

天山铝业（002532.SZ）

Q3 业绩表现亮眼，成长与红利兼具

2025 年 10 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

孙二春（分析师）

温佳贝（分析师）

sunerchun@kysec.cn

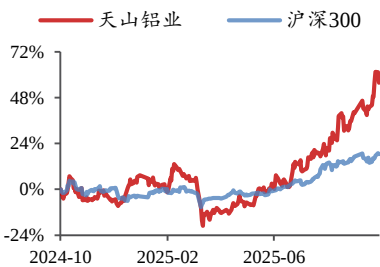
wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790525060001

证书编号：S0790524040009

日期	2025/10/28
当前股价(元)	12.92
一年最高最低(元)	13.57/6.64
总市值(亿元)	601.02
流通市值(亿元)	533.60
总股本(亿股)	46.52
流通股本(亿股)	41.30
近 3 个月换手率(%)	74.16

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《具备行业稀缺的成长属性，投资价值凸显——公司信息更新报告》-2025.8.29

《成长兼具红利，投资价值凸显——公司信息更新报告》-2025.4.22

《铝价持续高景气，预计 2024Q4 业绩有望环比向好——公司信息更新报告》-2024.10.30

● 具备行业稀缺的成长属性，投资价值凸显

2025 年前三季度，公司实现营业收入 223.21 亿元，同比+7.34%；归母净利润 33.40 亿元，同比+8.31%；扣非归母净利润 32 亿元，同比+8.08%；2025Q3，公司实现营收 69.94 亿元，同比-0.35%，环比-5.53%；归母净利润 12.56 亿元，同比+24.30%，环比+22.41%；扣非归母净利润 12.39 亿元，同比+23.91%，环比+34.25%；主要系 2025Q3 铝价环比上涨叠加电力成本走弱所致。考虑到四季度以来铝价持续维持高位，铝土矿成本有望持续下行，我们预计公司 2025Q4 业绩表现更加亮眼，叠加扩建项目进展超预期，我们上调业绩预测，预计2025-2027 年实现归母净利润分别为 48.45、59.05、69.62 亿元（此前预计分别为 56.02、64.29 亿元），同比分别变动+8.7%、+21.9%、+17.9%，EPS 分别为 1.04、1.27、1.50 元/股，对应 2025 年 10 月 28 日收盘价 PE 分别 12.4\10.2\8.6 倍，公司一体化布局，区位优势突出，维持“买入”评级。

● 140 万吨电解铝产能绿色低碳能效提升改造项目持续推进，稀缺成长性凸显

公司 140 万吨电解铝绿色低碳能效提升项目推进顺利，部分电解槽计划于 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，公司新供电协议的落地对 140 万吨产能的用电成本优化显著，具备行业极为稀缺的成长属性。

● 分红+回购双管齐下，红利价值凸显

2025 年 4 月，公司审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，截至 2025Q3，本次回购方案已实施完毕，公司通过回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份 2,370.52 万股，占公司总股本的 0.51%；2025 年 9 月，公司公告计划 2025 年度累计现金分红总额不低于当年实现的归母净利润的 50%；公司红利价值凸显。

● 风险提示：铝价大幅波动风险、在建项目进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,975	28,089	29,169	31,226	34,469
YOY(%)	-12.2	-3.1	3.8	7.1	10.4
归母净利润(百万元)	2,205	4,455	4,845	5,905	6,962
YOY(%)	-16.8	102.0	8.7	21.9	17.9
毛利率(%)	14.1	23.3	24.1	26.9	28.3
净利率(%)	7.6	15.9	16.6	18.9	20.2
ROE(%)	9.1	16.6	15.8	16.5	16.6
EPS(摊薄/元)	0.47	0.96	1.04	1.27	1.50
P/E(倍)	27.3	13.5	12.4	10.2	8.6
P/B(倍)	2.5	2.2	2.0	1.7	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21512	20931	20761	23817	27733
现金	7812	9108	6616	10573	11571
应收票据及应收账款	1505	899	2050	1058	2211
其他应收款	97	126	18	159	45
预付账款	2078	1508	3875	1391	4000
存货	9543	8824	7782	10181	9458
其他流动资产	477	467	421	455	448
非流动资产	35585	35849	36336	38054	40253
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	26467	27351	27564	28510	30370
无形资产	1480	3836	4327	4908	5601
其他非流动资产	7638	4662	4445	4636	4282
资产总计	57097	56780	57098	61872	67986
流动负债	24621	21280	18859	19940	21233
短期借款	8813	3433	5441	5986	6584
应付票据及应付账款	6715	8881	9304	8699	10386
其他流动负债	9094	8966	4114	5255	4263
非流动负债	8367	8666	7490	6131	4817
长期借款	7021	7668	6220	4927	3660
其他非流动负债	1346	998	1270	1205	1157
负债合计	32988	29946	26349	26071	26051
少数股东权益	2	3	3	3	3
股本	4652	4652	4652	4652	4652
资本公积	8826	8826	8826	8826	8826
留存收益	10790	13631	17022	21156	26029
归属母公司股东权益	24107	26831	30746	35798	41933
负债和股东权益	57097	56780	57098	61872	67986

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3916	5220	2802	9574	7090
净利润	2206	4456	4845	5905	6962
折旧摊销	1647	1708	1450	1559	1716
财务费用	788	707	673	759	735
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-2053	45	-4266	1373	-2308
其他经营现金流	1330	-1696	100	-23	-15
投资活动现金流	-3738	-2116	-2043	-3253	-3902
资本支出	2357	1278	1817	2882	4188
长期投资	-1381	-843	0	0	0
其他投资现金流	0	4	-226	-371	286
筹资活动现金流	100	-3576	-3251	-2364	-2189
短期借款	4735	-5380	2009	544	599
长期借款	379	648	-1448	-1293	-1267
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-66	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4948	1157	-3811	-1615	-1521
现金净增加额	263	-473	-2492	3957	999

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28975	28089	29169	31226	34469
营业成本	24889	21554	22146	22825	24730
营业税金及附加	468	474	467	500	552
营业费用	18	19	18	20	22
管理费用	344	384	350	375	414
研发费用	217	217	219	237	262
财务费用	788	707	673	759	735
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	389	500	401	432	433
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	-8	-1	-4	-4
营业利润	2642	5219	5695	6941	8186
营业外收入	16	11	12	12	12
营业外支出	6	7	7	7	7
利润总额	2652	5223	5700	6947	8191
所得税	446	767	855	1042	1229
净利润	2206	4456	4845	5905	6962
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2205	4455	4845	5905	6962
EBITDA	4997	7243	7413	8826	10158
EPS(元)	0.47	0.96	1.04	1.27	1.50

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.2	-3.1	3.8	7.1	10.4
营业利润(%)	-21.5	97.6	9.1	21.9	17.9
归属于母公司净利润(%)	-16.8	102.0	8.7	21.9	17.9
获利能力					
毛利率(%)	14.1	23.3	24.1	26.9	28.3
净利率(%)	7.6	15.9	16.6	18.9	20.2
ROE(%)	9.1	16.6	15.8	16.5	16.6
ROIC(%)	6.0	11.0	11.2	12.5	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8	52.7	46.1	42.1	38.3
净负债比率(%)	58.7	26.2	25.6	8.9	3.7
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	47.3	70.4	58.2	58.6	62.4
应付账款周转率	14.4	12.6	16.0	14.3	14.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.96	1.04	1.27	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.12	0.60	2.06	1.52
每股净资产(最新摊薄)	5.18	5.77	6.61	7.70	9.01
估值比率					
P/E	27.3	13.5	12.4	10.2	8.6
P/B	2.5	2.2	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	14.9	9.3	9.2	7.2	6.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn