



# 一体化布局持续推进，盈利有望长期向好

## ——天山铝业点评报告

买入(首次)

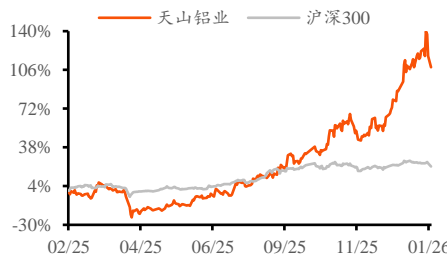
行业： 有色金属  
日期： 2026年02月03日

分析师： 魏亚军  
E-mail: weiyajun@yongxingsec.com  
SAC 编号: S1760523090004

### 基本数据

02月02日收盘价(元)	17.99
12mthA 股价格区间(元)	6.64-21.88
总股本(百万股)	4,628.74
无限售 A 股/总股本	88.73%
流通市值(亿元)	738.82

### 最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 相关报告:

《供需延续紧平衡，看好锡价长期向上》

——2025年12月24日

## 核心观点

### 公司介绍

根据公司公告，天山铝业专注铝行业三十年，形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、铝箔研发制造的上下游一体化，并配套自备电厂和预焙阳极的完整铝产业链布局。

### 核心业务

**1)、电解铝业务:** 根据公司 2025 年中报，公司拥有 140 万吨电解铝产能指标，已建成 120 万吨电解铝产能，公司正在对电解铝产能进行绿色低碳能效提升改造，完成后年产量将提升至 140 万吨左右。

**2)、自备电厂&预焙阳极&氧化铝基地:** 根据公司 2025 年中报，公司拥有 6 台 350MW 自备发电机组，年发电量可满足现有电解铝生产 80%-90% 的需求。公司合计建成 60 万吨预焙阳极碳素产线，可满足现有电解铝产能的需求。同时公司在广西百色建成 250 万吨氧化铝产线。

**3)、高纯铝&铝箔深加工基地:** 根据公司 2025 年中报，公司建成 6 万吨高纯铝，对外销售给电子光箔及航空板制造厂商；公司目前具备 18 万吨铝箔坯料年化产能，已进入规模生产阶段，一期铝箔深加工生产线设计产能 16 万吨/年，2025 年将完成全部设备安装调试及产能爬坡。

### 增量项目进展

**1)、电解铝扩产项目:** 据公司 2025 年 11 月 27 日公告，公司 140 万吨电解铝绿色低碳能效提升项目建设进展顺利，已于 2025 年 11 月底实现首批电解槽通电，2026 年 2 季度力争完成全部电解槽通电并达产。

**2)、印尼氧化铝及铝土矿项目:** 据公司 2025 年 10 月 28 日投资者关系管理信息公告，氧化铝项目规划总产能 200 万吨，一期规划产能 100 万吨，项目总投资约 60 亿元，该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。

## 投资建议

考虑到 1)、公司电解铝产能将由 120 万吨增长至 140 万吨；2)、铝价中枢有望稳步上移，公司盈利有望持续增长，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利润 48.0/60.2/68.5 亿元，对应 2 月 2 日收盘价 PE 为 17.4/13.8/12.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

电解铝供给超预期放量、下游消费不及预期、宏观经济波动风险、项目进展不及预期风险、海外项目不及预期风险等。

## 盈利预测与估值

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,089	31,002	34,927	36,545
年增长率 (%)	-3.1%	10.4%	12.7%	4.6%
归属于母公司的净利润	4,455	4,798	6,016	6,848
年增长率 (%)	102.0%	7.7%	25.4%	13.8%
每股收益 (元)	0.96	1.04	1.30	1.48
市盈率 (X)	8.20	17.36	13.84	12.16
净资产收益率 (%)	16.6%	16.0%	17.5%	17.5%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2026 年 02 月 02 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	<b>21,512</b>	<b>20,931</b>	<b>23,250</b>	<b>30,846</b>	<b>38,058</b>	
货币资金	7,812	9,108	9,745	15,934	22,693	
应收及预付	3,583	2,407	3,916	4,357	4,512	
存货	9,543	8,824	9,062	10,008	10,299	
其他流动资产	574	593	527	546	554	
<b>非流动资产</b>	<b>35,585</b>	<b>35,849</b>	<b>35,049</b>	<b>33,188</b>	<b>31,327</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	26,467	27,351	26,242	24,433	22,624	
在建工程	4,344	2,862	2,962	2,962	2,962	
无形资产	1,480	3,836	3,985	3,934	3,883	
其他长期资产	3,294	1,800	1,860	1,859	1,859	
<b>资产总计</b>	<b>57,097</b>	<b>56,780</b>	<b>58,299</b>	<b>64,034</b>	<b>69,386</b>	
<b>流动负债</b>	<b>24,621</b>	<b>21,280</b>	<b>21,173</b>	<b>22,618</b>	<b>23,087</b>	
短期借款	8,813	3,433	3,433	3,433	3,433	
应付及预收	6,715	8,881	9,548	10,546	10,852	
其他流动负债	9,094	8,966	8,192	8,639	8,802	
<b>非流动负债</b>	<b>8,367</b>	<b>8,666</b>	<b>7,066</b>	<b>7,066</b>	<b>7,066</b>	
长期借款	7,021	7,668	6,368	6,368	6,368	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	1,346	998	698	698	698	
<b>负债合计</b>	<b>32,988</b>	<b>29,946</b>	<b>28,240</b>	<b>29,684</b>	<b>30,153</b>	
股本	4,652	4,652	4,629	4,629	4,629	
资本公积	8,826	8,826	8,826	8,826	8,826	
留存收益	10,790	13,631	17,033	21,322	26,205	
归属母公司股东权益	24,107	26,831	30,056	34,346	39,228	
少数股东权益	2	3	3	4	4	
<b>负债和股东权益</b>	<b>57,097</b>	<b>56,780</b>	<b>58,299</b>	<b>64,034</b>	<b>69,386</b>	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	<b>28,975</b>	<b>28,089</b>	<b>31,002</b>	<b>34,927</b>	<b>36,545</b>	
营业成本	24,889	21,554	23,979	26,484	27,253	
营业税金及附加	468	474	620	699	731	
销售费用	18	19	22	24	26	
管理费用	344	384	465	524	548	
研发费用	217	217	310	349	365	
财务费用	788	707	281	250	204	
资产减值损失	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
<b>营业利润</b>	<b>2,642</b>	<b>5,219</b>	<b>5,712</b>	<b>7,120</b>	<b>8,057</b>	
营业外收支	10	4	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>2,652</b>	<b>5,223</b>	<b>5,712</b>	<b>7,120</b>	<b>8,057</b>	
所得税	446	767	914	1,104	1,209	
<b>净利润</b>	<b>2,206</b>	<b>4,456</b>	<b>4,798</b>	<b>6,016</b>	<b>6,849</b>	
少数股东损益	0	0	0	1	1	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,205</b>	<b>4,455</b>	<b>4,798</b>	<b>6,016</b>	<b>6,848</b>	
EBITDA	5,081	7,648	7,863	9,232	10,121	
EPS (元)	0.48	0.96	1.04	1.30	1.48	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,916</b>	<b>5,220</b>	<b>5,311</b>	<b>8,239</b>	<b>9,048</b>	
净利润	2,206	4,456	4,798	6,016	6,849	
折旧摊销	1,651	1,713	1,870	1,862	1,860	
营运资金变动	-805	-1,724	-1,659	37	16	
其它	864	775	302	323	323	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,738</b>	<b>-2,116</b>	<b>-1,000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
资本支出	-2,357	-1,273	-1,000	0	0	
投资变动	-1,381	-843	0	0	0	
其他	0	0	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>100</b>	<b>-3,576</b>	<b>-3,654</b>	<b>-2,050</b>	<b>-2,289</b>	
银行借款	5,114	-4,733	-1,300	0	0	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-5,013	1,157	-2,354	-2,050	-2,289	
<b>现金净增加额</b>	<b>263</b>	<b>-473</b>	<b>637</b>	<b>6,189</b>	<b>6,759</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>1,618</b>	<b>1,881</b>	<b>1,408</b>	<b>2,045</b>	<b>8,235</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>1,881</b>	<b>1,408</b>	<b>2,045</b>	<b>8,235</b>	<b>14,993</b>	

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-12.2%	-3.1%	10.4%	12.7%	4.6%
营业利润增长	-21.5%	97.6%	9.4%	24.6%	13.2%
归母净利润增长	-16.8%	102.0%	7.7%	25.4%	13.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.1%	23.3%	22.7%	24.2%	25.4%
净利率	7.6%	15.9%	15.5%	17.2%	18.7%
ROE	9.1%	16.6%	16.0%	17.5%	17.5%
ROIC	6.4%	12.0%	11.5%	12.9%	13.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.8%	52.7%	48.4%	46.4%	43.5%
净负债比率	53.5%	22.9%	13.5%	-6.2%	-22.7%
流动比率	0.87	0.98	1.10	1.36	1.65
速动比率	0.38	0.48	0.54	0.78	1.07
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.49	0.54	0.57	0.55
应收账款周转率	47.34	70.36	77.21	64.11	61.88
存货周转率	2.61	2.35	2.68	2.78	2.68
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.48	0.96	1.04	1.30	1.48
每股经营现金流	0.84	1.12	1.15	1.78	1.95
每股净资产	5.18	5.77	6.49	7.42	8.47
<b>估值比率</b>					
P/E	12.52	8.20	17.36	13.84	12.16
P/B	1.16	1.36	2.77	2.42	2.12
EV/EBITDA	8.04	5.59	11.10	8.79	7.35

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。