

## 有色金属

2025年09月27日

## 新疆众和 (600888)

——铝电子材料一体化完备，氧化铝项目有望增厚利润

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

## 投资要点:

- **公司具备完整的铝电子材料产业链，覆盖能源-电解铝（一次高纯铝）-合金制品/高纯铝-电子铝箔-电极箔环节。**1) **能源**：持有天池能源 14.22% 股权，权益煤炭产能约 1052 万吨，自备配套 2×150 MW 热电联产电站，电力自给率约 50%。2) **电解铝（一次高纯铝）**：年产能 18 万吨，用于自产高纯铝及合金制品（合金制品年产能 22 万吨）。3) **高纯铝**：年产能 7.8 万吨，用于自产电子铝箔及部分外售。4) **电子铝箔**：年产能 3 万吨，用于自产电极箔及部分外售。5) **电极箔**：年产能 2500 万平方米。通过自产高纯铝，公司对电子铝箔、电极箔的原材料质量稳定性和成本控制较好。此外，公司通过边角料回收及能源自给，有效降低生产成本。
- **布局上游氧化铝项目，有望提供利润增量。**公司投资建设年产 240 万吨氧化铝项目，预计 2026 年上半年投产。近年来多家生产商改用进口矿原料，而铝土矿物成本占原料成本的 8.7%-26.3%，内陆与沿海产能存在较大运输成本差异，公司氧化铝项目位于广西防城港，临近深水港口便于进口铝土矿，原料可通过胶带输送机直接进厂，运输成本远低于内陆。项目投产后有望显著增厚利润。
- **国内电解铝产能逼近天花板，供需新格局下铝价易涨难跌。**供给端看，国内电解铝产能逼近天花板，海外增量释放受限于电力瓶颈，再生铝受制于废铝供应，未来供给增量有限；需求端看，新能源汽车及电力领域提供需求增量，对冲地产拖累，电解铝供需格局长期向好，行业景气度预计持续提升。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司新建氧化铝项目靠近港口，在国内铝土矿对外依存度提升背景下，使用进口矿生产较内陆高成本产线具备相对成本优势，在氧化铝价格低位情况下仍可获得行业超额利润，由于公司氧化铝项目规模较大，因此利润增量相对可观。此外，在国内“反内卷”政策推动下，煤炭价格有望筑底企稳，预计公司投资收益进一步下探空间有限。考虑公司氧化铝项目有望增厚利润，我们预计公司 25/26/27 年归母净利润为 8.01/12.08/13.15 亿元，对应 PE 为 14/9/8x，低于可比公司平均，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示**：氧化铝项目进度不及预期；原材料及能源成本大幅波动；下游需求不及预期；投资收益不及预期

## 市场数据：2025年09月26日

收盘价(元)	7.71
一年内最高/最低(元)	8.54/6.33
市净率	1.0
股息率(分红/股价)	3.50
流通A股市值(百万元)	10,823
上证指数/深证成指	3,828.11/13,209.00

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

## 基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	7.92
资产负债率%	39.05
总股本/流通A股(百万)	1,404/1,404
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

## 证券分析师

郭中伟 A0230524120004  
guozw@swsresearch.com  
马焰明 A0230523090003  
maym@swsresearch.com  
陈松涛 A0230523090002  
chenst@swsresearch.com

## 研究支持

郭中耀 A0230124070003  
guozzy@swsresearch.com

## 联系人

郭中耀  
(8621)23297818x  
guozzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,321	4,003	7,777	12,757	14,425
同比增长率(%)	12.0	11.0	6.2	64.0	13.1
归母净利润(百万元)	1,203	391	801	1,208	1,315
同比增长率(%)	-22.9	-38.5	-33.4	50.9	8.8
每股收益(元/股)	0.88	0.28	0.57	0.86	0.94
毛利率(%)	10.8	9.9	11.1	13.8	13.8
ROE(%)	10.9	3.5	7.1	9.8	9.9
市盈率	9		14	9	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司新建氧化铝项目靠近港口，在国内铝土矿对外依存度提升背景下，使用进口矿生产较内陆高成本产线具备相对成本优势，在氧化铝价格低震荡情况下仍可获得行业超额利润，由于公司氧化铝项目规模较大，因此利润增量相对可观。此外，在国内“反内卷”政策推动下，煤炭价格有望筑底企稳，预计公司投资收益进一步下探空间有限。考虑公司氧化铝项目有望增厚利润，我们预计公司 25/26/27 年归母净利润为 8.01/12.08/13.15 亿元，对应 PE 为 14/9/8x，低于可比公司平均，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设点

合金产品及铝制品：假设 25/26/27 年，公司铝合金产品及铝制品合计销量为 20/20/20 万吨，产能利用率保持相对平稳。考虑在电解铝供给约束下，未来铝价有望延续上行趋势，假设单吨不含税销售平均价格为 19378/19784/20027 元/吨。

高纯铝：假设 25/26/27 年，公司高纯铝销量为 5.6/5.6/5.6 万吨。假设单吨不含税销售平均价格为 25975/26000/26000 元/吨，对应毛利率为 13.6%/17.4%/17.6%。

电子铝箔：假设 25/26/27 年，公司电子铝箔销量为 1.94/1.80/1.80 万吨。假设单吨不含税销售平均价格为 38456/38500/38500 元/吨。

电极箔：假设 25/26/27 年，公司电极箔销量为 2054/2100/2100 万平方米。考虑电极箔行业竞争加剧，假设单位不含税销售平均价格为 55/54/54 元/平方米。

氧化铝：公司氧化铝项目预计 26 年上半年投产，考虑一定达产周期，假设 26/27 年公司氧化铝销量为 180/240 万吨。考虑国内及海外行业产能投放，氧化铝价格或延续弱势，但矿石供应链风险仍需关注，或提供成本支撑，假设单吨不含税销售平均价格为 2699/2699 元/吨，对应毛利率为 11.9%/12.3%。

投资收益：公司投资收益占利润比重较大，主要投资收益来源为联营企业天池能源，受煤炭价格下跌影响，公司根据比例确认的投资收益因此下降，但随着国内“反内卷”政策推进，煤炭价格有望筑底企稳，因此预计公司 25/26/27 年投资收益为 3.69/3.80/4.00 亿元。

### 有别于大众的认识

市场可能认为氧化铝价格下跌可能导致公司利润难以兑现，氧化铝价格下跌预期主要源于供给持续宽松，而供给持续宽松的预期来源于氧化铝产能持续增加以及矿石成本支撑可能下移。但我们认为行业层面氧化铝新增产能门槛可能提高，公司氧化铝项目靠近港口，相对内陆高成本产线有比较优势，仍可取得相对高成本产线的相对超额收益。同时，公司一体化产业链在铝行业供需紧平衡背景下，业绩能够保持一定的稳定性。

### 股价表现的催化剂

氧化铝行业产能减产超预期；铝价上涨超预期；煤炭价格上涨超预期。

### 核心假设风险

氧化铝项目进度不及预期；原材料及能源成本大幅波动；下游需求不及预期；投资收益不及预期。

## 目录

<b>1. 深耕铝电子材料产业链，一体化布局完备</b>	<b>6</b>
1.1 公司概况	6
1.2 财务分析	8
<b>2. 铝行业基本面分析</b>	<b>11</b>
2.1 氧化铝：短期供给宽松格局不改，长期矿端不确定性仍存	11
2.2 电解铝：国内产能逼近天花板，供需趋紧下铝价易涨难跌	14
<b>3. 公司核心亮点</b>	<b>18</b>
3.1 布局上游氧化铝项目，有望提供利润增量	18
3.2 铝电子材料一体化布局完备，原材料自给提供成本优势	19
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：新疆众和一体化产业链布局 .....	6
图 2：新疆众和发展历程 .....	7
图 3：新疆众和股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日） .....	7
图 4：公司营业收入及增速 .....	8
图 5：公司归母净利润及增速 .....	8
图 6：分产品营收占比 .....	9
图 7：分产品毛利占比 .....	9
图 8：公司资产负债率持续下降 .....	9
图 9：公司期间费用率情况 .....	9
图 10：公司对联营企业投资收益及增速 .....	10
图 11：公司对联营企业投资收益占归母净利润比重 .....	10
图 12：公司分红情况 .....	10
图 13：公司股息率情况 .....	10
图 14：氧化铝周度产量及开工率 .....	11
图 15：氧化铝工厂库存（万吨） .....	11
图 16：氧化铝价格及氧化铝行业理论平均利润（单位：元/吨） .....	12
图 17：2025 年 8 月中国氧化铝现金成本曲线 .....	12
图 18：中国铝土矿储量仅占全球 2.4%（2023 年） .....	13
图 19：中国铝土矿进口依存度不断提升 .....	13
图 20：铝土矿价格走势 .....	13
图 21：铝土矿月度进口量及增速 .....	13
图 22：电解铝价格及电解铝行业理论平均利润（单位：元/吨） .....	14
图 23：2025 年 8 月中国电解铝完全成本曲线 .....	15
图 24：中国电解铝建成产能及运行产能情况 .....	15
图 25：我国电解铝产量增速逐渐下降 .....	15
图 26：煤炭对外采购量及均价 .....	20
图 27：电力对外采购量及均价 .....	20
图 28：公司合金及制品产销量及售价 .....	21
图：公司合金及制品毛利润及毛利率 .....	

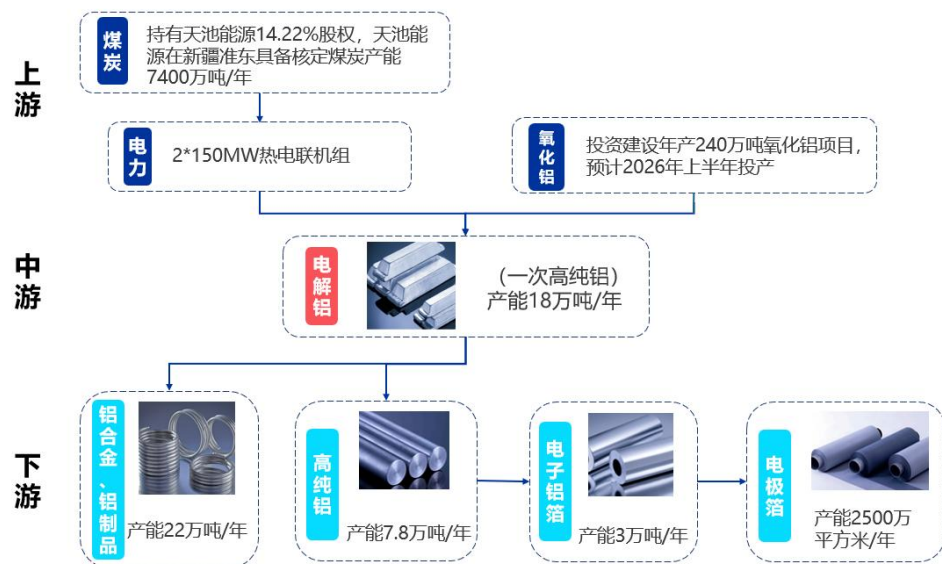
图 30: 公司高纯铝产销量及售价 .....	22
图 31: 公司高纯铝毛利润及毛利率 .....	22
图 32: 国内头部电子铝箔生产商 2024 年产量 (万吨) .....	22
图 33: 公司电子铝箔产销量及售价 .....	23
图 34: 公司电子铝箔毛利润及毛利率 .....	23
图 35: 电极箔产业链图示 .....	23
图 36: 国内主要厂商化成箔 2024 年产量 .....	23
图 37: 公司电极箔产销量及售价 .....	24
图 38: 公司电极箔毛利润及毛利率 .....	24
表 1: 2025 年中国氧化铝新增产能统计 (万吨/年, 截至 2025 年 6 月底) .....	11
表 2: 2025 年几内亚矿业政策及重要事件梳理 .....	14
表 3: 2025 年-2027 年海外拟新建电解铝产能梳理 (单位: 万吨/年) .....	15
表 4: 国内铝材供需平衡表 .....	17
表 5: 公司 240 万吨氧化铝项目情况 .....	18
表 6: 公司氧化铝项目效益弹性测算 .....	19
表 7: 部分可比上市公司铝电子材料一体化对比 .....	20
表 8: 新疆众和业绩拆分 .....	25
表 9: 可比公司估值对比 .....	26

# 1. 深耕铝电子材料产业链，一体化布局完备

## 1.1 公司概况

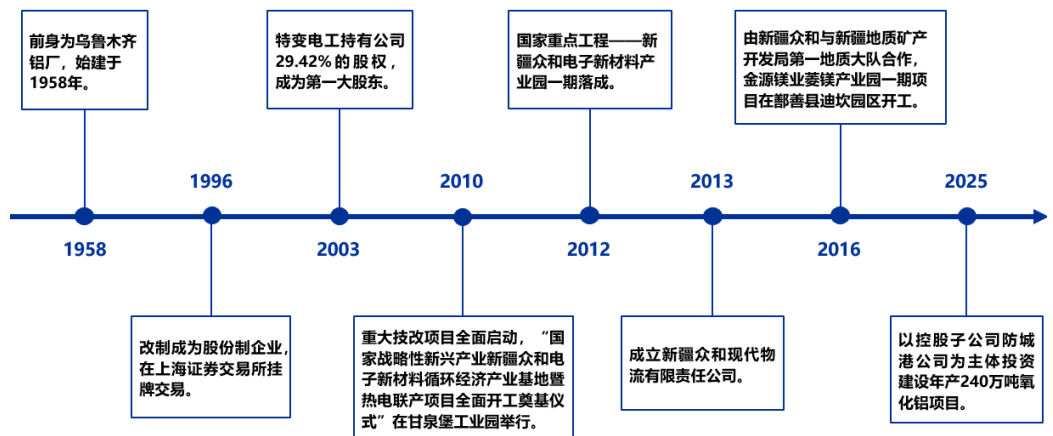
新疆众和股份有限公司深耕铝基新材料领域，拥有完整的铝电子新材料产业链。公司主要从事铝电子新材料和铝及合金制品的研发、生产和销售，形成了“能源-电解铝（一次高纯铝）-高纯铝/合金制品-电子铝箔-电极箔”的上下游一体化产业链。从产能看，公司拥有电解铝（一次高纯铝）年产能 18 万吨，铝合金/铝制品年产能 22 万吨，高纯铝液产能 7.8 万吨，电子铝箔年产能 3 万吨，电极箔年产能 2500 万平方米。自有能源方面，公司配套建设了 2×150 MW 热电联产电站，充分利用新疆准东地区丰富且低成本的煤炭资源供电，年发电能力达 21 亿度，发电小时数达 8060 小时。此外，公司持有 14.22% 的新疆天池能源股权，进一步巩固了能源供应和成本优势。

图 1：新疆众和一体化产业链布局



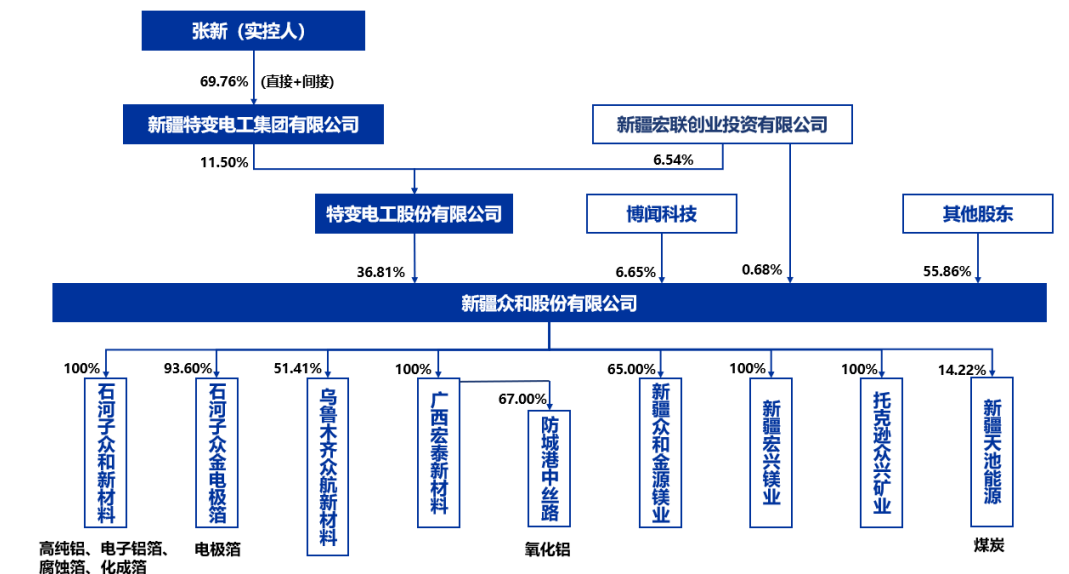
资料来源：公司公告，特变集团公告，我的钢铁网，申万宏源研究

新疆众和前身为乌鲁木齐铝厂，建厂于 1958 年，是新疆地区最早的有色金属工业企业之一。1996 年，公司在上海证券交易所上市，成为新疆第一家上市的工业企业。创立初期，公司业务以电解铝粗加工为主，产品附加值低且对能源依赖大。2002-2003 年，原控股股东新疆国资退出，将 29.42% 股权转让予特变电工，后者入主成为控股股东后，公司明确从传统铝冶炼转型至电子元件材料领域，开始主攻高纯铝、电子铝箔等高技术含量产品。此后 20 年里，新疆众和围绕铝基新材料主业持续投入扩张。2010 年，公司实施循环经济产业化项目，实现高纯铝渣和铝箔边角料的回收再利用，用于重熔生产铝杆等，打造闭环生产。此后，公司形成了“能源-高纯铝-电子铝箔-电极箔”高技术、高附加值电子新材料循环经济产业链。2025 年，公司投资建设年产 240 万吨氧化铝项目，项目总投资 67.81 亿元，资本金为 20.34 亿元，旨在提升原材料自给能力，降低成本依赖。

**图 2：新疆众和发展历程**


资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

控股股东为特变电工股份有限公司，实控人为张新。特变电工持有新疆众和 36.81% 的股权，为第一大股东，公司实际控制人为张新先生，通过特变集团间接控制特变电工（600089.SH）、新疆众和（600888.SH）。近年来公司股权结构总体稳定，控股股东特变电工的持股比例基本保持不变，未发生重大股权转让或增减持变化。特变电工强大的产业背景为公司在能源供应、电力设备以及资金方面提供了有力支持，股权结构相对集中也使公司决策执行效率较高。

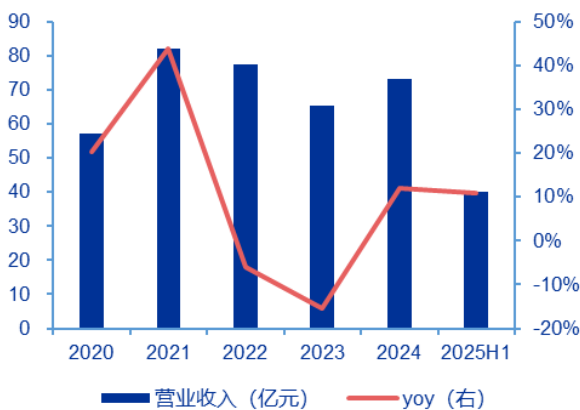
**图 3：新疆众和股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）**


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

## 1.2 财务分析

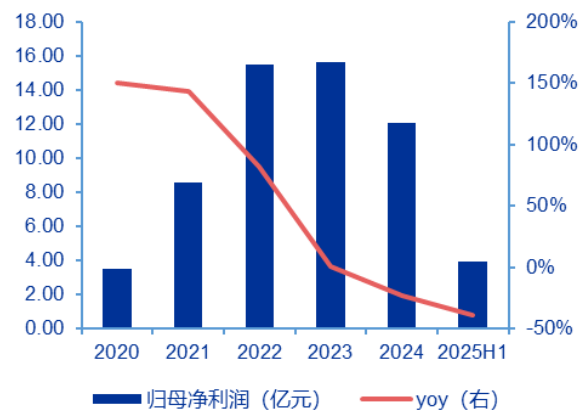
2025H1 公司实现营业收入 40.03 亿元，同比增长 10.95%；归母净利润 3.91 亿元，同比下降 38.89%。2024 年公司实现营业收入 73.21 亿元，同比增长 12.03%；归母净利润 12.03 亿元，同比下降 22.94%。2024 年受前期产能扩张的影响，市场竞争加剧，主要产品价格（加工费）承压下行，叠加氧化铝等原材料成本同步上涨，压缩利润空间。2025 年上半年受参股公司新疆天池能源有限责任公司净利润下降影响，公司按持股比例确认的投资收益下降影响，净利润有所下降。

图 4：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

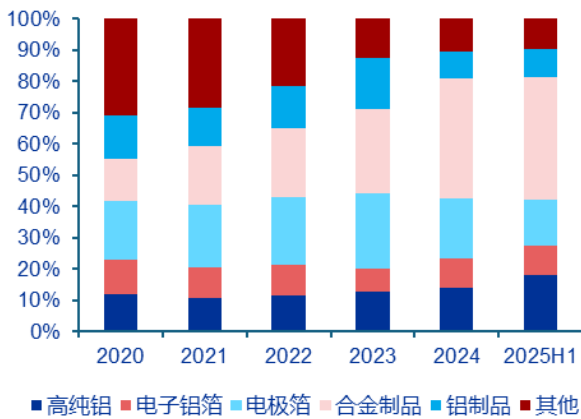
图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

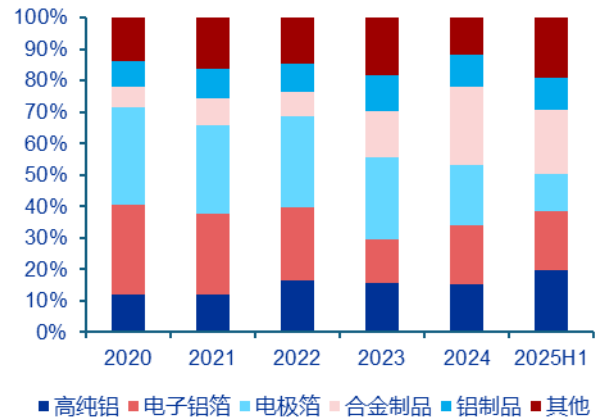
新疆众和当前营收主要来自电子新材料和铝合金、铝制品板块。电子新材料板块涵盖高纯铝、电子铝箔、电极箔等，是公司利润的核心来源。2024 年，公司电子新材料板块营收及毛利占比分别为 42.53%、53.40%，合金制品板块营收及毛利占比分别为 38.43%、24.62%，铝制品块营收及毛利占比分别为 8.62%、10.41%。2024 年，电子新材料销售毛利率为 13.62%，同比下降 5.91 个百分点；其中，高纯铝产量 7.95 万吨（部分用于自产电子铝箔），同比增长 21.05%；电子铝箔产量 2.66 万吨（部分用于自产电极箔），同比增长 27.18%；电极箔（化成箔）产量 2081.64 万平方米，同比下降 7.60%。合金制品产量 16.46 万吨，同比增长 59.85%，销售毛利率为 6.95%，同比下降 1.40 个百分点。铝制品产量 6.28 万吨，同比下降 26.13%，销售毛利率为 13.09%，同比增加 2.33 个百分点。部分产品毛利率下降主要系市场竞争加剧，产品价格（加工费）下降，以及原材料价格上涨所致。此外，公司减少了低附加值的铝制品生产，将其产线调整为生产合金制品。

图 6: 分产品营收占比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

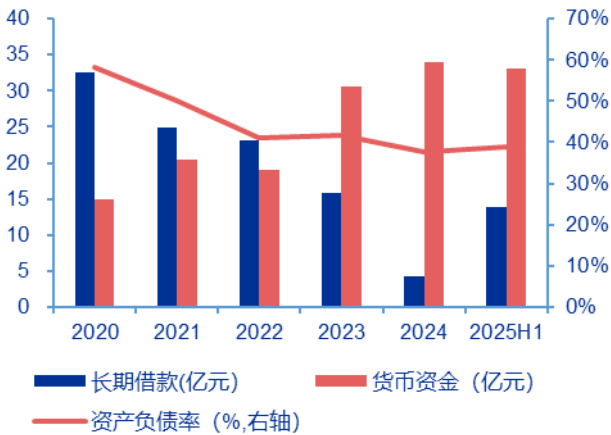
图 7: 分产品毛利占比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

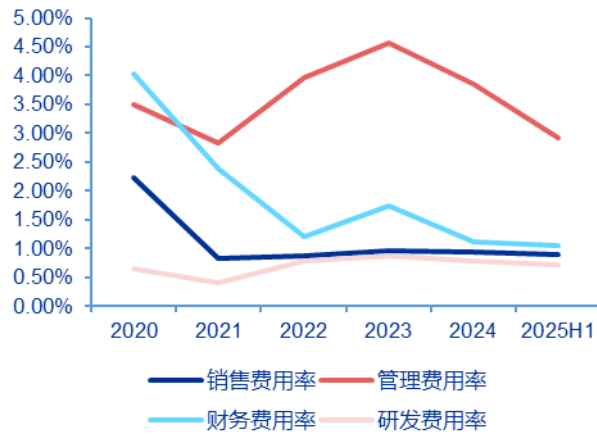
**资产负债表不断优化, 期间费用率持续下行。**公司资产负债率由 2020 年的 58.19% 下降至 2024 年的 37.78%, 债务水平进一步降低; 财务费用率由 2020 年的 4.03% 下降至 2024 年的 1.11%, 财务费用支出大幅下降。公司 21-24 年销售费用率一直维持在 1% 以下, 得益于公司客户稳定、合作周期长。2024 年底公司货币资金为 34.01 亿元, 较 2023 年底增长 3.39 亿元。整体来看, 公司债务负担较轻, 财务杠杆低, 资产质量良好。

图 8: 公司资产负债率持续下降



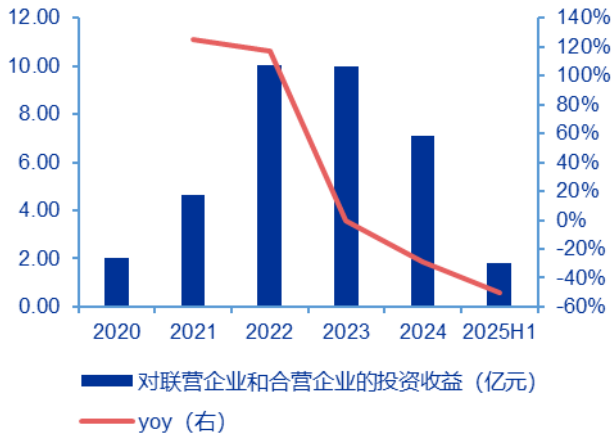
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 9: 公司期间费用率情况

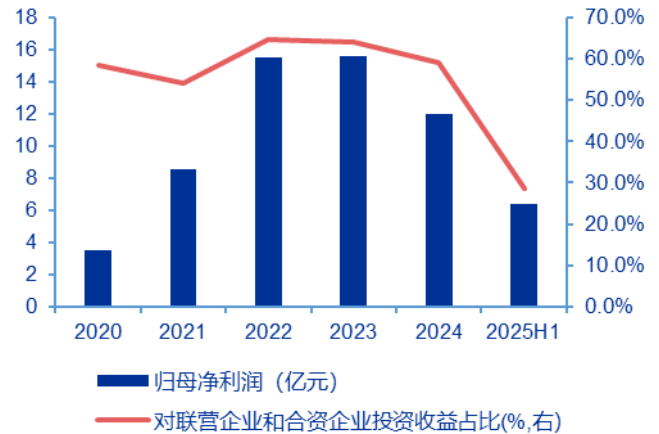


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**公司持有新疆天池能源有限责任公司 14.22% 的股权, 投资收益对利润影响较大。**天池能源拥有新疆储量特大、开采条件优越的露天煤矿, 天池能源为公司提供了可靠的煤炭供应和投资收益, 强化了公司能源成本优势。2024 年公司实现对联营企业和合营企业的投资收益 7.12 亿元, 同比下降 29%, 占归母净利润比重为 59.2%, 主要系天池能源净利润下降所致。2024 年煤炭行业净利润普遍下降直接原因在于煤炭价格下跌, 目前煤价处于底部企稳的态势, 2025 年下半年, 随着“反内卷”等政策的支撑、供需基本面的持续改善, 煤价有望触底企稳。

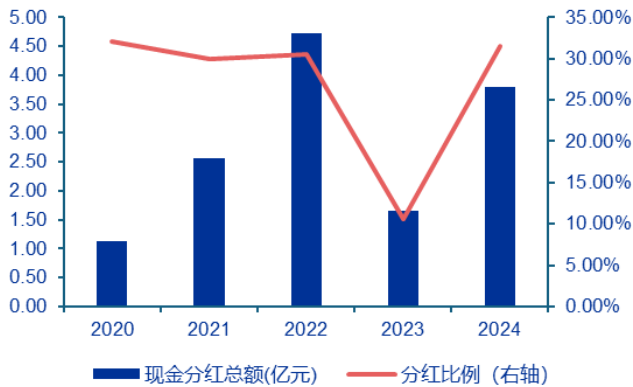
**图 10: 公司对联营企业投资收益及增速**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

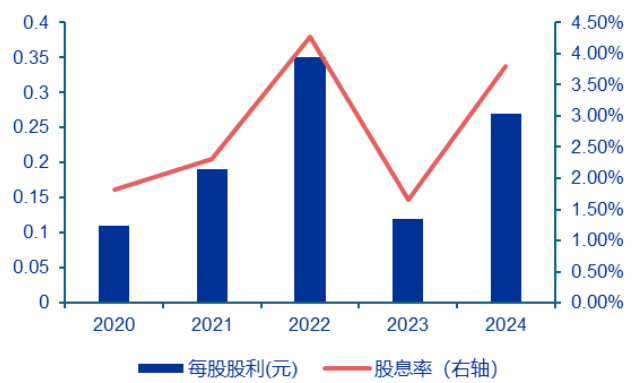
**图 11: 公司对联营企业投资收益占归母净利润比重**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**2024 年度公司现金分红比例为 30.88%，分红稳定。**公司于 2025 年 6 月 6 日发布 2024 年度权益分派实施公告，每股派发现金红利 0.27 元，以方案实施前的公司总股本 14.04 亿股为基数，合计派发现金 3.79 亿元，占归母净利润比例为 31.50%。公司 2025 年 3 月 25 日公告未来三年（2025-2027 年）股东回报规划，承诺最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。整体来看，公司股利政策较为稳健，为投资者提供了持续的现金回报。

**图 12: 公司分红情况**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 13: 公司股息率情况**


资料来源：公司公告，iFind，申万宏源研究

## 2. 铝行业基本面分析

### 2.1 氧化铝：短期供给宽松格局不改，长期矿端不确定性仍存

2025 年上半年，氧化铝基本面由短缺转为过剩，价格经历显著调整。1-4 月中旬，受新增产能释放（山东、河北、广西等地合计约 780 万吨）及成本下降影响，价格持续走低。4 月下旬至 6 月，因山西、河南贵州等地氧化铝厂成本倒挂引发自主检修，开工产能下降，供给端收缩支撑价格回升。据钢联数据，截至 6 月底，我国 2025 年氧化铝新增产能累计达 820 万吨/年，下半年仍有 360 万吨/年待投。

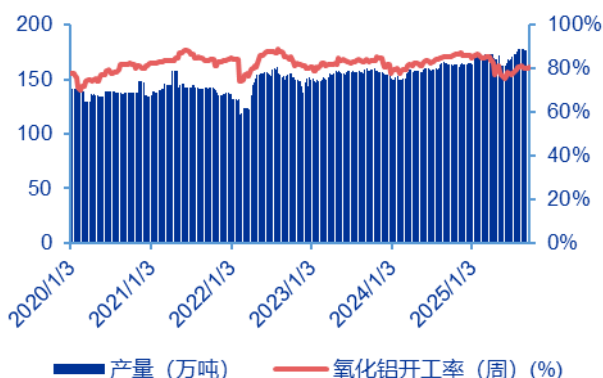
表 1: 2025 年中国氧化铝新增产能统计 (万吨/年, 截至 2025 年 6 月底)

地区	2025 年上半年已投产	2025 年下半年待投产
山东	300	0
河北	320	160
广西	200	200
合计	820	360

资料来源：钢联，申万宏源研究

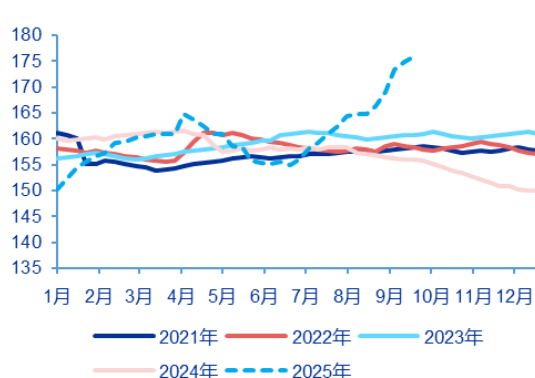
从月度平衡看，8 月氧化铝供应相对电解铝需求仍有富余。据上海有色网，截至 8 月底，中国冶金级氧化铝建成产能为 11,032 万吨左右，实际运行产能环比上升 1.15%，开工率为 82.6%，2025 年 8 月中国冶金级氧化铝产量为 773.82 万吨，环比增加 1.15%，同比增加 7.16%。而 8 月国内电解铝运行产能约为 4400 万吨，产量为 373.26 万吨，按生产 1 吨电解铝需要 1.92 吨氧化铝计算，8 月国内氧化铝供应约富余 57.2 万吨，基本面仍处于过剩状态。

图 14: 氧化铝周度产量及开工率



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 15: 氧化铝工厂库存 (万吨)



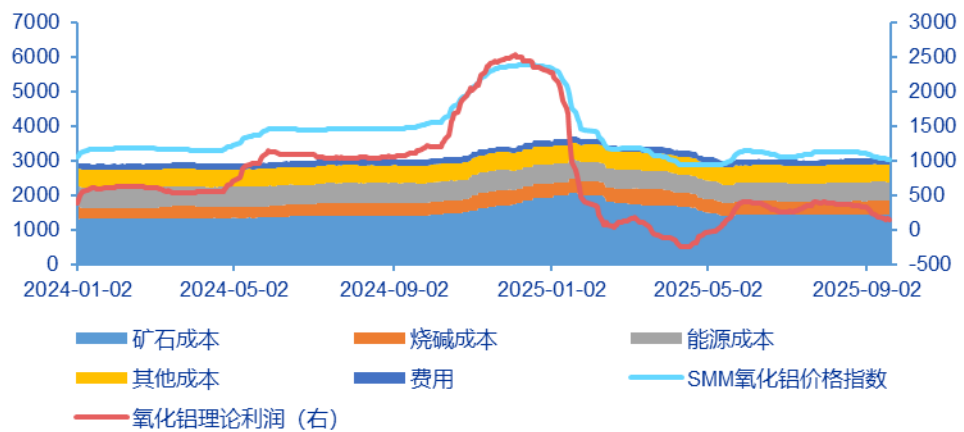
资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

行业层面氧化铝新增产能门槛可能提高，中长期供给增速有望放缓，有助于缓解过剩压力。2025 年 3 月工信部等十部门联合印发《铝产业高质量发展实施方案》，其中明确提出重点区域（大气污染防治区域）不再新增氧化铝产能，新建、改扩建项目必须满足能效先进值、环保绩效 A 级，禁止新建或扩建以一水硬铝石为原料的生产线，原则上需配套与

产能相匹配的铝土矿资源，具有一定的赤泥综合利用能力。此前，2024年5月国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，明确提出从严控制氧化铝新增产能，强调合理布局新增产能。政策端通过能效、环保、资源配套等多维度提高新增产能门槛。虽然短期仍面临已批复项目的集中投产压力，但中长期将有效抑制氧化铝供给过快增长，有助于行业供需再平衡和利润修复。

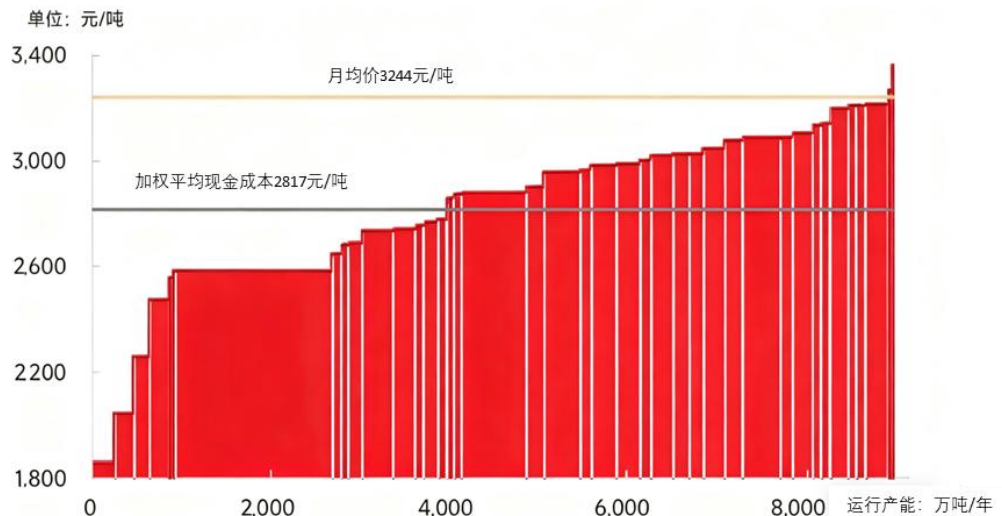
从成本端看，据上海有色网数据，8月全国氧化铝加权平均完全成本约为2987元/吨，行业盈利在300元/吨以上，9月氧化铝弱势回落，价格逐渐贴近成本支撑。8月氧化铝现货均价对比现金成本，大部分产能处于盈利状态，行业理论盈利在300元/吨以上，企业维持高产的意愿良好。进入9月，氧化铝价格弱势运行，虽尚未进入大量氧化铝产能亏损的局面，但已经逐渐贴近行业平均成本，若氧化铝价格进一步回落至行业平均成本以下，高成本生产企业或再度选择主动检修减产，从而对短期氧化铝价格形成支撑。

图 16：氧化铝价格及氧化铝行业理论平均利润（单位：元/吨）



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

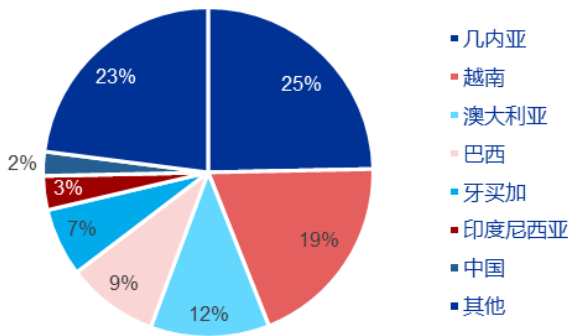
图 17：2025年8月中国氧化铝现金成本曲线



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

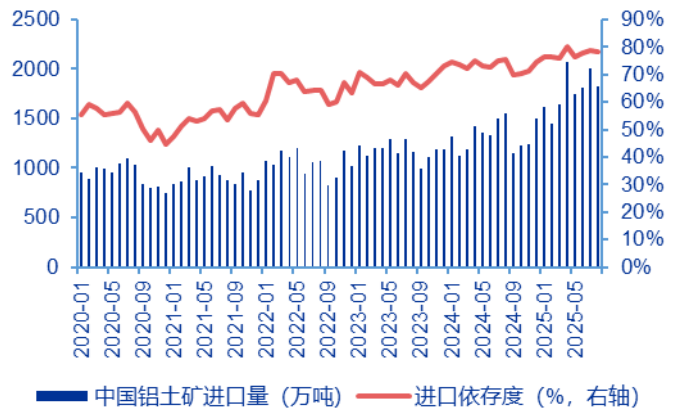
从矿石供给角度看，短期铝土矿供应宽松，长期供应不确定性仍存。国内铝土矿供应分为国产矿和进口矿，我国铝土矿储量仅占全球 2.4%，全球铝土矿供需格局存在错配，多地静态可开采年限在 10 年以内，因此进口矿近年来逐年提升，2025 年 1-8 月国产铝土矿产量为 4086 万吨，进口铝土矿补充 14176 万吨，合计供应 1.83 亿吨，进口铝土矿占比达 77.6%。而进口铝土矿中，几内亚为主要来源国，2025 年 1-8 月中国自几内亚进口铝土矿 1.08 亿吨，占进口铝土矿总量的 76.1%，高供给集中度情况下，铝土矿供应脆弱性凸显。

图 18: 中国铝土矿储量仅占全球 2.4% (2023 年)



资料来源: 美国地质调查局, 申万宏源研究

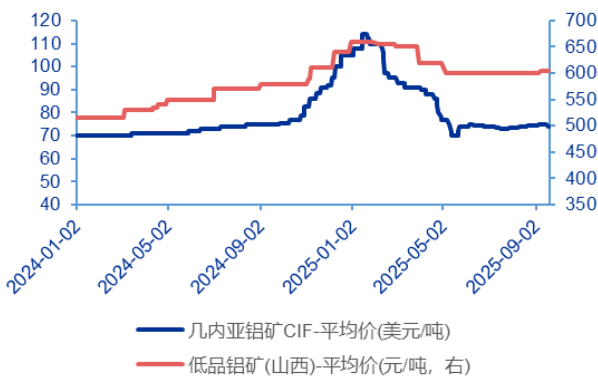
图 19: 中国铝土矿进口依存度不断提升



资料来源: 上海有色网, 申万宏源研究

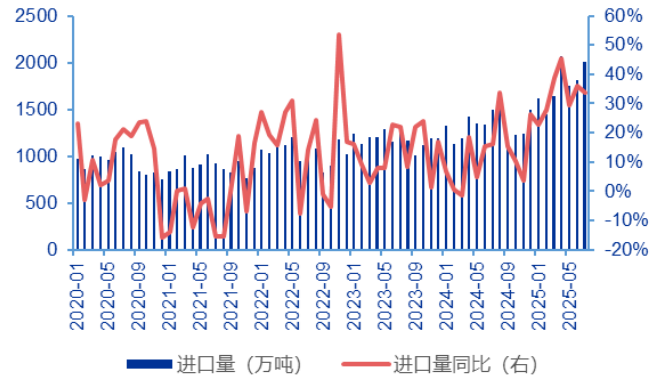
几内亚矿业政策多次收紧，中长期全球铝土矿供应不确定性仍存。2024 年以来，几内亚已出台多项矿业政策：2024 年 10 月暂停 GAC 铝土矿出口业务；2025 年 5 月，政府以“违法矿业法”撤销了 50 多家外资矿企的许可证，划归为国家战略规划区；2024 年全球共花费了 83.3 亿美元采购几内亚铝土矿，而几内亚发布的数据显示其 2024 年铝土矿出口额为 47.1 亿美元，这其中的差值是 36.2 亿美元，其中绝大部分差额为海运费，也许这正是几内亚政府要求 50% 的铝土矿出口必须由悬挂几内亚国旗的船舶运输，并成立国有航运公司 GUITRAM 的原因。这些政策旨在从资源中获取更大收益，同时推动本土工业化（如强制要求建设氧化铝厂），而从全球铝土矿供应角度看，几内亚矿业政策加剧了铝土矿供应波动。

图 20: 铝土矿价格走势



资料来源: ifind, 申万宏源研究

图 21: 铝土矿月度进口量及增速



资料来源: 百川盈孚, 申万宏源研究

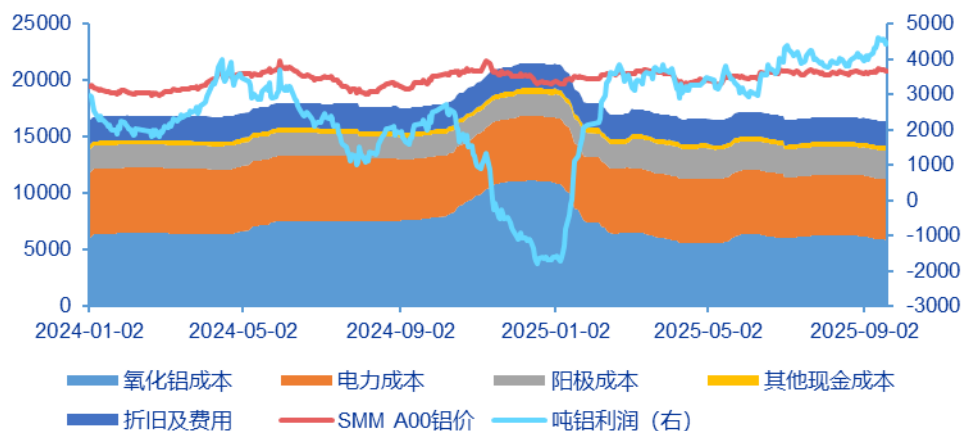
**表 2：2025 年几内亚矿业政策及重要事件梳理**

日期	事件
2025/4/8	几内亚拟实施铝土矿价格指数
2025/5/9	几内亚政府撤销 2 家矿业公司采矿许可证，称将撤销未按要求推进炼铝项目的企业矿权（点名 EGA 相关单位），释放强监管信号
2025/5/14	几内亚政府一次性撤销 51 个矿业许可证，强化“清理整顿”
2025/5/16	Axis 矿区被强制停工
2025/5/17	几内亚政府撤销 86 家矿企采矿许可证
2025/5/22	几内亚将撤销采矿许可区域列为战略储备区
2025/5/26	几内亚政府撤销 129 家矿企的勘探许可证
2025/7/11	政府进驻 GAC 矿区清点资产，勒令撤出
2025/7/14	几内亚终止与阿联酋环球铝业子公司基本合作协议
2025/8/5	几内亚政府正式撤销 GAC 矿权并移交宁巴矿业公司（Nimba），标志着对大型外资项目“再配置”
2025/8/25	阿联酋环球铝业将退出几内亚
2025/9/10	几内亚许可审查导致利箭矿业尼亚加拉铝土矿项目停滞

资料来源：亚洲金属网，商务部，文华财经，申万宏源研究

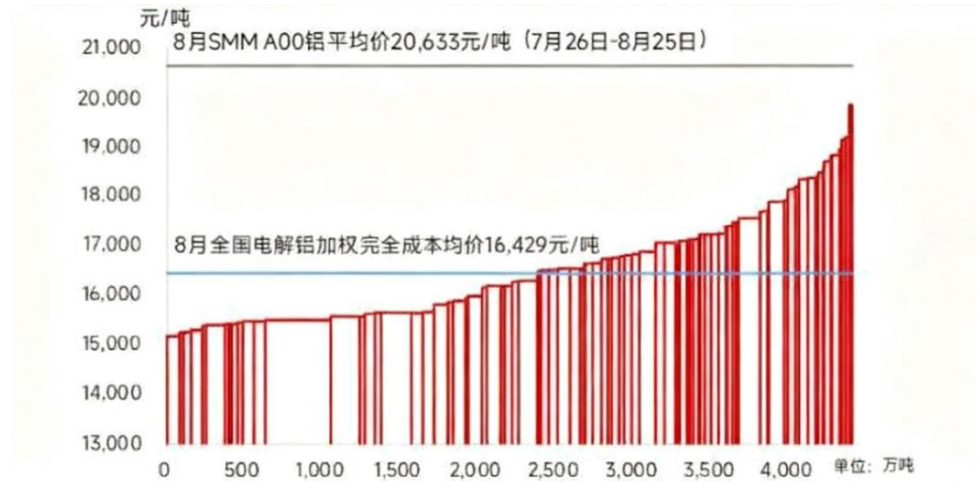
## 2.2 电解铝：国内产能逼近天花板，供需趋紧下铝价易涨难跌

2025 年铝价维持高位，随着氧化铝及动力煤价格下行，电解铝行业盈利大幅修复。据上海有色网，8 月电解铝现货均价为 20,633 元/吨，中国电解铝行业含税完全成本平均值为 16,429 元/吨，同比-4.4%，国内电解铝行业平均盈利约 4464 元/吨。截至 2025 年 8 月底，国内电解铝运行产能达到 4,400 万吨，电解铝最低完全成本约 13,759 元/吨，最高完全成本约 19,832 元/吨。若行业采用月均价测算，8 月份国内 100% 的电解铝运行产能处于盈利状态。

**图 22：电解铝价格及电解铝行业理论平均利润（单位：元/吨）**


资料来源：上海有色网，申万宏源研究

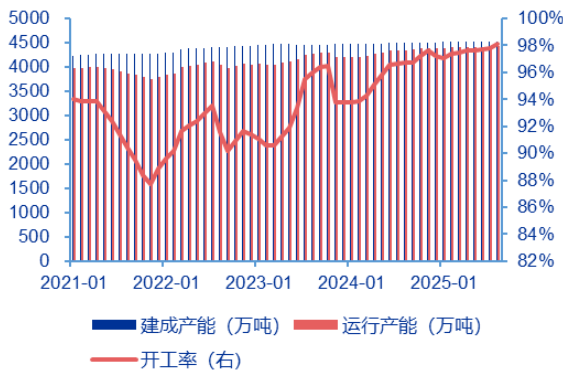
图 23: 2025 年 8 月中国电解铝完全成本曲线



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

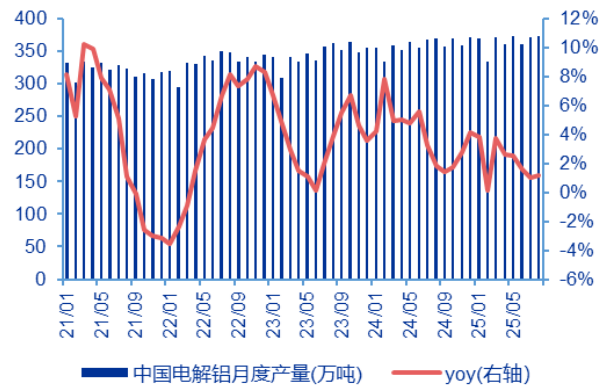
供应端看，2025 年 8 月国内电解铝建成产能为 4523.2 万吨，已逼近产能天花板。2017 年后受供给侧改革影响，我国电解铝产能“天花板”确定为 4553.8 万吨，关停大量违法违规产能，严控新增产能，实施产能等量或减量置换。2024 年 5 月国务院发布《2024-2025 年节能降碳行动方案》，要求严格落实电解铝产能置换，电解铝长期供给约束进一步夯实。2025 年 8 月国内电解铝建成产能为 4523.2 万吨，运行产能为 4,437.9 万吨，全国电解铝开工率约为 98.1%，国内电解铝供给刚性已开始显现。

图 24: 中国电解铝建成产能及运行产能情况



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 25: 我国电解铝产量增速逐渐下降



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

海外电解铝进入新一轮扩张周期，但供应释放缓慢，电力供应是核心瓶颈。未来海外新增产能主要位于印尼、印度、沙特、越南等地，但由于当地基础设施配套不到位，预计供给释放相对缓慢。海外电解铝行业的扩张动力主要源于两方面：一是全球新能源（如光伏、新能源汽车）对铝的需求持续增长，拉动产业链扩产预期；二是部分资源国（如印尼、印度）希望依托本土铝土矿资源，向下延伸电解铝产业链，提升产业附加值。但从实际落地进度看，供应端释放远不及扩张规划，核心症结在于电力供应解决存在困难和基础设施建设进度缓慢。

表 年-年海外拟新建电解铝产能梳理（单位：万吨/年）

国家	铝厂	所属集团	2025E	2026E	2027E	规划新增
印尼	PT Indonesia Asahan Aluminium	印尼国家铝业公司 (Inalum)	2.6			2.6
印尼	曼帕瓦氧化铝厂后续电解铝项目	印尼国家铝业公司 (Inalum)				60
印尼	-	阿达罗 (Adaro) + 现代 (Hyundai)				-
印尼	PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	阿达罗 (Adaro) + 力勤 (Zhejiang Lygend Investment, Co. Ltd.)	10	40		150
印尼	华峰铝业	华峰集团 + 青山实业				50
印尼	-	南山集团		25		100
印尼	-	华友控股				200
印尼	-	PT Cita Mineral Investindo Tbk				50
印尼	信发印尼韦达贝工业园区项目	信发集团	25	25		50
印尼	信发印尼莫罗瓦利工业园区项目	信发集团		60	60	120
印尼	东南亚公司 (PT Westerfield Alumina Indonesia)	东方希望集团				240
印尼	PT Dharma Inti Bersama	Harita				100
越南	Dak Nong	Tran Hong Quan Trading Ltd		15	15	60
越南	-	Vinacomin				50
印度	Angul	印度国家铝业 (Nalco)				50
印度	Jharsuguda II	韦丹塔集团 (Vedanta)				3.5
印度	BALCO	韦丹塔集团 (Vedanta)	12	24	7.5	43.5
印度	Mahan	Hindalco				5
印度	奥里萨邦	-				20
印度	-	力拓集团 (Rio Tinto) 与 AMG				100
巴林	Alba	Alba				54
阿联酋	EGA	Emirates Global Aluminium, EGA		50		50
沙特	-	锦江集团				100
沙特	-	创新集团			50	50
沙特	-	洛阳铝业				-
伊朗	Salco-Asalouyeh	Southern Aluminium Co. (Ghadir Investment Co. 51%, IMIDRO 49%)				30
哈萨克斯坦	-	东方希望集团				100
俄罗斯	TaishetI	UC Rusal	12.85			42.85
俄罗斯	Boguchansky	UC Rusal				30
加拿大	Arvida	RioTinto		16		16
哥伦比亚	Galtico	NEO Aluminio Colombia				54
意大利	Portovesme	Portovesme				15
埃及	Egyptalum	Egyptalum				50
安哥拉	华通安哥拉实业	河北华通线缆集团股份有限公司				

加纳	GIADDEC	-					50
美国	EGA	EGA					60
美国	世纪铝业	Century Aluminium					-
内蒙古	-	-					350
合计	-	-		74.45	255	132.5	2518.45

资料来源：阿拉丁，申万宏源研究

**从需求端看，核心增长动力来自新能源交通板块和电力电子领域，地产需求下滑得到有效对冲。**铝下游消费领域中，交通、电力电子、机械设备用铝、耐用消费品、包装行业都呈现出增长趋势。随着交通行业中，新能源汽车的快速发展，对轻量化材料铝的需求大幅增加；电力电子行业随着 5G 基站建设、AI 数据中心扩容等，对铝制散热材料、导电材料等需求持续上升；耐用消费品行业，如家电、电子产品外壳等需求也在国补刺激下带动铝消费上升。尤其在电力行业，随着大型水电站项目建设，预计仍会有新线路需求，预计仍是中国原铝消费增长的主要动力来源。

**表 4：国内铝材供需平衡表**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>国内总供给 (万吨)</b>	<b>4025</b>	<b>4335</b>	<b>4542</b>	<b>4660</b>	<b>4955</b>	<b>5214</b>	<b>5315</b>	<b>5400</b>
yoy		7.7%	4.8%	2.6%	6.3%	5.2%	1.9%	1.6%
增量	-286	310	206	118	296	258	101	85
国内原铝产量 (万吨)	3542	3712	3849	4007	4151	4312	4400	4430
再生铝产量 (万吨)	690	740	765	865	950	1000	1050	1100
扣除新废铝量 (万吨)	207	222	230	260	285	300	315	330
净进口量 (万吨)	0	105	157	47	139	202	180	200
抛储 (万吨)	0	0	30	0	0	0	0	0
<b>国内总需求 (万吨)</b>	<b>3993</b>	<b>4415</b>	<b>4676</b>	<b>4769</b>	<b>4929</b>	<b>5138</b>	<b>5299</b>	<b>5403</b>
yoy		10.6%	5.9%	2.0%	3.4%	4.2%	3.1%	2.0%
增量	558	422	261	93	160	209	161	104
建筑用铝 (万吨)	1048	1220	1274	1080	1129	958	893	867
yoy	15.5%	16.4%	4.4%	-15.3%	4.6%	-15.1%	-6.9%	-2.9%
交通用铝 (万吨)	842	971	990	1008	1071	1245	1368	1463
yoy	13.8%	15.4%	1.9%	1.8%	6.3%	16.3%	9.9%	6.9%
电力电子用铝 (万吨)	627	744	797	875	1015	1171	1215	1202
yoy	21.0%	18.6%	7.2%	9.7%	16.1%	15.3%	3.8%	-1.0%
机械设备用铝 (万吨)	263	324	347	354	357	365	383	395
yoy	23.2%	23.3%	7.2%	2.2%	0.6%	2.3%	5.0%	3.0%
耐用消费品用铝 (万吨)	326	395	421	434	452	464	497	512
yoy	25.4%	21.3%	6.6%	3.2%	4.1%	2.8%	7.0%	3.0%
包装用铝 (万吨)	384	466	517	538	542	552	579	597
yoy	26.6%	21.4%	10.8%	4.1%	0.8%	1.7%	5.0%	3.0%
其他用铝 (万吨)	96	123	138	143	149	151	155	160
yoy	26.5%	27.2%	12.4%	3.8%	3.9%	1.4%	3.0%	3.0%
净出口铝材用铝 (万吨)	407	172	192	337	213	232	209	209
yoy	-2.3%	-57.6%	11.7%	75.1%	-36.7%	8.8%	-10.0%	0.0%
<b>供需缺口 (万吨)</b>	<b>32</b>	<b>-79</b>	<b>-134</b>	<b>-109</b>	<b>27</b>	<b>76</b>	<b>16</b>	<b>-3</b>

资料来源：上海有色网，Wind，百川盈孚，申万宏源研究

### 3. 公司核心亮点

#### 3.1 布局上游氧化铝项目，有望提供利润增量

公司发展战略转向上游氧化铝，一体化产业链进一步完备。经过多年发展，国内铝电子材料产业增速趋缓，而产业链上游氧化铝竞争格局出现新的变化，随着进口铝土矿的比例增加，靠近港口的氧化铝项目由于运输成本低，较内陆氧化铝项目具有显著的成本优势，盈利能力相对内陆较强。公司为继续实施产业链一体化发展战略，对现有产业链进行延链、补链、强链，向上游氧化铝产业进行拓展。

投资建设年产 240 万吨氧化铝项目，预计 2026 年上半年建成投产。公司以防城港中丝路公司为主体投资建设年产 240 万吨氧化铝项目，公司通过全资子公司广西宏泰新材料有限公司持有该项目 67% 股权，项目总投资 67.8 亿元，其中资本金占 30%，其余由防城港公司以银行贷款等方式解决。项目拟建设 2 条氧化铝生产线，单条生产线产能为 120 万吨/年，并配套建设动力车间、公辅系统、赤泥堆场及输送管线等设施。项目选址于广西防城港市企沙工业园区，毗邻防城港赤沙码头，区位优势明显。根据规划，工程建设期约 24 个月，项目预计于 2026 年上半年建成投产。

表 5：公司 240 万吨氧化铝项目情况

项目	内容
产能规划	240 万吨（两条氧化铝产线，单条产能 120 万吨）
建设周期	24 个月，预计 2026 年上半年投产
建设地点	广西防城港市企沙工业园区，近赤沙码头，进口铝土矿可经胶带运输进厂
项目投资	总投资 67.8 亿元（其中 30% 来自资本金，70% 来自银行贷款等）
已获得批复情况	广西壮族自治区投资项目备案证明
	广西壮族自治区生态环境厅环评批复
	广西壮族自治区发展和改革委员会能评批复
工程进度	《中华人民共和国不动产权证书》 30%（截至 2025 年 6 月 30 日）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

防城港氧化铝项目具有显著的成本竞争力。公司氧化铝项目临近深水港口便于进口铝土矿，原料可通过胶带运输机直接进厂，运输成本远低于内陆项目。每生产 1 吨氧化铝需要消耗 2-3 吨铝土矿，铝土矿成本约占氧化铝生产成本 60%。我国铝土矿储量仅占全球 3%，静态可开采年限不足 10 年，近年来国内氧化铝生产利用进口矿占比已超过 60%。长期以来，中国氧化铝产能主要分布在国产矿资源富集区（如广西、贵州、山西）及便于进口矿石的港口附近（如山东），但随着国内资源逐渐枯竭，近年来多家生产商改用进口矿原料，而铝土矿物流成本占原料成本的 8.7%-26.3%，内陆与沿海产能存在较大运输成本差异，靠近港口的生产企业具备一定的比较优势。

生产的氧化铝主要面向周边电解铝厂进行销售，西南地区存在供应缺口。近几年铝电子材料行业发展趋势放缓，行业竞争加剧，叠加 2024 年氧化铝价格持续上涨，对公司的盈利能力造成了一定的压力。该项目投资一方面有利于保障公司产业链前端氧化铝的需求，平滑氧化铝价格波动风险，另一方面有利于公司进入产业链上游，拓展公司业务范围，寻求新的盈利增长点。公司氧化铝项目投产后将重点面向西南（广西、云南、四川等地）电解铝厂销售，截至 2025 年 3 月，我国西南地区电解铝产能约 1484.5 万吨（含拟建产能），对氧化铝年需求约 2850 万吨，而该区域氧化铝产能为 2580 万吨，存在一定缺口。同时，氧化铝为大宗商品，市场规模较大，预计公司氧化铝产品在市场销售方面不存在重大障碍。

按 5 年市场均价测算（对应氧化铝含税价格 3000 元/吨），项目达产后可实现利润总额 9.3 亿元，对应公司归母净利润增长 6.2 亿元。根据项目可行性研究报告，该项目投产后第 2 年达产，按主要原材料及氧化铝价格 5 年市场均价测算，达产后年均可实现营业收入 63.7 亿元，实现利润总额 9.3 亿元，按公司持股比例 67% 计算，可为公司提供 6.2 亿元归母净利润增厚。

表 6：公司氧化铝项目效益弹性测算

氧化铝均价假设(元/吨, 含税)	1 年均价	3 年均价	5 年均价
	4000	3300	3000
达产年平均营业收入 (亿元)	85.0	70.1	63.7
达产年平均利润总额 (亿元)	23.6	10.8	9.3
对应新疆众和归母净利润增厚 (亿元, 持股 67%)	15.8	7.3	6.2
税后全部投资内部收益率 (税后)	30.3%	16.5%	14.7%
投资回收期 (税后, 含 2 年建设期)	4.99	7.42	8.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 铝电子材料一体化布局完备，原材料自给提供成本优势

公司具备完整的铝电子材料产业链，覆盖能源-电解铝（一次高纯铝）-合金制品/高纯铝-电子铝箔-电极箔环节。1) 能源：持有天池能源 14.22% 股权，权益煤炭产能约 1052 万吨，自备配套 2×150 MW 热电联产电站，电力自给率约 50%。2) 电解铝（一次高纯铝）：年产能 18 万吨，用于自产高纯铝及合金制品（合金制品年产能 22 万吨）。3) 高纯铝：年产能 7.8 万吨，用于自产电子铝箔及部分外售。4) 电子铝箔：年产能 3 万吨，用于自产电极箔及部分外售。5) 电极箔：年产能 2500 万平方米。通过自产高纯铝，公司对电子铝箔、电极箔的原材料质量稳定性和成本控制较好。此外，公司通过边角料回收及能源自给，有效降低生产成本。

表 7: 部分可比上市公司铝电子材料一体化对比

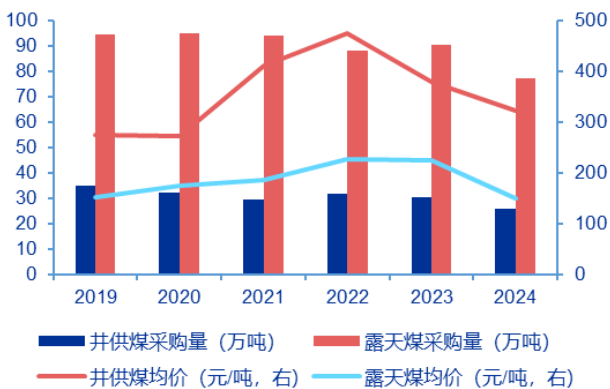
项目	新疆众和	东阳光	海星股份	天山铝业
核心产品	铝合金及制品、高纯铝、电子铝箔、电极箔	电子元器件、高端铝箔、化工新材料、能源材料	电极箔	电解铝、氧化铝、高纯铝
产业链完整性	能源→高纯铝→电子铝→箔电极箔	电极箔→铝电解电容器	电极箔	铝土矿、氧化铝、预焙阳极、电解铝、高纯铝
电解铝 (万吨)	18	-	-	120 (预计增至 140)
高纯铝 (万吨)	7.8	-	-	6
产能 电子铝箔 (万吨)	3	3.36 (2024 年产量)	-	-
电极箔 (万平方米)	2,500	12,350 (化成箔+腐蚀箔)	7,253 (2024 年化成箔+腐蚀箔产量)	-
优势	产业链较完整, 高纯铝 100%自给	电极箔产能规模大, 客户资源优质、境外销售占比 较高	电极箔技术积累丰富	大宗商品为主、一体化程度高、高纯铝销量增速快

资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

### 1) 能源:

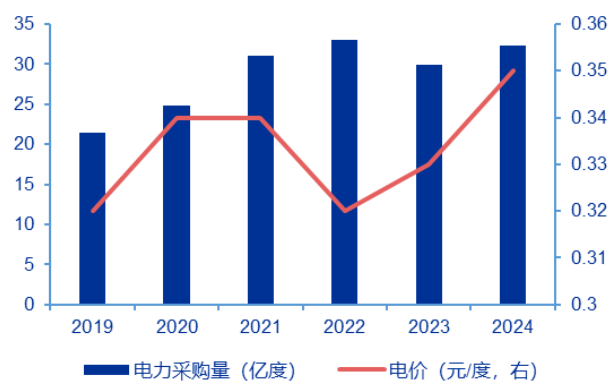
公司拥有 2\*150MW 自备电厂, 电力自给率约 50%, 煤炭主要采购自天池能源及神华新疆能源。公司持有天池能源 14.22% 股权, 权益煤炭产能约 1052 万吨, 公司煤炭主要供应商为参股公司天池能源和神华新疆能源有限责任公司, 2024 年公司采购并供煤 25.97 万吨, 采购均价 322 元/吨, 同比-15.2%, 采购露天煤 77.24 万吨, 采购均价 150 元/吨, 同比-33.44%。公司采购煤炭主要用于电厂发电, 公司自备电厂拥有 2\*150MW 热电联产机组, 年发电量在 18.5 亿千瓦时左右, 能够满足公司约 50% 的生产用电需求。除自备电厂发电之外, 公司仍需对外采购部分电力, 2024 年公司对外采购电力 32.27 亿千瓦时, 采购均价 0.35 元/千瓦时, 同比+6.06%。

图 26: 煤炭对外采购量及均价



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 27: 电力对外采购量及均价



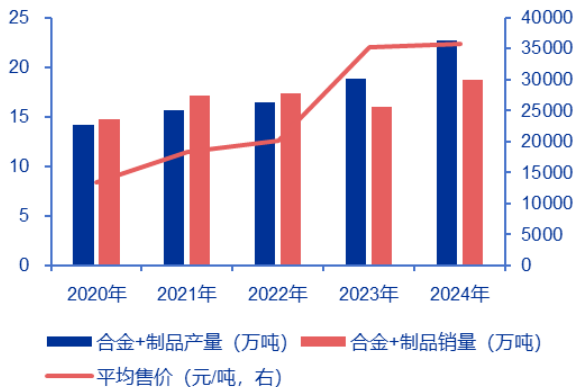
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 2) 电解铝（一次高纯铝）：

公司拥有 18 万吨电解铝（一次高纯铝）产能，依托自备煤电实现低成本运行。公司 18 万吨电解铝产能，用于自产高纯铝及合金制品，其中约 8 万吨以高纯铝形式供应下游（与公司 7.8 万吨高纯铝产能对应），剩余 10 万吨制作铝合金、铝制品供应市场。得益于新疆丰富的煤炭资源和低廉电价，公司生产成本具有竞争力。近年我国对高速列车、风电、太阳能及电子设备制造等行业的投资不断增加，刺激了国内高端铝加工市场的快速发展，公司 24 年扩大合金制品产能，产量提升至 16.46 万吨，同比增长 59.85%。

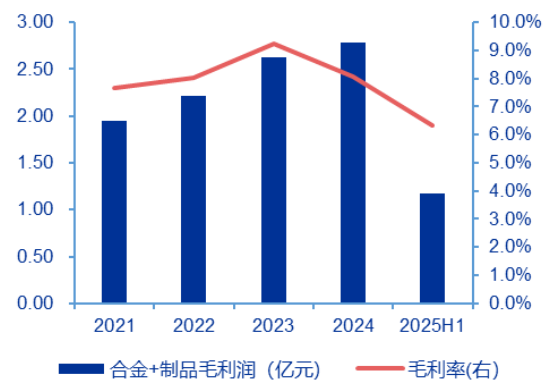
公司积极调整合金及铝制品产品结构，提升合金产品产销量，减少低附加值铝制品产品。2024 年公司合金制品产销量分别为 16.46/15.01 万吨，分别同比+59.85%/+55.58%，销售均价 1.87 万元/吨，同比+2.10%；铝制品产销量分别为 6.28/3.69 万吨，分别同比-26.13%/-41.35%，销售均价 1.71 万元/吨，同比+1.21%。公司合金产品产销量大幅增长，主要系下游需求增长、公司产能释放所致；铝制品产销量有所下降，主要系公司减少了低附加值产品所致。

图 28：公司合金及制品产销量及售价



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：公司合金及制品毛利润及毛利率



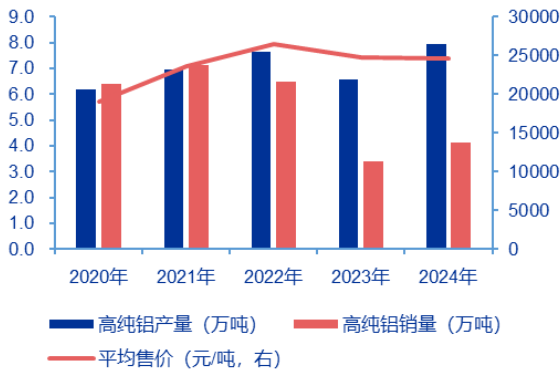
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 3) 高纯铝

新疆众和已成为全球领先的高纯铝生产基地，拥有高纯铝年产能 7.8 万吨。公司是全球较大的高纯铝研发和生产基地之一，高纯铝产品纯度涵盖 99.99%至 99.9999%多个等级，技术工艺国际领先。公司同时掌握高纯铝三层电解法生产工艺和偏析法生产工艺，并具备超高纯铝基靶材坯料的工艺技术，是国内为数不多能够规模生产超高纯铝基溅射靶材坯料的企业。公司超高纯铝基溅射靶材坯料供应集成电路领域客户，实现了半导体靶材铝坯的国产化替代。

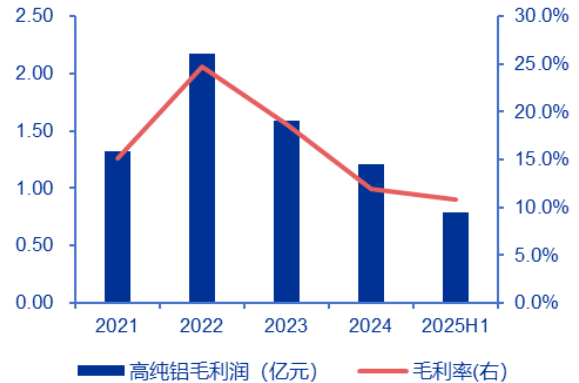
成本控制上，公司创新三层法精炼工艺，单吨电耗降至 1 万度以内，较行业平均值低 20%。此外，利用一体化产业链优势，回收高纯铝提纯过程中副产的铝渣以及铝加工过程中的边角料，用于再次生产，实现主要产线综合成本下降。2024 年，公司高纯铝产销量分别为 7.95/4.13 万吨，分别同比+21.05%/21.06%，多余产量主要用于自产电子铝箔，销售均价为 2.46 万元/吨，同比-1.01%。由于铝电子材料行业竞争加剧，加工费下降，以及产业链前端氧化铝价格上涨，使得公司高纯铝毛利率同比下降。

图 30: 公司高纯铝产销量及售价



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 31: 公司高纯铝毛利润及毛利率

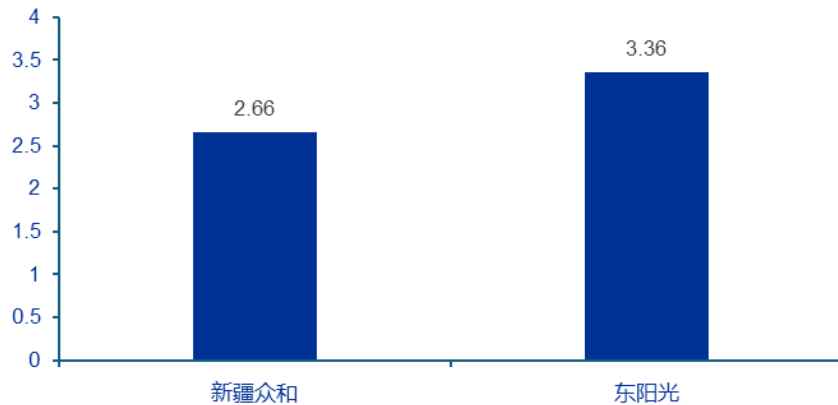


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

#### 4) 电子铝箔

**电子铝箔。**电子铝箔是高纯铝下游压延加工形成的铝箔坯料，主要用于铝电解电容器用电极箔的制造。电子铝箔行业由于长期存在技术和资金壁垒，目前国内的稳定大规模生产由新疆众和和东阳光主导。2024 年，新疆众和电子铝箔产量 2.66 万吨，东阳光电子铝箔产能 3.36 万吨。中小型箔材厂商技术和成本处于劣势，在竞争中市场占有率有限。总体来看，电子铝箔行业集中度较高，头部企业具备显著的规模和技术领先优势。

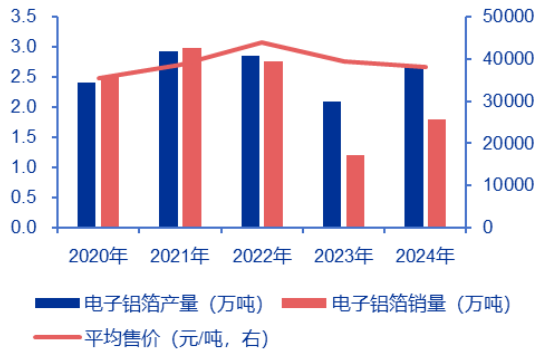
图 32: 国内头部电子铝箔生产商 2024 年产量 (万吨)



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

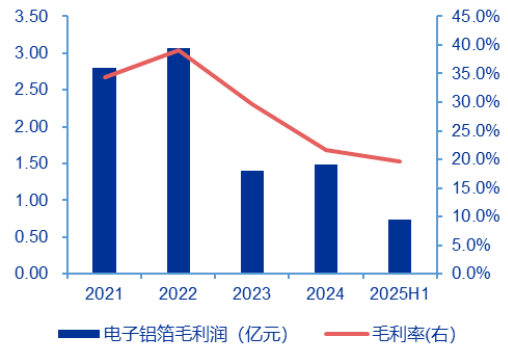
**新疆众和生产高品质电子铝箔，覆盖高压和低压系列，纯度和性能均达到国内外领先水平。**公司目前电子铝箔年产能约 3 万吨。其中，高压电子铝箔对铝纯度要求极高，公司依托自有高纯铝提供原料，确保了电子箔优异的介电性能和可靠性。通过工厂数字化转型升级，电子铝箔生产效率提升 25%。在电子铝箔行业同质化竞争加剧背景下，凭借零缺陷交付能力与稳定性优势，2024 年公司电子铝箔业务实现销售收入同比增长 44.58%。2024 年，公司电子铝箔产销量分别为 2.66/1.80 万吨，分别同比+27.18%/49.10%，销售均价为 . 万元/吨，同比- . %。

图 33: 公司电子铝箔产销量及售价



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 34: 公司电子铝箔毛利润及毛利率

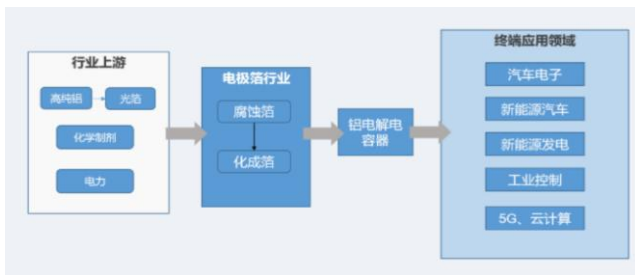


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 5) 电极箔

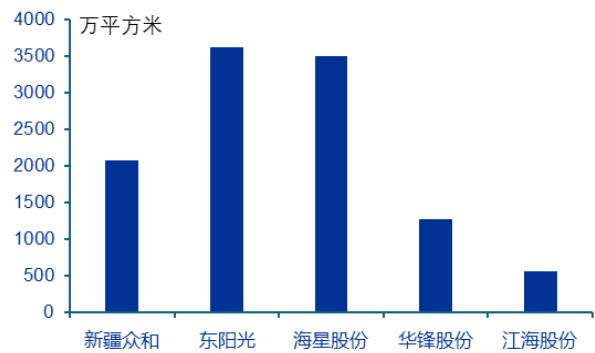
电极箔是铝电解电容器的核心原材料, 有铝电解电容器 CPU 之称, 通常占到铝电解电容器总成本的 30%至 60% (随电容器规格不同而有差异)。因而铝电解电容器的市场需求直接决定了电极箔的市场需求。随着“十四五规划”、“新基建”等国家战略的出台和实施, 除了传统应用领域, 新能源发电、新能源汽车、云计算、大数据、智能高端制造等产业得以快速发展, 铝电解电容器在新产业中的用量持续增长, 这也为电极箔行业提供了广阔的市场发展空间。

图 35: 电极箔产业链图示



资料来源: 海星股份公告, 申万宏源研究

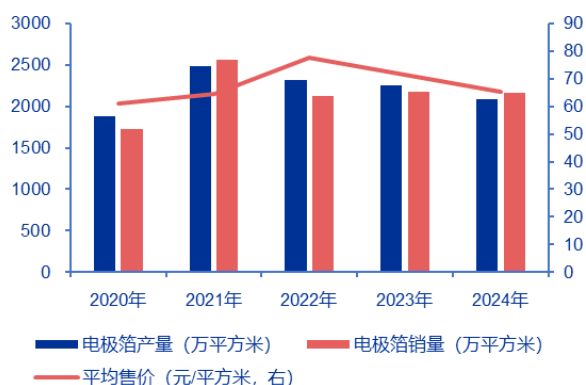
图 36: 国内主要厂商化成箔 2024 年产量



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

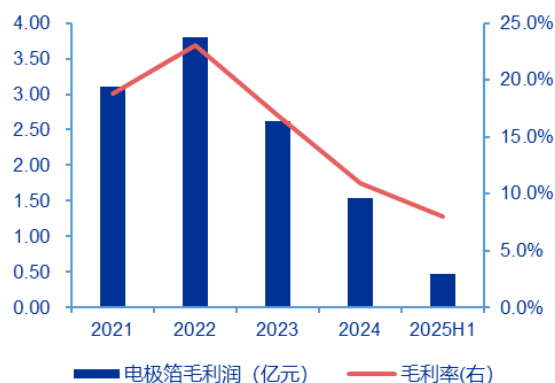
新疆众和是国内深耕电极箔行业的企业之一, 现有电极箔产能约 2500 万平方米。凭借多年技术积累, 公司掌握了高比容量蚀刻技术和高效率化成工艺, 生产的中高压电极箔性能指标达到国际先进、水准, 在国内外市场具备竞争优势。电极箔属于高附加值环节, 技术壁垒和资本投入大, 公司作为国内少数具备规模化生产能力的厂家, 享有较高的市场地位和附加值。2024 年, 公司电极箔产销量分别为 2081.61/2163.55 万平方米, 分别同比 -7.60%/-0.67%, 销售均价为 65.3 元/平方米, 同比-8.63%。

图 37: 公司电极箔产销量及售价



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 38: 公司电极箔毛利润及毛利率



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值

### 关键假设及盈利预测

**合金产品及铝制品:** 1) 销量: 假设 25/26/27 年, 公司铝合金产品及铝制品合计销量为 20/20/20 万吨, 产能利用率保持相对平稳。2) 利润: 考虑在电解铝供给约束下, 未来铝价有望延续上行趋势, 假设单吨不含税销售平均价格为 19378/19784/20027 元/吨, 成本端电力及原材料成本保持平稳, 对应毛利率为 9.6%/14.9%/15.0%。

**高纯铝:** 1) 销量: 假设 25/26/27 年, 公司高纯铝销量为 5.6/5.6/5.6 万吨, 产能利用率保持相对平稳。2) 利润: 假设单吨不含税销售平均价格为 25975/26000/26000 元/吨, 对应毛利率为 13.6%/17.4%/17.6%。

**电子铝箔:** 1) 销量: 假设 25/26/27 年, 公司电子铝箔销量为 1.94/1.80/1.80 万吨, 产能利用率保持相对平稳。2) 利润: 考虑电子铝箔高进入门槛, 需求稳速增长, 价格有望维持, 假设单吨不含税销售平均价格为 38456/38500/38500 元/吨, 对应毛利率为 21.2%/23.4%/23.6%。

**电极箔:** 1) 销量: 假设 25/26/27 年, 公司电极箔销量为 2054/2100/2100 万平方米, 产能利用率保持相对平稳。2) 利润: 考虑电极箔行业竞争加剧, 价格或承压, 假设单位不含税销售平均价格为 55/54/54 元/平方米, 对应毛利率为 5.5%/3.0%/3.0%。

**氧化铝:** 1) 销量: 公司氧化铝项目预计 26 年上半年投产, 考虑一定爬产周期, 假设 26/27 年公司氧化铝销量为 180/240 万吨。2) 利润: 考虑国内及海外行业产能投放, 氧化铝价格或延续弱势, 但矿石供应链风险仍需关注, 或提供成本支撑, 假设单吨不含税销售平均价格为 2699/2699 元/吨, 对应毛利率为 11.9%/12.3%。

**投资收益:** 此外, 公司投资收益占利润比重较大, 主要投资收益来源为联营企业天池能源, 其主业为煤炭开采及销售, 受煤炭价格下跌影响, 参股公司天池能源净利润有所下滑, 公司根据比例确认的投资收益因此下降, 但随着国内“反内卷”政策推进, 煤炭价格有望筑底企稳, 因此预计公司 // 年投资收益为 ././ 亿元。

表 8: 新疆众和业绩拆分

合计	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6535	7321	7777	12757	14425
yoy	-15.5%	12.0%	6.2%	64.0%	13.1%
营业成本 (百万元)	5524	6527	6910	11000	12436
yoy	-14.0%	18.1%	5.9%	59.2%	13.1%
毛利 (百万元)	1010	794	867	1757	1989
毛利率	15.5%	10.8%	11.1%	13.8%	13.8%
合金产品及铝制品	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2835	3445	3875	3957	4005
yoy	2.8%	21.5%	12.5%	2.1%	1.2%
营业成本 (百万元)	2572	3167	3502	3369	3405
yoy	1.5%	23.1%	10.6%	-3.8%	1.1%
毛利 (百万元)	262	278	373	588	600
毛利率	9.3%	8.1%	9.6%	14.9%	15.0%
销量 (万吨)	16	19	20	20	20
单吨销售价格 (元/吨)	17780	18421	19378	19784	20027
单吨营业成本 (元/吨)	16135	16933	17510	16846	17025
高纯铝	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	847	1015	1455	1456	1456
yoy	-3.8%	19.8%	43.4%	0.1%	0.0%
营业成本 (百万元)	688	894	1258	1202	1200
yoy	3.87%	29.86%	40.72%	-4.41%	-0.19%
毛利 (百万元)	159	121	197	254	256
毛利率	18.7%	11.9%	13.6%	17.4%	17.6%
销量 (万吨)	3.41	4.13	5.60	5.60	5.60
单吨销售价格 (元/吨)	24808	24556	25975	26000	26000
单吨营业成本 (元/吨)	20165	21631	22453	21472	21430
电子铝箔	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	474	686	747	692	692
yoy	-39.7%	44.6%	9.0%	-7.5%	0.0%
营业成本 (百万元)	334	537	589	530	529
yoy	-30.4%	60.9%	9.7%	-10.1%	-0.1%
毛利 (百万元)	141	149	158	162	163
毛利率	29.7%	21.7%	21.2%	23.4%	23.6%
销量 (万吨)	1.21	1.80	1.94	1.80	1.80
单吨销售价格 (元/吨)	39369	38175	38456	38500	38500
单吨营业成本 (元/吨)	27692	29888	30311	29472	29430
电极箔	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1557	1413	1120	1134	1134
yoy	-5.4%	-9.2%	-20.7%	1.3%	0.0%
营业成本 (百万元)	1294	1259	1058	1100	1100
yoy	2.2%	-2.7%	-15.9%	4.0%	0.0%
毛利 (百万元)	263	154	62	34	34
毛利率	16.9%	10.9%	5.5%	3.0%	3.0%
销量 (万平方米)					

单位销售价格 (元/平方米)	71	65	55	54	54
单位营业成本 (元/平方米)	59	58	51	52	52
<b>氧化铝</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
营业收入 (百万元)	-	-	-	4858	6478
yoy	-	-	-	-	33.3%
营业成本 (百万元)	-	-	-	4279	5683
yoy	-	-	-	-	32.8%
毛利 (百万元)	-	-	-	579	795
毛利率	-	-	-	11.9%	12.3%
销量 (万吨)	-	-	-	180	240
单吨销售价格 (元/吨)	-	-	-	2699	2699
单吨营业成本 (元/吨)	-	-	-	2377	2368

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 估值

新疆众和核心看点在于上游低成本电力与铝冶炼配套、下游电子级铝材高附加值延伸。天山铝业拥有自备电厂与电解铝产能，并同步扩产高纯铝，产业链结构与成本逻辑高度一致；江海股份立足“电极箔-铝电解电容器-超级电容”一体化布局，其电极箔自供能力与电容器终端市场协同，与新疆众和电子铝箔、电极箔业务的下游延伸路径直接对标；艾华集团专注铝电解电容器领域，可提供电子材料终端应用价值的估值参照；南山铝业依托海外铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工全链条布局，其“上游资源+高端加工”的盈利结构与众和“上游能源+电子材料”具备可比性，并提供高附加值加工环节的估值参照。因此，选取天山铝业、江海股份、艾华集团、南山铝业作为可比公司。

公司新建氧化铝项目靠近港口，在国内铝土矿对外依存度提升背景下，采用进口矿生产较内陆高成本产线具备相对成本优势，在氧化铝价格低震荡情况下仍可获得行业超额利润，由于公司氧化铝项目规模较大，因此利润增量相对可观。此外，在国内“反内卷”政策推动下，煤炭价格有望筑底企稳，预计公司投资收益进一步下探空间有限。考虑公司氧化铝项目有望增厚利润，我们预计公司 25/26/27 年归母净利润为 8.01/12.08/13.15 亿元，对应 PE 为 14/9/8x，低于可比公司平均，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值对比

代码	简称	收盘价	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE		
		2025/9/26	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002532.SZ	天山铝业*	11.25	50.26	61.18	71.73	1.08	1.32	1.54	10.4	8.5	7.3
002484.SZ	江海股份	30.40	8.22	10.06	11.94	0.97	1.18	1.40	31.4	25.7	21.7
603989.SH	艾华集团	18.87	3.42	4.27	5.20	0.85	1.06	1.30	22.1	17.7	14.6
600219.SH	南山铝业	3.79	48.82	52.39	56.77	0.42	0.45	0.49	9.0	8.4	7.8
可比公司平均									18.3	15.1	12.8
600888.SH	新疆众和	7.71	8.01	12.08	13.15	0.57	0.86	0.94	13.5	9.0	8.2

资料来源：Wind，申万宏源研究（带\*公司为申万宏源预测，其余为 Wind 一致预期）

## 5. 风险提示

- 1) **氧化铝项目进度不及预期**：公司新建氧化铝项目建设进度不及预期，或导致公司氧化铝产品销量不及预期，影响营业收入及利润水平。
- 2) **原材料及能源成本大幅波动**：公司需外购铝土矿、预焙阳极及部分电力，原材料及能源成本大幅上升将对公司盈利造成不利影响。
- 3) **下游需求不及预期**：铝电解电容器为公司产品的主要下游，下游需求不及预期，或导致电极箔、电子铝箔、高纯铝价格承压。
- 4) **投资收益不及预期**：公司联营企业天池能源主要产品为煤炭，煤炭价格大幅下跌或导致公司的投资收益不及预期，影响归母净利润。

## 财务摘要

### 合并利润表

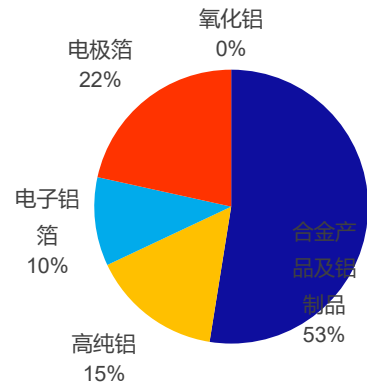
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,535	7,321	7,777	12,757	14,425
营业收入	6,535	7,321	7,777	12,757	14,425
合金产品及铝制品	2,835	3,445	3,875	3,957	4,005
高纯铝	847	1,015	1,455	1,456	1,456
电子铝箔	474	686	747	692	692
电极箔	1,557	1,413	1,120	1,134	1,134
氧化铝	0	0	0	4,858	6,478
营业总成本	6,107	7,075	7,441	11,979	13,548
营业成本	5,524	6,527	6,910	11,000	12,436
合金产品及铝制品	2,572	3,167	3,502	3,369	3,405
高纯铝	688	894	1,258	1,202	1,200
电子铝箔	334	537	589	530	529
电极箔	1,294	1,259	1,058	1,100	1,100
氧化铝	0	0	0	4,279	5,683
税金及附加	50	59	61	101	114
销售费用	62	69	70	119	133
管理费用	298	282	227	482	507
研发费用	58	58	82	116	133
财务费用	114	81	90	161	225
其他收益	199	170	160	170	170
投资收益	1,037	688	369	380	400
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	11	-1	0	0	0
资产减值损失	-36	-33	0	0	0
资产处置收益	2	147	0	0	0
营业利润	1,642	1,217	865	1,328	1,447
营业外收支	-1	61	0	0	0
利润总额	1,640	1,278	865	1,328	1,447
所得税	74	73	59	116	127
净利润	1,567	1,205	806	1,213	1,320
少数股东损益	5	2	5	4	5
归母净利润	1,561	1,203	801	1,208	1,315

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

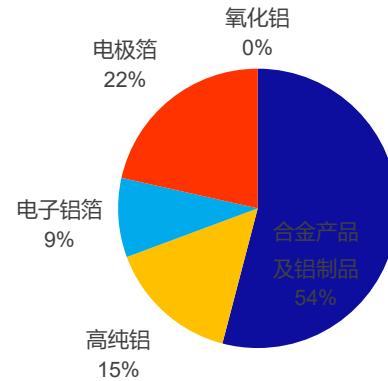
### 合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,567	1,205	806	1,213	1,320
加：折旧摊销减值	527	628	575	575	575
财务费用	109	115	90	161	225
非经营损失	-1,021	-822	-369	-380	-400
营运资本变动	-605	-450	-526	522	260
其它	30	18	0	0	0
经营活动现金流	619	693	576	2,091	1,980
资本开支	261	60	0	5,000	0
其它投资现金流	488	872	314	324	344
投资活动现金流	227	812	314	-4,676	344
收购投资					

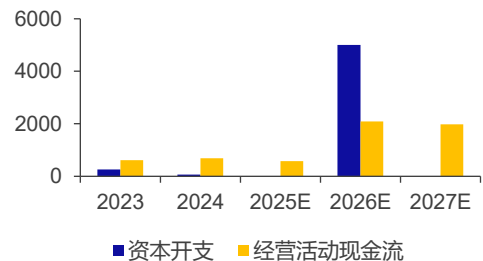
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



负债净变化	-937	-376	-616	4,978	-1,070
支付股利、利息	592	232	462	401	587
其它融资现金	1,738	-353	-103	0	0
流					
融资活动现金流	209	-957	-1,181	4,577	-1,657
净现金流	1,057	551	-291	1,992	667

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

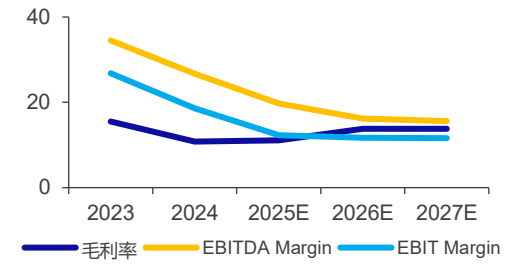
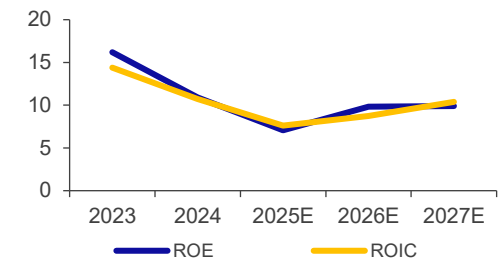
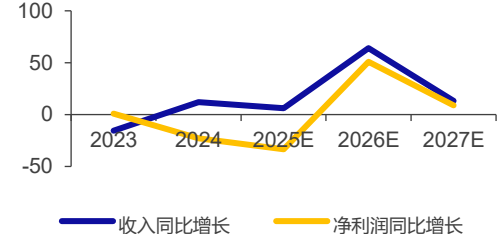
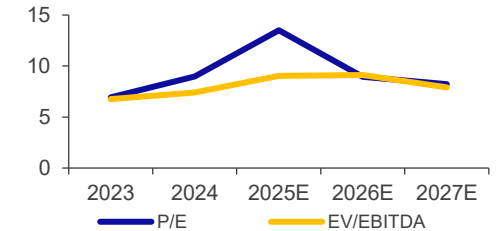
**合并资产负债表**

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,802	8,014	8,054	11,377	12,364
现金及等价物	3,062	3,457	3,222	5,270	5,993
应收款项	1,674	2,702	2,702	2,702	2,702
存货净额	1,856	1,715	1,972	3,208	3,474
合同资产	91	39	56	96	94
其他流动资产	120	102	102	102	102
长期投资	3,387	3,365	3,365	3,365	3,365
固定资产	6,037	5,985	5,409	9,834	9,258
无形资产及其他	493	488	488	488	488
资产					
资产总计	16,719	17,852	17,315	25,064	25,475
流动负债	3,785	4,724	3,790	10,498	9,885
短期借款	1,134	1,516	833	5,743	4,606
应付款项	2,180	2,709	2,458	4,256	4,780
其它流动负债	471	499	499	499	499
非流动负债	3,198	2,020	2,088	2,155	2,222
负债合计	6,982	6,745	5,877	12,653	12,107
股本	1,350	1,376	1,404	1,404	1,404
其他权益工具	114	98	0	0	0
资本公积	3,841	4,085	4,057	4,057	4,057
其他综合收益	-29	48	48	48	48
盈余公积	556	653	718	816	923
未分配利润	3,808	4,749	5,114	5,984	6,830
少数股东权益	94	92	97	102	107
股东权益	9,737	11,107	11,438	12,411	13,368
负债和股东权益	16,719	17,852	17,315	25,064	25,475
合计	9	2			

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**重要财务指标**

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.11	0.86	0.57	0.86	0.94
每股经营现金流	0.44	0.49	0.41	1.49	1.41
每股红利	0.34	0.12	0.26	0.17	0.26
每股净资产	6.87	7.85	8.08	8.77	9.45
关键运营指标(%)					
ROIC	14.4	10.7	7.6	8.7	10.4
ROE	16.2	10.9	7.1	9.8	9.9
毛利率	15.5	10.8	11.1	13.8	13.8
EBITDA Margin	34.5	26.7	19.7	16.2	15.6
EBIT Margin	26.8	18.6	12.3	11.7	11.6
营业总收入同比增长	-15.5	12.0	6.2	64.0	13.1
归母净利润同比增长	0.9	-22.9	-33.4	50.9	8.8
资产负债率					
净资产周转率	0.68	0.66	0.69	1.04	1.09

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


总资产周转率	0.39	0.41	0.45	0.51	0.57
有效税率	12.2	12.3	12.0	12.2	12.2
股息率	4.4	1.5	3.4	2.2	3.3
估值指标(倍)					
P/E	6.9	9.0	13.5	9.0	8.2
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/Sale	2.3	2.0	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	6.8	7.4	9.0	9.1	7.9
股本	1,350	1,376	1,404	1,404	1,404

资料来源：聚源数据，申万宏源研究



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。