

成本端压力持续缓解，看好公司原铝量利齐升

——天山铝业三季报点评

核心观点

- 高价铝土矿问题解决，生产成本或受益持续下行。**自 2025 年初以来，海外铝土矿发运量恢复平稳，进口铝土矿价格持续下行。此前由于采购及发运时间，公司高价铝土矿库存阶段性影响 Q2 利润。随着 Q3 公司高价铝土矿库存持续消耗，公司成本端压力持续缓解。公司 Q3 单季营业成本 50.9 亿元，环比 Q2 的 59.0 亿元明显下降 8.1 亿元，降幅 13.79%。向后看，海外铝土矿发运量有望维持稳定，进口铝土矿价格或维持低位，我们预计公司 Q4 的铝土矿成本有望进一步降低，公司原铝生产成本或受益持续下行。
- 重点项目积极建设，产业链一体化布局稳步推进。**公司作为全产业链一体化经营的电解铝龙头，持续深化铝产业链一体化布局。原铝方面，公司 140 万吨电解铝绿色低碳能效提升项目建设进展顺利，各项工作按计划有序推进。根据项目节点规划，预计 25 年 11 月底实现首批电解槽通电，26Q2 完成全部电解槽通电达产；氧化铝方面，公司印尼项目包含铝土矿与氧化铝两大协同板块，当前已完成环评工作。鉴于当前氧化铝行业利润水平，我们预计该项目或阶段性聚焦港口码头工程设计等前期工作。
- 看好电解铝量价齐升，公司盈利或迎来显著增长。**据财联社报道，10 月 22 日冰岛世纪铝业子公司 Grundartangi 铝冶炼厂因电气设备故障造成 21.13 万吨电解铝停产，以及铜价上行后电力领域铝代铜需求或迎来显著增长，电解铝行业整体供需有望从紧平衡转向紧缺，我们预计 2026 年电解铝价格或由于供需缺口放大而迎来明显上涨。随着公司绿色低碳能效提升项目达产，公司盈利水平或在原铝板块量价齐升推动下迎来显著增长。

盈利预测与投资建议

- 我们结合实际情况调整原材料产品价格以及销量等假设，预测 2025-27 年每股收益为 1.05、1.35、1.51 元（原预测 1.17、1.37、1.58 元）根据可比公司估值情况，给予 2026 年 11 倍 PE 估值，对应目标价 14.85 元，维持买入评级。

风险提示

铝产业链价格波动、下游需求不及预期、贸易政策变化

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,975	28,089	35,253	39,166	41,560
同比增长(%)	-12.2%	-3.1%	25.5%	11.1%	6.1%
营业利润(百万元)	2,642	5,219	5,506	7,073	7,912
同比增长(%)	-21.5%	97.6%	5.5%	28.5%	11.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,205	4,455	4,901	6,296	7,043
同比增长(%)	-16.8%	102.0%	10.0%	28.5%	11.9%
每股收益（元）	0.47	0.96	1.05	1.35	1.51
毛利率(%)	14.1%	23.3%	20.0%	22.3%	23.3%
净利率(%)	7.6%	15.9%	13.9%	16.1%	16.9%
净资产收益率(%)	9.4%	17.5%	16.9%	18.9%	18.5%
市盈率	29.1	14.4	13.1	10.2	9.1
市净率	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入
股价（2025 年 10 月 29 日）	13.8 元
目标价格	14.85 元
52 周最高价/最低价	13.9/6.48 元
总股本/流通 A 股（万股）	465,189/413,001
A 股市值（百万元）	64,196
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025 年 10 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	12.1	18.56	47.28	70.32
相对表现%	8.72	15.79	32.93	49.35
沪深 300%	3.38	2.77	14.35	20.97



证券分析师	
刘洋	执业证书编号：S0860520010002 香港证监会牌照：BTB487 liuyang3@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人	
李一涛	执业证书编号：S0860124120001 liyitao@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
指标建设提升持续盈利能力，低碳改造强化长期成本优势：——天山铝业 140 万吨电解铝能效提升方案点评	2025-06-10
全球布局，增量可期的一体化铝行业龙头：——天山铝业首次覆盖报告	2025-02-22

表 1：可比公司估值（PE）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）			PE		
		2025/10/29	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国铝业	601600	9.91	0.84	0.91	0.98	11.85	10.92	10.16
云铝股份	000807	23.61	1.88	2.20	2.44	12.59	10.72	9.68
神火股份	000933	25.17	2.29	2.71	2.97	11.00	9.29	8.47
南山铝业	600219	4.57	0.42	0.45	0.49	10.99	10.08	9.27
中孚实业	600595	6.93	0.49	0.60	0.67	14.29	11.62	10.39
调整后平均						12.00	11.00	10.00

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,812	9,108	10,930	13,213	16,786
应收票据、账款及款项融资	1,563	965	2,024	2,467	2,951
预付账款	2,078	1,508	2,820	3,603	4,364
存货	9,543	8,824	8,461	9,735	9,566
其他	516	526	593	605	612
流动资产合计	21,512	20,931	24,828	29,624	34,279
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	26,467	27,351	26,669	26,138	25,770
在建工程	4,147	2,697	3,552	4,372	5,291
无形资产	1,480	3,836	3,776	3,720	3,663
其他	3,491	1,965	1,316	1,366	1,416
非流动资产合计	35,585	35,849	35,313	35,596	36,141
资产总计	57,097	56,780	60,141	65,220	70,420
短期借款	8,813	3,433	3,000	3,000	3,000
应付票据及应付账款	6,715	8,881	9,307	10,191	10,842
其他	9,094	8,966	8,541	8,854	9,164
流动负债合计	24,621	21,280	20,848	22,046	23,005
长期借款	7,021	7,668	6,868	6,168	5,568
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,346	998	1,342	1,342	1,342
非流动负债合计	8,367	8,666	8,210	7,510	6,910
负债合计	32,988	29,946	29,058	29,556	29,915
少数股东权益	2	3	3	4	4
实收资本（或股本）	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652
资本公积	8,676	8,576	8,826	8,826	8,826
留存收益	10,790	13,631	17,602	22,182	27,022
其他	(11)	(27)	1	1	1
股东权益合计	24,109	26,834	31,083	35,664	40,504
负债和股东权益总计	57,097	56,780	60,141	65,220	70,420

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,206	4,456	4,902	6,297	7,044
折旧摊销	1,640	1,713	1,601	1,656	1,723
财务费用	788	707	589	529	476
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	(5,070)	4,669	(1,934)	(1,315)	(123)
其它	4,354	(6,325)	647	(24)	(24)
经营活动现金流	3,916	5,220	5,805	7,143	9,096
资本支出	(2,604)	(3,439)	(1,747)	(1,915)	(2,244)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(1,134)	1,323	0	0	0
投资活动现金流	(3,738)	(2,116)	(1,747)	(1,915)	(2,244)
债权融资	1,325	(511)	(533)	(700)	(600)
股权融资	(66)	(100)	250	0	0
其他	(1,159)	(2,965)	(1,952)	(2,244)	(2,679)
筹资活动现金流	100	(3,576)	(2,236)	(2,944)	(3,279)
汇率变动影响	(16)	(1)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	263	(473)	1,822	2,283	3,573

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,975	28,089	35,253	39,166	41,560
营业成本	24,889	21,554	28,204	30,422	31,887
销售费用	18	19	21	23	25
管理费用	344	384	458	548	623
研发费用	217	217	271	313	341
财务费用	788	707	589	529	476
资产、信用减值损失	(3)	8	34	26	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	(80)	18	(169)	(232)	(270)
营业利润	2,642	5,219	5,506	7,073	7,912
营业外收入	16	11	8	8	8
营业外支出	6	7	6	6	6
利润总额	2,652	5,223	5,508	7,075	7,914
所得税	446	767	606	778	871
净利润	2,206	4,456	4,902	6,297	7,044
少数股东损益	0	0	0	1	1
归属于母公司净利润	2,205	4,455	4,901	6,296	7,043
每股收益（元）	0.47	0.96	1.05	1.35	1.51

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-12.2%	-3.1%	25.5%	11.1%	6.1%
营业利润	-21.5%	97.6%	5.5%	28.5%	11.9%
归属于母公司净利润	-16.8%	102.0%	10.0%	28.5%	11.9%
获利能力					
毛利率	14.1%	23.3%	20.0%	22.3%	23.3%
净利率	7.6%	15.9%	13.9%	16.1%	16.9%
ROE	9.4%	17.5%	16.9%	18.9%	18.5%
ROIC	6.9%	11.6%	12.5%	14.4%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	57.8%	52.7%	48.3%	45.3%	42.5%
净负债率	53.5%	22.9%	9.5%	0.0%	0.0%
流动比率	0.87	0.98	1.19	1.34	1.49
速动比率	0.49	0.57	0.79	0.90	1.07
营运能力					
应收账款周转率	47.3	70.4	70.8	47.6	40.3
存货周转率	2.6	2.3	3.3	3.3	3.3
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.47	0.96	1.05	1.35	1.51
每股经营现金流	0.84	1.12	1.25	1.54	1.96
每股净资产	5.18	5.77	6.68	7.67	8.71
估值比率					
市盈率	29.1	14.4	13.1	10.2	9.1
市净率	2.7	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.9	9.2	9.1	7.6	7.0
EV/EBIT	20.5	11.9	11.5	9.3	8.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。