

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.84
总股本/流通股本(亿股)	46.52 / 41.30
总市值/流通市值(亿元)	411 / 365
52周内最高/最低价	9.62 / 6.17
资产负债率(%)	52.7%
市盈率	9.21
第一大股东	石河子市锦隆能源产业 链有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

天山铝业(002532)

电解铝扩产落地，降本增效可期

● 公司拟扩产 20 万吨电解铝项目

根据公司第六届董事会第十五次会议决议，公司计划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。项目建设期暂定 10 个月，建设投资约 22.3 亿元。项目完工后，公司电解铝产能将提升至 140 万吨，铝液综合交流电耗将达到行业领先水平。

● 改造后电解铝成本有望进一步降低

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，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。

公司目前具备 120 万吨电解铝产能，同时手握 20 万吨产能指标。项目完工后，公司电解铝产量将提升至 140 万吨/年左右，铝液综合交流电耗将达到行业领先水平。该项目技术成熟，社会、经济效益良好，符合国家的产业政策和循环经济要求，并已获得相关政府部门的备案及批复。

● 资源布局亟待释放，全球化徐徐展开

公司布局印尼和几内亚铝土矿资源，全球化布局徐徐展开。

印尼铝土矿：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。矿区总占地面积合计约 3 万公顷，总勘探面积达 25.90 万公顷，目前正在进行三个矿区的详细勘探工作，2025 年公司将逐步开展采矿作业。

印尼氧化铝：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。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。

几内亚铝土矿：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，后续公司将逐步提升产能和运力，保障公司获得持续稳定且低成本的上游原料。

广西百色铝土矿：2025 年 4 月，公司在广西已取得铝土矿资源及采矿权证（产能 100 万吨），将进入实质开采阶段，同时公司将在广西及周边地区继续寻求其他资源项目收购或探矿权，继续获得更多本地资源保障。

● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，公司电解铝产量逐步释放，电解铝价格稳中有升，预计归母净利润为 46.15/53.69/67.18 亿元，YOY 为 3.58%/16.35%/25.12%，对应 PE 为 8.85/7.61/6.08。公司产业链一体化布局完善，受益新疆能源价格较低，成本优势明显，海外资源端具备成长性，同时电解铝新增产能落地增厚远期利润。综上，维持“买入”评级。

● 风险提示

电解铝价格超预期下跌、公司扩产项目不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	28089	28511	28735	31442
增长率(%)	-3.06	1.50	0.79	9.42
EBITDA（百万元）	7647.52	7942.52	9102.63	10821.90
归属母公司净利润（百万元）	4455.41	4614.71	5369.40	6718.03
增长率(%)	102.03	3.58	16.35	25.12
EPS（元/股）	0.96	0.99	1.15	1.44
市盈率（P/E）	9.17	8.85	7.61	6.08
市净率（P/B）	1.52	1.39	1.25	1.12
EV/EBITDA	5.59	6.78	6.09	5.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	28089	28511	28735	31442	营业收入	-3.1%	1.5%	0.8%	9.4%
营业成本	21554	21856	20989	21962	营业利润	97.6%	6.5%	16.4%	24.9%
税金及附加	474	485	488	535	归属于母公司净利润	102.0%	3.6%	16.4%	25.1%
销售费用	19	17	17	19	获利能力				
管理费用	384	399	402	440	毛利率	23.3%	23.3%	27.0%	30.2%
研发费用	217	214	216	236	净利率	15.9%	16.2%	18.7%	21.4%
财务费用	707	332	508	564	ROE	16.6%	15.7%	16.5%	18.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	12.0%	10.8%	11.6%	12.9%
营业利润	5219	5558	6468	8075	偿债能力				
营业外收入	11	10	10	0	资产负债率	52.7%	47.2%	45.7%	44.6%
营业外支出	7	8	8	0	流动比率	0.98	0.88	0.83	0.83
利润总额	5223	5560	6470	8075	营运能力				
所得税	767	945	1100	1357	应收账款周转率	70.36	67.48	51.63	53.74
净利润	4456	4615	5370	6719	存货周转率	2.35	2.59	2.65	2.77
归母净利润	4455	4615	5369	6718	总资产周转率	0.49	0.51	0.50	0.50
每股收益(元)	0.96	0.99	1.15	1.44	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.96	0.99	1.15	1.44
货币资金	9108	3073	2999	3556	每股净资产	5.77	6.33	7.00	7.85
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	899	1346	1357	1485	PE	9.17	8.85	7.61	6.08
预付款项	1508	2186	2099	2196	PB	1.52	1.39	1.25	1.12
存货	8824	8075	7754	8114	现金流量表				
流动资产合计	20931	15316	14947	16202	净利润	4456	4615	5370	6719
固定资产	27351	26528	25791	24885	折旧和摊销	1713	2050	2125	2182
在建工程	2862	7167	11611	16166	营运资本变动	-1724	-4679	-40	-257
无形资产	3836	4806	5776	6746	其他	775	529	587	644
非流动资产合计	35849	40421	45101	49724	经营活动现金流净额	5220	2515	8042	9288
资产总计	56780	55737	60048	65925	资本开支	-1273	-6523	-6823	-6825
短期借款	3433	4433	5433	6433	其他	-843	-116	0	0
应付票据及应付账款	8881	5950	5714	5979	投资活动现金流净额	-2116	-6639	-6823	-6825
其他流动负债	8966	6949	6850	7025	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	21280	17332	17996	19437	债务融资	-1656	633	1500	1500
其他	8666	8975	9475	9975	其他	-1920	-2549	-2793	-3406
非流动负债合计	8666	8975	9475	9975	筹资活动现金流净额	-3576	-1916	-1293	-1906
负债合计	29946	26306	27471	29411	现金及现金等价物净增加额	-473	-6035	-74	557
股本	4652	4652	4652	4652					
资本公积金	8826	8826	8826	8826					
未分配利润	12362	14378	16719	19647					
少数股东权益	3	3	4	4					
其他	992	1572	2377	3385					
所有者权益合计	26834	29431	32577	36514					
负债和所有者权益总计	56780	55737	60048	65925					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048