

# 创新实业 (02788.HK)

优于大市

蒙东低成本绿电铝，海外项目助力产能高增长

## 核心观点

**公司是一家氧化铝和电解铝生产企业，电解铝营收占比90%。**公司成立于2012年，十几年间在蒙东霍林河建成6\*330MW燃煤自备发电机组和78.8万吨电解铝产能，在山东滨州建成300万吨氧化铝产能，于2025年11月在港交所上市。

**产能地理位置优越，盈利能力行业领先。**公司氧化铝产能靠近滨州港和黄骅港，进口铝土矿内陆运费低廉，相比河南和山西等内陆产能，运费带来的氧化铝成本优势在200元/吨以上。公司电解铝产能位于蒙东霍林河地区，使用蒙东低热值褐煤发电炼铝，褐煤热值低、销售半径小，绝对价格和波动幅度小于市场煤，公司近期自发电成本仅0.3元/度含税。相比新疆电解铝产能聚集区，公司更靠近氧化铝产区和电解铝消费地，氧化铝运费和铝产品外运费都低于新疆电解铝。公司净利率一直处于行业领先地位。

**蒙东1750MW绿电并网后，煤电成本优势转变为绿电成本优势，同时实现低碳和降本两个目标。**公司1750MW风电光伏项目预计2026年全部并网，发电成本在0.10-0.18元/度，远低于燃煤自备电厂。全部并网后，绿电年发电量超过55亿度，占公司电解铝用电量50%，公司用电结构将有一半来自低成本绿电，一半来自低成本褐煤发电，电费降至0.25元/度含税价以下，公司电解铝成本将大幅下降，成本优势更突出。

**公司将在沙特建设50万吨电解铝。**公司凭借下游深加工业务优势，成功在沙特落地铝产业链项目，一期50万吨电解铝预计2027年左右投产。沙特电费低廉，高耗能行业电费仅3.2美分/度，相当于国内新疆燃煤自备电成本，电解铝项目成本优势显著，给公司带来长期成长空间，是电解铝行业稀缺成长标的。

**盈利预测与估值：**公司电解铝产量持续提升，绿电并网进一步降本，充分享受铝价上涨所带来的利润弹性，预计2025-2027年归属母公司净利润31.0/50.3/67.4亿元，利润年增速分别为51%/63%/34%。每股收益分别为1.49/2.43/3.25元。通过多角度估值，考虑到公司未来5年业绩高增长，给予公司2026年12-15倍PE估值，得到公司的合理估值区间为32.5-40.7元人民币，对应675-844亿元市值，相较当前市值有24%-55%溢价空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

**风险提示：**铝价下跌风险；项目建设进度不达预期风险；国外电解铝快速增长导致行业供需格局变差风险；铝土矿、煤炭、预焙阳极价格上涨风险。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,815	15,163	14,038	16,424	24,146
(+/-%)	2.4%	9.8%	-7.4%	17.0%	47.0%
归母净利润(百万元)	1,004	2,056	3,095	5,033	6,739
(+/-%)	13.9%	104.9%	50.5%	62.6%	33.9%
每股收益(元)	0.48	0.99	1.49	2.43	3.25
EBIT Margin	18.4%	30.2%	31.5%	40.6%	42.7%
净资产收益率(ROE)	34.0%	163.9%	90.5%	72.5%	57.8%
市盈率(PE)	49.4	24.1	16.0	9.9	7.4
EV/EBITDA	27.6	15.4	13.9	9.9	6.9
市净率(PB)	16.82	39.55	14.51	7.15	4.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·海外公司深度报告

### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

证券分析师：焦方冉

010-88005312

021-60933177

liumengluan@guosen.com.cn

jiaofangran@guosen.com.cn

S0980520040001

S0980522080003

### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	36.30 - 45.40 港元
收盘价	26.28 港元
总市值/流通市值	54531/54531 百万港元
52周最高价/最低价	27.60/13.51 港元
近3个月日均成交额	223.28 百万港元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

公司概况	4
公司业务分析	5
一、氧化铝项目具备区位优势，进口铝土矿运费低	5
二、蒙东电解铝具备电费优势、区位优势	6
三、沙特项目助力公司长期成长	8
公司财务分析	9
营运能力	9
盈利能力	10
偿债能力	10
盈利预测	11
假设前提	11
未来3年业绩预测	12
盈利预测的敏感性分析	12
估值与投资建议	13
绝对估值：30.5-41元	13
相对估值：32.5-40.7元	14
投资建议	15
风险提示	16
附表：财务预测与估值	18

## 图表目录

图 1: 创新实业业务概览 .....	4
图 2: 创新实业氧化铝、电解铝销量 (万吨) .....	5
图 3: 创新实业营收分部 (亿元) .....	5
图 4: 创新实业毛利润构成 (亿元) .....	5
图 5: 创新实业期间费用率 .....	5
图 6: 公司氧化铝厂地理位置优势 .....	6
图 7: 几个氧化铝主产地现金成本 (元/吨) .....	6
图 8: 内蒙古蒙东与新疆准东铝基地运费对比 .....	6
图 9: 蒙东褐煤价格优势 (元/大卡) .....	7
图 10: 几个氧化铝主产地现金成本 (元/吨) .....	7
图 11: 各大洲电解铝用电成本 (美元/吨铝) .....	8
图 12: 中东电解铝产量 (万吨) .....	8
图 13: 创新实业电解铝产量预测 (万吨) .....	9
图 14: 项目所在地示意 .....	9
图 15: 应收账款周转天数对比 .....	9
图 16: 存货周转天数对比 .....	9
图 17: 净利率对比 (%) .....	10
图 18: 毛利率对比 (%) .....	10
图 19: 财务费用率对比 (%) .....	10
图 20: ROE 对比 (%) .....	10
图 21: 资产负债率 (%) .....	11
图 22: 经营性净现金流/带息债务 .....	11
表 1: 公司电解铝的电力来源 (百万千瓦) .....	7
表 2: 公司 1750MW 风电光伏项目进展 .....	7
表 3: 蒙东和准东电解铝成本对比 .....	8
表 4: 盈利预测假设条件 .....	12
表 5: 未来 3 年盈利预测 .....	12
表 6: 公司 2026 年归母净利润的敏感性分析 (亿元) .....	13
表 7: 公司盈利预测假设条件 .....	13
表 8: 资本成本假设 .....	13
表 9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	14
表 10: 可比公司 PE 估值 .....	15

## 公司概况

公司是一家氧化铝和电解铝生产企业，主要业务布局如下图所示。公司主要经营实体内蒙创源成立于2012年，在内蒙古建立了电解铝和配套燃煤自备发电机组，6\*330MW燃煤自备发电机组于2018年投运，79万吨电解铝产能于2020年满产。2023年将山东齐星氧化铝注入内蒙古创源，2024-2025年建设了180万吨氧化铝产能，形成300万吨氧化铝产能。2025年11月24日，公司在港交所上市。未来几年有两个发展重点，一是建设蒙东绿电，形成1750MW风电光伏发电能力，预计2026年全部并网发电，二是在沙特建设一条完整铝产业链，预计2027年左右建成投产一期项目。

公司创始人及实控人崔立新，通过Bloomsbury Holding持有创新实业75%股权，同时也是上市公司创新新材（600361.SH）实控人。创新新材是全球最大的铝棒和铝杆生产商，也是苹果产业链核心供应商。铝产业链上下游一体化优势是公司海外扩张的核心竞争力之一。

图1：创新实业业务概览



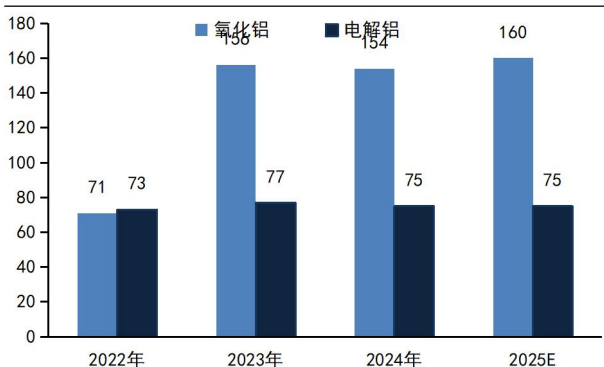
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在霍林郭勒拥有78.8万吨电解铝产能指标，考虑到电解槽轮休，近几年产量在75万吨左右，后续有望提升到77万吨。公司氧化铝产量增速较快，目前已拥有300万吨氧化铝产能（120万吨氧化铝产能+300万吨氢氧化铝产能），满足自用并外售。考虑到物流因素，公司位于霍林河的电解铝厂会就近外采部分氧化铝，而山东工厂生产的氧化铝部分对外销售，以实现利润最大化。公司营业收入和毛利润主要靠电解铝业务贡献，公司生产的电解铝90%就地转化为铝棒、铝杆等初级加工品，铸锭比例10%左右。

期间费用方面，由于产品是大宗品且大部分就地销售，公司销售费用极低；财务费用偏高，主因公司自成立以来持续进行产能扩张，完善上游配套，在电解铝建设过程中恰逢行业供给侧结构性改革，花费不少资金用于购买电解铝产能指标。随着电解铝行业供需格局持续向好，冶炼利润大幅改善，公司财务费用有望明显

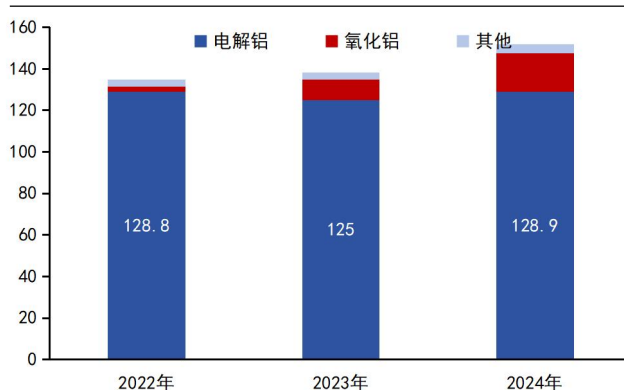
下降。

图2: 创新实业氧化铝、电解铝销量 (万吨)



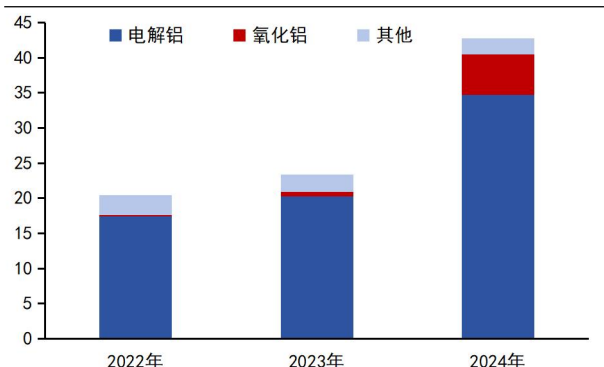
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 创新实业营收分部 (亿元)



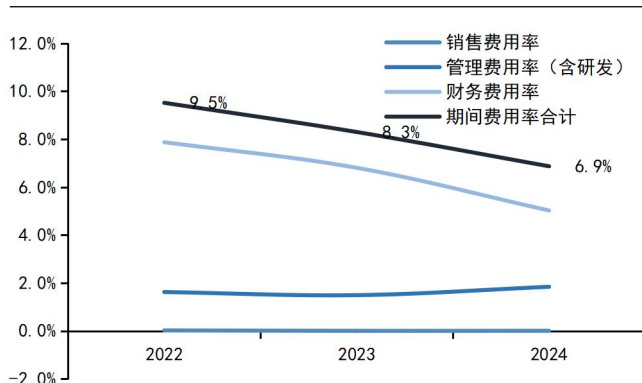
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 创新实业毛利润构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 创新实业期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 公司业务分析

### 一、氧化铝项目具备区位优势, 进口铝土矿运费低

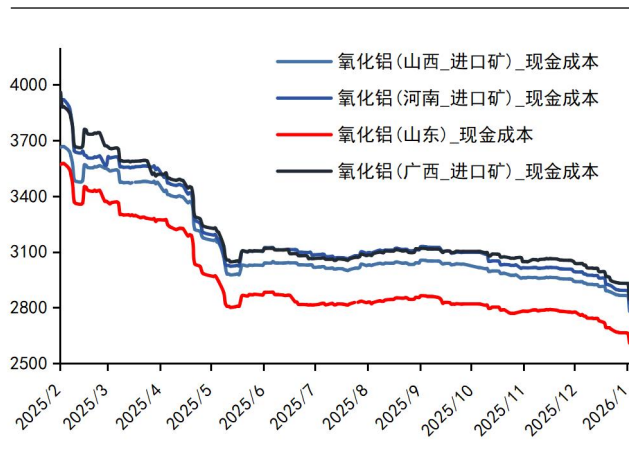
公司 300 万吨氧化铝产能全部位于山东滨州, 距离滨州港 70 公里, 距离河北黄骅港 40 公里, 这两个港口都是进口铝土矿主要港口。铝土矿从黄骅港汽运到公司厂区运费只需要 20 元/吨, 如果运到山西氧化铝主产区比如孝义, 需要 100 元/吨以上; 又如河南三门峡氧化铝厂从连云港运输铝土矿的内陆运费也要 100 元/吨。生产 1 吨氧化铝需要 2.7 吨进口矿, 仅此运费优势, 公司氧化铝生产成本就要比河南和山西低  $2.7 * (100 - 20) = 210$  元/吨氧化铝。这是公司氧化铝最大的成本优势。

图6: 公司氧化铝厂地理位置优势



资料来源: 阿拉丁, 国信证券经济研究所整理

图7: 几个氧化铝主产地现金成本 (元/吨)

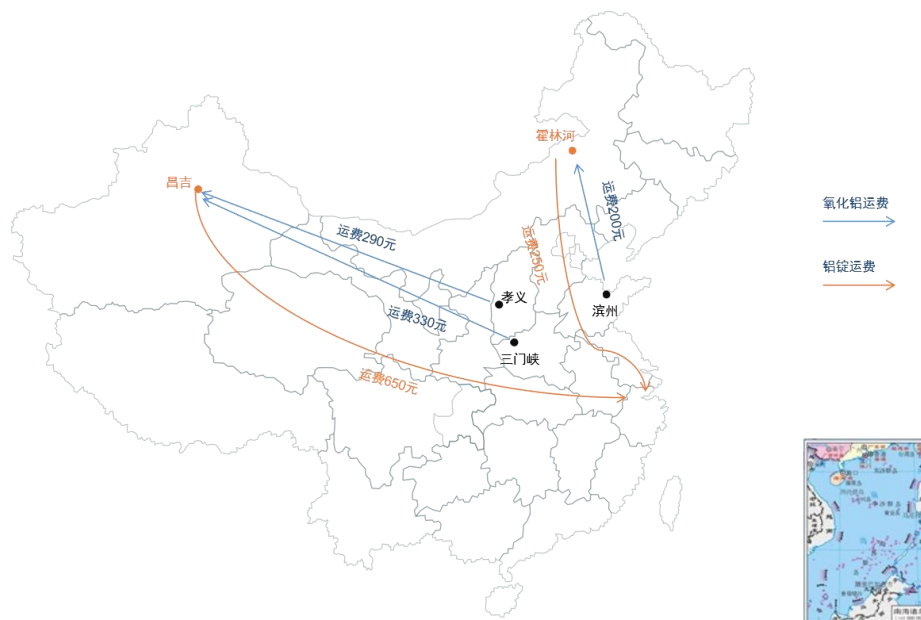


资料来源: 上海有色网, 国信证券经济研究所整理

## 二、蒙东电解铝具备电费优势、区位优势

**区位优势。**公司国内电解铝产能全部位于蒙东霍林郭勒，就近利用廉价的蒙东褐煤发电，同时距离氧化铝主产地近、铝产品外运便利，构成了电力成本优势和物流成本优势。如下图所示，蒙东电解铝产能相比新疆电解铝，更接近氧化铝产地、也更接近电解铝主流消费地，氧化铝运费，以及产品外运费，均低于新疆电解铝企业。

图8: 内蒙蒙东与新疆准东铝基地运费对比



资料来源: 上海有色网、国信证券经济研究所整理

**电力成本优势。**公司电解铝产能位于蒙东霍林河地区，蒙东露天煤矿的部分劣质褐煤热值低、易破碎，长途运输经济性差，就地转化是最优选择。公司利用热值低于 3000 大卡的褐煤发电炼铝，以铝载能，实现劣质煤就地转化。公司 2022-2024

年电解铝电力来源如下表所示：

表1：公司电解铝的电力来源（百万千瓦）

	2022年	2023年	2024年
自备电厂发电量	8,960	9,132	9,754
自备电厂发电用于电解铝的电量	8,188	8,350	8,959
外部采购电量	1,970	1,987	1,654
生产电解铝耗电量	9,679	9,959	9,863

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

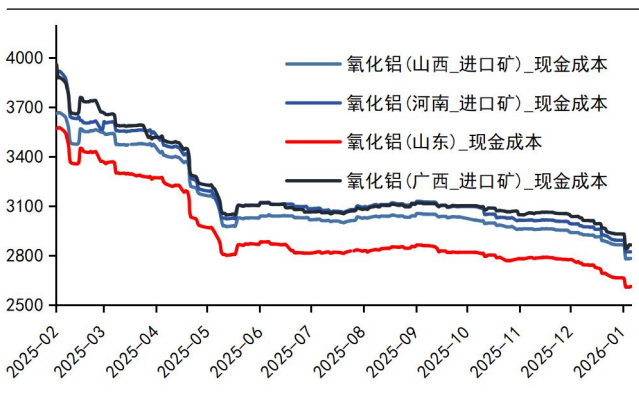
根据上表数据可以看出，在过去几年公司电解铝用电来源中，自发电占比超过85%，估计2025年占比在90%左右。自备电厂用煤来自蒙东露天煤矿褐煤，当前售价大概0.088元/大卡，以此测算自发电成本0.31元/度含税，自发电成本仅次于新疆准东地区。从更长周期来看，蒙东褐煤受运输半径限制，绝对价格和波动幅度都低于市场煤，因此蒙东电解铝的能源成本低且稳定。

图9：蒙东褐煤价格优势（元/大卡）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图10：几个氧化铝主产地现金成本（元/吨）



资料来源：上海有色网，国信证券经济研究所整理

**1750MW 风电光伏项目并网后，煤电成本优势转变为绿电成本优势，同时实现低碳化和降成本两个目标。**内蒙古风能资源量占全国57%，居全国首位，太阳能资源居全国第二位，并且靠近华北、华中、华东等能源消费中心。根据《内蒙古自治区新能源倍增行动实施方案》，内蒙古将立足自治区资源和区位优势，大力发展以风力发电光伏发电为主体的新能源产业体系，力争到2030年，新能源装机规模超过3亿千瓦，发电量接近6000亿千瓦时。这给公司新能源产业发展带来了机遇。

表2：公司1750MW风电光伏项目进展

项目名称	地点	规模	现状
霍林河光伏	霍林河露天煤矿排土场	110MW	已并网
霍林河风电	霍林河可汗山风场	400MW	已并网
兴安盟风电		140MW	已并网
兴安盟风电		1100MW	2026年8月并网

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

霍林河地区风能资源丰富，已稳定运行的风电机组年发电小时数超过3500小时，根据公司公告，公司绿电发电成本在0.10-0.18元/度，远低于燃煤自备电厂。待1750MW风电光伏项目全部并网后，年发电量超过55亿度，占公司电解铝用电量50%，公司用电结构将有一半来自低成本绿电，一半来自低成本褐煤发电，电费将

降至 0.25 元/度含税价以下。我们以此对比公司电解铝与新疆电解铝的成本：

表3: 蒙东和准东电解铝成本对比

	电费（元/度，含税）	氧化铝运费（元/吨）	铝锭外运费（到无锡）
内蒙古霍林河	0.25	180	270
新疆准东开发区	0.22	280	590
霍林河吨铝成本优势	-399	193	320

资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

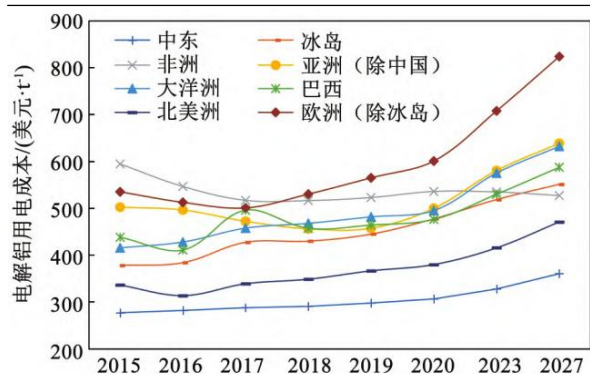
新疆准东电解铝仍具备电费优势，但氧化铝进疆运费以及铝锭出疆运费均高于蒙东，综合来看，待公司绿电全部并网发电后，内蒙古创源电解铝的成本将持平或略低于新疆电解铝，成为兼顾绿色和低成本电解铝产能。

### 三、沙特项目助力公司长期成长

公司在港交所上市，募集资金净额约 51 亿港元，其中 50%用于沙特电解铝产能建设。公司将在沙特建设“氧化铝-电解铝-电厂-铝精深加工”一体化铝产业园项目，一期建设 50 万吨电解铝，预计 2027 年左右建成投产。

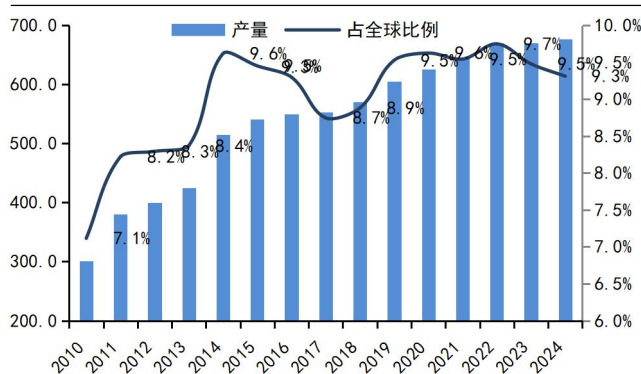
**中东地区是全球低成本铝产能聚集地，电费优势突出。**中东地区石油天然气资源丰富，截至 2023 年底，沙特阿拉伯天然气储量 10 亿立方米，居全球前五，天然气发电成本低廉。如下图所示，中东地区冶炼 1 吨电解铝的电力成本 300 美元左右，假设吨铝耗电 13500 度，则电费仅为 0.02 美元/度，是全球低成本铝产能聚集地，占全球产量 9%左右。2024 年中东 6 家电解铝厂当中有 4 家现金成本处于全球前 25%。区域内不同国家的用电价格略有差异，根据沙特国家电力数据，沙特阿拉伯高耗能行业用电价格 0.032 美元/度，大概相当于国内新疆燃煤自备电的发电成本，成本优势突出。

图11: 各大洲电解铝用电成本（美元/吨铝）



资料来源：安泰科，国信证券经济研究所整理

图12: 中东电解铝产量（万吨）

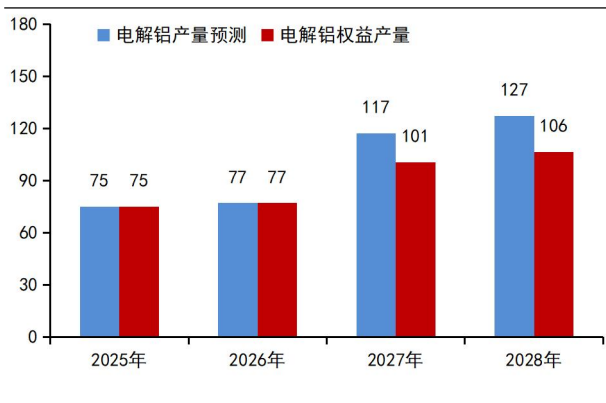


资料来源：国际铝协，国信证券经济研究所整理

**去沙特投资建设电解铝门槛极高。**2016 年沙特发布“2030 年愿景”，旨在到 2030 年实现沙特跻身全球前 15 大经济体，将非油外贸出口占比从 16%提升至 50%，将政府非油财政收入从 435 亿美元提高至 2667 亿美元，预计在 2030 年前投资超过 1 万亿美元用于能源、基建等领域，吸引外资力度大，同时铝需求前景广阔。创新实业恰好拥有完整铝产业链，涵盖上中游氧化铝、电解铝，同时创新集团是全球最大铝棒、铝杆生产企业，也是苹果核心供应商，不仅生产初级产品，还能生产高附加值产品，进一步带动下游客延伸到汽车、电子等制造业环节，与沙特国家愿景相符，这也是公司项目得以落地的核心竞争力之一。

沙特项目助力公司成为铝成长标的。电解铝行业供需格局好是因为中国对产能总量控制，在国内无法扩张产能，同时国外电力相对稀缺，大部分上市公司没有扩产条件。创新实业通过沙特铝产业链一期项目，电解铝产能有望从现在的 79 万吨增加到 129 万吨，权益产能从 79 万吨增加到 108 万吨，增幅 37%，且在未来 1 年就能实现，是电解铝板块少有的成长标的。项目选址紧邻港口，直通红海，便于进口氧化铝等原材料，还能通过苏伊士运河将铝加工品销往欧美。

图13: 创新实业电解铝产量预测（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

图14: 项目所在地示意



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

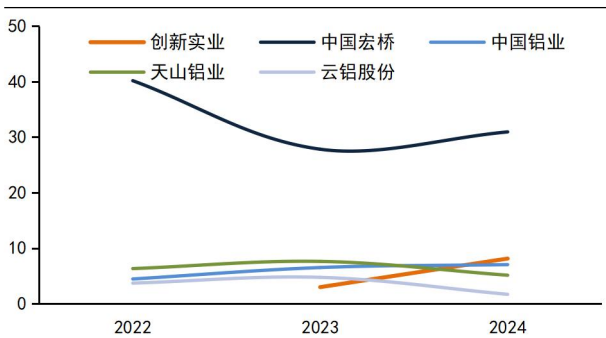
## 公司财务分析

公司业务涵盖发电-氧化铝-电解铝链条，我们选取所属细分行业类似的中国铝业、中国宏桥、天山铝业 3 家全产业链公司，以及云铝股份作为可比公司。

### 营运能力

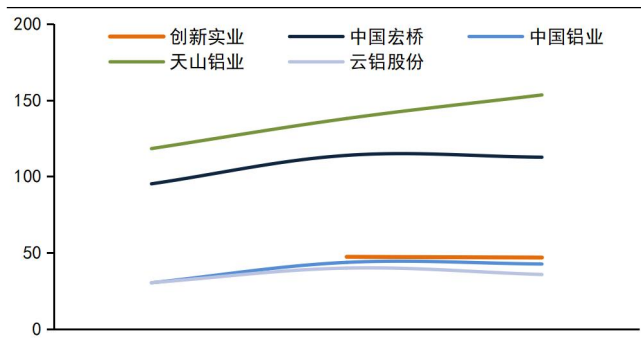
从应收账款来看，电解铝上市公司的产品主要是先款后货或者现款现货，应收款都较低，创新实业主要产品是铝液或者铝锭，应收款控制得很低。个别企业高可能因为发展下游铝加工业务，铝加工产品的账期比较长。从存货来看，电解铝企业的存货多为原材料和产成品，其中原材料占比更多，一些公司为了保供，煤炭和铝土矿的库存较多，存货数额比较高。

图15: 应收账款周转天数对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

图16: 存货周转天数对比

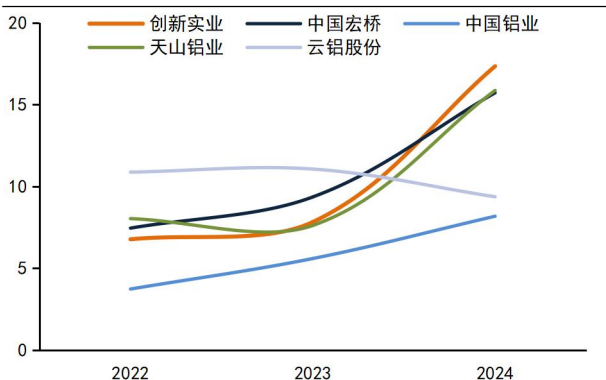


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利能力

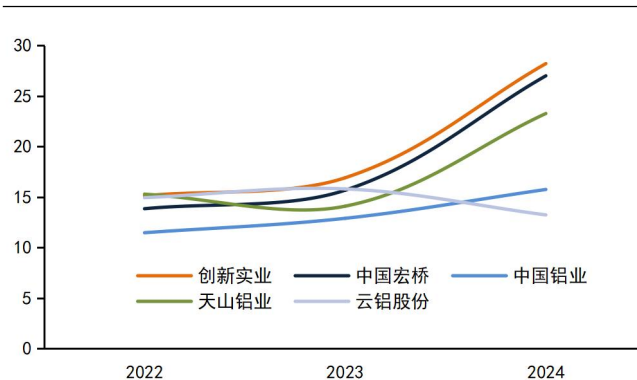
公司的盈利能力处于行业头部。从毛利率和净利率看，公司都处于行业领先水平，主因公司用电成本低、原材料和产成品运费低，2026年随着1750MW绿电全部并网，公司成本优势将进一步凸显。另外公司ROE远高于同行业，拆解来看，公司资产周转率和权益乘数特别高，这与公司高负债有关。

图17: 净利率对比 (%)



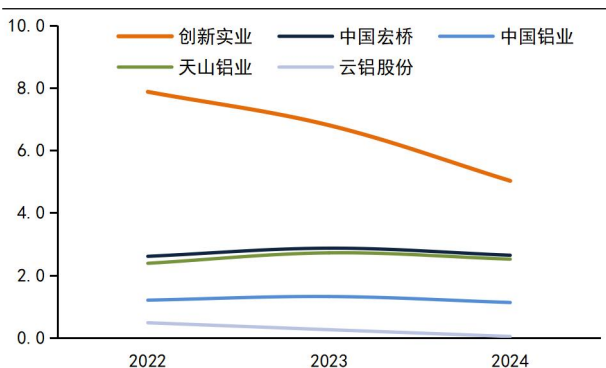
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图18: 毛利率对比 (%)



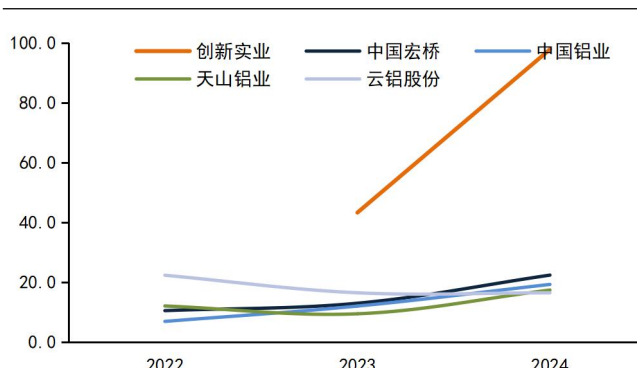
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 财务费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图20: ROE 对比 (%)

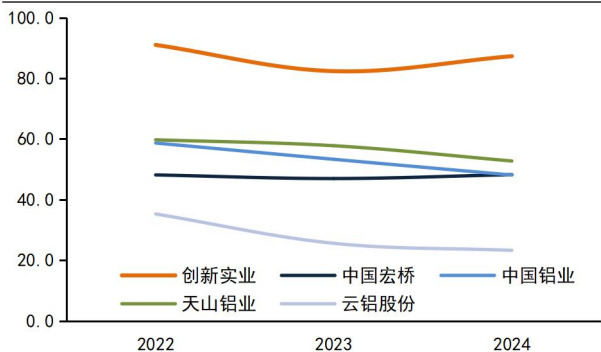


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 偿债能力

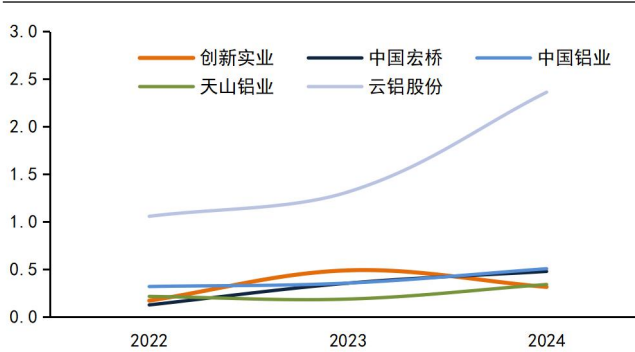
公司资产负债率远高于同行业上市公司。创新实业自创立以来一直处于高速发展，用10年时间自建庞大的燃煤自备发电机组、79万吨电解铝以及300万吨氧化铝产能，建设电解铝过程中恰逢行业供给侧结构性改革，花费巨资购入80多万吨电解铝产能指标。当前抓紧建设1750MW绿电以及沙特50万吨电解铝。财务负担相对较重。随着电解铝高盈利周期持续，以及公司上市募集总额55亿港元，资产负债率和财务费用有望下降。

图21: 资产负债率(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图22: 经营性净现金流/带息债务



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

#### ◆ 商品价格假设

从中长期角度来看,国内电解铝运行产能已经触及上限,行业开工率达到98%以上,已经没有增产空间;未来5年国外新增产能大概带动全球电解铝产量年均增速1.5%,无法满足全球电解铝2.5%以上的需求增速,行业供不应求的矛盾继续凸显,电解铝价格维持上行趋势。2023-2025年电解铝均价分别为18700/19900/20800元/吨,价格重心稳步上移。2026年初以来铝价均值在24000元/吨,我们充分考虑了行业未来供给增速、下游产业接受程度等因素,保守假设2026-2027年电解铝价格为22500元/吨。

#### ◆ 原材料及电价假设

假设2025-2027年氧化铝价格为3170/2700/2700元/吨,铝土矿CIF价格为80/65/65美元/吨,预焙阳极价格均为5000元/吨,蒙东褐煤采购价0.088元/大卡,蒙东外购电价格0.4元/度含税,风力发电成本0.14元/度,沙特电解铝用电价格0.032美元/度。

#### ◆ 产销量假设

公司具备300万吨氧化铝产能,满足自用为主,具备较大的产量弹性,随着公司电解铝产量增加,氧化铝可以自给自足,假设2025-2030年公司氧化铝产量分别为160/200/270/300/340/340万吨;公司在内蒙古拥有79万吨电解铝产能,随着大修周期结束,预计年产量稳定在77万吨,预计沙特电解铝一期50万吨产能于2027年投产,则2025-2028年电解铝产量分别为75/77/117/127万吨。

**表4: 盈利预测假设条件**

	2025E	2026E	2027E
<b>主要价格假设</b>			
铝价（元/吨）	20700	22500	22500
氧化铝价格（元/吨）	3170	2700	2700
铝土矿 CIF 价（美元/吨）	80	65	65
蒙东褐煤采购价（元/大卡）	0.097	0.088	0.088
预焙阳极价格（元/吨）	5000	5000	5000
沙特电解铝电价（美元/度）	0.032	0.032	0.032
<b>产销量假设</b>			
氧化铝产量（万吨）	160	200	270
电解铝产量（万吨）	75	77	117

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

## 未来 3 年业绩预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025-2027 年营业收入分别为 140/164/241 亿元，归属母公司净利润 31.0/50.3/67.4 亿元，利润年增速分别为 51%/63%/34%。每股收益分别为 1.49/2.43/3.25 元。

**少数股东损益：**公司持有山东创源氧化铝 58.5% 股权，2024 年氧化铝价格高，创源氧化铝盈利好，少数股东损益数额较大。2025 年氧化铝价格高位回落，对应的氧化铝出来少数股东损益数额减小。2027 年后的少数股东损益主要来自沙特项目持股比例为 41.2% 的少数股东收益。我们假设 2026 年上市公司实现对氧化铝业务 100% 持股，对沙特项目持股比例增加到 58.8%。

**期间费用：**公司销售费用极低，主要跟业务特点有关，公司 90% 电解铝产品以铝液形式出售给周边企业，且行业普遍采用定量不定价的长单模式，销售相关费用很少。随着沙特项目建成投产，以及后续海外铝加工项目投入运行，预计销售费用略有增加。公司财务费用率在业内偏高，主因公司成立以来发展速度快，资本开支数额大，后续内蒙古风电、沙特铝项目还需要持续资金投入。

**表5: 未来 3 年盈利预测**

	单位	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	百万元	15163	14038	16424	24146
营业成本	百万元	10887	9343	9443	13348
销售费用	百万元	1	1	1	24
管理费用	百万元	295	142	189	339
财务费用	百万元	762	702	739	966
营业利润	百万元	3297	3719	5921	9338
利润总额	百万元	3281	3719	5921	9338
少数股东损益	百万元	573	66	0	1105
归属于母公司净利润	百万元	2056	3095	5033	6739
EPS	元	0.99	1.49	2.43	3.25
ROE		164%	90%	72%	58%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

## 盈利预测的敏感性分析

公司业务覆盖铝全产业链，涵盖发电-氧化铝-电解铝-铝精深加工，影响公司盈利的主要因素是铝价、氧化铝价、煤炭价格、预焙阳极价格等因素，我们选取对公

司业绩影响较大、且市场关注度较高的铝价和氧化铝价进行盈利预测的敏感性分析。

我们在盈利预测中假设 2026 年铝价为 22500 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨。我们列举不同铝价和氧化铝价情况下，公司 2026 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

表6: 公司 2026 年归母净利润的敏感性分析（亿元）

		铝价（元/吨）							
		19000	20000	21000	22000	23000	24000	25000	26000
氧化铝价格 （元/吨）	2500	30.6	36.1	41.5	46.9	52.3	57.7	63.1	68.6
	2700	31.4	36.8	42.2	47.6	53.0	58.5	63.9	69.3
	2900	32.1	37.5	42.9	48.4	53.8	59.2	64.6	70.0
	3100	32.8	38.3	43.7	49.1	54.5	59.9	65.3	70.8
	3300	33.6	39.0	44.4	49.8	55.2	60.7	66.1	71.5

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 估值与投资建议

**绝对估值：30.5-41 元**

估值假设条件见下表：

表7: 公司盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	-7.4%	17.0%	47.0%	15.5%	25.1%	0.0%
营业成本/营业收入	66.6%	57.5%	55.3%	54.2%	53.1%	53.1%
管理费用/营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
销售费用/销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税税率	15.0%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	18.0%
股利分配比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

无杠杆 beta 系数采用申万港股“有色金属”板块过去 5 年的 beta 算数平均值（0.93x）；无风险利率 4.15%；股票风险溢价率采用 6.50%；由此计算出 WACC 为 10.04%。

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	15.00%
无风险利率	4.15%	Ka	10.20%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.12
公司股价（元）	23.55	Ke	11.45%
发行在外股数（百万）	2075	E/(D+E)	80.41%
股票市值(E, 百万元)	48860	D/(D+E)	19.59%
债务总额(D, 百万元)	12762	<b>WACC</b>	<b>10.04%</b>
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	1%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 30.5-41.0 元人民币。

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为公司绝对估值相对此两因

素变化的敏感性分析。

表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.0%	9.5%	10.00%	10.5%	11.0%
永续 增长 率变 化	2.5%	51.86	46.27	41.44	37.25	33.57
	2.0%	48.51	43.48	39.10	35.27	31.88
	1.5%	45.60	41.04	37.04	33.51	30.37
	<b>1.0%</b>	43.06	38.89	<b>35.20</b>	31.93	29.01
	0.5%	40.82	36.97	33.56	30.51	27.77
	0.0%	38.82	35.26	32.08	29.23	26.66
	-0.5%	37.04	33.72	30.75	28.06	25.63

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 32.5-40.7 元

公司是一家稀缺的成长中的电解铝企业, 板块选取可比上市公司包括中国铝业、中国宏桥、天山铝业、南山铝业、云铝股份。

**中国铝业**是全球铝行业龙头, 业务涵盖铝上游矿产资源、煤炭, 中游发电、氧化铝、电解铝、炭素, 下游铝加工等全产业链。拥有铝土矿资源储量 27 亿吨, 氧化铝产能 2200 万吨, 电解铝产能 800 万吨, 氧化铝和电解铝产能均居全球首位。

**中国宏桥**是铝行业头部企业, 主要业务是铝土矿开采、氧化铝生产、火力发电、电解铝生产及铝加工, 对外销售的主要产品是电解铝、氧化铝和铝合金加工产品。拥有氧化铝产能 1950 万吨, 电解铝产能 646 万吨, 产能区位集中度高、地理位置优势显著。

**天山铝业**专注铝行业三十年, 不断优化产业布局和资源配备, 在资源和能源富集的区域兴建产业基地, 形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造的上下游一体化, 并配套自备电厂和自备预焙阳极的完整铝产业链布局, 目前拥有 700 万吨铝土矿、350MW\*6 燃煤自备发电机组、250 万吨氧化铝、140 万吨电解铝产能。

**南山铝业**经过多年发展已经建成从热电、氧化铝、电解铝、熔铸、铝型材/热轧-冷轧-箔轧、废铝回收(再生利用)的完整铝加工产业链, 在国内拥有 170 万吨氧化铝产能、48 万吨电解铝产能, 以及以汽车铝板、航空铝板、罐体罐料为代表的高端铝加工业务。同时在印尼再造一条完整铝产业链, 已建成 400 万吨氧化铝产能, 电解铝产能也在建设当中。

**云铝股份**始建于 1970 年, 公司已建成“铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工”为一体的绿色产业链, 形成铝土矿 264 万吨、氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨, 铝合金及铝加工产品 175 万吨, 炭素制品 82 万吨的产能规模。

根据 Wind 一致预期数据显示, 这些可比上市公司 2026 年平均估值水平在 14 倍左右, 2027 年平均估值水平在 13 倍左右。需要说明的是, 可比上市公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 近期铝价大幅上涨并破历史新高, Wind 盈利一致预期是偏低的。创新实业依靠国内绿电比例提升, 以及 2027 年沙特项目投产, 成为业内少有的高成长标的, 未来几年 PE 估值远低于同行业水平。考虑到公司未来 5 年业绩高增长, 我们给予公司 2026 年 12-15 倍估值, 得到公司的合理估值区间为 32.5-40.7 元人民币, 对应约 675-844 亿元市值, 相较当前市值有 24%-55%溢价空间。

**表10: 可比公司 PE 估值**

代码	公司简称	股价		EPS				PE				PB	总市值 百万元
		2026-1-16	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E			
2788.HK	创新实业	23.53	0.99	1.49	2.43	3.25	23.8	15.8	9.7	7.2	40.2	50,685	
1378.HK	中国宏桥	31.46	2.28	2.43	2.43	2.62	13.8	12.9	12.9	12.0	2.9	316,960	
601600.SH	中国铝业	13.26	0.72	0.84	0.93	1.01	18.3	15.7	14.2	13.2	3.2	221,587	
002532.SZ	天山铝业	18.00	0.53	1.03	1.27	1.44	34.0	17.5	14.2	12.5	3.0	83,317	
600219.SH	南山铝业	5.96	0.30	0.44	0.47	0.50	19.9	13.6	12.7	11.8	1.4	68,443	
000807.SZ	云铝股份	32.46	1.14	1.87	2.18	2.43	28.5	17.4	14.9	13.3	3.6	112,570	
可比上市公司均值							22.9	15.4	13.8	12.6	—	—	

资料来源: 各公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 32-40 元人民币之间, 今年动态市盈率 12-15 倍, 相对于公司目前股价有 24%-55%溢价空间。公司产能布局具备区位优势 and 电费优势, 2026 年绿电全部并网后将大幅降本, 同时沙特项目使公司成为稀缺的电解铝成长标的, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 32-40 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 4.15%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的中国铝业、中国宏桥、天山铝业、南山铝业、云铝股份等相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考,考虑到公司未来 5 年产能大幅扩张带来盈利攀升,最终给予公司 2026 年 12-5 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值的风险。

### 盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候,设定了很多参数,这些参数的设置都加入了很多个人的判断:

基于对产业格局和供需基本面的判断,我们认为:全球大宗金属价格有望维持高位,尤其是在全球范围内能源危机冲击、地缘政治风险爆发,新能源及电网升级需求大增等背景之下,加剧了有色金属的供需错配。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化,比如供给超预期释放,或需求增长速度不及预期,从而导致大宗金属价格大幅下跌的风险。

### 项目建设和政策风险

公司未来最大增长点在于沙特红海铝项目,与其他出海项目类似,需要面临诸多不确定性,例如项目建设进度低于预期风险、当地政策变动风险等。电解铝是高耗能行业,公司盈利高度依赖于用电价格,公司在国内的电解铝产能用电来自燃煤自备电和风力发电,沙特项目采购网电。我国电力市场化改革深入推进,国外项目电价也有波动风险,可能因为电力行业政策变动造成公司用电价格变动,进而给公司盈利带来波动的风险。

### 经营风险

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法律,倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规,各项业务可能会受到不利影响。

公司的关联方，创新新材，与上市公司属同一实控人，是公司最大客户，2024年公司向关联方销售电解铝的数额占公司电解铝收入90%。创新新材在内蒙古创源周边布局铝加工产能，助力公司实现铝水就地转化，实现节能降耗和上市公司利益最大化，过往对关联方的售价符合市场公允价格。

### 财务风险

公司资产负债率在业内偏高，有息负债数额较大，若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险，或财务费用负担偏大影响利润。

### 市场风险

公司在全球市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若中国以外电解铝产能超预期释放，可能造成行业格局边际变差的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	584	176	300	300	300	<b>营业收入</b>	<b>13815</b>	<b>15163</b>	<b>14038</b>	<b>16424</b>	<b>24146</b>
应收款项	4093	1349	4615	5400	7939	营业成本	11478	10887	9343	9443	13348
存货净额	1255	1578	2262	2240	3241	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1309	681	702	821	1207	销售费用	(0)	(1)	(1)	(1)	(24)
<b>流动资产合计</b>	<b>7241</b>	<b>3784</b>	<b>7879</b>	<b>8760</b>	<b>12686</b>	管理费用	(206)	(295)	(142)	(189)	(339)
固定资产	6686	9152	14065	18796	23276	财务费用	(940)	(762)	(702)	(739)	(966)
无形资产及其他	4732	3285	3220	3154	3088	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	894	2098	2098	2098	2098	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	50	100	其他收入	(330)	(513)	(417)	(510)	(858)
<b>资产总计</b>	<b>19554</b>	<b>18320</b>	<b>27261</b>	<b>32858</b>	<b>41249</b>	营业利润	1272	3297	3719	5921	9338
短期借款及交易性金融负债	4251	4942	12534	14587	15840	营业外净收支	0	(16)	0	0	0
应付款项	5029	3601	2714	2687	3889	利润总额	1272	3281	3719	5921	9338
其他流动负债	601	196	149	146	211	<b>所得税费用</b>	<b>192</b>	<b>651</b>	<b>558</b>	<b>888</b>	<b>1494</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9881</b>	<b>8738</b>	<b>15397</b>	<b>17421</b>	<b>19939</b>	少数股东损益	77	573	66	0	1105
长期借款及应付债券	5031	6007	6007	6007	6007	归属于母公司净利润	1004	2056	3095	5033	6739
其他长期负债	1192	1249	1299	1349	1399						
<b>长期负债合计</b>	<b>6223</b>	<b>7255</b>	<b>7305</b>	<b>7355</b>	<b>7405</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>16105</b>	<b>15994</b>	<b>22702</b>	<b>24776</b>	<b>27345</b>	<b>净利润</b>	1004	2056	3095	5033	6739
少数股东权益	499	1072	1138	1138	2243	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2950	1255	3421	6944	11661	折旧摊销	16	14	1153	1335	1585
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19554</b>	<b>18320</b>	<b>27261</b>	<b>32858</b>	<b>41249</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	940	762	702	739	966
关键财务与估值指标						营运资本变动	584	68	(4855)	(861)	(2610)
每股收益	0.48	0.99	1.49	2.43	3.25	其它	77	573	66	0	1105
每股红利	0.00	0.00	0.45	0.73	0.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>1680</b>	<b>2712</b>	<b>(540)</b>	<b>5507</b>	<b>6819</b>
每股净资产	1.42	0.60	1.65	3.35	5.62	资本开支	0	(2480)	(6000)	(6000)	(6000)
ROIC	17%	28%	23%	24%	29%	其它投资现金流	30	0	0	0	0
ROE	34%	164%	90%	72%	58%	<b>投资活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>(2480)</b>	<b>(6000)</b>	<b>(6050)</b>	<b>(6050)</b>
毛利率	17%	28%	33%	43%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	30%	31%	41%	43%	负债净变化	2543	976	0	0	0
EBITDA Margin	19%	30%	40%	49%	49%	支付股利、利息	0	0	(928)	(1510)	(2022)
收入增长	2%	10%	-7%	17%	47%	其它融资现金流	(6371)	(2591)	7592	2053	1253
净利润增长率	14%	105%	51%	63%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1285)</b>	<b>(639)</b>	<b>6664</b>	<b>543</b>	<b>(769)</b>
资产负债率	85%	93%	87%	79%	72%	<b>现金净变动</b>	<b>425</b>	<b>(408)</b>	<b>124</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.0%	0.0%	1.7%	2.8%	3.7%	货币资金的期初余额	159	584	176	300	300
P/E	49.4	24.1	16.0	9.9	7.4	货币资金的期末余额	584	176	300	300	300
P/B	16.8	39.5	14.5	7.1	4.3	企业自由现金流	0	1267	(5944)	135	1630
EV/EBITDA	27.6	15.4	13.9	9.9	6.9	权益自由现金流	0	(959)	1024	1359	1994

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032