

# 兼具稳定现金流与高成长性

华泰研究

首次覆盖

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

78.18

李斌

研究员

SAC No. S0570517050001

libin@htsc.com

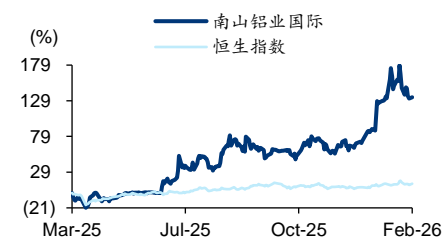
SFC No. BPN269

+ (86) 10 6321 1166

## 基本数据

收盘价(港币 截至2月9日)	61.30
市值(港币百万)	38,033
6个月平均日成交额(港币百万)	101.38
52周价格范围(港币)	20.40-74.80

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	1,021	1,200	1,480	1,600
+/-%	50.59	17.57	23.33	8.11
归属母公司净利润(百万)	401.81	412.10	475.30	568.33
+/-%	227.55	2.56	15.33	19.57
EPS(最新摊薄)	0.65	0.66	0.77	0.92
ROE(%)	36.81	18.74	14.40	15.50
PE(倍)	9.74	11.20	10.22	8.55
PB(倍)	3.10	1.47	1.40	1.26
EV EBITDA(倍)	8.82	6.03	5.30	4.35
股息率(%)	1.73	7.13	2.93	3.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

首次覆盖南山铝业国际给予买入评级, 给予 26 年 PE13 倍, 对应目标价 78.18 港元。公司是东南亚领先的氧化铝生产商, 已形成 400 万吨氧化铝产能, 此外公司计划新建 25 万吨/年电解铝产能, 并远期规划建设 50 万吨/年电解铝项目, 公司氧化铝业务利润稳定叠加 2028 年之后新建电解铝项目或贡献较大业绩增量, 我们看好公司未来利润实现稳步增长。

## 公司当前主营氧化铝业务成本优势显著, 构筑稳固现金流

公司主营业务为氧化铝生产与销售, 于 2025 年 3 月成功在香港联交所主板上市, 控股股东为 A 股上市公司南山铝业。截至 25 年年底, 公司在印尼宾坦岛建成并投产年产能合计 400 万吨的氧化铝生产基地。受益于印尼丰富的铝土矿资源禀赋及铝土矿出口禁令政策, 公司氧化铝原料端成本优势显著, 根据我们测算, 2024 年铝土矿采购均价仅 35.0 美元/吨, 显著低于几内亚和澳大利亚 CIF 均价的 76.5 美元/吨和 62.5 美元/吨。低成本优势导致公司氧化铝销售业务盈利能力显著高于国内平均水平, 这也为后续电解铝项目建设提供稳定的现金流支撑。

## 25 万吨新建电解铝产能预计 2028 年投产, 或助力未来业绩高增

根据公司 2026 年 1 月 19 日公告, 公司计划于 2026 年启动年产 25 万吨电解铝项目建设, 总投资额约 4.37 亿美元, 建设周期约 2 年。成本端, 受益于印尼低成本能源体系, 以及自备氧化铝原料的产业链优势, 公司电解铝业务具备显著的成本优势。基于 CRU 数据, 2028 年公司 25 万吨电解铝项目预计单吨运营成本约 1806 美元, 我们测算得考虑折旧后的单吨完全成本约 1980.8 美元, 在 3200 美元/吨水平的假设下, 我们测算项目达产后电解铝业务税后有望贡献约 2.59 亿美元净利润, 此外公司远期还规划在印尼建设 50 万吨/年电解铝项目, 有望成为公司未来业绩实现高增长的主要引擎。

## 26 年铝价中枢或达 3200 美元/吨, 氧化铝受成本端矿价支撑

电解铝方面, 供给端来看, 由于国内目前电解铝运行产能已接近产能天花板, 未来供给增量将主要集中在海外, 考虑印尼能源限制以及欧美产能复产进度预计缓慢, 我们测算 26-27 年全球电解铝供给量同比增速分别+1.7%和+3.6%; 需求端在全球制造业复苏背景下, 我们预计 26 年全球需求增速或在 2.4%左右, 对应 26-27 年供需平衡分别为-88.5 万吨和-95.4 万吨, 26 年 LME 铝价中枢有望上行至 3200 美金/吨以上。氧化铝方面, 成本定价逻辑下, 铝土矿价格下行空间有限或推动国内高成本氧化铝项目有望在 26 年实现出清, 26-27 年氧化铝价格或迎来长周期触底回升。

## 盈利预测与估值

我们预计公司 25-27 年营收为 12.0/14.8/16.0 亿美元, 归母净利为 4.1/4.8/5.7 亿美元, 可比公司 26 年 Wind 一致预期 PE 均值为 10.8 倍, 考虑公司 28 年之后新建电解铝产能有望投产, 形成较大业绩增量贡献, 公司未来成长曲线较为陡峭, 我们给予公司 26 年 13 倍 PE。按照 2026 年 2 月 9 日美元兑港币汇率 7.81 计算, 对应公司目标价 78.18 港币。

风险提示: 氧化铝价格不及预期、新建产能释放不及预期、印尼贸易等政策变化、远期业绩测算假设发生变化。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	677.78	1,021	1,200	1,480	1,600
销售成本	(480.12)	(503.98)	(691.86)	(891.56)	(897.56)
<b>毛利润</b>	197.66	516.69	508.14	588.44	702.44
销售及分销成本	(3.19)	(5.49)	(3.60)	(4.44)	(4.80)
管理费用	(18.14)	(28.25)	(27.00)	(33.30)	(36.00)
其他收入/支出	2.35	6.41	6.41	6.41	6.41
财务成本净额	8.41	11.34	13.31	16.41	17.72
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	187.09	500.71	497.26	573.51	685.77
税费开支	(13.56)	(43.29)	(74.59)	(86.03)	(102.87)
少数股东损益	(50.86)	(55.61)	(10.57)	(12.19)	(14.57)
<b>归母净利润</b>	122.67	401.81	412.10	475.30	568.33
折旧和摊销	(56.84)	(60.32)	(71.92)	(94.55)	(121.81)
EBITDA	235.53	549.69	555.86	651.66	789.85
EPS (美元, 基本)	0.25	0.80	0.70	0.77	0.92

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	129.88	99.62	215.44	190.56	218.17
应收账款和票据	123.41	87.26	160.42	145.05	185.19
现金及现金等价物	251.56	454.15	1,965	1,874	1,904
其他流动资产	3.29	4.32	4.32	4.32	4.32
<b>总流动资产</b>	508.14	645.35	2,345	2,214	2,312
固定资产	869.59	969.02	1,228	1,635	2,015
无形资产	5.35	4.61	5.78	6.74	7.47
其他长期资产	54.87	101.67	60.63	112.67	63.35
<b>总长期资产</b>	929.81	1,075	1,294	1,754	2,086
<b>总资产</b>	1,438	1,721	3,639	3,968	4,397
应付账款	35.61	18.39	55.74	39.79	56.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	113.03	378.76	378.76	378.76	378.76
<b>总流动负债</b>	148.64	397.15	434.50	418.55	435.14
长期债务	0.00	0.08	0.16	0.24	0.32
其他长期债务	19.69	29.05	29.05	29.05	29.05
<b>总长期负债</b>	19.69	29.13	29.21	29.29	29.37
股本	786.17	0.00	0.00	0.00	0.00
储备/其他项目	132.63	1,264	3,135	3,468	3,865
股东权益	918.80	1,264	3,135	3,468	3,865
少数股东权益	350.84	30.13	40.70	52.88	67.46
<b>总权益</b>	1,270	1,294	3,176	3,521	3,933

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	31.91	9.74	11.20	10.22	8.55
PB	4.26	3.10	1.47	1.40	1.26
EV EBITDA	21.65	8.82	6.03	5.30	4.35
股息率 (%)	0.46	1.73	7.13	2.93	3.50
自由现金流收益率 (%)	0.58	7.38	3.02	5.32	6.95

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	235.53	549.69	555.86	651.66	789.85
融资成本	(8.41)	(11.34)	(13.31)	(16.41)	(17.72)
营运资本变动	(145.74)	40.83	(151.55)	24.38	(51.07)
税费	(13.56)	(43.29)	(74.59)	(86.03)	(102.87)
其他	28.45	45.94	52.59	(37.38)	65.29
<b>经营活动现金流</b>	96.27	581.83	369.00	536.22	683.48
CAPEX	(74.63)	(273.59)	(330.14)	(500.87)	(500.87)
其他投资活动	0.45	0.01	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	(74.18)	(273.58)	(330.14)	(500.87)	(500.87)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	1,788	0.00	0.00
派发股息	(28.42)	(95.03)	(329.68)	(142.59)	(170.50)
其他融资活动现金流	33.55	(1.33)	13.31	16.41	17.72
<b>融资活动现金流</b>	5.13	(96.36)	1,472	(126.18)	(152.78)
现金变动	27.21	211.89	1,511	(90.83)	29.84
年初现金	219.75	251.56	454.15	1,965	1,874
汇率波动影响	4.60	(9.30)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	251.56	454.15	1,965	1,874	1,904

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	45.20	50.59	17.57	23.33	8.11
毛利润	76.37	161.40	(1.65)	15.80	19.37
营业利润	76.01	173.88	(1.11)	15.12	19.91
净利润	81.22	227.55	2.56	15.33	19.57
EPS	81.22	227.55	(13.00)	9.57	19.57
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	29.16	50.62	42.35	39.76	43.90
EBITDA	34.75	53.86	46.32	44.03	49.37
净利润率	18.10	39.37	34.34	32.11	35.52
ROE	14.96	36.81	18.74	14.40	15.50
ROA	9.02	25.44	15.38	12.50	13.59
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(27.38)	(35.92)	(62.67)	(54.04)	(49.25)
流动比率	3.42	1.62	5.40	5.29	5.31
速动比率	2.54	1.37	4.90	4.83	4.81

### 营运能力 (天)

会计年度 (天)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产周转率 (次)	0.50	0.65	0.45	0.39	0.38
应收账款周转天数	38.77	37.15	37.15	37.15	37.15
应付账款周转天数	17.72	19.29	19.29	19.29	19.29
存货周转天数	75.07	81.97	81.97	81.97	81.97
现金转换周期	96.12	99.83	99.83	99.83	99.83

### 每股指标 (美元)

会计年度 (美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	0.25	0.80	0.70	0.77	0.92
每股净资产	1.84	2.53	5.32	5.59	6.23



## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>4</b>
投资逻辑.....	4
与市场不同观点.....	4
<b>公司基本面：布局海外铝产业链先锋，未来成长可期</b> .....	<b>5</b>
<b>铝：电解铝高价或延续，氧化铝有望迎来周期性触底</b> .....	<b>8</b>
电解铝：供给硬约束叠加需求转好，看好铝价维持高位 .....	8
供给：26 年全球电解铝供给增速或仅有 1.7%。 .....	8
需求：预计 2026 年全球需求同比增速 2.4%。 .....	9
平衡：预计 26 年全球电解铝供需缺口或扩大，铝价中枢或在 3200 美金/吨 .....	11
氧化铝：全球理论测算供给依旧偏松，关注高成本产能出清后的上行趋势 .....	11
<b>核心优势：氧化铝支撑高利润，电解铝项目助力高成长</b> .....	<b>13</b>
氧化铝：合计拥有 400 万吨氧化铝在产产能，成本优势支撑公司高利润 .....	13
电解铝：有望助力公司 28-30 年业绩高增 .....	15
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>18</b>
盈利预测.....	18
公司估值.....	19
风险提示.....	19



## 投资要点

### 投资逻辑

1) 公司目前主营业务为氧化铝生产与销售，其产能位于印尼，成本优势明显，为公司形成稳定现金流。截至 25 年年底，公司在印尼宾坦岛建成并投产年产能合计 400 万吨的氧化铝生产基地。受益于印尼丰富的铝土矿资源禀赋及铝土矿出口禁令政策，公司氧化铝原料端成本优势显著，根据我们测算 2024 年铝土矿采购均价仅 35.0 美元/吨，显著低于几内亚和澳大利亚 CIF 均价的 76.5 美元/吨和 62.5 美元/吨。低成本优势导致公司氧化铝销售业务盈利能力显著高于国内平均水平，为后续电解铝项目建设提供充足且稳定的现金流支撑。

2) 25 万吨新建电解铝产能预计 2028 年投产，或助力未来业绩高增。根据公司 2026 年 1 月 19 日公告，公司计划于 2026 年启动年产 25 万吨电解铝项目建设，建设周期约 2 年。成本端，受益于印尼低成本能源体系，以及自备氧化铝原料的产业链优势，公司电解铝业务具备显著的成本优势。根据 CRU 测算，2028 年公司 25 万吨电解铝项目预计单吨完全成本 1980.8 美元，在基于电解铝价格 3200 美元/吨水平的假设下，测算项目达产后电解铝业务有望贡献约 2.59 亿美元净利润，此外公司远期还规划在印尼建设 50 万吨/年电解铝项目，有望成为公司未来业绩实现高增长的主要引擎。

3) 行业层面，铝价 26 年中枢或达 3200 美元/吨，氧化铝价格有望实现长周期触底。全球电解铝供给增量受限，国内产能已接近上限，海外扩产受制于能源与复产进度，我们测算 26-27 年全球电解铝总供给量分别为 7518.8 万吨和 7792.0 万吨，同比分别+1.74%和+3.63%；需求端我们测算制造业复苏带动 26 年需求增速约 2.4%，对应 26-27 年供需平衡分别为-88.5 万吨和-95.4 万吨，26 年 LME 铝价中枢有望上行至 3200 美金/吨以上。氧化铝方面，成本定价逻辑下，铝土矿价格下行空间有限或推动国内高成本氧化铝项目有望在 26 年实现出清，26-27 年氧化铝价格或迎来长周期触底回升。

### 与市场不同观点

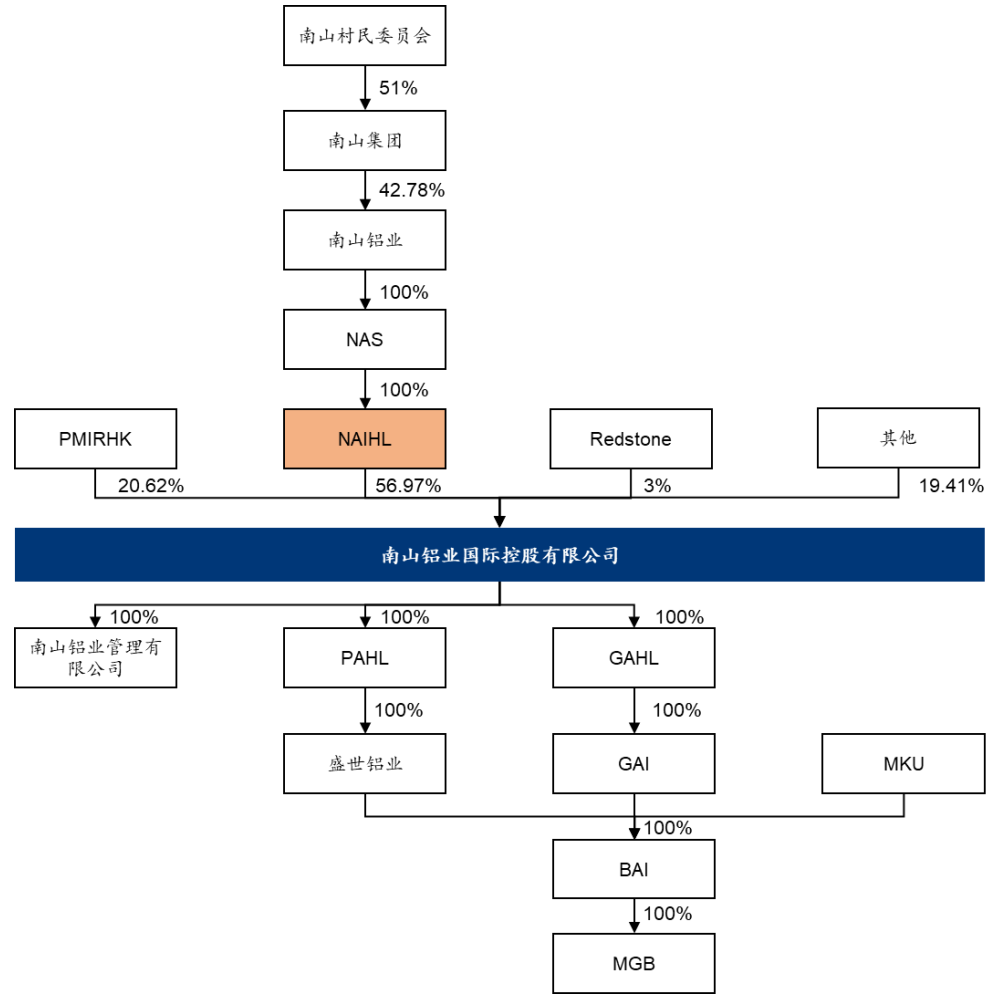
1) 市场对于氧化铝价格预期偏悲观，我们认为公司低成本优势仍能形成稳定现金流。基于当前氧化铝供需下，市场对于远期的氧化铝价格偏悲观，但我们认为氧化铝价格本质是铝土矿成本定价，当前铝土矿价格已处于 2023 年来历史周期底部位置，而伴随几内亚政府换届完成，后续存在推出配额政策的预期，我们认为铝土矿价格有望实现企稳上行，因此氧化铝价格或处于大周期触底阶段，不宜对价格过于悲观。同时公司产能由于地处于印尼，区位优势明显，氧化铝底部价格下依然能为公司形成稳定丰厚的现金流。

2) 市场对于公司规划建设电解铝项目的利润贡献预期不强，我们认为该项目低成本优势将为公司业绩增长形成较大贡献。目前市场对于公司规划建设的电解铝项目利润贡献预期偏弱，主要是因为距离规划建设项目投产的时间周期较远，项目进展存在不确定性。但我们认为公司在印尼耕耘多年，当前已建设完成 400 万吨/年氧化铝项目并稳定运营，因此电解铝项目顺利落地概率较大。与此同时国内电解铝产能天花板约束及海外其他项目进展较慢背景下，公司印尼低成本电解铝项目具有较强稀缺性，有望在投产后对公司业绩增长形成较大贡献。

## 公司基本面：布局海外铝产业链先锋，未来成长可期

公司控股股东为 A 股上市公司南山铝业，实际控制人为南山村委会。根据公司 2026 年 1 月 30 日《完成根据一般授权配售现有股份及先旧后新认购新股份》披露，截至 2026 年 2 月 6 日，南山铝业通过其香港全资子公司 NAIHL 持有公司 56.97% 股权，为第一大股东；南山村委会通过持有南山集团 51% 股权，实现对公司的最终控制。公司第二大股东为齐力国际资源（香港）有限公司，持股 20.62%，其母公司 Press Metal 为东南亚领先的综合性铝业龙头，亦为公司第一大客户；此外，Santony 家族旗下 Redstone 持股 3%，系公司核心原材料供应商之一。整体来看，公司股权结构清晰，同时拥有印尼本地铝产业战投作为支持，有利于兼顾治理稳定性、产业协同与资源保障。

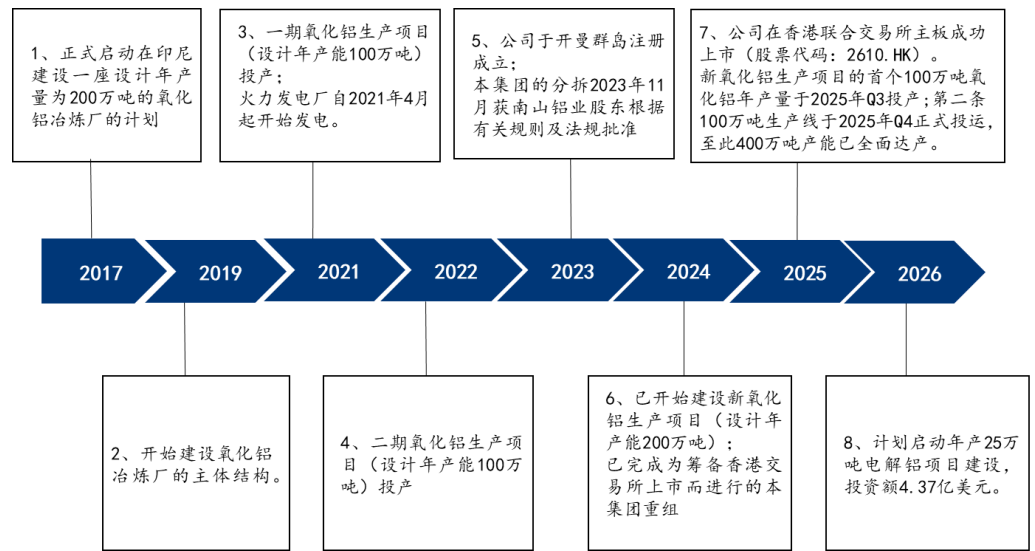
图表1：公司当前股权结构（截止 2026 年 1 月 30 日）



资料来源：公司 2026 年 1 月 30 日公告《完成根据一般授权配售现有股份及先旧后新认购新股份》，公司招股说明书，华泰研究

立足于印尼、港股上市，产能布局持续推进。据公司招股书披露，南山铝业国际的发展主要包括两个阶段：第一阶段为印尼资源布局，自 2015 年起通过新加坡子公司投资当地项目，并于 2018 年至 2019 年间通过两次募资累计投入约 76 亿元，最终建成 200 万吨氧化铝产能并于 2023 年全面达产；第二阶段为产能扩张，在实体产能稳固后，公司于 2023 年在开曼注册“南山铝业国际”，并于 2025 年成功在港上市，已完成 200 万吨氧化铝产能扩建，总氧化铝产能达 400 万吨，并制定长期的电解铝产能规划。

图表2: 公司发展历程 (截止 2025 年 6 月)

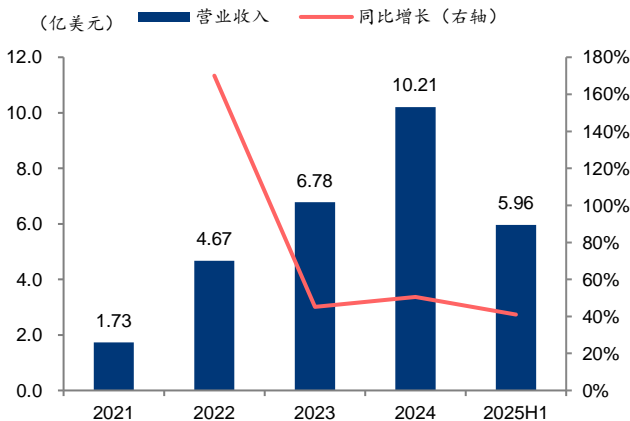


资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 华泰研究

公司过去四年业绩维持高增速, 其中 2025H1 归母净利润同比增长 124%。公司目前核心业务为氧化铝, 过去四年来看, 受益于公司氧化铝产能持续释放以及价格偏强运行, 公司营收、利润均实现高速增长。据公告, 2021 年-2024 年营业收入 CAGR 达 80.8%, 归母净利润 CAGR 达 141.7%。此外由于 25 年上半年氧化铝价格处于历史高位, 公司 2025 年 H1 分别实现营业收入和归母净利润 6.0 亿美元、2.5 亿美元, 同比分别+41.0%、124.2%, 实现毛利 3.04 亿美元, 同比+70.1%, 毛利率达到 51.0%, 盈利能力显著增强。

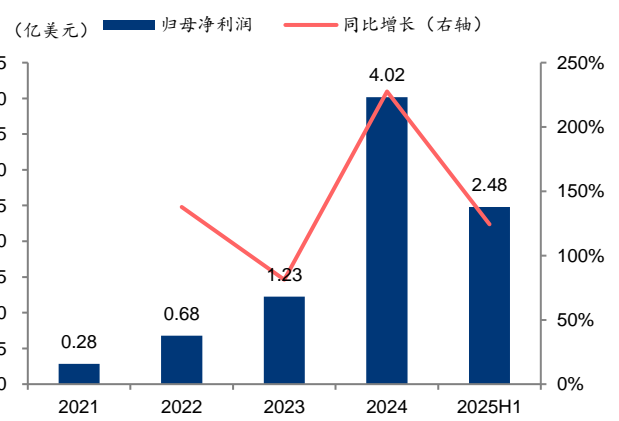
公司费用管控成效显著, 期间费用率持续优化。近年来公司费用水平稳中有降, 根据 2025 年半年报, 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司销售费用率和管理费用率分别为 0.13% 和 2.25%, 同比分别下降 0.61pct 和 0.76pct。随着印尼氧化铝项目产能逐步释放, 运营进入成熟期, 规模效应显现, 管理费用率进一步下行, 带动总费用率持续优化。同时, 公司无有息负债, 财务费用为零, 费用结构整体保持优异。

图表3: 2021-2025H1 年公司营业收入情况



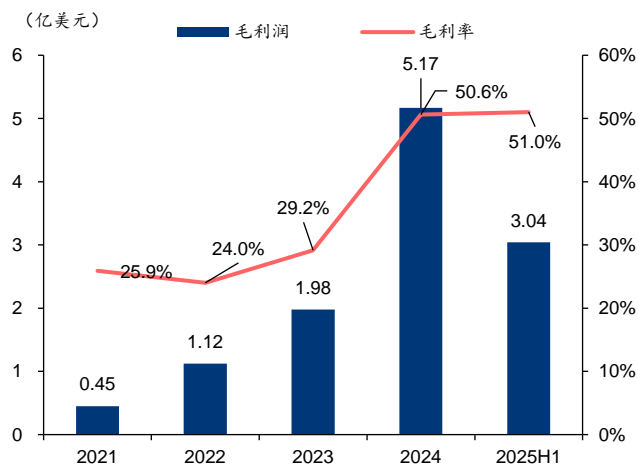
资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华泰研究

图表4: 2021-2025H1 年公司归母净利润情况



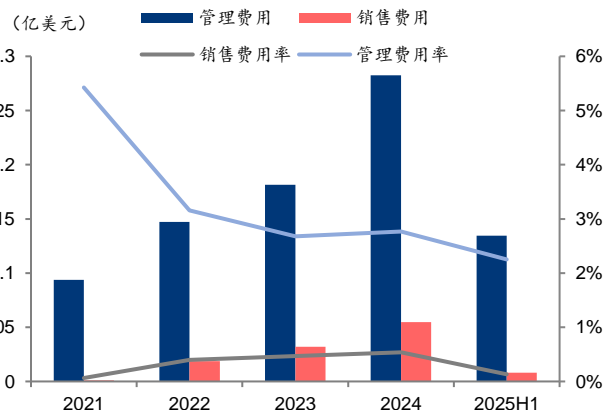
资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华泰研究

图表5: 2021-2025H1 年公司毛利和毛利率情况



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华泰研究

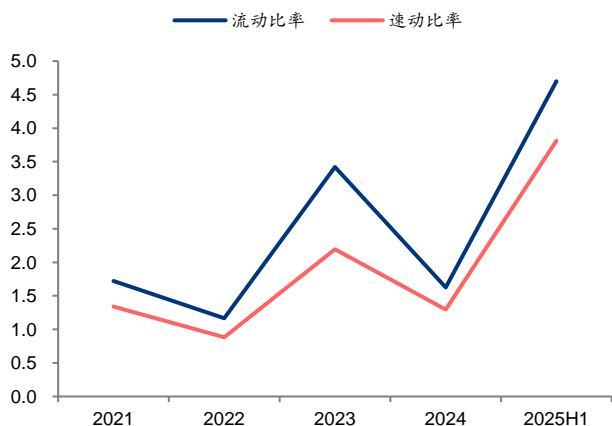
图表6: 2021-2025H1 年公司管理费用和销售费用情况



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华泰研究

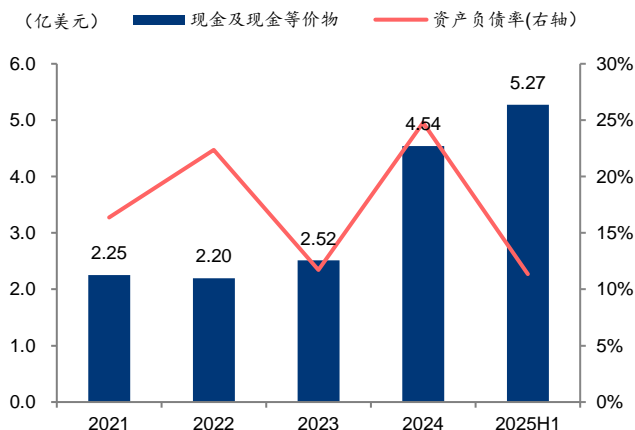
公司资产负债结构保持稳健, 流动性水平充裕。根据公司 2025 年半年报, 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司现金储备达 5.3 亿美元, 流动比率和速动比率分别为 4.7 和 3.8; 资产负债率为 11.3%, 较 2024 年年底下降 13.5pct, 杠杆水平持续下行。

图表7: 2021-2025H1 年公司流动比率和速动比率情况



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华泰研究

图表8: 2021-2025H1 年现金及现金等价物和资产负债率情况



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 华泰研究

## 铝：电解铝高价或延续，氧化铝有望迎来周期性触底

### 电解铝：供给硬约束叠加需求转好，看好铝价维持高位

供给：26年全球电解铝供给增速或仅有1.7%。

产能天花板硬约束下，26/27年国内产量供给增速分别为0.89%/1.00%。伴随国内运行产能接近产能天花板，我们测算国内25年产量增速或下降至1.55%。而26-27年来看，贡献国内产量增长的主要由天山铝业和扎铝二期两个项目贡献，其中天山铝业24万吨扩产项目预计2026年年初投产，以及扎铝二期35万吨绿电铝项目2025年年底投产，因此考虑上述两个项目投产进度，我们预计2026/2027国内电解铝供给为4416.0万吨/4460.2万吨，供给增速分别为0.89%/1.00%。

海外方面，印尼已成为全球电解铝增量的主要贡献者。伴随以中国企业为主的投资方进入印尼市场，进行电解铝产能建设，未来印尼的电解铝供给将成为全球的主要增量贡献。我们预计2026-2028年印尼电解铝产量将分别达到150万吨、250万吨和320万吨。其他地区方面，印度、安哥拉、沙特等地为除印尼之外的主要新增产能地区。根据我们统计，海外26/27/28年新建电解铝项目产量新增预期为100.5/166.0/169.0万吨。

图表9：2025-2028E印尼新建电解铝项目及海外电解铝产量新增统计（单位：万吨）

项目	2025E	2026E	2027E	2028E
Kuala Tanjung	27.5	30	30	30
Huachin	45	50	50	50
阿达罗能源	4	30	50	75
PT BAI	0	0	10	25
PT.KEMAJUAN ALUMINIUM INDUSTRY	5	30	50	50
泰景	0	10	60	90
印尼地区合计	81.5	150	250	320
印尼地区新增	27.9	68.5	100.0	70.0
其他地区新建项目产量增量	13.6	32.0	66.0	99.0
海外合计新建项目产量	41.4	100.5	166.0	169.0

资料来源：CRU、SMM、华泰研究预测

海外电解铝复产进度可能低于市场预期。我们测算海外复产项目在2026/2027年预计贡献36.7万吨/40.8万吨新增电解铝产量。欧洲地区在电价约束下，待复产产能复产进度依旧缓慢。预期2026-2027年新增产量18.4/32.9万吨。而美国方面，受高电耗电力供给约束，复产进展同样缓慢，仅世纪铝业Mt Holly项目存在复产预期。我们预计2026-2027年美国新增产量分别为2.7万吨、2.9万吨，合计约5.6万吨。其他地区复产项目进度平稳，预计南美洲、大洋洲和亚洲2026/2027复产项目合计新增15.6万吨/5.0万吨产量。

图表10：各地区复产项目预计电解铝新增产量情况

地区	2025E (万吨)	2026E (万吨)	2027E (万吨)	2028E (万吨)
欧洲	25.9	18.4	32.9	13.1
美国	1.6	2.7	2.9	0.0
南美洲	11.3	7.3	5.0	1.0
大洋洲	2.3	4.8	0.0	0.5
亚洲	3.5	3.5	0.0	0.0

资料来源：CRU、SMM、华泰研究预测

除前述增量项目外, 考虑到 Mozal 电解铝厂等受供电协议影响停产以及部分发展中国家电解铝产量爬坡, 我们预计海外电解铝在 2026-2027 将同比新增 90.2 万吨和 229.0 万吨产量, 达 3012.8 万吨和 3331.8 万吨。

综上, 我们测算 2026-2027 年全球电解铝总供给量为 7518.8 万吨和 7792.0 万吨, 同比增长 1.74% 和 3.63%。

图表 11: 全球原铝供给端测算

年份		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
海外	万吨	2780.1	2784.1	2864.3	2809.0	2849.3	2913.7	3012.6	3102.8	3331.8
国内	万吨	3513.0	3712.4	3849.2	4007.3	4151.3	4312.0	4377.2	4416.0	4460.2
<b>供给端:</b>	<b>万吨</b>	<b>6293.1</b>	<b>6496.5</b>	<b>6713.5</b>	<b>6816.3</b>	<b>7000.6</b>	<b>7225.7</b>	<b>7389.8</b>	<b>7518.8</b>	<b>7792.0</b>
<b>yoy</b>			<b>3.23%</b>	<b>3.34%</b>	<b>1.53%</b>	<b>2.70%</b>	<b>3.21%</b>	<b>2.27%</b>	<b>1.74%</b>	<b>3.63%</b>

资料来源: SMM、CRU、华泰研究预测

**需求: 预计 2026 年全球需求同比增速 2.4%。**

预期国内电解铝需求 26 年同比增速 2.3%, 国内 27 年需求增速或修复至 4.8%。在经历 2025 年以来光伏、汽车等领域国内铝需求表现较好之后, 当前市场对于 26 年的电解铝需求预期相对偏保守, 核心逻辑是认为铝下游传统需求中缺乏相对具有亮点的细分行业, 且光伏、地产以及汽车或有拖累的可能。而根据我们的测算, 即使在假设光伏装机量、传统汽车产量增速假设保守情境下, 依靠新能源汽车及电网等高景气度领域的需求拉动, 国内电解铝 26 年同比需求增速仍有 2.3%。而 27 年来看, 低基数或导致光伏、建筑行业对铝整体需求增速的拖累实现修复, 我们认为国内电解铝需求在 27 年增速或提升至 4.8%。

图表 12: 国内电解铝需求测算

	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
建筑业	万吨	1611	1599	1413	1427	1320	1170	1119	1099
汽车	万吨	349	387	447	525	610	734	768	813
其中: 新能源汽车	万吨	27	69	145	206	316	470	533	592
电力	万吨	447	410	555	791	928	1048	1087	1193
其中: 光伏	万吨	114	152	251	379	427	458	378	378
食品医药包装	万吨	370	405	425	438	445	463	481	505
3C、空调 3C & A/C	万吨	185	199	201	219	234	244	260	277
储能	万吨	2	5	9	14	23	35	61	76
二轮车	万吨	41	46	49	50	49	59	73	84
其他 (机械设备、轨道交通等)	万吨	1006	1194	1325	1397	1405	1461	1520	1580
间接出口	万吨	241	274	260	280	322	357	386	416
直接净出口	万吨	295	379	439	375	466	397	412	452
再生铝供应	万吨	732	911	1037	1217	1297	1368	1437	1508
电解铝需求	万吨	3280	3334	3387	3645	3718	3846	3933	4120
电解铝需求增速	%		1.65%	1.59%	7.61%	2.00%	3.44%	2.26%	4.75%

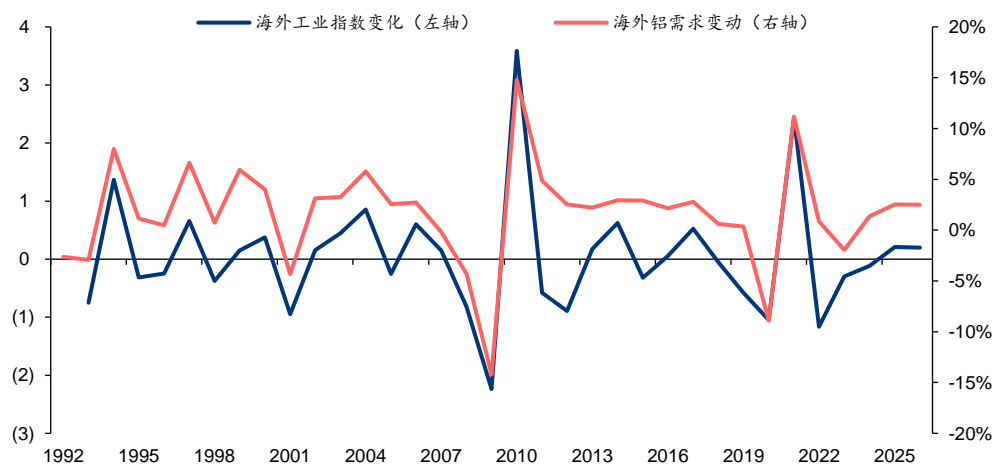
备注: 光伏测算涉及国内装机分布式与集中式占比, 导致最终光伏对铝需求增速与国内装机增速不一致, 汽车的测算涉及新能源汽车渗透率导致汽车对铝需求增速与汽车产量增速假设会不一致。

资料来源: SMM、汽车工业协会、国家统计局、海关总署、华泰研究预测

海外铝消费与工业活动高度相关，预计 2026 年海外电解铝消费同比+2.5%。铝作为典型的工业金属，其需求对制造业、建筑业及交通运输等工业环节的景气度具有强依赖性。我们通过对全球主要工业经济体（包括美国、欧盟、日本及韩国等）的工业生产指数加总构建“全球工业指数”，发现历史上当该指数同比为正时，海外铝消费的同比增速从未低于 2%。我们对海外铝消费增速与全球工业指数进行了回归分析，结果显示二者呈显著正相关关系， $R^2$ 为 0.75，根据回归结果，基于全球制造业复苏预期下，假设 26 年全球工业指数同比增加 0.2，拟合预计 2026 年海外电解铝消费增速约为 2.5%。

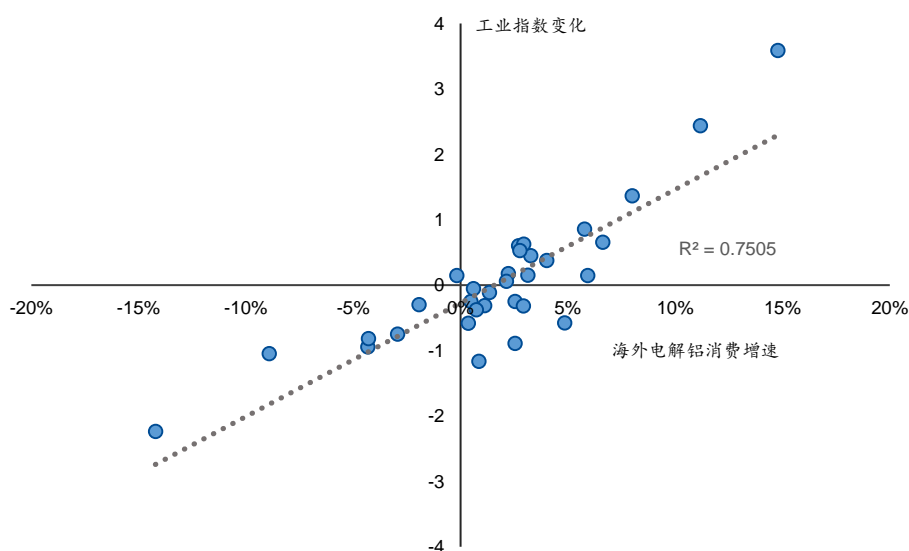
综上测算，考虑国内及海外消费，我们预期 26 年全球电解铝需求增速约为 2.4%。

图表13：海外铝消费与工业指数高度相关



资料来源：Wind、SMM、CRU、华泰研究

图表14：海外电解铝消费同比增速与工业指数变化回归散点图



资料来源：Wind、SMM、CRU、华泰研究

### 平衡：预计 26 年全球电解铝供需缺口或扩大，铝价中枢或在 3200 美金/吨

综合上文分析，国内供给增速受产能“天花板”约束，同时海外新增产能及欧美复产进度均较为缓慢，供给端同比增速或在 26 年明显放缓；而需求端在全球制造业复苏背景下，有望维持韧性。因此我们预计全球原铝在 26/27 的供需缺口分别为-88.5 万吨/-95.4 万吨。

考虑 26 年供需缺口逐步扩大，我们预期 26 年全球 LME 铝价中枢或在 3200 美金/吨以上。25 年下半年以来，国内需求增速或持续超预期，叠加海外需求逐步修复，铝价在 25H2 的表现持续偏强，LME 铝价上行至 2800 美金/吨以上。展望未来，考虑 26 年供需缺口或持续扩大，对比年度平衡表历史数据与实际铝价关系，我们预期 26 年全球 LME 铝价中枢或在 3200 美金/吨以上。同时由于国内供给硬约束，供需矛盾更大，因此预期 26 年内外盘价差有望较大幅度收窄，国内铝价表现或更为强势。

图表 15：2026 年全球电解铝供需缺口或进一步扩大

	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
海外电解铝供给	万吨	2780.1	2784.1	2864.3	2809.0	2849.3	2913.7	3012.6	3102.8	3331.8
yoy			0.14%	2.88%	-1.93%	1.44%	2.26%	3.40%	2.99%	7.38%
国内电解铝供给	万吨	3513.0	3712.4	3849.2	4007.3	4151.3	4312.0	4377.2	4416.0	4460.2
yoy			5.68%	3.68%	4.11%	3.59%	3.87%	1.51%	0.89%	1.00%
全球电解铝供给	万吨	6293.1	6496.5	6713.5	6816.3	7000.6	7225.7	7389.8	7518.8	7792.0
yoy			3.23%	3.34%	1.53%	2.70%	3.21%	2.27%	1.74%	3.63%
全球电解铝需求	万吨	6412.1	6232.4	6848.2	6870.3	6970.9	7230.1	7429.3	7607.3	7887.3
yoy			-2.80%	9.88%	0.32%	1.46%	3.72%	2.76%	2.39%	3.68%
平衡	万吨	-119.0	264.1	-134.7	-54.0	29.7	-4.4	-39.5	-88.5	-95.4
电解铝均价	美元/吨	1812	1731	2486	2713	2288	2457	2641	3200	3400

资料来源：SMM、CRU、华泰研究预测

### 氧化铝：全球理论测算供给依旧偏松，关注高成本产能出清后的上行趋势

氧化铝从目前全球新建产能来看，26 年不减产情况下的理论供需依旧偏宽松。根据各公司公告及 SMM，预期 26 年国内新建投产项目产能超过 1000 万吨/年，海外产能新增 250 万吨，结合产能投产爬坡节奏，我们预期 26 年全球氧化铝理论新增产量或在 1000 万吨规模。考虑需求端全球目前电解铝供给增量较小，根据我们测算 26 年全球电解铝供给增速仅 1.7%，综合测算全球氧化铝供需过剩幅度或走阔。但值得关注的是，由于氧化铝产能调整较快，因此氧化铝价格在理论测算供需宽松背景下，本质上是成本定价，价格中枢取决于铝土矿的价格。

图表 16：全球氧化铝供给平衡表

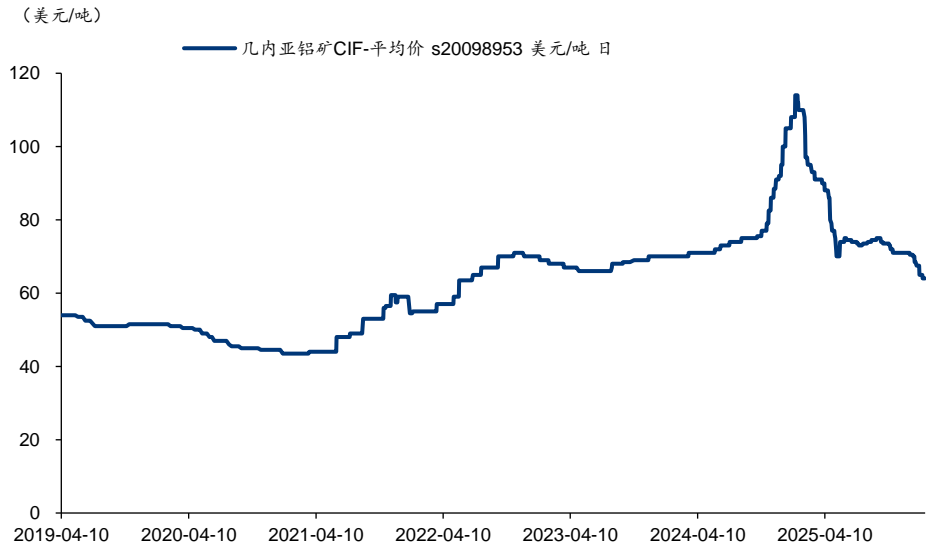
		2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>供给端</b>						
氧化铝产量	万吨	13911	14006	14420	15212	16212
yoy			0.7%	3.0%	5.5%	6.6%
<b>需求端</b>						
电解铝产量	万吨	6816	7001	7226	7390	7519
yoy			2.7%	3.2%	2.3%	1.7%
其他非铝需求	万吨	685	725	730	750	780
需求端合计	万吨	13772	14166	14603	14939	15216
供需平衡	万吨	139	-160	-183	273	996
平衡/需求		2.0%	-2.3%	-2.5%	3.7%	13.2%

资料来源：SMM、CRU、华泰研究预测



铝土矿价格已跌至本轮上涨周期前的价格中枢，关注几内亚政策后续对价格的支撑。从铝土矿环节来看，当前价格已下跌至 24-25 年上涨周期前的价格中枢以下，尽管当前铝土矿产能相对充裕，但考虑矿的成本支撑以及几内亚政府存在收紧矿供给的政策倾向，我们认为铝土矿价格后续或大幅下跌的空间有限，若几内亚政府出台相关供给收紧政策，价格或有望实现周期性上涨机会。

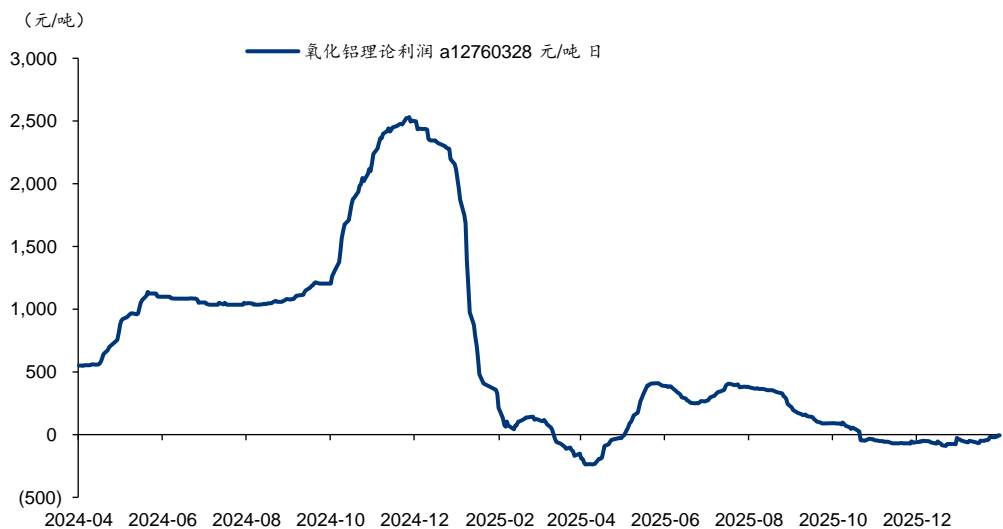
图表17：几内亚铝土矿 CIF 价格走势



资料来源：SMM、华泰研究

成本定价下，氧化铝价格下跌空间或有限。我们认为矿端价格低位背景下，考虑近几年几内亚矿成本曲线右侧上升较多，同时几内亚政府对资源端管控意愿趋强，铝土矿价格有望实现底部企稳。而氧化铝环节，根据 SMM 数据，国内氧化铝厂平均利润从去年 10 月转负至今，若后续矿价企稳，氧化铝成本下移空间较小或推动国内及海外高成本氧化铝产能出清，26-27 年氧化铝价格或迎来长周期触底回升。

图表18：SMM 氧化铝理论利润



资料来源：SMM、华泰研究

## 核心优势：氧化铝支撑高利润，电解铝项目助力高成长

### 氧化铝：合计拥有 400 万吨氧化铝在产产能，成本优势支撑公司高利润

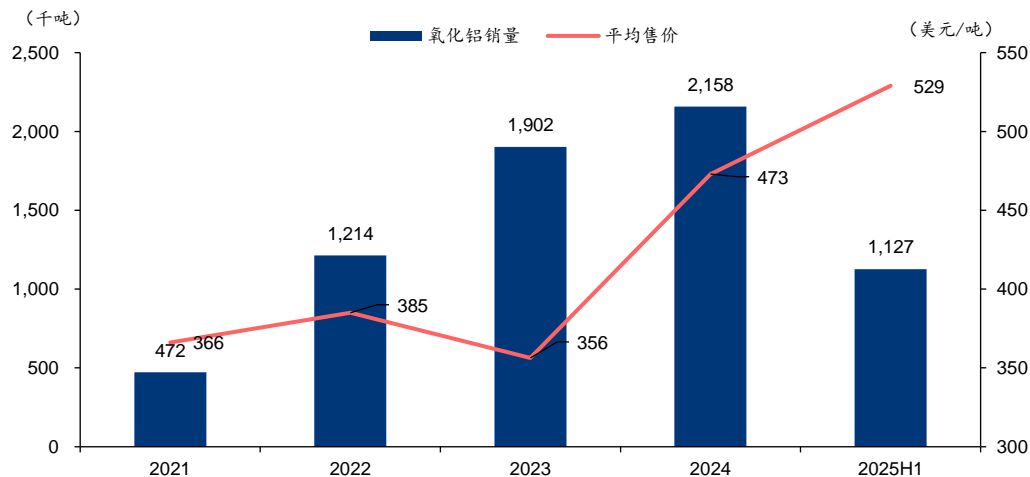
公司合计拥有 400 万吨氧化铝在产产能，东南亚氧化铝龙头地位稳固。根据公司公告，公司在印尼已建成氧化铝产能 400 万吨/年，2024 年公司氧化铝销量达到 216 万吨，同比增长 13.4%。据公司招股书，2023 年公司以 200 万吨氧化铝设计产能位居东南亚首位，占区域市场份额 35.7%。根据 SMM，截至 2025 年，印尼在建及规划氧化铝项目共 11 个，总产能 2550 万吨，公司 2025 年在印尼的产能占比仍然能保持 15% 以上。

图表19：公司产能情况

项目	设计氧化铝年产能	地点	建设开始日期	投产日期
一期氧化铝生产项目	100 万吨	廖内群岛省民丹岛经济特区	2019 年一季度	2021 年二季度
二期氧化铝生产项目	100 万吨	廖内群岛省民丹岛经济特区	2020 年四季度	2022 年四季度
新氧化铝生产项目	200 万吨	廖内群岛省民丹岛经济特区	2024 年上半年	三期 100 万吨于 2025 年三季度投产 四期 100 万吨于 2025 年 12 月投产

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

图表20：公司氧化铝销量及销售均价

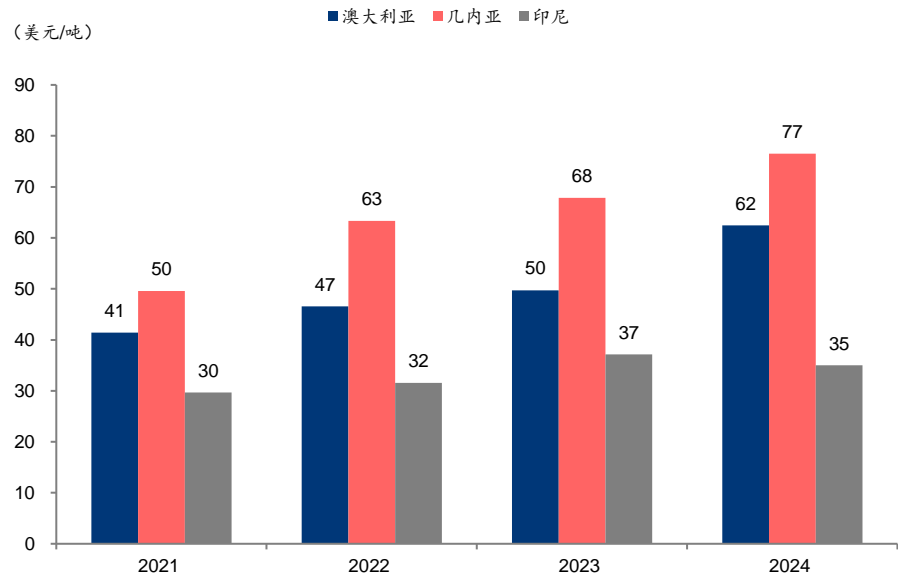


资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰研究

受益于印尼充沛铝土矿资源，公司氧化铝单吨成本具备显著优势。据公司公告披露及我们测算，24 年公司采购铝土矿均价为 35.0 美金/吨，而几内亚、澳大利亚 CIF 均价分别为 76.5 美金/吨和 62.5 美金/吨。在原料成本优势支撑下，我们测算 2024 年公司单吨氧化铝生产成本及毛利分别为 234 美元/吨和 239 美元/吨，处于行业领先水平，盈利能力突出。

公司氧化铝成本优势主要受益于印尼丰富的铝土矿资源和其铝土矿禁止出口政策。公司氧化铝成本低主要有两方面原因：1) 资源禀赋层面，根据 SMM 统计，截至 2024 年，印尼铝土矿资源量约 10 亿吨，占全球铝土矿储量约 4%，位居全球第六；2024 年铝土矿产量达 3,200 万吨，资源供给充裕。2) 政策层面，印尼政府自 2009 年起推动矿产下游化，先后于 2014 年和 2023 年两次实施铝土矿出口禁令，当前出口禁令仍在延续。受制于国内氧化铝产能不足，截至 2024 年印尼氧化铝名义产能约 530 万吨、实际产量仅 404 万吨，铝土矿供给明显过剩，导致其国内铝土矿价格显著低于全球其他地区，为当地氧化铝及电解铝项目提供了突出的原料成本优势。

图表21： 印尼铝土矿采购成本低于其他主要产区



注：印尼铝土矿价格暂无公开市场数据，表中价格按公司招股书信息及每吨氧化铝消耗 2.5 吨铝土矿比例折算  
资料来源：SMM，公司招股说明书，华泰研究测算

图表22： 印尼铝土矿出口政策演变

政策	时间	具体措施
首次禁止出口	2009 年 1 月	颁布《煤炭与矿物法》，明确自 2014 年 1 月 12 日起全面禁止原矿出口，铝土矿纳入首批限令清单。
	2014 年 1 月	印尼正式停止所有原矿出口，包括铝土矿和镍矿。在印尼采矿的企业必须先在当地进行冶炼或精炼后，才能出口相关产品
取消出口禁令	2017 年 1 月	印尼政府宣布部分取消铝土矿出口禁令，凡在印尼建设冶炼厂并获特别出口许可的企业，可恢复铝土矿原矿出口。
再次禁止出口	2021 年 12 月	政府宣布拟于 2022 年重启铝土矿出口禁令，以加速下游氧化铝产能落地。
	2022 年 12 月	正式宣布从 2023 年 6 月 10 日起禁止铝土矿出口
	2023 年 6 月	印尼正式实施铝土矿出口禁令
考虑缓和	2024 年 7 月	下议院建议能源和矿产资源部将铝土矿禁令改为限制出口配额
	2021 年 11 月	镍矿商协会披露政府仍然把铝土矿、铜、硅等 12 种矿产列入新一轮禁矿清单

资料来源：印尼能源与矿产资源部，华泰研究

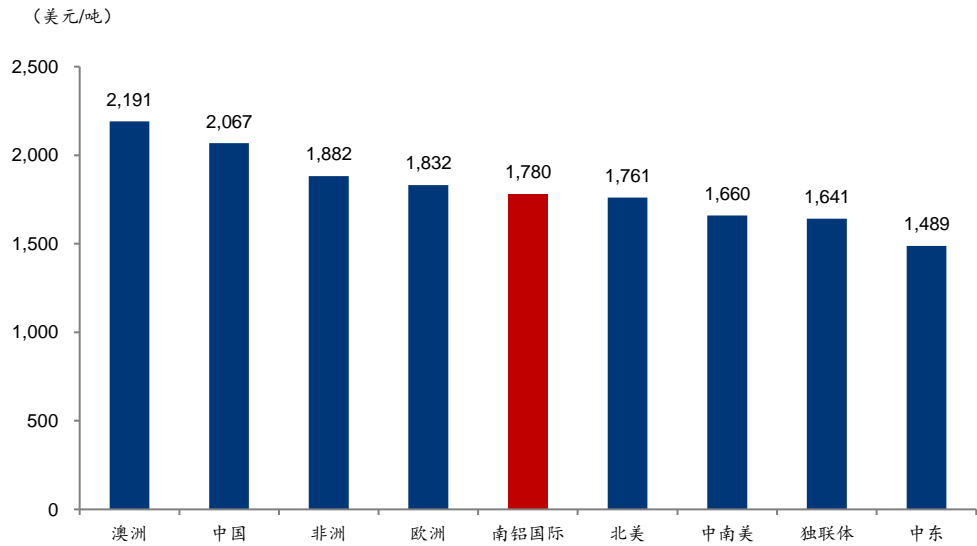
氧化铝业务产能稳步释放，构筑公司在当前价格体系下的现金流护城河。根据 SMM，按 2025 年印尼氧化铝 FOB 均价 393 美元/吨测算，假设公司单吨氧化铝生产成本维持 2024 年 234 美元/吨的水平，在年产能 400 万吨满产条件下，氧化铝业务有望贡献超过 6.3 亿美元的毛利，为公司持续提供充沛的经营性现金流，从而为后续电解铝项目建设与产能推进提供有力保障。

### 电解铝：有望助力公司 28-30 年业绩高增

规划 25 万吨/年电解铝产能或于 28 年投产，远期电解铝年产能或达到 75 万吨。根据 2026 年 1 月 19 日公告，南山铝业拟通过控股子公司南山铝业国际控股有限公司的间接全资子公司盛世亚洲与盛世铝业合资，在印尼设立项目子公司 PT.HEAI，并以此建设南山铝业国际控股有限公司印尼宾坦工业园年产 25 万吨电解铝项目，投资金额约 4.37 亿美元(折合 30.56 亿元人民币)，中长期制定额外年产 50 万吨电解铝项目的规划工作。

公司电解铝项目成本或在全球范围内处于较低水平。受益于印尼低成本能源体系及与资源方合作获取的低价铝土矿，根据 CRU 测算，2028 年公司 25 万吨电解铝项目预计运营现金成本为 1,780 美元/吨，显著低于印尼现有两大在产项目 Asahan 和华青铝业在 2028 年的预计运营现金成本，分别为 2036 美元/吨和 2112 美元/吨。同时，相较澳大利亚、中国及欧洲等全球主要电解铝生产地区，公司成本水平亦处于明显优势区间。

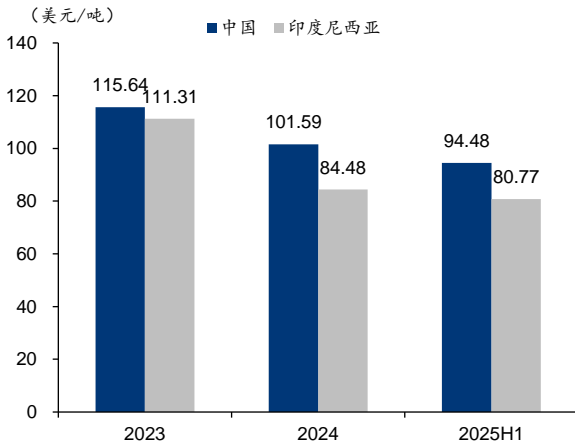
图表 23：2028 年公司电解铝预计运营现金成本低于中国、欧洲等地区



资料来源：CRU，华泰研究

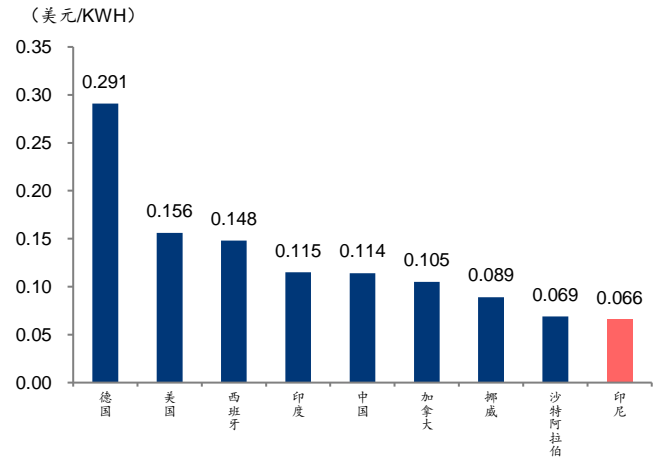
低价煤炭资源与政策保障下，印尼电力成本具备系统性优势。据 USGS 数据，印尼已探明煤炭储量达 348 亿吨，约占全球 3%，位列全球第七；2024 年 HBA1 级别煤炭均价仅 84.48 美元/吨，较中国同类煤炭低 16.84%。在煤炭出口限制政策叠加火电占比高企的背景下，印尼电价具备显著成本优势。根据 Global Petrol Prices 数据，截至 2025 年 6 月 30 日，印尼全国平均工业电价为 0.066 美元/千瓦时，显著低于全球平均水平的 0.163 美元/千瓦时。按电解铝单吨耗电量约 13500 千瓦时测算，公司电力成本优势显著。

图表24：相比国内印尼煤炭价格具有明显优势



资料来源：Wind, 华泰研究

图表25：全球主要电解铝产地工业电价水平对比



注：数据为 2025 年 6 月电价

资料来源：Global Petro Price, 华泰研究

公司或实现氧化铝原料 100% 自给。公司印尼园区已建成并全面投产 400 万吨/年氧化铝产能，本次电解铝项目扩建拟选址于印度尼西亚廖内群岛省卡朗巴塘经济特区宾坦岛印尼宾坦工业园区内，现有氧化铝产能可为电解铝生产提供稳定、低成本的原料供应。通过“氧化铝—电解铝”上下游一体化配置，公司有效规避外采原料价格波动与跨区域运输风险，显著降低原材料采购及物流成本，氧化铝自给率达到 100%。

在推进产能扩张的同时，公司积极完善配套基础设施，强化产业链协同能力。根据公司年报，截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有一个 35000 吨级多用途泊位及一个 35000 吨级通用泊位的自建深水港。公司计划新增深水港泊位及配套设施，建设 70,000 吨级泊位，提升物流保障能力，增强运输效率与成本优势。此外，公司规划扩建 7 亿立方米的煤制气厂，采用先进气化技术保障生产稳定供能，进一步优化能源结构。

图表26：南山印尼宾坦工业园



资料来源：南山铝业官网, 华泰研究

**图表27： 公司配套基础设施情况**

主要设施	配套情况
自有发电厂	根据弗若斯特沙利文的资料，在印尼运营的三家氧化铝生产商中，只有两家拥有自己的发电厂，公司是其中之一。160MW 的火力发电站能够满足公司生产基地的所有生产及办公需求。此外，由于公司以成本为基础生产电力供自己使用，并无任何溢价，因此与从外部来源购买电力相比，公司在生产成本方面具有更有利的地位。
自建水库及水处理厂	总水库容量超过 750 万立方米的水库采用蓄水区+大坝的设计方案。公司的水库每天可提供 56000 立方米的淡水，能够满足公司几乎所有生产需要。
煤制气厂	使用循环流化床气化炉向氧化铝焙烧炉提供天然气。配套结构包括五台 40000Nm <sup>3</sup> /h 循环流化床气化炉，以满足焙烧工艺的天然气需求。
深水港	包括拥有一个 35000 吨级多用途泊位及一个 35000 吨级通用泊位的自建深水港，用于氧化铝装载作业、液碱卸载作业及普通货物装卸。还有四个 10000 吨级散货泊位。整个码头配备桥式抓斗卸船机、门式抓斗机、装船机及相应的履带输送系统，促进了氧化铝产品及原材料的输送及运输。

资料来源：公司招股说明书，公司公告 2026 年 1 月 22 日《根据一般授权配售现有股份及先旧后新认购新股份》，华泰研究

**一期 25 万吨电解铝项目达产后有望贡献年化约 2.59 亿美元利润，为公司中长期业绩持续高增长奠定基础。**根据 CRU 数据，公司该项目预计单吨折旧前完全成本为 1806 美元/吨，考虑投资额折旧后我们测算得单吨完全成本 1980.8 美元/吨。价格端，在全球电解铝供给趋紧、新增有效产能受限的背景下，结合行业供需展望，我们判断 2026-2029 年铝价中枢有望维持在 3200 美元/吨水平，假设所得税率为 15%，该项目满产后可贡献年化 2.59 亿美元净利润。考虑公司后续仍规划新增 50 万吨电解铝产能，项目全部投产后公司电解铝总产能有望提升至 75 万吨，为公司中长期业绩持续高增长奠定基础。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

**产销量：**公司 25-27 年销售产品以氧化铝为主，由于公司氧化铝项目三期、四期合计两百万吨/年产能分别在 2025Q3 和 2025Q4 投产，根据投产节奏，26 年公司产能有望实现满产，因此我们假设公司氧化铝 25-27 年产量为 300 万吨/400 万吨/400 万吨。销量方面，公司 22-24 年产销率在 100% 以上，因此我们假设 25-27 年产销率为 100%，销量为 300 万吨/400 万吨/400 万吨。

**价格：**根据前文所述，当前氧化铝供需平衡依旧宽松，但氧化铝作为成本定价商品，铝土矿已下跌至 24-25 年上涨周期前的价格中枢以下，考虑几内亚政府存在收紧矿供给的政策倾向，我们认为铝土矿端价格支撑下，氧化铝价格后续或大幅下跌的空间有限，伴随供给端逐步产能出清，氧化铝价格在 26-27 年有望实现触底回升，考虑到 2025 年印尼氧化铝 FOB 均价为 393 美元/吨，参考历史溢价率我们假设 25-27 年氧化铝价格分别为 400、370、400 美元/吨。

**单位成本：**根据公司招股说明书，22-24 年公司单位氧化铝生产成本分别 292、252、234 美元/吨，考虑公司铝土矿采购成本相对稳定，且其他成本稳中有降，我们预计 25-27 年单位生产成本分别 231、223、224 美元/吨。

**单位毛利：**根据上述测算，我们预期公司 25-27 年单位毛利分别为 169、147、176 美元/吨。

**费用：**公司费用管控良好，期间费用率总体稳中有降，其中销售费用率总体较低，22-25H1 分别 0.40%、0.47%、0.54%、0.13%，假设公司 25-27 年销售费用率 0.30%。历史期管理费用率下降趋势，22-25H1 管理费用率分别 3.16%、2.68%、2.77%、2.25%，我们假设 25-27 年公司管理费用率维持 2.25%。

图表28：公司盈利预测关键假设表

	单位	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>产能</b>	<b>千吨</b>	<b>1,250</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>	<b>3,000</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>
产能利用率	%	96.40%	95.50%	106.00%	100.00%	100%	100%
<b>产量</b>	<b>千吨</b>	<b>1,205</b>	<b>1,910</b>	<b>2,158</b>	<b>3,000</b>	<b>4000.00</b>	<b>4000.00</b>
产销率	%	100.70%	99.60%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>销量</b>	<b>千吨</b>	<b>1,214</b>	<b>1,902</b>	<b>2,158</b>	<b>3,000</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>
<b>销售均价</b>	<b>美元/吨</b>	<b>384</b>	<b>356</b>	<b>473</b>	<b>400</b>	<b>370</b>	<b>400</b>
<b>单位成本</b>	<b>美元/吨</b>	<b>292</b>	<b>252</b>	<b>234</b>	<b>231</b>	<b>223</b>	<b>224</b>
原料成本	美元/吨	230	205	185	176	173	180
铝土矿	美元/吨	79	93	88	88	88	95
煤炭	美元/吨	77	53	45	46	46	46
碱液	美元/吨	66	53	46	42	39	39
其他	美元/吨	8	6	7	0	0	0
员工成本	美元/吨	23	16	15	15	15	15
折旧成本	美元/吨	32	27	24	35	30	25
其他	美元/吨	7	4	4	5	5	4
<b>单位毛利</b>	<b>美元/吨</b>	<b>92</b>	<b>104</b>	<b>239</b>	<b>169</b>	<b>147</b>	<b>175</b>
<b>期间费用率</b>							
销售费用率	%	0.40%	0.47%	0.54%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用率	%	3.16%	2.68%	2.77%	2.25%	2.25%	2.25%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

基于相关关键盈利假设，我们预计公司 25-27 年营业收入为 12.0、14.8、16.0 亿美元，归母净利润为 4.1/4.8/5.7 亿美元，对应 EPS（最新摊薄后）为 0.66、0.77、0.92 美元/股。

### 公司估值

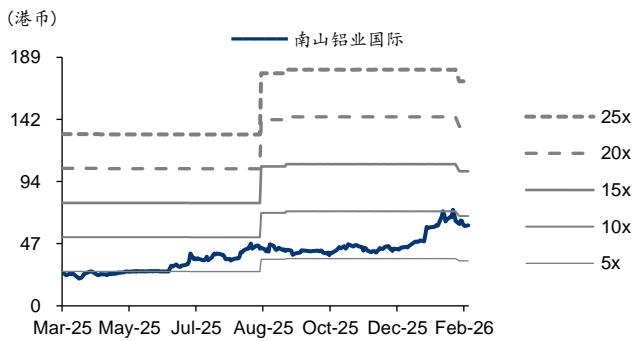
公司目前主营产品为氧化铝，后续规划建设电解铝产能，形成铝上游一体化布局。港股铝产业链上市公司主要为中国宏桥、中国铝业及创新实业，因此选择中国宏桥、中国铝业及创新实业作为可比公司。截至 2026 年 2 月 9 日，基于 Wind 一致预期，可比公司 26 年 10.8 倍 PE。考虑未来新建电解铝产能达产后经我们测算年化利润较 27 年预测归母净利润增幅有望达到 46%，其他可比公司量增预期相对较少，因此我们给予公司 26 年 13XPE，基于前述盈利预测中 2026 年归母净利润为 4.8 亿美元，EPS 0.77 美元/股，基于 2026 年 2 月 9 日美元兑港币汇率为 7.81，对应目标价为 78.18 港元。

图表29：可比公司估值表

公司代码	公司简称	PE (2026E)
2600 HK	中国铝业	9.7
1378 HK	中国宏桥	11.9
2788 HK	创新实业	10.8
	平均	10.8

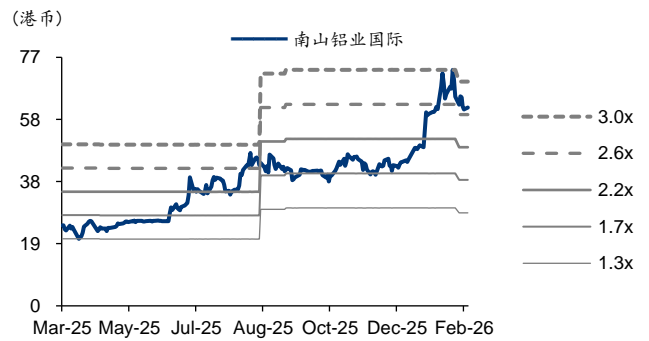
注：截至 2026 年 2 月 9 日，盈利预测、估值均采用 Wind 一致预测  
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表31：南山铝业国际 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表32：南山铝业国际 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

### 风险提示

1) 氧化铝价格低于预期

该公司主要产品氧化铝的价格与供需动态密切相关。下游市场的需求低于我们的预期，或者该行业产能的快速扩张，可能导致氧化铝价格走弱，从而可能影响盈利预期。

2) 产能释放不及预期

公司若规划电解铝项目投产进度不及预期，或导致公司未来盈利不及预期。

3) 进出口贸易政策的变化

政府政策的变化，例如与贸易、税收、制裁或其他法规相关的政策变化，可能会影响公司的运营成本、市场准入和商业战略，导致公司的财务状况和经营业绩变动。

4) 假设不及预期

公司盈利预测基于多项关键假设，若费用率、产量、折旧人工成本以及第三方机构成本预测等基本假设较此前年份发生较大变动，均可能导致实际业绩不达预测。

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李斌, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李斌本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 南山铝业国际（2610 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行业或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 南山铝业国际（2610 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 南山铝业国际（2610 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司