

天山铝业 (002532.SZ)

产业链一体化优势显著，铝量增&降本增效助力业绩增长

事件：公司于 8 月 27 日发布 2025 年上半年业绩，25H1 公司实现营收 153 亿元，同比+11%；归母净利润 20.8 亿元，同比+0.5%。单季来看，25Q1/Q2 公司实现营收 79/74 亿元，同比+16%/+6%，Q2 环比-7%；归母净利润 10.6/10.3 亿元，同比+47%/-24%，Q2 环比-3%。

铝土矿采购成本上涨影响利润。截至 2025 年上半年，**1) 量：**电解铝产量 58.5 万吨，同比持平，对外销量同比+2%；氧化铝产量 120 万吨左右，同比+10%，氧化铝对外销量同比+7%；高纯铝产量 0.21 万吨，同比-87%；铝箔及铝箔坯料产量 7.3 万吨；阳极碳素产量 27 万吨，同比+1%；发电量 66 亿度，同比持平。**2) 价：**公司自产电解铝平均销售价格约为 20250 元/吨(含税)，同比+2.8%；自产氧化铝平均销售价格约为 3700 元/吨(含税)，同比+6%。**3) 成本：**公司电解铝生产成本同比+2%，氧化铝生产成本同比+18%，主要系铝土矿采购成本上涨所致。**4) 利润：**电解铝毛利 4025 元/吨，同比+9%，氧化铝毛利 452 元/吨，同比-35%。电解铝毛利率 23.6%，同比+1pct，氧化铝毛利率 14.6%，同比-9pct。

良好的区位优势和资源保障，使公司产品具备低成本竞争优势，同时电解铝具备行业稀缺的成长性。公司在资源和能源富集的区域兴建产能，享受低成本竞争优势。在新疆公司兴建的电解铝产能配套 6 台 350MW 的自备发电机组，当地煤炭储备丰富，价格处于全国最低水平，公司电解铝产品的电力成本长期稳定且低于行业平均水平，同时，新疆丰富的风光资源及绿色电力和公司稳定的电力需求实现优势互补，公司在实现电力低成本的同时未来具备较大绿电提升潜力。

其次，新疆丰富的油气资源储备和生产为公司的阳极碳素生产所需原料石油焦提供低成本优势，天然气价格相对内地有优势，使得公司阳极碳素的生产成本具备优势。

第三，公司在广西建成的氧化铝项目拥有较完善的上游铝土矿资源保障，广西本地配套的铝土矿已取得采矿权证并进入开采阶段，几内亚项目铝土矿已陆续装运发往国内，产能与运力逐步爬坡，印尼铝土矿项目完成交割，完善的资源保障使公司氧化铝产品的成本稳定性更强，市场竞争优势更为明显。公司已启动 140 万吨电解铝产能绿色低碳能效提升改造，充分利用上述资源和能源优势，采用行业先进节能技术，未来电解铝年产量有望提升至 140 万吨左右，当前具备行业极为稀缺的成长属性。

投资建议：公司作为铝行业龙头企业，铝全产业链一体化布局凸显强大的资源优势和成本优势，铝量增&降本增效将助力业绩增长。我们谨慎假设 2025-2027 年铝价假设为 2.0/2.05/2.1 万元/吨，对应氧化铝价格为 0.32/0.29/0.28 万元/吨，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 47/61/72 亿元，对应 PE 9.9/7.6/6.5 倍。

风险提示：宏观经济波动和行业周期性变化的风险、原材料和能源价格波动风险、铝锭价格波动风险、安全生产风险和海外经营风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,975	28,089	31,264	33,658	36,439
增长率 yoy (%)	-12.2	-3.1	11.3	7.7	8.3
归母净利润(百万元)	2,205	4,455	4,727	6,110	7,218
增长率 yoy (%)	-16.8	102.0	6.1	29.2	18.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.47	0.96	1.02	1.31	1.55
净资产收益率(%)	9.1	16.6	16.0	18.4	19.3
P/E(倍)	21.1	10.5	9.9	7.6	6.5
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
08 月 27 日收盘价(元)	10.01
总市值(百万元)	46,565.37
总股本(百万股)	4,651.89
其中自由流通股(%)	88.78
30 日日均成交量(百万股)	42.04

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

分析师 初金娜

执业证书编号：S0680525050001

邮箱：chujinna@gszq.com

相关研究

- 《天山铝业(002532.SZ)：电解铝产能预计增加至 140 万吨，公司盈利能力持续增强》 2025-06-07
- 《天山铝业(002532.SZ)：主营产品价格环比双减影响 Q1 利润，一体化布局成本优势凸显》 2025-04-24
- 《天山铝业(002532.SZ)：2024 年利润创历史新高，30%高分红承诺凸显长期投资价值》 2025-04-18

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21512	20931	22761	23961	26524
现金	7812	9108	9416	10163	11928
应收票据及应收账款	1505	899	1000	1077	1166
其他应收款	97	126	140	151	163
预付账款	2078	1508	1713	1765	1866
存货	9543	8824	10018	10326	10915
其他流动资产	477	467	474	480	487
非流动资产	35585	35849	38211	40838	43133
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	26467	27351	27869	28266	28542
无形资产	1480	3836	6192	8549	10905
其他非流动资产	7638	4662	4149	4023	3687
资产总计	57097	56780	60972	64799	69657
流动负债	24621	21280	22704	22952	23581
短期借款	8813	3433	3110	2787	2465
应付票据及应付账款	6715	8881	10083	10393	10986
其他流动负债	9094	8966	9511	9772	10130
非流动负债	8367	8666	8666	8666	8666
长期借款	7021	7668	7668	7668	7668
其他非流动负债	1346	998	998	998	998
负债合计	32988	29946	31370	31618	32247
少数股东权益	2	3	3	3	4
股本	4652	4652	4652	4652	4652
资本公积	8826	8826	8826	8826	8826
留存收益	10790	13631	16398	19977	24206
归属母公司股东权益	24107	26831	29599	33178	37407
负债和股东权益	57097	56780	60972	64799	69657

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3916	5220	6812	7749	9160
净利润	2206	4456	4727	6110	7219
折旧摊销	1651	1713	2084	2205	2327
财务费用	911	884	734	661	595
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-805	-1724	-734	-1229	-982
其他经营现金流	-47	-108	1	3	2
投资活动现金流	-3738	-2116	-3487	-3489	-3488
资本支出	-2357	-1273	-3487	-3489	-3488
长期投资	-1381	-843	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	100	-3576	-3015	-3514	-3907
短期借款	4735	-5380	-323	-323	-323
长期借款	379	648	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-66	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4948	1157	-2692	-3191	-3584
现金净增加额	263	-473	309	747	1765

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28975	28089	31264	33658	36439
营业成本	24889	21554	24471	25222	26661
营业税金及附加	468	474	403	404	437
营业费用	18	19	19	20	22
管理费用	344	384	313	337	364
研发费用	217	217	219	299	372
财务费用	788	707	734	661	595
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	389	500	435	449	474
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	-8	-4	-6	-5
营业利润	2642	5219	5538	7158	8458
营业外收入	16	11	11	11	11
营业外支出	6	7	7	7	7
利润总额	2652	5223	5541	7162	8461
所得税	446	767	814	1052	1242
净利润	2206	4456	4727	6110	7219
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2205	4455	4727	6110	7218
EBITDA	5081	7648	8359	10028	11382
EPS (元/股)	0.47	0.96	1.02	1.31	1.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.2	-3.1	11.3	7.7	8.3
营业利润(%)	-21.5	97.6	6.1	29.3	18.2
归属母公司净利润(%)	-16.8	102.0	6.1	29.2	18.1
获利能力					
毛利率(%)	14.1	23.3	21.7	25.1	26.8
净利率(%)	7.6	15.9	15.1	18.2	19.8
ROE(%)	9.1	16.6	16.0	18.4	19.3
ROIC(%)	6.4	12.0	12.0	14.0	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8	52.7	51.5	48.8	46.3
净负债比率(%)	53.5	22.9	18.6	13.4	6.3
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	47.3	70.4	101.8	100.2	100.5
应付账款周转率	14.4	12.6	14.6	13.9	14.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.96	1.02	1.31	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.12	1.46	1.67	1.97
每股净资产(最新摊薄)	5.18	5.77	6.36	7.13	8.04
估值比率					
P/E	21.1	10.5	9.9	7.6	6.5
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.0	5.6	6.2	5.1	4.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com