

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.90
总股本/流通股本(亿股)	46.29 / 41.07
总市值/流通市值(亿元)	829 / 735
52周内最高/最低价	20.72 / 6.87
资产负债率(%)	45.4%
市盈率	17.05
第一大股东	石河子市锦隆能源产业链有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340525070002
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

天山铝业(002532)

扩产顺利推进，成本优势助力业绩充分释放

● 公司发布 25 年年报，实现归母净利润 48 亿元

2025 年，公司年度实现总营业收入 295 亿元，同比增长 5%；实现归母净利润 48 亿元，同比增长 8%；实现经营性净现金流 81 亿元，同比增长 54%；2025 年度，公司预计现金分红和股份回购总额 27 亿元，占本年度净利润的比例 56.55%。

2026Q1，公司预计归母净利润为 22 亿元，同比 108%，再创佳绩。

● 产量：电解铝扩建稳步推进，2026 年贡献部分增量

2025 年，公司经营再创佳绩，电解铝产量、氧化铝产量、自发电量、铝箔产量等再创历史新高。全年电解铝产量 118.58 万吨，同比增加约 0.84%；氧化铝产量 251.54 万吨，同比增加 10.38%；公司自发电机组运行良好，全年发电超 139 亿度，同比增加约 1%；阳极碳素产量 58.46 万吨，同比增加 6.5%；加工板块方面，高纯铝产量 2.23 万吨，同比减少 20.64%；铝箔及铝箔坯料产量 17.69 万吨，同比增加 283.73%。

25 年末，公司 140 万吨电解铝绿色低碳能效提升项目部分电解槽完成通电启槽，剩余部分计划 2026 年上半年投产，届时公司电解铝产能将提升至 140 万吨/年，预计 2026 年公司电解铝产量达到 135 万吨以上，2027 年有望达到 140 万吨。

● 资源布局亟待释放，全球化徐徐展开

印尼铝土矿：公司已间接获得三个铝土矿开采权。该等矿权位于印度尼西亚西加里曼丹省桑高区，矿区总占地面积合计约 3 万公顷，总勘探面积达 25.90 万公顷，目前正在进行三个矿区的详细勘探工作，并逐渐开展采矿作业，开采规模将根据公司项目进展或市场需求进行合理规划，为氧化铝项目提供充足的原材料供应保障，成本相较市场价格将有较大的优势。

印尼氧化铝：公司境外子公司计划投资 15.56 亿美元在印尼规划建设 200 万吨氧化铝生产线，分两期建设，其中一期 100 万吨被列入印尼国家战略项目清单。项目已取得印尼环评审批并可享受投资企业所得税减免的优惠政策。目前项目各项工作有序推进中。

几内亚铝土矿：目前该项目已进入生产开采阶段，所产铝土矿陆续发运回国，后续公司将逐步提升产能和运力，保障公司获得持续稳定且低成本的上游原料。

● 盈利预测

我们预计 2026-2028 年，公司电解铝产量逐步释放，电解铝价格

稳中有升，预计归母净利润为 92.93/106.34/118.07 亿元，YOY 为 93%/14%/11%，对应 PE 为 8.92/7.79/7.02。公司产业链一体化布局完善，受益新疆能源价格较低，成本优势明显，海外资源端具备成长性，同时电解铝新增产能落地增厚远期利润。综上，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

电解铝价格超预期下跌，公司项目进度不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	29502	34229	36507	37734
增长率(%)	5.03	16.02	6.65	3.36
EBITDA（百万元）	7881.66	13403.16	14967.17	16287.56
归属母公司净利润（百万元）	4817.85	9293.36	10633.63	11806.68
增长率(%)	8.13	92.89	14.42	11.03
EPS（元/股）	1.04	2.01	2.30	2.55
市盈率（P/E）	17.20	8.92	7.79	7.02
市净率（P/B）	2.80	2.44	2.12	1.85
EV/EBITDA	10.31	6.43	5.41	4.55

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	29502	34229	36507	37734	营业收入	5.0%	16.0%	6.7%	3.4%
营业成本	22303	22115	22825	22826	营业利润	7.2%	95.4%	14.4%	11.0%
税金及附加	552	582	621	641	归属于母公司净利润	8.1%	92.9%	14.4%	11.0%
销售费用	22	21	22	23	获利能力				
管理费用	445	479	511	453	毛利率	24.4%	35.4%	37.5%	39.5%
研发费用	255	257	274	283	净利率	16.3%	27.2%	29.1%	31.3%
财务费用	470	248	178	66	ROE	16.3%	27.3%	27.2%	26.4%
资产减值损失	-119	-20	-20	-20	ROIC	12.3%	20.4%	21.1%	21.0%
营业利润	5594	10932	12511	13892	偿债能力				
营业外收入	9	10	0	0	资产负债率	45.4%	41.3%	37.9%	34.4%
营业外支出	10	8	0	0	流动比率	1.00	1.26	1.55	1.95
利润总额	5593	10934	12511	13892	营运能力				
所得税	781	1640	1877	2084	应收账款周转率	77.24	60.11	53.08	52.28
净利润	4811	9294	10635	11808	存货周转率	2.79	2.88	2.75	2.71
归母净利润	4818	9293	10634	11807	总资产周转率	0.53	0.61	0.60	0.58
每股收益(元)	1.04	2.01	2.30	2.55	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.04	2.01	2.30	2.55
货币资金	6540	9249	14028	20551	每股净资产	6.39	7.35	8.44	9.66
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2240	1616	1724	1782	PE	17.20	8.92	7.79	7.02
预付款项	1160	2212	2283	2283	PB	2.80	2.44	2.12	1.85
存货	7187	8170	8433	8433	现金流量表				
流动资产合计	17865	21940	27271	33958	净利润	4811	9294	10635	11808
固定资产	28674	27842	26841	25697	折旧和摊销	1817	2220	2278	2330
在建工程	1877	1471	1176	920	营运资本变动	823	-1598	-226	-143
无形资产	3838	4808	5778	5748	其他	601	417	403	387
非流动资产合计	36285	36020	35697	34272	经营活动现金流净额	8053	10334	13089	14381
资产总计	54150	57960	62968	68231	资本开支	-1533	-1973	-1975	-925
短期借款	2767	2567	2367	2167	其他	-54	0	0	0
应付票据及应付账款	6764	6020	6213	6214	投资活动现金流净额	-1586	-1973	-1975	-925
其他流动负债	8371	8884	9016	9037	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	17902	17471	17596	17417	债务融资	-2320	-400	-400	-400
其他	6684	6484	6284	6084	其他	-4129	-5249	-5935	-6533
非流动负债合计	6684	6484	6284	6084	筹资活动现金流净额	-6449	-5649	-6335	-6933
负债合计	24586	23955	23881	23502	现金及现金等价物净增加额	14	2709	4779	6523
股本	4629	4629	4629	4629					
资本公积金	8699	8699	8699	8699					
未分配利润	15148	18194	21681	25550					
少数股东权益	-4	-3	-2	-1					
其他	1092	2486	4081	5852					
所有者权益合计	29563	34005	39087	44729					
负债和所有者权益总计	54150	57960	62968	68231					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048