



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 01 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（元）	10.09
总市值（亿元）	469.38
总股本（亿股）	46.52

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】天山铝业年报暨一季报点评：一体化优势延续，红利属性凸显-2025.05.13

分析师：李怡然

S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

分析师：汤璐阳

S0190525070012
tangluyang@xyzq.com.cn

天山铝业(002532.SZ)

电解铝盈利延续高位，一体化布局持续推进

投资要点：

- **业绩概要：**公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 153.28 亿元，同比增长 11.2%；实现归母净利润 20.84 亿元，同比增长 0.5%，对应基本每股收益 0.45 元。
- **公司业绩同比小幅上行。**(1) 电解铝：2025 年上半年 SMMA00 铝现货含税均价为 20318 元/吨，同比+2.6%。公司铝锭产量为 58.54 万吨，同比持平；板块实现毛利 23.56 亿元，同比+9.3%；测算吨毛利为 4024 元，同比增长 342 元。因此受益于铝价上涨，公司电解铝盈利有所扩张，推动电解铝板块利润提升。(2) 氧化铝：2025 年上半年氧化铝五地现货含税均价为 3455 元/吨，同比-1.1%。公司氧化铝产量为 119.99 万吨，同比+9.8%；板块实现毛利 5.42 亿元，同比-28.6%；测算吨毛利为 452 元，同比减少 243 元。因此，电解铝利润扩张推动板块利润提升，氧化铝价格回落致板块利润有所下滑，整体来看公司业绩同比几乎持平。
- **25Q2 环比小幅回落。**25Q1-Q2 公司分别实现归母净利润 10.58/10.26 亿元，25Q2 业绩环比下滑 3.0%。从价格来看，25Q1-Q2 SMMA00 铝现货均价分别为 20442/20201 元/吨，25Q2 环比-1.2%；氧化铝五地现货均价分别为 3860/3069 元/吨，25Q2 环比-20.5%。整体来看，公司布局铝产业链一体化，理论氧化铝自给率为 100%，25Q2 电解铝价格环比小幅回落，同时上游铝土矿价格坚挺，叠加石油焦价格上行，或抬高整体生产成本，导致 25Q2 业绩环比小幅回落。
- **供需紧平衡背景下，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。**供给端，电解铝产能天花板将至，未来国内电解铝供给压力较小。需求端，铝锭库存处于低位，尽管地产竣工用铝需求同比有所下滑，但在新能源汽车用铝、光伏用铝以及电缆用铝需求的拉动下，电解铝国内需求维持稳步增长。成本端，氧化铝价格下滑后企稳，电解铝行业吨盈利水平修复至高位。整体来看，电解铝供需格局趋紧，叠加低库存支持，铝价或将维持偏强运行，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。
- **新疆自备电成本优势明显，24 万吨电解铝合规产能指标后续有望落地。**公司电解铝生产基地位于国家级石河子经济技术开发区，目前已建成 120 万吨电解铝产能，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。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。目前公司正在对电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造，待项目完成后电解铝年产量将提升至 140 万吨左右。
- **上游锁定优质资源，进一步加强氧化铝盈利能力以及成本优势。**(1) 广西：公司于广西百色建成 250 万吨氧化铝生产线，产品主要对外销售。公司在广西已取得铝土矿资源及采矿权证，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。(2) 印尼：公司境外子公司 PT TIANSHAN ALUMINA INDONESIA 计划在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，分两期建设，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。同时公司已完成 PT Inti Tambang Makmur 100% 股份交割，间接获得三个铝土矿开采权，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，所产铝土矿计划用于公司印尼氧化铝项目所需原料，自产铝土矿成本相较市场价格将有较大的成本竞争优势。(3) 几内亚：目前几内亚铝土矿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。

- **盈利预测与投资建议：**随着电解铝行业延续高景气，公司在一体化以及新疆低成本优势下有望充分受益，吨盈利有望维持较高水平。同时公司几内亚铝土矿开始向国内发运，广西铝土矿已取得采矿权证并将进入开采阶段，未来公司铝土矿自给率有望提升至100%，进一步完善一体化布局并平滑原材料成本波动。2025年公司生产经营目标为：原铝产量116万吨、发电量130亿度、氧化铝产量240万吨、预焙阳极产量55万吨、铝土矿产量300万吨、高纯铝产量2万吨、铝箔及铝箔坯料产量15万吨。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为46.40、58.10、67.11亿元，EPS分别为1.00、1.25、1.44元，8月29日收盘价对应PE分别为10.1、8.1、7.0倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**项目投产不及预期、下游需求大幅下滑、原材料价格大幅波动等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	28089	29852	34033	37543
同比增长	-3.1%	6.3%	14.0%	10.3%
归母净利润（百万元）	4455	4640	5810	6711
同比增长	102.0%	4.2%	25.2%	15.5%
毛利率	23.3%	22.9%	24.8%	26.0%
ROE	16.6%	15.8%	17.7%	18.3%
每股收益（元）	0.96	1.00	1.25	1.44
市盈率	10.5	10.1	8.1	7.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20931	20970	25244	30486
货币资金	9108	8160	11118	15182
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	899	1279	1386	1501
预付款项	1508	2036	2086	2276
存货	8824	8958	10110	10992
其他	593	537	543	535
非流动资产	35849	36471	36826	36872
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	27351	29004	29862	30180
在建工程	2862	1931	1465	1233
无形资产	3836	3802	3765	3725
商誉	0	0	0	0
其他	1800	1735	1734	1734
资产总计	56780	57441	62070	67359
流动负债	21280	20137	21458	22910
短期借款	3433	3033	2933	2833
应付票据及应付账款	8881	8776	9547	10626
其他	8966	8328	8978	9451
非流动负债	8666	7921	7821	7721
长期借款	7668	7168	7068	6968
其他	998	753	753	753
负债合计	29946	28058	29279	30631
股本	4652	4652	4652	4652
未分配利润	12362	14373	16909	19839
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	26834	29383	32791	36728
负债及权益合计	56780	57441	62070	67359

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4455	4640	5810	6711
折旧和摊销	1713	2373	2695	3004
营运资金的变动	-1724	-1585	105	373
经营活动产生现金流量	5220	5905	9087	10558
资本支出	-1273	-3046	-3048	-3048
长期投资	-843	0	0	0
投资活动产生现金流量	-2116	-2967	-3048	-3048
债权融资	-1656	-1266	-200	-200
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-3576	-3870	-3081	-3446
现金净变动	-473	-948	2958	4064

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28089	29852	34033	37543
营业成本	21554	23010	25594	27792
税金及附加	474	507	579	638
销售费用	19	21	24	26
管理费用	384	418	476	526
研发费用	217	239	272	300
财务费用	707	598	682	794
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-3	-4	-4
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	5219	5454	6830	7891
营业外收支	4	5	6	5
利润总额	5223	5459	6836	7896
所得税	767	819	1025	1184
净利润	4456	4640	5810	6711
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4455	4640	5810	6711
EPS(元)	0.96	1.00	1.25	1.44

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-3.1%	6.3%	14.0%	10.3%
营业利润增长率	97.6%	4.5%	25.2%	15.5%
归母净利润增长率	102.0%	4.2%	25.2%	15.5%
盈利能力				
毛利率	23.3%	22.9%	24.8%	26.0%
归母净利率	15.9%	15.5%	17.1%	17.9%
ROE	16.6%	15.8%	17.7%	18.3%
偿债能力				
资产负债率	52.7%	48.8%	47.2%	45.5%
流动比率	0.98	1.04	1.18	1.33
速动比率	0.48	0.48	0.59	0.74
营运能力				
资产周转率	49.3%	52.3%	57.0%	58.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.96	1.00	1.25	1.44
每股经营现金	1.12	1.27	1.95	2.27
估值比率(倍)				
PE	10.5	10.1	8.1	7.0
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn