

华通线缆(605196)

报告日期：2025 年 04 月 30 日

“电缆+油服耗材”出海龙头，非洲电解铝项目有望再造新华通 ——华通线缆深度报告

投资要点

一、一句话逻辑

“电缆+油服耗材”海外拓展稳步推进，安哥拉电解铝项目有望超预期。

二、超预期逻辑

市场担心：中美贸易摩擦，公司海外业务易受全球贸易局势波动影响。

我们认为：公司是典型的“出海型”企业，海外产能布局持续完善。截至 2024 年年报，公司海外业务收入占 67%，毛利占比达 73%，是国内海外业务收入占比最高的电缆厂，电缆 2005 年开始出口，先后在非洲、亚洲、美洲等地建设生产工厂。**非洲市场：**坦桑尼亚、喀麦隆、安哥拉（建设中）生产基地。**北美市场：**韩国釜山生产基地、巴拿马生产基地。我们预计后续行业供给端逻辑逐步体现，在海外主要市场供不应求的状态下，发挥海外产能布局先发优势，有望进一步提升市占率。

市场担心：公司在非洲市场的业务存在较高不确定性。

我们认为：公司 2015 年开始在非洲布局，深耕近 10 年时间，分别在东非坦桑尼亚、西非喀麦隆建立了生产基地，对非洲市场非常熟悉。

安哥拉电解铝项目有望超预期：2024 年开始，公司向产业链上游延伸，投建安哥拉铝产业园项目。根据非阅安哥拉公众号信息，该项目分五期计划在 8-10 年内全部建成，总投资约 16 亿美元。其中，一期 12 万吨电解铝项目已于 2024 年 6 月开工，预计 2025 年年底投产。根据 2024 年年报，公司在建工程 9.8 亿元，同比增长 127%，主要系安哥拉、韩国、巴拿马等增加生产线所致。公司未来拟立足安哥拉建设线缆成品产能以覆盖非洲西南部国家市场，有望再造新华通。

1) 行业：2025 年海外铝土矿及国内氧化铝的新增供应有望缓和氧化铝价格高企，缓解电解铝企业成本压力。2024-2026 年，全球电解铝供需紧平衡且不断向好，铝价中枢有望上移。

2) 安哥拉水电成本优势突出：安哥拉水电资源丰富，是非洲大陆水电发电潜力最大的国家之一。根据 Global Petrol Prices，安哥拉工业用电价格为 0.011 美元/kwh，约等于 0.08 元/度。根据 SMM 4 月 10 日电解铝成本模型电价 0.42 元/度。**根据我们测算，在乐观、中性、悲观假设下，安哥拉吨铝利润分别为 5240 元、4751 元、3774 元，国内吨铝利润为 2526 元，华通线缆安哥拉项目吨铝利润与云南电解铝差值高达 1248-2714 元，按当前大宗商品价格，一期项目年产 12 万吨电解铝完全达产后，中性假设下有望新增 5.7 亿利润，相当于再造一个华通。**

三、检验与催化

- 1、检验指标：氧化铝、电解铝现货价格；安哥拉电解铝项目建设进度等。
- 2、催化剂：氧化铝价格下跌、电解铝价格上涨、安哥拉电解铝项目试生产。

四、盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.3、7.5、10.6 亿元，同比+3%、+128%、+42%，年均复合增速 49%，对应 PE 分别为 21、9、6 倍，维持“买入”评级。

五、风险提示：全球贸易局势恶化；海外汇率波动；原材料价格大幅波动；油价大跌风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：陈殊殊

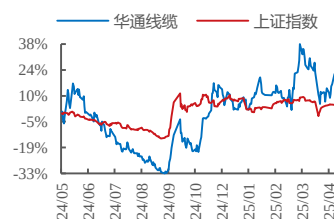
执业证书号：S1230524080004

chenshushu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 13.50
总市值(百万元)	6,905.02
总股本(百万股)	511.48

股票走势图



相关报告

- 1 《24Q3 营收同比增长 33%，新产能逐步落地利润提速可期》 2024.10.30
- 2 《中报业绩符合预期，全球产能布局稳步推进》 2024.08.31
- 3 《掘金非洲再进一步，安哥拉项目电力供应合同正式签署》 2024.05.27

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6346.84	7377.70	9925.67	11393.83
(+/-) (%)	18.32%	16.24%	34.54%	14.79%
归母净利润	319.32	330.15	752.43	1064.84
(+/-) (%)	-12.29%	3.39%	127.90%	41.52%
每股收益(元)	0.62	0.65	1.47	2.08
P/E	22	21	9	6
ROE (%)	10.66%	9.96%	19.50%	22.34%

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 深耕线缆行业三十余年，形成“电缆+油服”双主业	5
2 电解铝行业景气底部抬升，布局安哥拉项目有望再造新华通	6
2.1 电解铝：中国产量即将见顶，海外建设进度缓慢，供求矛盾渐现	6
2.2 安哥拉水电铝成本优势突出，电解铝项目有望再造新华通	11
3 盈利预测与估值	15
4 风险提示	17

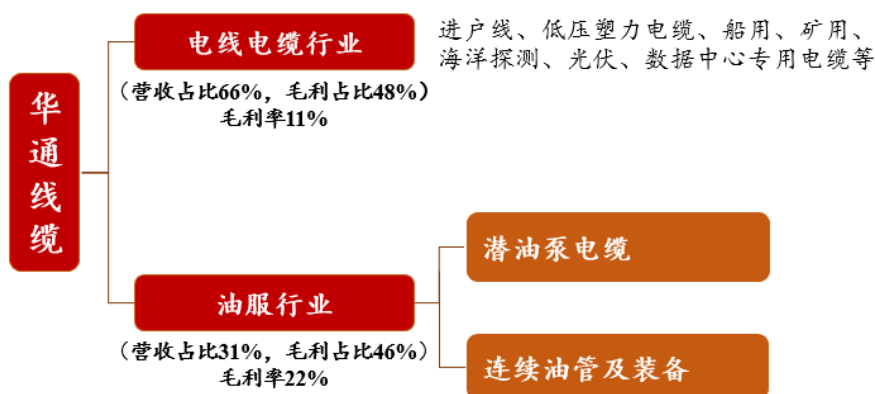
图表目录

图 1: 2024 年, 电线电缆和油服行业营收占比分别为 66%、31%.....	5
图 2: 2024 年, 公司实现营收 63.47 亿元, 同比增长 18.3%.....	5
图 3: 2024 年, 公司实现归母净利 3.19 亿元, 同比-12.3%.....	5
图 4: 公司目前在非洲、亚洲、美洲等地均有生产基地.....	6
图 5: 铝行业产业链构成.....	7
图 6: 全球铝土矿储量前三分别为几内亚 (25%)、澳大利亚 (12%)、越南 (11%)	7
图 7: 全球铝土矿产量前三分别为几内亚 (29%)、澳大利亚 (22%) 和中国 (21%)	7
图 8: 全球氧化铝产量分布, 中国占 59%居首位, 其次为澳大利亚 (13%)、巴西 (8%)	8
图 9: 2024 年, 预计中国氧化铝产量 8400 万吨, 澳大利亚、巴西分别为 1800 万吨、1100 万吨	8
图 10: 2024 年全球原铝产量为 7286 万吨, 同比增长 3%.....	8
图 11: 2024 年全球原铝产量分布前三分别为中国 (60%)、印度 (6%)、俄罗斯 (5%)	8
图 12: 全球电解铝行业竞争格局: CR3 中国宏桥、俄铝、中铝市占率分别为 9%、6%、5%	9
图 13: 预计 2025 年国内电解铝消费量保持增长态势	10
图 14: 国内原铝终端消费中, 建筑、交通及电力电子用铝占比居前三, 总占比接近 70%.....	10
图 15: 安哥拉总统访华期间会见公司董事长	11
图 16: 驻安哥拉大使张斌出席华通安哥拉铝产业园一期项目奠基暨开工典礼	11
图 17: 华通铝产业园位于安哥拉首都罗安达	12
图 18: 电解铝基本工艺流程及单吨原材料耗量	14
图 19: 电力成本占电解铝成本 30%-40%.....	14
表 1: 2025-2026 年海外主要电解铝新增产能 (单位: 万吨)	9
表 2: 预计 2025 年, 建筑、交通、电力电子用铝分别为 845、953、928 万吨, 分别同比-1.97%、+3.36%、+5.1%	11
表 3: 安哥拉目前水电站装机容量约为 3.7 吉瓦	13
表 4: 华通安哥拉铝产业园第一期-五期计划在 8-10 年内建成.....	14
表 5: 安哥拉和国内吨铝利润对比.....	15
表 6: 预计 2025-2027 年, 公司营业收入分别同比增长 16%、35%、15%	16
表 7: 可比公司估值.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	18

1 深耕线缆行业三十余年，形成“电缆+油服”双主业

“电缆+油服”双主业，2024 年电线电缆和油服行业营收占比分别为 66%、31%，毛利占比分别为 48%、46%，毛利率分别为 11%、22%。公司依托潜油泵电缆产品切入油气钻采领域，并于 2015 年建立定位于油服行业的子公司信达科创与华信石油，进一步提升连续油管产品的生产与销售能力。自 2020 年以来，受益于油价逐步回升、油服行业复苏，公司持续开拓多元化市场，优化全球布局，油服行业营收占比由 2020 年的 14%快速提升至 2024 年的 31%。

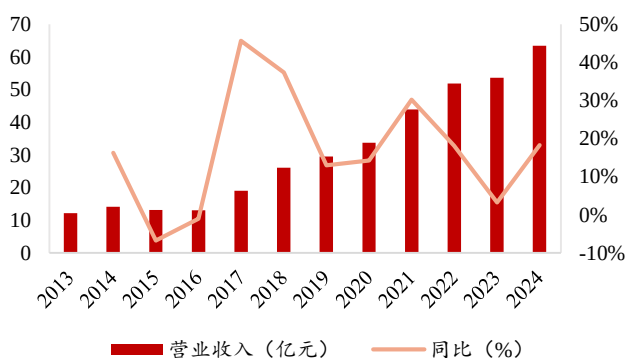
图1： 2024 年，电线电缆和油服行业营收占比分别为 66%、31%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

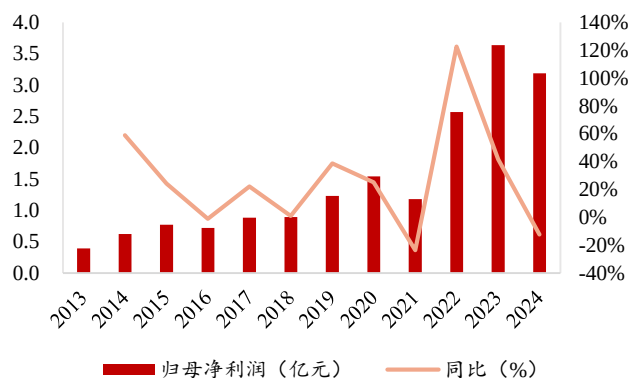
高毛利油服业务占比提升，2022 年-2024 年利润增速远超营收增速，2024 年受汇兑、原材料价格、管理费用前置、财务费用增加等影响，归母净利润 3.19 亿元，同比下滑 12.3%。

图2： 2024 年，公司实现营收 63.47 亿元，同比增长 18.3%



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

图3： 2024 年，公司实现归母净利润 3.19 亿元，同比-12.3%



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

2 电解铝行业景气底部抬升，布局安哥拉项目有望再造新华通

公司布局海外市场多年，是典型的“出海型”企业，海外产能布局持续完善。公司自2005年开始布局海外市场，先后在非洲、亚洲、美洲等地建设生产工厂并根据市场需求进行扩产，公司在海外投资建厂的具体情况如下：

非洲市场：东西海岸分别建设了坦桑尼亚、喀麦隆生产基地，致力于当地市场的同时辐射周边国家和地区。2024年开始，在安哥拉建设安哥拉电解铝生产基地，目前正在建设中。

针对北美市场：建有韩国釜山生产基地以及巴拿马生产基地建设，稳定的境外生产能力显著增强了公司对北美客户的供货稳定性。

公司依托完善的海外布局，加强与海外客户沟通协调和快速反应能力，建立起了较强的海外竞争优势。

图4： 公司目前在非洲、亚洲、美洲等地均有生产基地

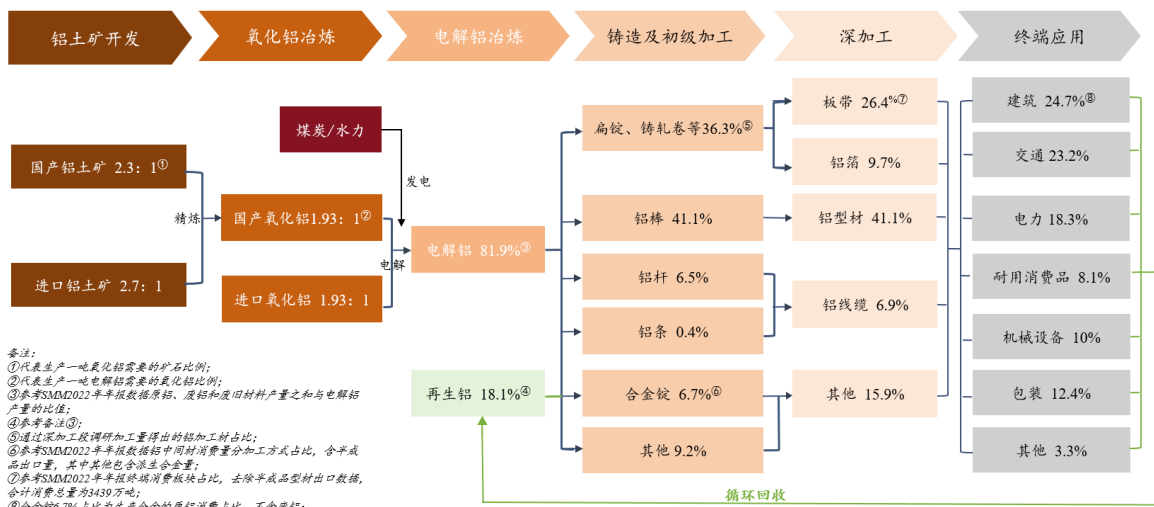


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

2.1 电解铝：中国产量即将见顶，海外建设进度缓慢，供求矛盾渐现

电解铝：以铝土矿为原料生产氧化铝，进而通过电解提炼的铝，也称为原铝。铝具有非常好的回收再生性能，将废铝进行熔炼得到的即是再生铝。无论原铝还是再生铝都是生产铝合金进而加工成铝材和铸件的原料。目前，铝已广泛应用于建筑结构、交通运输、电子电力、包装容器、机械装备、耐用消费等多个领域，不但是制造业发展的主要基础材料，也是高新技术发展和国防建设的重要支撑材料。

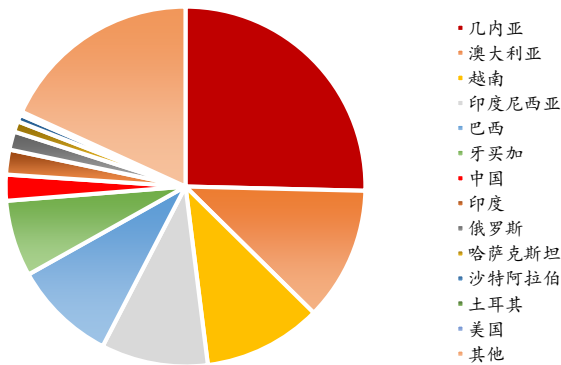
图5： 铝行业产业链构成



资料来源：SMM，天山铝业公告，浙商证券研究所整理

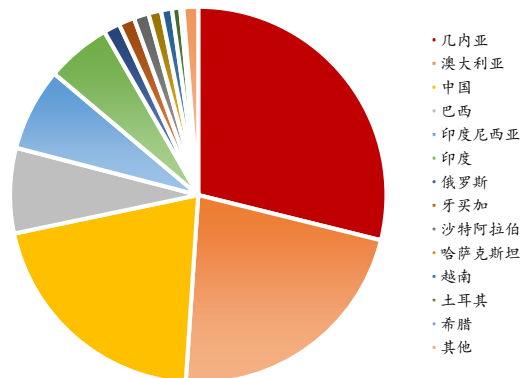
全球铝土矿资源主要分布在几内亚、澳大利亚和越南，分别占 25%、12%、11%。根据 USGS 2025 年报告数据，全球铝土矿资源量大约在 550-750 亿吨，已探明储量接近 300 亿吨，排名前三分别为几内亚、澳大利亚、越南，占全球比例分别为 25%、12%、11%（2024 年预计值），中国储量仅占全球的 2%。从产量统计看，全球铝土矿产量前三分别为几内亚（29%）、澳大利亚（22%）和中国（21%）。

图6： 全球铝土矿储量前三分别为几内亚（25%）、澳大利亚（12%）、越南（11%）



资料来源：USGS（2024 年预计值），浙商证券研究所整理

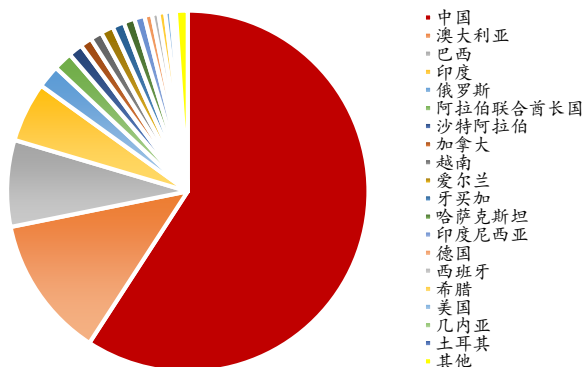
图7： 全球铝土矿产量前三分别为几内亚（29%）、澳大利亚（22%）和中国（21%）



资料来源：USGS，浙商证券研究所整理

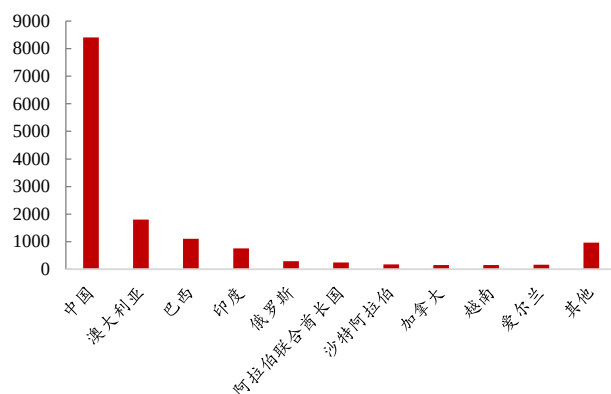
氧化铝：2024 年，全球氧化铝产量中国占 59%，居首位。根据 USGS2025 年报告数据，预计 2024 年全球氧化铝产量 1.4 亿吨，其中，中国产量 8400 万吨占 59%，全球第一，其次为澳大利亚、巴西产量分别为 1800 万吨、1100 万吨，分别占全球的 13%、8%。中国铝土矿储量仅占全球的 2%，氧化铝产量全球第一，说明铝土矿对外依赖度较高。

图8：全球氧化铝产量分布，中国占59%居首位，其次为澳大利亚（13%）、巴西（8%）



资料来源：USGS（2024年预计值），浙商证券研究所整理

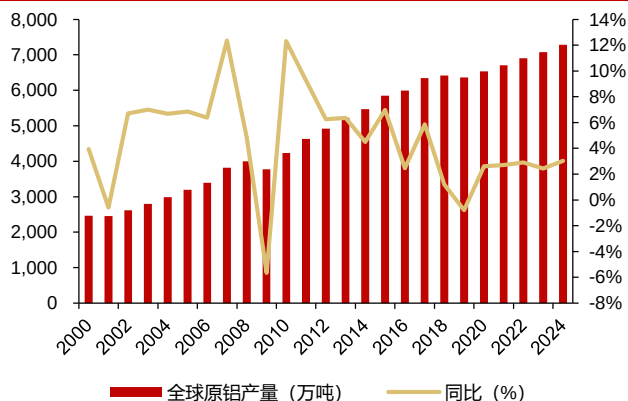
图9：2024年，预计中国氧化铝产量8400万吨，澳大利亚、巴西分别为1800万吨、1100万吨



资料来源：USGS，浙商证券研究所整理

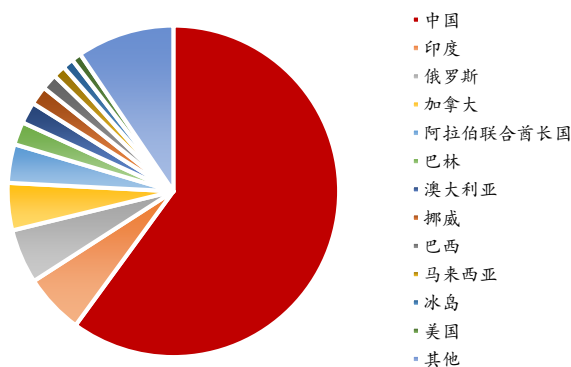
电解铝产量：2024年全球原铝产量7286万吨，2020-2024年复合增速2.7%，中国占60%居全球首位。根据USGS数据，预计2024年中国原铝产量、产能分别为4300、4470万吨，占全球的60%、57%，均为世界第一。此外，排名全球前五的国家还有印度、俄罗斯、加拿大、阿联酋，2024年原铝产量和产能均在200万吨以上。

图10：2024年全球原铝产量为7286万吨，同比增长3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

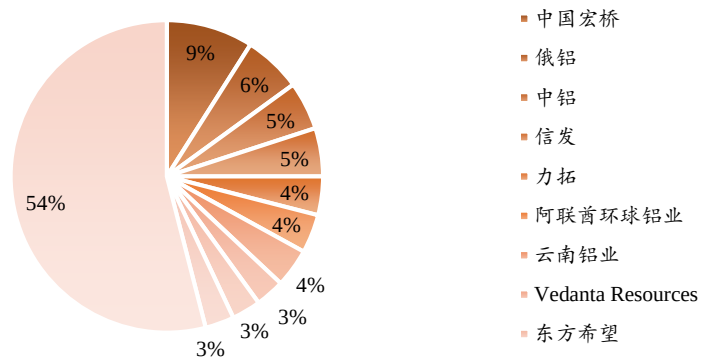
图11：2024年全球原铝产量分布前三分别为中国（60%）、印度（6%）、俄罗斯（5%）



资料来源：USGS，浙商证券研究所整理

全球电解铝竞争格局：CR10产量占比接近一半。根据SMM信息，从产量维度看，全球电解铝CR10占比达46%，其中CR5为中国宏桥、俄铝、中铝、信发、力拓，产量分别为610万吨、400万吨、350万吨、320万吨、310万吨，占全球产量的9%、6%、5%、5%、4%。

图12： 全球电解铝行业竞争格局：CR3 中国宏桥、俄铝、中铝市占率分别为 9%、6%、5%



资料来源：SMM，浙商证券研究所整理

国内电解铝产能接近天花板。为了控制产能过剩、减少环境污染以及促进产业升级，我国实施了包括产能置换、环保限产、电价政策、行业准入等系列宏观调控措施。2017 年 4 月，四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项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 4500 万吨。根据中国有色金属报，**截至 2024 年 12 月，中国电解铝行业的运行产能为 4358.4 万吨，同比增长 3.58%，较 2023 年增加 150.6 万吨。**按 USGS 统计口径，2024 年预计我国电解铝产能利用率达 96.2%。

海外供给弹性有限。海外电解铝新增产能主要集中在东南亚、中东等地区，增量贡献较大的项目主要来自印尼阿达罗、南山铝业、华青铝业等，这些电解铝项目多依托低成本能源优势（如天然气、水电等）进行扩张，且多数项目处于规划或建设阶段。未来，考虑我国宣布不再新建境外煤电项目，对中资企业在海外扩张产能影响较大，电解铝前期资金投入大，且海外相较国内建设周期更长，预计未来电解铝海外产能供给弹性有限，供不应求矛盾渐现。

表1： 2025-2026 年海外主要电解铝新增产能（单位：万吨）

项目	2025	2026	远期
越南得农电解铝厂	15	30	
印尼力勤&阿达罗	25	25	远期 150 万吨
印尼南山铝业		25	
印尼阿达罗	50	50	2029 年 50 万吨
印尼 Inalum		5	2028 年 60 万吨
印尼华青铝业		50	一期 100 万吨， 远期 200 万吨
印度 Balco			2027 年 50 万吨
安哥拉华通线缆	12		
合计增量	102	185	

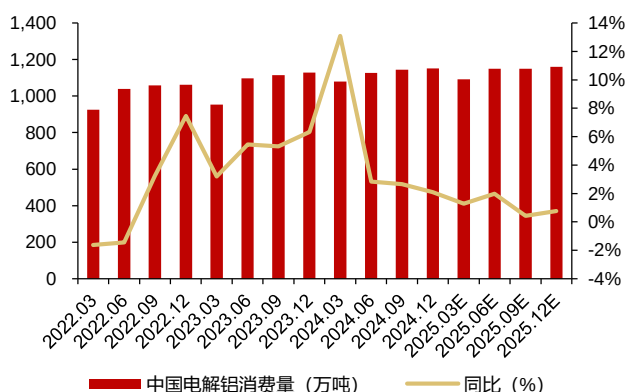
资料来源：SMM、中商碳素研究院、南山铝业公告、中冶有色网、电解铝公众号等，浙商证券研究所整理

电解铝需求：2020-2030 年全球铝需求年均复合增速 3.3%，其中 2/3 的增长来自中国。根据国际铝业协会报告，2020 至 2030 年，全球铝需求将增长近 40%，从 2020 年的 8620 万吨增长至 2030 年的 1.195 亿吨，年均复合增速 3.3%。运输、建筑、包装和电气行业是拉动需求的四个关键行业，占总需求的 75%。预计 2/3 的增长来自中国，需要 1230 万吨，亚洲其他地区增加 860 万吨，北美 510 万吨，欧洲 480 万吨，四个地区加总占全球新增铝需求

的 90%以上。根据国际铝业协会数据，2025 年 1 月份全球原铝产量为 625.2 万吨，同比增长 2.7%，预计 1 月中国原铝产量为 374 万吨，同比增长 3.7%。

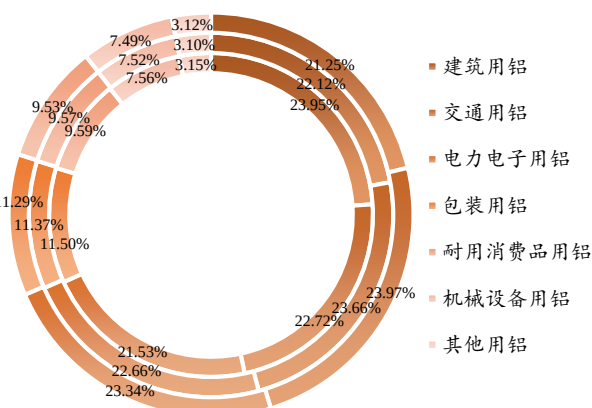
国内需求：总量稳步增长，结构持续变化，地产建筑拖累减少，交通用铝、电力电子等领域用铝需求明显增长。根据 SMM 统计数据，2024 年，国内电解铝消费量 4504 万吨，同比增长 4.9%，新能源汽车及光伏行业的发展带来的原铝需求增量，补齐房地产疲软带来的需求下滑量。预计 2025 年达 4554 万吨，同比增长 1.1%。2024 年，从终端消费来看，建筑、交通和电力电子行业消费总占比达 68.4%，其中，地产建筑用铝占比从 2023 年的 23.95% 下降至 22.12%，交通、电力电子行业用铝占比分别提升至 23.66%、22.66%。

图13： 预计 2025 年国内电解铝消费量保持增长态势



资料来源：SMM，浙商证券研究所

图14： 国内原铝终端消费中，建筑、交通及电力电子用铝占比居前三，总占比接近 70%



资料来源：SMM，浙商证券研究所（内圈至外圈分别为 2023、2024、2025E 占比）

地产建筑用铝：2024 年占 22.12%。根据国家统计局，2024 年，房屋新开工面积 73893 万平方米，下降 23.0%。其中，住宅新开工面积 53660 万平方米，下降 23.0%。房屋竣工面积 73743 万平方米，下降 27.7%。其中，住宅竣工面积 53741 万平方米，下降 27.4%。SMM 预计 2025 年建筑用铝 845 万吨，同比下滑 2%。

交通用铝：2024 年占 23.66%。新能源汽车、轻量化拉动铝需求。工信部《节能与新能源汽车技术路线图》，提出 2025 年和 2030 年单车用铝量分别实现 250kg/辆、350kg/辆。近年来，国内新能源汽车的渗透率提升，汽车行业用铝持续增长。根据乘联会数据，2024 年全国乘用车市场销售 2289.4 万辆，同比增长 5.5%。其中，新能源汽车全年销量 1089.9 万辆，同比增长 40.7%，渗透率 47.6%。2025 年乘联会预测新能源车销量 1330 万，同比增长 20%，渗透率 57%。SMM 预计 2025 年国内交通用铝 953 万吨，同比增长 3.4%。

电力电子用铝：2024 年占 22.66%。根据中国光伏行业协会，2024 年我国光伏组件产量达到 588GW，同比增长 13.5%，新增装机量超预期，达 277.57GW，同比增长 28.3%。SMM 预计 2025 年电力电子用铝 928 万吨，同比增长 5.1%。

表2： 预计 2025 年，建筑、交通、电力电子用铝分别为 845、953、928 万吨，分别同比-1.97%、+3.36%、+5.1%

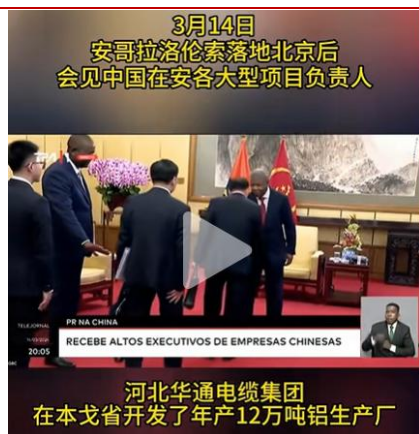
	2022	2023	2024	2025E
建筑用铝（万吨）	853	912	862	845
同比（%）	-14.60%	6.93%	-5.50%	-1.97%
交通用铝（万吨）	796	865	922	953
同比（%）	2.70%	8.65%	6.55%	3.36%
电力电子用铝（万吨）	691	820	883	928
同比（%）	10.50%	18.75%	7.68%	5.10%
包装用铝（万吨）	425	438	443	449
同比（%）	5%	2.99%	1.12%	1.35%
耐用消费品用铝（万吨）	343	365	373	379
同比（%）	4%	6.29%	2.19%	1.61%
机械设备用铝（万吨）	280	288	293	298
同比（%）	3%	2.71%	1.91%	1.71%
其他用铝（万吨）	113	120	121	124
同比（%）	5%	6.10%	0.83%	2.48%

资料来源：SMM，浙商证券研究所

2.2 安哥拉水电铝成本优势突出，电解铝项目有望再造新华通

安哥拉总统访华会见华通线缆董事长。2024 年 3 月 14 日，安哥拉总统访华期间，在北京会见了在安哥拉各个领域的大型项目领导人，包括中国葛洲坝集团总经理谭华、华通线缆集团董事长张文东、中国化学总经理文岗、中国航空技术国际工程有限公司董事长刘洪光等。

图15： 安哥拉总统访华期间会见公司董事长



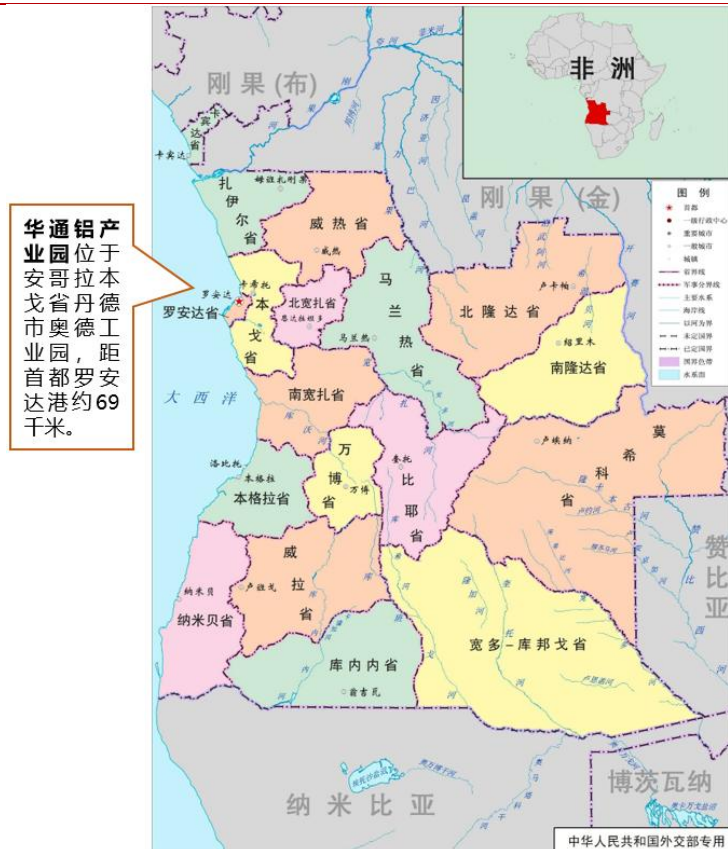
资料来源：旅安华侨在线文化，浙商证券研究所

图16： 驻安哥拉大使张斌出席华通安哥拉铝产业园一期项目奠基暨开工典礼



资料来源：中国驻安哥拉大使馆，浙商证券研究所

图17： 华通铝产业园位于安哥拉首都罗安达



资料来源：地之图，浙商证券研究所整理

重要里程碑：安哥拉电解铝项目电力供应合同正式签署。根据2024年5月27日公告，华通安哥拉与安哥拉国家输电网络的特许经营商签订了《电力供应合同》，协定由其为华通线缆在安哥拉的建设项目提供电力供应。

安哥拉是非洲大陆水电发电潜力最大的国家之一，水资源总潜力为18.27吉瓦，水力发电在安哥拉占主导地位。根据中国-葡语国家经贸合作论坛（澳门）常设秘书处信息，安哥拉是该地区水网覆盖面最广的国家之一，拥有47个主要河流流域，其中7个主要流域集中了全国大部分的水潜力（估计为86%）。据估计，安哥拉水资源的总潜力为18.27吉瓦，相当于年均发电量72太瓦时。2021年，安哥拉总发电装机容量为5880兆瓦，其中水力发电3676兆瓦，火力发电2169兆瓦，混合发电（太阳能+柴油）35兆瓦，其中，2015年以来，水力发电量的增长最为明显。

根据PRODEL数据，安哥拉目前的水电站装机容量约为3.7吉瓦。劳卡水电站是安哥拉有史以来最大的土木工程项目，也是非洲第二大水坝，该电站于2017年开始运行，装机容量为2.004 GW。此外，还有五个水力发电项目处于建设阶段，其中最大的项目是位于马兰热省由中国能建葛洲坝集团承建的安哥拉凯凯水电站项目，距首都罗安达230公里，装机容量为2.172吉瓦，计划于2026年底实现首台机组发电，建成后可满足安哥拉全国50%以上供电需求。根据中国水电信息，当地时间2025年3月28日，安哥拉凯凯水电站项目首台机组基坑开挖完成。

2023年，安哥拉的最大电力需求记录约为2375兆瓦，占2021年统计的总发电装机容量的40%。根据中国对外承包工程商会援引安哥拉能源和水利部数据，安哥拉拥有约3300万居民，其中约44%的人口已经用上电力。预计到2027年，这一电力覆盖率将提升至50%。在装机容量方面，目标设定为6.3吉瓦，并预计在未来三年内超过8吉瓦。

表3：安哥拉目前水电站装机容量约为 3.7 吉瓦

水电站	产权归属	省份	开始运营时间	装机容量 (MW)	目前状态
Cambambe C1	公共	北宽扎省	1963	260	运行中，并在 2012 年重修扩容
Cambambe C2	公共	北宽扎省	2017	700	运行中
Capanda	公共	马兰热省	2005	520	运行中
La úca	公共	马兰热省	2017	2004	运行中
Luquixe	公共	威热省	1968	9	运行中
Mabubas	公共	本戈省	1954	25	运行中，并在 2012 年重修
Gove	公共	万博省	2012	60	运行中
Lomaum	公共	本格拉省	1954	50	运行中，并在 2015 年重修
Matala	公共	威拉省	1954	27	运行中，并在 2022 年重修
Hidrochicapa	PPP	南隆达省	2016	16	运行中
Dala	公共	南隆达省	2017	12	运行中
合计装机容量				3683	

资料来源：中国-葡语国家经贸合作论坛（澳门）常设秘书处官网，浙商证券研究所整理

铝产业园一期年产 12 万吨电解铝项目正式开工，预计 2025 年年底投产。2024 年 6 月 22 日，安哥拉华通铝产业园一期项目奠基暨开工典礼在本戈省丹德市奥德工业园举行，中国驻安哥拉大使张斌，安哥拉工贸部工业国务秘书卡洛斯，华通线缆董事长张文东，驻安哥拉使馆陆玉忠参赞，本戈省副省长爱得森等领导出席。

根据非阅安哥拉公众号信息，华通安哥拉铝产业园一期项目投资规模 2.5 亿美元，年产 12 万吨电解铝，预计 2025 年年底建成投产，建成后年产值达到 2.5 亿美元，解决 1000 人就业。二期在四年内投产，投资 4.5 亿美元，目前一二期土地及电力供应问题已经基本解决，一、二期项目将解决 3500 当地人就业，产值超过 5 亿美元，其中 80% 产品将出口，为安哥拉出口创汇至少 4 亿美元/年。

长期规划：实现铝行业全产业链覆盖。安哥拉根据非阅安哥拉信息，华通铝产业园项目分五期计划在 8-10 年内建成，实现从铝土矿到氧化铝，氧化铝到铝锭、铝合金锭、电工铝杆、铝棒、铝板材、铝卷及铝合金各种铝制品等全产业链。“铝产业园”采取联合投资方式建设，总投资约 16 亿美元，占地约 10 万平方公里。投资完成后年产值约 30 亿美金，为安哥拉出口创汇，增加财政税收，解决当地就业人员将近 12000 人。

表4： 华通安哥拉铝产业园第一期-五期计划在 8-10 年内建成

阶段	项目内容	阶段投资额 (亿美元)	当地就业人口 (人)	完成时间	电量负荷	占地面积
第一期	新建 12 万吨电解铝产能	2.5	1000	0-2 年	200MW	0.72KM ²
第二期	新建 10 万吨电解铝产能, 新建 12 万吨阳极碳产能	4.5	2500	0-4 年	200MW	
第三期	新建 20 万吨电解铝产能	3.5	2500	0-6 年	400MW	
第四期	新建 100 万吨氧化铝产能, 新建 13 万吨阳极碳产能	2.5	2500	0-8 年	200MW	9.28KM ²
第五期	新建 10 万吨电解铝产能, 合作研发铝材深加工	3	3500	0-8 年	400MW	
合计		16	12000	8 年	1400MW	10KM ²
说明	1、阶段划分按照实际情况可能交叉推进； 2、投资额为估算值，实际投资额可能增大； 3、“铝产业园”最终实现由“铝矿石-氧化铝-电解铝-铝型材（铝制品）”全产业链过程。					

资料来源：非阅安哥拉公众号，浙商证券研究所整理

根据长江有色金属网信息，电解铝主要生产成本构成：电力成本、氧化铝成本、预焙阳极成本和其他成本。

电力成本：占 30%-40%，单吨电解铝需要 13500 度电，电价是核心影响因素。

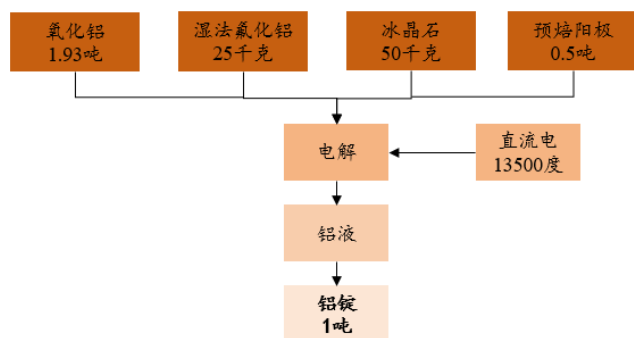
氧化铝成本：占 30%-40%，单吨电解铝需要消耗 1.9-2 吨氧化铝。生产 1 吨氧化铝则需要平均消耗 2.3-2.5 吨铝土矿。

预焙阳极：占 10%-13%，单吨电解铝平均需要消耗 0.5 吨预焙阳极。

其他原材料成本：氟化铝、冰晶石。单吨电解铝平均需要 50 千克冰晶石和 25 千克干法氟化铝，由于使用量较小，对电解铝成本影响有限。

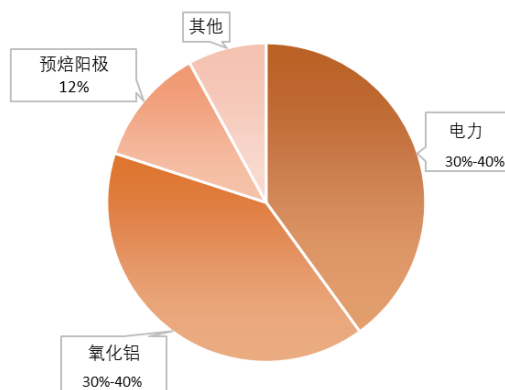
此外还有运输成本、人工及其他费用。各地生产过程中存在一定的运输成本。单吨电解铝对应的人工及折旧等财务费用平均为 500-1000 元/吨，各生产商存在一定的差距。

图18： 电解铝基本工艺流程及单吨原材料耗量



资料来源：长江有色金属网，浙商证券研究所

图19： 电力成本占电解铝成本 30%-40%



资料来源：长江有色金属网，浙商证券研究所

电解铝的成本差异主要是电力成本，低电力成本是铝企业的核心竞争力。电解铝是高能耗行业，生产单吨电解铝需要 13500 度电。电力成本占电解铝生产成本 30%-40%。电解铝用电分为网电和自备电。企业要想降低电力成本，一般会寻找网电低的地区或者在煤炭价格低的地方建自备电厂。

安哥拉水电成本优势突显。华通线缆在安哥拉水电成本优势突出。根据 Global Petrol Prices，安哥拉工业用电价格为 0.011 美元/kwh，约等于 0.08 元/kwh。根据 SMM 国内电解铝成本模型，2025 年 3 月 7 日平均电价为 0.42 元/kwh。

假设：

- 1、成本和费用：安哥拉和国内氧化铝和阳极成本相同，其他费用分别为 2000 元、1500 元（产出单吨电解铝的其他费用）。氧化铝按 2025 年 4 月 10 日安泰科中国氧化铝现货平均价格 2911 元/吨，预焙阳极按 SMM 4 月 10 日价格 5993 元/吨。（仅供模型对比参考，实际安哥拉项目原材料及电解铝价格以公司投产运营后与上下游商议的价格依据为准）
- 2、电价：安哥拉电价按乐观、中性、悲观假设分别为 0.01、0.015、0.025 美元/kwh，对应 0.07、0.11、0.18 元/kwh。
- 3、售价：安哥拉项目按 4 月 9 日 LME 铝现货结算价 2285 美元/吨（16772 元/吨），国内电解铝按 4 月 9 日长江有色铝含税均价 19530 元/吨。

由此可估算得出，在乐观、中性、悲观假设下，安哥拉吨铝利润分别为 5240 元、4751 元、3774 元，国内吨铝利润为 2526 元。**如果一期 12 万吨投产，中性假设下满产净利润=4751 元/吨*12 万吨=5.7 亿元。**根据非阅安哥拉公众号信息，华通安哥拉铝产业园五期全部建成投产后电解铝产能合计达 52 万吨，成长空间广阔。

表5： 安哥拉和国内吨铝利润对比

	安哥拉			国内		
	单位价格	用量	单吨电解铝成本	单位价格	用量	单位成本
氧化铝现货价格(元)	2911	1.93	5618	2911	1.93	5618
度电成本(元)(中性假设)	0.11	13500	1466	0.42	13500	5670
阳极价格	5993	0.49	2937	5993	0.49	2937
其他(折旧、各类费用等)			2000			1,500
吨铝成本（元）			12021			15725
电解铝现货价格(元)	16772		-	19,530		-
吨铝利润（元）			4751			2526

资料来源：SMM，Wind，浙商证券研究所测算

3 盈利预测与估值

电缆业务：1) 全球：电缆行业市场规模稳步增长，CRU 预计 2021-2026 年全球金属电缆需求的复合增长率约 3.0%左右。根据《华通线缆向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，2022 年，北美、欧洲、非洲、澳大利亚电线电缆市场规模分别为 4250 亿元、6048 亿元、1431 亿元、260 亿元，2018-2022 年复合增速分别为 2.2%、2.9%、5%、0.8%、3.2%。2) 国内：电缆行业步入中速增长阶段，根据国家统计局数据，我国电缆行业销售收入由 2011 年的 1.06 万亿增长到 2021 年的 1.46 万亿，年复合增长率为 3.19%。根据《河北华通线缆集团股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，2024 年，公司境外收入占比高达 67%。公司是我国电线电缆行业领先企业，受益与国内行业集中度提升，有望提升份额。公司在北美、非洲、中东等市场处于开拓期，产品在性价比、技术实力等方面优势突出，预计增速高于行业平均增速。综上，我们预计 2025-2027 年公司电线电缆业务营收增速分别为 14.88%、6.50%、7.22%。

油服行业：根据公司公告，油气钻采专用产品行业的市场需求主要会受到石油、天然气的钻采投资规模的影响，与油价的走势并不存在非常明确的线性关系。根据中海油服

《2025 年战略指引公告》援引第三方机构预测，2025 年全球石油需求仍将保持稳定，全球上游勘探开发投资与 2024 年基本持平。公司的油服产品主要应用于油田的全生命周期，技术优势突出，油价波动的影响较小。公司潜油泵电缆、连续管等产品已稳定供货全球头部油服巨头，基于现有客户的示范效应，未来有望开拓更多下游客户。同时，巴拿马基地的建设及陆续投产有望增强公司油服产品的海外供应能力。因此，我们预计 2025-2027 年公司油服行业营收增速分别为 19.85%、34.16%、14.87%。

电解铝：2024 年 6 月 22 日，公司铝产业园一期年产 12 万吨电解铝项目正式开工，预计 2025 年年底投产，考虑投产后产线爬坡节奏，按 4 月 9 日 LME 铝现货结算价 2285 美元/吨（16772 元/吨），我们预计 2026 年-2027 年贡献收入 14.08、20.12 亿元。

综上，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 73.78、99.26、113.94 亿元，同比增长 16%、35%、15%。

表6： 预计 2025-2027 年，公司营业收入分别同比增长 16%、35%、15%

业务类型	财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
电线电缆	收入（百万元）	4157.03	4775.51	5085.77	5453.11
	增长率	10.13%	14.88%	6.50%	7.22%
	毛利率	10.95%	13.00%	13.00%	14.00%
油服行业	营业收入（百万元）	1964.01	2353.81	3157.84	3627.56
	增长率	40.18%	19.85%	34.16%	14.87%
	毛利率	22.26%	23.17%	22.77%	22.76%
电解铝	营业收入（百万元）			1408.84	2012.63
	增长率				42.86%
	毛利率			40.25%	43.94%
其他业务	营业收入（百万元）	225.81	248.39	273.23	300.55
	增长率	19.80%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	21.78%	21.78%	21.78%	21.78%
整体主营业务	营业收入（百万元）	6346.84	7377.70	9925.67	11393.83
	增长率	18.32%	16.24%	34.54%	14.79%
	毛利率	14.84%	16.54%	20.22%	22.28%

资料来源：浙商证券研究所

公司主营业务为电线电缆和油服装备，向电缆上游延伸布局铝行业，我们选取电线电缆行业金杯电工、万马股份、金盘科技、尚纬股份、东方电缆，油服装备领域的杰瑞股份、迪威尔，铝行业选取中国铝业、神火股份、天山铝业、南山铝业作为可比公司。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 73.78、99.26、113.94 亿元，同比增长 16.24%、34.54%、14.79%；归母净利润分别为 3.30、7.52、10.65 亿元，同比增长 3.39%、127.90%、41.52%，对应 PE 分别为 21、9、6 倍。公司 2026、2027 年 PE 估值低于可比公司均值，维持“买入”评级。

表7： 可比公司估值

代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
002533.SZ	金杯电工	71	5.69	6.77	7.62	8.40	13	11	9	8	1.7
002276.SZ	万马股份	150	3.41	5.07	6.43	8.38	44	30	23	18	2.6
688676.SH	金盘科技	146	5.74	8.02	10.46	13.00	25	18	14	11	3.2
603606.SH	东方电缆	347	10.08	17.17	22.03	25.59	34	20	16	14	4.8
002353.SZ	杰瑞股份	321	26.27	30.61	35.56	40.58	12	11	9	8	1.5
688377.SH	迪威尔	38	0.86	1.62	2.47	2.96	44	23	15	13	2.1
601600.SH	中国铝业	1098	124.00	136.69	156.49	174.50	9	8	7	6	1.5
000933.SH	神火股份	383	43.07	54.93	64.91	71.55	9	7	6	5	1.7
002532.SZ	天山铝业	346	44.55	48.76	56.36	61.91	8	7	6	6	1.2
600219.SH	南山铝业	424	48.30	49.99	51.84	55.47	9	8	8	8	0.8
平均值							21	14	11	10	2
605196.SH	华通线缆	69	3.19	3.30	7.52	10.65	22	21	9	6	2.2

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：股价采用 2025 年 4 月 30 日收盘价

4 风险提示

1) 全球贸易局势超预期恶化

当前美国关税政策反复引发全球市场波动，白宫在针对全球的关税政策执行时间及力度反复变动加剧了市场不确定性，如果后续关税政策引发全球贸易局势出现超预期恶化，将有可能影响公司海外业务的正常经营和业绩。

2) 海外汇率波动

2024 年公司海外收入占 67%。公司部分国际业务采用外币结算，人民币兑换美元及其他货币的价格变动有可能给公司的收益带来不利影响，存在汇兑损失和资本贬值风险。

3) 原材料价格大幅波动

电线电缆具有典型的“料重工轻”特点。2020-2022 年，公司铜采购成本占同期原材料采购总额的比重分别为 44.12%、55.90%和 48.08%，铝采购成本占同期原材料采购总额的比重分别为 22.82%、16.03%和 20.63%，铜铝价格波动会直接影响公司的经营业绩及营运资金安排，发行人面临原材料价格大幅波动的风险。

4) 油价大跌风险

油价影响因素较难预测，受极端天气、地缘政治等不可控因素影响。如果国际油价波动较大，出现较长的下跌周期，将严重影响全球油气公司的资本开支计划，从而影响公司订单，使得公司油气装备和技术服务业务收入不及预期。；海外汇率波动；原材料价格大幅波动；油价大跌风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4786	5347	6517	7262
现金	970	1073	1010	1017
交易性金融资产	0	17	6	7
应收账款	1954	2249	2924	3361
其它应收款	69	99	139	145
预付账款	59	96	103	116
存货	1535	1650	2169	2437
其他	200	164	166	177
非流动资产	2300	2780	3903	4362
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	11	11	11	11
固定资产	804	1224	2140	2442
无形资产	100	112	125	140
在建工程	980	1140	1309	1424
其他	404	293	318	345
资产总计	7086	8126	10420	11624
流动负债	3026	3771	4886	4898
短期借款	1688	2441	3283	3132
应付款项	549	674	876	949
预收账款	0	0	0	0
其他	789	656	728	817
非流动负债	911	874	1299	1426
长期借款	639	739	1139	1237
其他	272	135	160	189
负债合计	3937	4645	6186	6325
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权	3148	3481	4233	5298
负债和股东权益	7086	8126	10420	11624

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(150)	317	99	847
净利润	318	330	753	1065
折旧摊销	106	69	116	159
财务费用	76	169	224	257
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(311)	(213)	(510)	(394)
其它	(338)	(38)	(482)	(238)
投资活动现金流	(770)	(676)	(1201)	(591)
资本支出	(576)	(645)	(1196)	(571)
长期投资	2	(1)	0	0
其他	(196)	(30)	(5)	(21)
筹资活动现金流	1047	462	1038	(248)
短期借款	202	753	842	(151)
长期借款	485	100	400	98
其他	360	(391)	(203)	(195)
现金净增加额	127	103	(63)	8

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6347	7378	9926	11394
营业成本	5405	6157	7919	8855
营业税金及附加	21	29	37	42
营业费用	130	151	203	239
管理费用	231	406	496	570
研发费用	97	112	151	173
财务费用	76	169	224	257
资产减值损失	49	5	54	52
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	42	34	37	38
营业利润	383	384	881	1246
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	377	379	875	1241
所得税	59	48	123	175
净利润	318	330	753	1065
少数股东损益	(1)	(0)	0	0
归属母公司净利润	319	330	752	1065
EBITDA	592	605	1203	1644
EPS (最新摊薄)	0.62	0.65	1.47	2.08

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	18.32%	16.24%	34.54%	14.79%
营业利润	-11.40%	0.30%	129.38%	41.49%
归属母公司净利润	-12.29%	3.39%	127.90%	41.52%
获利能力				
毛利率	14.84%	16.54%	20.22%	22.28%
净利率	5.02%	4.47%	7.58%	9.35%
ROE	10.66%	9.96%	19.50%	22.34%
ROIC	6.63%	6.68%	10.34%	12.57%
偿债能力				
资产负债率	55.56%	57.16%	59.37%	54.41%
净负债比率	71.03%	73.67%	75.70%	74.21%
流动比率	1.58	1.42	1.33	1.48
速动比率	1.07	0.98	0.89	0.98
营运能力				
总资产周转率	1.01	0.97	1.07	1.03
应收账款周转率	3.87	3.75	4.07	3.78
应付账款周转率	12.98	12.85	13.52	12.62
每股指标(元)				
每股收益	0.62	0.65	1.47	2.08
每股经营现金	-0.29	0.62	0.19	1.66
每股净资产	6.16	6.81	8.28	10.36
估值比率				
P/E	21.62	20.91	9.18	6.48
P/B	2.19	1.98	1.63	1.30
EV/EBITDA	13.58	15.42	8.89	6.52

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>