



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月05日

基础数据

04月03日收盘价（元）	17.29
总市值（亿元）	800.31
总股本（亿股）	46.29

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证金属】天山铝业三季报点评：受益铝价上行，公司业绩环比提升-2025.10.27

【兴证金属】天山铝业：电解铝盈利延续高位，一体化布局持续推进-2025.09.01

【兴证金属】天山铝业年报暨一季报点评：一体化优势延续，红利属性凸显-2025.05.13

分析师：李怡然

S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

分析师：汤璐阳

S0190525070012
tangluyang@xyzq.com.cn

天山铝业(002532.SZ)

电解铝产能投产，铝价上涨助力业绩上行

投资要点：

● **业绩概要：**公司发布2025年年度报告，2025年公司实现营业收入295.02亿元，同比增长5.03%；实现归母净利润48.18亿元，同比增长8.31%，对应基本每股收益1.05元。公司2025年度累计现金分红总额为25.24亿元，分红比例为52.40%。此外，公司发布2026年一季度业绩预告，预计实现归母净利润22亿元，同比以及环比均实现大幅提升。

● **电解铝板块利润扩张，推动公司业绩同比大幅增长。**

（1）电解铝：2025年SMM A00铝现货均价为20726元/吨，同比+4%；公司自产铝锭产量/销量分别为118.58/104.55万吨，同比分别+0.8%/-2.5%；测算吨毛利为5549元，同比+1637元；毛利率为30.5%，同比+8pct；毛利为58.01亿元，同比+38.3%。公司电解铝生产成本同比下降约7%，其中自发电成本同比下降约23%，外购电成本同比下降约17%，销售价格上涨叠加成本下降，电解铝板块盈利水平进一步提升。

（2）氧化铝：2025年SMM氧化铝五地现货均价为3235元/吨，同比-21%；公司氧化铝产量/销量分别为251.54/228.03万吨，同比分别+10%/+9%；测算吨毛利为290元，同比-726元；毛利率为9.7%，同比-19pct；毛利为6.62亿元，同比-69%。公司氧化铝生产成本同比上升约9%，销售价格下降叠加生产成本上行致使氧化铝板块利润贡献同比下降。

（3）高纯铝：公司氧化铝产量/销量分别为2.23/2.60万吨，同比分别-21%/+2%；测算吨毛利为8291元，同比+1807元；毛利率为34.8%，同比+7pct；毛利为2.16亿元，同比+30%。公司高纯铝销量同比上升约1.56%，主要归因于国内市场需求回升及新客户拓展顺利。

（4）铝箔及坯料：公司铝箔及坯料产量/销量分别为17.69/10.60万吨，同比分别+284%/+388%；测算吨毛利为4276元，毛利率为19.8%，毛利为4.53亿元，同比实现扭亏为盈。公司石河子铝箔坯料生产基地及江阴铝箔生产基地均已进入规模生产阶段，产量同比实现增长，同时石河子铝箔坯料板块已实现盈利，铝箔深加工板块随良率及产量提升有望实现全面达产。

● **受益铝价上行，公司25Q4业绩环比提升。**分季度来看，公司25Q1-25Q4归母净利润分别为10.58/10.26/12.56/14.78亿元，25Q4业绩环比+17.6%。从价格来看，25Q1-25Q4 SMM A00铝锭现货均价分别为20442/20201/20711/21539元/吨，25Q4环比+5%；氧化铝全国均价分别为3860/3069/3185/2860元/吨，25Q4环比-10%。整体来看，公司布局铝产业链一体化，理论氧化铝自给率为100%，25Q4铝价环比上行助力电解铝利润扩张，公司电解铝板块盈利环比提升。同时，公司发布2026年一季度业绩预告，预计实现归母净利润22亿元，同比以及环比均实现大幅提升，主要由于140万吨电解铝绿色低碳能效提升项目部分产能投产，电解铝产销量同比增长约10%，电解铝产品销售价格同比上涨约17%，生产成本有效控制同比有所下降，量价协同发力推动公司26Q1业绩同比大幅提升。

● **供需平衡背景下，电解铝吨盈利中枢有望长期上移。**供给端，中东冲突引发电解铝产能减产，卡塔尔铝业（产能约65万吨）因天然气基础设施受损减产40%约26万吨，巴林铝业以及阿联酋铝业受到袭击，此前巴林铝业（产能约160万吨）因原料供应不足减产19%约31万吨，受袭击后影响产能范围尚在评估，阿联酋铝业 Al Taweelah（150

万吨)铝厂因遇袭被迫停产,合计停产产能超200万吨,占全球产能近3%。此外,已减产产能需进行维护及系统恢复,复产或需6-12个月,因此即便冲突缓和,由于电解铝复产具有滞后性,仍将对年内电解铝供给产生持续影响。需求端,受此前春节假期较晚以及高价影响,库存有所累库,随着金三银四需求旺季到来,下游开工率稳步回升,铝棒库存去化,同时下游传统、储能以及汽车相关订单放量,传统包装箔、电池箔、汽车型材等需求有所提升,对下游需求形成支撑。成本端,氧化铝价格下滑后企稳,电解铝行业吨盈利水平修复至高位。整体来看,在不考虑中东冲突的情况下,2026年海外新增产能贡献增量有限,全球电解铝维持紧平衡格局,中东产能扰动将进一步推动全球电解铝紧缺,或将推动铝价高位运行,电解铝吨盈利中枢有望长期上移。

- **电解铝新增产能投产,上游锁定优质资源。**电解铝方面,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。铝加工方面,公司18万吨石河子铝箔坯料生产基地及16万吨江阴铝箔生产基地均已进入规模生产阶段,石河子铝箔坯料板块已实现盈利,铝箔深加工板块随良率及产量提升有望实现全面达产。上游资源方面,几内亚项目已采矿超100万吨,产能及运力仍在爬升中。广西铝土矿正在推进选矿厂及运矿道路的建设,即将进入实质性开采阶段,同时公司将在广西及周边地区继续寻求其他资源项目收购或探矿权,继续获得更多本地资源保障。印尼200万吨氧化铝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,铝土矿项目正在进行前期勘探并逐渐开展采矿作业,开采规模视氧化铝项目进展而定。
- **盈利预测与投资建议:**随着电解铝行业延续高景气,公司在一体化以及新疆低成本优势下有望充分受益,吨盈利有望维持较高水平;产能端,公司24万吨新增产能部分电解槽完成通电启槽,剩余部分计划2026年上半年投产;成本端,公司几内亚铝土矿开始向国内发运,广西铝土矿已取得采矿权证并将进入开采阶段,未来公司铝土矿自给率有望提升至100%,进一步完善一体化布局并平滑原材料成本波动。2026年公司生产经营目标为:原铝产量135万吨、发电量130亿度、氧化铝产量260万吨、预焙阳极产量60万吨、高纯铝产量2万吨、铝箔及铝箔坯料产量25万吨。我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为91.17、99.66、100.68亿元,EPS分别为1.97、2.15、2.18元,4月3日收盘价对应PE分别为8.8、8.0、7.9倍,维持“增持”评级。
- **风险提示:**项目投产不及预期、下游需求大幅下滑、原材料价格大幅波动等。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	29502	40667	42589	42674
同比增长	5.0%	37.8%	4.7%	0.2%
归母净利润(百万元)	4818	9117	9966	10068
同比增长	8.1%	89.2%	9.3%	1.0%
毛利率	24.4%	31.5%	32.7%	32.6%
ROE	16.3%	26.9%	25.8%	23.2%
每股收益(元)	1.04	1.97	2.15	2.18
市盈率	16.6	8.8	8.0	7.9

数据来源:携宁,兴业证券经济与金融研究院整理
 注:每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	17865	26645	30973	34645
货币资金	6540	11036	14896	18510
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2240	1657	1703	1737
预付款项	1160	2271	2348	2382
存货	7187	11009	11340	11334
其他	737	672	685	682
非流动资产	36285	36853	37120	37135
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	28674	29751	30287	29959
在建工程	1877	1412	1179	1562
无形资产	3838	3803	3765	3725
商誉	6	6	6	6
其他	1889	1882	1882	1882
资产总计	54150	63499	68092	71779
流动负债	17902	23403	23738	23118
短期借款	2767	2267	1767	1267
应付票据及应付账款	6764	10396	10962	10895
其他	8371	10740	11009	10955
非流动负债	6684	6184	5684	5184
长期借款	6078	5578	5078	4578
其他	606	606	606	606
负债合计	24586	29587	29422	28302
股本	4629	4629	4629	4629
未分配利润	15148	18129	21392	24689
少数股东权益	-4	-4	-4	-4
股东权益合计	29563	33912	38670	43477
负债及权益合计	54150	63499	68092	71779

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	4818	9117	9966	10068
折旧和摊销	1817	2482	2784	3035
营运资金的变动	823	1716	369	-179
经营活动产生现金流量	8053	13720	13482	13243
资本支出	-1533	-3051	-3052	-3052
长期投资	-54	0	0	0
投资活动产生现金流量	-1586	-3051	-3052	-3052
债权融资	-2320	-1000	-1000	-1000
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-6449	-6169	-6569	-6578
现金净变动	14	4496	3860	3614

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	29502	40667	42589	42674
营业成本	22303	27870	28672	28742
税金及附加	552	773	809	768
销售费用	22	28	30	30
管理费用	445	610	639	597
研发费用	255	366	383	341
财务费用	470	651	676	684
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-20	-12	-14	-15
资产减值损失	-119	0	0	0
营业利润	5594	10724	11723	11843
营业外收支	-1	2	1	1
利润总额	5593	10726	11724	11845
所得税	781	1609	1759	1777
净利润	4811	9117	9966	10068
少数股东损益	-7	0	0	0
归属母公司净利润	4818	9117	9966	10068
EPS(元)	1.04	1.97	2.15	2.18

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	5.0%	37.8%	4.7%	0.2%
营业利润增长率	7.2%	91.7%	9.3%	1.0%
归母净利润增长率	8.1%	89.2%	9.3%	1.0%
盈利能力				
毛利率	24.4%	31.5%	32.7%	32.6%
归母净利率	16.3%	22.4%	23.4%	23.6%
ROE	16.3%	26.9%	25.8%	23.2%
偿债能力				
资产负债率	45.4%	46.6%	43.2%	39.4%
流动比率	1.00	1.14	1.30	1.50
速动比率	0.51	0.55	0.71	0.89
营运能力				
资产周转率	53.2%	69.1%	64.7%	61.0%
每股资料(元)				
每股收益	1.04	1.97	2.15	2.18
每股经营现金	1.74	2.96	2.91	2.86
估值比率(倍)				
PE	16.6	8.8	8.0	7.9
PB	2.7	2.4	2.1	1.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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和/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。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn