

# 天山铝业 (002532.SZ)

受益于铝价上涨，盈利能力大幅提升

优于大市

## 核心观点

**2025年归母净利润同比增长8%**。2025年归母净利润48.2亿元，同比增长8.1%；经营性净现金流80.5亿元，同比增长54.3%；同时公司公布2026年一季度业绩预告，2026Q1归母净利润22.0亿元（同比+108%，环比+49%）。2025年受高价铝土矿库存影响，公司氧化铝成本抬升，随着高价铝土矿库存大部分已消化，公司氧化铝成本年内逐步下降。2026年一季度铝均价24000元/吨，环比增加2500元/吨，叠加氧化铝成本下降，公司业绩大幅增长。

**主要产品产量**：公司利于闲置指标，在新疆新建24万吨电解铝，已经实现部分通电投产，达产后公司电解铝产量将达到140万吨。2025年公司氧化铝产量252万吨基本满产，电解铝产量118.6万吨，阳极碳素产量58.5万吨，从产业链配套角度来看，实现了原料自给自足，并且原料无需大量外销，公司盈利不随原材料价格波动而波动，使公司盈利稳定性在业内居前。

**经营性净现金流强劲，降低资产负债率**。2025年公司经营性净现金流达到80.5亿元，借助强劲现金流，公司逐步降低财务费用。截至2025年末，公司带息债务130亿元，比年中下降12亿元；资产负债率从期初53%降至45%。2025年财务费用4.7亿元，同比减少了2.4亿元，未来有望进一步下降。

**资源端继续发力**。公司已获得广西孟麻街-南坡铝土矿采矿权证，即将进入开采阶段。该矿累计查明（保有）铝土矿净矿石资源量965.28万吨，年开采规模100万吨。国外资源方面，收购的几内亚铝土矿公司年产500-600万吨，已进入全链条运营阶段，2025年已开采100万吨，铝土矿陆续发运回国。随着自有铝土矿放量，公司氧化铝成本将进一步下降，抵御产业链价格波动的能力进一步提高。

**风险提示**：铝价下跌风险，海外项目进度不及预期风险。

**投资建议**：维持“优于大市”评级

假设2026-2028年铝现货价格为23500元/吨，氧化铝价格为2700元/吨，预焙阳极价格5500元/吨，预计2026-2028年归母净利润93.7/100.0/100.1亿元，同比增速94.4%/6.8%/0.7%；摊薄EPS分别为2.02/2.16/2.18元，当前股价对应PE分别为8.5/8.0/7.9x。公司全产业链一体化配套，抵御原材料价格波动风险，将受益于行业高景气周期，同时启动闲置电解铝产能指标建设，并进一步加强铝土矿资源保障能力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,089	29,502	41,788	43,075	43,075
(+/-%)	-3.1%	5.0%	41.6%	3.1%	0.0%
净利润(百万元)	4455	4818	9365	10005	10077
(+/-%)	102.0%	8.1%	94.4%	6.8%	0.7%
每股收益(元)	0.96	1.04	2.02	2.16	2.18
EBIT Margin	19.4%	20.1%	27.0%	27.7%	27.7%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	16.3%	27.3%	25.8%	23.6%
市盈率 (PE)	18.1	16.6	8.5	8.0	7.9
EV/EBITDA	15.4	13.5	7.5	7.0	7.0
市净率 (PB)	3.00	2.71	2.34	2.07	1.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

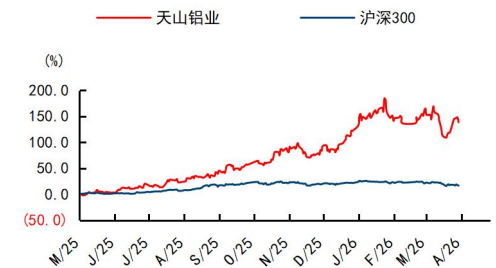
### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001  
 证券分析师：焦方冉 021-60933177 jiaofangran@guosen.com.cn S0980522080003

### 基础数据

投资评级 合理估值 优于大市(维持)  
 收盘价 17.29元  
 总市值/流通市值 80031/71008百万元  
 52周最高价/最低价 21.88/6.64元  
 近3个月日均成交额 1388.26百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

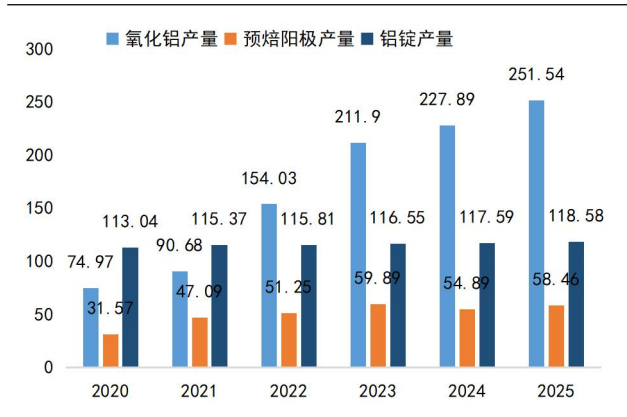
### 相关研究报告

- 《天山铝业 (002532.SZ) -补链降本，盈利能力稳健》——2025-08-30
- 《天山铝业 (002532.SZ) -受益于全产业链优势，冶炼利润充分释放》——2025-04-20
- 《天山铝业 (002532.SZ) -产业链一体化优势凸显，盈利能力稳健》——2024-10-27
- 《天山铝业 (002532.SZ) -产业链一体化优势凸显，进一步夯实上游资源端》——2024-08-22
- 《天山铝业 (002532.SZ) -全产业链布局，充分享受铝价上涨收益》——2024-04-24

**2025 年归母净利润同比增长 8%。**2025 年归母净利润 48.2 亿元，同比增长 8.1%；经营性净现金流 80.5 亿元，同比增长 54.3%；同时公司公布 2026 年一季度业绩预告，2026Q1 归母净利润 22.0 亿元（同比 108%，环比 49%）。2025 年受高价铝土矿库存影响，公司氧化铝成本抬升，随着高价铝土矿库存大部分已消化，公司氧化铝成本年内逐步下降。2026 年一季度铝均价 24000 元/吨，环比增加 2500 元/吨，叠加氧化铝成本下降，公司业绩大幅增长。

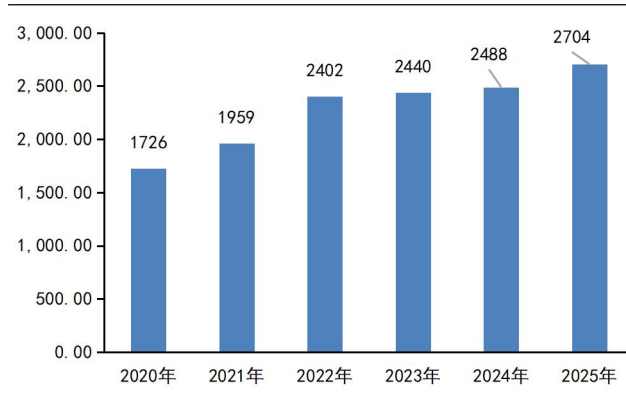
**主要产品产量：**公司利于闲置指标，在新疆新建 24 万吨电解铝，已经实现部分通电投产，达产后公司电解铝产量将达到 140 万吨。2025 年公司氧化铝产量 252 万吨基本满产，电解铝产量 118.6 万吨，阳极碳素产量 58.5 万吨，从产业链配套角度来看，实现了原料自给自足，并且原料无需大量外销，使公司盈利不随原材料价格波动而波动，消除了影响公司利润的一大变量，使公司盈利稳定性在业内居前。

图1: 天山铝业主要产品产量（万吨）



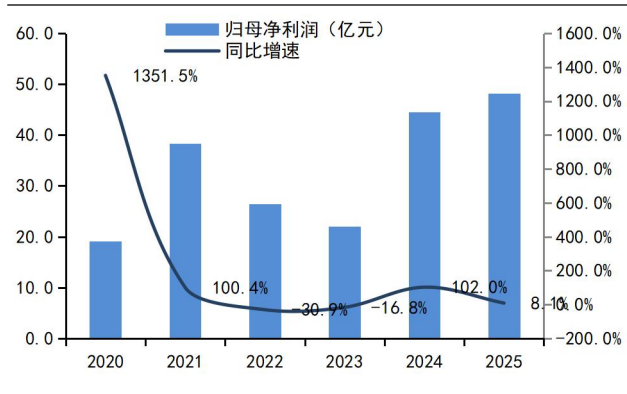
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 天山铝业氧化铝成本（万吨）



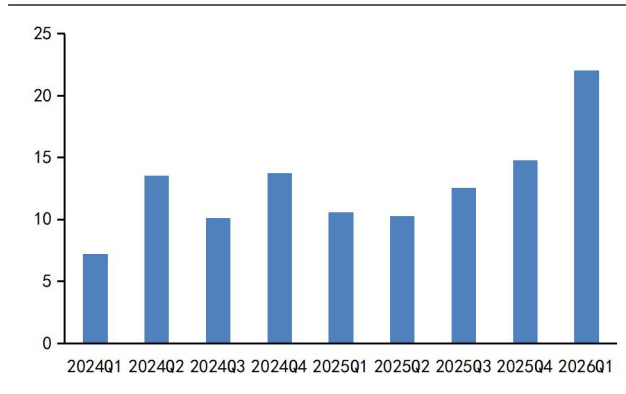
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 天山铝业归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

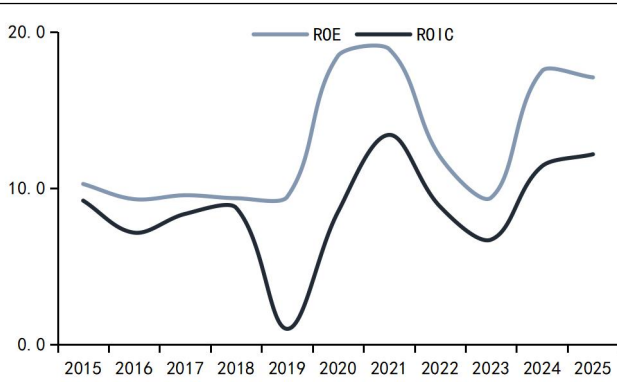
图4: 天山铝业单季归母净利润（单位：亿元）



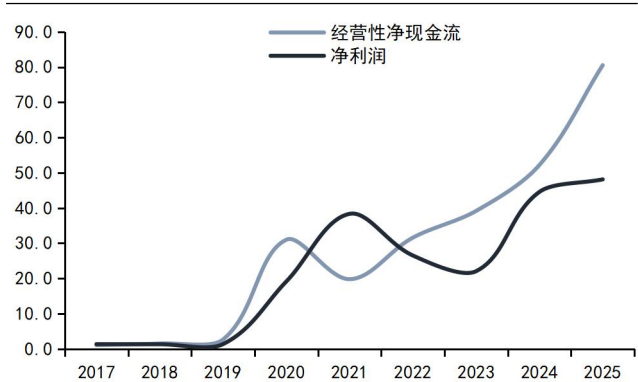
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 天山铝业 ROE、ROIC 变化情况（%）

图6: 天山铝业经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025 年公司经营性净现金流达到 80.5 亿元，借助强劲现金流，公司逐步降低财务费用。截至 2025 年末，公司带息债务 130 亿元，比年中下降 12 亿元；资产负债率从期初 53% 降至 45%。2025 年财务费用 4.7 亿元，同比减少了 2.4 亿元，未来有望进一步下降。

**资源端继续发力。**公司已获得广西孟麻街-南坡铝土矿采矿权证，即将进入开采阶段。该矿累计查明（保有）铝土矿净矿石资源量 965.28 万吨，年开采规模 100 万吨。国外资源方面，收购的几内亚铝土矿公司年产 500-600 万吨，已进入全链条运营阶段，2025 年已开采 100 万吨，铝土矿陆续发运回国。随着自有铝土矿放量，公司氧化铝成本将进一步下降，抵御产业链价格波动的能力进一步提高。

表1：公司盈利敏感性分析

		铝价 (元/吨)							
		21000	22000	23000	24000	25000	26000	27000	28000
氧化铝价格 (元/吨)	2700	70.0	79.5	89.0	98.5	108.0	117.5	127.0	136.6
	2900	69.8	79.3	88.8	98.3	107.8	117.3	126.8	136.4
	3100	69.6	79.1	88.6	98.1	107.6	117.1	126.6	136.1
	3300	69.4	78.9	88.4	97.9	107.4	116.9	126.4	135.9
	3500	69.2	78.7	88.2	97.7	107.2	116.7	126.2	135.7

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

**投资建议：**维持“优于大市”评级。假设 2026-2028 年铝现货价格为 23500 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格 5500 元/吨，预计 2026-2028 年归母净利润 93.7/100.0/100.1 亿元，同比增速 94.4%/6.8%/0.7%；摊薄 EPS 分别为 2.02/2.16/2.18 元，当前股价对应 PE 分别为 8.5/8.0/7.9x。公司全产业链一体化配套，抵御原材料价格波动风险，将受益于行业高景气周期，同时启动闲置电解铝产能指标建设，并进一步加强铝土矿资源保障能力，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9108	6540	14099	20022	25598	营业收入	28089	29502	41788	43075	43075
应收款项	1024	2435	2290	2360	2360	营业成本	21554	22303	28714	29265	29266
存货净额	8824	7187	9442	9588	9550	营业税金及附加	474	552	781	805	805
其他流动资产	1938	1668	1254	1292	1292	销售费用	19	22	31	32	32
<b>流动资产合计</b>	<b>20931</b>	<b>17865</b>	<b>27118</b>	<b>33297</b>	<b>38835</b>	管理费用	384	445	631	650	650
固定资产	30377	30702	29215	27571	25819	研发费用	217	255	361	372	372
无形资产及其他	3836	3838	3686	3533	3381	财务费用	707	470	501	431	345
投资性房地产	1635	1744	1744	1744	1744	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	(119)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>56780</b>	<b>54150</b>	<b>61764</b>	<b>66145</b>	<b>69779</b>	其他收入	267	2	(111)	(122)	(122)
短期借款及交易性金融负债	7573	6864	7000	7000	7000	营业利润	5219	5594	11018	11770	11855
应付款项	8881	6764	8715	8850	8815	营业外净收支	4	(1)	0	0	0
其他流动负债	4826	4273	5404	5490	5468	<b>利润总额</b>	<b>5223</b>	<b>5593</b>	<b>11018</b>	<b>11770</b>	<b>11855</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>21280</b>	<b>17902</b>	<b>21119</b>	<b>21340</b>	<b>21284</b>	所得税费用	767	781	1653	1766	1778
长期借款及应付债券	7668	6078	6078	6078	6078	少数股东损益	0	(7)	0	0	0
其他长期负债	998	606	320	(21)	(361)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4455</b>	<b>4818</b>	<b>9365</b>	<b>10005</b>	<b>10077</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>8666</b>	<b>6684</b>	<b>6399</b>	<b>6057</b>	<b>5717</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>29946</b>	<b>24586</b>	<b>27518</b>	<b>27397</b>	<b>27001</b>	净利润	4455	4818	9365	10005	10077
少数股东权益	3	(4)	(4)	(4)	(4)	资产减值准备	11	112	1	(6)	(7)
股东权益	26831	29567	34250	38752	42783	折旧摊销	1708	1812	3140	3304	3412
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>56780</b>	<b>54150</b>	<b>61764</b>	<b>66145</b>	<b>69779</b>	公允价值变动损失	0	119	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	707	470	501	431	345
每股收益	0.96	1.04	2.02	2.16	2.18	营运资本变动	5793	(2563)	1102	(382)	(365)
每股红利	0.50	0.51	1.01	1.19	1.31	其它	(11)	(115)	(1)	6	7
每股净资产	5.77	6.39	7.40	8.37	9.24	<b>经营活动现金流</b>	<b>11956</b>	<b>4182</b>	<b>13607</b>	<b>12927</b>	<b>13124</b>
ROIC	9.37%	11.18%	23%	25%	27%	资本开支	0	(2091)	(1501)	(1501)	(1501)
ROE	16.61%	16.29%	27%	26%	24%	其它投资现金流	(12)	3	0	0	0
毛利率	23%	24%	31%	32%	32%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(12)</b>	<b>(2088)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1501)</b>	<b>(1501)</b>
EBIT Margin	19%	20%	27%	28%	28%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	26%	34%	35%	36%	负债净变化	648	(1590)	0	0	0
收入增长	-3%	5%	42%	3%	0%	支付股利、利息	(2340)	(2356)	(4683)	(5503)	(6046)
净利润增长率	102%	8%	94%	7%	1%	其它融资现金流	(7262)	3230	136	0	0
资产负债率	53%	45%	45%	41%	39%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(10647)</b>	<b>(4662)</b>	<b>(4547)</b>	<b>(5503)</b>	<b>(6046)</b>
股息率	2.9%	2.9%	5.9%	6.9%	7.6%	<b>现金净变动</b>	<b>1296</b>	<b>(2568)</b>	<b>7559</b>	<b>5923</b>	<b>5577</b>
P/E	18.1	16.6	8.5	8.0	7.9	货币资金的期初余额	7812	9108	6540	14099	20022
P/B	3.0	2.7	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	9108	6540	14099	20022	25598
EV/EBITDA	15.4	13.5	7.5	7.0	7.0	企业自由现金流	0	2255	12320	11579	11703
						权益自由现金流	0	3895	12211	11391	11563

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032