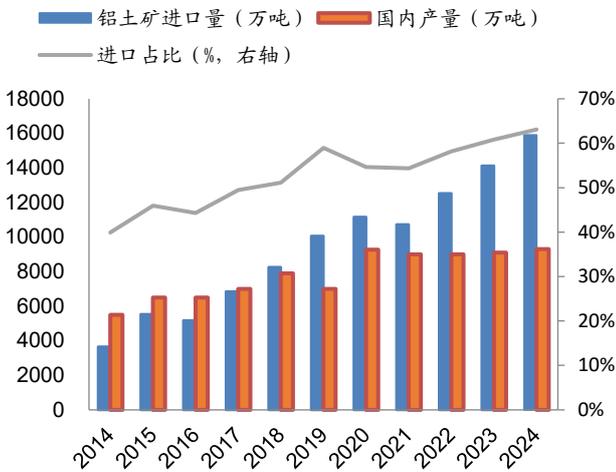
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

## 2 铝价有望维持高位，利润增长路径清晰

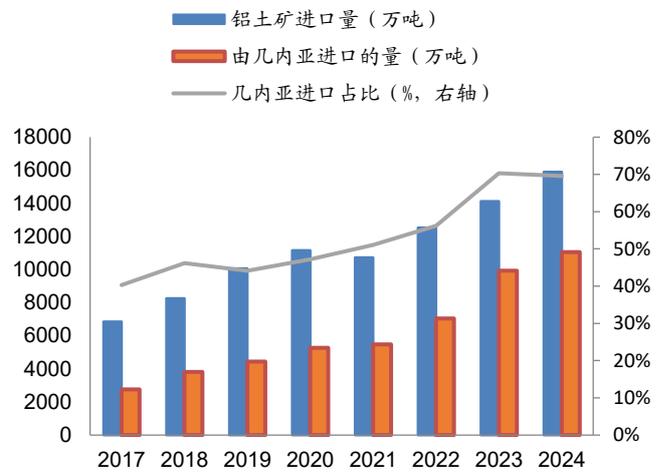
### 2.1 铝土矿供给扰动频繁，产业一体化重要性凸显

国产矿开采难度增加，进口依赖度提升。2024 年中国铝土矿产量 9300 万吨，国内供应趋于缩紧的状态，铝土矿品位下滑、开采难度扩大以及由复耕、环保、检修等引起的停产限产，国内铝土矿产量维持增长有一定困难。铝土矿进口量及进口依赖度逐年提升，2024 年进口量 1.59 亿吨，其中由几内亚进口的铝土矿 1.1 亿吨，海外尤其是几内亚铝土矿的供给成为铝产业链的重要制约因素。

图表 21 铝土矿产量、进口量及进口依赖度



图表 22 铝土矿进口量及几内亚占比

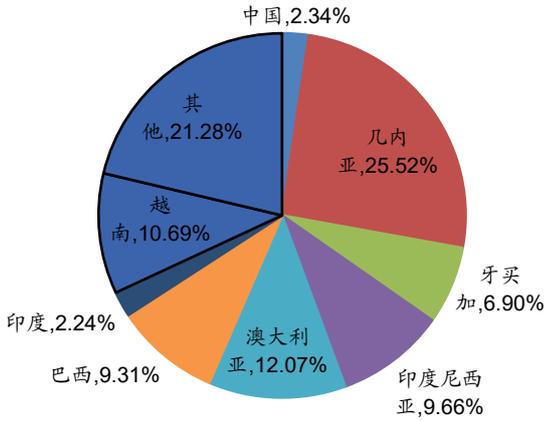


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：进口占比=进口量 / (产量+进口量)

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

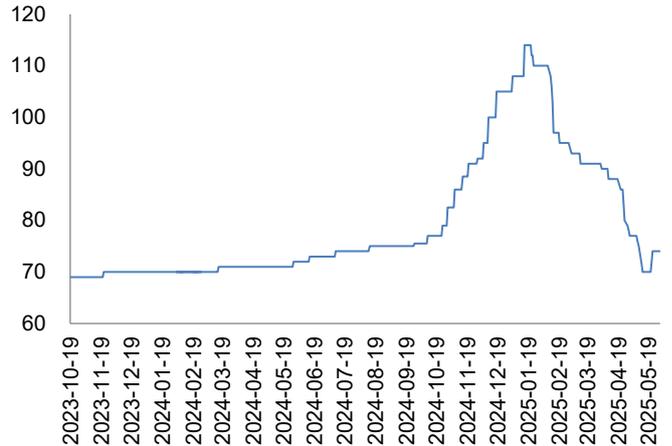
海外铝土矿供给扰动频繁。根据美国地质调查局的数据，中国铝土矿储量仅占全球储量的 2.34%，几内亚、澳大利亚、印尼等国储量更高。但由于铝土矿产业附加值有限，印度尼西亚 2023 年 6 月起禁止铝土矿出口，必须在当地建下游配套设施。同样几内亚亦对铝土矿开采有所限制，如 2024 年 10 月阿联酋铝业在几内亚的 GAC 铝土矿出口被海关暂停，2025 年 5 月撤销包括铝土矿、黄金在内的 129 家矿业公司的勘探许可证等，5 月末进口铝土矿价格止跌反弹。

图表 23 各国铝土矿储量占比



资料来源: 美国地质调查局, 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

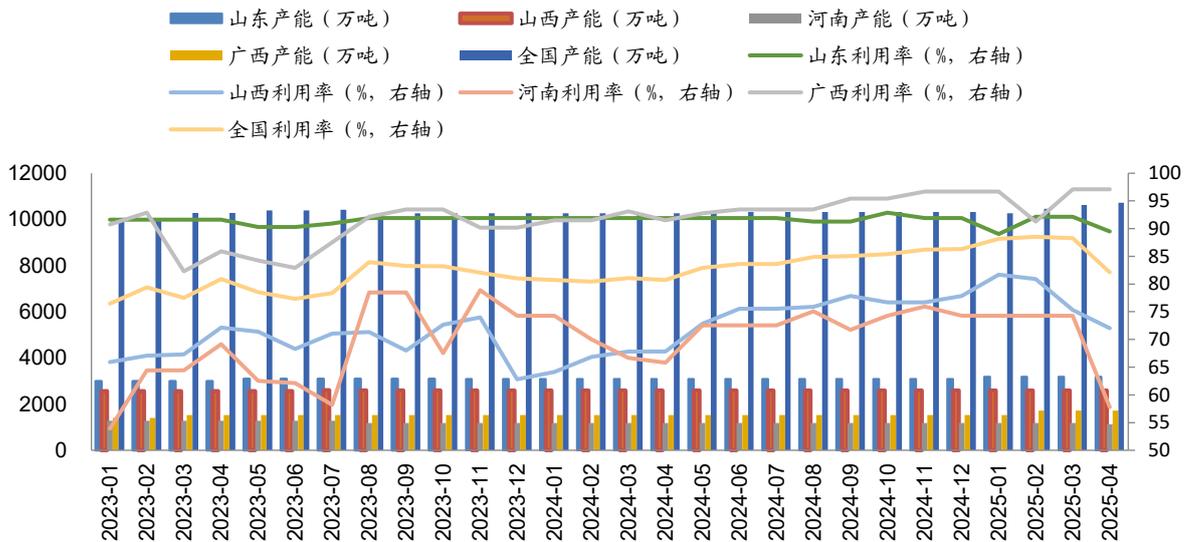
图表 24 几内亚铝土矿 CIF (美元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

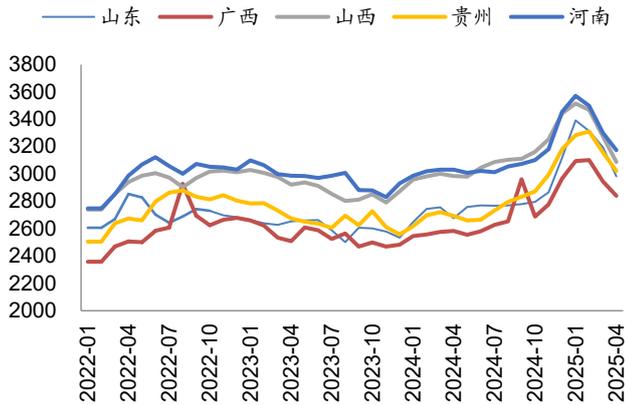
**晋豫铝土矿复产缓慢, 广西氧化铝成本占优。**根据 SMM 调研, 山西煤矿事故及河南环保问题影响铝土矿复产进度缓慢, 当地的氧化铝产能对于进口矿的依赖程度提升, 存在成本高企及产能利用率较低的问题。而国内其他地区, 如广西具备自有矿+港口优势, 山东具备港口优势, 成本相对较低。从价格上来看, 2024 年底以来由于 GAC 出口暂停导致的矿石供应紧张的问题逐步缓解, 叠加新产能释放, 氧化铝价格冲高回落, 价格从 2024 年 12 月中旬的最高点 5757 元/吨下降至 2025 年 4 月最低点 2886 元/吨, 成本倒挂的情况下有大批氧化铝厂检修减产或者压产运行。由于本身停复产成本较低, 我们认为氧化铝价格下探空间有限, 后续有望保持相对稳定, 但需要警惕矿端供给变化造成的风险。

图表 25 各地氧化铝建成产能及产能利用率



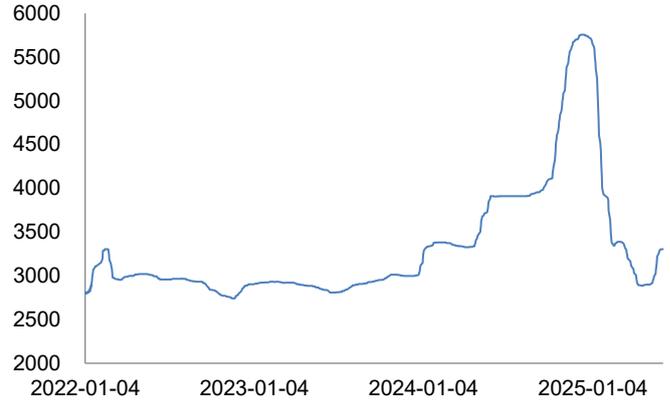
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 26 2022 年以来国内各地氧化铝生产成本 (元/吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 27 2022 年至今国内氧化铝均价 (元/吨)

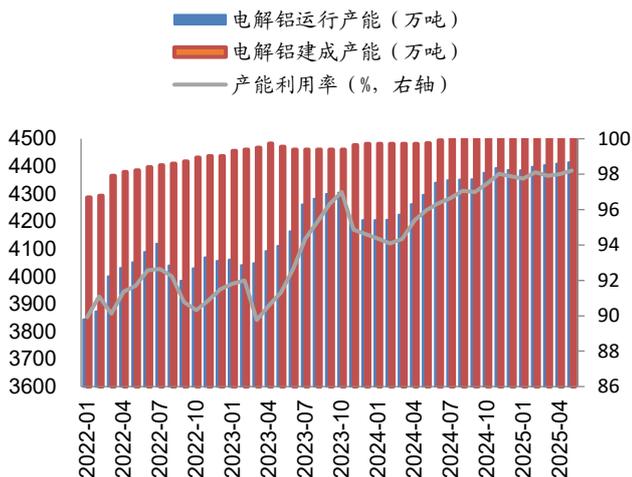


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

## 2.2 双碳限制铝供给端，电力成本构筑竞争力

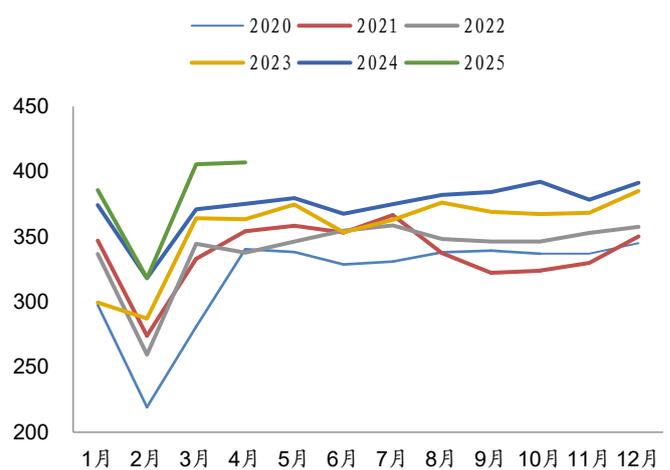
**电解铝供给端限制，需求仍维持高位。**供给端，国内严控电解铝新增产能，要求严格落实产能置换，并且到 2025 年底行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。截至 2025 年 5 月国内电解铝建成产能和运行产能分别为 4520.2 和 4413.9 万吨，产能利用率达 98.2%，供给端弹性有限。**需求端**，2024 年国内电解铝需求 4490 万吨，同比+5.1%，2025 年 1-4 月仍然维持增长，较上年同期需求同比+5.1%，交运、电力等需求增长，电解铝需求有望维持高位。

图表 28 2022 年以来国内电解铝产能



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 29 国内电解铝需求 (万吨)

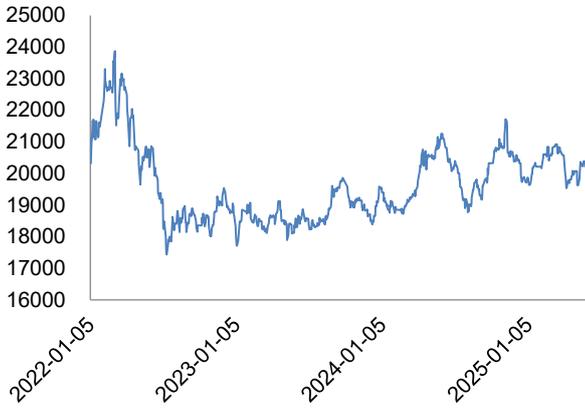


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

**供给约束为价格提供支撑。**2021 年国内供给侧改革、2022 年初俄乌冲突影响海外供给铝价冲高，2022 年 3-7 月美联储加息、公共卫生事件影响需求、高价刺激产能释放等一系列因素影响下国内现货铝价跌至最低点 17436.7 元/吨，2022 年 7 月中旬至今铝价震荡上行，未跌破支撑位。2025 年来看，Q1 国内政策提振需求铝价维持高位，4 月

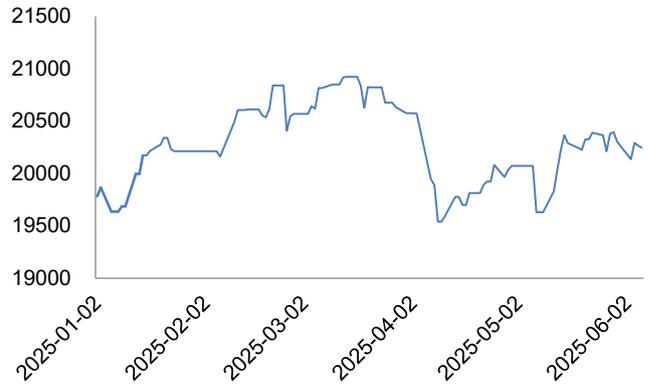
以来美国关税政策影响铝价波动，但整体在中美关系缓和、国内政策提振下，铝价仍然保持稳定。后续仍需关注贸易政策及宏观环境，整体看在供给约束的背景下铝价有望保持高位震荡。

图表 30 2022 年以来国内现货铝价 (元/吨)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

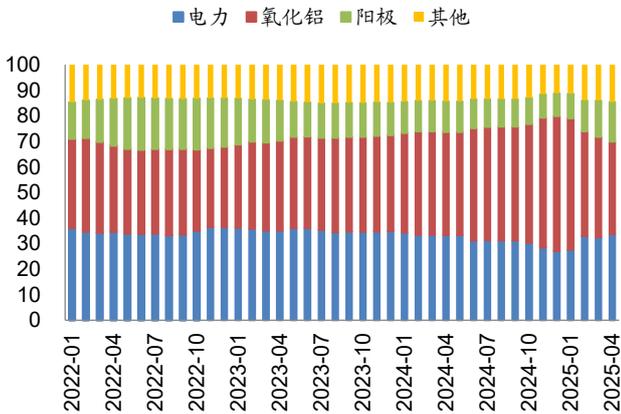
图表 31 2025 年以来国内现货铝价 (元/吨)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

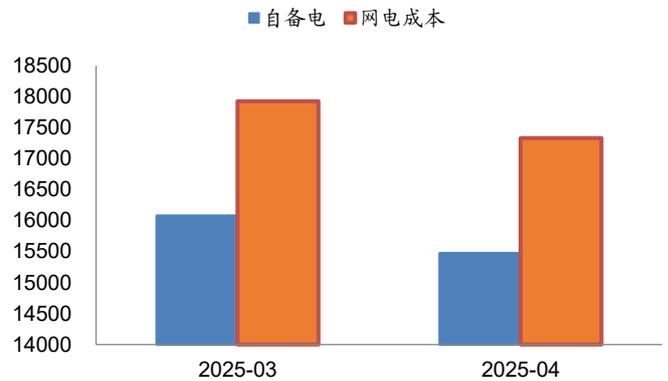
电解铝成本中电力和氧化铝占比最高。以 2025 年 4 月为例，电力、氧化铝和阳极占吨铝生产成本的比重分别为 33.64%、36.29%和 15.51%，国内自备电和网电的电解铝产能加权平均完全成本分别为 15474 元/吨和 17331 元/吨。除原材料外，电力成本在电解铝生产中占比最高，电力优势亦成为行业核心竞争力之一。

图表 32 2022 年以来国内吨铝成本结构 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 33 国内电解铝自备电和网电成本差异 (元/吨)

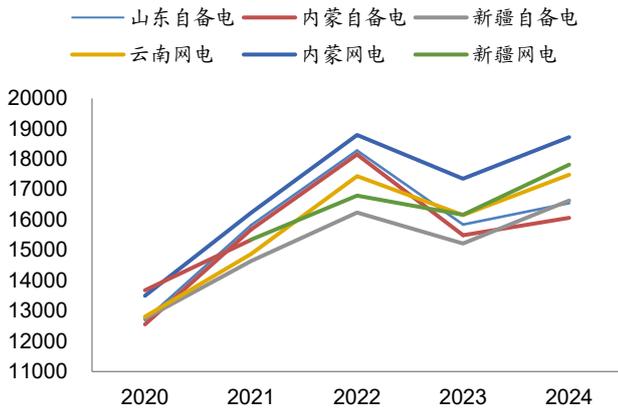


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

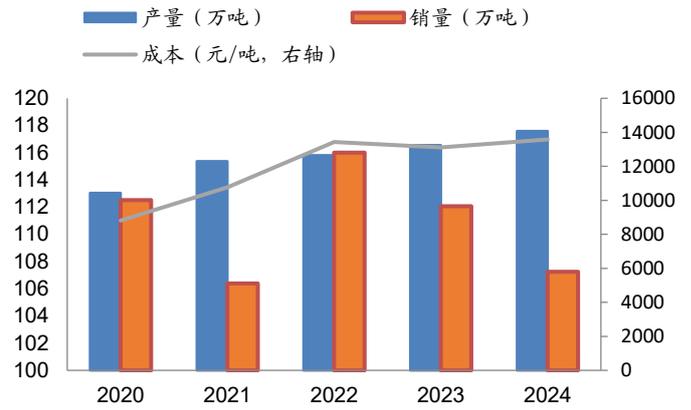
### 3 自有资源+优势电价，持续巩固低成本优势

**新疆煤电优势领跑全国，公司成本领跑新疆。**内蒙和新疆具备煤炭供给优势，电力成本优于内陆企业，天山铝业主要产能位于新疆石河子，毗邻电解铝产线配备电厂，截至 2024 年末共有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电量能满足自身电解铝生产 80%-90% 的需求。在 2024 年原料价格上涨的情况下，公司电解铝销售成本 13582 元/吨，较 2023 年同比+3.6%。

图表 34 各地区电解铝加权平均成本 (元/吨)



图表 35 天山铝业电解铝产销量和成本情况



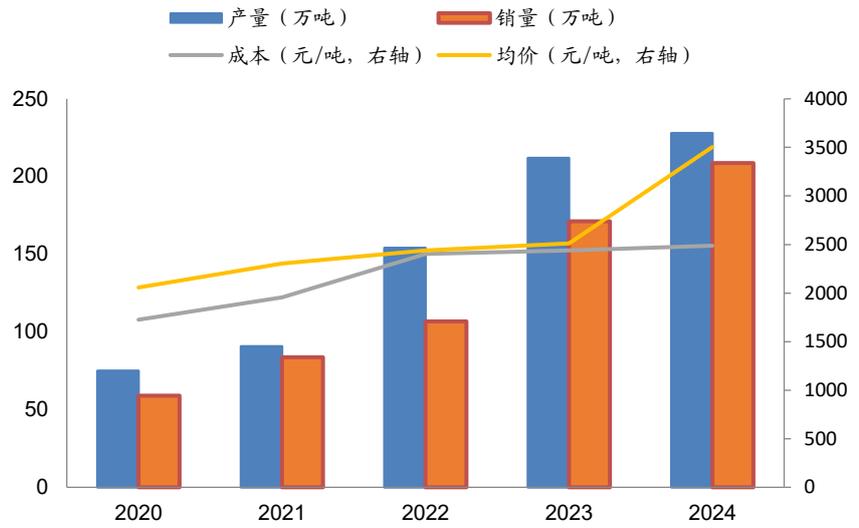
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

**具备稀缺产能增量，电解铝板块有望释放弹性。**据公告，经董事会表决通过，公司拟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 140 万吨电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造。项目建设期暂定 10 个月，按公告发布时间推算预计 2026 年 4 月投产，届时公司电解铝产能将从 116 万吨提升至 140 万吨 (+20.7%)。公司新建产能采取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、运行稳定性和电流效率高等诸多优点，可以有效降低生产成本，后续电解铝板块有望释放盈利弹性。

**布局海外原材料，上游资源实现自给。**在上游原料端，公司已经实现氧化铝和预焙阳极自给自足，目前氧化铝产能位于广西，具备资源优势，公司自有矿预计 2025 年实现开采，几内亚项目努力打通各环节运力限制，后续印尼项目亦可作为资源保障。在氧化铝等原材料价格波动的环境下，公司一体化布局的完整产业链能够更好地抵御市场风险。

图表 36 天山铝业氧化铝产销量和成本情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

## 4 盈利预测和估值探讨

### 重要假设和收入预测

**电解铝板块:** 量: 公司拟将产能由 120 万吨提升至 140 万吨, 建设期预计为 10 个月, 假设公司产能爬坡, 2025-2027 年电解铝销量分别为 115/122/134 万吨; 价: 当前国际贸易环境存在不确定性或对海外需求有所影响, 但我们认为电解铝供给有限, 需求稳定且受国内政策提振, 价格易涨难跌, 假设 2025-2027 年外销均价分别为 1.75/1.755/1.76 万元/吨; 利: 氧化铝价格下行, 叠加公司本身具备电力成本优势, 假设 2025-2027 年板块毛利率分别为 25.1%/25.9%/26.7%。

**氧化铝板块:** 量: 公司广西具备 250 万吨氧化铝产能, 且目前未披露扩张计划, 远期印尼 200 万吨产能释放, 假设 2025-2027 年氧化铝销量分别为 219/228/250 万吨; 价: 氧化铝价格回落, 假设 2025-2027 年均价分别为 3050/3000/3000 元/吨; 利: 2025 年氧化铝价格下行或导致利润率回落, 但考虑到公司具备资源保障, 假设 2025-2027 年氧化铝毛利率分别为 18.0%/20.0%/23.3%。

图表 37 天山铝业盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电解铝收入 (百万元)	13684	17471	20228	18542	18761	20168	21430	23664
yoy		27.67%	15.78%	-8.33%	1.18%	7.50%	6.26%	10.43%
毛利率	27.54%	34.49%	22.94%	20.78%	22.36%	25.14%	25.93%	26.70%
销量 (万吨)	113	106	116	112	107	115	122	134
均价 (元/吨)	12162	16421	17436	16545	17493	17500	17550	17600
氧化铝收入 (百万元)	1214	1929	2604	4301	7315	6664	6840	7500
yoy		58.90%	34.95%	65.21%	70.05%	-8.89%	2.64%	9.65%
毛利率	16.13%	15.10%	1.49%	2.86%	29.00%	18.03%	20.00%	23.33%
销量 (万吨)	59	84	107	171	209	219	228	250
均价 (元/吨)	2058	2305	2438	2512	3505	3050	3000	3000

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所测算

公司卡位广西氧化铝+新疆电解铝生产成本优势显著, 具备稀缺的电解铝产能增量, 随着石河子电解铝产能提升改造、印尼氧化铝等项目投产, 盈利弹性可期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 46.05/52.93/63.71 亿元, 对应 PE 分别为 8/7/6 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 38 可比公司估值对比

公司	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
天山铝业	<b>8.38</b>	<b>389.83</b>	0.96	0.99	1.14	1.37	8.20	8.47	7.36	6.12
中国铝业	<b>6.92</b>	<b>1101.37</b>	0.72	0.78	0.89	0.98	10.17	8.85	7.79	7.04
云铝股份	<b>15.66</b>	<b>543.08</b>	1.27	1.88	2.22	2.43	10.64	8.31	7.06	6.44
神火股份	<b>16.72</b>	<b>376.09</b>	1.91	2.42	2.84	3.12	8.83	6.91	5.89	5.37
南山铝业	<b>3.84</b>	<b>445.96</b>	0.42	0.43	0.45	0.48	9.40	8.97	8.57	8.00

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：股价截至 2025/6/18 收盘，天山铝业为模型预测值，其余为一致预期均值

## 风险提示：

**铝需求不及预期：**关税政策、宏观经济环境等都会对铝下游需求产生影响，铝需求不及预期将导致铝价下滑，从而影响公司经营业绩；

**上游资源供给波动：**公司具备铝土矿及氧化铝资源保障，但如果海外出口政策及国内开采条件发生改变，将影响公司资源供给，从而影响生产运营；

**能源成本大幅波动：**电解铝生产需要耗费大量电力，能源成本波动将对公司盈利能力造成影响；

**项目建设进度不及预期：**公司几内亚铝土矿项目、印尼氧化铝项目、石河子电解铝项目在建，项目建设进度不及预期将影响公司未来收益。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	20931	22988	28635	36203	<b>营业收入</b>	28089	28928	30979	34487
现金	9108	10507	15535	21890	营业成本	21554	22354	23615	25822
应收账款	291	423	424	464	营业税金及附加	474	489	519	580
其他应收款	126	104	119	133	销售费用	19	18	20	22
预付账款	1508	1978	1924	2115	管理费用	384	376	404	453
存货	8824	8703	9328	10213	财务费用	707	364	360	298
其他流动资产	1075	1274	1304	1388	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	35849	34853	33671	32364	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	27351	25766	24162	22538	<b>营业利润</b>	5219	5510	6292	7570
无形资产	3836	4460	5021	5467	营业外收入	11	12	13	14
其他非流动资产	4662	4627	4489	4359	营业外支出	7	8	7	6
<b>资产总计</b>	56780	57841	62306	68567	<b>利润总额</b>	5223	5515	6298	7578
<b>流动负债</b>	21280	19188	20286	22569	所得税	767	909	1004	1206
短期借款	3433	2968	3377	4096	<b>净利润</b>	4456	4605	5294	6371
应付账款	1570	1582	1701	1852	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	16277	14638	15209	16621	<b>归属母公司净利润</b>	4455	4605	5293	6371
<b>非流动负债</b>	8666	9218	9482	9728	EBITDA	7648	7726	8547	9805
长期借款	7668	8411	8676	8921	EPS (元)	0.96	0.99	1.14	1.37
其他非流动负债	998	806	806	806					
<b>负债合计</b>	29946	28406	29768	32296					
少数股东权益	3	3	3	4					
股本	4652	4652	4652	4652					
资本公积	8826	8826	8826	8826					
留存收益	13354	15955	19056	22789					
归属母公司股东权	26831	29432	32534	36267					
<b>负债和股东权益</b>	56780	57841	62306	68567					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	5220	5396	7822	9256	<b>成长能力</b>				
净利润	4456	4605	5294	6371	营业收入	-3.1%	3.0%	7.1%	11.3%
折旧摊销	1713	1847	1889	1930	营业利润	97.6%	5.6%	14.2%	20.3%
财务费用	884	546	570	608	归属于母公司净利	102.0%	3.3%	15.0%	20.4%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-1724	-1597	72	350	毛利率(%)	23.3%	22.7%	23.8%	25.1%
其他经营现金流	6072	6197	5220	6018	净利率(%)	15.9%	15.9%	17.1%	18.5%
<b>投资活动现金流</b>	-2116	-848	-705	-620	ROE(%)	16.6%	15.6%	16.3%	17.6%
资本支出	-1273	-732	-705	-620	ROIC(%)	12.0%	11.1%	11.6%	12.6%
长期投资	-843	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	0	-116	0	0	资产负债率(%)	52.7%	49.1%	47.8%	47.1%
<b>筹资活动现金流</b>	-3576	-3155	-2089	-2282	净负债比率(%)	111.6%	96.5%	91.5%	89.0%
短期借款	-5380	-465	409	719	流动比率	0.98	1.20	1.41	1.60
长期借款	648	743	265	245	速动比率	0.48	0.62	0.84	1.04
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.50	0.52	0.53
其他筹资现金流	1157	-3433	-2762	-3246	应收账款周转率	70.36	81.03	73.12	77.70
<b>现金净增加额</b>	-473	1399	5029	6354	应付账款周转率	12.62	14.19	14.39	14.53
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.96	0.99	1.14	1.37
					每股经营现金流	1.12	1.16	1.68	1.99
					每股净资产	5.77	6.33	6.99	7.80
					<b>估值比率</b>				
					P/E	8.20	8.47	7.36	6.12
					P/B	1.36	1.32	1.20	1.07
					EV/EBITDA	5.59	5.61	4.56	3.42

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**许勇其，华安金属&新材料首席分析师，毕业于中南大学，历任中信期货、国君期货、建信期货等高级分析师、研究总监，拥有 16 年产业(江铜套保)及金属期货行业投研经历，2020 年加入华安证券研究所。

**分析师：**黄玺，香港大学金融硕士，2022 年加入华安证券研究所，覆盖贵金属、基本金属板块。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。