

2025 年 09 月 04 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

H1 电解铝量稳价增，电解铝产能仍有增长

—天山铝业（002532.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

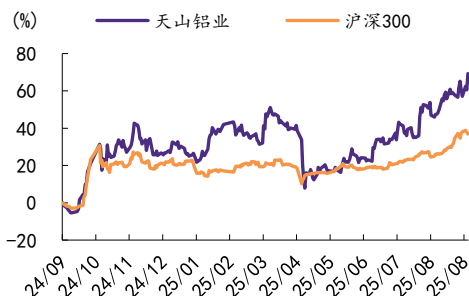
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-09-03

当前股价（元）	10.49
总市值（亿元）	488
总股本（百万股）	4652
流通股本（百万股）	4130
52 周价格范围（元）	6.17-10.52
日均成交额（百万元）	443.93

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《天山铝业（002532）：一体化布局控成本，完善铝产业链版图》2025-05-11
- 2、《天山铝业（002532）：重点项目有序推进，静待铝土矿增量逐步兑现》2024-11-01
- 3、《天山铝业（002532）：2024H1 净利润大增，受益铝价上涨及成本优势》2024-08-21

天山铝业发布 2025 年半年报：2025 年 H1 公司营业收入为 153.28 亿元，同比+11.19%；归母净利润为 20.84 亿元，同比+0.51%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 19.61 亿元，同比+0.01%；经营活动产生的现金流量净额为 32.80 亿元，同比+47.09%。

2025 年 Q2 公司实现营业收入 74.03 亿元，同比+6.37%；归母净利润为 10.26 亿元，同比-24.20%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 9.23 亿元，同比-26.49%；经营活动产生的现金流量净额为 24.78 亿元，同比+110.72%。

投资要点

公司电解铝量稳价增，成本端相对可控

生产方面，公司 2025H1 电解铝产量 58.54 万吨，同比持平；氧化铝产量 119.99 万吨，同比+9.76%；自备电发电约 66.02 亿度，阳极碳素产量 27.26 万吨，同比+1.38%；高纯铝产量 0.21 万吨，铝箔及铝箔坯料产量 7.33 万吨。

售价方面，公司 2025H1 自产电解铝平均销售价格约为 20250 元/吨（含税），同比上升约 2.8%；自产氧化铝平均销售价格约为 3700 元/吨（含税），同比上升约 6%。

销量方面，公司 2025H1 电解铝对外销量同比上升约 2%，氧化铝对外销量同比上升约 7%，铝深加工板块经营稳定，其中高纯铝销量同比略有提升，铝箔及铝箔坯料销量同比大幅提升，主要归因于新客户拓展顺利、需求逐步释放。

生产成本方面，公司 2025H1 电解铝生产成本同比上升约 2%，同时由于电煤采购价格的下降以及新的供电协议的落地，公司电解铝生产的综合用电成本同比下降约 17%。氧化铝生产成本同比上升约 18%，主要系铝土矿采购成本上涨所致。

财务分产品来看，2025H1 公司总营收 153.28 亿元，同比+11.19%，环比+7.15%，其中原铝、氧化铝、高纯铝、铝箔和其他，五个业务板块营收分别占比 65.26%/24.20%/2.10%/6.89%/1.55%；公司总毛利 31.00 亿元，同比+3.01%，环比-12.11%，其中原铝、氧化铝、高纯铝、铝箔和其他，五个业务板块毛利分别占比 75.99%/17.48%/3.06%/2.22%/1.24%。其中原铝板块营收

100.03 亿元，同比+4.96%，环比+8.36%，毛利 23.56 亿元，同比+9.28%，环比+15.49%，毛利率 23.55%，受益于电解铝生产成本增速控制较好，毛利率有所提升，2024 年 H1 与 H2 毛利率分别为 22.62%和 22.10%。

■ 中游电解铝新增 20 万吨产能改造中，下游铝深加工板块开始增产放量，上游自产铝土矿项目推进有利于降低公司氧化铝成本

1) 国家级石河子经济技术开发区的电解铝生产基地天铝有限：天铝有限已建成 120 万吨电解铝产能，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。同时毗邻电解铝产线，天瑞能源拥有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电量可满足现有电解铝生产 80%-90%的电力需求，全部用于电解铝生产，电力完全自发自用。另外，公司拥有年产能 60 万吨预焙阳极碳素产线，可以满足现有电解铝产能全部阳极碳素的需求。

2) 铝箔深加工生产线：位于江阴，毗邻长江三角洲锂电产业聚集区，产品主要为动力电池铝箔、储能电池铝箔和食品铝箔等，一期设计产能 16 万吨，2025 年将完成全部设备安装调试及产能爬坡。

3) 印尼铝土矿：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。该等矿权位于印度尼西亚西加里曼丹省桑高区，矿区总占地面积合计约 3 万公顷，总勘探面积达 25.90 万公顷，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。

4) 印尼氧化铝：公司境外子公司 PT TIANSHAN ALUMINA INDONESIA 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，分两期建设，其中一期 100 万吨被列入印尼国家战略项目清单。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。

5) 几内亚铝土矿：目前该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

预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 338.74、352.07、373.96 亿元，归母净利润分别为 45.94、48.58、52.33 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10.6、10.0、9.3 倍。

考虑到铝价强势，公司电解铝仍有产能增长，维持公司的“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 电解铝下游需求不及预期；2) 公司新建项目进度不及预期；3) 主要产品价格大幅下跌风险；4) 原材料及能源价格波动风险等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	28,089	33,874	35,207	37,396
增长率（%）	-3.1%	20.6%	3.9%	6.2%
归母净利润（百万元）	4,455	4,594	4,858	5,233
增长率（%）	102.0%	3.1%	5.8%	7.7%
摊薄每股收益（元）	0.96	0.99	1.04	1.13
ROE（%）	16.6%	15.8%	15.4%	15.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	28,089	33,874	35,207	37,396
现金及现金等价物	9,108	12,869	17,172	21,493	营业成本	21,554	26,828	27,843	29,541
应收款	1,024	1,235	1,284	1,364	营业税金及附加	474	542	563	598
存货	8,824	11,205	11,629	12,339	销售费用	19	34	35	37
其他流动资产	1,975	2,374	2,466	2,617	管理费用	384	406	422	449
流动资产合计	20,931	27,684	32,551	37,813	财务费用	707	262	189	115
非流动资产：					研发费用	217	237	246	262
金融类资产	38	38	38	38	费用合计	1,326	940	893	863
固定资产	27,351	27,146	25,983	24,510	资产减值损失	-8	3	3	3
在建工程	2,697	1,079	432	173	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3,836	3,645	3,453	3,270	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	5,219	5,947	6,290	6,777
其他非流动资产	1,965	1,965	1,965	1,965	加：营业外收入	11	6	6	6
非流动资产合计	35,849	33,834	31,832	29,918	减：营业外支出	7	1	1	1
资产总计	56,780	61,517	64,383	67,730	利润总额	5,223	5,952	6,295	6,782
流动负债：					所得税费用	767	1,359	1,437	1,548
短期借款	3,433	3,433	3,433	3,433	净利润	4,456	4,594	4,858	5,233
应付账款、票据	8,881	11,278	11,705	12,419	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	8,754	8,754	8,754	8,754	归母净利润	4,455	4,594	4,858	5,233
流动负债合计	21,280	23,720	24,158	24,888					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	7,668	7,668	7,668	7,668	成长性				
其他非流动负债	998	998	998	998	营业收入增长率	-3.1%	20.6%	3.9%	6.2%
非流动负债合计	8,666	8,666	8,666	8,666	归母净利润增长率	102.0%	3.1%	5.8%	7.7%
负债合计	29,946	32,387	32,824	33,554	盈利能力				
所有者权益					毛利率	23.3%	20.8%	20.9%	21.0%
股本	4,652	4,652	4,652	4,652	四项费用/营收	4.7%	2.8%	2.5%	2.3%
股东权益	26,834	29,131	31,560	34,176	净利率	15.9%	13.6%	13.8%	14.0%
负债和所有者权益	56,780	61,517	64,383	67,730	ROE	16.6%	15.8%	15.4%	15.3%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	52.7%	52.6%	51.0%	49.5%
净利润	4456	4594	4858	5233	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6
折旧摊销	1708	2015	1992	1905	应收账款周转率	27.4	27.4	27.4	27.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
营运资金变动	-944	-551	-128	-210	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	5220	6058	6722	6929	EPS	0.96	0.99	1.04	1.13
投资活动现金净流量	-2116	1823	1810	1732	P/E	11.0	10.6	10.0	9.3
筹资活动现金净流量	657	-2297	-2429	-2617	P/S	1.7	1.4	1.4	1.3
现金流量净额	3,761	5,584	6,103	6,044	P/B	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 有色组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。