

中孚实业（600595）

证券研究报告

2025 年 07 月 19 日

电解铝强 α 标的，高盈利弹性+高股东回报加码有望迎价值重估

中孚实业：重整→破局→跃升，经营拐点向上。公司成立于 1993 年，控股股东为豫联集团，经多年发展，目前形成以铝及铝精深加工为主体，配套煤炭开采、火力发电、炭素的上下游产业协同经营模式，现有年产 69 万吨铝精深加工、75 万吨电解铝（电铝 50 万吨+火电铝 25 万吨）、15 万吨炭素、90 万千瓦电力、225 万吨原煤的产能规模。由于早期采用高成本的进口设备，加之河南电解铝产能受采暖季停产影响，公司曾在 19 年陷入 ST 危机，并于 20 年由债权人向法院提出破产重整申请。21 年底重整计划执行完毕，22 年扭亏成功摘帽，进入全新发展阶段。近年来通过一系列收购，公司电解铝权益产能已提升至 75 万吨/年，在铝板块实现了“绿色水电铝+再生铝”双重低碳化布局，电解铝业务实现稳定运行，铝精深加工业务加大产品研发、市场开发及产能提升，经营状况显著改善。

2025 年盈利弹性有望显现，同时股东回报加码，有望迎价值重估。1) **量增：**中孚铝业剩余 24%股权已完成收购，公司持有中孚铝业 100%股权，电解铝权益产能从约 63 万吨提升至 75 万吨。2) **降本：氧化铝方面，**公司无氧化铝产能，今年最大程度受益于氧化铝跌价。**电力方面，**存在较强的成本改善预期，24 年电力捆绑及结算方式调整导致广元用电成本提高，24 年底四川已调整政策、取消非水用电量强制配置，公司预计，广元地区 25 年平均结算电价可较 24 年大幅下降，或位于 0.45-0.48 元/度的区间内，远低于 24 年 0.54 元/度平均水平；河南地区火电铝电力成本则直接受益煤价下行；同时公司电解槽升级改造预计可显著降低电耗。3) **铝加工提价：**国内罐体罐料在行业反内卷，整体提价幅度超 1000 元，Q2 起公司铝罐料内销盈利有望进一步增厚。4) **员工持股+分红承诺：**25 年初发布较大力度的员工持股，筹集资金总额上限 12.5 亿元，同时覆盖总人数上限高达 6500 人；4 月份发布高分红规划，规划未来三年（25-27）分红不少于当年/期末可分配利润的 60%。

电解铝行业：供需趋紧，高利润有望延续。1) **供给端：**国内电解铝供应天花板约 4500 万吨，当前建成产能 4550 万吨已达峰，产能利用率位于历史相对高位，后续产能及产量增量有限。海外存量产能自 21 年以来因能源危机有所减产，至今尚未恢复。而海外新投产产能主要集中在印尼等国家，其产能或受限于较差的基础设施条件及电厂建设。综上，中期维度内国内及海外电解铝供应增量有限。2) **需求端：**电解铝主要应用于建筑地产/交运/电力/消费品/机械领域，24 年占比分别为 23.7%/24.8%/18.5%/10.0%/8.0%。传统领域中，地产对铝需求形成一定拖累，但电力、家电等需求韧性较强。**新能源领域，**电解铝需求主要由光伏及新能源车拉动。光伏装机的稳定增长叠加新能源车产销的高景气度为铝需求提供较多增量。**供需趋紧格局下，预计铝价中枢有望稳步抬升，电解铝行业高利润有望延续。**

盈利预测及投资建议：电解铝供需向好带来铝价中枢抬升和高利润延续，叠加自身强 α ，25 年公司盈利具备较高弹性。我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 18.3/26.1/29.3 亿元，同比+159.7%/+42.7%/+12.4%，对应当前股价 PE 为 9.9/6.9/6.1 倍。参考可比公司，考虑公司兼具基本面改善和高分红预期等利好因素，给予公司 26 年业绩 8 倍估值，目标价 5.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；下游需求不及预期风险；电解铝新投产产能超预期风险；行业竞争加剧风险；出口及汇率风险；测算具有主观性；二级市场股价波动风险；生产运营效率波动风险。

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	4.49 元
目标价格	5.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,007.91
流通 A 股股本(百万股)	4,007.91
A 股总市值(百万元)	17,995.49
流通 A 股市值(百万元)	17,995.49
每股净资产(元)	3.92
资产负债率(%)	33.36
一年内最高/最低(元)	5.20/2.24

作者

刘奕町	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001	
liuyiting@tfzq.com	
吴亚宁	联系人
wuyaning@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,792.87	22,761.27	23,540.28	24,040.28	24,540.29
增长率(%)	7.29	21.12	3.42	2.12	2.08
EBITDA(百万元)	3,213.40	2,573.40	3,204.79	4,217.22	4,553.07
归属母公司净利润(百万元)	1,159.21	703.69	1,827.47	2,607.23	2,930.42
增长率(%)	10.41	(39.30)	159.70	42.67	12.40
EPS(元/股)	0.29	0.18	0.46	0.65	0.73
市盈率(P/E)	15.53	25.58	9.85	6.90	6.14
市净率(P/B)	1.32	1.23	1.10	0.95	0.82
市销率(P/S)	0.96	0.79	0.76	0.75	0.73
EV/EBITDA	5.11	5.36	4.93	3.58	2.02

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 中孚实业：重整→破局→跃升，经营拐点向上	4
1.1. 发展历程：重整旗鼓，踏上绿色新征程	4
1.2. 股权结构：豫联集团为控股股东，员工持股+分红计划彰显发展信心	5
1.3. 财务分析：重整后经营状况显著改善	7
2. 公司铝产业链布局情况	8
2.1. 电解铝：权益产能提升+降本增效共振，25 年利润弹性有望显现	8
2.2. 铝加工：罐料市占率领先，低碳优势打开增长空间	12
2.3. 配套产业：煤炭复产进行时，煤价下行推动火电铝成本下降	14
3. 电解铝：供需趋紧，高利润有望延续	15
3.1. 供应：国内产能接近天花板，海外短期增量有限	15
3.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长	17
3.3. 进出口：俄铝受制后大量流入，铝材出口退税取消后成本或将转嫁	21
4. 盈利预测及投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主要铝深加工产品	4
图 3：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）	5
图 4：近年来公司营业收入逐年增长	7
图 5：重整后公司扭亏为盈	7
图 6：公司主营产品营收占比（%）	7
图 7：公司主营产品毛利占比（%）	7
图 8：重整后公司盈利能力显著改善	8
图 9：重整后公司期间费用率不断优化	8
图 10：重整后公司有息负债和财务费用大幅降低	8
图 11：公司资产负债率回归健康水平	8
图 12：近年来公司电解铝业务营收规模显著提升	9
图 13：2024 年公司电解铝业务毛利有所下滑	9
图 14：公司铝制品产量近年来持续增加（万吨）	9
图 15：2018 年 12 月第一次产能转移（林丰铝电）	10
图 16：2019 年 3 月第二次产能转移（中孚铝业）	10
图 17：公司收购中孚铝业拉动权益产能提高	10
图 18：2023-2025 年公司电解铝权益产能持续提升（万吨）	10
图 19：四川省电网企业代理购电价格呈季节性变化（元/兆瓦时）	11
图 20：2024 年丰水期四川电价显著低于全国均值（元/兆瓦时）	11

图 21: 公司电解铝单位成本呈现波动上升趋势 (元/吨)	12
图 22: 2025 年氧化铝价格大幅下降 (元/吨)	12
图 23: 公司铝加工产品矩阵丰富	12
图 24: 公司铝加工营业收入整体呈上升趋势	13
图 25: 公司铝加工毛利率 21 年达峰后逐年下降	13
图 26: 2024 公司铝加工产品国内外销量分布	13
图 27: 公司煤炭业务营收及同比 (亿元)	15
图 28: 公司煤炭业务毛利润及毛利率 (亿元)	15
图 29: 近年来煤炭价格承压 (元/吨)	15
图 30: 25 年 5 月底国内电解铝运行产能 4413 万吨	16
图 31: 25 年 1-5 月国内电解铝产量同比+2.8% (万吨)	16
图 32: 25 年 5 月铝水转化率水平较往年比有所提升 (%)	16
图 33: 2024 年中国占全球电解铝产量分布的 60%	17
图 34: 25 年 4 月海外电解铝产量与 24 年 4 月基本持平 (万吨)	17
图 35: 电解铝下游需求主要集中在地产、交运和电力领域	18
图 36: 2024 年挤压材及板带箔为主要铝加工材形态	18
图 37: 2025 年铝板带箔开工率维持相对较高水平 (%)	18
图 38: 25 年 6 月国内竣工面积累计同比-14.8%	18
图 39: 21 年以来国内房屋新开工面积持续下滑 (亿平)	18
图 40: 25 年 1-5 月铝型材开工率下滑反应地产竣工需求走弱 (%)	19
图 41: 25H1 国内汽车总产量同比+11.2% (万辆)	19
图 42: 25H1 国内传统汽车产量同比-4.9% (万辆)	19
图 43: 25 年 5 月国内电网投资累计增速+19.8% (%)	20
图 44: 25 年 5 月国内铝杆产量同比+19.35% (万吨)	20
图 45: 2024 年国内光伏新增装机 277.17GW (GW)	20
图 46: 2024 年国内光伏组件产量同比+59% (GW)	20
图 47: 油车到新能源车单车用铝量明显提升 (磅)	21
图 48: 25H1 国内新能源车产量同比+41% (万辆)	21
图 49: 25 年 1-5 月国内电解铝累计进口 106 万吨 (万吨)	21
图 50: 国内铝锭主要进口自俄罗斯 (24 年)	21
图 51: 25H1 未锻轧铝及铝材出口同比-7.3% (万吨)	22
表 1: 2022 年股权激励业绩考核目标	6
表 2: 员工持股计划持有人名单和比例	6
表 3: 公司再生铝项目概况	13
表 4: 公司煤炭板块布局	14
表 5: 公司主营业务盈利预测	22
表 6: 可比公司估值比较 (数据截至 2025 年 7 月 18 日收盘)	23

1. 中孚实业：重整→破局→跃升，经营拐点向上

1.1. 发展历程：重整旗鼓，踏上绿色新征程

从 ST 危机到盈利新生，中孚实业开启绿色新征程。中孚实业成立于 1993 年，成立之初从事火力发电。1999 年，公司与豫联集团进行资产置换，以发电机组置换了豫联集团下属铝业分厂，自此进入电解铝行业，并于 2002 年于上交所上市。2007 年公司收购林丰铝电 100% 的股权，并于 2011 年配股发行上市全面进军铝精深加工领域。为优化公司电力能源结构，公司于 2018-2019 年将林丰铝电 25 万吨产能和中孚铝业 25 万吨产能转移至水电资源丰富的广元市。由于河南电解铝产能受采暖季停产影响，公司在 2019 年陷入 ST 危机，并于 2020 年由债权人向法院提出破产重整申请。2021 年底重整计划执行完毕，2022 年扭亏成功摘帽，标志着公司进入新的发展阶段。重整前的 2018-2020 年，公司资产负债率持续攀升，最高达到 100.55%，重整后资产结构持续优化，截至 25Q1 资产负债率已降至 33.36%。近年来通过一系列收购，公司电解铝权益产能已提升至 75 万吨/年，在铝板块实现了“绿色水电铝+再生铝”双重低碳化布局，电解铝业务实现稳定运行，铝精深加工板块加大产品研发、市场开发及产能提升，公司经营状况显著改善。

图 1：公司发展历程



资料来源：中孚实业官网，wind，iFind 同花顺等，天风证券研究所

公司以铝精深加工为主体，主营业务涵盖电解铝、铝加工和煤炭三大板块。公司现有总资产 231 亿元，年产 69 万吨铝精深加工、配套 75 万吨电解铝（其中绿色水电铝 50 万吨、火电铝 25 万吨）、15 万吨炭素、90 万千瓦电力、225 万吨原煤的产能规模。2024 年报显示，铝加工制品和电解铝业务营收占比分别为 62.62% 和 31.55%。

图 2：公司主要铝精深加工产品

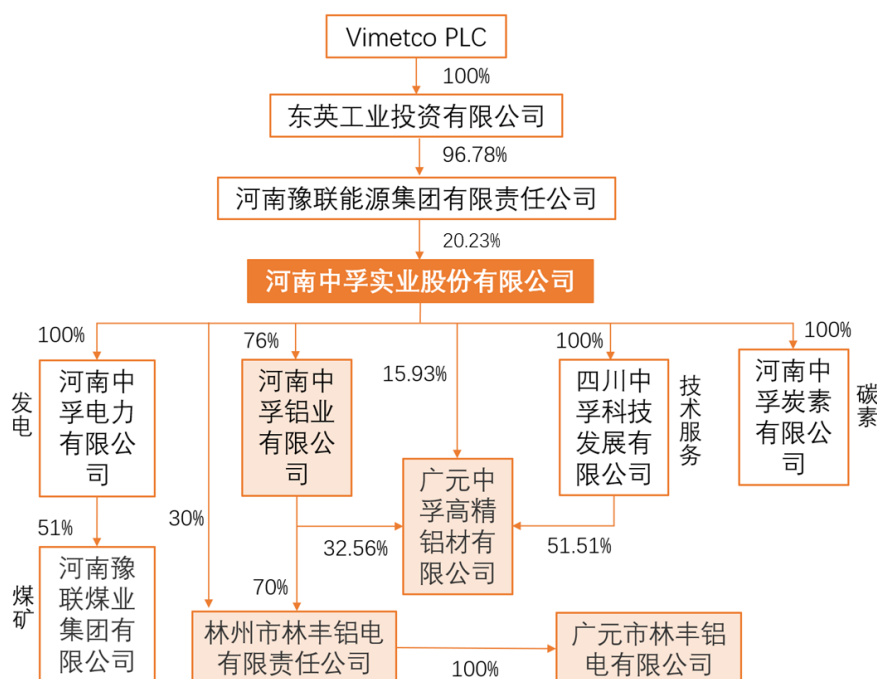


资料来源：中孚实业官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构：豫联集团为控股股东，员工持股+分红计划彰显发展信心

豫联集团为公司控股股东，持股比例为 20.23%。截至 25Q1，公司控股股东为豫联集团，持股比例为 20.23%，实控人为荷兰铝业公司 Vimetco 和张志平、张高波。子公司方面，公司目前主要拥有电解铝子公司中孚铝业、广元林丰铝电、广元中孚高精铝材，火力发电子公司中孚电力，碳素子公司中孚炭素。（下图用浅橙色标注的为主要生产铝产品的子公司）

图 3：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

股权激励解锁，强化业绩导向。2022 年 6 月 22 日，公司实行股权激励计划，向 289 名激励对象授予限制性股票 9,600 万股，授予价格为 2.15 元/股，同时预留 385 万股，合计占当期总股本的 2.45%。根据业绩考核要求，以 2021 年净利润为基数，2022 年、2023 年增

长率分别不低于 30%、50%；预留部分若在 2022 年授出，则业绩考核目标与首次授予部分一致，若在 2023 年授出，则以 2021 年为基数，2023、2024 年净利润增长率均不低于 50%。2024 年第二个解除限售期届满，且业绩指标等相关解除限售条件已经达成，股权激励已全部解锁。

表 1：2022 年股权激励业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予限制性股票第一个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 30%
首次授予限制性股票第二个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 50%
预留部分限制性股票第一个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 50%
预留部分限制性股票第二个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 50%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2025 年推出较大力度员工持股计划，彰显发展信心。2025 年 2 月，公司发布 2025 年员工持股计划（草案），计划实施员工持股计划，拟筹集金额不超过 12.5 亿，以份作为认购单位，每份一元，同时覆盖总人数上限高达 6500 人，拟分配人包括董监高 13 人合计 7100 万份，其他员工不超过 6487 人合计 11.79 亿份，董监高持股占 5.68%，其他员工占 94.32%。本员工持股计划的股票来源为通过二级市场购买，包括但不限于集中竞价、大宗交易、协议转让，自股东大会审议通过员工持股计划后 6 个月内完成购买，存续期 60 个月，锁定期 12/24/36 个月，每期解锁股票比例 30%/30%/40%。**截至 2025 年 6 月 20 日，公司员工持股计划证券账户持有公司股票约 2.7 亿股，占公司总股本的 6.73%，筹集金额约 7.62 亿元，其中：**1) **协议受让**破产企业财产处置专用账户持有的公司约 2.6 亿股股票，占公司总股本的 6.47%，协议价 2.79 元/股，协议总额 7.24 亿元；2) **集中竞价**交易方式累计买入公司股票约 1022 万股，约占公司总股本的 0.25%，成交均价约为 3.72 元/股，成交总金额约为 3803 万元。

此外，公司拟定高分红计划，分红水平有望显著提升。2025 年 4 月，公司发布未来三年(2025 年-2027 年)股东分红回报规划，若公司生产经营情况良好、现金流充裕，计划 2025 年-2027 年度每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 60%。若期初未分配利润为负数（存在未弥补亏损），当年以现金方式分配的利润不少于期末可分配利润的 60%。截至 2025 年一季报，公司账面未分配利润-5.86 亿元，年内有望弥补账面亏损。

表 2：员工持股计划持有人名单和比例

持有人	职务	持有份额（万份）	持有份额占持股计划比例(%)
崔红松	董事	7100	5.68
马文超	董事长		
宋志彬	董事		
钱宇	董事、总经理		
郭庆峰	董事		
曹景彪	董事、副总经理		
杨新旭	监事会主席		
张晓晨	监事		
刘海港	职工监事		

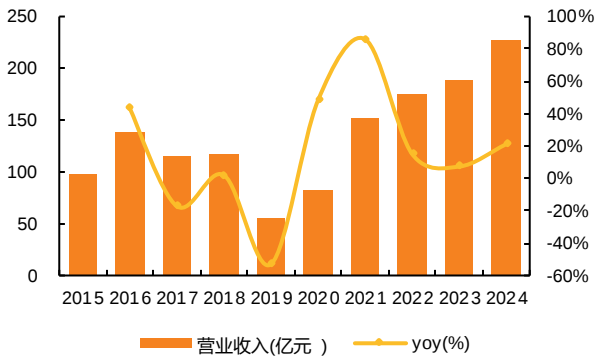
王力	副总经理		
杨萍	副总经理		
张健	财务总监		
张志勇	董事会秘书		
公司或全资/控股子公司其他员工		117, 900	94.32
合计		125, 000	100

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析：重整后经营状况显著改善

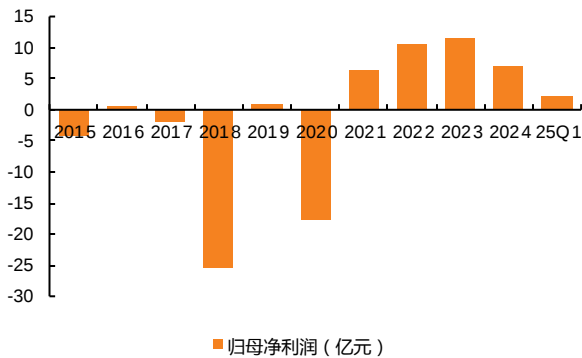
重整后公司经营状况显著改善。近年来公司营业收入逐年增长，重整后扭亏为盈，盈利大幅增长。2024 年，公司实现营业收入 227.61 亿元，同比增长 21.12%，主要受益于铝加工板块销量增加及电解铝价格回升；实现归母净利润 7.04 亿元，同比下降 39.30%，主要由于电解铝主要原料氧化铝涨价和用电成本增加所致。

图 4：近年来公司营业收入逐年增长



资料来源：wind，天风证券研究所

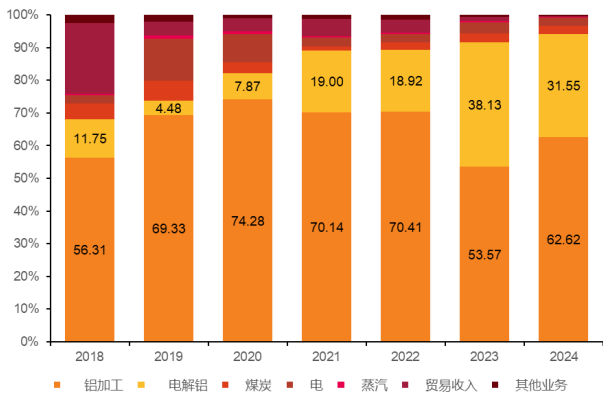
图 5：重整后公司扭亏为盈



资料来源：wind，天风证券研究所

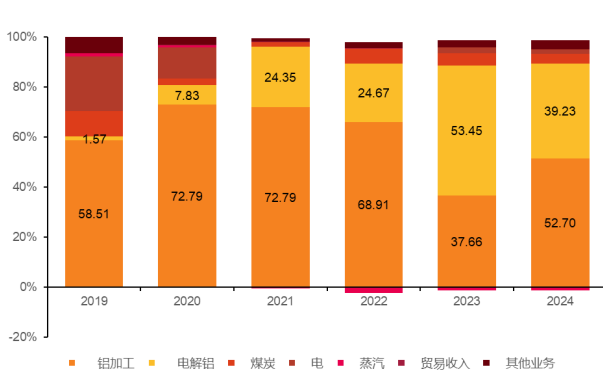
公司产品结构优化，铝板块贡献主要盈利。近年来铝板块（铝加工+电解铝）营收逐年提升，从 2018 年的 68%提升至 2024 年的 94%。毛利结构上，电解铝毛利占比大幅提升，从 2019 年的 1.6%提升 2024 年的 39.2%，铝产品板块在 2024 年整体贡献 92%的毛利，成为核心利润来源。

图 6：公司主营产品营收占比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司主营产品毛利占比（%）

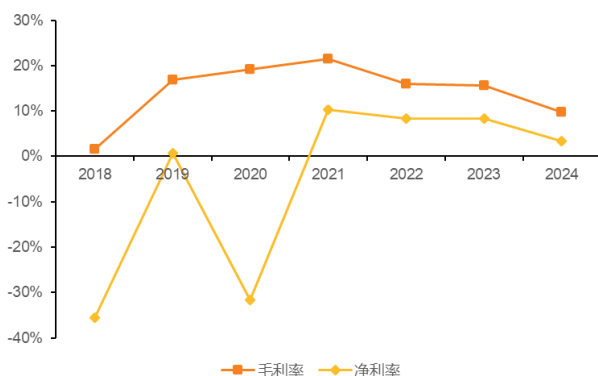


资料来源：wind，天风证券研究所

重整后公司盈利能力显著改善，期间费用率不断优化。公司主营业务毛利率自 2018 年的 1.5%稳步提高到 2021 年的 21.45%，2023-2024 年毛利率有所下滑，2024 年毛利率 9.7%，

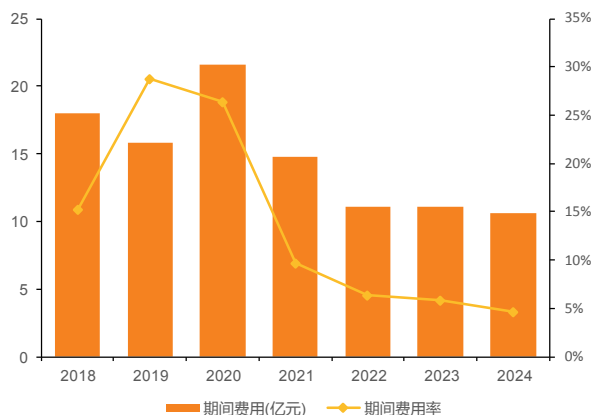
同比下降 6.01pcts，主要是由于电解铝主要原料氧化铝涨价和用电成本增加所致。近年来公司期间费用率持续降低，从 2019 年的 28.73% 降至 2024 年的 4.67%，重整后组织效率大幅优化。

图 8：重整后公司盈利能力显著改善



资料来源：wind，天风证券研究所

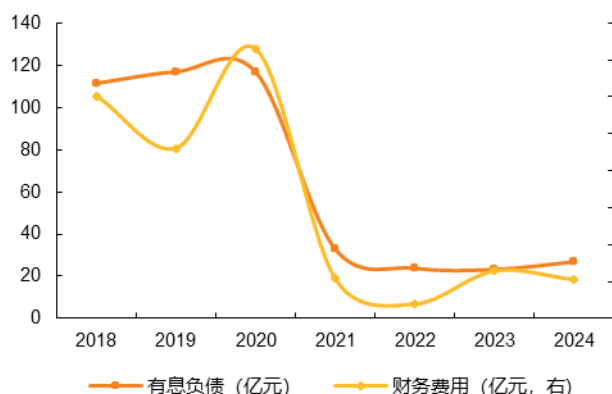
图 9：重整后公司期间费用率不断优化



资料来源：wind，天风证券研究所

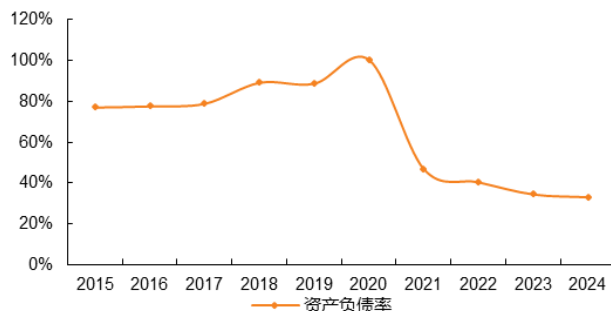
重整后资产结构显著优化。2020 年，公司有息负债达到峰值 116.8 亿，同年财务费用高达 14.6 亿元。2021 年重整后，公司有息负债降至 33 亿元，之后财务费用回归健康水平。资产负债率从 2020 年的 100.5% 降至 2024 年的 33.1%，截至 25Q1 资产负债率为 33.36%，资产负债率逐年优化，资产结构回归健康区间。

图 10：重整后公司有息负债和财务费用大幅降低



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司资产负债率回归健康水平



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 公司铝产业链布局情况

公司形成了以“铝及铝精深加工”为主，配套“煤炭开采、火力发电、炭素”的上下游产业协同经营模式。

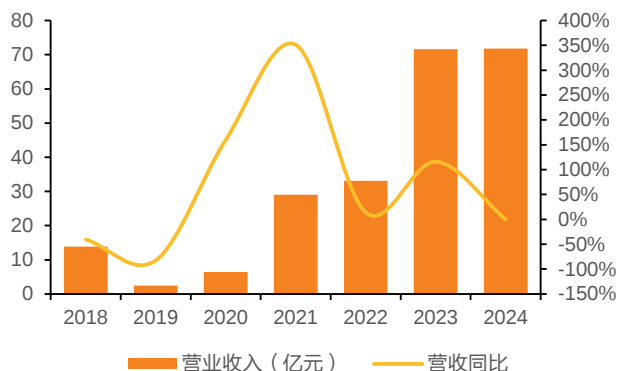
2.1. 电解铝：权益产能提升+降本增效共振，25 年利润弹性有望显现

伴随公司电解铝产能转移完毕和逐步收购控股股东电解铝资产，近年来公司电解铝业务营收及毛利规模显著提升。

营收方面，2019 年，由于公司电解铝产能转移，电解铝产销量大幅下降导致电解铝业务营收下滑。2020-2023 年，伴随产能转移完毕投产和先后收购控股股东豫联集团持有的林丰铝电、中孚铝业股权，营收迅速恢复和增长，并于 2023 年实现广元高精铝材并表。2024 年，公司电解铝业务实现营收 71.81 亿元，同比微增 0.21%，规模企稳于高位平台。

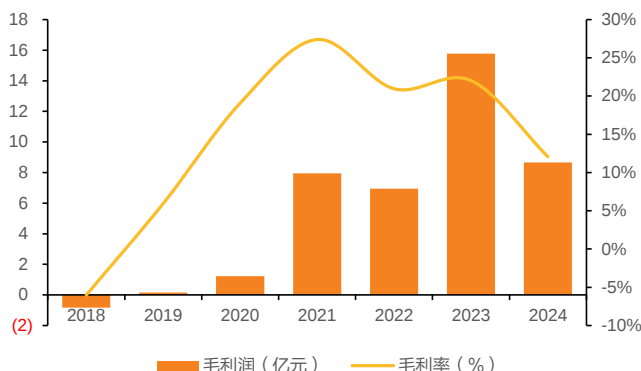
毛利方面，2019-2021 年，公司电解铝业务毛利逐年攀升，毛利率快速提升，由于铝价上涨以及原材料价格下降，2021 年电解铝毛利率达到峰值 27.38%。2022 年，由于原材料价格上涨及广元林丰铝电 8 月份开始停产，公司电解铝业务毛利小幅下滑至 6.94 亿元，同比-12.7%，毛利率下滑至 20.9%，同比-6.4 pct。2023 年公司并表广元高精铝材，电解铝业务毛利增至 15.78 亿元。2024 年公司电解铝业务毛利回落至 8.66 亿元，同比-45.1%，毛利率下降至 12.1%，同比-10.0pcts，主系电解铝主要原材料氧化铝涨价及广元地区电力政策调整影响所致。

图 12：近年来公司电解铝业务营收规模显著提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

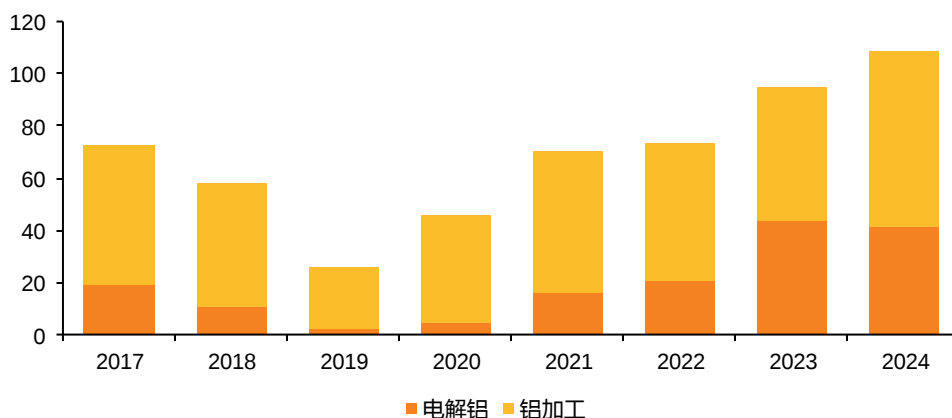
图 13：2024 年公司电解铝业务毛利有所下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司电解铝主要供下游铝深加工产品生产使用，2019 年以来公司铝产品总量持续增长。2019 年公司铝产品总产量下降主要由于电解铝产能转移影响，之后逐年增长，2019-2024 年，公司铝产品总产量从 26 万吨增至 108.6 万吨。伴随 2023 年公司年产 12 万吨高精铝板带材项目和年产 12 万吨绿色新型包装材料项目投固，2024 年铝加工产量呈阶梯式增长，从 2023 年 51 万吨增至 2024 年 68 万吨。公司电解铝产品主要用于公司全资子公司铝精深加工产品生产使用，在满足上下游协同基础上，剩余部分在当地市场化销售。2019-2023 年，公司非自用部分电解铝产量从 2.1 万吨增至 43.6 万吨，2024 年小幅下滑至 40.9 万吨，或由于铝加工产品自用增加所致。

图 14：公司铝制品产量近年来持续增加（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.1. 量增：能源结构深度优化，权益产能已提升至 75 万吨/年

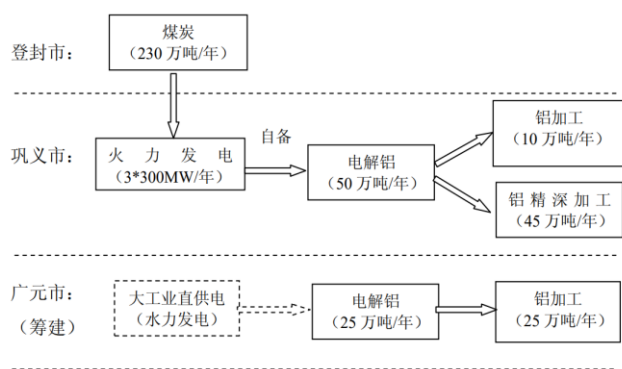
2018 年底开始，公司积极推进 50 万吨电解铝产能转移。2017 年，公司具有 75 万吨/年的火电铝产能，其中巩义 50 万吨，归属于子公司中孚铝业，林州 25 万吨，归属于子公司林丰铝电。2018 年，为解决能源价格高企及环保限产对公司电解铝业务的不利影响，公司开始分两个项目分别将子公司林丰铝电 25 万吨、中孚铝业 25 万吨产能转移至水电资源富集的四川省广元市经济开发区，优化公司电解铝生产所需电力能源结构。

广元林丰铝电项目：林丰铝电 25 万吨→广元林丰铝电 25 万吨。2018 年以前，林丰铝电

生产用电采用直供电（火力发电）模式。由于煤炭价格的持续走高及采暖季限产使其面临较大生产经营压力。公司于 2018 年 12 月公告计划将林丰铝电的产能全面停产，并将 25 万吨电解铝产能向低成本水电资源富集的四川省广元市经济技术开发区转移，所用能源为水电。

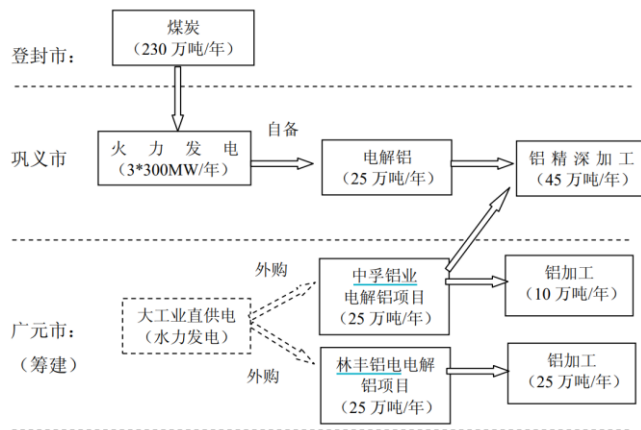
广元高精铝材项目：中孚铝业 25 万吨→广元高精铝材 25 万吨。2018 年以前，中孚铝业电解铝生产用电由公司全资子公司河南中孚电力供应，采用火力发电模式。由于受到国家中部地区煤炭价格高企影响，中孚铝业经营业绩持续亏损，已出现现金流亏损状况，面临较大生产经营压力。公司于 2019 年 3 月公司发布公告，将中孚铝业 50 万吨火电铝产能中的 25 万吨转移至四川省广元市，所用能源改为水电。

图 15：2018 年 12 月第一次产能转移（林丰铝电）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

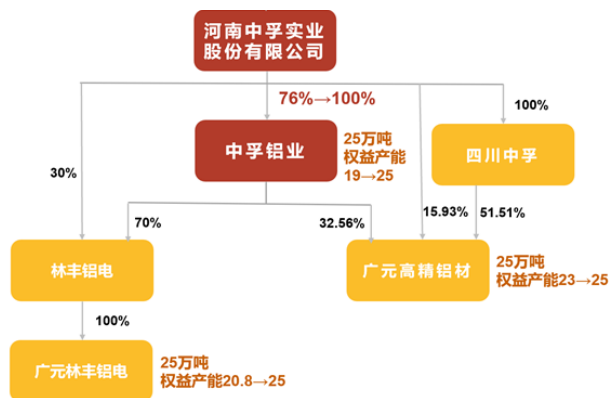
图 16：2019 年 3 月第二次产能转移（中孚铝业）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

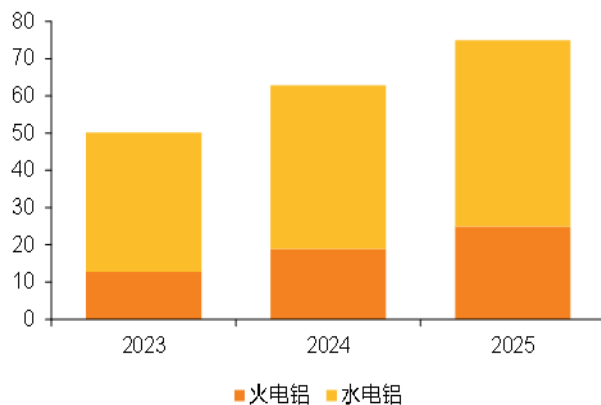
近年来通过一系列收购，公司电解铝权益产能已提升至 75 万吨/年。2023 年，公司先后以 10.26 亿元和 8.26 亿元自有资金收购林丰铝电 30%的股权和四川豫恒 100%的股权，电解铝权益产能提升至 50.19 万吨。2023 年，公司以自有资金 12.12 亿元收购了中孚铝业 25%的股权，使电解铝权益产能提升至 62.85 万吨。2024 年 10 月，公司再次以 12.54 亿元自有资金收购了中孚铝业剩余 24%的股权，并于 2025 年 3 月初完成工商登记。本次收购完成后，公司将持有中孚铝业 100%的股权，电解铝权益产能达到 75 万吨。以发电方式划分，火电铝权益产能 25 万吨，水电铝权益产能 50 万吨。以公司划分，中孚铝业本部具有 25 万吨/年电解铝产能，子公司广元林丰铝电和广元高精铝材分别具有 25 万吨/年“绿色水电铝”产能。

图 17：公司收购中孚铝业拉动权益产能提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：权益产能提高对应 24-25 年

图 18：2023-2025 年公司电解铝权益产能持续提升（万吨）



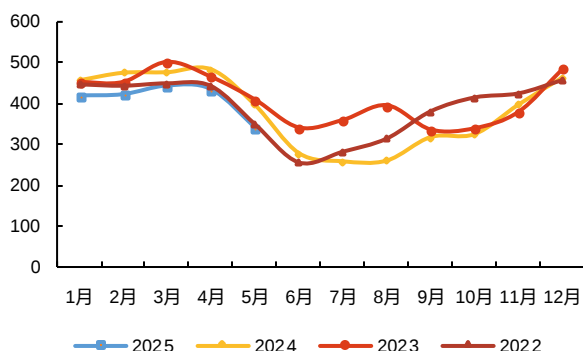
资料来源：公司公告，天风证券研究所

四川水电资源丰富，水电铝具备成本优势。火电的发电成本大约是水电的 4 倍，尤其在如四川、云南等水电资源丰富的地区，水力发电成本相对较低，因此水电铝企业能够享受到相对更低的电价，从而降低了生产成本，使得水电铝在成本上具有竞争力。目前，公司已

在水电资源丰富的四川省广元市构建“绿色水电铝”产业布局，实现能源消费结构调整，同时兼具成本优势。

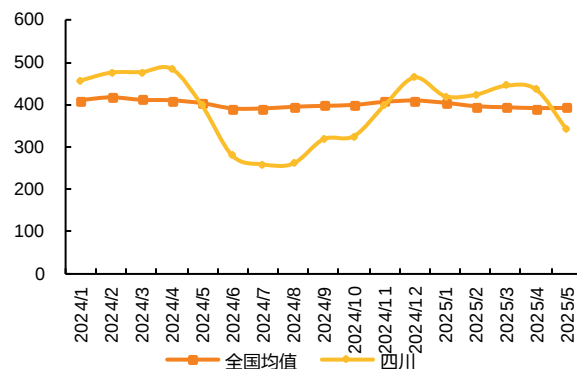
近几年四川省电价成本存在一定程度波动，并呈现季节性变化。2022-2024 年，四川省全年平均电价分别为 388.7、410.2 及 382.8 元/兆瓦时。此外，四川电价在不同季节有明显波动，6-10 月为丰水期，电价较低，其他月份为枯水期和平水期，电价相对偏高。与全国电价均值相比，尽管在枯水期四川电价略高于全国平均水平，但在丰水期四川电价显著低于全国均值。以 2024 年 7 月份为例，四川代理购电价格为 258.8 元/兆瓦时，仅高于青海省和云南省，与新疆省基本持平，电力成本优势显著。

图 19：四川省电网企业代理购电价格呈季节性变化（元/兆瓦时）



资料来源：钢联，天风证券研究所

图 20：2024 年丰水期四川电价显著低于全国均值（元/兆瓦时）



资料来源：钢联，天风证券研究所

2.1.2. 降本：电力+氧化铝双重降本，25 年成本端明显优化

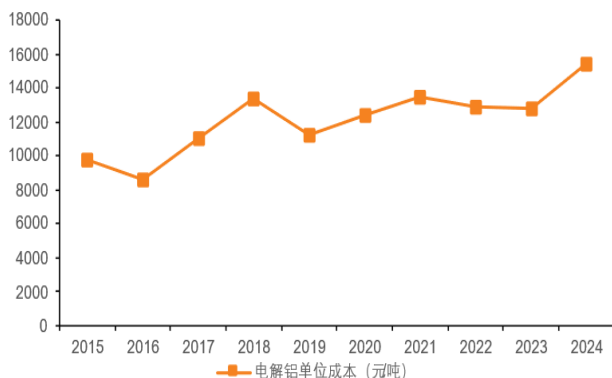
近年来，公司电解铝单位成本整体呈现波动上升趋势，2024 年达到成本高峰 15450 元/吨，同比+20.44%，主要由原材料氧化铝价格上涨和用电成本增加所致。2025 年成本端将迎来明显优化，公司利润弹性有望释放。

24 年电价及结算方式调整导致用电成本提高，25 年电力成本有望下降。24 年公司用电成本同比提升，主要受两个因素影响：一是政策调整非水电量成分及配置比例，2023 年 12 月 29 日，四川省发改委、能源局等四部门联合印发《四川省 2024 年省内电力市场交易总体方案》，规定用户需打捆配置非水电量，即在水电基础上强制添加火电、新能源等非水电量，配置比例要求丰、平、枯水期非水电量比例为 30%、40%、60%，而火电成本显著高于水电，导致电力成本上升。二是电费结算方式调整，由以前年度的全年平均价结算改为按枯水期、平水期、丰水期结算。公司披露每月电价均有不同，价格区间在 0.43-0.65 元/度，平均成本 0.54 元/度，枯水期较丰水期高约 0.22 元/度，远高于丰水期。**2024 年底，四川省已调整政策取消非水用电量强制配置**，2024 年 12 月 31 日，国家能源局四川监管办公室、四川省发改委、能源局联合印发《四川电力中长期交易规则（2024 年修订版）》，规定“水火同台”，在用电侧不再打捆配置非水电量。公司预计，**广元地区 2025 年平均结算电价可较 2024 年大幅下降，或位于 0.45-0.48 元/度的区间内，远低于 2024 年 0.54 元/度平均水平。**

此外，公司电解槽升级改造技术预计可显著降低电耗。公司电解铝板块开始批量推广电解槽升级改造，预计可降低电解铝电耗约 300kwh/t 以上，截至 2024 年底已完成约 10%，全部改造完成后，预计年节电量约 2.25 亿度。

公司氧化铝外购，25 年氧化铝跌价，原料成本将大幅优化。公司氧化铝由外部企业供应，利润受氧化铝价格波动影响极大。2024 年氧化铝价格大幅攀升，国内氧化铝现货价格最高达 5780 元/吨，均价 4084 元/吨，同比上涨 40%。进入 2025 年，氧化铝供需矛盾环节，价格持续下跌，截至 2025 年 4 月底，现货价格跌至 2900 元/吨，5 月小幅抬升。伴随原料氧化铝价格的大幅下降，2025 年公司原料成本将大幅优化。

图 21：公司电解铝单位成本呈现波动上升趋势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：2025 年氧化铝价格大幅下降（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 铝加工：罐料市占率领先，低碳优势打开增长空间

产品矩阵丰富，核心产品罐料市占率领先。公司目前拥有年产 69 万吨铝精深加工产能，主要产品包括易拉罐用罐体料、罐盖料、拉环料、汽车板用料、新能源汽车铝塑膜用铝箔、新能源汽车正极集流体用铝箔、新能源汽车极耳铝箔、高档双零铝箔毛料、汽车板用料、油罐车用高性能板材、3C 电子产品用高表面阳极氧化料等，终端产品可广泛应用于易拉罐、利乐包、无菌包等快速消费品包装领域、新能源汽车领域及消费电子领域等。公司核心产品易拉罐用罐体料、罐盖料、拉环料等已建立稳固的销售渠道，成为业内主流供应商，目前产品出口全球 40 多个国家 110 多家工厂，核心产品罐体料全球市场份额达 10%，罐盖料国内市场占有率达 30%以上。

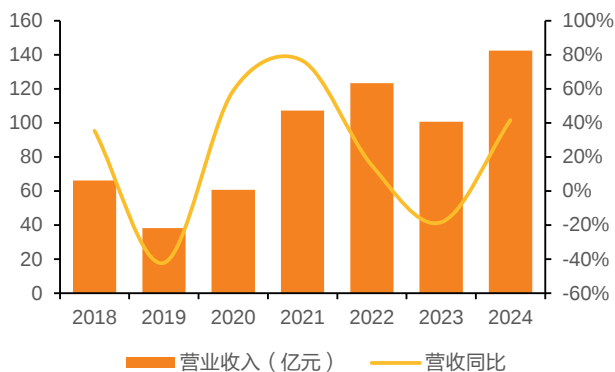
图 23：公司铝加工产品矩阵丰富



资料来源：公司官网，天风证券研究所

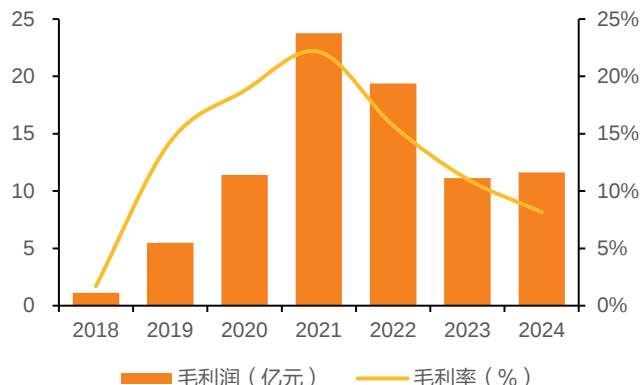
公司铝加工板块营收规模快速扩张，行业反内卷提价，25 年盈利有望改善。近几年公司铝加工业务营收整体呈上升趋势，2019-2024 年 CAGR 达 30%，2024 年创历史新高，达 142.5 亿元，同比+41.6%，占营业总收入 62.6%。由于行业扩张和竞争加剧，铝加工业务毛利率在 2021 年达峰后逐年下降。2025 年，国内罐体罐料在行业反内卷的呼声下进行提价，据阿拉丁调研，通过全行业协同测算，最终确定“罐盖料加工费上调 1500 元/吨、罐体料上调 1000 元/吨”的调整方案，整体提价幅度超 1000 元，Q2 起公司铝罐料内销的盈利有望进一步增厚。

图 24：公司铝加工营业收入整体呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：公司铝加工毛利率 21 年达峰后逐年下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司铝加工业务定位“国际一流、国内领先”，未来销量有望进一步提升。设备方面，公司铝加工主要设备采用德国西马克、西门子、ABB、达涅利等国际一流装备，整体达到世界领先水平；人力资源方面，人力结构配备合理且具有竞争力，已构建了国内外优秀人才引进及自主培养双向人力资源发展战略；技术方面，主要技术不断取得突破，主要产品先后获得多家权威船级社认证和市场准入认证，通过了食品安全管理体系、汽车质量管理体系等各项认证。

公司铝加工产品具有“低碳化”优势，再生铝项目助力产品碳足迹含量持续降低。近年来，公司根据国家“碳达峰、碳中和、循环经济”等政策指引，持续优化产业布局，铝板块逐步实现“绿色水电铝+再生铝”双重低碳化分布。再生铝方面，子公司巩义汇丰投资建设年产 50 万吨铝循环再生项目，分别为年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目、年产 20 万吨铸造铝合金锭项目和年产 15 万吨铝合金圆铸锭项目，其中首期建设年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目部分产能已投入运行，从概念布局迈入落地阶段，在匹配自身用铝需求的同时，实现再生铝废料的保级利用。2024 年公司铝精深加工产品再生铝添加比例已达到 58%，产品碳足迹含量进一步降低。

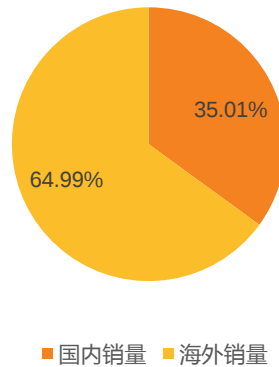
表 3：公司再生铝项目概况

子公司	子项目	设计产能（万吨）	项目投资（万元）
巩义汇丰	UBC 合金铝液	15	19800
	铸造铝合金锭	20	24180
	铝合金圆铸锭	15	23400

资料来源：公司公告，天风证券研究所

加大“绿色、低碳”产品市场开发，碳足迹含量降低&可追溯，24 年出口销量大幅增长。2024 年，公司铝精深加工产品实现销量 64.03 万吨，同比增长 31.8%，其中出口销量 41.61 万吨，占比 65%，同比增长 70.7%，出口销量大幅增长。未来，公司借助“绿色、低碳、循环发展”产业优势，致力成为全球领先的绿色低碳高端铝材企业，有望带动铝加工海外产销量进一步提升。

图 26：2024 公司铝加工产品国内外销量分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 配套产业：煤炭复产进行时，煤价下行推动火电铝成本下降

公司控股子公司豫联煤业共拥有 225 万吨/年煤炭开采产能，公司权益产能合计 60.97 万吨，目前复产正在进行。公司通过豫联煤业旗下三家控股子公司金岭煤业、慧祥煤业、广贤工贸形成煤炭开采业务布局，拥有 225 万吨/年设计产能。2022 年 9 月，豫联煤业控股子公司广贤工贸下属新丰煤矿在停采区进行清理巷道、维护棚柱过程中，发生了高浓度二氧化碳等有害气体引发的窒息事故，造成 5 人死亡。事故发生后，豫联煤业下属煤矿停产整顿。后续金岭煤业于 2023 年 2 月开始复产；广贤工贸下属新丰煤矿已于 2024 年 12 月开始复产，金岭煤业+广贤工贸复产完成后产能 180 万吨。

表 4：公司煤炭板块布局

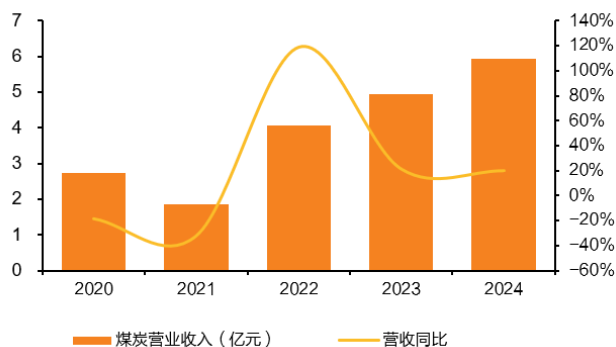
地区	子公司	设计产能 (万吨)	持股比例	权益产能 (万吨)	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)
登封	金岭煤业	120	28.05%	33.66	3534	2351.20
	慧祥煤业	45	26.01%	11.7	1022.46	975.50
	广贤工贸- 新丰煤矿	60	26.01%	15.61	3532.87	1421.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来公司煤炭业务营收有所扩张，但 22 年以来煤价中枢持续下行，煤炭业务利润承压。2024 年公司煤炭业务营收为 5.93 亿元，同比+19.9%，毛利润为 0.87 亿元，同比-40.3%，毛利率下滑至 14.7%。近年煤炭市场供需格局持续宽松，2025 年河南地区瘦煤平均价格已从年初的 1283 元/吨下降至 6 月初的 1050 元/吨，降幅 18%，公司煤炭业务毛利率继续承压。

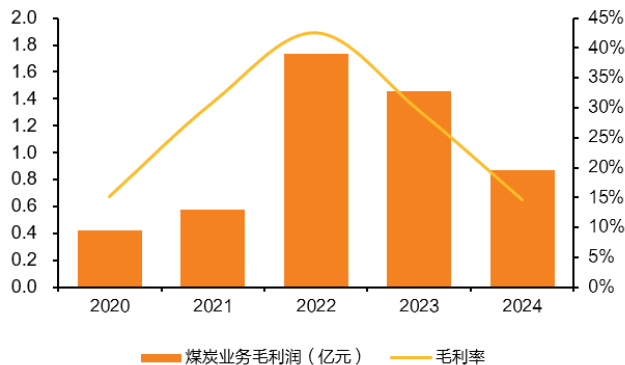
另一方面，公司河南地区火电铝电力成本则直接受益煤价下行。煤价下行推动火电燃料成本持续下降，同时自备电厂中孚电力启动发电机组节能降碳升级改造及供热改造工作，预计改造完成后可降低机组发电煤耗，进一步降低发电成本和碳排放，双重因素共同推动电力成本下行。

图 27：公司煤炭业务营收及同比（亿元）



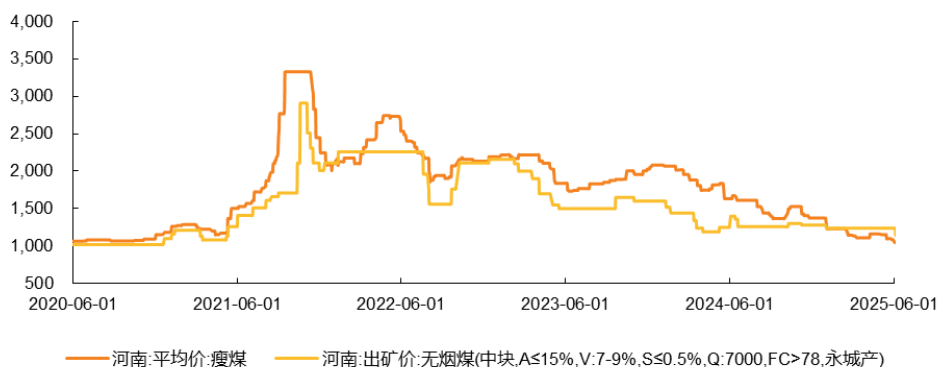
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28：公司煤炭业务毛利润及毛利率（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：近年来煤炭价格承压（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

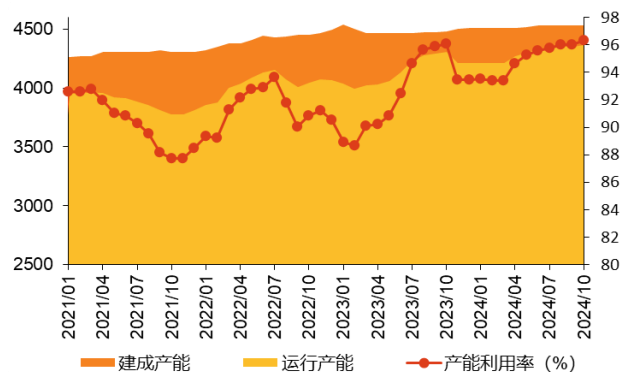
3. 电解铝：供需趋紧，高利润有望延续

3.1. 供应：国内产能接近天花板，海外短期增量有限

建成产能达峰，产能利用率为历史相对高位。国内电解铝存在产能天花板，2017 年国家发改委等四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案的通知》，我国电解铝行业产能的天花板被划定为 4400-4500 万吨。2018 年工信部颁布《关于电解铝企业通过兼并重组等方式实施产能置换有关事项的通知》以及多项产能限制政策的推进下，全国电解铝产量同比增速快速下降，4500 万吨产能天花板逐步确立。

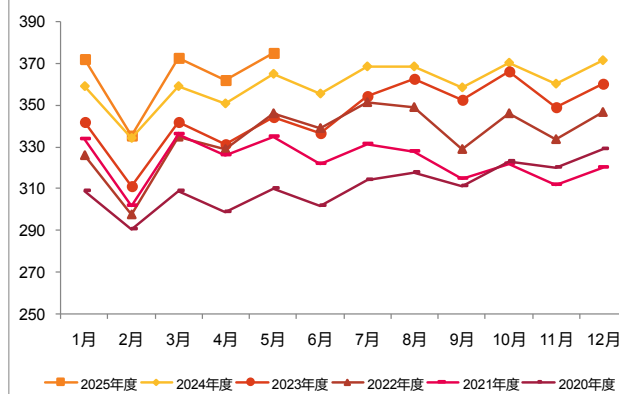
截至 25 年 5 月底，国内电解铝建成产能及运行产能分别为 4550/4413 万吨，建成产能达 4500 万吨天花板，同时产能利用率已达到 97%，为历史相对高点。近年来随着建成产能以及运行产能的增加，国内电解铝产量持续提升，25 年 1-5 月国内电解铝产量 1817 万吨，同比+2.8%。

图 30：25 年 5 月底国内电解铝运行产能 4413 万吨



资料来源：钢联，天风证券研究所

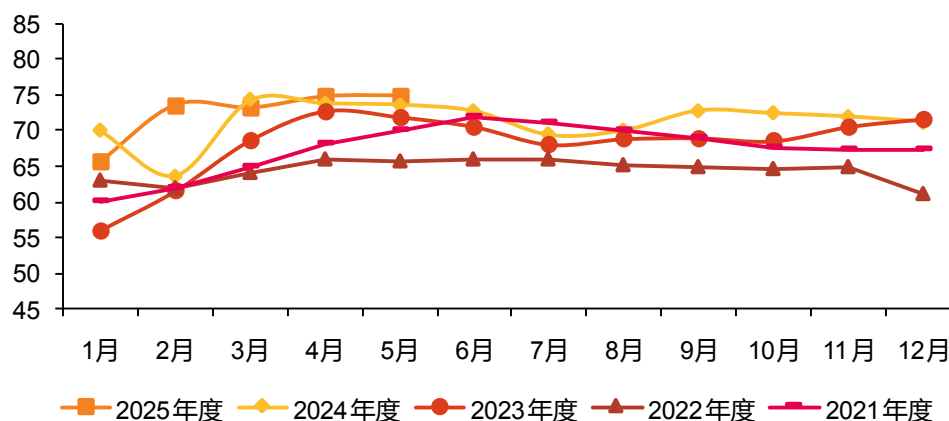
图 31：25 年 1-5 月国内电解铝产量同比+2.8%（万吨）



资料来源：钢联，天风证券研究所

铝水转化率持续提升，铝锭低库存或将成为常态化现象。近年来以来随着铝棒及其他初级加工品产量的提升，铝水转化率有明显提升，导致年内电解铝产量虽同比增长，但铸锭量同比显著下降。据钢联数据，25 年 5 月铝水转化率达到 75%，而根据工信部、发改委及生态环境部印发的工业领域碳达峰实施方案，到 25 年铝水直接合金化比例提高到 90%以上。随着铝水转化率的进一步提高，预计铝锭低库存将成为常态化现象。

图 32：25 年 5 月铝水转化率水平较往年比有所提升（%）



资料来源：钢联，天风证券研究所

考虑到建成产能已接近产能天花板，而当前产能利用率位于历史相对高位，后续建成及运行产能增长空间有限。而参考过去几年国内电解铝运行产能变化规律，云南或受限于偏紧的水电供应在四季度发生减产，其他地区产量也可能受到电力或者意外事故扰动。当前国内电解铝供应面临的是增量有限而易发生减量的脆弱局面。

表 5：2025 年中国电解铝新产能总计 251.5 万吨（E）（万吨）

企业	新产能	新产能已投产	待开工新产能	始投产时间	年内另在建且具备投产能力新产能	除已投产外年内还可投产	预期年度最终实现累计
内蒙古东山铝业有限公司	20	0	20	2025 年四季度		20	20
内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司扎哈淖尔分公司	35	0	35	2025 年年底		35	35
新疆农六师铝业有限公司准东项目	28	0	28	2025/5		28	28
贵州省六盘水双元铝业有限责任公司	13.5	9.5	4	2025 年二季度		4	13.5

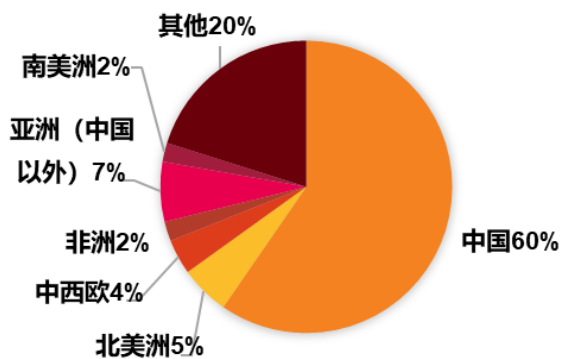
中国铝业股份有限公司	49	7	42	2025 年一		
青海分公司				季度	42	49
鹤庆溢鑫铝业有限公司	3	0	3	2025/5	3	3
云南宏泰新型材料有限	53	24	29	2025/4	0	24
公司						
云南宏合新型材料有限	50	0	50	2025 年二	50	50
公司				季度		
总计	251.5	40.5	211		0	182
						222.5

资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

海外电解铝产量相对稳定，中西欧因停产贡献一定减量。国内电解铝产量占全球比重逐年提升，贡献全球主要产量增量。近年来海外电解铝产量相对稳定，24 年海外产量占全球比重约 40%。因能源价格高企，21 年以来欧美较多铝厂减产或关闭，至今尚未恢复。

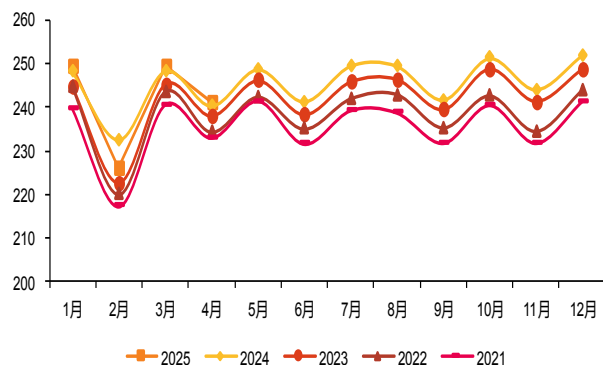
24 年海外电解铝产量 2700.9 万吨，同比+2.07%。从各个地区产量来看，亚洲贡献主要增量，产量同比增量 13.9 万吨，同比+3.0 %；非洲贡献主要减量，产量同比减量 1.7 万吨，同比-1.07%。25 年 4 月海外产量为 242.3 万吨，与 2024 年 4 月 241.4 万吨基本持平。

图 33：2024 年中国占全球电解铝产量分布的 60%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：25 年 4 月海外电解铝产量与 24 年 4 月基本持平（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

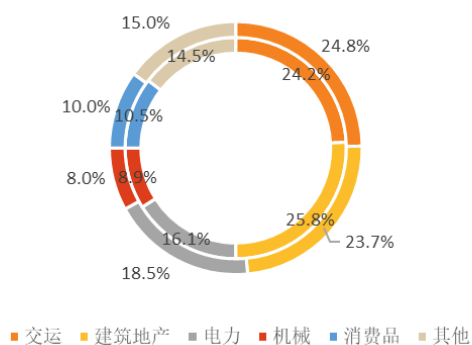
海外需求或抑制前期停产产能短期内复产意愿。随着欧洲能源问题的缓解，欧洲天然气价格已有明显回落，但至今并没有大规模复产的迹象，一方面系前两年高企的成本导致部分中小企业现金流紧张从而濒临破产，重新复产启槽压力较大；另一方面我们认为海外消费相对疲软，或部分抑制了铝企的复产意愿。

海外新投资项目短期内或受限于基础设施及电厂建设。23 年以后海外新投电解铝产能主要集中在印尼、马来西亚等国，考虑到印尼基础设施条件相对较差，我们认为短期内海外项目大规模放量的可能性较小。此外较多中资企业去印尼建厂，而我国不再新建境外煤电项目后，中资企业海外电解铝产能配套的电厂建设或也将存在一定难度。

3.2. 需求：传统需求韧性较强，新兴需求持续增长

电解铝需求可通过终端或中游指标加以交叉验证。电解铝下游按终端消费分，地产、交运和电力为主要消费领域，24 年需求占比分别达到 23.7%/24.8%/18.5%，其余应用领域较为分散，消费和机械分别占比 10.0%/8.0%，下游应用整体和宏观经济相关性强。挤压材及板带材为主要铝加工材形态，占比分别达到 54%/20%。2024 年国内铝消费继续向新能源行业倾斜，国内电力及交通板块总用铝量同比增长 13.47%，占国内总用铝量的 43.3%。在判断需求时，既可以通过终端需求指标，也可以通过加工端开工率变化加以验证。

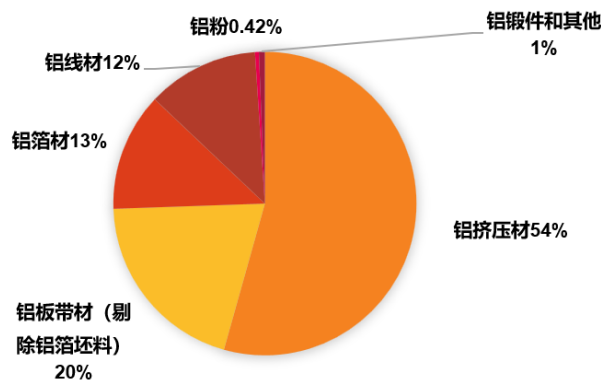
图 35：电解铝下游需求主要集中在地产、交运和电力领域



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

注：内圈为 2023，外圈为 2024

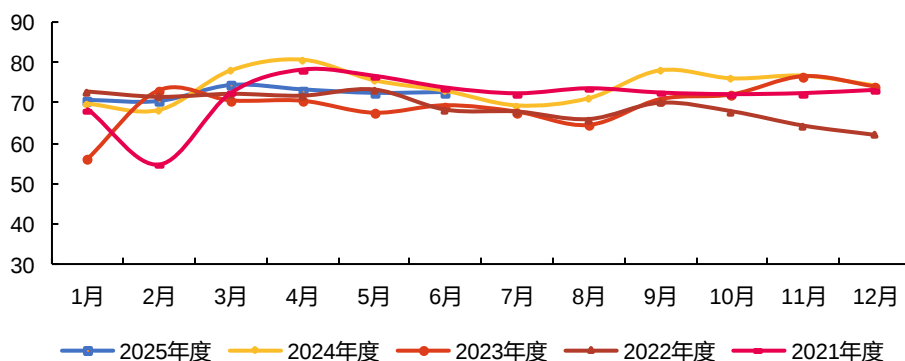
图 36：2024 年挤压材及板带箔为主要铝加工材形态



资料来源：中国有色金属加工工业协会官方，天风证券研究所

2025 年铝板带箔开工率维持相对较高水平。地产行业的下行导致了铝型材等建筑材料的需求减少，进而影响了铝型材的开工率。与铝型材不同，铝板带箔的开工率在 2024 年保持了相对稳定的状态，没有出现明显的下降趋势，25 年开工率仍维持相对较高水平。这表明消费领域对铝板带箔的需求相对较为稳定，甚至在某些时段可能还有所增长。消费需求保持强劲，特别是在包装、汽车、航空航天等高端消费领域，铝板带箔的应用越来越广泛。政府政策的支持和消费升级的推动，也促进了铝板带箔需求的增长。

图 37：2025 年铝板带箔开工率维持相对较高水平 (%)



资料来源：钢联，天风证券研究所

地产竣工为铝第一大应用领域，25 年年初表现欠佳。25 年 6 月国内竣工面积累计同比-14.8%，24 年国内竣工面积累计同比-28%，对年内铝需求形成明显拖累。一方面保交房工作已进尾声，据住建部统计，2024 年以来，中国持续打好保交房攻坚战，已交付住房 338 万套；另一方面 2021 年以来的低开工将继续对竣工端形成拖累。铝型材开工率的同比下滑也反应了地产对铝需求的拖累。

图 38：25 年 6 月国内竣工面积累计同比-14.8%

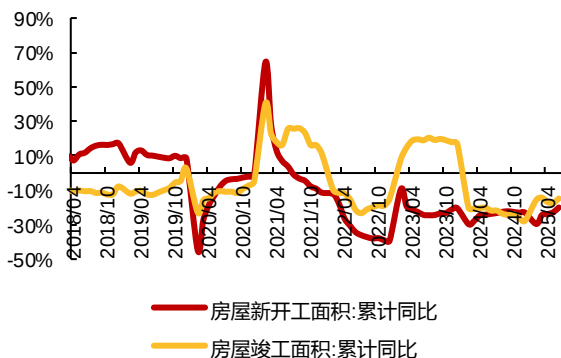
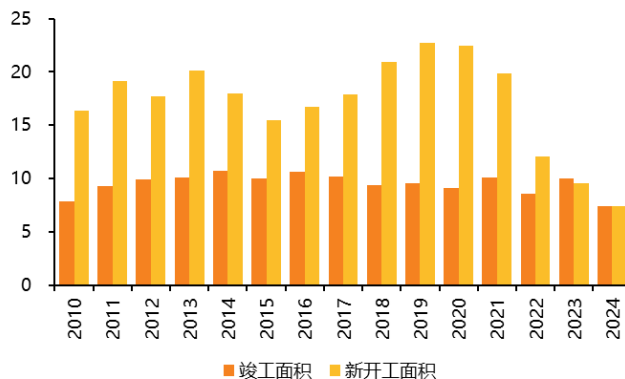


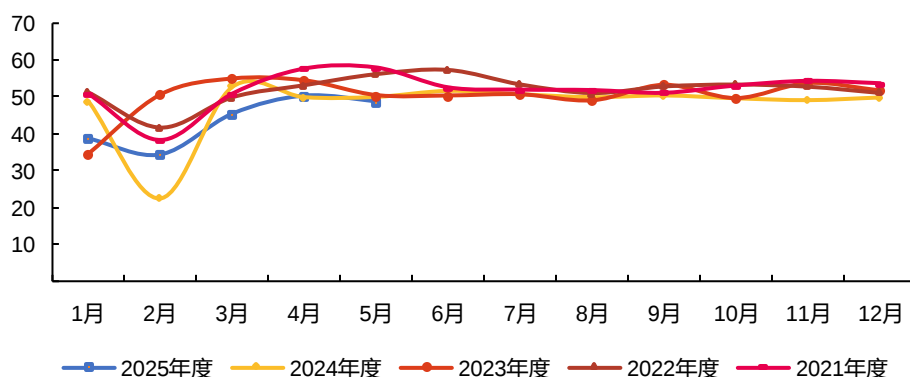
图 39：21 年以来国内房屋新开工面积持续下滑 (亿平)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 40: 25 年 1-5 月铝型材开工率下滑反应地产竣工需求走弱 (%)

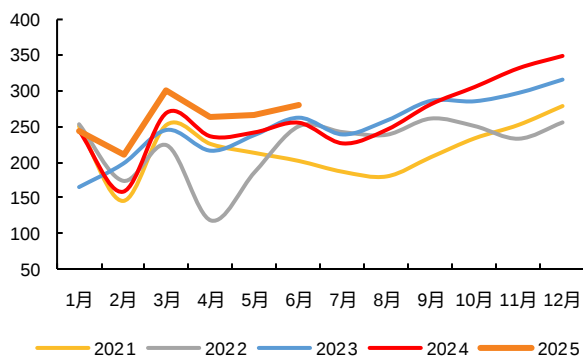


资料来源: 钢联, 天风证券研究所

交通运输为铝第二大下游应用领域，车用铝合金范围广泛。由于铝合金材料所具有的优势，其在汽车上的应用范围越来越广，汽车用铝合金包括铸造、轧制、挤压和锻造四大类，其中铸造铝合金主要用于汽车发动机缸体、缸盖、离合器壳、保险杠、车轮、发动机托架等零部件；轧制铝板带箔主要用于车身面板、车门蒙皮、散热系统、电池壳、电池箔等；挤压型材主要用于防撞梁、悬挂件、各种支架、电池托盘等；锻造件主要用于车轮、保险杠、曲轴等。

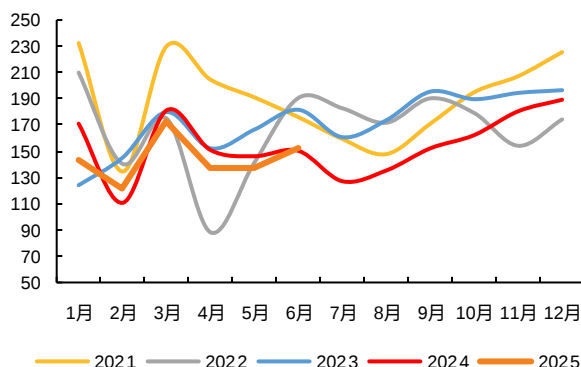
传统车产量增长有限，但单车用铝量仍有提升空间。24 年国内汽车总产量 3143 万辆，同比+4.6%，其中燃油车、新能源车产量分别为 1857、1286 万辆，同比增速分别为-9.8%/+36.1%。25 年上半年国内汽车总产量 1562 万辆，同比+11.2%，其中燃油车、新能源车产量分别为 865、697 万辆，同比增速分别为-4.9%/+41.0%。由于新能源车对传统汽车的替代，传统车产量增长空间有限，为满足汽车轻量化的要求，铝制材料在汽车上的应用率不断提高，也基本成为汽车减重的首选材料，此外新能源汽车单车用铝量高于传统车，其占比提升也将带动单车用铝量持续提升。

图 41: 25H1 国内汽车总产量同比+11.2%(万辆)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 42: 25H1 国内传统汽车产量同比-4.9%(万辆)



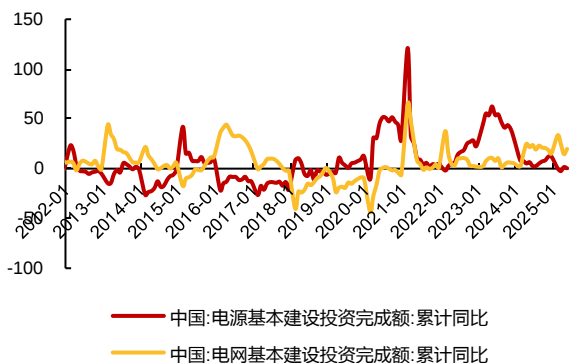
资料来源: Wind, 天风证券研究所

电力是国内铝下游第三大应用领域，特高压提供额外需求增量。在导电性能性能和铜芯电缆相当的前提下，铝合金电缆有很多性能优于铜芯电缆，如成本低、损耗低、重量轻、耐腐蚀、抗疲劳能力强等，发展前景十分可观。此外，特高压电网项目输电电缆主要采用的钢芯铝绞线，是由铝线和钢线绞合而成的线缆，在满足相同导电性能的前提下，相同质量的铝合金电缆长度是铜电缆的两倍。随着国内特高压电网项目持续推进，铝制杆线的消费比重将逐年提高。除铝杆线用途以外，电力用铝还包括母线铝排、变电端变压器和互感器

等电力输送端的用途。

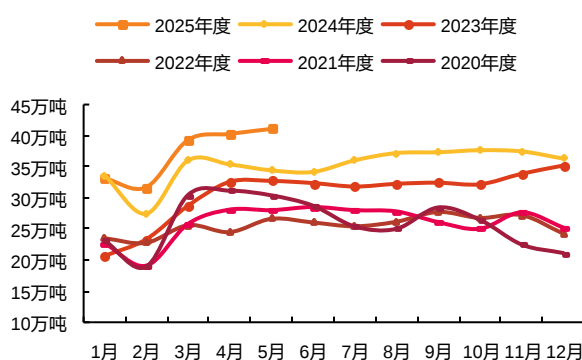
电网投资维持高位，对铝需求形成托底。25 年国家电网加大投资，截至 2025 年 5 月，电网投资额累计达到 2039.86 亿元，同比增长 19.8%。铝杆是制造电线电缆的重要原材料，电网投资增加，尤其是特高压建设投资的增加，对铝杆需求有明显拉动。整个十四五期间国网和南网的投资规模将超过 3 万亿元，预计今年电网投资将维持高位。

图 43：25 年 5 月国内电网投资累计增速+19.8% (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：25 年 5 月国内铝杆产量同比+19.35% (万吨)

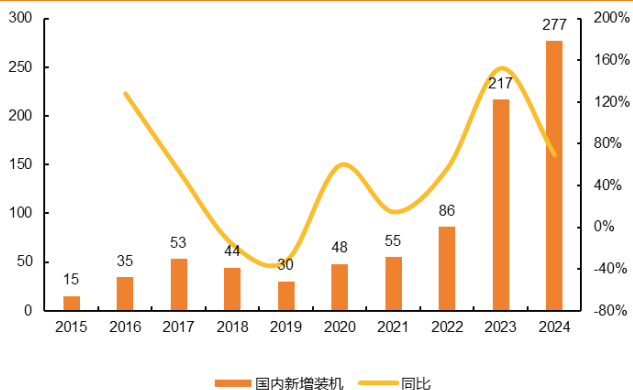


资料来源：钢联，天风证券研究所

光伏行业铝用量稳定增长，24 年贡献铝需求重要。铝合金在光伏领域主要用于支架及光伏组件边框，在支架领域铝合金因重量轻、安装方便快捷等特点，更多应用于分布式电站，据 SMM 预测，光伏边框及支架对铝单耗分别为 0.65/0.7 万吨/GW。

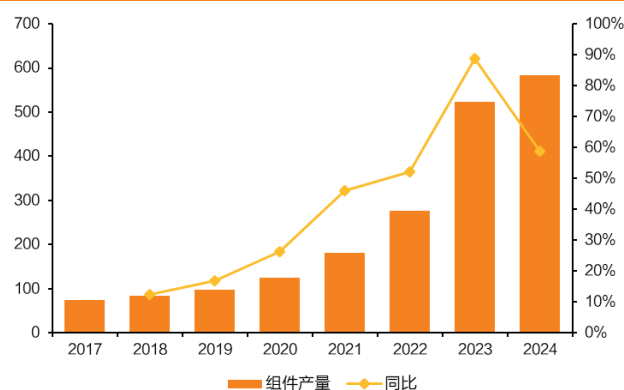
23 年以来在光伏电站投资经济性及环境效益提升的驱动下，光伏新增装机量大幅增长。受抢装影响，截至 25 年 5 月，2025 年国内光伏新增装机 197.8GW，同比+143%。24 年国内光伏组件产量 583GW，同比+59%。

图 45：2024 年国内光伏新增装机 277.17GW (GW)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：2024 年国内光伏组件产量同比+59% (GW)



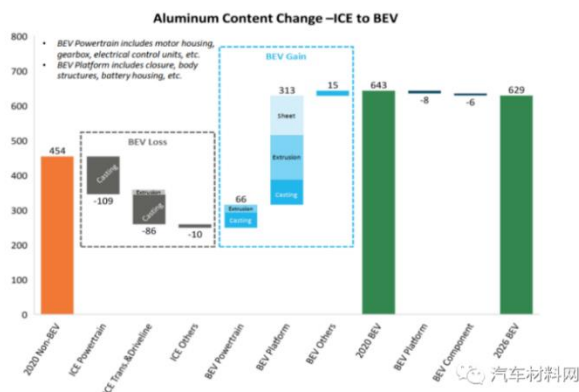
资料来源：钢联，天风证券研究所

新能源车因车身结构差异，单车用铝量有显著提升。据 DuckerFrontier 研究，新能源车单车铝合金使用量比传统燃油车多 41.6%。其中因减少了燃油车用发动机、传动系统以及其他零部件，较燃油车用铝量分别减少了 24.0%、18.9%和 2.2%。而纯电动车因动力系统和车身结构件铝合金用量更多，动力传动系统、结构件及其他零部件分别使单车用铝量提高了 10.3%、48.7%、2.3%。从铝材类型来看，传统压铸用铝比例下降，轧制板带箔和挤压型材占比相对提升。

新能源车产销维持高景气度，对铝需求形成有效补充。2024 年，各级政府出台了一系列扶持政策以推动新能源车产业的发展，其中包括新能源车置换补贴申请、新能源车购置税减免等，进一步降低了使用成本。此外，政府还大力推动充电基础设施建设，提高了充电设施的覆盖率和使用的便利性，为电车的普及提供了坚实保障。政策实施效果显著，24 年国内新能源汽车产量 1286 万辆，同比+36.1%；25 年上半年国内新能源汽车产量 697 万辆，同

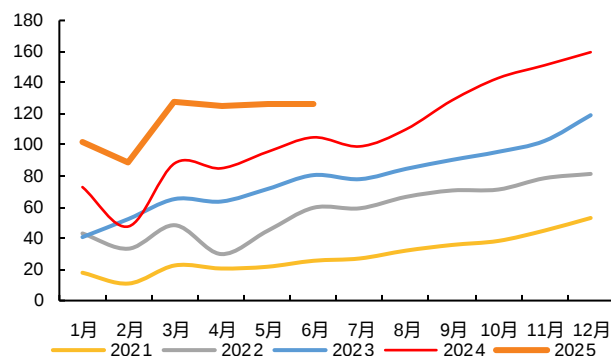
比+41%，行业维持了较高的景气度。根据国际铝协数据，2021 年中国新能源车单车用铝量预计为 220kg/辆，整体单车用铝为 160kg/辆，2025 年单车用铝量将达到 240kg/辆。

图 47：油车到新能源车单车用铝量明显提升（磅）



资料来源：全球铝合作伙伴公众号，汽车材料网公众号，天风证券研究所

图 48：25H1 国内新能源车产量同比+41% (万辆)



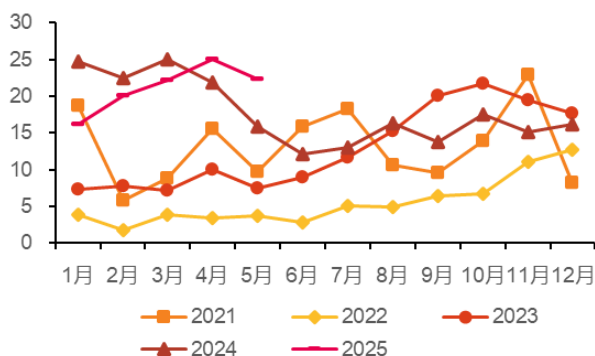
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 进出口：俄铝受制后大量流入，铝材出口退税取消后成本或将转嫁

进口同比大增，俄罗斯为主要来源国。国内电解铝进口数量一方面与内外盘铝价差有关，24 年国内电解铝进口量 213.70 万吨，同比增加 38.50%，一季度因进口窗口处于打开状态，增量尤为明显。2024 年 4 月 12 日，英国和美国宣布，伦敦金属交易所和芝加哥商品交易所将进一步限制俄罗斯的金属交易，禁止俄罗斯新生产的铝、铜和镍在交易所和场外衍生品的交易，LME 较内盘铝溢价明显，进口窗口关闭，此后进口量环比有所下降。

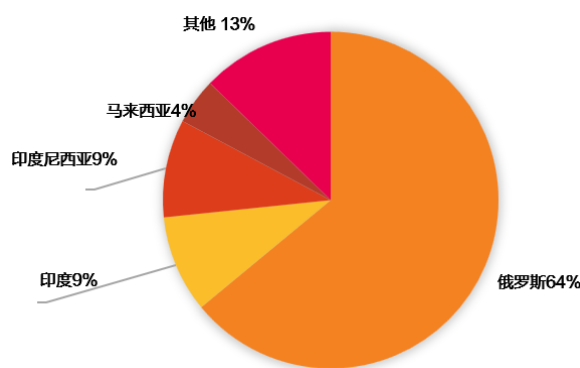
国内电解铝进口来源国主要为俄罗斯、印度尼西亚、马来西亚、印度等国家，24 年俄罗斯占比达到 64%。22 年下半年以来国内电解铝进口主要来源国一直为俄罗斯，主要受海外政局影响，俄铝在海外贸易方式发生变化，更多流向中国。

图 49：25 年 1-5 月国内电解铝累计进口 106 万吨（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：国内铝锭主要进口自俄罗斯（24 年）

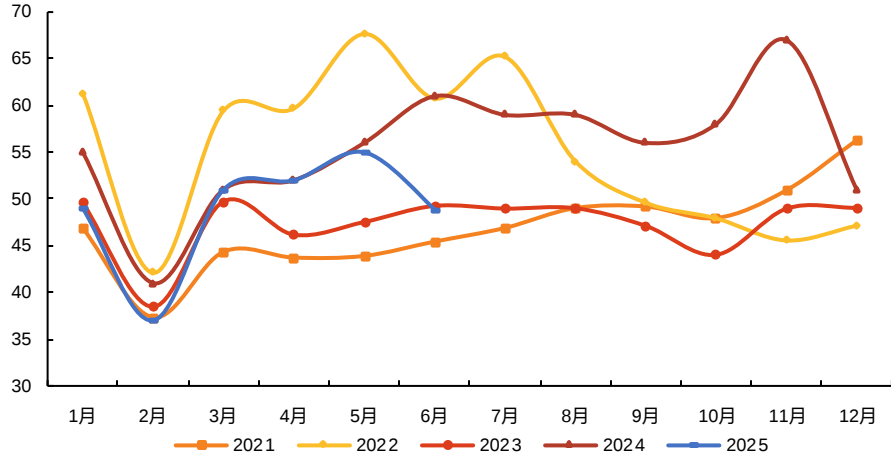


资料来源：海关总署，天风证券研究所

铝材出口对国内电解铝需求形成重要拉动。国内铝出口主要通过铝加工材形式，对国内铝需求形成补充。24 年 11 月 15 日，财政部、税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，取消铝材、铜材等产品出口退税，自 24 年 12 月 1 日起实施。24 年全年未锻轧铝及铝材出口量 666 万吨，创下历史峰值，因 23 年的较低基数，同比增量 98 万吨，增速达到 17.3%。25 年 1-6 月末未锻轧铝及铝材出口量 293 万吨，同比下降 7.3%，1-2 月因出口退税取消的后遗症影响，同比降速偏大，但 3 月起环比明显反弹，4-5 月同环比增速均持稳，6 月中国未锻轧铝及铝材出口量为 48.9 万吨，同比下降 19.8%，环比下降 11.1%，抢出口动作降温，SMM 预计七月维持走弱态势。

中国铝材比较优势明显，出口退税取消后成本或将转嫁。短期来看，出口订单或因出口退税取消和国际贸易环境不确定性承压。中长期来看，考虑到中国铝加工行业较国际具有比较优势，且全球铝材的供需平衡在短期内难以重塑，我们预计出口退税带来的成本增加将通过铝加工企业提升加工费以及内外盘价差扩大的方式转嫁给海外消费者。

图 51：25H1 未锻轧铝及铝材出口同比-7.3%（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

电解铝：1) **销量：**假设电解铝产能满产，25-27 年电解铝外销量均为 45 万吨。2) **价格：**假设铝价中枢稳步上升，25-27 年铝锭均价分别为 20000/20500/21000 元/吨(含税价)。3) **成本：**由于电力、氧化铝原料成本下降，预计公司电解铝成本下行，假设 25-27 年电解铝营业成本分别为 14625/13600/13600 元/吨。

铝加工：1) **销量：**假设铝加工产能接近满产，25-27 年铝加工产品销量均为 68 万吨。2) **价格：**假设在原铝的基础上，铝加工产品单吨加工费平均 3000 元。3) **毛利：**得益于绿色、低碳优势，假设公司铝加工产品盈利能力持续增强，25-27 年单吨毛利分别为 2500/3000/3200 元。

其他：煤炭、电力、贸易等业务盈利贡献较低，假设 25-27 年煤炭业务每年营收为 6 亿元，毛利率为 10%，对应毛利为 0.6 亿元；假设 25-27 年电力业务每年营收为 6 亿元，毛利率为 4%，对应毛利为 0.24 亿元；假设 25-27 年贸易业务每年营收为 3 亿元，每年毛利为 0.8 亿元。

表 5：公司主营业务盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电解铝						
营收(亿元)	33.14	71.66	71.81	79.65	81.64	83.63
成本(亿元)	26.20	55.88	63.16	65.81	61.20	61.20
毛利(亿元)	6.94	15.78	8.66	13.84	20.44	22.43
毛利率(%)	21%	22%	12%	17%	25%	27%
铝加工						
营收(亿元)	123.33	100.68	142.53	140.75	143.76	146.77
成本(亿元)	103.94	89.56	130.90	123.75	123.36	125.01
毛利(亿元)	19.39	11.12	11.63	17.00	20.40	21.76
毛利率(%)	16%	11%	8%	12%	14%	15%

煤炭

营收(亿元)	4.08	4.94	5.93	6.00	6.00	6.00
成本(亿元)	2.35	3.48	5.06	5.40	5.40	5.40
毛利(亿元)	1.73	1.46	0.87	0.60	0.60	0.60
毛利率(%)	42%	30%	15%	10%	10%	10%

电力

营收(亿元)	5.15	7.18	6.17	6.00	6.00	6.00
成本(亿元)	5.81	6.89	6.11	5.76	5.76	5.76
毛利(亿元)	-0.66	0.29	0.06	0.24	0.24	0.24
毛利率(%)	-13%	4%	1%	4%	4%	4%

贸易及其他

营收(亿元)	9.47	3.47	1.17	3.00	3.00	3.00
成本(亿元)	8.73	2.60	0.31	2.20	2.20	2.20
毛利(亿元)	0.74	0.87	0.86	0.80	0.80	0.80
毛利率(%)	8%	25%	74%	27%	27%	27%

合计

营收(亿元)	175.17	187.93	227.61	235.40	240.40	245.40
成本(亿元)	147.03	158.41	205.54	202.92	197.92	199.57
毛利(亿元)	28.14	29.52	22.07	32.48	42.48	45.83
毛利率(%)	16%	16%	10%	14%	18%	19%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 235.4/240.4/245.4 亿元，同比+3.4%/+2.1%/+2.1%；归母净利润分别为 18.3/26.1/29.3 亿元，同比+159.7%/+42.7%/+12.4%，对应当前股价 PE 为 9.9/6.9/6.1 倍。公司主业为电解铝和铝加工，我们选取中国铝业、云铝股份、南山铝业作为可比公司，2026 年可比公司的最新平均 PE 为 7.8 倍，区间为 7.20-8.66 倍。公司估值水平显著低于可比公司，公司巩义水电铝在成本上具有竞争力，同时随着国内、国际碳排放市场的逐步建立和碳关税的征收，绿色铝消费增长空间及潜力较大，此外公司还具备高分红预期的利好因素。给予公司 26 年业绩 8 倍 PE，目标价 5.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值比较（数据截至 2025 年 7 月 18 日收盘）

股票代码	公司名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000807.SZ	云铝股份	555.22	65.61	77.07	84.26	8.46	7.20	6.59
600219.SH	南山铝业	450.61	50.01	52.06	55.68	9.01	8.66	8.09
601600.SH	中国铝业	1,160.95	135.14	153.81	170.67	8.59	7.55	6.80
	平均值					8.69	7.80	7.16
600595.SH	中孚实业	179.95	18.27	26.07	29.30	9.85	6.90	6.14

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司（云铝股份、南山铝业、中国铝业）的归母净利润预测均来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

1) **原材料价格波动风险**：公司盈利能力同时取决于铝价与原料成本，若原材料预焙阳极、动力煤价格大幅度波动，将会对公司盈利产生较大影响。

2) **下游需求不及预期风险**：电解铝下游传统需求中地产及交运领域占比较大，若地产竣工或汽车产销量不及预期，将对铝需求形成明显拖累。此外若新能源领域需求增长不及预

期，也会对铝价格产生负面影响。

3) 电解铝新投产产能超预期风险：海外印尼等地有较多新项目建设计划，我们判断基础设施建设或电厂会限制新项目投产节奏，若上述因素得到缓解，海外电解铝新投产产能或超预期，对铝价形成压制。

4) 行业竞争加剧风险：近年来，随着铝加工市场需求结构的变化，部分铝加工企业进行了新增产能的投资，可能导致产能过剩和竞争加剧，对公司的铝加工业务带来一定的影响。

5) 出口及汇率风险：全球经济波动及贸易争端，可能对公司产品出口及收益造成影响，汇率的波动也会增加出口效益的不确定性。

6) 测算具有主观性：本文中涉及到的行业部分供需以及公司产销量及利润水平均为主观测算，若实际情况与测算假设不符，将会影响到本文结论，测算仅供参考。

7) 二级市场股价波动风险：二级市场股价波动受多种复杂因素共同驱动，因此公司股价可能受市场情绪、政策变化等非基本面因素影响发生变化。

8) 生产运营效率波动风险：电解铝是典型的高能耗行业，电力成本占比极高，设备运行稳定性和工艺控制水平对单位能耗和产出率有决定性影响，效率波动会直接侵蚀利润。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	891.88	1,102.20	5,750.28	6,257.92	11,939.52
应收票据及应收账款	1,043.48	1,946.35	681.30	2,239.35	620.98
预付账款	324.79	263.54	508.07	151.49	560.46
存货	2,367.15	2,459.43	2,844.14	2,066.09	3,017.44
其他	520.65	608.44	643.10	557.44	678.39
流动资产合计	5,147.95	6,379.96	10,426.88	11,272.28	16,816.79
长期股权投资	83.98	80.12	75.21	70.83	66.19
固定资产	14,800.41	14,467.90	14,160.25	13,528.23	12,847.98
在建工程	145.84	114.82	265.52	255.52	235.52
无形资产	2,518.33	2,431.84	2,351.00	2,270.17	2,189.33
其他	417.58	641.81	523.47	574.92	540.56
非流动资产合计	17,966.13	17,736.49	17,375.45	16,699.66	15,879.58
资产总计	23,114.08	24,116.45	27,802.33	27,971.94	32,696.37
短期借款	248.95	522.96	645.12	500.24	421.30
应付票据及应付账款	2,080.87	2,542.51	3,246.99	1,802.38	3,590.24
其他	2,180.88	2,108.42	3,055.21	2,396.87	2,571.94
流动负债合计	4,510.71	5,173.89	6,947.31	4,699.49	6,583.48
长期借款	1,150.09	913.63	900.45	850.50	780.60
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,302.46	1,887.43	2,094.95	1,991.19	2,043.07
非流动负债合计	3,452.56	2,801.06	2,995.40	2,841.69	2,823.67
负债合计	7,963.26	7,974.95	9,942.71	7,541.18	9,407.15
少数股东权益	1,470.78	1,521.02	1,461.01	1,401.01	1,341.01
股本	4,009.89	4,009.43	4,007.91	4,007.91	4,007.91
资本公积	11,032.82	11,174.40	11,174.40	11,174.40	11,174.40
留存收益	(1,266.67)	(562.98)	1,264.49	3,871.72	6,802.14
其他	(96.01)	(0.36)	(48.19)	(24.28)	(36.23)
股东权益合计	15,150.81	16,141.49	17,859.62	20,430.76	23,289.22
负债和股东权益总计	23,114.08	24,116.45	27,802.33	27,971.94	32,696.37

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,577.58	748.13	1,827.47	2,607.23	2,930.42
折旧摊销	846.63	879.81	888.99	898.26	905.48
财务费用	280.63	228.70	182.67	217.22	203.63
投资损失	(20.70)	(23.43)	(22.00)	(22.50)	(22.25)
营运资金变动	(890.18)	(1,269.32)	2,758.07	(2,678.97)	2,234.62
其它	195.19	840.19	(67.50)	(72.75)	(70.13)
经营活动现金流	1,989.16	1,404.09	5,567.69	948.49	6,181.77
资本支出	835.39	835.55	443.69	279.16	72.52
长期投资	(5.96)	(3.86)	(4.91)	(4.38)	(4.64)
其他	(1,640.87)	(1,350.06)	(1,070.97)	(409.68)	(162.52)
投资活动现金流	(811.44)	(518.36)	(632.19)	(134.91)	(94.65)
债权融资	(318.57)	155.07	(238.09)	(329.85)	(393.57)
股权融资	404.11	236.76	(49.34)	23.91	(11.96)
其他	(1,459.74)	(1,094.17)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(1,374.20)	(702.33)	(287.43)	(305.94)	(405.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(196.48)	183.40	4,648.07	507.64	5,681.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,792.87	22,761.27	23,540.28	24,040.28	24,540.29
营业成本	15,841.16	20,554.50	20,292.73	19,792.46	19,957.35
营业税金及附加	171.08	152.60	158.24	161.60	164.96
销售费用	40.59	49.50	45.50	47.75	46.63
管理费用	431.95	397.59	415.00	406.50	410.75
研发费用	377.97	403.95	391.00	397.50	394.25
财务费用	258.01	211.27	182.67	217.22	203.63
资产/信用减值损失	(65.31)	(113.75)	(89.50)	(101.75)	(95.63)
公允价值变动收益	3.11	(17.61)	(7.50)	(12.75)	(10.13)
投资净收益	20.70	23.43	22.00	22.50	22.25
其他	259.99	203.19	231.50	217.25	224.38
营业利润	1,890.61	1,087.12	2,211.63	3,142.49	3,503.59
营业外收入	24.50	14.03	19.50	16.75	18.13
营业外支出	55.74	198.22	127.00	162.50	144.75
利润总额	1,859.38	902.94	2,104.13	2,996.74	3,376.97
所得税	281.79	154.81	336.66	449.51	506.54
净利润	1,577.58	748.13	1,767.47	2,547.23	2,870.42
少数股东损益	418.38	44.44	(60.00)	(60.00)	(60.00)
归属于母公司净利润	1,159.21	703.69	1,827.47	2,607.23	2,930.42
每股收益（元）	0.29	0.18	0.46	0.65	0.73

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.29%	21.12%	3.42%	2.12%	2.08%
营业利润	9.55%	-42.50%	103.44%	42.09%	11.49%
归属于母公司净利润	10.41%	-39.30%	159.70%	42.67%	12.40%
获利能力					
毛利率	15.71%	9.70%	13.80%	17.67%	18.68%
净利率	6.17%	3.09%	7.76%	10.85%	11.94%
ROE	8.47%	4.81%	11.14%	13.70%	13.35%
ROIC	12.77%	6.66%	11.78%	20.09%	19.55%
偿债能力					
资产负债率	34.45%	33.07%	35.76%	26.96%	28.77%
净负债率	9.48%	9.87%	-17.42%	-18.26%	-41.23%
流动比率	1.14	1.23	1.50	2.40	2.55
速动比率	0.62	0.76	1.09	1.96	2.10
营运能力					
应收账款周转率	21.76	15.23	17.92	16.46	17.16
存货周转率	8.24	9.43	8.88	9.79	9.65
总资产周转率	0.79	0.96	0.91	0.86	0.81
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.18	0.46	0.65	0.73
每股经营现金流	0.50	0.35	1.39	0.24	1.54
每股净资产	3.41	3.65	4.09	4.75	5.48
估值比率					
市盈率	15.53	25.58	9.85	6.90	6.14
市净率	1.32	1.23	1.10	0.95	0.82
EV/EBITDA	5.11	5.36	4.93	3.58	2.02
EV/EBIT	6.92	8.13	6.83	4.54	2.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com