



港股研究 | 公司深度 | 中国宏桥（1378.HK）

宏图远航，桥通八方

报告要点

公司已打造成为全球领先的铝产业链一体化强者，有效对冲不同品种价格波动影响，保障长期经营稳健性。公司具备灵活管理机制，充分依托云南水电资源优势转移部分电解铝产能，进一步实现成本领先。公司大额资本开支高峰阶段基本完成，2019 年-2024H1 股利支付率均值约 49.2%，2019-2023 年股息率均值为 9.2%，处于金属周期板块高位水平。未来铝价中枢有望继续上升，叠加供需紧平衡导致铝价波动变小，公司现金盈利空间更进一步打开，高股息长期投资价值脱颖而出，构筑有效安全边际。

分析师及联系人



肖勇

SAC: S0490516080003

SFC: BUT918



易鑫

SAC: S0490520080012

SFC: BUZ394

中国宏桥（1378.HK）

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

宏图远航，桥通八方

全球铝产业链一体化强者

公司于 1994 年 7 月成立，现已打造成为全球领先的铝产业链一体化强者。张氏家族（张波、张艳红、张红霞）通过家族信托方式实控公司，间接持有公司 64.27% 的股份。公司氧化铝总产能 1950 万吨，其中国内年产能 1750 万吨，印尼年产能 200 万吨；电解铝年产能约 646 万吨，山东及云南两地分别为 497.1 万吨及 148.8 万吨。受益于铝产业链价格整体上移，公司盈利中枢亦有所抬升，公司预计 2024 年净利润同比增长约 95%，创历史新高。

全流程夯实稳健，优质民营高效加持

公司在全球范围内布局“铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工”全流程铝产业链，有效对冲不同品种价格波动影响，保障长期经营稳健性。比如 2024 年铝价相对平稳，但是氧化铝和铝土矿供给刚性催生价格大涨，公司作为全流程一体化龙头充分受益，由此 2024 年盈利创历史新高。此外，公司具备灵活管理机制，充分依托云南水电资源优势转移部分电解铝产能，进一步实现成本领先。公司 ROE 高达 18.35% (2024H1 年化)，处于铝行业前列。

铝：产业链利润，2025 年分配回归合理

供需格局决定价格，供给格局决定产业链利润分配。2024 年，铝产业链氧化铝利润份额一端独大，起因于原料端国内外铝土矿停产、出口受阻压制了全球氧化铝供应，但更深层次原因在于，电解铝生产相对刚性与氧化铝过剩深入人心两条产业逻辑：1) 氧化铝下游电解铝，因高温连续化生产模式，而难以减产，最终但凡电解铝环节还有现金利润，氧化铝便有涨价空间；2) 氧化铝生产环节，对今年以来氧化铝高盈利的持续性，信心不足，最终使得存量氧化铝供给恢复缓慢，氧化铝价格上涨超过铝土矿。展望 2025 年，铝产业链供给释放弹性为氧化铝>铝土矿>电解铝，故**氧化铝当前高额利润将向下游转移概率较大，电解铝盈利将重新扩张，产业链利润份额分配回归合理**。更加值得重视的是，由于供给增速因国内产能到顶而逐步收敛，需求增速反而随着地产竣工风险释放而有望逐步扩大，电解铝供需长期展望向好将水到渠成。

高分红+铝资产拟回 A，估值中枢上移

公司大额资本开支高峰阶段基本完成，2019--2024H1 股利支付率均值约 49.2%，2019-2023 年股息率均值为 9.2%，处于金属周期板块高位水平。未来铝价中枢有望继续上升，叠加供需紧平衡导致铝价波动变小，公司现金盈利空间更进一步打开，高股息长期投资价值脱颖而出，构筑有效安全边际。且铝板块随着上游资本开支投资完成，电解铝行业有望步入高分红期，则铝板块分红稳健投资效应逐步彰显。

此外，宏创控股 2025 年初公告，拟发行股份购买资产暨关联交易预案，拟收购宏拓实业全部股权，以向包括魏桥铝电在内的宏拓实业的现有股东发行新股作为收购对价。宏拓实业具备氧化铝/电解铝产能分别为 1750/646 万吨，为中国宏桥的核心铝资产，倘若宏创控股成功完成收购，则中国宏桥或将受益于 A/H 股估值差修复。

首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、国内地产竣工超预期下行；2、美国经济硬着陆风险；3、地缘政治风险；4、部分电解铝产能转移进度不及预期的风险；5、盈利不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价（HKD） 12.16

注：股价为 2025 年 2 月 13 日收盘价

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

全球铝产业链一体化强者.....	6
全流程夯实稳健，优质民营高效加持.....	8
铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工，经营长远稳定.....	8
铝：产业链利润，2025 年分配回归合理	11
氧化铝现实紧缺、预期过剩，推高 24 年利润份额.....	11
供给增速一升一降，产业链利润份额 25 年回归合理	14
高分红+铝资产拟回 A，估值中枢上移.....	18
资本开支高峰已过，高分红价值彰显	18
铝资产拟回 A，估值有望修复	18
风险提示.....	20

图表目录

图 1：中国宏桥股权结构图（2025 年 1 月）	6
图 2：公司历史发展沿革	7
图 3：公司实现铝全产业链布局	7
图 4：公司近年收入中枢整体抬升.....	8
图 5：公司近年盈利中枢有所抬升.....	8
图 6：电解铝业务和氧化铝业务为主要收入来源.....	8
图 7：电解铝业务和氧化铝业务为主要毛利来源.....	8
图 8：公司在全球具备稳定的原料供应体系	9
图 9：铝价、氧化铝价和铝土矿价强弱存在阶段性分化（单位：元/吨）	9
图 10：中国宏桥的氧化铝和电力自给率较高	10
图 11：中国宏桥 ROE 处于行业中上位（最新数采用 2024H1 年化）	10
图 12：中国宏桥净利率处于行业中上位（最新数采用 2024H1）	10
图 13：中国宏桥毛利率处于行业中上位（最新数采用 2024H1）	11
图 14：中国宏桥费用率处于行业中上位（最新数采用 2024H1）	11
图 15：中国宏桥总资产周转率处于中位（最新数采用 2024H1 年化）	11
图 16：中国宏桥杠杆系数处于行业中下位（最新数采用 2024H1）	11
图 17：24 年氧化铝价格快速上涨（元/吨）	12
图 18：氧化铝盈利处于历史高位（元/吨）.....	12
图 19：24 年，铝产业链中，氧化铝盈利份额不断扩张	12
图 20：山西河南 24 年 4 月氧化铝产能利用率较低	13
图 21：24 年 4 月因矿石（国产矿）问题而减产的氧化铝产能（万吨）	13
图 22：24H1 国内电解铝开工率上升迅速，H2 维持在 95%以上.....	13
图 23：四月至今，氧化铝库存不断去化，处于历史低位.....	13
图 24：多重因素叠加导致铝土矿年内涨幅偏小，进一步扩大氧化铝盈利份额	14
图 25：预计 25 年氧化铝产能投放达 1500 万吨，新增产量 788 万吨.....	15
图 26：预计 24/25 年几内亚铝土矿增量 1280/2787 万吨	15

图 27: 2024-2025 年, 铝供需格局整体紧平衡	16
图 28: 平衡表测算耗铜、耗铝系数假设	16
图 29: 预计 25/26 年海外电解铝投放达 77.8/87.2 万吨	17
图 30: 预计 25/26 年国内电解铝净增产量达 62/71 万吨	17
图 31: 历史上, 电解铝年均需求增速超过 2%	17
图 32: 公司资本开支整体下移	18
图 33: 公司 2019-2024H1 股利支付率均值约 49.2%	18
图 34: 中国宏桥的股息率明显高于同行	18
图 35: 宏拓实业最近两年的主要未经审计财务数据 (合并口径)	19

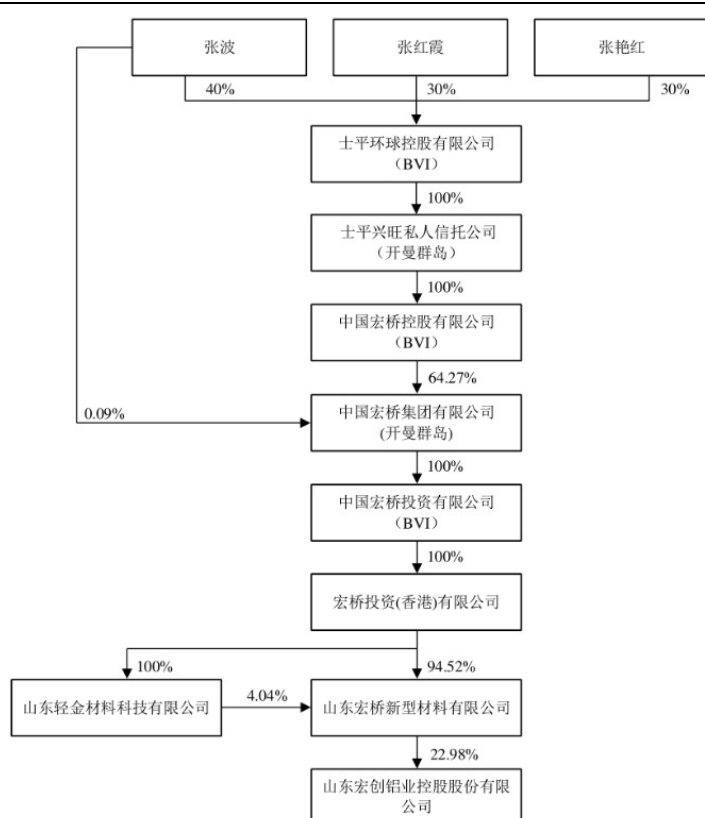
全球铝产业链一体化强者

全球领先的铝综合强者，具备全产业链优势。公司于 1994 年 7 月成立，并于 2011 年 3 月在香港联交所主板上市。公司是全球最具规模的铝产品制造商之一，集热电、采矿、氧化铝、液态铝合金、铝合金锭、铝合金铸轧产品、铝母线、高精铝板带箔、新材料于一体，构建了完整的铝产业链，奠定了其作为行业领先特大型企业的地位。

2023 年年底，公司拥有总资产 2003.2 亿元以及超过 4 万多名员工，旗下有山东宏桥新型材料有限公司、山东魏桥铝电有限公司、山东宏拓实业有限公司、云南宏桥新能源有限公司、山东宏创铝业控股股份有限公司、印尼宏发韦立氧化铝有限公司等一百余家子公司。中国宏桥已建成邹平、魏桥、滨城区、惠民、阳信、北海、沾化、博兴、威海、云南文山州、云南红河州、印度尼西亚、几内亚十三个生产基地。铝产品的运行年产能约 646 万吨。2023 年中国宏桥铝合金产品产量约 626.5 万吨，铝合金加工产品产量约 77.0 万吨。

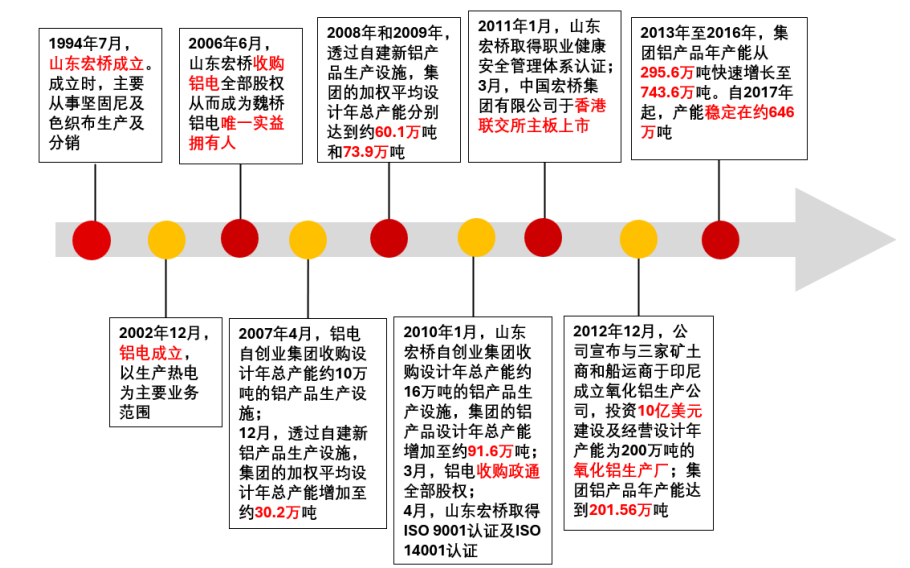
公司股权结构以张氏家族控股为核心。张氏家族（张波、张艳红、张红霞）通过家族信托方式实控公司，间接持有公司 64.27% 的股份。

图 1：中国宏桥股权结构图（2025 年 1 月）



资料来源：宏创控股公司公告，长江证券研究所

图 2：公司历史发展沿革



资料来源：公司官网，长江证券研究所

铝全产业链布局完整。公司在几内亚、印尼及澳大利亚拥有铝土矿开发项目，并且再自备电基础上，积极利用水电、光伏等清洁能源，不断优化能源结构。2024年6月，公司氧化铝总年产能1950万吨，其中国内年产能1750万吨，印尼年产能200万吨；电解铝年产能约为646万吨，山东及云南两地分别为497.1万吨及148.8万吨，2024H1电解铝产量约322万吨，产能利用率为年化99.7%；在下游铝加工环节，2024H1铝合金加工产量约49.3万吨，公司可完成装饰箔、家用箔、热封箔、糖果箔、食品箔、双零箔等产品的开发和生产。

图 3：公司实现铝全产业链布局

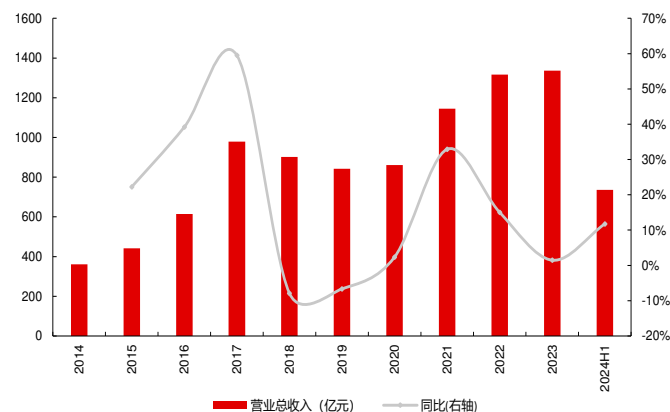


资料来源：公司官网，长江证券研究所

受益于铝产业链价格整体上移，公司收入和盈利中枢亦有所抬升。根据公司盈利预告，预计公司2024年净利润同比增长约95%，创历史新高。电解铝和氧化铝为核心

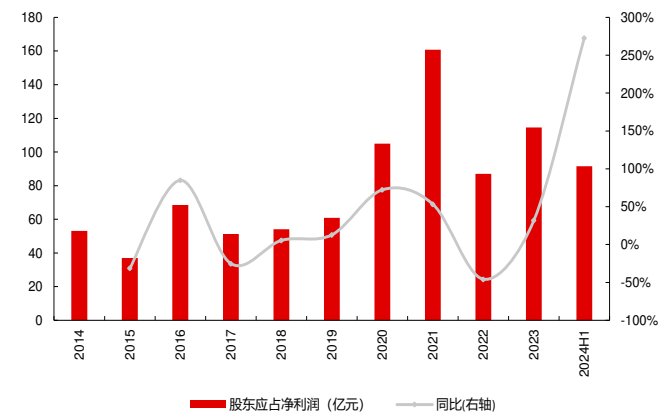
利润来源，2024H1 铝合金产品、氧化铝、铝合金加工产品的销售额占比分别为 67%、22%和 10.3%。

图 4：公司近年收入中枢整体抬升



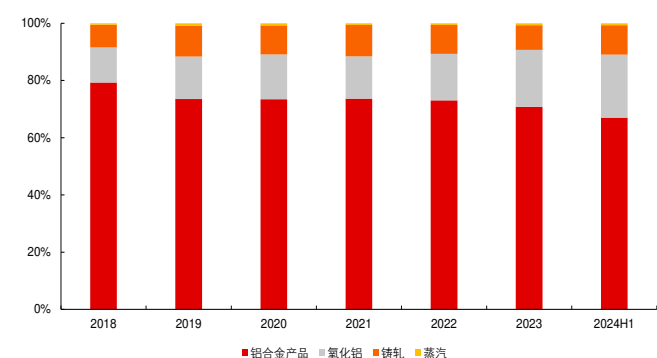
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：公司近年盈利中枢有所抬升



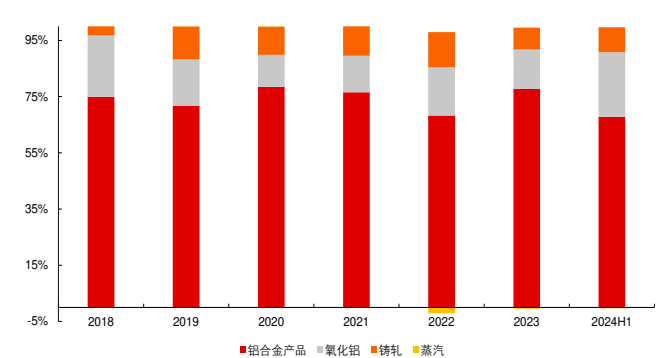
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：电解铝业务和氧化铝业务为主要收入来源



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：电解铝业务和氧化铝业务为主要毛利来源



资料来源：Wind，长江证券研究所

全流程夯实稳健，优质民营高效加持

铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工，经营长远稳定

公司在全球范围内布局“铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工”全流程铝产业链，有效对冲不同品种价格波动影响，保障长期经营稳健性。

由中国宏桥集团、新加坡韦立集团、烟台港集团和几内亚 UMS 公司组成的企业联合体——“赢联盟”(SMB WINNING CONSORTIUM)进驻几内亚，该项目出矿量从 2015 年的 100 万吨，到 2016 年的 1150 万吨，再到 2017 年的 3150 万吨，目前维持铝土矿年产能约 5000 万吨。

公司氧化铝总产能 1950 万吨，其中国内年产能 1750 万吨，印尼年产能 200 万吨。主要原料铝土矿从几内亚、澳大利亚、巴西和马来西亚等国进口。氧化铝使用单组年产能达一百万吨的全管道化溶出生产线，提高设备运行效率，减少能源消耗。

公司电解铝年产能约为 646 万吨，山东及云南两地分别为 497.1 万吨及 148.8 万吨，公司生产线全部采用了 400kA 至 600kA 四端进电大型预焙槽。同期国内铝产品总产能中，电流强度超过 300kA 的铝产品生产线的平均占比约在 85%-90%。公司 2024H1 自备电比例为 49.38%，叠加云南水电优势，有效节省综合电力成本。公司采用无电泵系统，降低耗电量；采用中压缸启动技术，减低机组在调试和生产过程中的能源消耗。

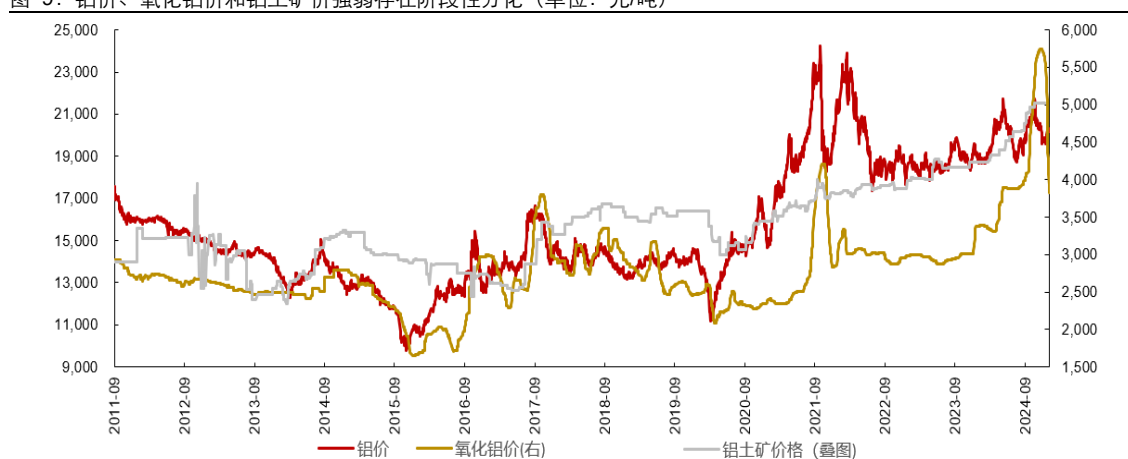
尽管铝土矿、氧化铝和铝价的长期走势方向基本一致，但是阶段价格仍存强弱分化，更多源于其品种间的供给松紧。比如 2024 年铝价整体相对平稳，但是氧化铝和铝土矿供给相对刚性催生价格大涨，公司作为全流程一体化龙头充分受益，由此实现 2024 年盈利创历史新高。

图 8：公司在全球具备稳定的原料供应体系



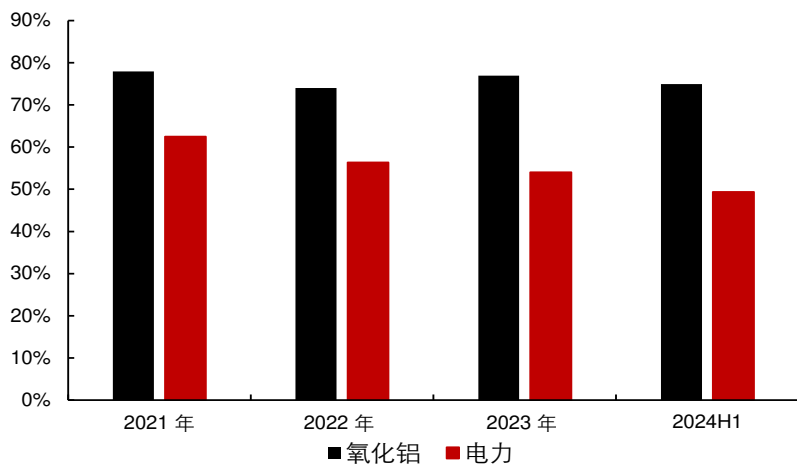
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 9：铝价、氧化铝价和铝土矿价强弱存在阶段性分化（单位：元/吨）



资料来源：Wind，钢联数据，长江证券研究所

图 10：中国宏桥的氧化铝和电力自给率较高



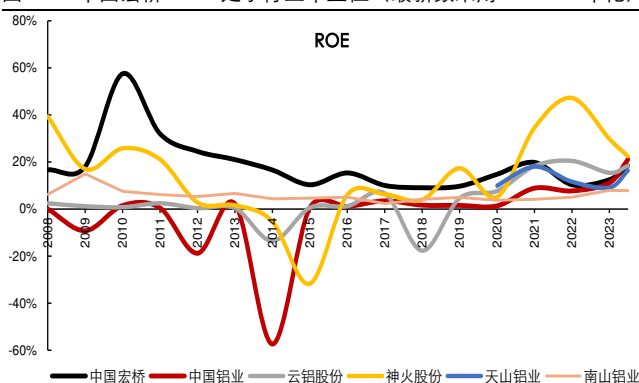
资料来源：公司公告，长江证券研究所

灵活机制管理，成本优势突出

公司管理机制高效，成功实现全球全铝产业链一体化布局，且充分依托云南水电资源优势转移部分电解铝产能，进一步实现成本领先。公司已拥有邹平、滨城、魏桥、惠民、阳信、沾化、北海、博兴、云南、威海十个生产基地，其中位于滨州地区的八个生产基地由自有供电网连接，集中供电、集中采购，公司运营规模效率较高。

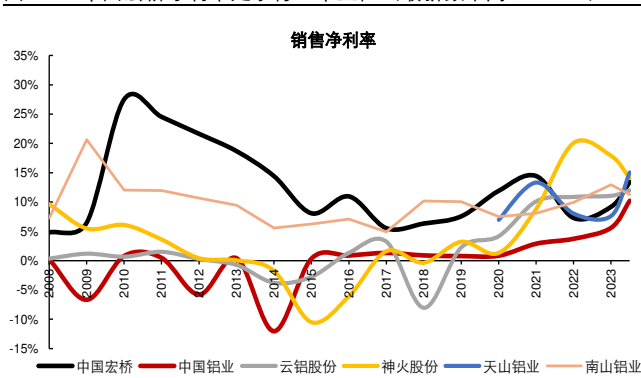
从财务杜邦分析来看，公司 ROE 高达 18.35%(2024H1 年化)，处于电解铝行业前列；从财务结构而言，同期净利率达 13.4%，总资产周转率 0.72，杠杆系数为 1.94，综合成本运营优势突出。

图 11：中国宏桥 ROE 处于行业中上位（最新数采用 2024H1 年化）



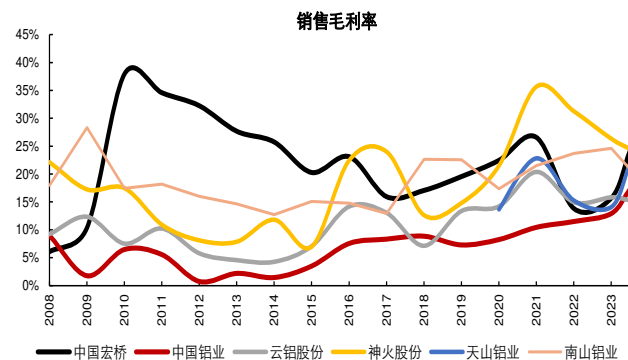
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：中国宏桥净利率处于行业中上位（最新数采用 2024H1）



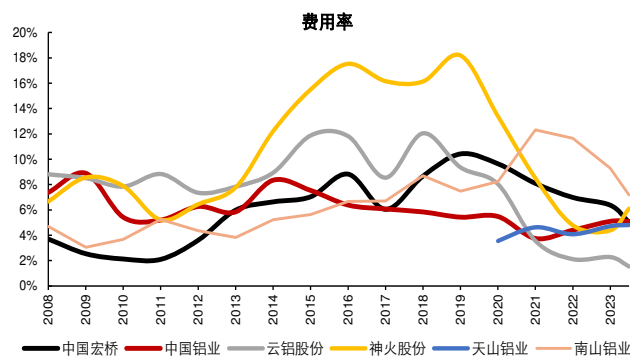
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：中国宏桥毛利率处于行业中上位（最新数采用 2024H1）



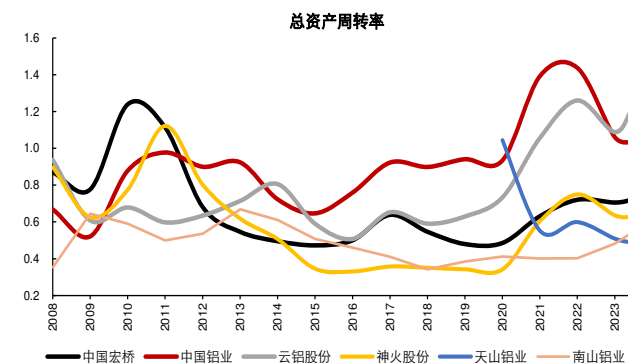
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：中国宏桥费用率处于行业中上位（最新数采用 2024H1）



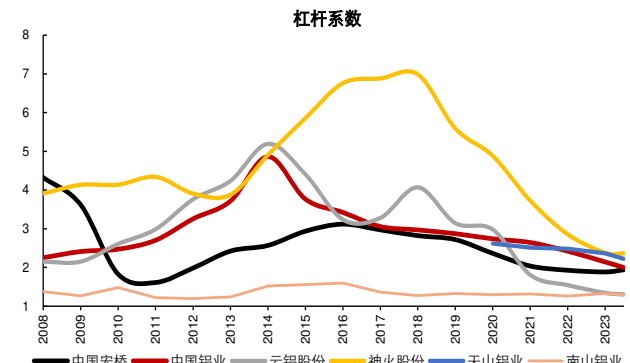
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：中国宏桥总资产周转率处于中位（最新数采用 2024H1 年化）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：中国宏桥杠杆系数处于行业中下位（最新数采用 2024H1）



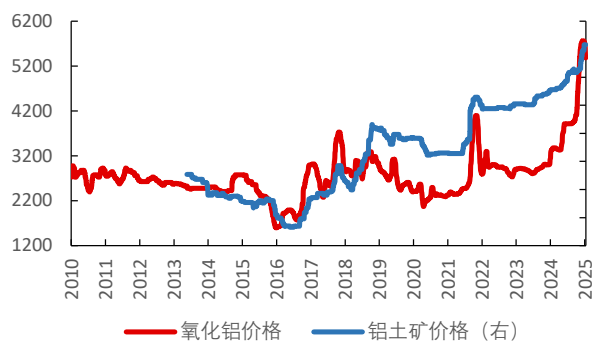
资料来源：Wind，长江证券研究所

铝：产业链利润，2025 年分配回归合理

氧化铝现实紧缺、预期过剩，推高 24 年利润份额

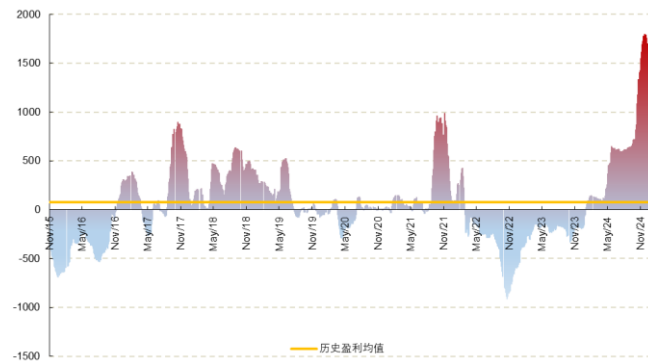
2024 年，由于原料端国内山西、河南地区铝土矿 3 月以来因环保、安监等因素减停产，海外几内亚 GAC 铝土矿停止出口进一步扰动，氧化铝供给随之受阻，加之需求端云南产能因来水较好而提前复产，氧化铝价格因此出现上涨，截止 2024 年 12 月，全年累计最大涨幅 83%，氧化铝吨盈利也相应大幅改善，处于历史最高位，12 月 31 日测算氧化铝平均单吨盈利达 1662 元/吨，占铝全产业链盈利份额比重为 73%。

图 17：24 年氧化铝价格快速上涨（元/吨）



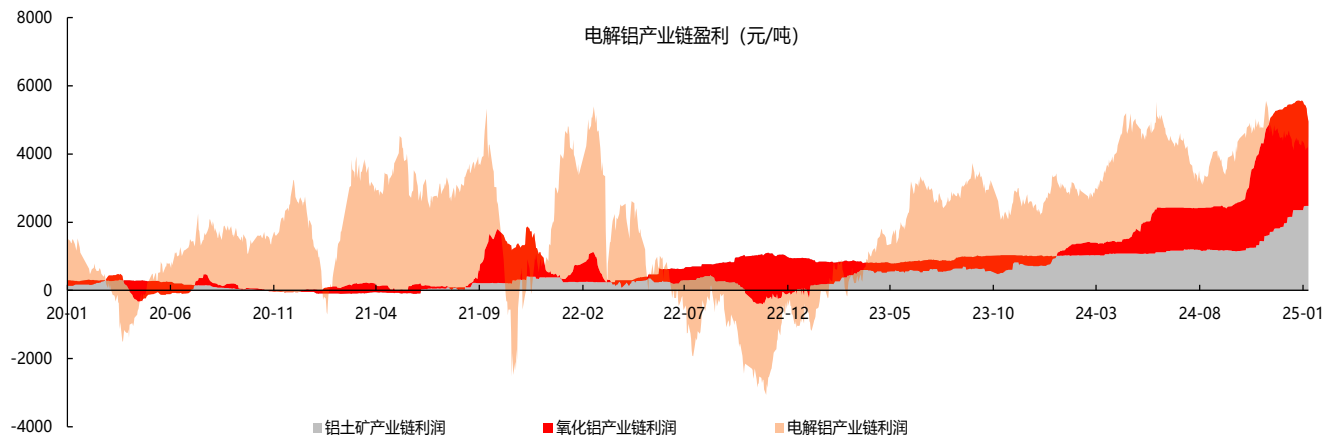
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：氧化铝盈利处于历史高位（元/吨）



资料来源：Wind，SMM，长江证券研究所

图 19：24 年，铝产业链中，氧化铝盈利份额不断扩张



资料来源：Wind，SMM，长江证券研究所

图 20：山西河南 24 年 4 月氧化铝产能利用率较低

地区	建成产能(万吨)	运行产能(万吨)	开工率
山西	2620	1760	67.20%
河南	1307	740	56.60%
山东	3010	2890	96.00%
重庆	480	400	83.30%
贵州	630	450	71.40%
广西	1535	1365	88.90%
内蒙	140	0	0.00%
云南	140	140	100.00%
河北	480	450	93.75%
总计	10342	8195	79.23%

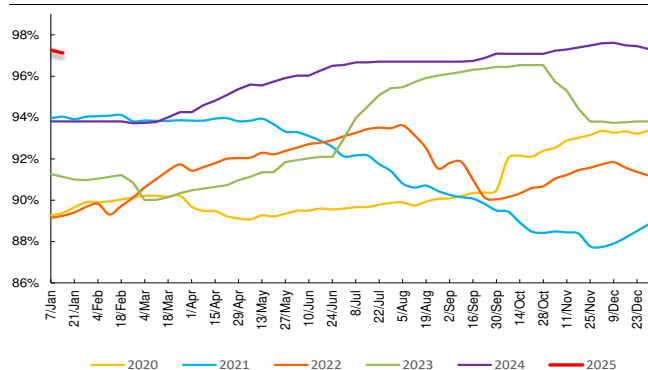
资料来源：阿拉丁，长江证券研究所

图 21：24 年 4 月因矿石（国产矿）问题而减产的氧化铝产能（万吨）

企业	常规运行	减产后	当前运行	复产用矿
山西	130	70	100	进口
	240	170	240	国产+进口
	100	0	80	进口矿
	90	35	90	进口矿
	100	100	100	进口矿
河南	210	150	210	进口矿
	280	80	80	
	50	0	0	
	140	80	90	
贵州	60	0	60	
	140	70	90	进口矿
广西	250	200	200	
	50	0	0	
合计	1840	955	1340	单位万吨

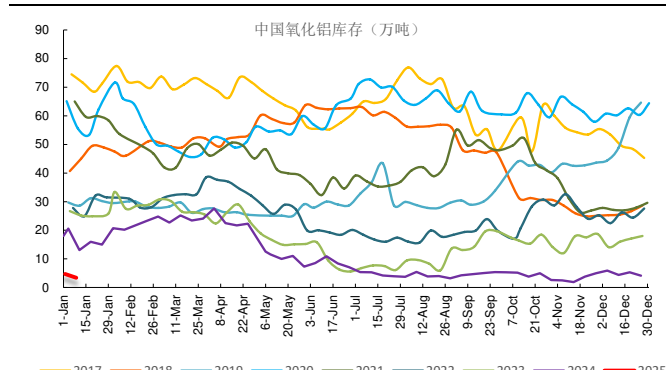
资料来源：阿拉丁，长江证券研究所

图 22：24H1 国内电解铝开工率上升迅速，H2 维持在 95%以上



资料来源：阿拉丁，长江证券研究所

图 23：四月至今，氧化铝库存不断去化，处于历史低位



资料来源：Wind，长江证券研究所

供需两端边际改善，导致氧化铝涨价不难理解，不过，缘何因铝土矿停产而造成的氧化铝供给受阻，反而使得氧化铝涨幅大幅领先于其产业链上下游，最终分得产业链绝大部分利润份额更值得深究。

对此，我们认为，这主要源于两方面的产业逻辑：1) 氧化铝下游电解铝，因高温连续化生产模式，而难以减产，最终但凡电解铝环节还有现金利润，氧化铝便有涨价空间；2) 氧化铝生产环节，对今年以来氧化铝高盈利的持续性，信心不足，最终使得存量氧化铝供给恢复缓慢，氧化铝价格上涨幅度超过铝土矿。

下游电解铝生产相对刚性，助长氧化铝涨价

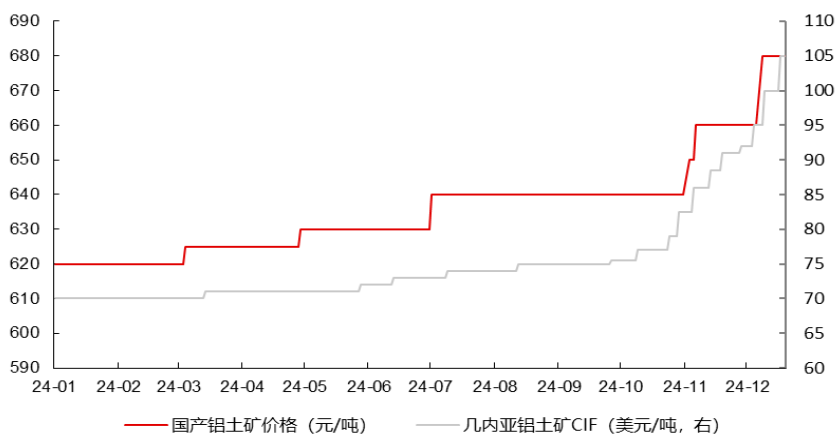
电解铝厂复产周期长，费用高，因此即使成本高企，铝企停产意愿仍偏低。高温连续化生产的工艺特征，使得电解槽长时间大面积停产后，再重新复产的启动成本高、启动时间长。根据《特种铸造与有色合金》期刊研究，一般而言，复产时，每台电解槽启槽费用约 50-60 万元，以年产能 1093 吨的 400kA 电解槽计算，单吨电解铝复产费用约达 450-550 元/吨。因此，只有大幅亏损现金流，并且对未来盈利的恢复展望悲观时，铝企才会选择停产。这种下游生产的相对刚性，导致供需紧张的氧化铝，可以不断侵蚀下游电解铝盈利空间。

预期过剩，即便现实紧张，氧化铝亦难决策复产

氧化铝现实紧缺、预期过剩，推高 24 年利润份额。尽管氧化铝短期实现暴利，但长期过剩的事实，导致产业对氧化铝中长期盈利展望始终谨慎。加之今年氧化铝的高盈利局面的形成，并非一蹴而就，乃是一波三折。因此，过程中，始终难以展望长久的高盈利，使得**存量氧化铝企业对需要增加投入、改用外矿进行复产的意愿并不高**，从而导致铝土矿涨价慢，氧化铝盈利份额畸高。

具体而言，氧化铝高盈利状态的形成，一波三折，其过程如下：1) 3-6 月，国产矿限产导致氧化铝供给受限，但彼时市场预期三中全会后政策放松，铝土矿有复产可能；2) 7-10 月，三中全会后国产矿限制政策未出现放松，但市场继续预期冬季云南枯水季期间，电解铝限产，氧化铝下游需求受限，进而压制盈利水平。3) 10-11 月，云南电解铝明确枯水期不限产，但市场继续预期 25 年年初氧化铝新增产能会陆续投放。

图 24：多重因素叠加导致铝土矿年内涨幅偏小，进一步扩大氧化铝盈利份额



资料来源：Wind, SMM, 长江证券研究所

供给增速一升一降，产业链利润份额 25 年回归合理

截止 2024 年 12 月 31 日，氧化铝税前利润率已达 33%，简单以单吨投资 2000 元/吨计算，投资回收期仅在 14 个月左右。过高的利润水平在长期内难以持续，这是常识。2025 年，国内与印尼多个百万吨级氧化铝项目将投产，预计全年产能投放 1500 万吨，假设爬坡期一个季度，预计新增产量 788 万吨，对应 406 万吨电解铝生产需要，产量增速预计达 5.74%。快速供给投放下，盈利份额必然从氧化铝环节，流向产业链其他环节，具体流向则取决于氧化铝上下游各自供给弹性。

展望 2025 年铝产业链供给释放情况：1) 电解铝方面，国内产能触顶叠加海外产能释放缓慢，预计全球产能增量 139 万吨，其中国内 62 万吨，海外 78 万吨，产量增速预计达 1.92%；2) 铝土矿方面，25 年仅几内亚铝土矿预计新增产量 2787 万吨，对应 1436 万吨氧化铝，552 万吨电解铝，产量增速达 19.8%，即便考虑 EGA 可能难恢复，则几内亚铝土矿新增产量仍达 1554 万吨，对应 801 万吨氧化铝，308 万吨电解铝，这还没有考虑印尼项目投产。

因此在 2025 年，从紧缺程度来讲，电解铝>铝土矿>氧化铝，故预计氧化铝当前利润份额将向下游转移概率较大，电解铝盈利将重新扩张，产业链利润份额分配回归合理。

图 25：预计 25 年氧化铝产能投放达 1500 万吨，新增产量 788 万吨

2025 (单位: 万吨)												
项目	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	10月	12月	产能合计	产量合计
洁化置换	100		-50		100	50	-50				150	65
华昇二期	100			100							200	150
创源新材			100								100	96
鲁北海生							50				50	19
文丰新材				120	120			120	120		480	175
九龙万博									100		100	50
广投临港										100	100	17
锦江集团印尼氧化铝						100					100	46
曼帕瓦氧化铝厂		100									100	96
齐力印尼氧化铝				120							120	75
合计	200	100	50	340	220	150	0	120	220	100	1500	788

资料来源：阿拉丁，公司公告，长江证券研究所

图 26：预计 24/25 年几内亚铝土矿增量 1280/2787 万吨

所属公司	几内亚矿企	23年产量 (万吨)	24年预计产量 (万吨)	25年预计产量 (万吨)
"几内亚赢联盟" (中国宏桥)	SMB	4960	5300	6000
美国铝业	CBG	1611	1500	1600
EGA阿联酋环球铝业公司	GAC	1415	1058	1234
中国铝业	CHALCO	1360	1450	1500
河南国际矿业	CDM-HENAN	947	950	900
顺达矿业	AGB2A/SDM	818	1800	2000
国家电投	SPIC	315	300	300
Ashapura Minechem (非洲矿企)	ASHAPURA	444	300	500
俄铝	COBAD	213	300	300
俄铝	CBK	274	300	300
阿鲁法Bel Air铝土矿项目	BAM	305	300	250
中国电力建设集团	GIC-TOP	80	200	300
中国电力建设集团	GIC-II	0	100	800
印度塔塔集团	DM	0	100	400
Société des Bauxites de Guinée	SBG	15	0	0
淄博润迪铝业有限公司	KIMBO	10	18	50
SD(BUREAU DE STRATEGIE ET DE DEVELOPEMENT)	ZhGuiM	0	36	100
天山铝业	ELITE	0	35	300
总产量		12767	14046.5	16833.75
增量			1279.5	2787.25
增速			10.02%	19.84%

资料来源：阿拉丁，公司公告，长江证券研究所

经测算，全球角度，2024/25 年全球铝需求增速 3.17%/1.85%，铝供给：2024/25 年全球供给增速 2.76%/1.92%。

图 27：2024-2025 年，铝供需格局整体紧平衡

铝供需拆分表 (单位: 万吨)		2019		2020		2021		2022		2023		2023年度总量		2024年10月		2024		2025																			
		占比全球	占比中国	总量	增速	总量	增速	总量	增速	总量	增速	总量	增速	前10月	后2月	总量	增速	总量	增速																		
需求	区域	全球	100%		6445	1.88%	121	6567	2.55%	167	6734	3.43%	231	6965	1.44%	100	7065	5851	1204	3.03%	178	6039	3.17%	224	7289	1.85%	135	7424									
		海外			3309	-7.11%	-235	3,074	1.38%	42	3,116	5.88%	183	3,299	-4.47%	-148	3152	2654	497	-8.66%	-17	2637	-1.27%	-40	3112	4.03%	125	3237									
		中国			49%		3136	11.57%	357	3,493	3.58%	125	3,618	1.32%	48	3,666	6.76%	248	3,913	3206	707	6.99%	195	3401	6.74%	264	4177	0.23%	10	4187							
		全球风电			0.10%		3	56.21%	4	10	-1.77%	-0	10	-17.11%	-2	8	50.30%	4	12	7.6	4.8	27.85%	2.1	9.7	21.65%	2.7	15.1	21.48%	3	18							
		国内风电			0.04%		3	103.14%	3	6	-12.59%	-1	5	-20.90%	-1	4	101.67%	4	8	4.0	4.1	22.76%	0.9	4.9	15.32%	1	9	19.76%	2	11							
		海外风电			0.06%		4	19.46%	1	4	12.64%	1	5	-13.20%	-1	4	1.92%	0	4	3.6	0.7	33.45%	1.2	4.8	33.45%	1	6	24.26%	1	7							
		全球光伏			2.47%		159	22.16%	35	195	26.31%	51	246	59.60%	147	392	68.88%	270	663	512	150	24.25%	124	637	24.40%	161.7	824.3	19.26%	159	983							
		国内光伏			1.44%		93	33.07%	31	123	24.48%	30	153	72.26%	111	264	85.45%	226	490	370	120	20.37%	75	445	20.65%	101	591	14.08%	63	674							
		海外光伏			1.04%		67	7.06%	5	72	29.47%	21	93	38.63%	36	128	34.80%	45	173	143	30	34.28%	49	192	34.99%	61	234	32.38%	76	309							
		全球电动车			0.58%		38	52.37%	20	57	132.22%	76	133	72.58%	96	229	40.69%	93	323	246	77	27.90%	69	314	20.04%	93.7	416.5	29.55%	123	540							
		国内电动车			0.30%		19	23.84%	5	24	187.22%	45	89	107.44%	74	143	43.47%	62	206	158	48	40.74%	64	222	42.46%	87	293	31.21%	91	384							
		海外电动车			0.28%		18	82.91%	15	33	92.35%	31	64	34.86%	22	86	36.05%	31	117	88	29	4.81%	4	92	5.49%	6	124	25.62%	32	155							
		全球传统汽车			21%		1339	-14.72%	-197	1142	-0.13%	-1	1140	-7.80%	89	1051	7.88%	83	1134	903	230	-4.66%	-42	861	-4.29%	-49	1085	-5.57%	60	1025							
		国内传统汽车			5%		313	-6.91%	-22	292	-4.18%	-12	280	-11.81%	33	313	3.80%	12	325	262	62	-9.89%	-26	236	-10.00%	-32	292	-16.35%	48	244							
		海外传统汽车			16%		1025	-17.11%	-175	850	1.27%	11	860	-14.17%	-122	739	9.60%	71	809	641	168	-2.52%	-16	625	-2.00%	-16	793	-1.60%	-13	781							
		中国地产 (三四+二线)			7%		423	-0.62%	-3	420	11.68%	49	469	1.23%	6	475	5.25%	25	500	353	146	20.66%	73	427	20.00%	100	600	10.00%	60	660							
		中国地产			17%		1111	2.96%	33	1144	9.16%	105	1249	-5.36%	-67	1,182	5.54%	65	1247	1151	96	-11.99%	-128	1024	-10.20%	-127	1120	-21.30%	-239	881							
		中国其他 (空调+冰箱+洗衣机)			3%		201	2.48%	5	206	3.48%	7	213	1.49%	3	216	11.39%	25	241	201	40	8.91%	18	219	9.00%	22	262	3.50%	9	271							
全球其他			40%		3169	7.09%	225	3393	-3.50%	-119	3275	4.18%	137	3,411	-13.65%	-466	2946	2486	480	2.48%	62	2548	0.69%	20	2966	2.69%	80	3046									
中国其他(中国制造业+基建等)			15%		974	31.32%	305	1279	-7.69%	98	1180	-9.40%	-111	1,069	-16.01%	-171	898	707	191	16.60%	117	824	12.50%	112	1010	5.00%	51	1061									
海外其他(海外传统能源)			34%		2195	-3.66%	90	2115	-0.97%	-21	2094	11.83%	248	2,342	-12.57%	-294	2,048	1779	269	-3.13%	-56	1723	-4.50%	-82	1956	1.50%	29	1985									
供给	区域	全球			6399	2.53%	182	6559	2.26%	150	6700	2.62%	175	6885	2.71%	187	7072	5880	1192	2.61%	154	6034	2.76%	195	7267	1.92%	139	7406									
		海外			3378	-8.38%	-317	3,061	0.05%	1	3,063	6.87%	210	3,273	-3.34%	-103	3164	2656	508	-1.51%	-40	2616	-0.11%	-4	3160	2.46%	78	3238									
		中国			3019	15.85%	479	3,498	4.24%	148	3,646	-0.96%	-35	3,612	8.20%	296	3908	3224	684	6.01%	194	3418	5.08%	199	4106	1.50%	62	4168									
		边际需求-边际供给 (同比)						-40		18		56		-87							24			29				-4									
总量供给-总量需求 (库存表现)							-47.4		-7		-25		-80						6			-5			-22		-18										
中国地产贡献需求增量比重							27%		17.42%		63%		18.54%		-29%		16.97%		65%		17.65%		-72%		16.95%		-57%		15.37%		-177%		11.87%				
全球风光电贡献需求增量比重							3.16%				48%		3.99%		76%		5.77%		104%		9.05%		368%		14.12%		110%		15.91%		115%		-17.23%		211%		20.76%

资料来源：Wind，阿拉丁，MarkLines，中电联，长江电新组，长江证券研究所（其中：2024-2025 年为预测）

图 28：平衡表测算耗铜、耗铝系数假设

项目		耗铜/耗铝情况			
领域	单位	耗铜系数	耗铝系数		单位
新能源车	辆	0.08	20/21/22/23/24/25年分别为0.198/0.209/0.219/0.229/0.240/0.250		吨
传统车	辆	0.03	0.15		吨
风电	GW	4700	1063		吨
光伏支架	GW	5250	15400		吨
光伏组件	GW	467.5	7000		吨
电网	(投资额) 亿元	585	2021年为947吨, 此后每年上升3%		吨
地产竣工端	竣工面积 (万平方米)	20	116		吨
家电	万台	59	54		吨

资料来源：中国金融信息网，IAI，工信部，长江证券研究所

平衡表测算假设：

- 供给假设：1) 全球铜供给增速，查阅海内外铜公司对 24/25/26 年铜矿产量指引，加总得到全球铜矿增量，结合 Woodmac 对 24/25/26 再生铜产量预期，得到精炼铜增量。24 年预测额外计算前 8 月废铜加工量同比变动，并假设此后废铜加工同比不变。2) 全球电解铝产量增量以未来电解铝投产、扩产、复产、停产项目产量影响推算，国内电解铝产量增量考虑 4500 万吨产能上限约束产量增长。
- 需求假设：1) 新能源需求参考长江电新组预测数据；2) 电网需求假设，按照国网、南网“十四五”规划倒算，后 2 年维持平均增长；3) 地产需求测算假设 2 年半前地产开工面积转化为竣工，并结合当前二手房成交量变动数据加权计算。
- 假设 2024-2025 年，海内外工业逐步复苏带动需求改善，假设 24/25 年，铝全球其他需求同比分别+0.68/2.69%，铜全球其他需求同比分别-7.62/0.4%。
- 新能源车耗铝系数假设：根据国际铝协统计的我国 19 年的数据 188kg/辆，参考工信部《节能与新能源汽车技术路线图》提出我国汽车轻量化单车用铝目标：2025 年和 2030 年分别实现 250kg/辆和 350kg/辆，假设 2020-2025 年耗铝系数均匀变化。

更加值得重视的是，由于供给增速因国内产能到顶而逐步收敛，需求增速反而随着地产竣工风险释放而有望逐步扩大，电解铝供需格局长期展望向好水到渠成。

图 29：预计 25/26 年海外电解铝投放达 77.8/87.2 万吨

项目类型	公司名称	冶炼厂	2024	2025	2026
未来在建项目	印尼华青铝业	印尼华青铝业铝厂（规划200万吨）	8.3	12.5	12.5
	阿达罗资源-力勤	印尼北加里曼丹		33.3	29.2
	EGA	阿联酋AITaweelah（规划7.8万吨）			
	EGA	阿联酋Jebel Ali（规划25万吨）			
	Pressmetal	马来西亚Pressmetal（规划32万吨）			
	SALCO&AAC&Iran Alumina Company（规划47万吨）		15.0	15.0	
	陈红泉冶金	越南EPC项目	7.5	7.5	18.8
	华通线缆	安哥拉本戈省的年产12万吨电解铝		3.0	9.0
远期规划项目	Inalum	印尼Kuala Tanjung	1.2	1.2	
	INALUM, ANTAM（25年投建，28年完工）	印尼Mempawah			
	Inalum	印尼苏门答腊水电站（规划30万吨）			
	华友控股	印尼（两期合计200万吨）			
	山东电建	印尼宾坦			
	Sino Ord Park	非洲安哥拉本戈省北部			5.0
	锦江集团	沙特沙吉赞			
	博赛矿业	马来西亚关丹			
复产项目	CBA Aluminio	巴西CBA	2.0	1.0	
	Aluar	阿根廷Aluar			
	Alcoa	San Ciprian		4.3	12.8
	AIP	Dunkerque	2.6		
减产项目 (未来可能复产)	Rusal	俄罗斯Taishet			
	Uniprom	KAP			
海外增量总计			61.6	77.8	87.2

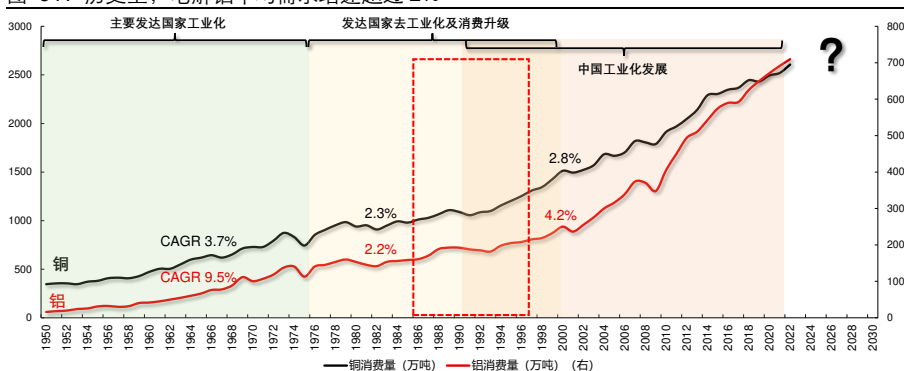
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：预计 25/26 年国内电解铝净增产量达 62/71 万吨

省市	新增项目	规划产能	2025年净增产能	2025年净增产量	2026年净增产能	2026年净增产量	备注
青海	中铝青海	50	10	5	0	5	产能置换(云铝股份)。预计25年中投产
青海	海源绿能	35	11	5.5	0	5.5	重组后复产，复产时间假设为25年中
内蒙古	华云三期	42	0	17	0	0	5月18日通电启槽
内蒙古	扎铝二期	35			35	35	争取 2025 年 12 月底前投产2026 年预计达产 35万吨
新疆	天山铝业	140			20	25	24年6月28日奠基，但截至24年10月尚未开建
小计		302	21	28	55	71	
云南提产				34			
合计			21	62	55	71	

资料来源：阿拉丁，长江证券研究所

图 31：历史上，电解铝年均需求增速超过 2%



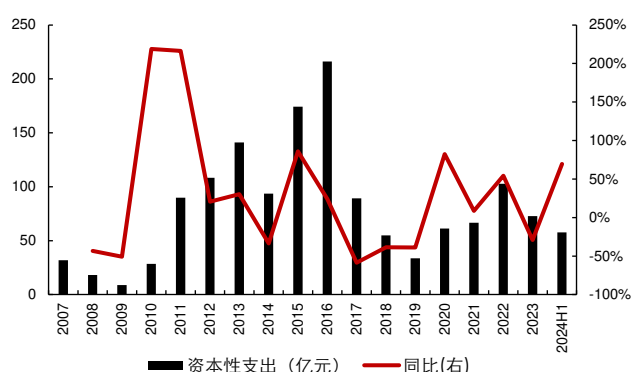
资料来源：Wind，SMM，ICSG，长江证券研究所

高分红+铝资产拟回 A，估值中枢上移

资本开支高峰已过，高分红价值彰显

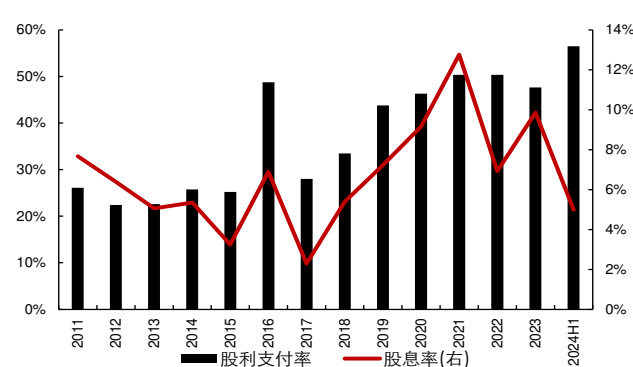
公司成功实现全球铝全产业链布局后，大额资本开支高峰阶段基本完成，从 2017 年以来分红比例快速提升，2019-2024H1 股利支付率均值约 49.2%，2019-2023 年股息率均值为 9.2%，明显优于铝同行，且处于金属周期板块高位水平。考虑到未来铝价中枢有望继续上升，叠加供需紧平衡导致铝价波动变小，公司现金盈利空间更进一步打开，高股息长期投资价值脱颖而出，构筑有效安全边际。且铝板块随着上游资本开支投资完成，电解铝行业有望步入高分红期，则铝板块分红稳健投资效应逐步彰显。

图 32：公司资本开支整体下移



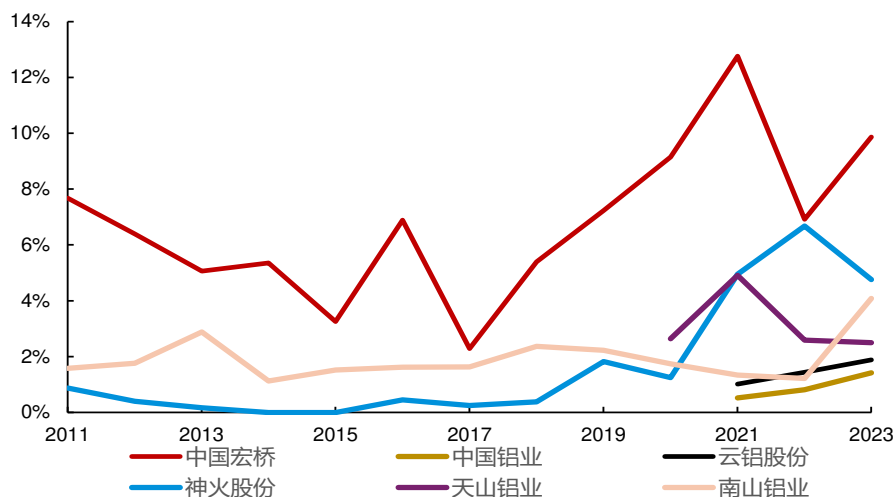
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：公司 2019-2024H1 股利支付率均值约 49.2%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：中国宏桥的股息率明显高于同行



资料来源：Wind，长江证券研究所

铝资产拟回 A，估值有望修复

宏创控股 2025 年初公告，拟发行股份购买资产暨关联交易预案，拟收购宏拓实业全部股权，以向包括魏桥铝电在内的宏拓实业的现有股东发行新股作为收购对价。标的资产交易价格尚未最终确定。本次发行股份购买资产的发行价格为 5.34 元/股，为定价基准日前 120 个交易日公司股票交易均价的 80%。

宏拓实业具备氧化铝/电解铝产能分别为 1750/646 万吨，为中国宏桥的核心铝资产，2024 年实现营业收入 1499.09 亿元，净利润 202.62 亿元。倘若宏创控股成功完成收购，则中国宏桥或将受益于 A/H 股估值差修复。

图 35：宏拓实业最近两年的主要未经审计财务数据（合并口径）

项目（亿元）	2023年	2024年
资产总额	1,006.41	1,139.50
净资产	435.9	486.16
营业收入	1,291.40	1,499.09
净利润	74.44	202.62

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、国内地产竣工超预期下行。若地产竣工面积超预期回落，将影响铝等金属材料需求，带动价格下跌。
- 2、美国经济硬着陆。有色金属价格与全球经济周期息息相关，在高利率背景下如果美国经济步入硬着陆，有色金属价格将面临下行风险。
- 3、地缘政治风险。不稳定的政治环境可能带来能源价格波动等问题，影响铝等产品生产成本。同时，贸易战争和贸易限制，加剧贸易摩擦，影响市场供需正常秩序。
- 4、部分电解铝产能转移进度不及预期的风险。为了积极响应国家的“双碳”战略，推动绿色铝全产业链的发展，充分利用云南丰富的绿色水电资源，公司将部分电解铝产能转移至云南。若后续产能转移进度不及预期，将对公司带来一定影响。
- 5、盈利不及预期的风险。倘若铝价大幅下跌，则公司盈利预测或将低于预期。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。