



天山铝业 (002532.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩稳健增长，扩产项目推进顺利

业绩简评

2025 年 10 月 24 日，公司公布 2025 年三季报，前三季度实现营收 223.2 亿元，同比+7.3%；归母净利润 33.4 亿元，同比+8.3%；扣非归母净利 32.0 亿元，同比+8.1%。其中，Q3 实现营收 69.9 亿元，环比-5.5%，同比-0.2%；归母净利润 12.6 亿元，环比+22.4%，同比+24.3%。三季度经营利润符合预期。

经营分析

旺季需求支撑铝价上行，驱动公司业绩同环比增厚。25Q3 “金九”旺季来临，终端需求回暖，下游开工率提升，支撑铝价上行。Q3 长江有色铝均价 2.07 万元/吨，环比+2.5%，同比+5.9%，全国氧化铝均价 3184 元/吨，环比+3.5%，同比-19.2%。公司盈利能力持续增强，Q3 实现毛利润 19.0 亿元，环比+27.0%，同比+20.6%，前三季度毛利率达 22.4%，较上半年表现+2.2pct，净利率达 15.0%，较上半年表现+1.4pct。

利润持续增长进一步改善现金流，财务指标显著改善。前三季度公司净利润同比进一步增长，带动公司经营活动现金流净额同比增长至 48.6 亿元，同比+32.3%。受益于持续增长的经营利润，公司大幅降低有息负债，25Q3 公司短期借款降至 25.8 亿元，同比-51.0%，长期借款降至 63.6 亿元，同比-11.0%，资产负债率降至 48.1%，同比-12.4pct。

20 万吨电解铝绿色低碳改造项目推进顺利，2026 年将全面释放产能。2025 年 6 月，公司公告对新疆石河子厂区的电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造，建设投资约 22.3 亿元，预计部分电解槽于 2025 年 11 月底通电，最快 12 月可产出首批铝锭，2026 年将全面释放产能。待项目完成后电解铝年产量将提升至 140 万吨左右，铝液综合交流电耗将达到行业领先水平，有望进一步增强公司成本优势。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司具备行业稀缺的扩产能力，且扩产产能具备成本优势，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 308/355/363 亿元，归母净利润分别为 49.34/63.43/72.33 亿元，EPS 分别为 1.06/1.36/1.56 元，公司股票现价对应 PE 估值为 13/10/9 倍。维持“买入”评级。

风险提示

铝价波动；需求不及预期；项目建设不及预期。

金属材料组

分析师：金云涛 (执业 S1130525030002)

jinyuntao@gjzq.com.cn

联系人：黄泽浩

huangzehao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.40 元

相关报告：

1. 《天山铝业公司点评：氧化铝量利双增，业绩显著增长》，2024.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,975	28,089	30,818	35,457	36,313
营业收入增长率	-12.22%	-3.06%	9.71%	15.05%	2.41%
归母净利润(百万元)	2,205	4,455	4,934	6,343	7,233
归母净利润增长率	-16.80%	102.03%	10.75%	28.55%	14.03%
摊薄每股收益(元)	0.474	0.958	1.061	1.364	1.555
每股经营性现金流净额	0.84	1.12	1.18	1.79	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.15%	16.61%	16.70%	19.15%	19.35%
P/E	12.68	8.22	12.63	9.83	8.62
P/B	1.16	1.36	2.11	1.88	1.67

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	33,008	28,975	28,089	30,818	35,457	36,313
增长率		-12.2%	-3.1%	9.7%	15.1%	2.4%
主营业务成本	-27,962	-24,889	-21,554	-24,016	-26,945	-26,785
%销售收入	84.7%	85.9%	76.7%	77.9%	76.0%	73.8%
毛利	5,046	4,085	6,536	6,802	8,512	9,528
%销售收入	15.3%	14.1%	23.3%	22.1%	24.0%	26.2%
营业税金及附加	-477	-468	-474	-545	-627	-643
%销售收入	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
销售费用	-18	-18	-19	-13	-16	-16
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-301	-344	-384	-379	-445	-455
%销售收入	0.9%	1.2%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%
研发费用	-242	-217	-217	-167	-196	-212
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	4,008	3,038	5,442	5,698	7,229	8,201
%销售收入	12.1%	10.5%	19.4%	18.5%	20.4%	22.6%
财务费用	-787	-788	-707	-275	-214	-130
%销售收入	2.4%	2.7%	2.5%	0.9%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-3	3	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	80	80
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	0.9%
营业利润	3,364	2,642	5,219	5,860	7,532	8,588
营业利润率	10.2%	9.1%	18.6%	19.0%	21.2%	23.6%
营业外收支	2	10	4	-4	-4	-4
税前利润	3,366	2,652	5,223	5,856	7,528	8,584
利润率	10.2%	9.2%	18.6%	19.0%	21.2%	23.6%
所得税	-715	-446	-767	-922	-1,185	-1,351
所得税率	21.2%	16.8%	14.7%	15.7%	15.7%	15.7%
净利润	2,651	2,206	4,456	4,934	6,343	7,233
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,650	2,205	4,455	4,934	6,343	7,233
净利率	8.0%	7.6%	15.9%	16.0%	17.9%	19.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,651	2,206	4,456	4,934	6,343	7,233
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,496	1,648	1,721	1,724	1,776	1,843
非经营收益	787	867	767	312	187	108
营运资金变动	-1,777	-805	-1,724	-1,495	23	-356
经营活动现金净流	3,157	3,916	5,220	5,475	8,329	8,828
资本开支	-2,119	-2,357	-1,273	-1,811	-2,061	-2,076
投资	0	-1,381	-843	0	0	0
其他	0	0	0	2	80	80
投资活动现金净流	-2,119	-3,738	-2,116	-1,809	-1,981	-1,996
股权募资	0	0	0	-101	0	0
债权募资	862	2,429	-1,656	-3,317	-2,384	-3,673
其他	-1,690	-2,329	-1,920	-2,452	-3,021	-3,163
筹资活动现金净流	-828	100	-3,576	-5,870	-5,405	-6,835
现金净流量	213	263	-473	-2,204	943	-4

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,823	7,812	9,108	6,902	7,844	7,839
应收款项	1,963	1,659	1,091	1,907	2,208	2,261
存货	9,532	9,543	8,824	8,698	9,368	9,499
其他流动资产	4,583	2,498	1,909	2,086	2,263	2,253
流动资产	24,901	21,512	20,931	19,593	21,684	21,852
%总资产	43.9%	37.7%	36.9%	35.3%	37.4%	37.4%
长期投资	91	90	52	51	51	51
固定资产	29,557	30,811	30,213	30,145	30,258	30,305
%总资产	52.1%	54.0%	53.2%	54.2%	52.2%	51.9%
无形资产	1,172	1,480	3,836	3,987	4,171	4,353
非流动资产	31,815	35,585	35,849	35,978	36,274	36,503
%总资产	56.1%	62.3%	63.1%	64.7%	62.6%	62.6%
资产总计	56,716	57,097	56,780	55,570	57,957	58,355
短期借款	7,884	13,694	7,573	5,878	4,894	2,621
应付款项	15,368	8,533	11,243	10,051	11,370	11,306
其他流动负债	2,519	2,394	2,465	3,051	2,919	2,800
流动负债	25,771	24,621	21,280	18,980	19,183	16,727
长期贷款	6,642	7,021	7,668	6,268	4,868	3,468
其他长期负债	1,463	1,346	998	776	775	774
负债	33,876	32,988	29,946	26,024	24,826	20,969
普通股股东权益	22,838	24,107	26,831	29,543	33,129	37,383
其中：股本	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652
未分配利润	8,742	9,850	12,362	15,175	18,760	23,015
少数股东权益	2	2	3	3	3	3
负债股东权益合计	56,716	57,097	56,780	55,570	57,957	58,355

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.570	0.474	0.958	1.061	1.364	1.555
每股净资产	4.909	5.182	5.768	6.351	7.122	8.036
每股经营现金净流	0.679	0.842	1.122	1.177	1.791	1.898
每股股利	0.200	0.150	0.400	0.456	0.593	0.640
回报率						
净资产收益率	11.61%	9.15%	16.61%	16.70%	19.15%	19.35%
总资产收益率	4.67%	3.86%	7.85%	8.88%	10.94%	12.39%
投入资本收益率	8.43%	5.63%	11.01%	11.49%	14.17%	15.86%
增长率						
主营业务收入增长率	14.83%	-12.22%	-3.06%	9.71%	15.05%	2.41%
EBIT 增长率	-29.04%	-24.20%	79.14%	4.69%	26.87%	13.45%
净利润增长率	-30.85%	-16.80%	102.03%	10.75%	28.55%	14.03%
总资产增长率	6.05%	0.67%	-0.55%	-2.13%	4.30%	0.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.4	7.7	5.2	7.3	7.4	7.4
存货周转天数	119.9	139.9	155.5	132.2	126.9	129.4
应付账款周转天数	17.4	25.4	28.9	24.6	25.1	25.1
固定资产周转天数	303.0	333.4	355.4	317.3	275.5	268.0
偿债能力						
净负债/股东权益	24.97%	53.52%	22.86%	17.75%	5.79%	-4.68%
EBIT 利息保障倍数	5.1	3.9	7.7	20.7	33.8	63.1
资产负债率	59.73%	57.78%	52.74%	46.83%	42.83%	35.93%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	16	18	40
增持	0	0	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究