仅供内部参考，请勿外传！

2026 年 10 月 27 日

海德鲁 2026Q3 铝土矿/氧化铝产量分别环比减少 9.0%/1.0%至 241.0/149.3 万吨，电解铝产量环比增加 1.2%至 50.3 万吨

有色金属-海外季报

季报重点内容：

▸ **生产经营情况**

1）铝土矿和氧化铝

2026Q3 铝土矿产量为 241.0 万吨，同比减少 5.5%，环比减少 9.0%。

2026Q3 铝土矿采购量为 131.4 万吨，同比增加 16.0%，环比增加 27.8%。

2026Q3 氧化铝产量为 149.3 万吨，同比增加 0.3%，环比减少 1.0%。

2026Q3 氧化铝采购量为 123.3 万吨，同比减少 3.2%，环比减少 8.1%。

2026Q3 氧化铝总销量为 283.6 万吨，同比增加 0.5%，环比增加 0.6%。

2026Q3 氧化铝实现价格为 365 美元/吨，同比减少 6.9%，环比增加 4.3%。

Alunorte 因天然气供应中断暂时减产，后通过采购替代液化天然气恢复正常运营。减产及高于合同价的天然气采购，对本季度铝土矿和氧化铝板块的财务影响约为 8500 万美元。该板块调整后 EBITDA 为 2.83 亿挪威克朗，同比减少 78.1%，环比减少 45.8%；同比还受到氧化铝售价下降及巴西雷亚尔兑美元汇率不利变动影响，原料和固定成本下降部分抵消压力。

2）电解铝

2026Q3 电解铝产量为 50.3 万吨，同比减少 3.6%，环比增加 1.2%。

2026Q3 熔铸车间产量为 51.2 万吨，同比减少 3.2%，环比减少 1.3%。

2026Q3 电解铝总销量为 51.6 万吨，同比减少 9.6%，环比增加 1.6%。

2026Q3 电解铝 LME 实现价格为 3240 美元/吨，同比增加 27.6%，环比减少 0.9%。

2026Q3 电解铝高于 LME 的已实现溢价为 673 美元/吨，同比增加 100.3%，环比增加 19.5%。

挪威冶炼厂液态铝产量创历史新高。电解铝板块调整后 EBITDA 为 70.31 亿挪威克朗，同比增加 157.4%，环比增加 9.5%，主要受综合金属售价上升推动；季节性固定成本下降亦支持环比改善，氧化铝及能源成本上升部分抵消收益。

3）挤压材

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶
邮箱：yanrong@hx168.com.cn
SACNO：S1120519100004

相关研究：

1.《行业点评|海德鲁 2026Q2 铝土矿/氧化铝产量分别环比增加 1%/持平至 264.8/150.8 万吨，电解铝产量环比减少 4%至 49.7 万吨》 2026.7.24

2.《行业点评|海德鲁 2026Q1 铝土矿/氧化铝产量分别环比减少 5%/6%至 262.6/151.5 万吨，电解铝产量环比减少 2%至 51.7 万吨》 2025.5.20

3.《行业点评|海德鲁 2025Q4 铝土矿/氧化铝产量分别环比增加 9%/9%至 277.8/161.6 万吨，电解铝产量环比增加 1%至 52.8 万吨》 2026.3.8

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

仅供内部参考，请勿外传！

2026Q3 挤压材对外销量为 25.0 万吨，同比增加 3.3%，环比减少 4.6%。
挤压材板块调整后 EBITDA 为 11.89 亿挪威克朗，同比增加 7.4%，环比减少 18.7%。同比增长得益于再生铝利润率改善及销量增加，部分被维护、销售管理费用和汇率影响抵消；环比下降主要受季节性销量回落影响，再生铝利润率提高及人工成本下降形成部分对冲。

4）再生铝
2026Q3 再生铝产量为 19.5 万吨，同比增加 12.1%，环比减少 13.3%。
2026Q3 金属产品销量（不含铝锭交易）为 50.9 万吨，同比减少 21.1%，环比减少 16.3%。其中对外销量为 41.1 万吨，同比减少 27.9%，环比减少 12.6%。
再生铝业务调整后 EBITDA 为 3.01 亿挪威克朗，同比增加 223.7%，环比增加 18.5%。所属金属市场板块调整后 EBITDA 为 1.25 亿挪威克朗，同比减少 18.8%，环比增加 290.6%；同比受采购及交易业务收益下降拖累，环比则受该类业务收益恢复推动，汇率及库存估值的不利变动部分抵消增长。

5）电力
2026Q3 发电量为 1966GWh，同比减少 2.6%，环比减少 2.1%。
2026Q3 外部购电量为 2873GWh，同比减少 4.8%，环比减少 1.4%。
2026Q3 内部合同销售量为 4714GWh，同比减少 2.4%，环比增加 0.3%。
2026Q3 外部合同销售量为 212GWh，同比减少 20.9%，环比减少 4.1%。
电力板块调整后 EBITDA 为 4.11 亿挪威克朗，同比减少 50.4%，环比减少 17.6%。同比主要受电价区域价差由收益转为损失影响，环比下降还与发电量小幅减少有关。期末北欧水文平衡较正常水平低 13TWh，挪威水库蓄水率为 67.8%，低于同期正常水平 82.8%。

▶财务业绩情况

2026Q3 公司营收为 521.28 亿挪威克朗，同比增加 3.1%，环比减少 7.7%。

2026Q3 EBITDA 为 86.86 亿挪威克朗，同比增加 44.3%，环比减少 25.2%。Q2 较大规模 LME 合约未实现衍生收益在本季转为损失，拖累报表口径 EBITDA。

2026Q3 经调整 EBITDA 为 90.89 亿挪威克朗，同比增加 51.6%，环比增加 1.9%。调整后 EBITDA 同比受综合金属售价提高及再生铝、挤压材盈利改善推动，部分被阳极和能源成本上升、气源中断、汇率及电力区域价差损失抵消。环比受金属和氧化铝售价提高、固定成本下降支持，部分被气源中断及挤压材季节性走弱抵消。

2026Q3 净利润为 52.63 亿挪威克朗，同比增加 144.9%，环比减少 11.8%。净利润包含 18.22 亿挪威克朗汇兑收益，主要来自挪威克朗兑欧元走强；同时计入 2.04 亿挪威克朗衍生工具净

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

仅供内部参考，请勿外传！

损失，以及环境、重组关闭和固定资产减值成本。

2026Q3 调整后的净利润为 43.72 亿挪威克朗，同比增加 129.3%，环比减少 5.0%。

2026Q3 末净债务为 153.63 亿挪威克朗，同比增加 13.0%，环比减少 5.7%。EBITDA 正贡献推动净债务环比下降，营运资金增加及投资支出部分抵消。

2026Q3 末调整后的净债务为 218.83 亿挪威克朗，同比增加 3.6%，环比减少 4.1%。本季度自由现金流为 13.69 亿挪威克朗，同比减少 37.3%，较 Q2 约 40 亿挪威克朗回落；金属价格上升推高营运资金及预付款，限制现金流转化。

▶展望

2026 年指引：全年资本开支由约 135 亿挪威克朗下调至 125 亿，年末净营运资金由约 300 亿挪威克朗上调至 320 亿。Alunorte 第四季度天然气采购价差影响预计为 9000 万至 1.1 亿美元，取决于气价、合同进展及长期气源方案。

2027 年展望：Slovalco 已于 2026 年 8 月下旬启动电解铝复产，第一阶段目标为 2027 年 2 月底前达到 7.5 万吨年产能。截至 9 月 30 日，海德鲁 2027 年累计 LME 铝套保量为 43 万吨，Alunorte 与 Albras 的 2027 年美元兑巴西雷亚尔套保金额合计约 3.80 亿美元。

表 1：铝土矿和氧化铝运营数据（金额单位为百万挪威克朗，其他单位见项目）

项目	2026Q3	2025Q3	同比	2026Q2	环比	2026 年前三季度
EBITDA	393	1,213	-67.6%	529	-25.7%	1,646
调整后 EBITDA	283	1,290	-78.1%	522	-45.8%	1,552
调整后 EBIT	-521	560	转亏	-365	亏损扩大 42.7%	-963
氧化铝产量（千吨）	1,493	1,488	0.3%	1,508	-1.0%	4,515
氧化铝采购量（千吨）	1,233	1,274	-3.2%	1,341	-8.1%	3,621
氧化铝总销量（千吨）	2,836	2,823	0.5%	2,820	0.6%	8,197
氧化铝实现价（美元/吨）	365	392	-6.9%	350	4.3%	354
铝土矿产量（千吨）	2,410	2,550	-5.5%	2,648	-9.0%	7,684
铝土矿采购量（千吨）	1,314	1,133	16.0%	1,028	27.8%	3,524

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

仅供内部参考，请勿外传！

表 2：电力运营数据（金额单位为百万挪威克朗）

项目	2026Q3	2025Q3	同比	2026Q2	环比	2026 年前三季度
EBITDA	425	903	-52.9%	438	-3.0%	1,698
调整后 EBITDA	411	828	-50.4%	499	-17.6%	1,698
调整后 EBIT	339	761	-55.5%	430	-21.2%	1,487
发电量（GWh）	1,966	2,019	-2.6%	2,009	-2.1%	6,242
外部购电量（GWh）	2,873	3,019	-4.8%	2,915	-1.4%	8,745
内部合同销量（GWh）	4,714	4,832	-2.4%	4,701	0.3%	13,986
外部合同销量（GWh）	212	268	-20.9%	221	-4.1%	775
现货净销售/采购（GWh）	-88	-62	采购增 41.9%	2	转为净采购	225

表 3：电解铝运营数据（金额单位为百万挪威克朗，其他单位见项目）

项目	2026Q3	2025Q3	同比	2026Q2	环比	2026 年前三季度
EBITDA	6,943	2,679	159.2%	8,661	-19.8%	19,560
调整后 EBITDA	7,031	2,732	157.4%	6,421	9.5%	18,486
含 Qatalum 50%比例合并的调整后 EBITDA	7,376	3,269	125.6%	6,687	10.3%	19,640
调整后 EBIT	6,170	2,007	207.4%	5,637	9.5%	16,087
LME 实现价（美元/吨）	3,240	2,539	27.6%	3,268	-0.9%	3,137
LME 实现价（克朗/吨）	30,817	25,634	20.2%	30,812	0.0%	29,955
溢价（美元/吨）	673	336	100.3%	563	19.5%	538
溢价（克朗/吨）	6,401	3,390	88.8%	5,311	20.5%	5,133
实现汇率（美元兑克朗）	9.51	10.10	-5.8%	9.43	0.8%	9.55
电解铝产量（千吨）	503	522	-3.6%	497	1.2%	1,517
熔铸车间产量（千吨）	512	529	-3.2%	519	-1.3%	1,554
总销量（千吨）	516	571	-9.6%	508	1.6%	1,587

表 4：挤压材运营数据（金额单位为百万挪威克朗，销量单位为千吨）

项目	2026Q3	2025Q3	同比	2026Q2	环比	2026 年前三季度
EBITDA	829	1,187	-30.2%	1,595	-48.0%	3,597
调整后 EBITDA	1,189	1,107	7.4%	1,463	-18.7%	3,951
调整后 EBIT	417	336	24.1%	722	-42.2%	1,694
对外总销量（千吨）	250	242	3.3%	262	-4.6%	762
各业务单元对外销量（千吨）						
欧洲挤压材	93	91	2.2%	102	-8.8%	295
北美挤压材	108	104	3.8%	108	0.0%	318
建筑系统	17	17	0.0%	20	-15.0%	56
精密管材	32	30	6.7%	32	0.0%	93
合计	250	242	3.3%	262	-4.6%	762

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

仅供内部参考，请勿外传！

表 5：再生铝运营数据（金额单位为百万挪威克朗，其他单位见项目）

项目	2026Q3	2025Q3	同比	2026Q2	环比	2026 年前三季度
EBITDA	247	170	45.3%	510	-51.6%	974
再生铝调整后 EBITDA	301	93	223.7%	254	18.5%	714
商业业务调整后 EBITDA	-176	61	转亏	-222	亏损收窄 20.7%	-16
金属市场调整后 EBITDA	125	154	-18.8%	32	290.6%	698
汇率影响	-50	12	-62	22	-72	9
库存估值影响	0	-32	+32	180	-180	96
剔除汇率及库存估值影响的调整后 EBITDA	175	174	0.6%	-171	扭亏	593
调整后 EBIT	-29	-7	亏损扩大 314.3%	-124	亏损收窄 76.6%	222
再生铝产量（千吨）	195	174	12.1%	225	-13.3%	616
金属产品销量（千吨）	509	645	-21.1%	608	-16.3%	1,756
其中：对外销量（千吨）	411	570	-27.9%	470	-12.6%	1,417

表 6：简明合并损益表（未经审计，金额单位为百万挪威克朗）

项目	2026Q3	2025Q3	同比	2026Q2	环比	2026 年前三季度
营收	52,128	50,546	3.1%	56,490	-7.7%	159,005
EBITDA	8,686	6,018	44.3%	11,616	-25.2%	27,397
EBITDA 调整项	404	-22	+426	-2,693	+3,097	-717
调整后 EBITDA	9,089	5,996	51.6%	8,923	1.9%	26,680
分业务调整后 EBITDA						
铝土矿和氧化铝	283	1,290	-78.1%	522	-45.8%	1,552
电力	411	828	-50.4%	499	-17.6%	1,698
电解铝	7,031	2,732	157.4%	6,421	9.5%	18,486
金属市场	125	154	-18.8%	32	290.6%	698
挤压材	1,189	1,107	7.4%	1,463	-18.7%	3,951
其他及抵销	50	-115	+165	-13	+63	296
调整后 EBITDA 合计	9,089	5,996	51.6%	8,923	1.9%	26,680
EBIT	5,915	3,491	69.4%	8,609	-31.3%	18,920
调整后 EBIT	6,388	3,510	82.0%	6,253	2.2%	18,716
净利润	5,263	2,149	144.9%	5,965	-11.8%	15,569
调整后净利润	4,372	1,907	129.3%	4,601	-5.0%	13,035
每股收益（克朗/股）	2.73	1.12	143.8%	2.90	-5.9%	7.79
调整后每股收益（克朗/股）	2.28	1.02	123.5%	2.21	3.2%	6.56
财务数据						
投资	3,519	3,107	13.3%	3,456	1.8%	9,146
净债务（正数列示）	15,363	13,590	13.0%	16,283	-5.7%	15,363
调整后净债务（正数列示）	21,883	21,114	3.6%	22,814	-4.1%	21,883

资料来源：公司财报、华西证券研究所

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

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

1）美联储政策收紧超预期，经济衰退风险；
2）俄乌冲突及巴以冲突持续的风险；
3）国内消费力度不及预期；
4）海外能源问题再度严峻。

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

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

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

仅供内部参考，请勿外传！

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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