

中国宏桥 (01378)

证券研究报告

2023年11月28日

电解铝龙头企业，高盈利弹性

电解铝龙头企业，产业链一体化布局完善。公司是全球最具规模的铝产品制造商之一，形成了“氧化铝—电解铝—铝合金—铝深加工”的一体化产业链：**1) 铝土矿：**作为赢联盟成员在几内亚进行铝土矿开发，年出矿量约 5000 万吨。**2) 氧化铝：**公司具备国内 1750 万吨+印尼 200 万吨氧化铝产能，国内氧化铝自供国内电解铝产能同时实现富余产能外售，印尼氧化铝对盈利形成较好补充。**3) 电解铝：**国内具备 646 万吨合规产能，当前正将部分产能自山东搬迁至云南，云南文山 203 万吨已基本建成，当前受限于云南电力情况未全部投产；红河 193 万吨项目尚处于建设过程中。产能搬迁将持续提升公司绿电铝比例。**4) 铝加工：**公司具备 117 万吨深加工产能，未来将重点建设汽车轻量化的结构件、全铝车身项目及汽车零部件等高端项目。

成本下行后具备较好盈利弹性，资产负债率逐年下降。公司利润波动主要受到铝价及成本变化影响，因公司电力自给率达到约 55%，动力煤价格变化对公司盈利产生较大影响。22 年以来动力煤价格大幅上涨导致公司电力成本上升，拖累公司盈利，煤价回落后公司盈利具备较强弹性；此外近年来因公司盈利能力较好，经营性净现金流流入较多，而公司资本性开支规模维持在低位，在维持较好的分红规模基础上，公司偿还较多长期贷款，驱动公司近年来债务规模及资产负债率持续下降。

电解铝供应：国内即将达峰，海外供应短期内弹性有限。**1) 国内：**电解铝供应天花板约 4500 万吨，当前在建成产能 4484 万吨接近峰值+产能利用率达到 96%历史高点的背景下，后续产能及产量增量有限。**2) 海外：**存量产能自 21 年以来因能源危机有所减产，至今尚未恢复，我们认为当前海外相对疲软的需求或使得欧美减产产能复产意愿受损，海外新投产能主要集中在印尼等国家，其产能或受限于较差的基础设施条件及电厂建设。综上，中期维度内国内及海外电解铝供应增量有限。

电解铝需求：传统需求韧性较强，新能源需求占比持续提升。**1) 传统需求领域：**电解铝主要应用于建筑地产/交通运输/电力/消费品/机械领域，占比分别为 26%/24%/13%/12%/12%。地产领域 1-9 月国内房屋竣工面积同比+20%，对铝需求形成明显拉动；交运领域传统汽车产量虽受到新能源车替代整体增量有限，但单车用铝量或持续提升；传统需求整体韧性强于预期。**2) 新能源领域：**电解铝需求主要由光伏及新能源车拉动。年内光伏装机的超预期增长叠加新能源车产销的高景气度为铝需求提供较多增量。据我们测算 23 年新能源领域对国内铝需求拉动或在 3-4%。

盈利：成本定价转为供需定价，成本上行空间有限保障高利润延续。铝价由过往的成本驱动转为供需驱动，而我们认为其原料成本不具备大幅上涨侵蚀行业利润的基础：**1) 氧化铝：**短期因供应扰动导致的现货紧张驱动价格上行，但中期过剩趋势明显，价格涨幅有限。**2) 动力煤：**8 月以来安监压力加大以及非电需求表现较好带动价格上涨，后续供应压力缓解后预计价格将有所回落。**3) 预焙阳极：**原料石油焦决定阳极价格波动。进口石油焦的持续补充以及高位港口库存下石油焦价格不具备大涨基础。在供需格局向好，而三大核心成本项（氧化铝、电力、预焙阳极）不具备大幅涨价的基础上，我们认为当前行业的高盈利水平能够得以维持。

盈利预测与投资建议

电解铝供需向好带来铝价价格中枢抬升，动力煤价格下行将带来公司成本下降，公司盈利具备较好弹性预测 23-25 年公司营业收入 1278/1325/1372 亿元，同比 -3%/+4%/+3%，归母净利 93.1/121.2/137.8 亿元，同比 +7%/+30%/+14%，当前市值对应 PE 分别为 6/5/4 倍。估值水平显著低于可比公司，考虑到公司为港股，参考同行业平均估值，保守给予公司 24 年业绩 7 倍估值，目标价 9.80 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：项目建设、上游原材料价格波动、电解铝新投产产能超预期、下游需求不及预期、测算具有主观性风险、跨市场比较风险。

投资评级

行业	原材料业/一般金属及 矿石
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	6.44 港元
目标价格	9.80 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	9,475.54
港股总市值(百万港元)	61,022.47
每股净资产(港元)	9.88
资产负债率(%)	47.92
一年内最高/最低(港元)	9.55/5.45

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110523050001
liuyiting@tfzq.com	
陈凯丽	联系人
chenkaili@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 中国宏桥：电解铝龙头企业，高盈利弹性	4
1.1. 中国宏桥：全球最具规模的铝产品制造商之一	4
1.2. 电解铝板块贡献主要盈利，成本上行导致业绩承压	5
2. 产业链布局完善，产能自山东向云南迁移	7
3. 铝价复盘：横盘震荡一年，乐观预期助推铝价突破震荡区间	9
4. 电解铝供需：供需趋紧，高利润有望延续	9
4.1. 供应：国内产能接近天花板，海外短期增量有限	9
4.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长	12
4.3. 进出口：海外需求疲软带来进口大增，后续影响或减弱	16
5. 盈利能力：供需偏紧使得成本定价转向供需定价	17
6. 库存：历史低位库存对价格形成强支撑	20
7. 盈利预测	21
风险提示	22

图表目录

图 1：中国宏桥发展历程	4
图 2：公司股权结构稳定，实控人持股比例较高（截至 2023 年 3 月底）	5
图 3：公司营收结构（亿元）	5
图 4：公司毛利结构（亿元）	5
图 5：公司铝合金业务单位盈利能力变化（元/吨）	5
图 6：公司氧化铝业务单位盈利能力变化（元/吨）	5
图 7：公司归母净利润（亿元）	6
图 8：近年来公司借贷规模有所下降（亿元）	6
图 9：近年来公司资产负债率显著下降	6
图 10：近年来公司现金流变化（亿元）	6
图 11：近年来公司氧化铝销量（万吨）	7
图 12：公司氧化铝自给率	7
图 13：公司近年来电力自给率有所下降	7
图 14：公司铝合金产品近年来产销量（万吨）	8
图 15：中国宏桥一体化产业链布局	8
图 16：国内外电解铝价格走势	9
图 17：国内电解铝产能（万吨）	10
图 18：国内电解铝产量（万吨）	10
图 19：23 年铝水转化率水平较往年比有所提升（%）	10
图 20：2022 年全球电解铝产量分布	11
图 21：23 年海外电解铝产量持平于 22 年（万吨）	11
图 22：欧洲天然气价格已有所回落（美元/百万英热）	11

图 23: 欧洲电解铝现货溢价持续回落表明需求疲软 (美元/吨)	11
图 24: 2022 年电解铝下游需求结构	12
图 25: 2022 年铝加工材分品种产量	12
图 26: 铝型材开工率 (%)	12
图 27: 铝板带箔开工率 (%)	12
图 28: 23 年国内铝材产量为历年来最高 (万吨)	13
图 29: 新开工及竣工面积累计增速	13
图 30: 国内房屋新开工及竣工面积 (亿平)	13
图 31: 国内传统汽车销量 (万辆)	14
图 32: 国内电源及电网投资情况 (%)	15
图 33: 国内电网基本建设投资完成额 (亿元)	15
图 34: 国内光伏新增装机量及同比增速 (GW)	15
图 35: 国内组件产量及同比增速 (GW)	15
图 36: 油车到新能源车单车用铝量明显提升 (磅)	15
图 37: 国内新能源汽车销量 (万吨)	15
图 38: 电解铝进口数量 (吨)	16
图 39: 国内铝锭主要进口自俄罗斯 (23 年 1-8 月)	16
图 40: 未锻轧铝及铝材出口数量 (万吨)	17
图 41: 全球铝消费分布	17
图 42: 欧美制造业 PMI	17
图 43: 电解铝各项成本占比变化	18
图 44: 国内氧化铝现货价格 (元/吨)	18
图 45: 23 年 9 月国内氧化铝运行产能有所下降 (万吨)	18
图 46: 年初以来动力煤价格整体呈下行走势 (元/吨)	19
图 47: 电解铝行业加权平均电价走势 (元/度)	19
图 48: 国内预焙阳极价格变化 (元/吨)	20
图 49: 石油焦价格变化 (元/吨)	20
图 50: 9 月行业平均吨铝盈利 3695 元/吨	20
图 51: 9 月电解铝行业产能成本曲线	20
图 52: 国内铝锭社会库存 (万吨)	21
图 53: 国内铝棒社会库存 (万吨)	21
表 1: 中国电解铝已建成新产能 2023 年拟投产、在建产能可投产明细 (万吨)	11
表 2: 中国氧化铝已建成新产能 2023 年拟投产、在建产能可投产明细 (万吨)	18
表 3: 2023 年中国氧化铝预期复产明细 (万吨)	19
表 4: 公司主要产品产销量假设 (万吨)	21
表 5: 公司营收及毛利预测	21
表 6: 可比公司估值 (截至 2023 年 11 月 27 日)	22

1. 中国宏桥：电解铝龙头企业，高盈利弹性

1.1. 中国宏桥：全球最具规模的铝产品制造商之一

中国宏桥集团有限公司成立于 1994 年，是一家集热电、采矿、氧化铝、液态铝合金、铝合金锭、铝合金铸轧产品、铝母线、高精铝板带箔、新材料于一体的全产业链特大型企业之一。公司于 2011 年在香港联交所主板上市，具有较强的规模优势，并通过“上下游一体化”的发展，形成了“氧化铝—铝合金—铝深加工”的一体化产业链。公司发展经历四个阶段：

创立：成立于山东的民营铝业。1994 年，山东宏桥成立。成立时，主要从事坚固尼及色织布生产及分销。2002 年铝电成立，以生产热电为主要业务范围。

成长：收购扩大铝制品产能。2006 年，山东宏桥收购铝电全部股权从而成为魏桥铝电唯一实益拥有人。2010 年，山东宏桥自创业集团收购设计年总产能约 16 万吨的铝产品生产设施，集团的铝产品设计年总产能增加至约 91.6 万吨。2011 年，中国宏桥集团有限公司于香港联合交易所有限公司主板上市。

发展：布局海外扩大铝产品产能。2012 年，中国宏桥集团宣布与三家矿土商和船运商于印尼成立氧化铝生产公司，投资 10 亿美元建设及经营设计年产能为 200 万吨的氧化铝生产厂。2014 年，中国宏桥集团等三家联手在几内亚成立了博凯矿业公司。2016 年，该公司的铝产品产能达到 743.6 万吨。

优化：全力打造铝产业链绿色生态闭环，积极引领带动上下游链条产业发展。2019 年，宏桥领建启动云南绿色铝创新产业园暨 200 万吨绿色水电铝项目，依托水电资源丰富的优势发展铝产业，实现水电资源充分利用，推动水电和铝产业深度融合。

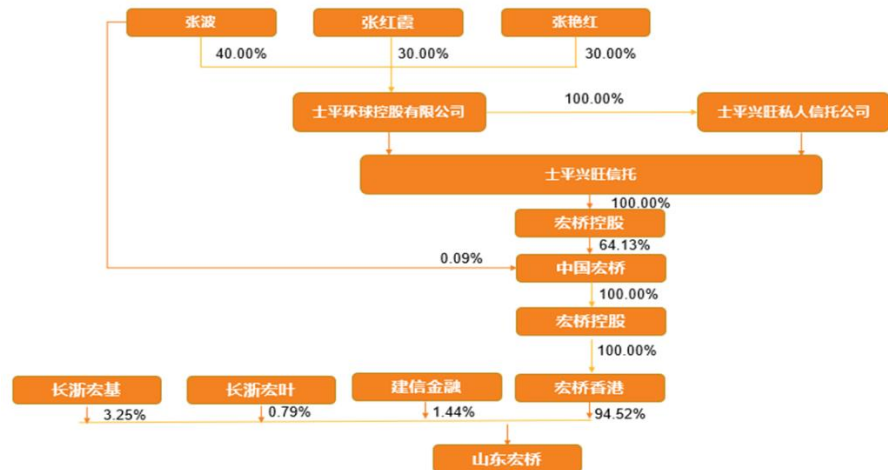
图 1：中国宏桥发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中国有色金属报公众号，魏桥创业公众号，天风证券研究所

股权结构稳定，实控人持股比例较高。截止 2023 年 3 月底，公司董事会主席兼执行总裁张波先生及其家族通过家族信托基金士平兴旺私人信托公司持有宏桥控股 100%股权，同时张波先生本人以直接形式持有中国宏桥 0.09%的股份，张波先生及其一致行动人以直接或间接的方式累计持有公司 64.22%的股份。中国宏桥下属五家全资或控股子公司，助力公司形成一体化的铝产业链。

图 2: 公司股权结构稳定, 实控人持股比例较高 (截至 2023 年 3 月底)

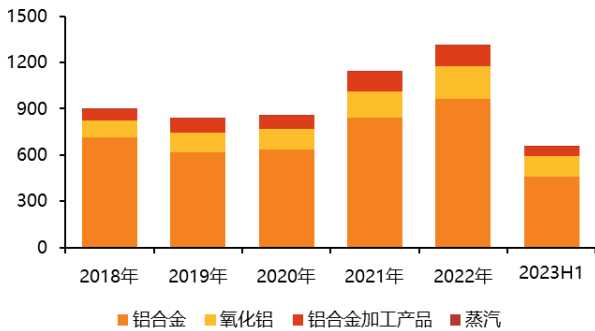


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 电解铝板块贡献主要盈利, 成本上行导致业绩承压

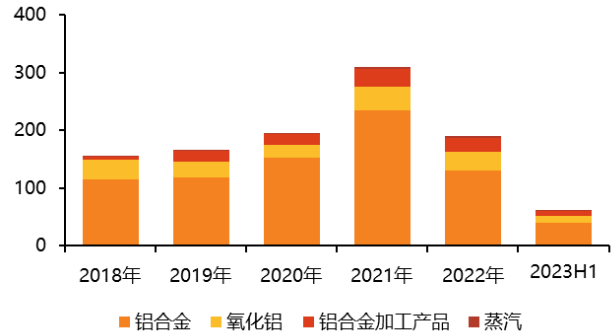
铝合金贡献主要盈利。公司营收和毛利主要来自于铝合金和氧化铝板块, 其中铝合金板块贡献主要营收和毛利。2023H1 公司铝合金/氧化铝/铝合金加工产品毛利占比分别为 68%/21%/13%。

图 3: 公司营收结构 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 公司毛利结构 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

成本上升导致盈利能力下降。近年来公司利润波动主要受到铝价及成本变化影响。22 年公司营收 1348 亿元, 同比+15.48%, 归母净利润 87.0 亿, 同比-46%, 在电解铝全年均价未下滑的情况下盈利下降主要系原材料动力煤价格大幅上涨导致公司电力成本上升, 此外受人民币大幅贬值影响, 公司计提大额汇兑损失。2023H1 公司归母净利润 24.6 亿元, 同比-69%, 主要系上半年铝价同比去年降幅较大。

图 5: 公司铝合金业务单位盈利能力变化 (元/吨)

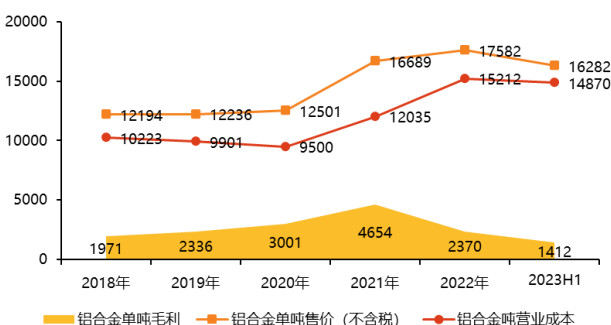
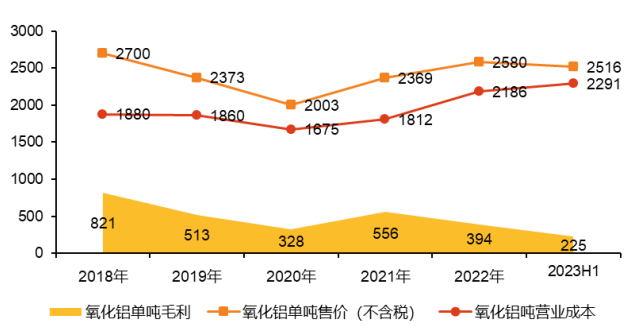


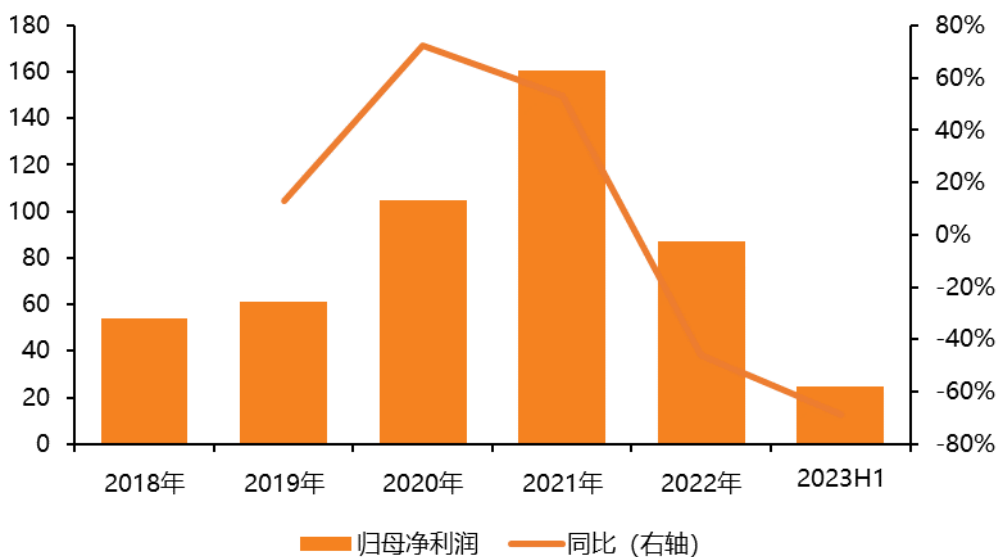
图 6: 公司氧化铝业务单位盈利能力变化 (元/吨)



资料来源：公司公告，choice，天风证券研究所

资料来源：公司公告，choice，天风证券研究所

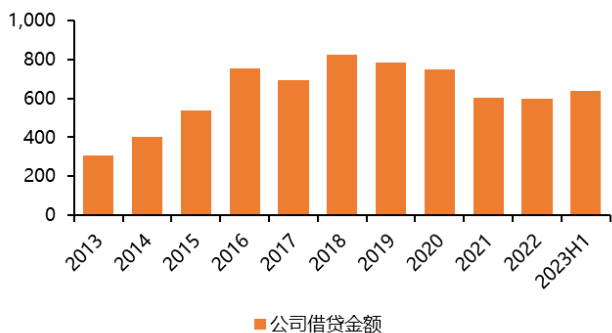
图 7：公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

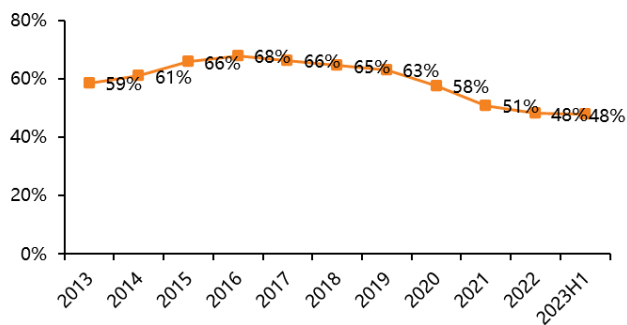
长期借款规模下行驱动资产负债率下降。近年来因公司盈利能力较好，经营性净现金流入较多，此外产能扩张基本结束，资本性开支规模维持在低位，在维持较好的分红规模基础上公司偿还了较多的长期贷款，驱动公司近年来资产负债率持续下降。

图 8：近年来公司借贷规模有所下降（亿元）



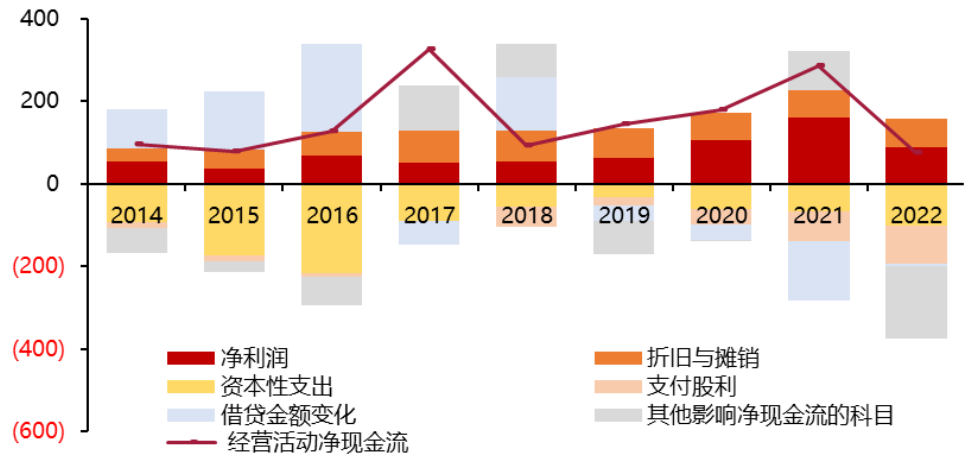
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：近年来公司资产负债率显著下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：近年来公司现金流变化（亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

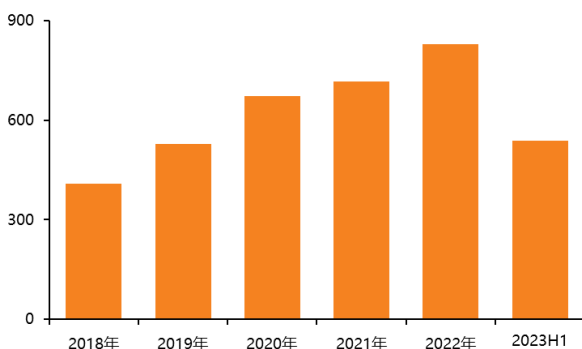
注: 坐标轴上部分为现金流入, 下部分为现金流出

2. 产业链布局完善, 产能自山东向云南迁移

铝土矿: 创立“赢联盟”保证海外铝土矿供应。2014 年韦立国际集团联合中国宏桥、中国山东省港口集团烟台港集团和法国 UMS 组成三国四方“赢联盟”(SMB-Winning Consortium), 进入几内亚从事铝土矿开发, 赢联盟在几内亚注册了赢联盟博凯矿业公司、赢联盟非洲港口公司以及赢联盟几内亚铁路公司等公司, 分别承担矿山开采、港口建设运营和铁路建设等工作, 目前每年出矿近 5000 万吨。除向赢联盟采购外, 公司也与澳大利亚的企业签署了采购铝土矿的长期合同。

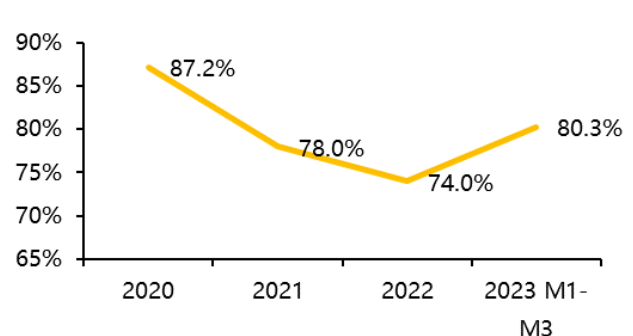
氧化铝: 国内产能充分自给, 印尼产能补充盈利。1) **国内:** 公司国内氧化铝年设计产能为 1750 万吨/年, 从产能量级上可以完全满足生产所需, 同时部分氧化铝可外售。为节约运输成本, 公司氧化铝采取以控制总的成本最低的就近采购原则, 导致公司仍有部分外购需求, 产业集群内独立供货商为公司主要的氧化铝供应商。2) **印尼:** 公司与印尼当地最大的铝土矿主合资建有年产 200 万吨氧化铝生产线, 并同步建设电厂、码头、生活区等配套设施, 主要由子公司宏发韦立负责。一期 100 万吨已于 2016 年上半年开始运营, 二期 100 万吨已于 2021 年底投产。由于印尼当地具备的铝土矿等优势, 我们预计印尼项目可为公司贡献较好盈利。

图 11: 近年来公司氧化铝销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

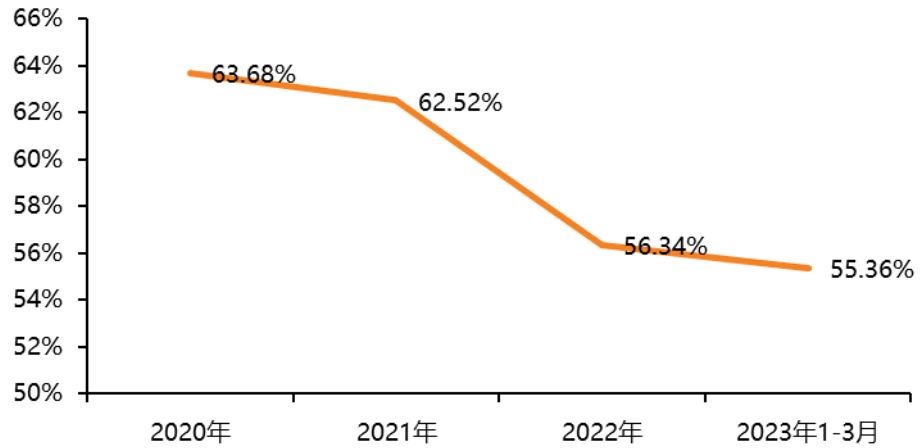
图 12: 公司氧化铝自给率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

电力: 自给为主, 随产能搬迁自给率有所下降。公司拥有自备电厂和自建输电网络, 除云南基地外所有生产基地均由自建电网连接, 集中供电, 运营效率高。受部分产能搬迁至云南需外购电力影响, 近年来公司电力自给率下降, 2023 年 3 月底, 公司装机量 992 万千瓦, 电力自给率为 55.36%。

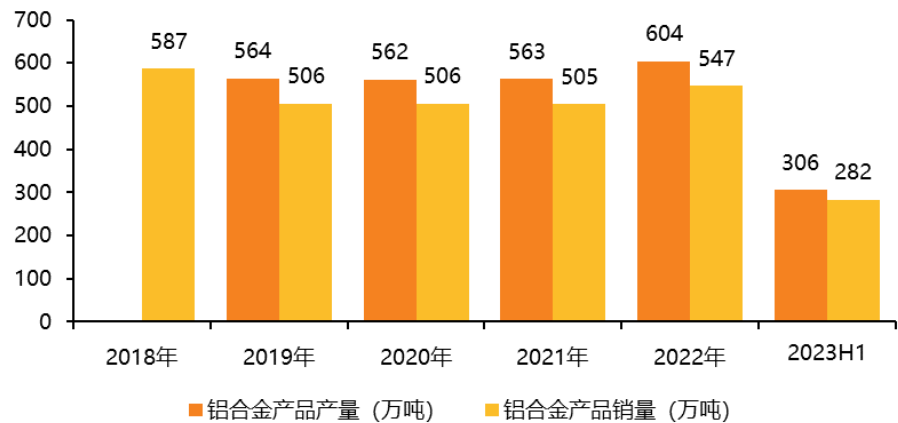
图 13: 公司近年来电力自给率有所下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

电解铝：山东产能陆续向云南迁移。截至 23 年 3 月公司电解铝产能为 645.90 万吨/年。近年来公司逐渐将电解铝产能搬迁至云南，调节能源结构。2022 年云南文山电解铝项目一期已经建成投产，设计产能 107.40 万吨/年；云南文山电解铝项目二期 95 万吨/年产能已基本建成，若电力供应充足，具备全部投产条件。同时公司布局云南红河项目，设计产能 193 万吨，当前尚处于建设阶段。公司产能搬迁以后电力来源更加多元化，且考虑到云南丰富的水电资源，清洁能源占比有望持续提升。

图 14：公司铝合金产品近年来产销量（万吨）

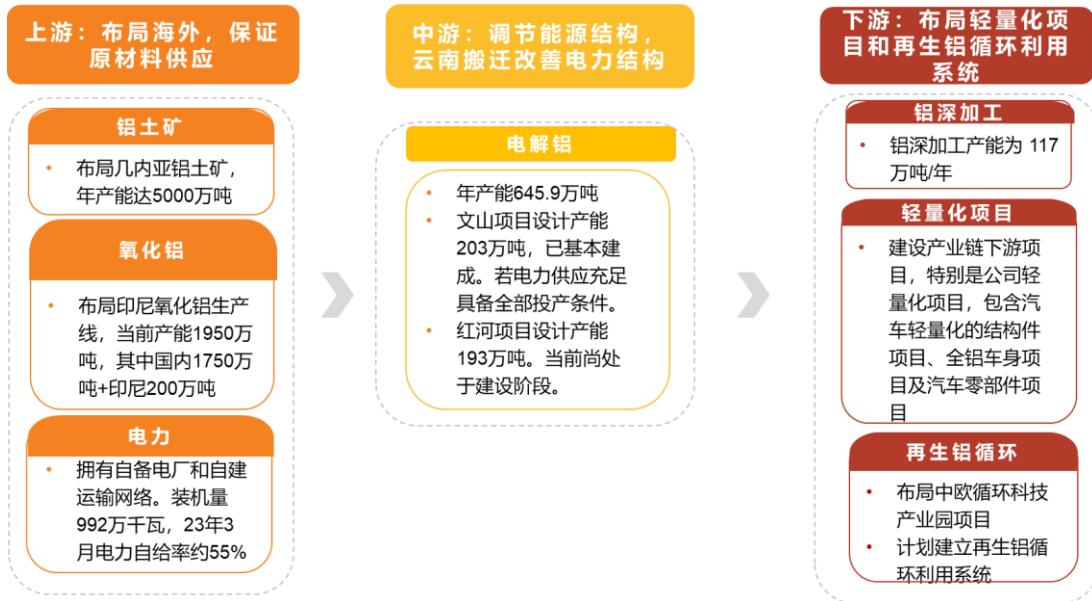


资料来源：choice，公司公告，天风证券研究所

深加工：向高端车用深加工领域布局。截至 23 年 3 月公司铝深加工产能为 117 万吨/年，公司将重点建设产业链下游项目，特别是公司轻量化项目，包括汽车轻量化的结构件项目、全铝车身项目及汽车零部件项目等。

再生铝：公司计划建立再生铝循环利用系统，以超低能耗、超低排放和较低成本实现废铝回收、再生、再用。目前，公司已投资在建中欧循环科技产业园项目，中欧循环科技产业园项目通过新建省内最先进的报废汽车拆解设施，引进欧美先进设备和经营理念，能够保证项目产品的品质与国内同类产品相比，处于优势地位。

图 15：中国宏桥一体化产业链布局

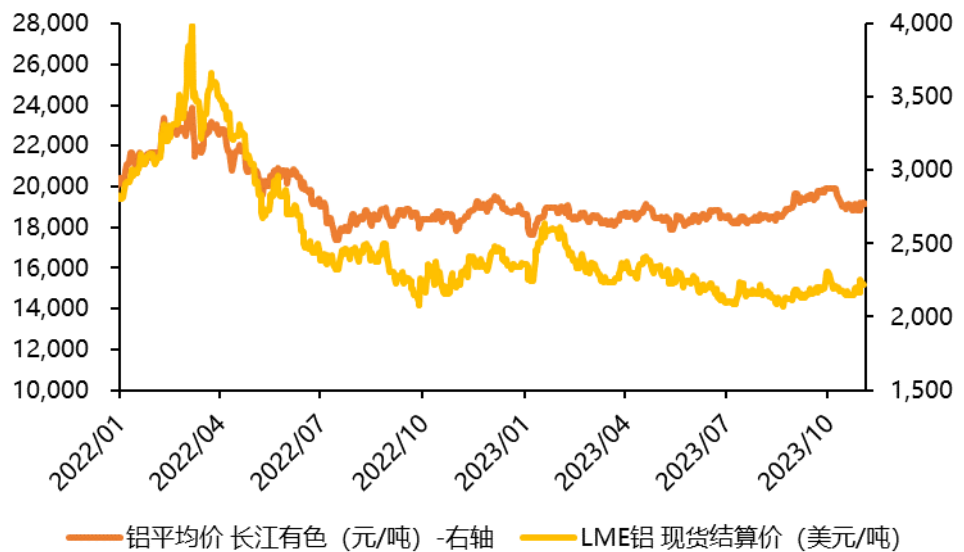


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 铝价复盘：横盘震荡一年，乐观预期助推铝价突破震荡区间

铝价横盘震荡一年，9月起沪铝呈向上突破趋势。22Q1 在俄乌冲突导致欧洲能源价格高企以及对俄铝制裁的担忧下，铝价大涨，沪铝价格一度突破 2.4 万元/吨，此后铝价因全球经济衰退压力增加而大幅回落至 1.7 万元/吨。22 年 8 月起铝价温和上修，此后沪铝价格主要在 1.75 万至 1.95 万区间内震荡运行，整体维持窄幅波动。23 年上半年宏观维度看情绪上存在一定反复，美联储处于加息周期，而国内宏观数据略不及预期。基本面看供应端云南及川渝地区的停复产扰动较多，虽宏观有一定压力，但相对较好的供需环境以及铝水比例的下滑导致铝锭库存持续偏低，对铝价形成较强支撑。9 月以来宏观面地产政策放松，基本面维度淡季累库不足导致现货库存低位，叠加金九银十旺季预期下铝价突破近一年的震荡区间，一度突破 1.95 万元/吨。此后虽略有回落，但仍保持在 1.9 万元/吨左右价格。

图 16：国内外电解铝价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

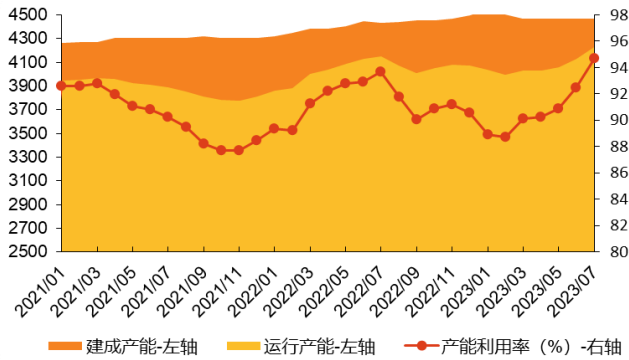
4. 电解铝供需：供需趋紧，高利润有望延续

4.1. 供应：国内产能接近天花板，海外短期增量有限

建成产能即将达峰，产能利用率为历史高位。国内电解铝存在产能天花板，2017 年国家发改委等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案的通知》，我国电解铝行业产能的天花板被划定为 4400-4500 万吨。2018 年工信部颁布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》以及多项产能限制政策的推进下，全国电解铝产量同比增速快速下降，4500 万吨产能天花板逐步确立。

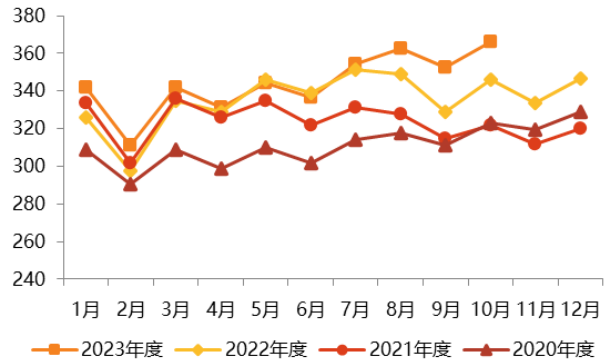
截至 23 年 10 月底，国内电解铝建成产能及运行产能分别为 4484/4309 万吨，建成产能接近 4500 万吨天花板，同时产能利用率已达到 96%，为历史高点。近年来随着建成产能以及运行产能的增加，国内电解铝产量持续提升，23 年 1-10 月国内电解铝产量 3443 万吨，同比+2.8%。

图 17：国内电解铝产能（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

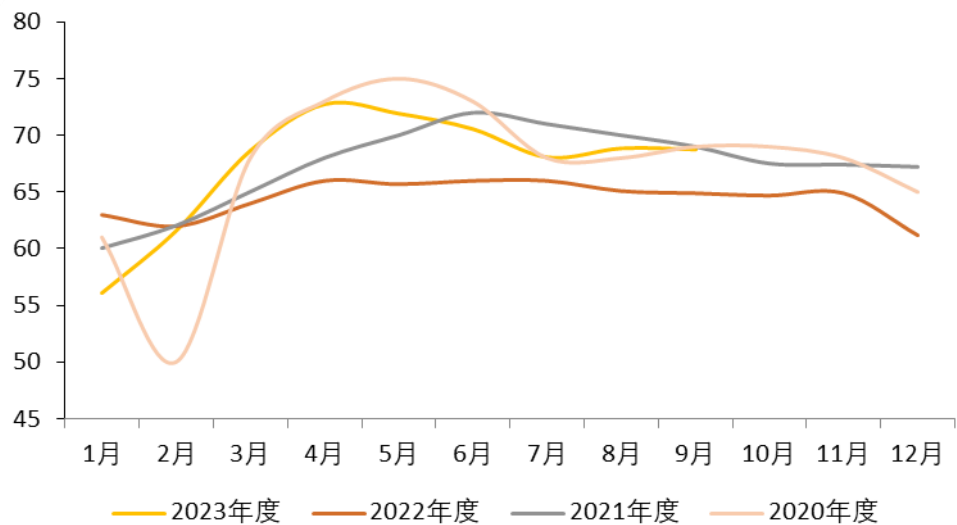
图 18：国内电解铝产量（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

铝水转化率持续提升，铝锭低库存或将成为常态化现象。年初以来随着铝棒及其他初级加工品产量的提升，铝水转化率较往年比有明显提升，导致年内电解铝产量虽同比增长，但铸锭量同比显著下降，转化率提升是今年以来电解铝库存持续维持低位的一大重要原因。据钢联数据，23 年 9 月铝水转化率为 68.8%，而根据工信部、发改委及生态环境部印发的工业领域碳达峰实施方案，到 25 年铝水直接合金化比例提高到 90%以上。随着铝水转化率的进一步提高，预计铝锭低库存将成为常态化现象。

图 19：23 年铝水转化率水平较往年比有所提升（%）



资料来源：钢联，天风证券研究所

建成及运行产能后续增长空间有限。新投方面，年内待新投产产能仅内蒙古白音华 20 万吨及云南宏泰部分产能，由于云南宏泰为置换产能，预计实际年内新增产能仅白音华的 20 万吨。我们预计在云南不发生减产的情况下，23 年底国内运行产能将达到约 4311 万吨。

考虑到云南减产 115 万吨，预计年底运行产能将降至 4196 万吨。

考虑到建成产能已接近产能天花板，而当前产能利用率位于历史高位，后续建成及运行产能增长空间有限。而参考过去几年国内电解铝运行产能变化规律，除云南受限于偏紧的水电供应在四季度发生减产，其他地区产量也可能受到电力或者意外事故扰动。当前国内电解铝供应面临的是增量有限而易发生减量的脆弱局面。

表 1：中国电解铝已建成新产能 2023 年拟投产、在建产能可投产明细（万吨）

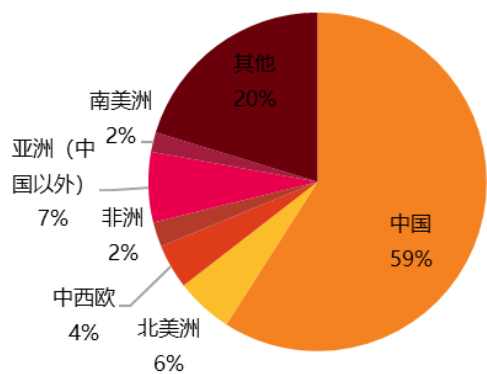
企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	预期年内还可投产	预期年度最终实现累计
甘肃中瑞铝业有限公司	11.2	11.2	0	2023/01	0	11.2
内蒙古锡林郭勒白音华煤电有限责任公司铝电分公司	26	6	20	2023/01	20	26
云南宏泰新型材料有限公司	108	40	68	2023Q2	15	55
贵州兴仁登高新材料有限公司	12.5	12.5	0	2023Q2	0	12.5
贵州元豪铝业有限公司	10	8	0	2023/01	0	8
贵州华仁新材料有限公司	10	10	0	2023Q3	0	10
总计	177.7	87.7	88		35	122.7

资料来源：百川盈孚大数据，天风证券研究所

海外电解铝产量相对稳定，中西欧因停产贡献一定减量。国内电解铝产量占全球比重逐年提升，贡献全球主要产量增量。近年来海外电解铝产量相对稳定，22 年海外产量占全球比重约 41%。因能源价格高企，21 年以来欧洲较多铝厂减产或关闭，至今尚未恢复。

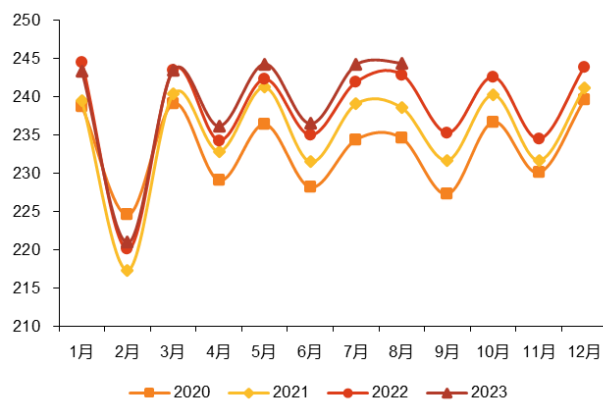
23 年 1-9 月海外电解铝产量 2150 万吨，同比+0.5%。从各个地区产量来看，中西欧贡献主要减量，产量同比减量 19.3 万吨，同比-9.0%；南美洲贡献主要增量，产量同比增量 16.2 万吨，同比+17.5%。欧洲前期因能源问题停产导致的减量被亚洲、南美等一些地区所弥补。

图 20：2022 年全球电解铝产量分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：23 年海外电解铝产量持平于 22 年（万吨）

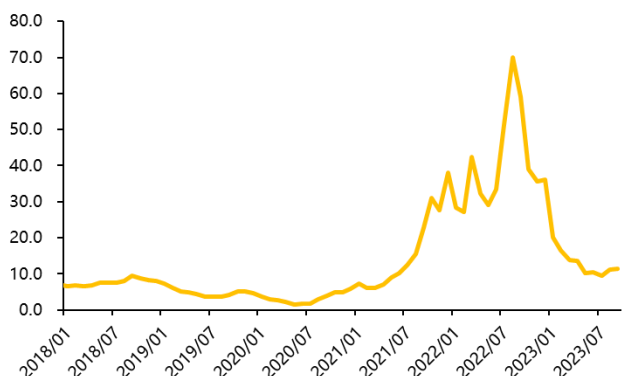


资料来源：Wind，天风证券研究所

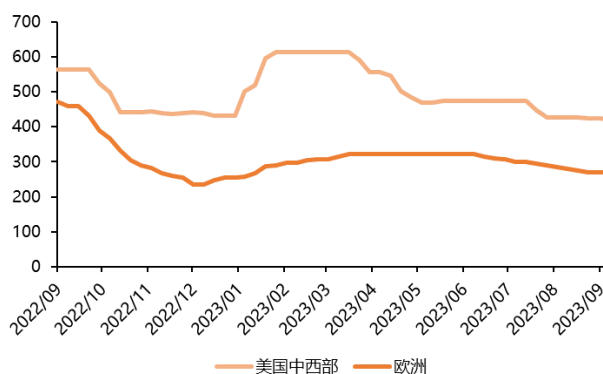
海外需求或抑制前期停产产能短期内复产意愿。随着欧洲能源问题的缓解，欧洲天然气价格已有明显回落，但至今并没有大规模复产的迹象，一方面系前两年高企的成本导致部分中小企业现金流紧张从而濒临破产，重新复产启槽压力较大；另一方面我们认为欧洲电解铝现货溢价持续回落表明消费相对疲软，或部分抑制了铝企的复产意愿。

图 22：欧洲天然气价格已有所回落（美元/百万英热）

图 23：欧洲电解铝现货溢价持续回落表明需求疲软（美元/吨）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



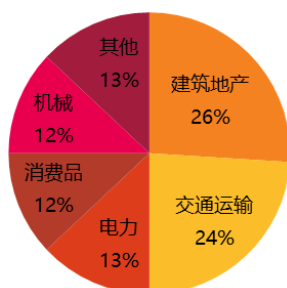
资料来源: ifind, 天风证券研究所

海外新投资项目短期内或受限于基础设施及电厂建设。23 年以后海外新投电解铝产能主要集中在印尼、马来西亚等国，考虑到印尼基础设施条件相对较差，我们认为短期内海外项目大规模放量的可能性较小。此外较多中资企业去印尼建厂，而我国不再新建境外煤电项目后，中资企业海外电解铝产能配套的电厂建设或也将存在一定难度。

4.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长

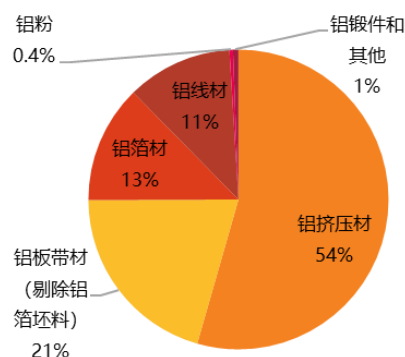
电解铝需求可通过终端或中游指标加以交叉验证。电解铝下游按终端消费分，地产及交运为主要消费领域，22 年需求占比分别达到 26%/24%，其余应用领域较为分散，电力/消费/机械分别占比 12%-13%，下游应用整体和宏观经济相关性强。挤压材及板带箔为主要铝加工材形态，占比分别达到 54%/34%。在判断需求时，既可以通过下游终端需求指标，也可以加工端开工率变化加以验证。

图 24：2022 年电解铝下游需求结构



资料来源: 中研网, 天风证券研究所

图 25：2022 年铝加工材分品种产量

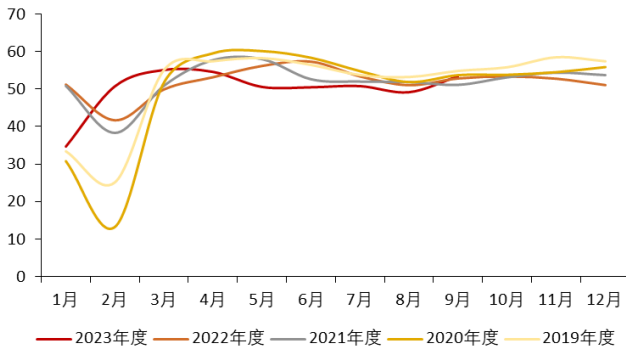


资料来源: 中国有色金属加工工业协会, 天风证券研究所

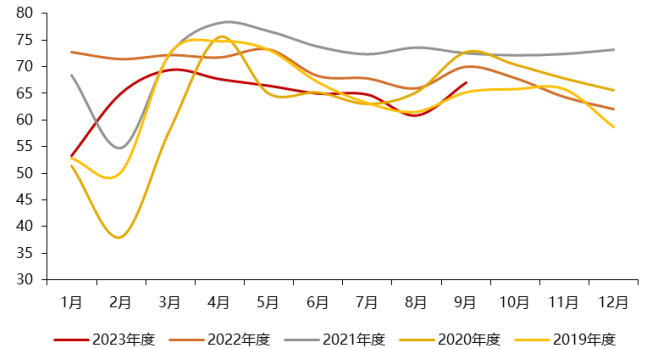
铝加工材开工率不及往年，但产量观为近年来新高。观察下游铝加工材开工率，占据电解铝下游应用比重较高的铝型材及铝板带箔二季度以来开工率水平低于往年同期，从铝开工率数据容易得到今年需求弱于往年的结论。

图 26：铝型材开工率 (%)

图 27：铝板带箔开工率 (%)



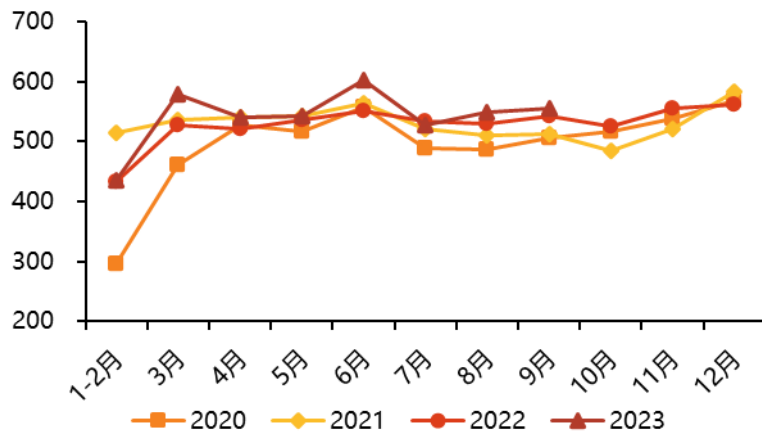
资料来源：钢联，天风证券研究所



资料来源：钢联，天风证券研究所

铝材产量位于近年来高位，中游开工率下降或因总产能提升。从国内铝加工材产量数据来看，23 年 1-9 月国内铝加工材产量 4333 万吨，同比+3.8%，表明实际铝加工材产量依然维持增长，因此我们判断加工材开工率下降或由于加工企业总产能增加导致的竞争加剧，而非下游需求萎缩。

图 28: 23 年国内铝材产量为历年来最高 (万吨)



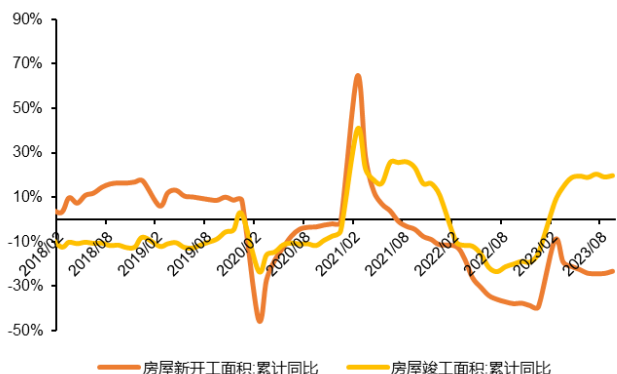
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：由于统计局仅公布 1-2 月合计产量，对其做平均处理。

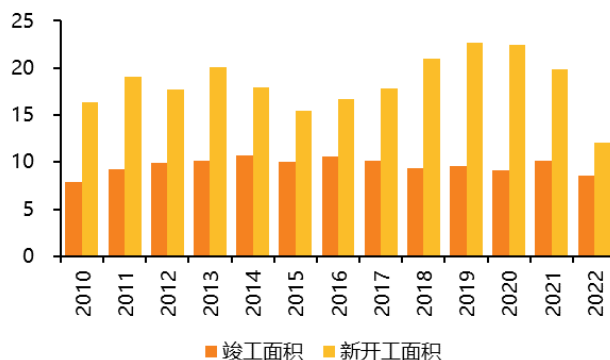
建筑地产为铝第一大应用领域，近年来韧性较强。建筑地产占电解铝下游需求比重较高，铝在建筑地产中主要应用于门窗、幕墙等，受竣工端影响较大。22 年 7 月政治局会议将“保交楼”写入政治局会议文件，随后央行、住建部等部门出台多项措施，“保交楼”成为房地产行业出清过程中首要目标之一。在“保交楼”等政策的推动下，1-9 月国内竣工面积累计同比+20%，对年内铝需求形成明显拉动，此外前期面临违约的项目在“保交楼”政策下，我们预计或将在近几年陆续得到交付，对地产用铝形成一定支撑。

图 29: 新开工及竣工面积累计增速

图 30: 国内房屋新开工及竣工面积 (亿平)



资料来源：Wind，天风证券研究所

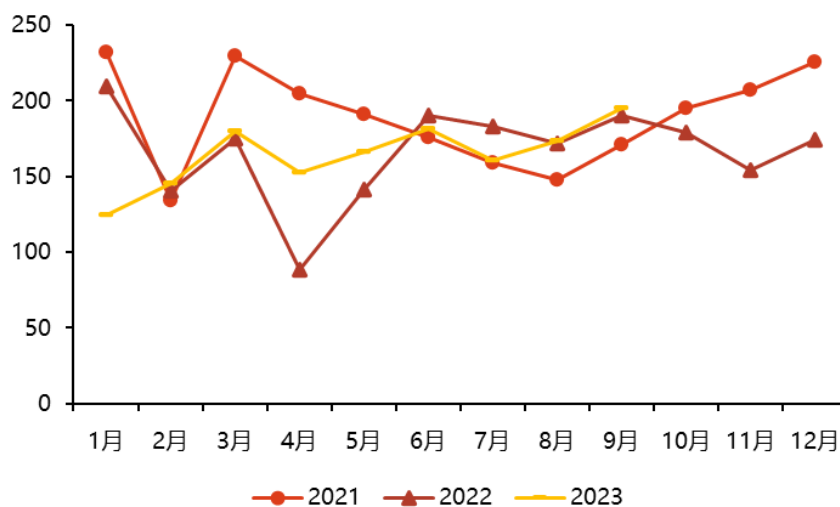


资料来源：Wind，天风证券研究所

交通运输为铝第二大下游应用领域，车用铝合金范围广泛。由于铝合金材料所具有的优势，其在汽车上的应用范围越来越广，汽车用铝合金包括铸造、轧制、挤压和锻造四大类，其中铸造铝合金主要用于汽车发动机缸体、缸盖、离合器壳、保险杠、车轮、发动机托架等零部件；轧制铝板带箔主要用于车身面板、车门蒙皮、散热系统、电池壳、电池箔等；挤压型材主要用于防撞梁、悬挂件、各种支架、电池托盘等；锻造件主要用于车轮、保险杠、曲轴等。

传统车产量增长有限，但单车用铝量仍有提升空间。1-9月国内传统汽车销量1479万辆，同比-0.7%，由于新能源车对传统汽车的替代，传统车产量增长空间有限，为满足汽车轻量化的要求，铝制材料在汽车上的应用率不断提高，也基本成为汽车减重的首选材料，此外新能源汽车单车用铝量高于传统车，其占比提升也将带动单车用铝量持续提升。

图 31：国内传统汽车销量（万辆）

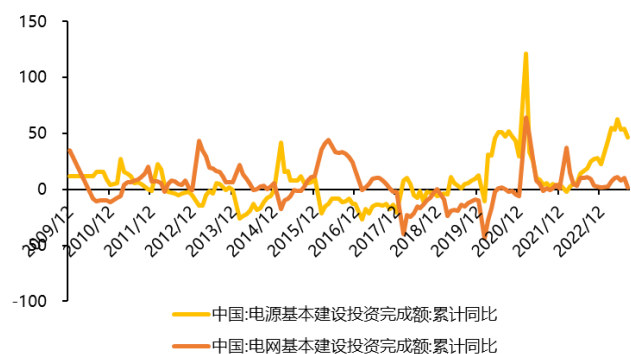


资料来源：Wind，天风证券研究所

电力是国内铝下游第三大应用领域，特高压提供额外需求增量。在导电性能性能和铜芯电缆相当的前提下，铝合金电缆有很多性能优于铜芯电缆，若成本低、损耗低、重量轻、耐腐蚀、抗疲劳能力强等，发展前景十分可观。此外，特高压电网项目输电电缆主要采用的钢芯铝绞线，是由铝线和钢线绞合而成的线缆，在满足相同导电性能的前提下，相同质量的铝合金电缆长度是铜电缆的两倍。随着国内特高压电网项目持续推进，铝制杆线的消费比重将逐年提高。除铝杆线用途以外，电力用铝还包括母线铝排、变电端变压器和互感器等电力输送端的用途。

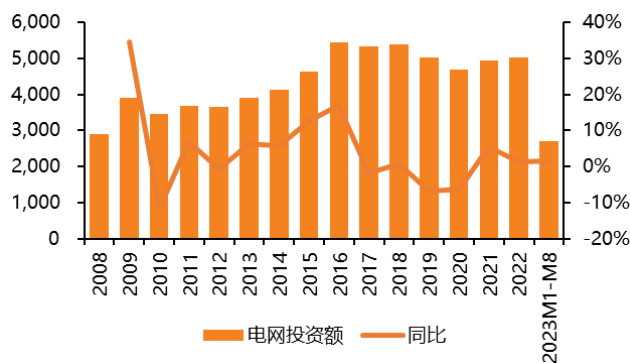
电网投资维持高位，对铝需求形成托底。23年国家电网将加大投资，投资额将超过5200亿元，同比增长约4%。1-9月国内电源/电网投资累计增速分别为+41.1%/+4.2%。整个十四五期间国网和南网的投资规模将超过3万亿元，预计近几年电网投资将维持高位。

图 32：国内电源及电网投资情况（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：国内电网基本建设投资完成额（亿元）

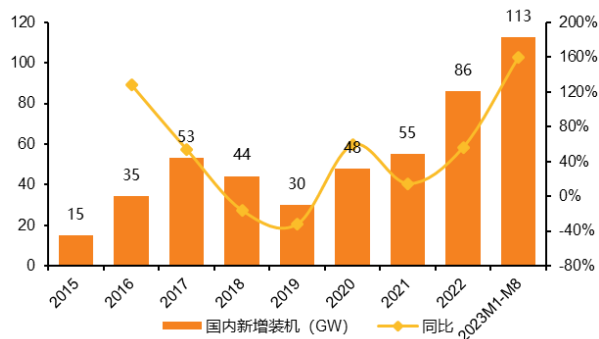


资料来源：Wind，天风证券研究所

光伏装机超预期，23 年贡献铝需求主要增量。 铝合金在光伏领域主要用于支架及光伏组件边框，在支架领域铝合金因重量轻、安装方便快捷等特点，更多应用于分布式电站，据 SMM 预测，光伏边框及支架对铝单耗分别为 0.65/0.7 万吨/GW。

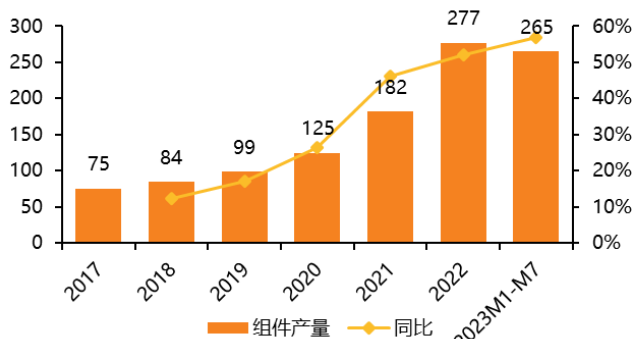
23 年以来在光伏电站投资经济性及环境效益提升的驱动下，光伏新增装机量大幅增长。1-8 月国内光伏新增装机 113GW，同比+154%；1-7 月国内光伏组件产量 265GW，同比+57%。按照 SMM 对国内全年装机量 180GW 以及组件产量 500GW 的预测，23 年国内光伏领域用铝量 451 万吨，同比增加 189 万吨，考虑到原铝占比，对原铝需求增量约 124 万吨，对今年铝需求增量起到了重要拉动作用。

图 34：国内光伏新增装机量及同比增速（GW）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：国内组件产量及同比增速（GW）



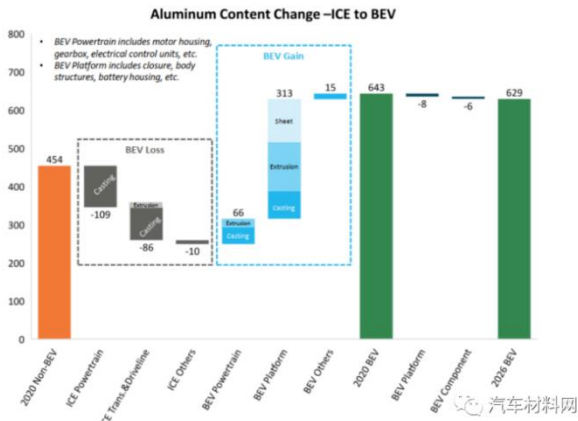
资料来源：SMM，钢联，天风证券研究所

新能源车因车身结构差异，单车用铝量有显著提升。 据 DuckerFrontier 研究，新能源车单车铝合金使用量比传统燃油车多 41.6%。其中因减少了燃油车用发动机、传动系统以及其他零部件，较燃油车用铝量分别减少了 24.0%、18.9%和 2.2%。而纯电动车因动力系统和车身结构件铝合金用量更多，动力传动系统、结构件及其他零部件分别使单车用铝量提高了 10.3%、48.7%、2.3%。从铝材类型来看，传统压铸用铝比例下降，轧制板带箔和挤压型材占比相对提升。

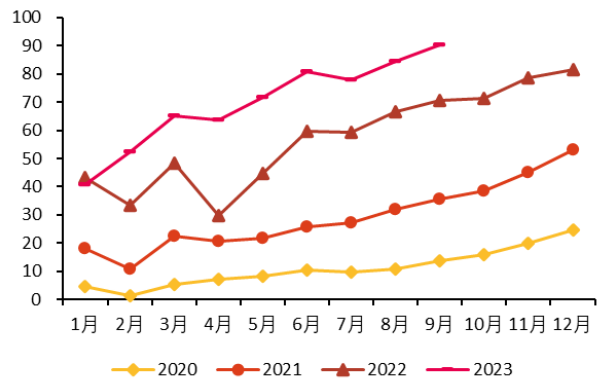
新能源车产销维持高景气度，对铝需求形成有效补充。 在年初新能源补贴退坡以及燃油车降价抢占市场份额的背景下，1-9 月国内新能源汽车销量 628 万辆，同比+38%，行业依然维持了较高的景气度。根据国际铝协数据，2021 年中国新能源车单车用铝量预计为 220kg/辆，整体单车用铝为 160kg/辆，2025 年单车用铝量将达到 240kg/辆。我们假设当前新能源车单车用铝量维持在 220kg，假设全年国内新能源车销量同比增速约 30%，测算得新能源车带来需求增量 45 万吨。

图 36：油车到新能源车单车用铝量明显提升（磅）

图 37：国内新能源汽车销量（万吨）



资料来源：全球铝合作伙伴公众号，汽车材料网公众号，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

有别于过往铝需求随下游传统行业周期变化呈现出的比较明显的周期性波动，我们认为当下及未来的铝需求呈现出两大异于以往的特征：

1) **新能源提供持续增量。**近年来随着光伏及新能源车行业的发展，新能源在铝下游应用中占比持续提升，一定程度上平滑了传统需求的周期性波动。据我们测算当前光伏+新能源车领域用铝需求已占到国内用铝需求的约 15%，23 年拉动的内需增速达到 4%，对总需求的拉动作用不可忽视。

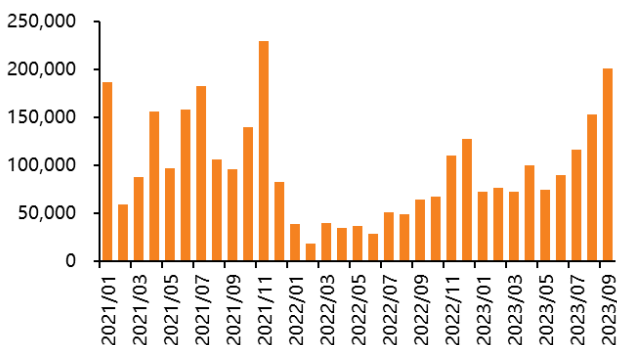
2) **需求特征变化导致传统终端跟踪指标有效性不足。**我们认为当前细分领域消费需求的差异化、多样化、反季节化已成为当前国内铝下游行业典型特征之一，例如 7 月以来以铝塑膜、A356 铝合金、电池壳等车用材料细分需求增量明显，部分企业订单量恢复至前高或刷新历史新高，但从汽车产量数据无法反映细分领域需求变化，表明随着下游铝应用范围的持续拓宽，在各个领域的单耗提升导致当前终端需求总量指标无法充分反映铝下游实际需求情况。

4.3. 进出口：海外需求疲软带来进口大增，后续影响或减弱

进口同比大增，俄罗斯为主要来源国。国内电解铝进口数量与内外盘铝价差有关，23 年 1-9 月国内电解铝进口量 95.6 万吨，同比大幅增加，主要系 22 年铝价因海外限电等原因保持内强外弱格局，而 23 年尤其是近期内盘铝较外盘更为强势导致进口窗口打开，电解铝大量流入国内。

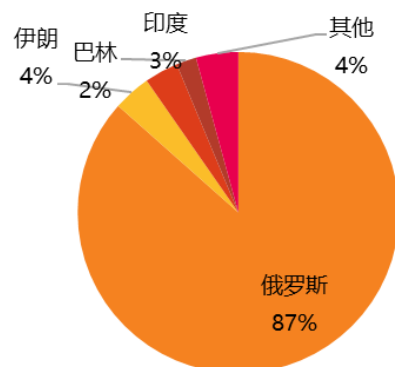
国内电解铝进口来源国主要为俄罗斯、伊朗、巴林、印度等国家，23 年 1-8 月俄罗斯占比达到 87%。22 年下半年以来国内电解铝进口主要来源国一直为俄罗斯，一方面系俄铝具有国际低碳认证标准，国内部分下游对此有一定刚需；另一方面受海外政局影响，俄铝在海外贸易方式发生变化，更多流向中国。

图 38：电解铝进口数量（吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

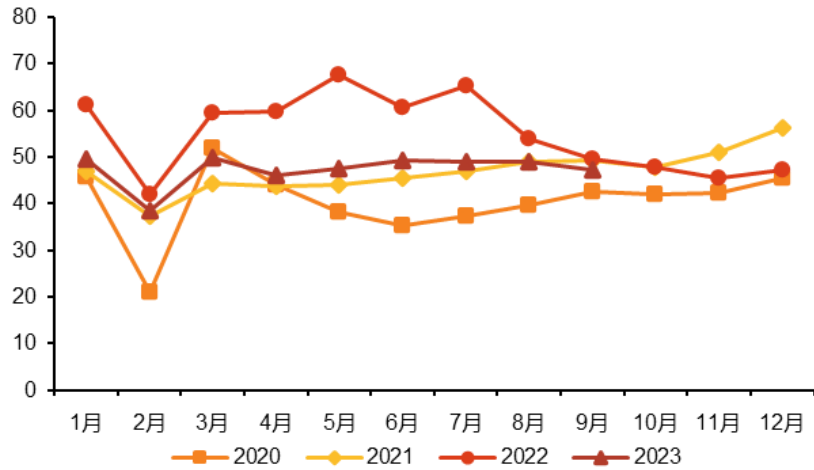
图 39：国内铝锭主要进口自俄罗斯（23 年 1-8 月）



资料来源：海关总署，天风证券研究所

铝材出口同比下降，对国内电解铝需求形成拖累。因存在较高出口关税，国内铝出口主要通过铝加工材形式。22H1 铝材出口景气度较高，自 22H2 回落以来，铝及铝材出口量相对稳定。22 年全年未锻轧铝及铝材出口量为 660 万吨，23 年 1-9 月为 426 万吨，因去年的高基数，同比减量 94 万吨，年内铝材出口对国内电解铝需求形成一定拖累。

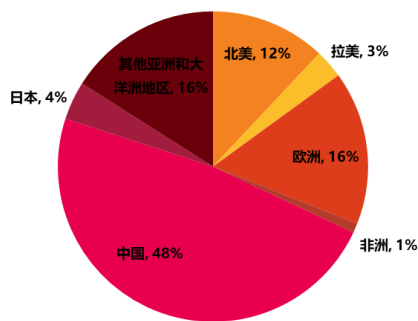
图 40：未锻轧铝及铝材出口数量（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

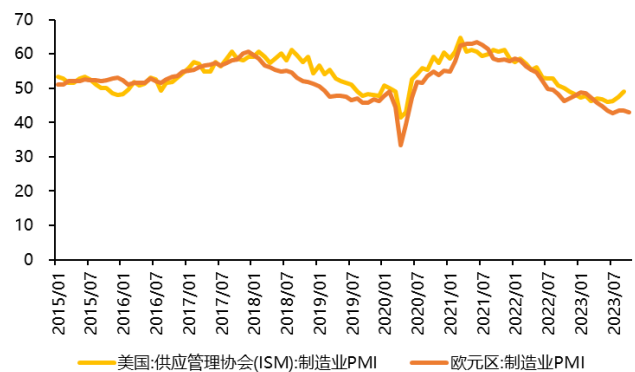
年内海外消费疲软拖累铝需求，后续铝锭进口冲击或有所减弱。全球铝消费约一半集中在国内，此外欧洲及北美占比较高，分别达到 16%/12%。今年以来欧美地区制造业 PMI 持续处于荣枯线以下，对铝需求形成一定拖累，我们认为疲软的海外需求是导致今年国内进口铝锭较多而出口铝材较少的原因之一。下半年开始欧美制造业 PMI 已有企稳回升态势，若后续海外需求阶段性企稳，一定程度上减少进口铝锭对国内供应的冲击，同时也能够拉动国内铝材出口需求，改善国内供需关系。

图 41：全球铝消费分布



资料来源：千际投资，HALAMIN，资产信息网，天风证券研究所

图 42：欧美制造业 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 盈利能力：供需偏紧使得成本定价转向供需定价

铝价当前由供需驱动，三大核心成本项不具备大幅上涨侵蚀行业利润的基础。近一年来由于成本回落而铝价维持相对稳定，行业平均盈利大幅抬升。结合上文我们对行业供需的分析，年内竣工以及新能源需求的高增速对铝需求形成明显拉动，库存持续去化，因此我们认为当前的铝价更多是由供需驱动，而非成本定价（成本定价无法解释当前行业接近 3000 的平均吨铝盈利）。

考虑到后续电解铝国内及全球供应增量均有限，而需求端新能源能够持续提供增量，传统需求领域“保交楼”或对地产需求提供一定托底，汽车单车用铝量的提升支撑车用铝材需求，电力需求预计将稳步增长，预计中期供需格局将维持在较好水平，使得电解铝行业继

续维持当前的供需定价逻辑。而在供需定价逻辑下，成本端三大核心成本项（氧化铝、电力、预焙阳极）不具备大幅涨价的基础上，我们认为当前行业的高盈利水平或能够得以维持。

图 43：电解铝各项成本占比变化

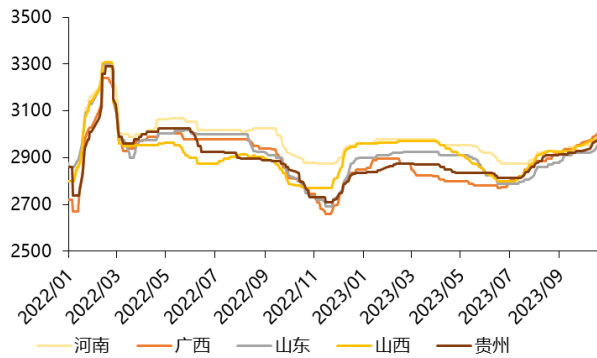
电解铝成本项占比对比 (%)



资料来源：钢联，天风证券研究所

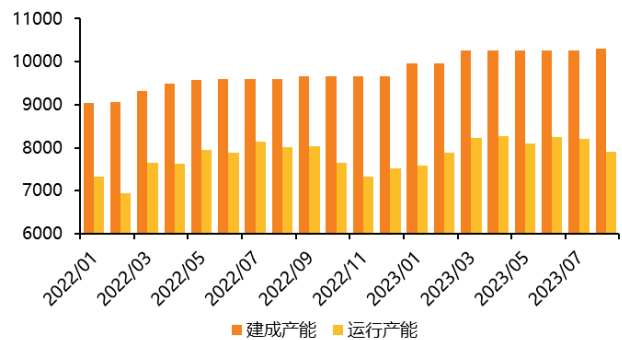
氧化铝价格受供需偏紧阶段性反弹。8月以来云南复产带动氧化铝需求大规模复苏，而供应端受到矿石紧张及成本上移影响，部分地区复产及新投进度不及预期，叠加中下旬氧化铝企业集中检修，供应阶段性趋紧导致国内氧化铝现货价格反弹明显。

图 44：国内氧化铝现货价格 (元/吨)



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 45：23 年 9 月国内氧化铝运行产能有所下降 (万吨)



资料来源：钢联，天风证券研究所

中期氧化铝价格中枢预计将回落。据百川盈孚，截至 8 月底国内氧化铝建成产能 10220 万吨，开工产能 8510 万吨，开工率 83.27%。当前国内在建的氧化铝产能尚有 400 万吨，预计 24 年投产后对国内氧化铝产能进行进一步补充。此外前期因成本过高而停产的部分产能，我们预计将在当前较高的利润刺激下有所复产。考虑到供应端新投产及复产对供应端形成有效补充，而需求端在云南复产完毕后，后续由于电解铝产能的受限增量优先，预计氧化铝供应将走向过剩，价格中枢或将回落，中期维度不会侵蚀电解铝环节的利润。

表 2：中国氧化铝已建成新产能 2023 年拟投产、在建产能可投产明细 (万吨)

厂家	在建产能 (万吨)	备注
山西奥凯达化工有限公司	0	扩建产能 40 万吨已建成但尚未投产
北海东方希望材料科技有限公司	200	该项目一期产能正在建设中，预计将于 2024 年投产运行
贵州其亚铝业有限公司	0	扩建 30 万吨产能已建成但尚未投产
广西华昇新材料有限公司	200	该企业二期 200 万吨正在建设中

资料来源：百川盈孚大数据，天风证券研究所

表 3：2023 年中国氧化铝预期复产明细（万吨）

厂家	可复产产能（万吨）	备注
中铝集团山西交口兴华科技股份有限公司	35	由于成本过高停产
山西孝义华庆铝业有限公司	45	目前停产，复产时间待定
中铝山西新材料有限公司	100	预计已减产 100 万吨产能较难重启，或退出市场
山东东岳能源交口肥美铝业有限责任公司	140	矿石不足
山西信发化工有限公司	120	部分已复产，其余原料不足，看矿山复采情况
孝义市泰兴铝镁有限公司	40	目前停产，复产时间待定
东方希望晋中铝业有限公司	200	需视后期矿石供给及自身状况而定
中铝中州铝业有限公司	0	由于成本过高，阶段性减产
三门峡义翔铝业有限公司	10	由于成本过高预计难以恢复满产
河南有色汇源铝业有限公司	80	由于种种问题很难复产
河南中美铝业有限公司	40	成本偏高，阶段性恢复氧化铝焙烧产量
洛阳香江万基铝业有限公司	40	部分已复产，其余看成本情况
东方希望（三门峡）铝业有限公司	150	视后期成本变化而定
广西信发铝电有限公司	100	已复产部分
贵州华飞化学工业有限公司	20	受成本较高等原因短期难以复产
内蒙古蒙西鄂尔多斯铝业有限公司	20	受资金等因素影响
重庆市南川区水江氧化铝有限公司	80	由于企业自身规划暂停生产
重庆市南川区先锋氧化铝有限公司	80	由于企业自身规划退出市场

资料来源：百川盈孚大数据，天风证券研究所

动力煤价格回落驱动行业电力成本下行。年初以来动力煤供需较去年更为宽松，供应端国内继续推进保供稳价工作，原煤产量稳步增长；同时疫情放开后对煤炭产销阻碍消除，进口煤大幅增长，但由于需求增速不及预期，国内煤价中心不断下移，带来行业平均电价持续下行。九月以来金九银十带动下游季节性恢复，而短期供应不足带动煤价快速反弹。短期来看，安全检查的趋严带动供给阶段性收缩，而非电行业需求增加叠加电煤冬储拉动需求，短期煤价或有一定支撑，但长期看稳价保供政策及进口煤补充下，我们认为未来动力煤价格上行空间有限。

受益于煤炭价格整体的回落，电解铝企业外购电价从年初的 0.4897 回落至 9 月的 0.440 元/度，自备电厂电价从年初的 0.4318 回落至 9 月的 0.392 元/度，电价的回落是今年以来电解铝行业盈利提升的原因之一。

图 46：年初以来动力煤价格整体呈下行走势（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：电解铝行业加权平均电价走势（元/度）



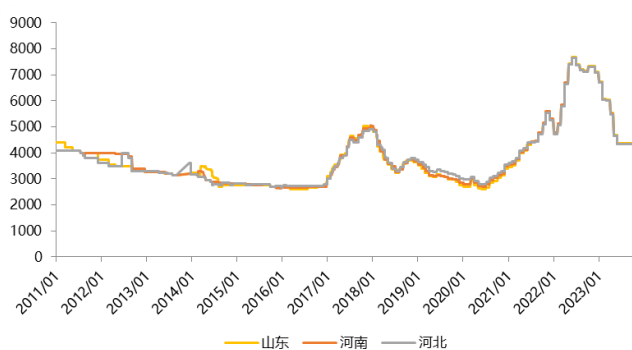
资料来源：钢联，天风证券研究所

预焙阳极环节本身偏过剩，原料成本决定价格变化。预焙阳极是电解过程中电解槽的阳极材料，既作为导体，又参与电化学反应而产生消耗。预焙阳极以石油焦为骨料，以煤化工的副产品煤沥青为粘结剂制造而成。国内预焙阳极产能整体过剩，近年来整体开工率在

七成左右。而由于其生产成本中原料占比超过 80%，因此原料尤其是石油焦成本变化是导致阳极价格变化的主要原因。

进口石油焦缓解供需压力，带动阳极价格下行。石油焦生产工艺单一，是以原油经过常减压装置产出的减压渣油或其它重油为原料经延迟焦化装置生成的，其供应取决于国内延迟焦化装置开工率及进口，需求端电解铝占其下游比重超过 60%，是其需求端主要变量。石油焦社会库存以港口库存为代表性，对市场影响较大。23 年上半年石油焦原料端产品多呈现下跌趋势，对石油焦的成本支撑有所减弱，此外上半年成品油市场表现尚可带动石油焦国内产量增加，进口焦到港量不断增加导致库存累积，而下游观望情绪浓厚，供过于求基本面使得石油焦市场承压，石油焦价格的大幅回落带动了预焙阳极价格回落。基于港口库存的压力，我们预计石油焦价格仍将受到压制。

图 48：国内预焙阳极价格变化（元/吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 49：石油焦价格变化（元/吨）

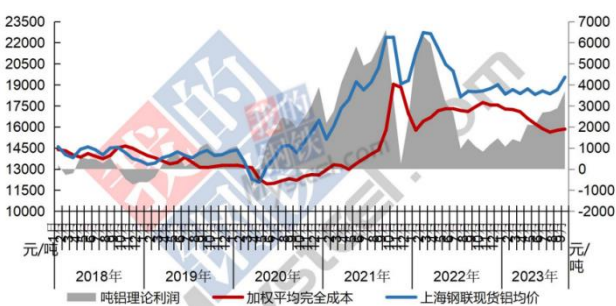


资料来源：钢联，天风证券研究所

吨铝盈利位于历史较高水平，全行业现金成本盈利。据 mysteel 数据，23 年 9 月国内电解铝行业加权平均完全成本为 15845 元/吨。以 9 月铝锭现货均价 19540 元/吨进行测算得行业平均税前吨铝盈利 3695 元/吨，位于历史较高水平。

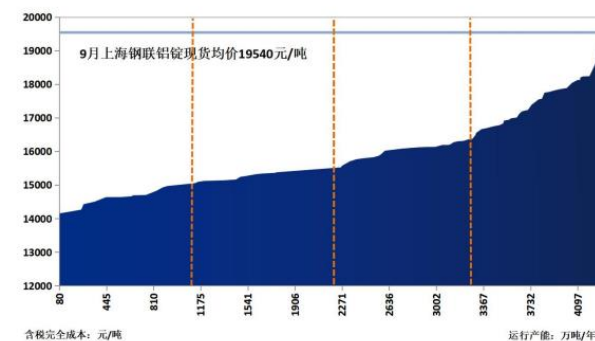
按完全成本计及按现金成本计，电解铝行业全行业均处于盈利区间。我们认为从当前较好的盈利水平也能够推断出行业内能够开启的合规产能基本已达到峰值，预计后续除新投产产能外，运行产能几无增量。

图 50：9 月行业平均吨铝盈利 3695 元/吨



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 51：9 月电解铝行业产能成本曲线

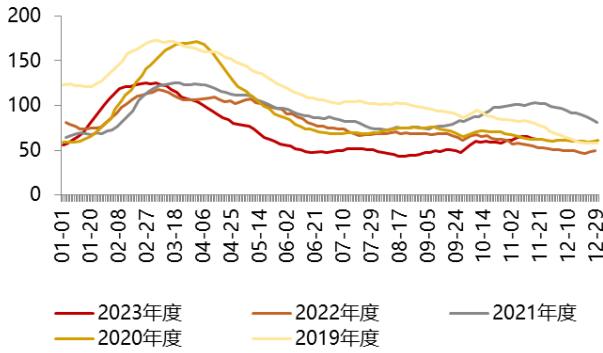


资料来源：钢联，天风证券研究所

6. 库存：历史低位库存对价格形成强支撑

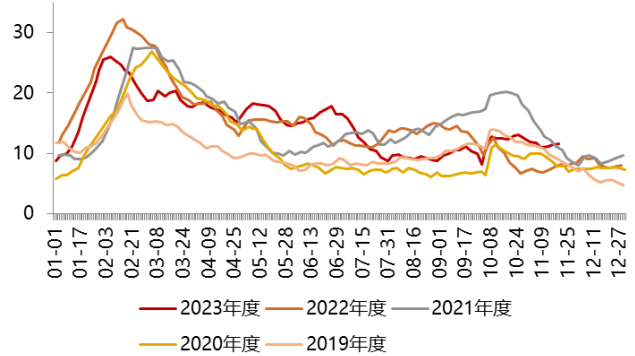
淡季未完成累库，低库存对价格形成较好支撑。二季度以来电解铝去库加快，且在传统的七八月消费淡季库存不升反降，低库存是 9 月铝价大涨的重要催化因素。国庆期间累库幅度略超预期，也导致铝价在节后略有回调。截至 11 月 27 日国内铝锭+铝棒合计库存为 69 万吨，依然处于历史低位水平，低库存下供需紧张时价格易有较大弹性，供需环节对价格亦有重要支撑。

图 52：国内铝锭社会库存（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 53：国内铝棒社会库存（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

7. 盈利预测

铝合金：1) 产销量：公司电解铝产能为 646 万吨，23 年上半年产量为 306 万吨，考虑到一定的检修导致的产量损失以及上半年云南产能部分停产，预计 23-25 年公司铝合金产量分别为 605/610/610 万吨，外销量为产量减去铝合金加工产品销量，假设 23-25 年分别为 540/545/545 万吨。**2) 售价：**考虑到电解铝行业供需格局向好，预计价格将维持在高位水平，我们假设 23-25 年电解铝含税均价分别为 1.86/1.90/1.95 万元/吨。**3) 吨成本：**考虑到动力煤价格下跌后公司电力成本明显下行，假设 23-25 年公司铝合金吨营业成本分别为 14159/13369/13204 元/吨。

氧化铝：1) 产销量：公司国内氧化铝产能 1750 万吨，印尼产能 200 万吨，假设未来均处于满产状态，预计 23-25 年公司氧化铝产量均为 1950 万吨。**2) 售价：**考虑到氧化铝行业未来供过于求的格局，预计价格将有所回落，预计 23-25 年氧化铝含税均价分别为 2900/2800/2800 元/吨。**3) 吨成本：**假设 23-25 年氧化铝吨营业成本分别为 2200/2200/2200 元/吨。

铝合金加工产品：1) 产销量：公司近年来铝合金加工产品产销量相对稳定，预计 23-25 年产销量继续维持在约 65 万吨。**2) 售价：**考虑到铝价上涨，预计 23-25 年铝加工产品不含税售价分别为 2.0/2.1/2.1 万元/吨。**3) 吨成本：**公司铝合金加工产品成本可拆解为铝合金成本基础上增加后道加工成本，如前所述，铝合金成本逐年下行，假设后道加工环节成本维持不变，假设 23-25 年铝合金加工产品吨营业成本分别为 17382/16591/16426 元/吨。

表 4：公司主要产品产销量假设（万吨）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
铝合金产品产量	562	563	604	605	610	610
云南	2	15	65	101	160	200
山东	560	549	540	504	450	410
铝合金产品销量	506	505	547	540	545	545
氧化铝产量	未披露	未披露	未披露	1950	1950	1950
氧化铝销量	673	716	830	967	1073	1151
铝合金加工产品产量	62	67	66	65	65	65
铝合金加工产品销量	60	66	61	65	65	65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：公司营收及毛利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	861	1145	1317	1278	1325	1372
铝合金	633	843	962	889	916	940

氧化铝	135	170	214	248	266	285
铝合金加工产品	88	125	133	133	135	138
蒸汽	6	7	8	8	8	8
毛利 (亿元)	194	305	182	204	251	284
铝合金	152	235	130	124	188	221
氧化铝	22	40	33	71	54	54
铝合金加工产品	19	32	24	5	5	5
蒸汽	0	3	4	4	4	4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

预测 23-25 年公司营业收入 1278/1325/1372 亿元，同比 -3%/+4%/+3%，归母净利润 93.1//121.2/137.8 亿元，同比 +7%/+30%/+14%，当前市值对应 PE 分别为 6/5/4 倍。公司主业为电解铝及氧化铝，利润主要来自于电解铝，估值水平显著低于市场上其他电解铝企业，考虑到公司为港股，参考同行业平均估值，保守给予公司 24 年业绩 7 倍估值，目标价 9.80 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（截至 2023 年 11 月 27 日）

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023	2024	2025
000933.SZ	神火股份	357	58	67	73	6.1	5.4	4.9
000807.SZ	云铝股份	450	40	55	66	11.2	8.2	6.8
601600.SH	中国铝业	963	71	88	106	13.6	11.0	9.1
002532.SZ	天山铝业	286	26	34	40	10.9	8.5	7.2
600595.SH	中孚实业	136	12	18	22	11.7	7.3	6.1
	平均值					10.7	8.1	6.8
1378.HK	中国宏桥	557	93	121	138	6.0	4.6	4.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司数据均来自于 wind 一致预期

风险提示

项目建设风险：公司将产能自山东搬迁至云南，若云南红河项目建设进度不及预期，或对公司业绩产生一定影响。

上游原材料波动风险：公司盈利能力同时取决于铝价与原料成本，若原材料预焙阳极、动力煤价格大幅度波动，将会对公司盈利产生较大影响。

电解铝新投产产能超预期：23 年及以后在海外印尼等地有较多新项目建设计划，我们判断基础设施建设或电厂会限制新项目投产节奏，若上述因素得到缓解，海外电解铝新投产产能或超预期，对铝价形成压制。

下游需求不及预期风险：电解铝下游传统需求中地产及交运领域占比较大，若地产竣工或汽车产销量不及预期，将对铝需求形成明显拖累。此外若新能源领域需求增长不及预期，也会对铝价格产生负面影响。

测算具有主观性风险：本文中涉及到的行业部分供需以及公司产销量及利润水平均为主观测算，若实际情况与测算假设不符，将会影响到本文结论。

跨市场比较风险：本文中所选取的可比公司均为 a 股上市公司，而标的公司为港股上市公司，由于两个市场估值体系的差异，以可比公司估值作为标的公司的估值锚或存在一定高估风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com