

## 有色金属

2025年09月03日

## 天山铝业 (002532)

——2025年中报点评：24万吨扩产项目推进，计划年度累计分红比例超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (维持)

市场数据：2025年09月03日

收盘价(元)	10.49
一年内最高/最低(元)	10.70/6.08
市净率	1.8
股息率%(分红/股价)	3.81
流通A股市值(百万元)	43,324
上证指数/深证成指	3,813.56/12,472.00

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	5.99
资产负债率%	49.53
总股本/流通A股(百万)	4,652/4,130
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

郭中伟 A0230524120004  
guozw@swsresearch.com  
马焰明 A0230523090003  
maym@swsresearch.com  
陈松涛 A0230523090002  
chenst@swsresearch.com

## 研究支持

郭中耀 A0230124070003  
guozzy@swsresearch.com

## 联系人

郭中耀  
(8621)23297818x  
guozzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 事件 1：公司发布 2025 年中报，业绩符合预期。**1) **业绩情况**：公司 2025H1 实现营业收入 153.3 亿元，同比+11.2%，归母净利润 20.8 亿元，同比+0.5%；对应 2025Q2 实现归母净利润 10.3 亿元，同比-24.2%，环比-3.0%。2) **生产情况**：2025H1 实现电解铝产量 58.5 万吨，同比持平，氧化铝产量 119.99 万吨，同比+9.8%，自备电发电约 66.0 亿度，阳极碳素产量 27.3 万吨，同比+1.4%，高纯铝产量 0.21 万吨，铝箔及铝箔坯料产量 7.33 万吨。3) **业绩增长原因**：2025H1 公司主要产品量价齐升，电解铝对外销量同比约+2%，平均含税售价约 20250 元/吨，同比约+2.8%，氧化铝对外销量同比约+7%，平均含税售价约 3700 元/吨，同比+6%。
- 事件 2：公司公告 2025 年中期分红预案，计划 2025 年度累计分红比例 50%，超预期。**公司于 2025 年 9 月 1 日发布 2025 年半年度利润分配预案公告，拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税），拟派发现金红利 9.2 亿元（含税），占 25H1 归母净利润 44.0%，此外公司计划 2025 年度累计分红比例（累计现金分红总额占当年归母净利润比例）不低于 50%，相较于 2024 年度累计分红比例 41.42%提升 8.58 个百分点。
- 24 万吨电解铝扩产项目稳步推进，一体化布局程度有望再提升。**1) **电解铝**：公司拥有 140 万吨电解铝产能指标，实际年产量 116 万吨左右，公司正推进技改项目，建设期预计 10 个月，项目完成后电解铝年产量将提升至 140 万吨。2) **铝土矿**：公司广西自有铝土矿取得采矿权证，几内亚收购项目所产铝土矿陆续装运回国，印尼铝土矿正在推进开采工作，公司未来铝土矿自给率将逐步提升。3) **氧化铝**：公司计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，2025 年初已取得印尼环评审批，公司正在推进征地、场平、码头等各项前期工作。
- 维持“买入”评级。**公司产业链一体化优势明显，区位及资源优势保障生产成本，我们预计公司海外项目有望进一步加强成本优势。考虑国内电解铝产能逼近天花板，铝价有望上行，且公司在建电解铝扩产项目有望提供量增，因此我们上调 25-27 年营收预测，同时考虑煤炭价格止跌企稳、阳极生产成本有所抬升，部分成本项假设亦有所上调，因此我们小幅上调 25-27 年盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润为 50.26/61.18/71.73 亿元（原预测 50.22/61.04/71.69 亿元），对应 PE 分别为 10/8/7 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示**：电解铝下游需求不及预期；原材料成本大幅波动；海外电解铝投产超预期。

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	28,089	15,328	31,128	31,591	34,327
同比增长率(%)	-3.1	11.2	10.8	1.5	8.7
归母净利润(百万元)	4,455	2,084	5,026	6,118	7,173
同比增长率(%)	102.0	0.5	12.8	21.7	17.2
每股收益(元/股)	0.96	0.45	1.08	1.32	1.54
毛利率(%)	23.3	20.2	23.2	25.8	27.6
ROE(%)	16.6	7.5	16.7	17.8	18.5
市盈率	11		10	8	7

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,975	28,089	31,128	31,591	34,327
其中：营业收入	28,975	28,089	31,128	31,591	34,327
减：营业成本	24,889	21,554	23,898	23,425	24,852
减：税金及附加	468	474	596	505	549
主营业务利润	3,618	6,061	6,634	7,661	8,926
减：销售费用	18	19	25	19	21
减：管理费用	344	384	445	379	412
减：研发费用	217	217	193	221	240
减：财务费用	788	707	453	333	303
经营性利润	2,251	4,734	5,518	6,709	7,950
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	3	-8	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	389	500	419	500	500
营业利润	2,642	5,219	5,925	7,208	8,450
加：营业外净收入	10	4	-4	0	0
利润总额	2,652	5,223	5,921	7,208	8,450
减：所得税	446	767	893	1,088	1,275
净利润	2,206	4,456	5,028	6,120	7,175
少数股东损益	0	0	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	2,205	4,455	5,026	6,118	7,173

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。