仅供内部参考，请勿外传

华泰证券 HUATAI SECURITIES

高分红属性突出，印尼布局贡献增长

华泰研究 更新报告

2026 年 10 月 18 日 | 中国内地 有色金属

南山铝业依托国内外资源禀赋及产业链协同优势，持续完善“热电—氧化铝—电解铝—铝深加工—再生铝”一体化布局。2026 年上半年营收 185.74 亿元（同比+7.53%），归母净利润 22.47 亿元（同比-14.40%），短期业绩受铝价波动影响有所承压。展望未来，考虑公司过去几年维持高分红比例，且持续推进海外氧化铝及电解铝项目建设，海外业务有望成为新的利润增长点，综合考虑公司一体化优势及成长空间，给予“增持”评级。

南山铝业国际分拆上市，助力印尼铝产业链布局完善

南山铝业国际是公司海外铝产业链发展的核心平台，主要布局印尼氧化铝及电解铝项目。2025 年 3 月 25 日，控股子公司南山铝业国际在港交所上市，公司由此形成“A 股+H 股”双资本平台；截至 2026H1，公司间接持有南山铝业国际 56.97%股权。依托印尼资源优势及低成本能源条件，南山铝业国际目前已建成 400 万吨/年氧化铝产能。分拆上市有助于拓宽融资渠道，为印尼后续项目建设提供资金支持。公司当前已规划建设 25 万吨/年电解铝项目，预计 2028 年投产，并在中长期规划中预留额外 50 万吨/年产能。

产业链一体化优势显著，持续向高端铝深加工领域延伸

公司已构建“热电—氧化铝—电解铝—铝深加工—再生铝”一体化产业链。产能方面，公司拥有氧化铝年产能 540 万吨，其中国内山东烟台 140 万吨、印尼南山铝业国际 400 万吨，均已建成投产；国内电解铝运行产能 68 万吨，其中 20 万吨相关资产已列为持有待售，出售完成后剩余产能为 48 万吨。能源方面，公司配套南山、东海两座自备电厂，总装机容量 183 万千瓦，理论覆盖现有电解铝产能约 140%，有效保障生产用电并强化成本优势。展望后续，公司依托一体化产业链及海外低成本原料优势，持续向汽车板、航空板、高精箔等高附加值领域延伸，或推动产品结构升级和盈利能力提升。

高分红叠加海外扩张，股东回报与成长并举

公司持续提升股东回报，2022-2025 年，公司现金分红比例由 13.3%提升至 105.5%，其中 2025 年度现金分红合计约 49.95 亿元（含特别分红）；2026H1 分红已发布实施公告，扣除回购账户股份后，派现总额为 30.22 亿元，占当期归母净利润约 134.5%，叠加股份回购注销，股东回报力度进一步增强。海外扩张方面，公司计划在印尼建设合计 50 万吨/年电解铝产能，其中上市公司和南山铝业国际分别规划 25 万吨/年，预计于 2028 年投产；远期南山铝业国际拟再新增 50 万吨/年产能，推动印尼电解铝业务持续扩张。随着海外产业链向下游延伸，印尼业务有望成为公司中长期增长的重要驱动力。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 45.63、46.75 和 57.89 亿元（同比分别-3.64%、+2.45%和+23.83%），对应 EPS 分别为 0.40、0.41 和 0.50 元。我们选取中国铝业、中国神华、亚太科技及华峰铝业作为可比公司。截至 2026 年 10 月 17 日，基于 Wind 一致预期，可比公司 2026 年平均 PE 为 12.4 倍。考虑公司全产业链成本优势、印尼项目增长潜力和 100%的现金分红水平，我们给予公司小幅估值溢价，采用 2026 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 5.20 元，给予“增持”评级。

风险提示：贸易关税不确定性、产品价格波动风险、高端产品供应链风险、高端产品产能建设进度不及预期、煤炭等能源价格大幅上涨。

投资评级（维持）：	增持
目标价（人民币）：	5.20

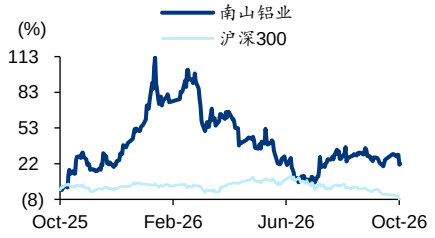
李斌 研究员
SAC No. S0570517050001 libin@htsc.com
SFC No. BPN269 +(86) 10 6321 1166

张智杰* 研究员
SAC No. S0570526060002 zhangzhijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价（人民币 截至 10 月 16 日）	4.33
市值（人民币百万）	49,724
6 个月平均日成交额（人民币百万）	987.32
52 周价格范围（人民币）	3.93-8.16

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度（人民币）	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万）	34,620	37,936	43,570	48,095
+/-%	3.41	9.58	14.85	10.39
归属母公司净利润（百万）	4,736	4,563	4,675	5,789
+/-%	(1.96)	(3.64)	2.45	23.83
EPS（最新摊薄）	0.41	0.40	0.41	0.50
ROE (%)	9.48	9.10	9.10	10.89
PE（倍）	10.50	10.90	10.64	8.59
PB（倍）	1.00	0.98	0.96	0.92
EV EBITDA（倍）	4.64	5.10	4.89	3.97
股息率 (%)	6.89	6.89	6.89	6.89

资料来源：公司公告、华泰研究预测



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

国内铝全产业链龙头，25 年分红比例 100%以上 3

200 万吨氧化铝产能放量，聚焦汽车板、航空板深加工产品 7

氧化铝：印尼氧化铝项目放量，资源能源自给率提升 7

电解铝：现有 68 万吨运行产能，印尼新增 50 万吨产能预计 2028 年投产 8

深加工：重点发展汽车板、航空板和铝箔等高端产品 8

盈利预测与估值： 11

盈利预测 11

公司估值 14

风险提示 15

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

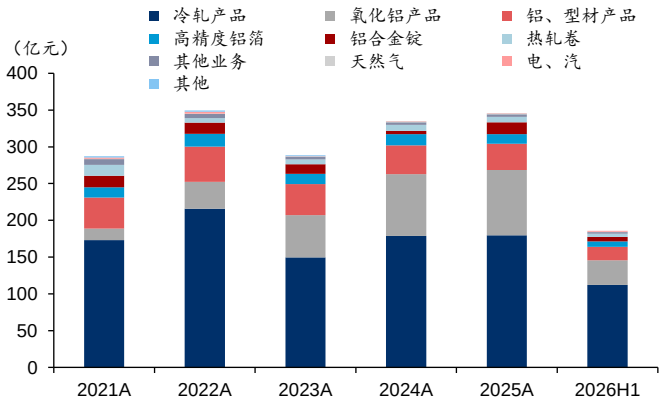
仅供内部参考，请勿外传

国内铝全产业链龙头，25 年分红比例 100%以上

公司实际控制人为龙口南山村村民委员会。公司曾名山东南山实业股份有限公司，于 1999 年 12 月 23 日在上交所上市。其第一大股东为山东怡力电业有限公司，持股比例 20.71%；第二大股东南山集团有限公司持股 17.47%，一致行动人合计持股约 38.18%；实控人为龙口市东江街道南山村村民委员会。

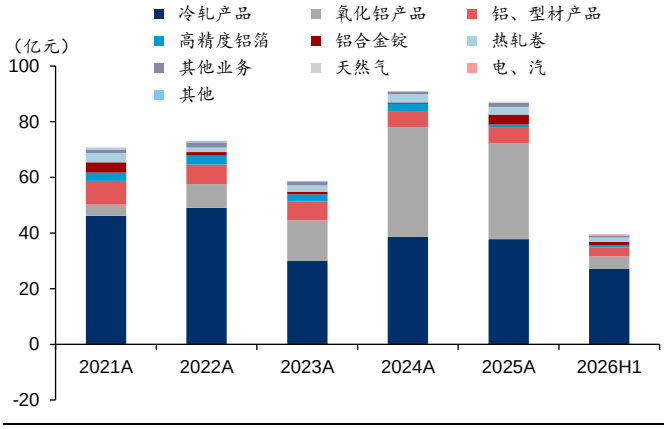
公司已构建“热电—氧化铝—电解铝—铝深加工—再生铝”的一体化产业链，盈利主要来自氧化铝、电解铝及铝加工产品。分业务看，按照公司披露口径，2023-2025 年及 2026H1，公司氧化铝业务收入占比分别为 19.9%/25.1%/25.6%/18.2%，毛利占比分别为 24.7%/43.2%/39.5%/10.9%；同期铝锭及铝制品的收入占比分别为 78.3%/73.5%/72.8%/79.6%，毛利占比分别为 72.6%/55.7%/58.4%/86.0%，其余业务占比较小。受益于公司印尼产能释放及氧化铝价格上涨，氧化铝业务贡献自 2023 年以来显著提升；随着氧化铝价格回落，2026H1 业务贡献有所下降。铝制品方面，公司产品涵盖冷轧、铝型材、铝箔、铝合金锭及热轧产品，其中冷轧产品和铝型材为主要收入及利润来源，常年营收和毛利占铝制品业务的 85%以上。

图表1：公司 2021-2025 及 2026H1 各类业务营收及占比



注：其他业务包括贸易铝锭、销售阳极碳块等
资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：公司 2021-2025 及 2026H1 各类业务毛利及占比



注：其他业务包括贸易铝锭、销售阳极碳块等
资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：公司产业链示意图



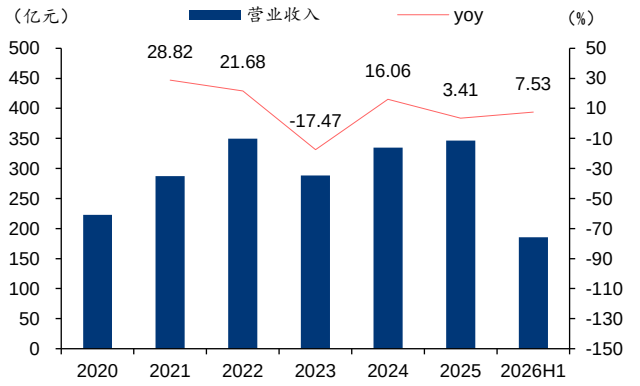
资料来源：公司官网、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

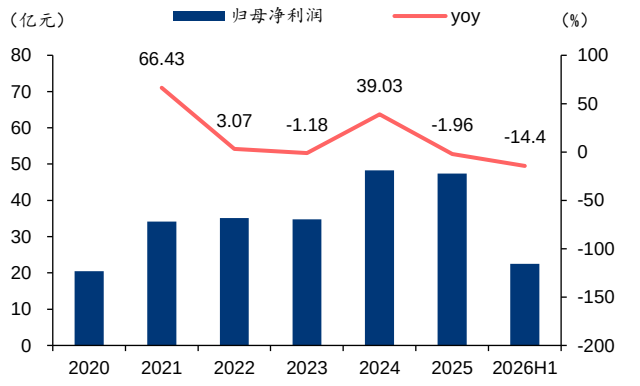
公司 2021-2023 年业绩保持稳定，2024 年以来随氧化铝、电解铝价格波动有所加大。2023-2025 年，公司实现营收 288.44/334.77/346.20 亿元，同比-17.47%/+16.06%/+3.41%；实现归母净利润 34.74/48.30/47.36 亿元，同比-1.19%/+39.03%/-1.96%。2026H1，公司实现营业收入 185.74 亿元，同比+7.53%；归母净利润 22.47 亿元，同比-14.40%。其中，2024 年受益于印尼氧化铝产能释放以及氧化铝、铝锭价格上涨，公司盈利显著改善；2025 年及 2026H1，氧化铝价格下跌拖累利润，但铝价上涨及下游铝加工业务增长形成对冲。

图表4：公司 2020-2025 及 2026H1 营收及增速



资料来源：公司公告、华泰研究

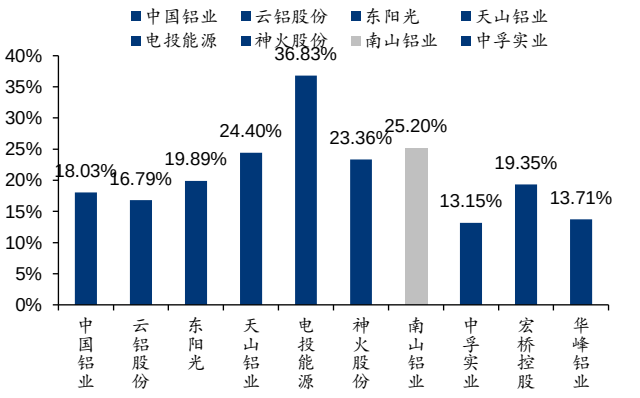
图表5：公司 2020-2025 及 2026H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告、华泰研究

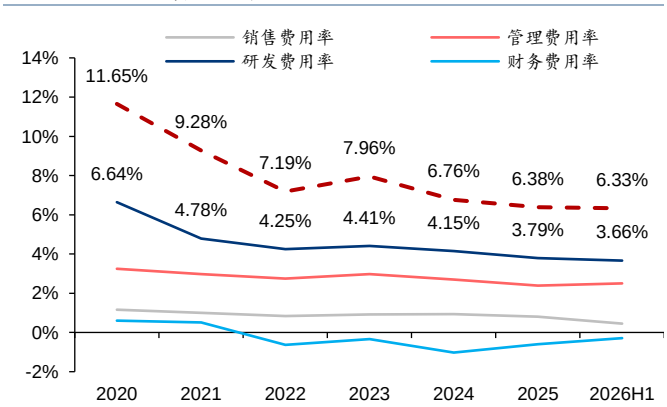
费用端，公司费用管控持续优化，2026H1 总费用率降至 6.33%。2020-2026H1，公司总费用率由 11.65%降至 6.33%，除 2023 年短暂回升外，整体保持下行，2024/2025/2026H1，公司总费用率分别为 6.76%/6.38%/6.33%，逐步趋稳。分项看，研发费用率降幅最大，较 2020 年累计下降 2.98pct，主要系 2020-2021 年煤价较高，推升自备电厂发电成本及研发试制环节的燃料动力费用，后续随着煤价回落，相关成本有所下降；销售费用率持续降至 0.93%/0.81%/0.45%，管理费用率为 2.71%/2.39%/2.50%，整体保持稳定。财务费用率自 2022 年起持续为负，主要受利息收入支撑，2026H1 受汇兑损失增加影响有所收窄。

图表6：2025 年同行业销售毛利率对比



资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：公司研发费用及同比变化



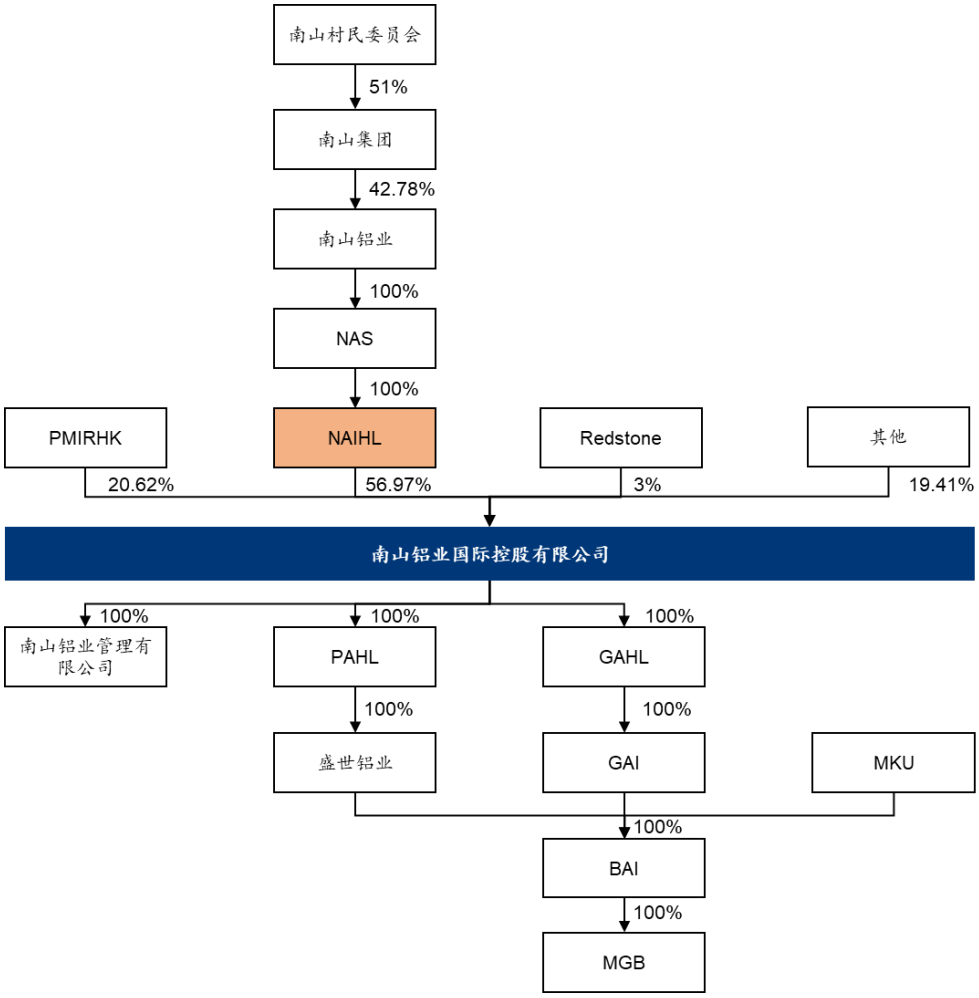
资料来源：公司公告、华泰研究

印尼氧化铝资产分拆上市，电解铝项目打开海外成长空间。控股子公司南山铝业国际于 2025 年 3 月 25 日在港交所上市，截至 2026H1 公司通过 NAIHL 间接持有其 56.97%股权。依托印尼低成本资源优势及氧化铝项目放量，南山铝业国际 2021-2025 年营收由 1.73 亿美元增至 11.42 亿美元，CAGR 达 60.3%；归母净利润由 0.40 亿美元增至 4.08 亿美元，CAGR 达 78.7%，已成为公司海外利润重要来源。2026H1 受氧化铝价格下跌影响，南山铝业国际盈利阶段性承压。随着印尼 25 万吨/年电解铝项目预计 2028 年投产，公司海外铝产业链进一步完善，有望打开长期成长空间。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

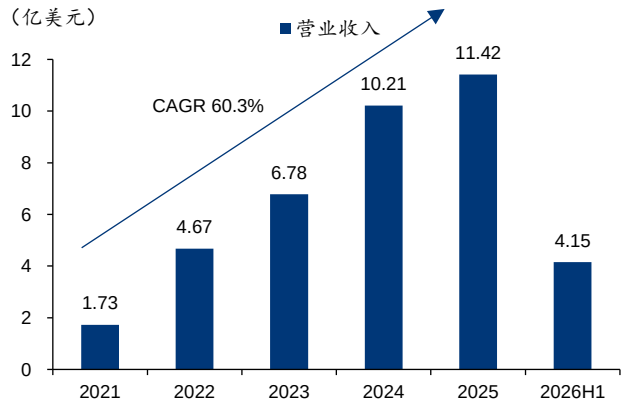
仅供内部参考，请勿外传

图表8：公司当前股权结构（截至 2026 年 6 月）



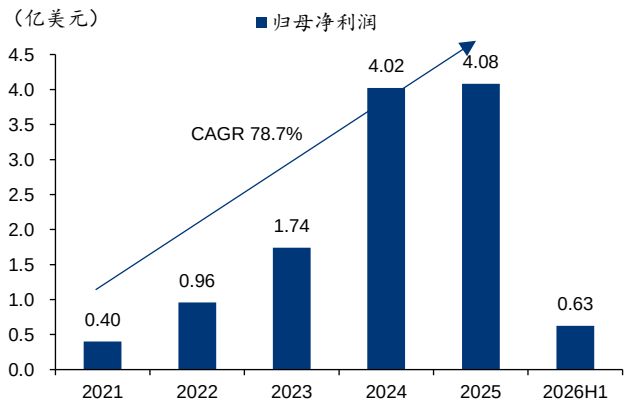
资料来源：iFind，南山铝业国际 2026 年半年报，华泰研究

图表9：2021-2025 年及 2026H1 南山铝业国际营业收入情况



资料来源：公司招股说明书（注册稿），公司年报，华泰研究

图表10：2021-2025 年及 2026H1 南山铝业国际归母净利润情况

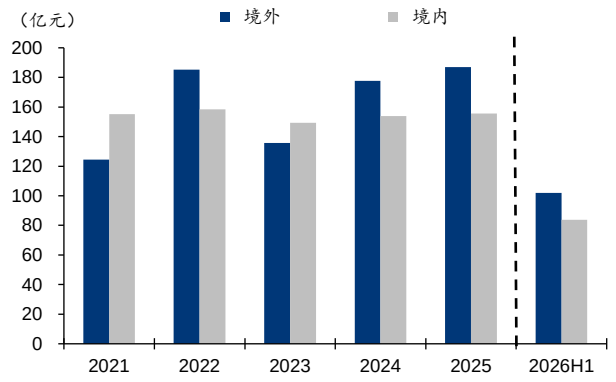


资料来源：公司招股说明书（注册稿），公司年报，华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

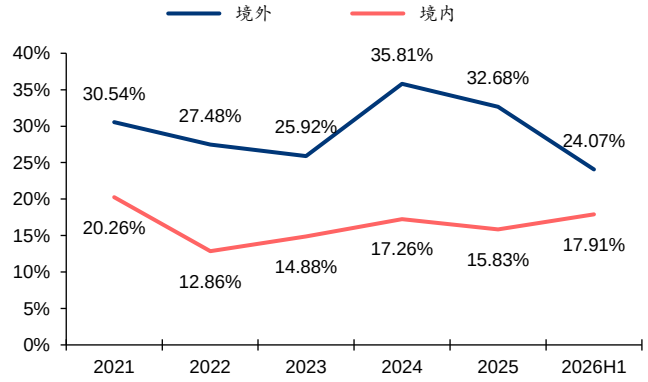
仅供内部参考，请勿外传

图表11：2021-2025 年及 2026H1 南山铝业国内外业务营业收入对比



资料来源：公司招股说明书（注册稿），公司年报，华泰研究

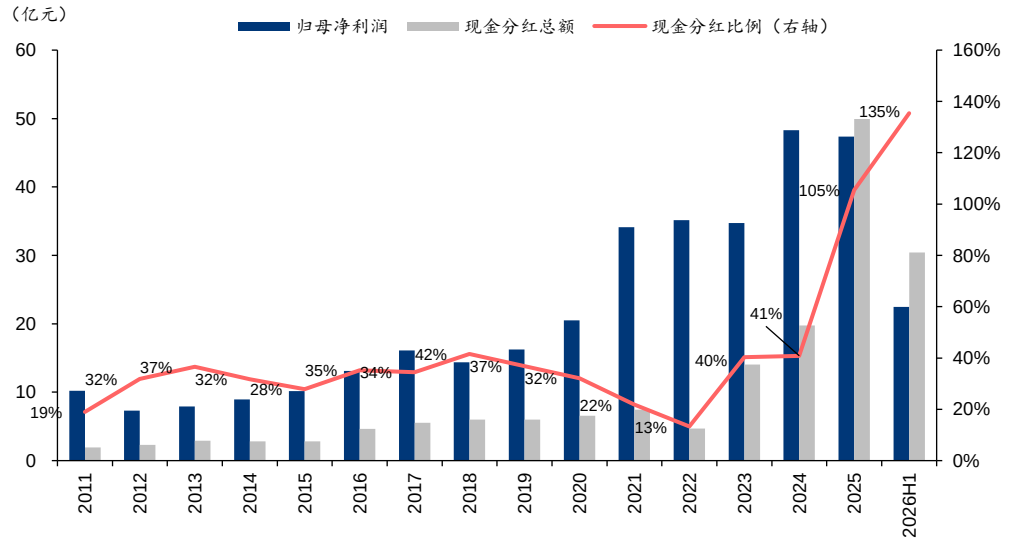
图表12：2021-2025 年及 2026H1 南山铝业国内外业务毛利率对比



资料来源：公司招股说明书（注册稿），公司年报，华泰研究

分红力度持续提升，回购注销进一步增厚股东回报。2022-2025 年，公司现金分红比例由 13.3%提升至 105.5%，其中 2025 年累计派现约 49.95 亿元。2026 年 9 月 30 日，2026H1 分红已发布实施公告，扣除回购账户股份后，派现总额为 30.22 亿元，占当期归母净利润约 134.5%；2024 年至 2026H1 累计现金分红已超 100 亿元。回购方面，根据公司 2023 年报，公司规划 2024-2026 年每年使用不低于 3 亿元自有资金回购并注销股份，2026H1 累计回购 5,195.64 万股，占总股本的 0.45%，使用资金约 3.00 亿元。

图表13：公司股东回报突出



资料来源：Wind、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

200 万吨氧化铝产能放量，聚焦汽车板、航空板深加工产品

氧化铝：印尼氧化铝项目放量，资源能源自给率提升

公司目前拥有氧化铝年产能 540 万吨，其中国内 140 万吨位于山东烟台，海外 400 万吨位于印尼宾坦岛，已全部建成投产。根据公司年报，印尼氧化铝基地一期 100 万吨产线于 2021 年建成投产，二期 100 万吨产线于 2022 年全面投产；三、四期氧化铝项目合计设计产能 200 万吨，分别于 2025 年三季度、四季度分批投产，2025 年 12 月全部建成。

图表14：公司印尼氧化铝产能情况

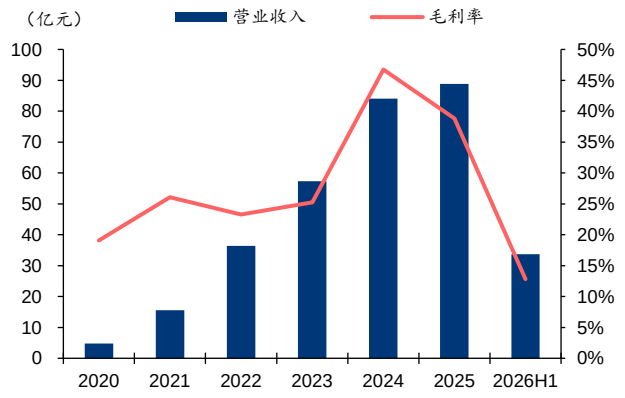
项目	设计产能	地点	建设开始日期	经营开始日期
一期氧化铝生产项目	100 万吨	廖内群岛省民丹岛经济特区	2019 年一季度	2021 年二季度
二期氧化铝生产项目	100 万吨	廖内群岛省民丹岛经济特区	2020 年四季度	2022 年四季度
新氧化铝生产项目	200 万吨	廖内群岛省民丹岛经济特区	2024 年上半年	2025 年三季度首批 100 万吨（投产） 2025 年四季度第二批 100 万吨（投产，2025 年 12 月全部建成）

资料来源：公司招股说明书（注册稿），华泰研究

产能释放带动氧化铝销量增长，价格回落拖累盈利。2025 年，公司氧化铝产量/销量为 415.36/414.43 万吨，同比+10.27%/+10.81%；2026H1 销量进一步同比增长 15%至 129.60 万吨，增量主要来自印尼项目投产放量。2025 年及 2026H1，氧化铝业务营收分别为 88.80/33.74 亿元，同比+5.65%/-26.49%；毛利分别为 34.45/4.33 亿元，同比-12.32%/-80.66%。2025 年销量增长推动营收提升，但氧化铝价格回落导致毛利承压；2026H1 售价进一步下跌、营业成本同比上升约 25%，毛利率同比下降 35.91pct 至 12.82%。

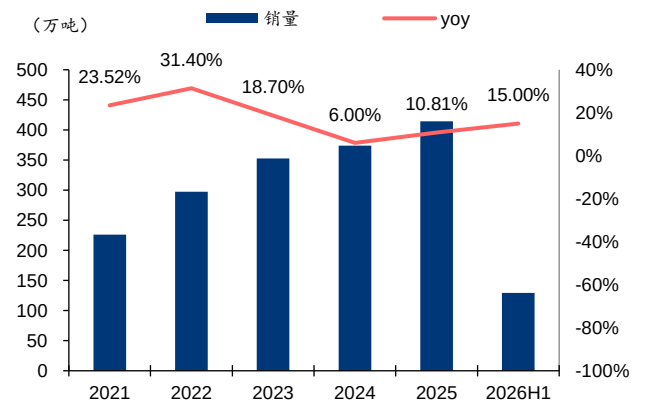
据公司 2025 年半年报，为配套印尼氧化铝项目，园区内同步推进年产 20 万吨烧碱及 16.5 万吨环氧氯丙烷项目，帮助公司构建起关键原料自给产业链优势，规避外部采购的价格波动与运输风险，保障园区氧化铝生产线稳定运行。

图表15：公司氧化铝业务营收及毛利率变化



资料来源：公司公告、华泰研究

图表16：公司氧化铝业务销量及同比变化



资料来源：公司公告、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

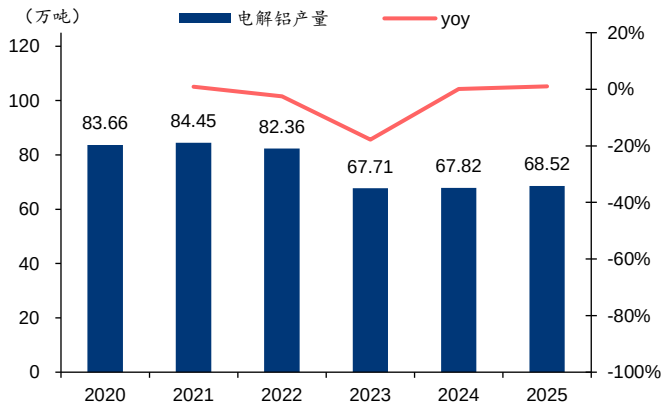
仅供内部参考，请勿外传

电解铝：现有 68 万吨运行产能，印尼新增 50 万吨产能预计 2028 年投产

公司目前电解铝运行产能 68 万吨，其中 20 万吨产能已列为持有待售资产（公司拟出售相关电解铝资产），待出售交割完成后，公司合规电解铝产能为 48 万吨。2023-2025 年，公司电解铝产量为 67.71/67.82/68.52 万吨，同比-17.79%/+0.16%/+1.03%，2024 年以来整体保持稳定。公司配套南山、东海两座自备电厂，总装机容量 183 万千瓦，按 80%的发电效率及吨铝耗电 1.35 万 kWh 测算，对现有 68 万吨电解铝产能的理论电力覆盖率约 140%，可充分保障电解铝生产用电。此外，公司拥有再生铝年产能 15 万吨，能耗仅为原铝生产的 4.86%，可在较低能源需求下补充自产铝供应，进一步夯实下游铝原料自给能力。

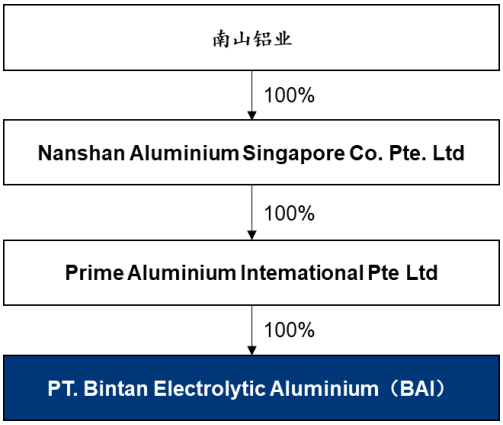
电解铝增量集中于印尼，预计至 2028 年新增 50 万吨产能投产，远期规划总产能 100 万吨。分项目看，南山铝业通过全资子公司 Nanshan Aluminium Singapore 投资建设 25 万吨电解铝及配套 26 万吨炭素项目，建设主体为 PT Bintan Electrolytic Aluminium（BEA），与南山铝业国际旗下氧化铝项目分属不同运营主体。南山铝业国际另行规划一期 25 万吨电解铝项目，预计投资 4.37 亿美元、建设周期约两年。根据公司 2026 年 8 月 28 日在投资者互动平台的最新表述，上述两项合计 50 万吨产能预计于 2028 年投产。此外，南山铝业国际中长期规划再新增 50 万吨产能，届时公司印尼电解铝规划总产能将达到 100 万吨。

图表17：公司电解铝产量及同比变化



资料来源：公司官网、华泰研究

图表18：南山 Bintan 电解铝项目股权结构



资料来源：SMM、公司公告、华泰研究

深加工：重点发展汽车板、航空板和铝箔等高端产品

深加工是公司业绩的核心支柱，将自产的电解铝和部分外购的电解铝制成铝合金锭，随后加工成型材和板材两类产品：

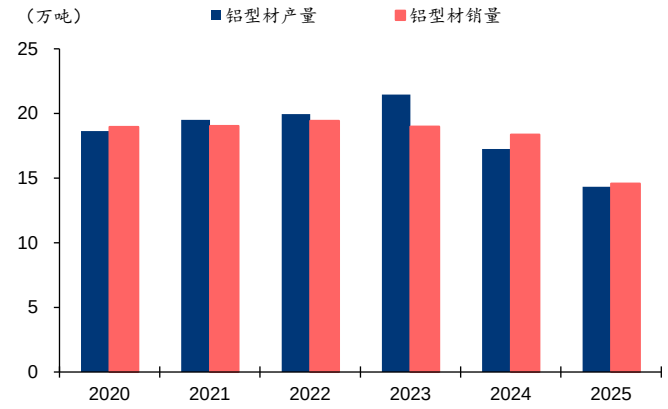
1、铝型材业务

型材业务规模收缩，低效产能退出与产品升级有望改善盈利。公司铝型材包括工业型材和建筑型材，分别应用于集装箱、光伏、交通运输及房地产建筑等领域。受建筑需求偏弱及 2025 年关停 12 万吨低效产能影响，2023-2025 年型材产量为 21.45/17.25/14.33 万吨，同比+7.52%/-19.58%/-16.93%；销量为 18.99/18.36/14.58 万吨，同比-2.21%/-3.32%/-20.59%，产销规模总体收缩。2025 年及 2026H1，型材业务分别实现营收 35.73/18.19 亿元、毛利 5.55/3.24 亿元，毛利率为 15.55%/17.83%，其中 2026H1 同比提升 3.76pct，主要受益于低效产能退出、产品结构优化及成本改善。展望后续，关停产能影响仍将制约业务规模，但随着公司向航空、轨交等高附加值型材拓展，产品升级与降本增效有望支撑盈利能力。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

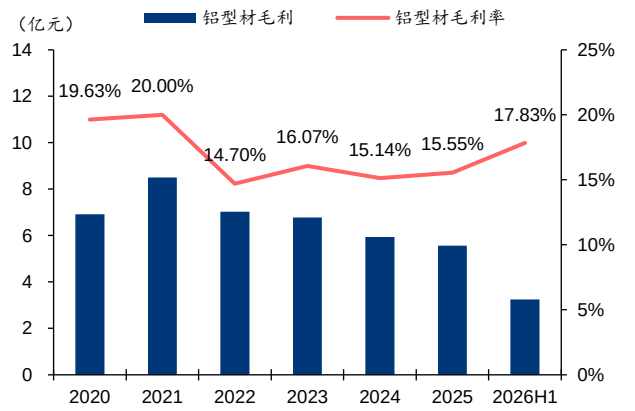
仅供内部参考，请勿外传

图表19：公司铝型材业务产销量



资料来源：公司官网、华泰研究

图表20：公司铝型材业务毛利及毛利率

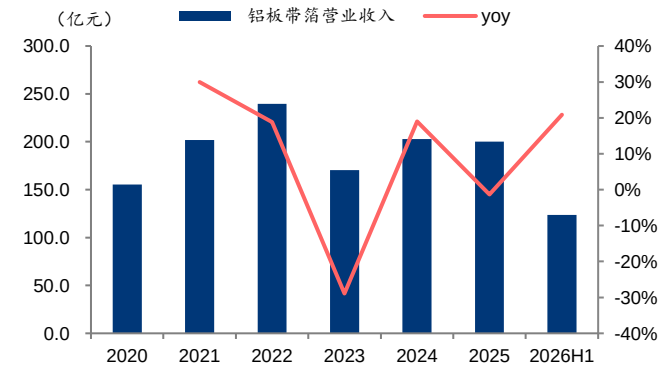


资料来源：SMM、公司公告、华泰研究

2、铝板带箔业务

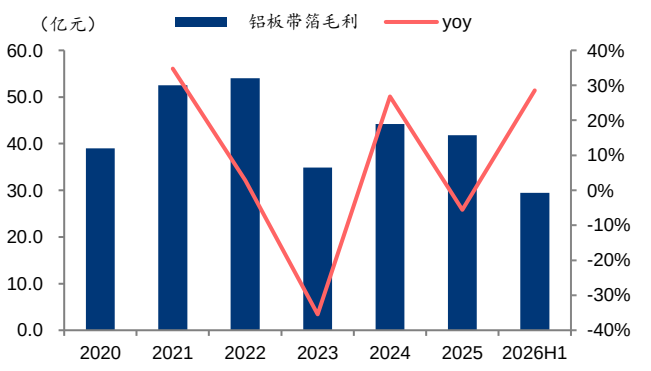
铝板带箔是公司下游核心业务，主要包括冷轧卷/板、热轧卷/板和铝箔，终端产品涵盖汽车板、航空板、罐料及高精铝箔等。按冷轧卷/板、热轧卷/板及铝箔三类业务合计测算，2025 年公司铝板带箔业务实现营收/毛利 200.09/41.78 亿元，占总营收/毛利的 57.80%/47.90%；2026H1 实现营收/毛利 123.68/29.47 亿元，占比进一步提升至 66.59%/74.48%。同期，业务综合毛利率由 20.88%提升至 23.82%，盈利能力有所改善。近年板带箔产销规模总体保持高位，2025 年有所回落。分产品看：

图表21：公司铝板带箔业务营收及增速情况



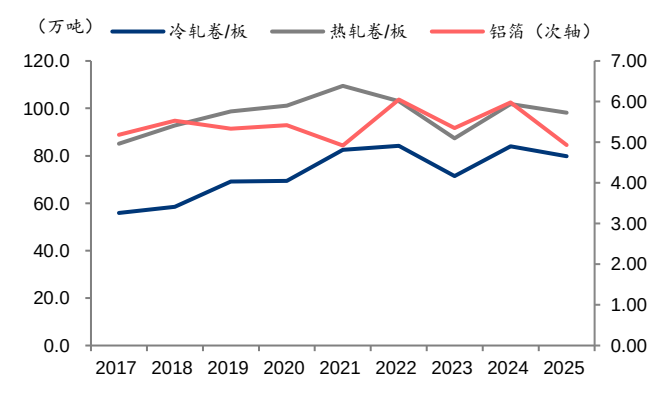
注：公司铝板带箔业务收入包含冷轧产品、高精度铝箔、热轧卷。
资料来源：iFind、华泰研究

图表22：公司铝板带箔业务毛利及增速情况



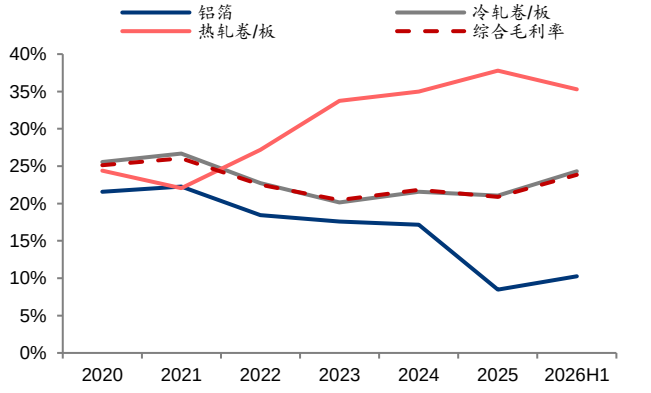
注：公司铝板带箔业务收入包含冷轧产品、高精度铝箔、热轧卷
资料来源：iFind、华泰研究

图表23：公司铝板带箔分产品产销量情况



资料来源：iFind、华泰研究

图表24：公司铝板带箔业务毛利情况



资料来源：iFind、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

汽车板：公司汽车板现有在产产能 20 万吨，在建产能 20 万吨。其中一期 10 万吨产能于 2015 年建成投产，2021 年汽车板产品月产量首次破万。公司是国内首家打破国外企业对汽车外板垄断性供货的企业，现为国内通过认证合金种类及产品规格最多、供货量最大的汽车板生产商。

航空板：公司现拥有 5 万吨航空板产能，产品广泛应用于 C919、波音 737、空客 A320 等机型。已与全球多家航空公司建立合作关系，是目前国内唯一一家同时为中国商飞、空客和波音供货的航空铝挤压材供应商。现正加速推进南山航空材料产业园区建设，新建园区整合厚板、挤压等核心项目，投产后产品将覆盖航空、船舶、核电等多领域，届时有望成为亚洲乃至全球最大航空航天用铝合金加工基地。

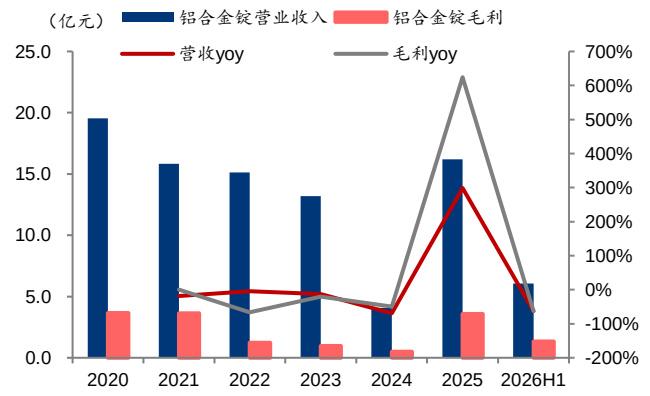
高精箔：该业务产能集中在烟台东海铝箔、龙口南山铝压延新材料两家子公司，以动力电池箔、高端软包箔、无菌包箔等高精品类为主，现有产能达 15-20 万吨/年。其中动力电池箔专用产能超 3 万吨且持续扩产。产品覆盖新能源（0.010mm 及以下规格动力电池箔）、包装（无菌箔、药用箔、高档烟箔）等高端领域，长期供货宁德时代、纷美包装等国内外头部客户，以严苛品控、领先技术与多元矩阵，巩固高附加值细分市场核心地位。

罐料及其他箔坯料：公司生产的包装材料主要用于制作易拉罐的罐体和罐盖，客户涵盖奥瑞金科技、昇兴股份、宝钢等知名包装及材料企业。

3、其他业务

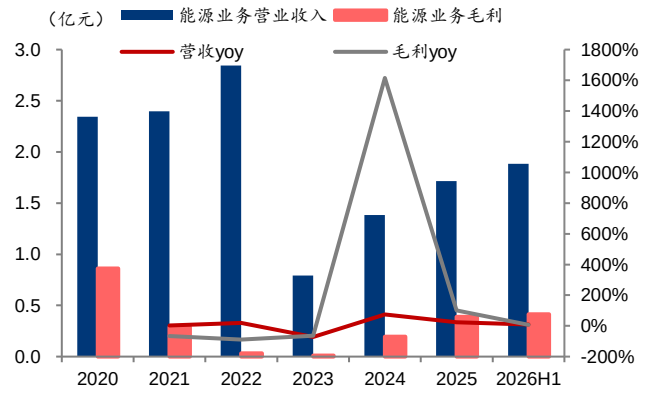
其他业务以合金锭及能源配套为主。合金锭是衔接上游电解铝与下游深加工的中间产品，主要由公司自有熔铸产线生产，并用于冷轧、热轧及型材等内部加工，部分对外销售。公司还配套电力、蒸汽及天然气业务，主要服务内部铝产业链生产，对外销售规模较小，对整体收入和利润影响有限。

图表25：公司铝合金锭业务营收及毛利情况



资料来源：iFind、华泰研究

图表26：公司能源业务营收及毛利情况



资料来源：iFind、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测与估值：

盈利预测

1、电解铝及加工业务

根据公司年报披露口径，铝制品板块涵盖国内电解铝及铝加工业务。我们先测算自产电解铝的盈利贡献，再拆分铝加工业务的营收与毛利，并单独测算海外电解铝项目的增量贡献。

1）国内电解铝业务

销量方面，公司 2024-2025 年实际销量分别为 71.95/66.92 万吨。考虑公司后续拟出售 20 万吨电解铝产能，若顺利交割，销量或相应减少。据此，假设 2026-2028 年电解铝销量分别为 68/48/48 万吨。

电解铝价格方面，结合此前《海外高成本支撑，远期铝价不宜悲观》（2026-06-22）及《印尼寻路——铝、镍产业何去何从》（2026-08-07）两篇报告的判断，不宜因 2026-2027 年印尼新增产能释放而过度看空铝价。海外高成本产能有望支撑铝价维持高位，远期成本支撑位预计在 3000 美元/吨以上。2028 年，新能源、电力设备及 AI 基础设施需求增长或推动铝价再度上行，叠加内外比价修复，我们预计 2026-2028 年国内电解铝均价分别为 23500/23000/24000 元/吨。

电解铝单位成本方面，公司自产氧化铝及阳极碳块，并配套自备电厂，具备明显的一体化成本优势。吨铝生产成本主要由氧化铝、电力及阳极碳块等构成，结合各要素的自产与外购比例、自供成本及市场价格测算，2024-2025 年公司电解铝单吨生产成本为 1.23/1.23 万元。展望未来，短期石油焦价格上涨或推升阳极成本，但随着氧化铝产能释放，单位生产成本有望小幅下降，电力及其他制造成本预计总体稳定。综合来看，预计 2026-2028 年公司电解铝单吨生产成本分别为 1.24/1.23/1.22 万元。

根据我们测算，公司国内电解铝业务 2026-2028 年预计营业收入为 141.42/97.70/101.95 亿元，预计营业成本 84.26/59.11/58.74 亿元，毛利率 40.41%/39.50%/42.38%。

2）铝制品加工业务

销量方面，2025 年公司铝合金锭、铝型材、铝箔、热轧、冷轧及其他铝制品销量分别为 114.81/14.58/5.08/99.72/77.70/10.18 万吨。考虑铝合金锭及铝型材业务产能利用率逐步恢复，预计 2026-2028 年销量分别恢复至 120/120/120 万吨和 18/18/18 万吨；其余铝加工产品假设维持现有产能及订单情况，预计销量维持 2025 年水平。

单位加工费及盈利方面，我们基于公司披露数据，剔除测算的自产氧化铝业务收入及成本，拆分得到铝制品加工业务的收入及成本，据此测算，2024-2025 年对应公司单位加工费（不含税）分别为 2484/3612 元/吨，对应单位加工毛利分别为 968/895 元/吨。考虑铝加工行业竞争格局及公司产品结构总体稳定，预计 2026-2028 年单位加工费保持稳定；随着产品结构持续优化，单位加工毛利有望逐步修复，预计分别为 895/950/1000 元/吨。

根据我们测算，公司铝制品加工业务 2026-2028 年预计营业收入为 151.49/189.89/196.27 亿元，预计营业成本 140.75/178.49/184.27 亿元，毛利率 7.09%/6.00%/6.11%。

3）海外电解铝业务

海外电解铝业务方面，公司规划在印尼建设 25 万吨/年电解铝产能，考虑到逐步投产的节奏，预计 2027-2028 年电解铝销量分别为 12/25 万吨。售价沿用前述国内电解铝均价假设，单位生产成本参考 CRU 数据，并考虑投产初期运营及电力成本较高，假设为 15500 元/吨。

根据我们测算，公司海外电解铝业务 2027-2028 年预计营业收入为 24.42/53.10 亿元，预计营业成本 18.60/38.75 亿元，毛利率 23.85%/27.02%。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

综合上述三部分业务，我们预期公司 2026-2028 年电解铝及加工业务营业收入分别为 292.90/312.02/351.31 亿元，营业成本分别为 225.01/256.21/281.76 亿元，毛利率分别为 23.18%/17.89%/19.80%。

2、氧化铝业务

1）海外氧化铝业务

海外氧化铝业务方面：
1）产能方面，公司氧化铝项目三期、四期合计 200 万吨/年产能分别于 2025 年 Q3、Q4 投产，预计随着新增产能逐步爬坡，2026 年实现满产运行。基于项目投产节奏，我们假设公司 2026-2028 年氧化铝产量分别为 350/400/400 万吨。
2）销量方面，考虑公司历史产销率较高，假设未来维持 100%产销率，对应 2026-2028 年氧化铝销量分别为 350/400/400 万吨。
3）价格方面，参考历史销售溢价情况，假设 2026-2028 年氧化铝销售均价分别为 320/380/400 美元/吨。
4）成本方面，根据公司招股说明书，2024 年公司印尼氧化铝单位生产成本约 234 美元/吨。考虑印尼氧化铝产能投放较多，矿端涨价，导致整体氧化铝成本有所上移，预计 2026-2028 年氧化铝单位生产成本分别为 245/242/241 美元/吨。

预计 2026-2028 年公司海外氧化铝业务营业收入 11.2/15.2/16.0 亿美元。假设美元兑人民币汇率为 6.8，折合人民币 76.16/103.36/108.80 亿元；同期营业成本预计为 58.40/65.79/65.66 亿元，对应毛利率为 23.32%/36.34%/39.65%。

2）国内氧化铝业务
国内氧化铝业务方面，以公司氧化铝总销量扣除印尼业务销量测算，2025 年国内氧化铝总销量为 150.13 万吨，剔除电解铝业务自用量后，外销量为 21.64 万吨。假设 2026-2028 年国内氧化铝产量保持稳定，扣除同期电解铝自用量后，预计外销量分别为 19.57/57.97/57.97 万吨。考虑未来氧化铝生产成本小幅下降，预计 2026-2028 年单位生产成本分别为 2396/2356/2316 元/吨。

价格方面，2024-2025 年山东氧化铝含税均价分别为 4036/3169 元/吨。我们认为，在铝土矿价格支撑下，氧化铝价格进一步大幅下跌的空间有限。后续高成本产能减产有望缓解供应过剩压力，叠加几内亚矿业政策调整预期带来的矿端供应不确定性，原料成本支撑或进一步增强，推动氧化铝价格温和修复。预计 2026-2028 年山东氧化铝含税均价分别为 2800/2900/3000 元/吨。

根据我们测算，公司国内氧化铝业务 2026-2028 年预计营业收入为 4.85/14.88/15.39 亿元，预计营业成本 4.69/13.66/13.43 亿元，毛利率 3.31%/8.18%/12.77%。

综合上述两部分业务，我们预期公司 2026-2028 年氧化铝业务（含海外）营业收入分别为 81.01/118.24/124.19 亿元，营业成本分别为 63.09/79.45/79.08 亿元，毛利率分别为 22.12%/32.80%/36.32%。

3、其他业务

其他业务主要包括能源、贸易等业务。据我们测算，2024-2025 年该板块营业收入分别为 8.82/5.45 亿元，营业成本分别为 7.45/4.09 亿元，对应毛利率为 15.50%/24.91%。考虑到该板块占比较小，对公司整体业绩影响有限，我们以 2025 年为基准，假设 2026-2028 年营业收入及营业成本分别维持在 5.45/4.09 亿元。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

费用方面，公司 2025 年销售、管理、研发及财务费用率分别为 0.81%、2.39%、3.79%和-0.61%，考虑公司销售、管理及研发费用率过往表现相对稳定，预计 2026-2028 年维持 2025 年水平，分别为 0.81%/2.39%/3.79%。财务费用率预计分别为-0.38%、-0.16%和-0.04%，考虑到资本开支持续推进、利息收入的抵减作用减弱，负值逐步收窄。

图表27：公司盈利预测关键假设表

项目	单位	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
合计						
营业收入		**334.77**	**346.20**	**379.36**	**435.70**	**480.95**
营业成本		**243.77**	**258.97**	**292.20**	**339.75**	**364.94**
毛利率		**27.18%**	**25.20%**	**22.98%**	**22.02%**	**24.12%**
1、电解铝及加工业务						
（1）国内电解铝业务						
营业收入	**亿元**	**127.29**	**122.72**	**141.42**	**97.70**	**101.95**
营业成本	**亿元**	**88.46**	**82.10**	**84.26**	**59.11**	**58.74**
毛利率	**%**	**30.50%**	**33.10%**	**40.41%**	**39.50%**	**42.38%**
电解铝销量	万吨	72	67	68	48	48
铝价（含税）	元/吨	19992	20722	23500	23000	24000
单位电解铝成本（不含税）	元/吨	12295	12268	12392	12315	12238
（2）铝制品加工业务						
营业收入	**亿元**	**118.63**	**129.29**	**151.49**	**189.89**	**196.27**
营业成本	**亿元**	**106.83**	**119.02**	**140.75**	**178.49**	**184.27**
毛利率	**%**	**9.95%**	**7.95%**	**7.09%**	**6.00%**	**6.11%**
铝合金锭销量	万吨	122	115	120	120	120
铝型材销量	万吨	18	15	18	18	18
铝箔销量	万吨	6	5	5	5	5
热轧销量	万吨	103	100	100	100	100
冷轧销量	万吨	84	78	78	78	78
其他铝制品销量	万吨	0	10	10	10	10
单位铝制品加工费（不含税）	元/吨	2484	3612	3612	3612	3612
单位铝制品加工毛利（不含税）	元/吨	968	895	895	950	1000
（3）海外电解铝业务						
营业收入	**亿元**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**24.42**	**53.10**
营业成本	**亿元**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**18.60**	**38.75**
毛利率	**%**				**23.85%**	**27.02%**
印尼电解铝销量	万吨	0	0	0	12	25
2、氧化铝业务						
（1）海外氧化铝业务						
营业收入	亿元	72.87	82.67	76.16	103.36	108.8
营业成本	亿元	35.98	48.06	58.40	65.79	65.66
毛利率	**%**	**50.62%**	**41.87%**	**23.32%**	**36.34%**	**39.65%**
氧化铝销量	万吨	216	264	350	400	400
氧化铝价格	美元/吨	473	432	320	380	400
氧化铝单位成本	美元/吨	228	231	245	242	241
（2）国内氧化铝业务						
营业收入	亿元	7.16	6.07	4.85	14.88	15.39
营业成本	亿元	5.04	5.70	4.69	13.66	13.43
毛利率	**%**	**29.59%**	**6.03%**	**3.31%**	**8.18%**	**12.77%**
氧化铝销量（剔除自用后）	万吨	20	22	20	58	58
氧化铝价格（山东，含税）	元/吨	4036	3169	2800	2900	3000

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

项目	单位	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
3、其他业务						
营业收入	亿元	8.82	5.45	5.45	5.45	5.45
营业成本	亿元	7.45	4.09	4.09	4.09	4.09
毛利率	**%**	**15.50%**	**24.91%**	**24.91%**	**24.91%**	**24.91%**
4、费用率假设						
销售费用率	%	0.93%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%
管理费用率	%	2.71%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%
研发费用率	%	4.15%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%
财务费用率	%	-1.03%	-0.61%	-0.38%	-0.16%	-0.04%

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 2026-2028 年营业收入为 379.36、435.70、480.95 亿元，归母净利为 45.63、46.75、57.89 亿元，对应 EPS 为 0.40、0.41、0.50 元/股。

公司估值

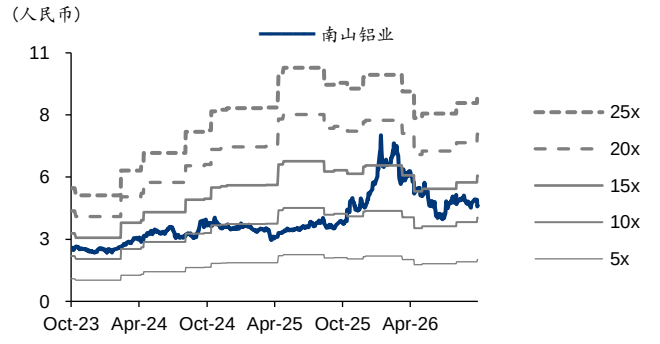
公司已构建“热电—氧化铝—电解铝—铝深加工—再生铝”一体化产业链，结合公司业务结构及高分红属性，我们选取中国铝业、中国神华、亚太科技及华峰铝业作为可比公司。其中，中国铝业与公司一体化经营模式相近，2025 年神华、南山的分红率分别为 79.11%、105.41%，均处于较高水平，亚太科技及华峰铝业的下游高端铝加工业务与公司具有可比性。截至 2026 年 10 月 17 日，基于 Wind 一致预期，可比公司 2026 年平均 PE 为 12.4 倍。考虑公司全产业链成本优势、印尼项目增长潜力和 100%的高现金分红水平，我们给予公司小幅估值溢价，采用 2026 年 13 倍 PE；基于前述盈利预测中 2026 年归母净利润 45.63 亿元、EPS 为 0.40 元/股，对应目标价 5.20 元。

图表28： 可比公司估值表

公司代码	公司简称	PE（2026E）
601600 CH	中国铝业	7.1
601702 CH	华峰铝业	10.0
002540 CH	亚太科技	14.6
601088 CH	中国神华	18.0
	平均	**12.4**

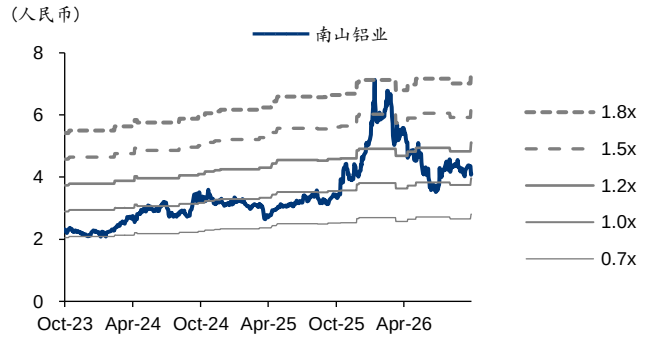
注：截至 2026 年 10 月 16 日，盈利预测、估值均采用 Wind 一致预测
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究预测

图表29： 南山铝业 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表30： 南山铝业 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1）贸易关税不确定性

公司部分产品面向海外市场，出口业务可能受到贸易关税及进出口政策变化影响。若相关贸易限制升级，可能增加产品成本并影响市场准入，进而拖累订单及盈利表现。

2）产品价格波动风险

公司氧化铝、电解铝等产品价格受供需关系及宏观经济影响，存在较大波动。若产品价格持续下行，而原材料成本未同步下降，可能压缩公司利润空间。

3）高端产品供应链风险

汽车板、航空板等高端产品对认证、质量稳定性及供应链协同要求较高。若客户认证进度不及预期或供应链出现扰动，可能影响相关产品放量及盈利贡献。

4）高端产品产能建设进度不及预期

公司持续推进汽车板、航空板及高精铝箔等高端产品产能建设。若项目建设、投产或产能爬坡进度低于预期，可能影响公司收入增长及盈利预测。

5）煤炭等能源价格大幅上涨

公司电解铝生产环节能源消耗大，煤炭等能源价格会直接影响生产成本。若能源价格大幅上涨且产品价格无法同步传导，可能导致公司毛利率下降。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	39,683	38,385	43,412	49,091	53,384
现金	25,662	24,553	26,905	30,901	34,110
应收账款	4,104	3,543	4,837	4,787	5,836
其他应收账款	376.65	76.42	420.05	150.15	479.27
预付账款	499.62	518.43	597.14	684.11	730.20
存货	6,470	8,131	8,343	10,812	9,763
其他流动资产	2,570	1,564	2,310	1,757	2,466
非流动资产	30,581	33,532	34,518	37,005	38,316
长期投资	1,556	1,588	1,921	2,304	2,742
固定投资	23,168	26,057	27,173	29,576	30,753
无形资产	2,274	2,139	2,033	1,912	1,777
其他非流动资产	3,582	3,748	3,392	3,213	3,044
资产总计	70,264	71,917	77,930	86,096	91,701
流动负债	13,045	13,117	17,206	23,140	25,112
短期借款	5,514	5,029	8,027	12,984	14,730
应付账款	3,007	4,052	3,913	5,349	4,599
其他流动负债	4,524	4,035	5,266	4,808	5,783
非流动负债	994.43	747.95	749.47	754.93	755.11
长期借款	200.00	0.00	1.51	6.97	7.15
其他非流动负债	794.43	747.95	747.95	747.95	747.95
负债合计	14,040	13,864	17,955	23,895	25,867
少数股东权益	5,907	8,465	9,252	10,229	11,500
股本	11,614	11,484	11,484	11,484	11,484
资本公积	15,666	15,341	15,341	15,341	15,341
留存公积	23,159	23,418	24,897	26,459	28,410
归属母公司股东权益	50,317	49,587	50,724	51,972	54,334
负债和股东权益	70,264	71,917	77,930	86,096	91,701

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	7,617	7,429	5,852	7,230	8,882
净利润	5,956	5,805	5,349	5,653	7,060
折旧摊销	2,335	2,202	2,133	2,456	2,803
财务费用	(343.23)	(210.29)	(145.97)	(71.04)	(20.32)
投资损失	(28.80)	(45.06)	(45.06)	(45.06)	(45.06)
营运资金变动	(1,075)	(468.63)	(1,476)	(813.95)	(977.30)
其他经营现金	772.56	145.68	37.55	51.44	62.60
投资活动现金	(2,947)	(4,375)	(3,018)	(4,842)	(4,014)
资本支出	(2,795)	(3,883)	(2,784)	(4,557)	(3,674)
长期投资	(816.54)	(675.03)	(332.53)	(383.41)	(437.96)
其他投资现金	664.63	182.80	99.03	98.55	98.07
筹资活动现金	(4,553)	(3,074)	(482.68)	1,607	(1,660)
短期借款	(2,019)	(485.06)	2,999	4,956	1,746
长期借款	171.50	(200.00)	1.51	5.46	0.18
普通股增加	(94.88)	(129.97)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(243.63)	(325.28)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,367)	(1,933)	(3,483)	(3,354)	(3,406)
现金净增加额	131.20	(223.20)	2,352	3,996	3,209

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	33,477	34,620	37,936	43,570	48,095
营业成本	24,377	25,897	29,220	33,975	36,494
营业税金及附加	286.87	247.40	271.10	311.36	343.70
营业费用	312.45	280.58	307.46	353.12	389.80
管理费用	905.60	826.86	906.07	1,041	1,149
财务费用	(343.23)	(210.29)	(145.97)	(71.04)	(20.32)
资产减值损失	(207.66)	(86.64)	(94.94)	(109.04)	(120.36)
公允价值变动收益	(13.29)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.80	45.06	45.06	45.06	45.06
营业利润	6,630	6,557	6,044	6,386	7,970
营业外收入	59.68	43.19	43.19	43.19	43.19
营业外支出	35.88	62.00	62.00	62.00	62.00
利润总额	6,654	6,538	6,025	6,367	7,951
所得税	697.29	733.34	675.76	714.09	891.82
净利润	5,956	5,805	5,349	5,653	7,060
少数股东损益	1,126	1,070	786.34	977.92	1,271
归属母公司净利润	4,830	4,736	4,563	4,675	5,789
EBITDA	8,761	8,499	7,977	8,712	10,690
EPS (人民币，基本)	0.41	0.41	0.40	0.41	0.50

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	16.06	3.41	9.58	14.85	10.39
营业利润	51.80	(1.09)	(7.83)	5.65	24.82
归属母公司净利润	39.03	(1.96)	(3.64)	2.45	23.83
获利能力 (%)					
毛利率	27.18	25.20	22.98	22.02	24.12
净利率	17.79	16.77	14.10	12.97	14.68
ROE	9.79	9.48	9.10	9.10	10.89
ROIC	10.17	9.98	9.05	8.90	10.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.98	19.28	23.04	27.75	28.21
净负债比率 (%)	(34.46)	(32.33)	(30.55)	(27.90)	(28.58)
流动比率	3.04	2.93	2.52	2.12	2.13
速动比率	2.48	2.24	1.98	1.61	1.69
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.49	0.51	0.53	0.54
应收账款周转率	9.13	9.05	9.05	9.05	9.05
应付账款周转率	8.49	7.34	7.34	7.34	7.34
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.41	0.40	0.41	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.65	0.51	0.63	0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.38	4.32	4.42	4.53	4.73
估值比率					
PE (倍)	10.30	10.50	10.90	10.64	8.59
PB (倍)	0.99	1.00	0.98	0.96	0.92
EV EBITDA (倍)	4.14	4.64	5.10	4.89	3.97

资料来源：公司公告、华泰研究预测

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

本人，李斌、张智杰，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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

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/或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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

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

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、张智杰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。
- 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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

仅供内部参考，请勿外传

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

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

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

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

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster