

华通线缆(605196)

报告日期: 2025年08月05日

股权激励完成授予登记, 非洲电解铝项目有望超预期

——华通线缆点评报告

投资要点

□ “电缆+油服耗材”出海龙头, 股权激励计划完成授予登记

根据公司8月4日公告, 2025年股票激励计划限制性股票授予已于2025年8月1日完成登记。我们认为, 本次股权激励完成授予登记后, 股权激励对象的应纳税款也将确认, 股权激励对象(公司中层骨干)和大股东、资本市场利益将趋于一致。

公司电缆、油服业务海外产能布局持续完善。截至2024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。公司连续油管、智能管缆等油气钻采产品成功在中东、北美、南美等市场实现销售, 与哈里伯顿、贝克休斯、斯伦贝谢保持持续稳定合作关系。

□ 非洲电解铝一期建设稳步推进, 有望在今年10月投产

根据二十二冶金结公司和中国有色网信息, 近日金结公司承建的华通安哥拉电解铝项目项目核心设施—新鲜氧化铝仓和含氟氧化铝仓主体结构顺利封顶。7月15日, 电解车间彩板封闭完成。2025年4月2日, 安哥拉本戈省省长 Maria Nelumba 女士考察华通电解铝项目建设进展, 与华通代表石国星、奥德工业园总经理刘温德等举行会谈, 就项目进展和未来规划展开深入交流。石国星表示, 电解铝项目第一期预计将于2025年10月正式投产, 目前各项工作进展顺利。公司已与大宗商品贸易商嘉能可(GLENCORE)、摩科瑞(MERCURIA)分别签订了2500万美元、3000万美元的商业合同, 一期投产渐行渐近。

□ 安哥拉水电成本优势突出, 电解铝项目有望再造新华通

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。国内SMM电解加权平均电价0.4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6821元、6336元、5367元, 国内吨铝利润为3293元, 按当前大宗商品价格, 一期12万吨电解铝完全达产后, 中性假设有望新增7.6亿元利润, 相当于再造一个华通。

□ “反内卷”有望巩固电解铝行业前期供给侧改革成果, 供需紧平衡持续

2015-2017年, 供给侧改革通过严控新增、严查违规、严肃问责等政策重塑了行业新发展格局, 有效关停了违规产能、遏制了产能盲目扩张, 梳理形成国内电解铝4543万吨/年合规产能天花板, 改革成效显著。2025年海外铝土矿及国内氧化铝的新增供应有望维系电解铝企业盈利状态。在国内“反内卷”政策背景下, 2024-2026年, 全球电解铝供需紧平衡持续, 铝价中枢有望上移。

□ 盈利预测与估值

预计公司2025-2027年归母净利润分别为3.3、8.6、11.5亿元, 同比+3%、+159%、+34%, 年均复合增速53%, 对应PE分别为29、11、8倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

全球贸易恶化; 海外汇率波动; 海外区域局势动荡风险; 原材料价格大幅波动

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	¥ 18.46
总市值(百万元)	9,433.11
总股本(百万股)	511.00

股票走势图



相关报告

- 《将受益“深海科技”, 非洲电解铝项目有望超预期》
2025.07.02
- 《发布股权激励计划, 非洲电解铝项目有望超预期》
2025.06.05
- 《“电缆+油服耗材”出海龙头, 非洲电解铝项目有望再造新华通》
2025.05.06

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6346.84	7377.70	10082.79	11618.29
(+/-) (%)	18.32%	16.24%	36.67%	15.23%
归母净利润	319.32	330.15	855.26	1149.65
(+/-) (%)	-12.29%	3.39%	159.05%	34.42%
每股收益(元)	0.62	0.65	1.67	2.25
P/E	30	29	11	8

资料来源：浙商证券研究所

附录

1.1 非洲电解铝一期建设稳步推进，有望在今年 10 月投产

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。中国二十二冶金结公司负责该项目主体工艺电解车间、110 千伏供电开关站、整流系统、铸造车间等公用辅助生产设施。中国能建葛洲坝电力公司承建安哥拉华通铝产业园一期外部输变电项目。

根据中国有色网 7 月 29 日信息，近日中国二十二冶金结公司承建的华通安哥拉电解铝项目项目核心设施—新鲜氧化铝仓和含氟氧化铝仓主体钢结构顺利封顶。

根据金结公司官网，7 月 15 日，华通安哥拉电解项目电解车间彩板封闭完成。

根据中国能建葛洲坝集团官网，华通铝产业园输变电项目 2024 年 12 月 2 日开工，建设内容包括新建一座 400/220/110/15kV 变电站，两条 22km 单回路 400kV 输电线路及两条双回路 110kV 输电线路，建设工期 380 天，预计在 2025 年三季度竣工投产。2025 年 5 月 25 日，该项目 400kV 新建输电线路首基铁塔正式组立，标志着工程正式迈入铁塔组立的关键阶段。

2025 年 4 月 2 日，安哥拉本戈省省长 Maria Nelumba 女士考察华通电解铝项目建设进展，与华通代表石国星、奥德工业园总经理刘温德等举行会谈，就项目进展和未来规划展开深入交流。石国星表示，电解铝项目第一期预计将于 2025 年 10 月正式投产，目前各项工作进展顺利。

图1：项目核心设施—新鲜氧化铝仓和含氟氧化铝仓主体钢结构顺利封顶



资料来源：中国有色金属网，浙商证券研究所

图2：7 月 15 日，电解车间彩板封闭完成



资料来源：中国二十二冶金结公司，浙商证券研究所

已与大宗商品贸易商嘉能可（GLENCORE）、摩科瑞（MERCURIA）分别签订了 2500 万美元、3000 万美元的商业合同。根据公司 5 月 29 日公告，华通安哥拉与嘉能可（GLENCORE）签订了 2500 万美元的商业合同。7 月 5 日公告，华通国际（新加坡）与摩科瑞（MERCURIA）签订了 3000 万美元的商业合同。

表1：子公司已与相关大宗商品贸易商签订部分商业合同

公告时间	子公司	合作方	合同金额（美元）
2025 年 7 月 5 日	华通国际（新加坡）	摩科瑞（MERCURIA）	3000 万
2025 年 5 月 29 日	华通安哥拉	嘉能可（GLENCORE）	2500 万

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 安哥拉电解铝项目盈利测算

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。

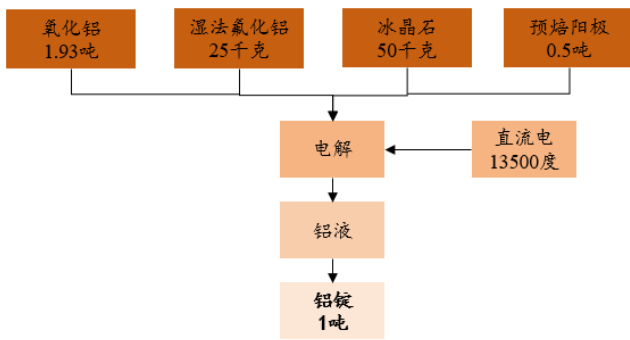
氧化铝成本：占 30%-40%，单吨电解铝需要消耗 1.9-2 吨氧化铝。生产 1 吨氧化铝则需要平均消耗 2.3-2.5 吨铝土矿。

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。

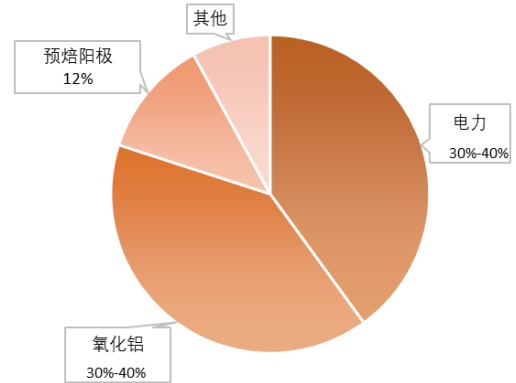
此外还有运输成本、人工及其他费用。各地生产过程中存在一定的运输成本。单吨电解铝对应的人工及折旧等财务费用平均为 500-1000 元/吨，各生产商存在一定的差距。

图3： 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4： 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，当前全国电解加权平均电价为 0.4 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，其他辅料及三费合计分别为 2000 元、1500 元。氧化铝按安泰科 30 个交易日现货均价 3190 元/吨，预焙阳极价格按 SMM 当前价格 5502 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 LME 铝 30 个交易日现货结算均价 2596 美元/吨（18642 元/吨，不含增值税），国内电解铝按 Wind 铝 30 个交易日含税均价 20530 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 6821 元、6336 元、5367 元，国内吨铝利润为 3293 元。**如果一期 12 万吨投产，中性假设下满产净利润=6336 元/吨*12 万吨=7.6 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2：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)	3190	1.93	6156	3190	1.93	6156
度电成本(元)(中性假设)	0.11	13500	1454	0.40	13500	5373
阳极价格	5502	0.49	2696	5502	0.49	2696
辅料及三费			2000			1,500
吨铝成本(元)			12306			15725
电解铝现货价格(元)	18642		-	20687		-
吨铝利润(元)			6336			3293 (税后, 13%增值税, 25%所得税)

资料来源：SMM, Wind, 浙商证券研究所测算

表3：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	81	5.69	6.76	7.66	8.74	14	12	11	9	2.0
002276.SZ	万马股份	153	3.41	5.12	6.59	8.73	45	30	23	17	2.7
688676.SH	金盘科技	193	5.74	7.92	10.41	12.96	34	24	19	15	4.4
603606.SH	东方电缆	333	10.08	16.79	21.60	25.48	33	20	15	13	4.8
002353.SZ	杰瑞股份	412	26.27	30.49	35.38	40.60	16	14	12	10	2.0
688377.SH	迪威尔	55	0.86	1.46	2.27	2.82	64	38	24	19	3.1
601600.SH	中国铝业	1283	124.00	135.14	153.81	170.67	10	9	8	8	1.8
000933.SH	神火股份	400	43.07	54.70	64.92	71.49	9	7	6	6	1.9
002532.SZ	天山铝业	427	44.55	48.61	56.54	64.04	10	9	8	7	1.6
600219.SH	南山铝业	467	48.30	50.01	52.06	55.68	10	9	9	8	0.9
	平均值						24	17	13	11	2
605196.SH	华通线缆	94	3.19	3.30	8.55	11.50	30	29	11	8	3.0

资料来源：Wind, 浙商证券研究所，注：股价采用 2025 年 8 月 5 日收盘价

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	6572	7363
现金	970	1073	1010	1017
交易性金融资产	0	17	6	7
应收账款	1954	2249	2971	3428
其它应收款	69	99	141	148
预付账款	59	96	103	118
存货	1535	1650	2176	2467
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	346
资产总计	7086	8126	10476	11725
流动负债	3026	3771	4839	4812
短期借款	1688	2441	3229	3028
应付款项	549	674	878	961
预收账款	0	0	0	0
其他	789	656	731	823
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	6139	6238
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	3148	3481	4336	5486
负债和股东权益	7086	8126	10476	11725

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(150)	317	151	894
净利润	318	330	855	1150
折旧摊销	106	69	116	159
财务费用	76	169	223	253
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(311)	(213)	(553)	(406)
其它	(338)	(38)	(487)	(261)
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	986	(295)
短期借款	202	753	788	(201)
长期借款	485	100	400	98
其他	360	(391)	(202)	(191)
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	10083	11618
营业成本	5405	6157	7943	8963
营业税金及附加	21	29	37	42
营业费用	130	151	207	244
管理费用	231	406	504	581
研发费用	97	112	153	177
财务费用	76	169	223	253
资产减值损失	49	5	54	53
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	1000	1345
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	377	379	995	1339
所得税	59	48	139	189
净利润	318	330	855	1150
少数股东损益	(1)	(0)	0	0
归属母公司净利润	319	330	855	1150
EBITDA	592	605	1321	1739
EPS (最新摊薄)	0.62	0.65	1.67	2.25

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	18.32%	16.24%	36.67%	15.23%
营业利润	-11.40%	0.30%	160.53%	34.44%
归属母公司净利润	-12.29%	3.39%	159.05%	34.42%
获利能力				
毛利率	14.84%	16.54%	21.22%	22.85%
净利率	5.02%	4.47%	8.48%	9.90%
ROE	10.66%	9.96%	21.88%	23.41%
ROIC	6.63%	6.68%	11.40%	13.26%
偿债能力				
资产负债率	55.56%	57.16%	58.60%	53.20%
净负债比率	71.03%	73.67%	75.41%	73.57%
流动比率	1.58	1.42	1.36	1.53
速动比率	1.07	0.98	0.91	1.02
营运能力				
总资产周转率	1.01	0.97	1.08	1.05
应收账款周转率	3.87	3.75	4.10	3.78
应付账款周转率	12.98	12.85	13.53	12.68
每股指标(元)				
每股收益	0.62	0.65	1.67	2.25
每股经营现金	-0.29	0.62	0.30	1.75
每股净资产	6.16	6.81	8.48	10.73
估值比率				
P/E	29.57	28.60	11.04	8.21
P/B	3.00	2.71	2.18	1.72
EV/EBITDA	13.58	19.61	9.98	7.57

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>