



天山铝业 (002532.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

电解铝降本兑现，扩产打开成长空间

业绩简评

2026年3月29日，公司发布2025年年报，全年实现营收295.0亿元，同比+5.0%；归母净利润48.2亿元，同比+8.1%。单季度看，2025Q4实现营收71.8亿元，同比-1.5%，环比+2.7%；归母净利润14.8亿元，同比+7.7%，环比+17.6%。

经营分析

产销稳步扩张，原铝降本兑现。2025年公司生产电解铝118.6万吨、同比+0.8%，生产氧化铝251.5万吨，同比+10.4%；生产铝箔产品17.7万吨，同比+283.7%。按主营产品营业成本与主要产品销量折算，公司2025年氧化铝和电解铝单吨成本分别为2704、12671元，同比+8.7%、-6.7%。25Q4长江有色铝均价21534元/吨，环比+4.0%；全国氧化铝均价2855元/吨，环比-10.3%。2026年，公司计划实现氧化铝产量260万吨，原铝产量135万吨，铝箔产品25万吨，高纯铝产量2万吨。

盈利中枢稳步抬升，股东回报持续兑现。2025年公司综合毛利率24.4%，同比提升1.1pct；归母净利率16.3%，同比提升0.5pct；ROE为16.3%，同比下降0.3pct。分产品看，电解铝和氧化铝毛利率分别为30.5%、9.7%，同比+8.1/-19.3pct。分红方面，公司2025年中期和三季度已分别按每10股2元、1元分红；年末拟每10股派息2.5元，全年累计分红金额25.2亿元，对应分红比例约52.4%。

扩产与资源保障并进，海外一体化布局持续提速。公司140万吨电解铝绿色低碳能效提升项目已实现部分电解槽通电启槽，剩余部分计划于2026年上半年投产，项目完成后公司电解铝年产量将提升至140万吨/年。资源端看，几内亚项目已累计采矿超过100万吨，产能及运力仍在爬坡；广西铝土矿项目即将进入实质性开采阶段；印尼铝土矿项目处于前期勘探并逐步开展采矿作业阶段；印尼200万吨氧化铝项目已完成环评审批，未来有望进一步提升公司上游资源保障与海外一体化布局能力。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司具备行业稀缺的扩产能力，且扩产产能具备成本优势，我们预计公司2026-2028年营收分别为387/388/391亿元，归母净利润分别为88.64/94.16/97.26亿元，对应EPS分别为1.92/2.03/2.10元。当前股价对应PE分别为8/8/8倍，维持“买入”评级。

风险提示

铝价波动；需求不及预期；项目建设不及预期。

金属材料组

分析师：金云涛 (执业S1130525030002)

jinyuntao@gjzq.com.cn

联系人：黄泽浩

huangzehao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.12元

相关报告：

1. 《天山铝业公司点评：业绩稳健增长，扩产项目推进顺利》，2025.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,089	29,502	38,676	38,842	39,132
营业收入增长率	-3.06%	5.03%	31.10%	0.43%	0.75%
归母净利润(百万元)	4,455	4,818	8,864	9,416	9,726
归母净利润增长率	102.03%	8.13%	83.99%	6.22%	3.30%
摊薄每股收益(元)	0.958	1.041	1.915	2.034	2.101
每股经营性现金流净额	1.12	1.74	2.33	2.49	2.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.61%	16.29%	25.89%	24.41%	22.64%
P/E	8.22	15.54	8.42	7.92	7.67
P/B	1.36	2.53	2.18	1.93	1.74

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	28,975	28,089	29,502	38,676	38,842	39,132
增长率		-3.1%	5.0%	31.1%	0.4%	0.7%
主营业务成本	-24,889	-21,554	-22,303	-26,629	-26,223	-26,223
%销售收入	85.9%	76.7%	75.6%	68.9%	67.5%	67.0%
毛利	4,085	6,536	7,199	12,047	12,619	12,909
%销售收入	14.1%	23.3%	24.4%	31.1%	32.5%	33.0%
营业税金及附加	-468	-474	-552	-723	-726	-732
%销售收入	1.6%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
销售费用	-18	-19	-22	-29	-29	-29
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-344	-384	-445	-584	-586	-591
%销售收入	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-217	-217	-255	-334	-335	-338
%销售收入	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	3,038	5,442	5,925	10,377	10,942	11,220
%销售收入	10.5%	19.4%	20.1%	26.8%	28.2%	28.7%
财务费用	-788	-707	-470	-149	-65	23
%销售收入	2.7%	2.5%	1.6%	0.4%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	3	-8	-140	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,642	5,219	5,594	10,429	11,078	11,443
营业利润率	9.1%	18.6%	19.0%	27.0%	28.5%	29.2%
营业外收支	10	4	-1	0	0	0
税前利润	2,652	5,223	5,593	10,429	11,078	11,443
利润率	9.2%	18.6%	19.0%	27.0%	28.5%	29.2%
所得税	-446	-767	-781	-1,564	-1,662	-1,716
所得税率	16.8%	14.7%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,206	4,456	4,811	8,864	9,416	9,726
少数股东损益	0	0	-7	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,205	4,455	4,818	8,864	9,416	9,726
净利率	7.6%	15.9%	16.3%	22.9%	24.2%	24.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,206	4,456	4,811	8,864	9,416	9,726
少数股东损益	0	0	-7	0	0	0
非现金支出	1,648	1,721	1,957	1,800	1,890	1,950
非经营收益	867	767	462	229	154	77
营运资金变动	-805	-1,724	823	-128	84	40
经营活动现金净流	3,916	5,220	8,053	10,766	11,544	11,793
资本开支	-2,357	-1,273	-1,533	-1,530	-2,030	-2,030
投资	-1,381	-843	-54	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-3,738	-2,116	-1,586	-1,530	-2,030	-2,030
股权募资	0	0	0	300	0	0
债权募资	2,429	-1,656	-2,320	-3,241	-4,381	-2,190
其他	-2,329	-1,920	-4,129	-4,719	-5,245	-5,400
筹资活动现金净流	100	-3,576	-6,449	-7,660	-9,626	-7,590
现金净流量	263	-473	14	1,576	-112	2,173

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,812	9,108	6,540	8,115	8,002	10,173
应收款项	1,659	1,091	2,548	2,267	2,277	2,294
存货	9,543	8,824	7,187	9,558	9,413	9,413
其他流动资产	2,498	1,909	1,590	1,928	1,903	1,903
流动资产	21,512	20,931	17,865	21,868	21,595	23,783
%总资产	37.7%	36.9%	33.0%	37.8%	37.4%	39.6%
长期投资	90	52	16	16	16	16
固定资产	30,811	30,213	30,551	30,271	30,400	30,470
%总资产	54.0%	53.2%	56.4%	52.3%	52.6%	50.8%
无形资产	1,480	3,836	3,845	3,855	3,866	3,877
非流动资产	35,585	35,849	36,285	36,017	36,159	36,240
%总资产	62.3%	63.1%	67.0%	62.2%	62.6%	60.4%
资产总计	57,097	56,780	54,150	57,885	57,753	60,024
短期借款	13,694	7,573	6,864	4,669	2,288	2,097
应付款项	8,533	11,243	7,920	11,446	11,273	11,274
其他流动负债	2,394	2,465	3,117	1,892	1,989	2,045
流动负债	24,621	21,280	17,902	18,007	15,550	15,417
长期贷款	7,021	7,668	6,078	5,078	3,078	1,078
其他长期负债	1,346	998	606	562	563	563
负债	32,988	29,946	24,586	23,647	19,191	17,058
普通股股东权益	24,107	26,831	29,567	34,242	38,566	42,970
其中：股本	4,652	4,652	4,629	4,629	4,629	4,629
未分配利润	9,850	12,362	15,148	19,522	23,847	28,250
少数股东权益	2	3	-4	-4	-4	-4
负债股东权益合计	57,097	56,780	54,150	57,885	57,753	60,024

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.474	0.958	1.041	1.915	2.034	2.101
每股净资产	5.182	5.768	6.388	7.398	8.332	9.283
每股经营现金净流	0.842	1.122	1.740	2.326	2.494	2.548
每股股利	0.150	0.400	0.550	0.970	1.100	1.150
回报率						
净资产收益率	9.15%	16.61%	16.29%	25.89%	24.41%	22.64%
总资产收益率	3.86%	7.85%	8.90%	15.31%	16.30%	16.20%
投入资本收益率	5.63%	11.01%	11.97%	20.02%	21.14%	20.64%
增长率						
主营业务收入增长率	-12.22%	-3.06%	5.03%	31.10%	0.43%	0.75%
EBIT 增长率	-24.20%	79.14%	8.87%	75.14%	5.44%	2.53%
净利润增长率	-16.80%	102.03%	8.13%	83.99%	6.22%	3.30%
总资产增长率	0.67%	-0.55%	-4.63%	6.90%	-0.23%	3.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.7	5.2	4.7	4.7	4.7	4.7
存货周转天数	139.9	155.5	131.0	131.0	131.0	131.0
应付账款周转天数	25.4	28.9	26.2	26.2	26.2	26.2
固定资产周转天数	333.4	355.4	354.8	272.7	263.3	252.7
偿债能力						
净负债/股东权益	53.52%	22.86%	21.66%	4.77%	-6.83%	-16.29%
EBIT 利息保障倍数	3.9	7.7	12.6	69.8	168.6	-483.0
资产负债率	57.78%	52.74%	45.40%	40.85%	33.23%	28.42%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	14	29
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.07	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究