

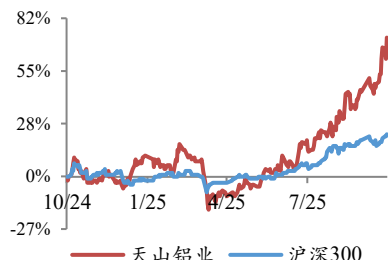
电解铝价涨增厚利润，新增产能有序释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-30

收盘价（元） 13.80
近 12 个月最高/最低（元） 13.90/6.64
总股本（百万股） 4,652
流通股本（百万股） 4,130
流通股比例（%） 88.78
总市值（亿元） 642
流通市值（亿元） 570

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyyq@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1. 铝链一体全球布局，成本优势显著
2025-06-19

主要观点：

● 公司发布 2025 年三季报

天山铝业 2025 年前三季度实现营收 223.21 亿元，同比+7.34%，实现归母净利润 33.40 亿元，同比+8.31%。25Q3 实现营收 69.94 亿元，同比-0.25%，环比-5.53%；实现归母净利润 12.56 亿元，同比+24.30%，环比+22.41%。

● 电解铝价格提升带动盈利增长

2025 年三季度电解铝均价 20740 元/吨，同比 24Q3 增加 5.96%，环比 25Q2 增加 2.64%。海外铝厂减产，国内铝锭持续去库存，叠加宏观利好频出，电解铝价格持续提升，2025 年 10 月 28 日国内电解铝现货价达到 21176.67 元/吨，铝价上行利好公司收入、利润提升。

● 增量项目推进，业绩弹性有望释放

公司 140 万吨电解铝绿色低碳能效提升项目建设进展顺利，预计 2025 年 11 月底实现首批电解槽通电，26Q2 完成全部电解槽通电并达产。印尼氧化铝项目已完成环评工作，当前正在有序推进港口码头工程设计等前期工作。公司增量项目有序推进，后续业绩弹性有望持续释放。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 48.67/56.33/66.72 亿元（前值为 46.05/52.93/63.71 亿元），对应 PE 分别为 13.19/11.40/9.62 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

铝价大幅波动；原材料和能源成本大幅波动；云南供电问题影响生产等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28089	29927	31795	34928
收入同比（%）	-3.1%	6.5%	6.2%	9.9%
归属母公司净利润	4455	4867	5633	6672
净利润同比（%）	102.0%	9.2%	15.7%	18.5%
毛利率（%）	23.3%	23.1%	24.4%	25.7%
ROE（%）	16.6%	15.9%	16.0%	16.5%
每股收益（元）	0.96	1.05	1.21	1.43
P/E	8.20	13.19	11.40	9.62
P/B	1.36	2.10	1.83	1.58
EV/EBITDA	5.59	8.39	6.91	5.40

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20931	24967	31959	41049	营业收入	28089	29927	31795	34928
现金	9108	12144	18641	26674	营业成本	21554	23015	24040	25957
应收账款	291	438	435	470	营业税金及附加	474	506	533	588
其他应收款	126	108	122	135	销售费用	19	19	20	22
预付账款	1508	2037	1959	2126	管理费用	384	389	414	459
存货	8824	8960	9496	10266	财务费用	707	364	327	236
其他流动资产	1075	1281	1305	1378	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	35849	34806	33624	32317	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	27351	25766	24162	22538	营业利润	5219	5825	6696	7928
无形资产	3836	4460	5021	5467	营业外收入	11	12	13	14
其他非流动资产	4662	4580	4442	4313	营业外支出	7	8	7	6
资产总计	56780	59773	65583	73366	利润总额	5223	5829	6702	7936
流动负债	21280	20103	21077	23200	所得税	767	961	1069	1263
短期借款	3433	2968	3377	4096	净利润	4456	4868	5633	6673
应付账款	1570	1629	1731	1862	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	16277	15506	15969	17243	归属母公司净利润	4455	4867	5633	6672
非流动负债	8666	9109	9374	9620	EBITDA	7648	8041	8918	10102
长期借款	7668	8411	8676	8921	EPS (元)	0.96	1.05	1.21	1.43
其他非流动负债	998	698	698	698					
负债合计	29946	29212	30451	32820					
少数股东权益	3	3	3	4					
股本	4652	4652	4652	4652					
资本公积	8826	8826	8826	8826					
留存收益	13354	17080	21651	27065					
归属母公司股东权益	26831	30558	35128	40542					
负债和股东权益	56780	59773	65583	73366					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	5220	5627	8162	9555	成长能力				
净利润	4456	4868	5633	6673	营业收入	-3.1%	6.5%	6.2%	9.9%
折旧摊销	1713	1847	1889	1930	营业利润	97.6%	11.6%	15.0%	18.4%
财务费用	884	546	570	608	归属于母公司净利	102.0%	9.2%	15.7%	18.5%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-1724	-1584	71	347	毛利率(%)	23.3%	23.1%	24.4%	25.7%
其他经营现金流	6072	6402	5560	6323	净利率(%)	15.9%	16.3%	17.7%	19.1%
投资活动现金流	-2116	-732	-705	-620	ROE(%)	16.6%	15.9%	16.0%	16.5%
资本支出	-1273	-732	-705	-620	ROIC(%)	12.0%	11.3%	11.5%	11.9%
长期投资	-843	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率(%)	52.7%	48.9%	46.4%	44.7%
筹资活动现金流	-3576	-1840	-959	-903	净负债比率(%)	111.6%	95.6%	86.7%	80.9%
短期借款	-5380	-465	409	719	流动比率	0.98	1.24	1.52	1.77
长期借款	648	743	265	245	速动比率	0.48	0.68	0.95	1.22
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.51	0.51	0.50
其他筹资现金流	1157	-2119	-1633	-1867	应收账款周转率	70.36	82.15	72.83	77.21
现金净增加额	-473	3036	6498	8032	应付账款周转率	12.62	14.39	14.31	14.45

每股指标(元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	P/E	P/B	EV/EBITDA		
每股收益	0.96	1.05	1.21	1.43					
每股经营现金流	1.12	1.21	1.75	2.05					
每股净资产	5.77	6.57	7.55	8.72					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。