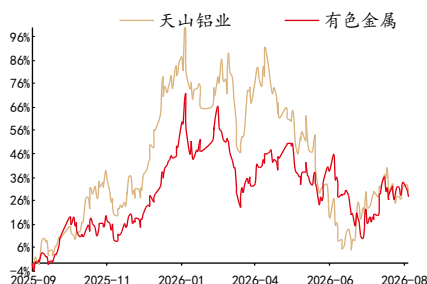


股票投资评级

增持 | 下调

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)	12.94
总股本/流通股本(亿股)	46.29 / 41.07
总市值/流通市值(亿元)	599 / 531
52周内最高/最低价	20.72 / 10.31
资产负债率(%)	45.4%
市盈率	12.32
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)

量价齐升，利润顺利释放

● 天山铝业 26H1 归母净利润同比+100.44%

事件：公司发布 2026 年半年报，报告期内实现营业收入 175.11 亿元，同比+14.25%；归母净利润 41.77 亿元，同比+100.44%；扣非后归母净利润 40.67 亿元，同比+107.37%；基本每股收益 0.91 元，同比+102.22%；经营活动现金流量净额 40.15 亿元，同比+22.43%。

● 铝价上涨叠加成本下降，电解铝板块盈利大幅提升

2026H1 公司电解铝产量 66.05 万吨，同比+12.8%。自产电解铝平均销售价格 24070 元/吨（含税），同比上升约 19%，生产成本同比下降约 18%，毛利率 47.63%，同比上升约 24pct，销售价格上涨叠加成本下降，电解铝板块盈利水平同比大幅提升。公司 140 万吨电解铝绿色低碳能效提升项目于 2026 年 7 月完成全部电解槽达产，产能提升至 140 万吨/年。

分产品看，2026H1 自产铝锭收入 120.38 亿元，同比+20.35%，占营业收入的 68.74%；氧化铝收入 29.63 亿元，同比-20.13%，主要系自产氧化铝平均销售价格同比下降约 28%至 2700 元/吨（含税）；铝箔及铝箔坯料收入 17.42 亿元，同比+64.89%；高纯铝收入 4.44 亿元，同比+37.92%。受益于下游铝电解电容器需求旺盛，公司高纯铝销量同比上升约 21%；受益于储能行业景气度上升、锂电产业链需求改善，叠加食品包装行业稳定发展，铝箔销量同比大幅提升约 106%，铝箔及铝箔坯料产量 11.81 万吨，同比+61%。

● 一体化优势持续强化，上游资源项目稳步推进

公司拥有从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、铝箔研发制造的完整产业链布局，氧化铝和预焙阳极实现全部自给，自备电厂可满足电解铝生产 70%-80%的电力需求，成本竞争优势显著。2026H1 公司氧化铝产量 126.23 万吨，同比+5%；阳极碳素产量 32.78 万吨，同比+20%；自备电发电约 72 亿度。上游资源方面，几内亚铝土矿项目已进入生产开采阶段，产能及运力逐步爬坡；广西铝土矿已取得采矿权证并进入实质开采阶段，正在开展选矿厂及运矿道路建设；印尼 200 万吨氧化铝项目及三个铝土矿矿区的勘探与采矿作业有序推进，海外新引擎逐步成型。

● 财务持续优化，股东回报具备坚实基础

2026H1 公司财务费用 2.09 亿元，同比-16.78%，主要系公司持续压降有息负债、优化负债结构，利息费用较上年同期大幅下降；资产负债率降至 38.01%，较上年末下降 7.39pct，主体信用等级获评

AAA，财务稳健性进一步提升。2026H1 经营性净现金流 40.15 亿元，同比+22.43%，加权平均净资产收益率 13.42%，同比+5.90pct。需要说明的是，子公司天铝有限按 25%税率预缴企业所得税，税率变动对报告期净利润有所影响，所得税费用同比+342.54%。2025 年公司现金分红总额占当年归母净利润的 52.4%，随着盈利提升与现金流持续改善，股东回报能力有望不断增强。

● 盈利预测

随着公司 140 万吨电解铝产能全面达产、铝箔深加工产能持续爬坡，叠加印尼一体化产业基地及海内外铝土矿项目稳步推进，公司一体化成本优势和产能弹性有望进一步显现，盈利中枢有望持续抬升。预计 2026-2028 年归母净利润分别为 85.62/88.56/89.86 亿元，YOY 为 77.72%/3.43%/1.47%，对应 PE 为 7.00/6.76/6.67。综上，给予“增持”评级。

● 风险提示：

铝价大幅下跌风险；氧化铝价格波动风险；海外项目建设进度不及预期风险；下游需求不及预期风险等。

■ 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	33993	35035	35035
增长率(%)	5.03	15.22	3.07	0.00
EBITDA（百万元）	7881.66	13172.78	13533.73	13654.19
归属母公司净利润（百万元）	4817.85	8562.41	8855.90	8986.44
增长率(%)	8.13	77.72	3.43	1.47
EPS（元/股）	1.04	1.85	1.91	1.94
市盈率（P/E）	12.43	7.00	6.76	6.67
市净率（P/B）	2.03	1.78	1.58	1.42
EV/EBITDA	10.31	4.82	4.38	3.93

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	33993	35035	35035	营业收入	5.0%	15.2%	3.1%	0.0%
营业成本	22303	22115	22825	22826	营业利润	7.2%	91.3%	3.4%	1.5%
税金及附加	552	578	596	596	归属于母公司净利润	8.1%	77.7%	3.4%	1.5%
销售费用	22	20	21	21	获利能力				
管理费用	445	476	490	420	毛利率	24.4%	34.9%	34.9%	34.8%
研发费用	255	255	263	263	净利率	16.3%	25.2%	25.3%	25.6%
财务费用	470	248	185	91	ROE	16.3%	25.4%	23.4%	21.3%
资产减值损失	-119	-20	-20	-20	ROIC	12.3%	19.0%	18.0%	16.8%
营业利润	5594	10702	11071	11234	偿债能力				
营业外收入	9	10	0	0	资产负债率	45.4%	41.6%	38.6%	35.6%
营业外支出	10	8	0	0	流动比率	1.00	1.24	1.48	1.81
利润总额	5593	10704	11071	11234	营运能力				
所得税	781	2141	2214	2247	应收账款周转率	77.24	59.94	52.21	51.43
净利润	4811	8563	8857	8987	存货周转率	2.79	2.88	2.75	2.71
归母净利润	4818	8562	8856	8986	总资产周转率	0.53	0.61	0.59	0.55
每股收益(元)	1.04	1.85	1.91	1.94	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.04	1.85	1.91	1.94
货币资金	6540	8900	12826	17999	每股净资产	6.39	7.27	8.19	9.12
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	1605	1654	1654	PE	12.43	7.00	6.76	6.67
预付款项	1160	2212	2283	2283	PB	2.03	1.78	1.58	1.42
存货	7187	8170	8433	8433	现金流量表				
流动资产合计	17865	21579	25992	31266	净利润	4811	8563	8857	8987
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	-1599	-233	-150
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	9602	11304	11554
资产总计	54150	57598	61689	65538	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	8870	8931	8881	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	17902	17457	17512	17262	债务融资	-2320	-400	-400	-400
其他	6684	6484	6284	6084	其他	-4129	-4866	-5003	-5056
非流动负债合计	6684	6484	6284	6084	筹资活动现金流净额	-6449	-5266	-5403	-5456
负债合计	24586	23942	23796	23347	现金及现金等价物净增加额	14	2360	3926	5173
股本	4629	4629	4629	4629					
资本公积金	8699	8699	8699	8699					
未分配利润	15148	17956	20863	23813					
少数股东权益	-4	-3	-2	-1					
其他	1092	2376	3705	5053					
所有者权益合计	29563	33656	37893	42192					
负债和所有者权益总计	54150	57598	61689	65538					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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家另类投资子公司。

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：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

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