

天山铝业 (002532.SZ)

补链降本，盈利能力稳健

优于大市

核心观点

2025H1 归母净利润同比增长 0.5%。2025H1 归母净利润 20.8 亿元，同比增长 0.5%；经营性净现金流 32.8 亿元，同比增 47.1%；2025Q2 归母净利润 10.26 亿元（同比-24.2%，环比-3.0%）。上半年受高价铝土矿库存影响，公司氧化铝成本抬升，影响了二季度业绩，随着高价铝土矿库存大部分已消化，公司氧化铝成本有望下降。

截至 2025 年 6 月末，公司带息债务 142 亿元，比年初下降 10 亿元；资产负债率从 52.7%降至 49.5%。2025H1 财务费用 2.5 亿元，同比减少了 1.2 亿元，未来有望进一步下降。

主要产品产量：2025H1 电解铝产量 58.54 万吨，氧化铝产量 120 吨，均处于正常生产状态。公司在新疆新建 24 万吨电解铝，已启动建设，工期 10 个月，预计今年年底到明年年初投产，达产后公司电解铝产量将达到 140 万吨。

用电成本下降：今年上半年煤炭价格下跌，疆煤价格也有所回落。公司用电结构当中 90%来自燃煤自备电厂自发电，发电成本下降；另有 10%外购网电，由于签署了新的供电协议，外购电价格也下降。参考同花顺数据，今年上半年乌鲁木齐某热值长焰煤价格 370 元/吨，比去年下降 50 元/吨，以此测算自发电成本下降 0.02-0.03 元/度。

资源端继续发力。公司已获得广西孟麻街-南坡铝土矿采矿权证，即将进入开采阶段。该矿累计查明（保有）铝土矿净矿石资源量 965.28 万吨，年开采规模 100 万吨，有望年内投产。国外资源方面，收购的几内亚铝土矿公司年产 500-600 万吨，已进入全链条运营阶段，铝土矿陆续发运回国。随着自有铝土矿放量，公司氧化铝成本将进一步下降。

风险提示：铝价下跌风险，海外项目进度不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铝现货价格为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨，预焙阳极价格 5000 元/吨，预计 2025-2027 年归母净利润 48.11/60.06/64.44 亿元，同比增速 8.0/24.8/7.3%；摊薄 EPS 分别为 1.03/1.29/1.39 元，当前股价对应 PE 分别为 9.8/7.8/7.3x。公司全产业链一体化配套，抵御原材料价格波动风险，将受益于行业高景气周期，同时启动闲置电解铝产能指标建设，并进一步加强铝土矿资源保障能力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,975	28,089	30,961	34,406	35,600
(+/-%)	-12.2%	-3.1%	10.2%	11.1%	3.5%
净利润(百万元)	2205	4455	4811	6006	6444
(+/-%)	-16.8%	102.0%	8.0%	24.8%	7.3%
每股收益(元)	0.47	0.96	1.03	1.29	1.39
EBIT Margin	10.5%	19.4%	19.5%	21.3%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	16.6%	16.2%	18.0%	17.3%
市盈率 (PE)	21.3	10.5	9.8	7.8	7.3
EV/EBITDA	17.1	10.8	8.6	7.4	7.1
市净率 (PB)	1.95	1.75	1.58	1.41	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

jiaofangan@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.09 元
总市值/流通市值	46938/41672 百万元
52 周最高价/最低价	10.40/6.08 元
近 3 个月日均成交额	394.53 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天山铝业 (002532.SZ) - 受益于全产业链优势，冶炼利润充分释放》——2025-04-20
- 《天山铝业 (002532.SZ) - 产业链一体化优势凸显，盈利能力稳健》——2024-10-27
- 《天山铝业 (002532.SZ) - 产业链一体化优势凸显，进一步夯实上游资源端》——2024-08-22
- 《天山铝业 (002532.SZ) - 全产业链布局，充分享受铝价上涨收益》——2024-04-24
- 《天山铝业 (002532.SZ) - 产品产销平稳，电池铝箔项目稳步推进》——2023-09-02

2025H1 归母净利润同比增长 0.5%。2025H1 归母净利润 20.8 亿元,同比增长 0.5%;经营性净现金流 32.8 亿元,同比增 47.1%; 2025Q2 归母净利润 10.26 亿元(同比-24.2%,环比-3.0%)。上半年受高价铝土矿库存影响,公司氧化铝成本抬升,影响了二季度业绩,随着高价铝土矿库存大部分已消化,公司氧化铝成本有望下降。

主要产品产量: 2025H1 电解铝产量 58.54 万吨,氧化铝产量 120 吨,均处于正常生产状态。公司在新疆新建 24 万吨电解铝,已启动建设,工期 10 个月,预计今年年底到明年年初投产,达产后公司电解铝产量将达到 140 万吨。

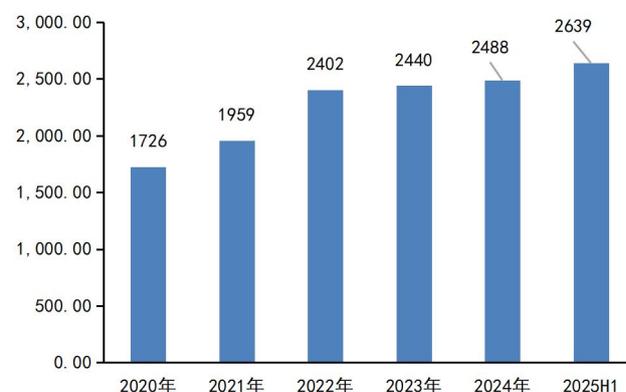
用电成本下降: 今年上半年煤炭价格下跌,疆煤价格也有所回落。公司用电结构当中 90%来自燃煤自备电厂自发电,发电成本下降;另有 10%外购网电,由于签署了新的供电协议,外购电价格也下降。参考同花顺数据,今年上半年乌鲁木齐某热值长焰煤价格 370 元/吨,比去年下降 50 元/吨,以此测算自发电成本下降 0.02-0.03 元/度。

图1: 天山铝业主要产品产量 (万吨)



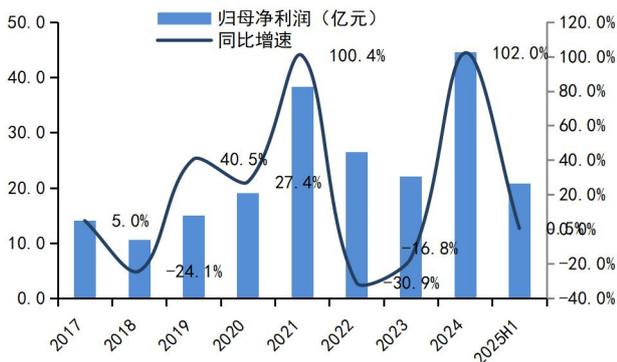
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 天山铝业氧化铝成本 (万吨)



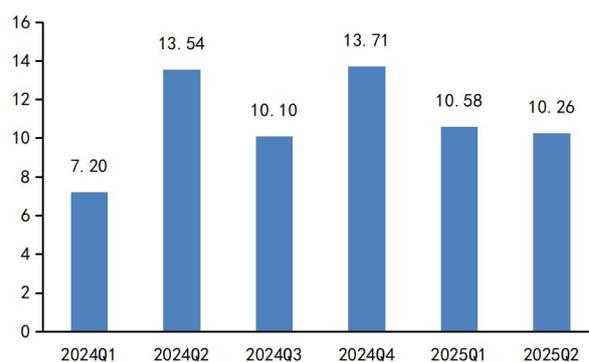
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 天山铝业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

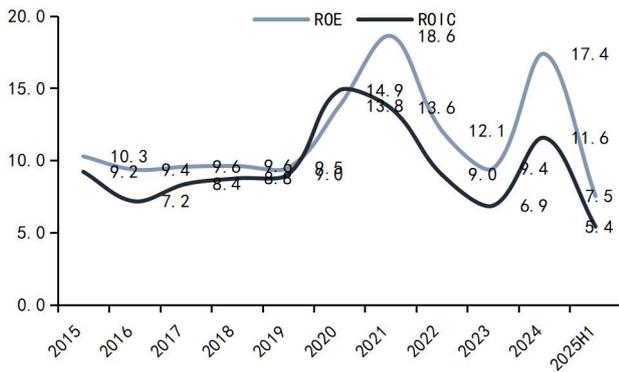
图4: 天山铝业单季归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 天山铝业 ROE、ROIC 变化情况 (%)

图6: 天山铝业财务费用 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025H1 公司经营性净现金流达到 32.8 亿元，借助强劲现金流，公司逐步降低财务费用。截至 2025 年 6 月末，公司带息债务 142 亿元，比年初下降 10 亿元；资产负债率从 52.7% 降至 49.5%。2025H1 财务费用 2.5 亿元，同比减少了 1.2 亿元，未来有望进一步下降。

资源端继续发力。公司已获得广西孟麻街-南坡铝土矿采矿权证，即将进入开采阶段。该矿累计查明（保有）铝土矿净矿石资源量 965.28 万吨，年开采规模 100 万吨，有望年内投产。国外资源方面，收购的几内亚铝土矿公司年产 500-600 万吨，已进入全链条运营阶段，铝土矿陆续发运回国。随着自有铝土矿放量，公司氧化铝成本将进一步下降。

表1：公司盈利敏感性分析

	铝价 (元/吨)								
	18000	18500	19000	19500	20000	20500	21000	21500	
氧化铝价格 (元/吨)	2700	26.9	31.1	35.2	39.4	43.5	47.7	51.8	56.0
	2900	27.1	31.2	35.4	39.5	43.7	47.8	52.0	56.1
	3100	27.2	31.4	35.5	39.7	43.8	48.0	52.1	56.3
	3300	27.4	31.5	35.7	39.8	44.0	48.1	52.3	56.4
	3500	27.5	31.7	35.8	40.0	44.1	48.3	52.4	56.6

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

投资建议：维持“优于大市”评级。假设 2025-2027 年铝现货价格为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨，预焙阳极价格 5000 元/吨，预计 2025-2027 年归母净利润 48.11/60.06/64.44 亿元，同比增速 8.0%/24.8%/7.3%；摊薄 EPS 分别为 1.03/1.29/1.39 元，当前股价对应 PE 分别为 9.8/7.8/7.3x。公司全产业链一体化配套，抵御原材料价格波动风险，将受益于行业高景气周期，同时启动闲置电解铝产能指标建设，并进一步加强铝土矿资源保障能力，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7812	9108	12946	17884	23948	营业收入	28975	28089	30961	34406	35600
应收款项	1602	1024	1129	1255	1298	营业成本	24889	21554	23727	25735	26456
存货净额	9543	8824	9265	10066	10335	营业税金及附加	468	474	522	580	600
其他流动资产	2530	1938	2136	2374	2456	销售费用	18	19	21	23	24
流动资产合计	21512	20931	25514	31616	38074	管理费用	344	384	423	470	486
固定资产	30811	30213	29332	28234	26213	研发费用	217	217	239	266	275
无形资产及其他	1480	3836	3684	3531	3379	财务费用	788	707	619	516	427
投资性房地产	3294	1800	1800	1800	1800	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	57097	56780	60329	65181	69466	其他收入	174	267	11	(16)	(25)
短期借款及交易性金融负债	13694	7573	7573	7573	7573	营业利润	2642	5219	5660	7066	7582
应付款项	6715	8881	9325	10132	10402	营业外净收支	10	4	0	0	0
其他流动负债	4213	4826	5044	5486	5634	利润总额	2652	5223	5660	7066	7582
流动负债合计	24621	21280	21942	23191	23609	所得税费用	446	767	849	1060	1137
长期借款及应付债券	7021	7668	7668	7668	7668	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1346	998	998	998	998	归属于母公司净利润	2205	4455	4811	6006	6444
长期负债合计	8367	8666	8666	8666	8666	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	32988	29946	30608	31857	32275	净利润	2205	4455	4811	6006	6444
少数股东权益	2	3	3	3	3	资产减值准备	(6)	11	0	(0)	(0)
股东权益	24107	26831	29718	33322	37188	折旧摊销	1647	1708	3034	3252	3375
负债和股东权益总计	57097	56780	60329	65181	69466	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	788	707	619	516	427
						营运资本变动	(6887)	5825	(82)	84	23
						其它	6	(11)	(0)	0	0
						经营活动现金流	(3035)	11989	7764	9341	9842
						资本开支	0	(1088)	(2001)	(2001)	(1201)
						其它投资现金流	(25)	(12)	0	0	0
						投资活动现金流	(25)	(1101)	(2001)	(2001)	(1201)
						权益性融资	(16)	0	0	0	0
						负债净变化	379	648	0	0	0
						支付股利、利息	(1772)	(2340)	(1925)	(2402)	(2578)
						其它融资现金流	4851	(6207)	0	0	0
						融资活动现金流	2048	(9592)	(1925)	(2402)	(2578)
						现金净变动	(1012)	1296	3838	4938	6064
						货币资金的期初余额	8823	7812	9108	12946	17884
						货币资金的期末余额	7812	9108	12946	17884	23948
						企业自由现金流	0	11088	6077	7567	8792
						权益自由现金流	0	5528	5676	7259	8601

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032