

天山铝业（002532.SZ）

所得税率调整影响利润，产业链一体化盈利稳健

优于大市

核心观点

2026H1 归母净利润同比增长 100%。2026H1 归母净利润 41.77 亿元，同比增长 100.44%；经营性净现金流 40.15 亿元，同比增 22.43%；2026Q2 归母净利润 19.59 亿元（同比+90.89%，环比-11.73%），Q2 利润环比回落主要受所得税汇算清缴及税率上调影响；2026H1 氧化铝市场低迷，氧化铝子公司天桂铝业亏损 5000 多万元。上半年高价铝土矿库存已经全部消化，当前铝土矿采购价格 70 美元/吨左右，一体化的电解铝生产成本下降。自备电厂优势持续显现，90%电力来自燃煤自备电厂，10%外购网电，根据新疆煤炭价格测算公司上半年电费不到 0.2 元/度。

主要产品产量：2026H1 电解铝产量 66.05 万吨，氧化铝产量 126.23 万吨，预焙阳极产量 32.78 万吨，均处于正常生产状态。公司在新疆新建 24 万吨电解铝项目已于 2026 年 7 月达产，公司电解铝产能达到 140 万吨。铝箔及铝箔坯料产量 11.81 万吨，同比大幅增长 61%。

依托强劲现金流，公司持续压降债务规模。截至 2026 年 6 月末，公司带息债务规模大幅下降，资产负债率从 2025 年末 45.4%降至 38.01%。2026H1 财务费用 2.09 亿元，同比减少 0.42 亿元。

继续发力上游。国内广西孟麻街-南坡铝土矿已拿到采矿权证，目前推进选矿厂、运矿道路建设。国外几内亚铝土矿年产 600 万吨项目具备生产能力，如果海运费回落则增加发运量；印尼氧化铝项目一期 100 万吨已通过环评和土地许可。

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 24000 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格 6000 元/吨，预计 2026-2028 年归母净利润 93.04/95.58/100.03 亿元，同比增速 93.1%/2.7%/4.7%；摊薄 EPS 分别为 2.01/2.06/2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 6.3/6.2/5.9x。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	42,244	43,545	43,545
(+/-%)	-3.1%	5.0%	43.2%	3.1%	0.0%
净利润(百万元)	4455	4818	9304	9558	10003
(+/-%)	102.0%	8.1%	93.1%	2.7%	4.7%
每股收益(元)	0.96	1.04	2.01	2.06	2.16
EBIT Margin	19.4%	20.1%	30.5%	28.8%	29.9%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	16.3%	27.2%	24.5%	22.7%
市盈率 (PE)	13.3	12.3	6.3	6.2	5.9
EV/EBITDA	12.5	10.8	5.0	5.1	4.9
市净率 (PB)	2.21	2.00	1.73	1.51	1.34

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	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.76 元
总市值/流通市值	59063/52404 百万元
52 周最高价/最低价	21.88/9.31 元
近 3 个月日均成交额	1427.19 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）-受益于铝价上涨，盈利能力大幅提升》——2026-04-04

《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

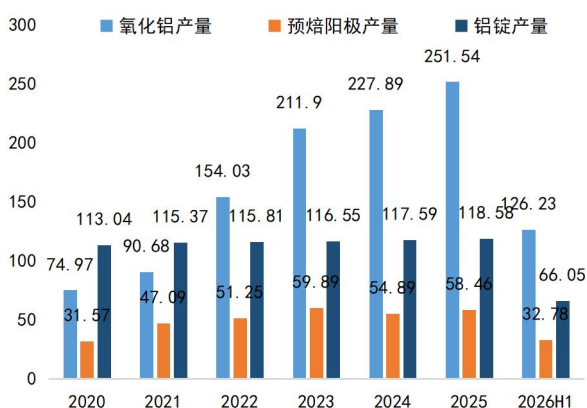
2026H1 归母净利润同比增长 100%。2026H1 归母净利润 41.77 亿元，同比增长 100.44%；经营性净现金流 40.15 亿元，同比增 22.43%；2026Q2 归母净利润 19.59 亿元（同比+90.89%，环比-11.73%），Q2 利润环比回落主要受所得税汇算清缴及税率上调影响；2026H1 氧化铝市场低迷，氧化铝子公司天桂铝业亏损 5000 多万元。上半年高价铝土矿库存已经全部消化，当前铝土矿采购价格 70 美元/吨左右，一体化的电解铝生产成本下降。自备电厂优势持续显现，90%电力来自燃煤自备电厂，10%外购网电，根据新疆煤炭价格测算公司上半年电费不到 0.2 元/度。

主要产品产量：2026H1 电解铝产量 66.05 万吨，氧化铝产量 126.23 万吨，预焙阳极产量 32.78 万吨，均处于正常生产状态。公司在新疆新建 24 万吨电解铝项目已于 2026 年 7 月达产，达产后公司电解铝产能达到 140 万吨。铝箔及铝箔坯料产量 11.81 万吨，同比大幅增长 61%。

依托强劲现金流，公司持续压降债务规模。截至 2026 年 6 月末，公司带息债务规模大幅下降，资产负债率从 2025 年末 45.4%降至 38.01%。2026H1 财务费用 2.09 亿元，同比减少 0.42 亿元。

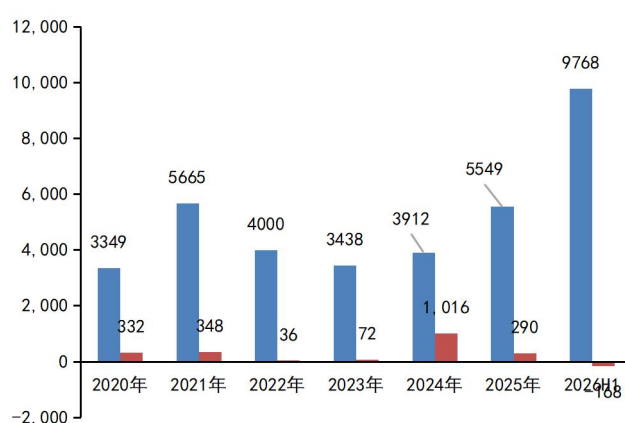
继续发力上游。国内广西孟麻街-南坡铝土矿已拿到采矿权证，目前推进选矿厂、运矿道路建设。国外几内亚铝土矿年产 600 万吨项目具备生产能力，如果海运费回落则增加发运量；印尼氧化铝项目一期 100 万吨已通过环评和土地许可。

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：天山铝业主要产品毛利润（元/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、%）

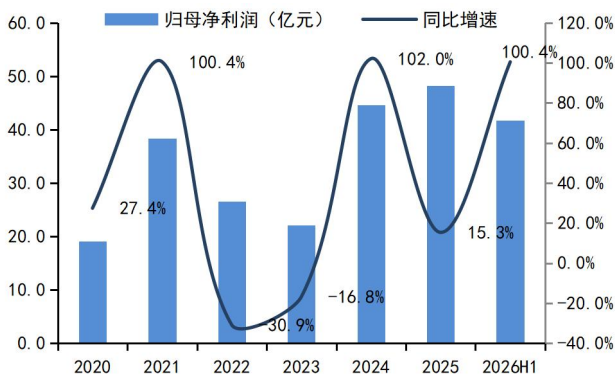
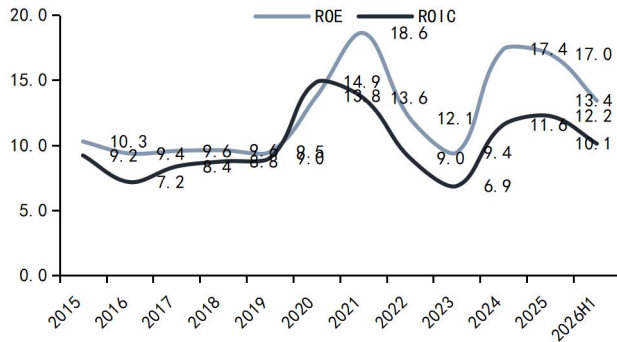


图4：天山铝业单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

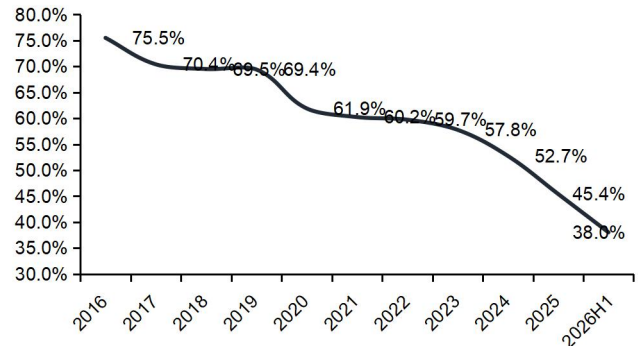
图5: 天山铝业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



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

图6: 天山铝业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 公司盈利敏感性分析

		天山铝业 2026 年盈利预测的敏感性分析 (亿元)							
		铝价 (元/吨)							
氧化铝价格 (元/吨)	18000	20000	21000	22000	23000	24000	26000	27000	
	2500	41.8	58.9	67.4	75.9	84.4	93.0	110.0	118.5
	2700	41.9	59.0	67.5	76.0	84.5	93.0	110.1	118.6
	2900	42.0	59.0	67.6	76.1	84.6	93.1	110.2	118.7
	3100	42.1	59.1	67.6	76.2	84.7	93.2	110.3	118.8
	3300	42.2	59.2	67.7	76.2	84.8	93.3	110.3	118.9

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 24000 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，预焙阳极价格 6000 元/吨，预计 2026-2028 年归母净利润 93.04/95.58/100.03 亿元，同比增速 93.1%/2.7%/4.7%；摊薄 EPS 分别为 2.01/2.06/2.16 元，当前股价对应 PE 分别为 6.3/6.2/5.9x。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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9108	6540	8161	14876	21579	营业收入	28089	29502	42244	43545	43545
应收款项	1024	2435	1157	1193	1193	营业成本	21554	22303	27595	29225	28821
存货净额	8824	7187	8350	8840	8672	营业税金及附加	474	552	790	814	814
其他流动资产	1938	1668	2535	2613	2613	销售费用	19	22	31	32	32
流动资产合计	20931	17865	20238	27556	34091	管理费用	384	445	638	657	657
固定资产	30377	30702	29215	27571	25819	研发费用	217	255	296	261	218
无形资产及其他	3836	3838	3686	3533	3381	财务费用	707	470	507	392	261
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
资产总计	56780	54150	54883	60404	65035	其他收入	267	2	(46)	(11)	32
短期借款及交易性金融负债	7573	6864	550	550	550	营业利润	5219	5594	12637	12413	12991
应付款项	8881	6764	8350	8840	8672	营业外净收支	4	(1)	0	0	0
其他流动负债	4826	4273	5183	5485	5383	利润总额	5223	5593	12637	12413	12991
流动负债合计	21280	17902	14083	14875	14604	所得税费用	767	781	3333	2855	2988
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	506	456	356	归属于母公司净利润	4455	4818	9304	9558	10003
长期负债合计	8666	6684	6584	6534	6434	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	29946	24586	20667	21409	21039	净利润	4455	4818	9304	9558	10003
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	34220	38999	44000	折旧摊销	1708	1812	3140	3304	3412
负债和股东权益总计	56780	54150	54883	60404	65035	公允价值变动损失	0	119	0	0	0
						财务费用	707	470	507	392	261
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	5793	(2563)	1644	133	(209)
每股收益	0.96	1.04	2.01	2.06	2.16	其它	(11)	(115)	(1)	6	7
每股红利	0.50	0.51	1.01	1.03	1.08	经营活动现金流	11956	4182	14089	12994	13205
每股净资产	5.77	6.39	7.39	8.43	9.51	资本开支	0	(2091)	(1501)	(1501)	(1501)
ROIC	9%	11%	23%	25%	27%	其它投资现金流	(13)	3	0	0	0
ROE	17%	16%	27%	25%	23%	投资活动现金流	(13)	(2088)	(1501)	(1501)	(1501)
毛利率	23%	24%	35%	33%	34%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	20%	31%	29%	30%	负债净变化	648	(1590)	0	0	0
EBITDA Margin	25%	26%	38%	36%	38%	支付股利、利息	(2340)	(2356)	(4652)	(4779)	(5001)
收入增长	-3%	5%	43%	3%	0%	其它融资现金流	(7262)	3230	(6314)	0	0
净利润增长率	102%	8%	93%	3%	5%	融资活动现金流	(10647)	(4662)	(10967)	(4779)	(5001)
资产负债率	53%	45%	38%	35%	32%	现金净变动	1296	(2568)	1621	6714	6703
股息率	4.0%	4.0%	7.9%	8.1%	8.5%	货币资金的期初余额	7812	9108	6540	8161	14876
P/E	13.3	12.3	6.3	6.2	5.9	货币资金的期末余额	9108	6540	8161	14876	21579
P/B	2.2	2.0	1.7	1.5	1.3	企业自由现金流	0	2255	12777	11603	11713
EV/EBITDA	12.5	10.8	5.0	5.1	4.9	权益自由现金流	0	3895	6373	11589	11751

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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