

扩产项目提升稀缺属性，绿色转型强化成本优势

——天山铝业动态跟踪

核心观点

- 项目进度符合预期，26Q2 有望全部达产。**11月26日晚公司公告，140万吨电解铝绿色低碳能效提升改造项目首批电解槽正式开始通电启槽，项目进度符合预期。当前该项目建设进展顺利，各项工作正按计划有序推进。根据项目节点规划，公司将于2026年第2季度完成全部电解槽通电并达产。项目完工后，公司电解铝产量将提升至合规批复产能140万吨/年，铝液综合交流电耗将达到行业领先水平。
- 节能技术绿色先进，铝主业绿色化转型。**项目技术方面，本项目采用全石墨化阴极炭块和新式节能阴极结构技术，具有内衬寿命高、电阻率低、钠膨胀率低、抗热冲击性好、电阻率低、运行稳定性和电流效率高等诸多优点。绿色化转型方面，该项目后续将依托外部绿色电力作为能源保障，完全建成后公司绿电占比将进一步提升，将进一步强化公司在电力成本方面的竞争优势并加速公司电解铝主业绿色化转型。
- 看好铝价稳步上行，公司受益量价齐升。**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显著上涨。随着公司绿色低碳能效提升项目达产，公司盈利水平或在电解铝板块量价齐升推动下迎来明显提升。

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司2025-27年每股收益预测为1.05、1.35、1.51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	27.2	13.4	12.2	9.5	8.5
市净率	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5

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 (维持)
股价 (2025年11月27日)	12.88元
目标价格	14.85元
52周最高价/最低价	14.69/6.38元
总股本/流通A股 (万股)	465,189/413,001
A股市值 (百万元)	59,916
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025年11月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.23	-2.32	30.56	64.57
相对表现%	0.86	1.93	27.61	49
沪深300%	-1.09	-4.25	2.95	15.57



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

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 2025-10-31
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		
			2025/11/27	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
中国铝业	601600	10.44	0.85	0.94	1.00	12.21	11.16	10.40
云铝股份	000807	24.44	1.87	2.18	2.43	13.10	11.19	10.05
神火股份	000933	24.10	2.29	2.71	2.97	10.53	8.90	8.11
南山铝业	600219	4.73	0.43	0.46	0.50	10.90	10.24	9.52
中孚实业	600595	6.75	0.47	0.60	0.67	14.30	11.24	10.07
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						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,812	9,108	10,930	13,213	16,786	营业收入	28,975	28,089	35,253	39,166	41,560
应收票据、账款及款项融资	1,563	965	2,024	2,467	2,951	营业成本	24,889	21,554	28,204	30,422	31,887
预付账款	2,078	1,508	2,820	3,603	4,364	销售费用	18	19	21	23	25
存货	9,543	8,824	8,461	9,735	9,566	管理费用	344	384	458	548	623
其他	516	526	593	605	612	研发费用	217	217	271	313	341
流动资产合计	21,512	20,931	24,828	29,624	34,279	财务费用	788	707	589	529	476
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(3)	8	34	26	26
固定资产	26,467	27,351	26,669	26,138	25,770	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4,147	2,697	3,552	4,372	5,291	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	1,480	3,836	3,776	3,720	3,663	其他	(80)	18	(169)	(232)	(270)
其他	3,491	1,965	1,316	1,366	1,416	营业利润	2,642	5,219	5,506	7,073	7,912
非流动资产合计	35,585	35,849	35,313	35,596	36,141	营业外收入	16	11	8	8	8
资产总计	57,097	56,780	60,141	65,220	70,420	营业外支出	6	7	6	6	6
短期借款	8,813	3,433	3,000	3,000	3,000	利润总额	2,652	5,223	5,508	7,075	7,914
应付票据及应付账款	6,715	8,881	9,307	10,191	10,842	所得税	446	767	606	778	871
其他	9,094	8,966	8,541	8,854	9,164	净利润	2,206	4,456	4,902	6,297	7,044
流动负债合计	24,621	21,280	20,848	22,046	23,005	少数股东损益	0	0	0	1	1
长期借款	7,021	7,668	6,868	6,168	5,568	归属于母公司净利润	2,205	4,455	4,901	6,296	7,043
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.47	0.96	1.05	1.35	1.51
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	主要财务比率					
负债合计	32,988	29,946	29,058	29,556	29,915		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2	3	3	4	4	成长能力					
实收资本(或股本)	4,652	4,652	4,652	4,652	4,652	营业收入	-12.2%	-3.1%	25.5%	11.1%	6.1%
资本公积	8,676	8,576	8,826	8,826	8,826	营业利润	-21.5%	97.6%	5.5%	28.5%	11.9%
留存收益	10,790	13,631	17,602	22,182	27,022	归属于母公司净利润	-16.8%	102.0%	10.0%	28.5%	11.9%
其他	(11)	(27)	1	1	1	获利能力					
股东权益合计	24,109	26,834	31,083	35,664	40,504	毛利率	14.1%	23.3%	20.0%	22.3%	23.3%
负债和股东权益总计	57,097	56,780	60,141	65,220	70,420	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%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	57.8%	52.7%	48.3%	45.3%	42.5%
净利润	2,206	4,456	4,902	6,297	7,044	净负债率	53.5%	22.9%	9.5%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,640	1,713	1,601	1,656	1,723	流动比率	0.87	0.98	1.19	1.34	1.49
财务费用	788	707	589	529	476	速动比率	0.49	0.57	0.79	0.90	1.07
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(5,070)	4,669	(1,934)	(1,315)	(123)	应收账款周转率	47.3	70.4	70.8	47.6	40.3
其它	4,354	(6,325)	647	(24)	(24)	存货周转率	2.6	2.3	3.3	3.3	3.3
经营活动现金流	3,916	5,220	5,805	7,143	9,096	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(2,604)	(3,439)	(1,747)	(1,915)	(2,244)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.47	0.96	1.05	1.35	1.51
其他	(1,134)	1,323	0	0	0	每股经营现金流	0.84	1.12	1.25	1.54	1.96
投资活动现金流	(3,738)	(2,116)	(1,747)	(1,915)	(2,244)	每股净资产	5.18	5.77	6.68	7.67	8.71
债权融资	1,325	(511)	(533)	(700)	(600)	估值比率					
股权融资	(66)	(100)	250	0	0	市盈率	27.2	13.4	12.2	9.5	8.5
其他	(1,159)	(2,965)	(1,952)	(2,244)	(2,679)	市净率	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
筹资活动现金流	100	(3,576)	(2,236)	(2,944)	(3,279)	EV/EBITDA	13.0	8.6	8.6	7.1	6.5
汇率变动影响	(16)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.3	11.1	10.8	8.7	7.9
现金净增加额	263	(473)	1,822	2,283	3,573						

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。