

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。** 25H1 营收 153.3 亿元，同比+11.2%，归母净利润 20.8 亿元，同比+0.5%，扣非归母净利润 19.6 亿元，同比持平。**单季度看**，25Q2 营收 74.0 亿元，同比+6.4%，环比-6.6%，归母净利润 10.3 亿元，同比-24.2%，环比-3.0%，扣非归母净利润 9.2 亿元，同比-26.5%，环比-11.1%。业绩符合我们预期。

➤ **电解铝量价齐升，氧化铝毛利率有所下滑。** 1) **量：**公司目前电解铝产能 120 万吨，实际年产量约 116 万吨，氧化铝产能 250 万吨，预焙阳极产能 60 万吨。25H1 电解铝产量 58.5 万吨，同比基本持平，氧化铝产量 120.0 万吨，同比+9.8%，阳极碳素产量 27.3 万吨，同比+1.4%，主要产品上半年基本实现满产。销量方面，电解铝对外销量同比增加约 2%，氧化铝对外销量同比增加约 7%；2) **价：**25H1 铝价 20321 元/吨，同比+2.7%，广西氧化铝价格 3518 元/吨，同比-0.3%，其中 25Q2 铝价 20201 元/吨，环比-1.2%，广西氧化铝价格 3072 元/吨，环比-22.5%。25H1 公司自产电解铝平均销售价格约 20250 元/吨（含税），同比上升约 2.8%，自产氧化铝平均销售价格约 3700 元/吨（含税），同比上升约 6%；3) **本：**25H1 电解铝生产成本同比增加约 2.0%，氧化铝生产成本同比增加约 18.0%，主要由于铝土矿采购价格上升；4) **利：**25H1 电解铝毛利率 23.6%，同比+0.9pct，氧化铝毛利率 14.6%，同比-8.6pct。

➤ **未来看点：1) 新增 20 万吨电解铝产能，一体化布局完善。** 20 万吨电解铝新增产能建设稳步推进中，我们预计 26 年释放产能。广西氧化铝产能 250 万吨，预焙阳极产能 60 万吨，氧化铝和预焙阳极自给率 100%，公司电力装机 2100MW，电力自给率 80%-90%，剩余电力从电网购买。公司一体化布局完成，原材料保障能力增强，有助于稳定业绩。2) **能源价格低廉，成本优势突出。** 公司电解铝产能在煤炭资源丰富的新疆，能源成本低，成本优势突出，高盈利持续性强。3) **战略布局印尼 200 万吨氧化铝产能。** 公司收购印尼三个铝土矿，并计划投资 15.56 亿美元建设 200 万吨氧化铝产线，一期 100 万吨环评 2025 年初已通过，布局印尼铝土矿、氧化铝项目，有助于未来进一步扩展电解铝。4) **布局几内亚+广西铝土矿，保障资源供应。** 公司 2023 年底间接取得 EliteMiningGuineaS.A.50% 股权及铝土矿独家购买权，项目规划年产能 500-600 万吨铝土矿，目前原料正逐步运回国内，25 年 4 月广西铝土矿项目采矿证获批，产能 100 万吨，原料保障进一步增强。

➤ **投资建议：**电解铝供需格局向好，公司一体化优势明显，业绩将继续释放。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 47.1 亿元、57.4 亿元和 63.3 亿元，对应现价的 PE 分别为 10、8 和 7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格大幅上涨，项目进展不及预期，电解铝下游需求不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	28,089	30,021	33,379	34,310
增长率 (%)	-3.1	6.9	11.2	2.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,455	4,712	5,743	6,327
增长率 (%)	102.0	5.8	21.9	10.2
每股收益 (元)	0.96	1.01	1.23	1.36
PE	11	10	8	7
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**10.09 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

**分析师 南雪源**

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@glms.com.cn

## 相关研究

- 1.天山铝业 (002532.SZ) 事件点评：规划电解铝扩产，技改降低能源成本-2025/06/08
- 2.天山铝业 (002532.SZ) 2024 年年报点评：业绩创新高，一体化优势继续夯实-2025/04/21
- 3.天山铝业 (002532.SZ) 2024 年三季度点评：氧化铝盈利提升，一体化布局前景可期-2024/10/26
- 4.天山铝业 (002532.SZ) 2024 年半年报点评：一体化优势显现，几内亚铝土矿布局将进一步降本-2024/08/26
- 5.天山铝业 (002532.SZ) 2023 年年报点评：电解铝成本优势突出，上游铝土矿布局再下一城-2024/04/11

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,089	30,021	33,379	34,310
营业成本	21,554	23,135	25,170	25,409
营业税金及附加	474	507	564	580
销售费用	19	21	23	24
管理费用	384	411	451	463
研发费用	217	225	250	257
EBIT	5,934	5,721	6,920	7,576
财务费用	707	621	577	556
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	5,219	5,548	6,761	7,449
营业外收支	4	2	2	2
利润总额	5,223	5,550	6,763	7,451
所得税	767	832	1,014	1,118
净利润	4,456	4,717	5,748	6,333
归属于母公司净利润	4,455	4,712	5,743	6,327
EBITDA	7,648	7,636	8,973	9,737

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,108	10,452	12,030	12,858
应收账款及票据	899	987	1,280	1,316
预付款项	1,508	1,735	1,888	1,906
存货	8,824	8,810	9,309	9,398
其他流动资产	593	587	639	674
流动资产合计	20,931	22,572	25,146	26,152
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	27,351	27,266	27,643	27,912
无形资产	3,836	3,877	4,733	5,568
非流动资产合计	35,849	36,004	37,338	38,541
资产合计	56,780	58,576	62,484	64,693
短期借款	3,433	3,233	3,033	2,833
应付账款及票据	8,881	9,243	9,861	9,955
其他流动负债	8,966	8,479	9,047	8,087
流动负债合计	21,280	20,955	21,941	20,875
长期借款	7,668	7,168	6,668	6,168
其他长期负债	998	995	995	995
非流动负债合计	8,666	8,163	7,663	7,163
负债合计	29,946	29,118	29,604	28,038
股本	4,652	4,652	4,652	4,652
少数股东权益	3	7	13	19
股东权益合计	26,834	29,458	32,880	36,655
负债和股东权益合计	56,780	58,576	62,484	64,693

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-3.06	6.88	11.18	2.79
EBIT 增长率	73.03	-3.59	20.96	9.48
净利润增长率	102.03	5.77	21.86	10.18
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.27	22.94	24.59	25.94
净利润率	15.86	15.71	17.22	18.46
总资产收益率 ROA	7.85	8.04	9.19	9.78
净资产收益率 ROE	16.61	16.00	17.47	17.27
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.98	1.08	1.15	1.25
速动比率	0.50	0.57	0.63	0.71
现金比率	0.43	0.50	0.55	0.62
资产负债率 (%)	52.74	49.71	47.38	43.34
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.78	4.00	5.00	5.00
存货周转天数	149.43	139.00	135.00	135.00
总资产周转率	0.49	0.51	0.53	0.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.96	1.01	1.23	1.36
每股净资产	5.77	6.33	7.07	7.88
每股经营现金流	1.12	1.47	1.86	1.73
每股股利	0.40	0.45	0.50	0.55
<b>估值分析</b>				
PE	11	10	8	7
PB	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.94	6.68	5.43	4.85
股息收益率 (%)	3.96	4.46	4.96	5.45

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,456	4,717	5,748	6,333
折旧和摊销	1,713	1,915	2,053	2,161
营运资金变动	-1,724	-421	189	-1,043
经营活动现金流	5,220	6,824	8,630	8,046
资本开支	-1,273	-2,071	-3,385	-3,363
投资	-843	0	0	0
投资活动现金流	-2,116	-2,071	-3,385	-3,363
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,656	-703	-700	-700
筹资活动现金流	-3,576	-3,408	-3,667	-3,855
现金净流量	-473	1,345	1,578	828

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048