

中孚实业 (600595.SH) 成本优化+电解铝权益产能提升, 公司盈利弹性可期

2025年07月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

孙二春 (分析师)

温佳贝 (分析师)

sunerchun@kysec.cn

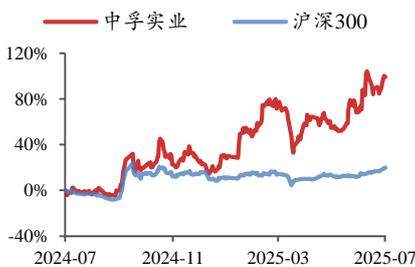
wenjiabei@kysec.cn

证书编号: S0790525060001

证书编号: S0790524040009

日期	2025/7/23
当前股价(元)	4.76
一年最高最低(元)	5.20/2.24
总市值(亿元)	190.78
流通市值(亿元)	190.78
总股本(亿股)	40.08
流通股本(亿股)	40.08
近3个月换手率(%)	116.67

股价走势图



数据来源: 聚源

● 成本优化+电解铝权益产能提升, 公司盈利弹性可期

2021年公司顺利完成重整, 经营情况大幅改善, 2022~2025年公司陆续收购林丰铝电、中孚铝业少数股东权益, 至今已实现电解铝产能100%控股, 2025年权益产能提高12万吨左右, 此外, 2025年四川省电力结算方案调整, 电价有望实现同比下降, 叠加原材料氧化铝价格的大幅走弱, 公司电解铝利润走扩; 铝加工方面, 公司布局69万吨铝加工产能, 约80%为罐料业务, 2025年2月罐料行业目标加工费上调1000~1500元/吨, 铝加工板块有望改善。多重催化助力公司业绩增长。我们预计公司2025-2027年实现归母公司净利润19.81、24.64、27.51亿元, 对应EPS分别为0.49、0.61、0.69元/股。当前股价对应PE分别为9.6、7.7、6.9倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 电解铝权益产能提升, 四川电价结算方式调整有望降低用电成本

公司不断收购电解铝少数股东权益, 权益产能提升至75万吨/年。公司于2022、2023、2025年陆续收购林丰铝电和中孚铝业剩余股权, 逐步实现对电解铝子公司的100%控股, 同比2024年来看, 公司电解铝年权益产能将提升约12万吨至75万吨。此外, 2024年12月31日, 国家能源局四川监管办公室等三部门联合印发《四川电力中长期交易规则(2024年修订版)》, 规则调整为用电侧电力用户不再打捆配置非水电量, 未来火电添加比例可能有所下降, 公司预计2025年全年平均结算电价0.45~0.48元/度, 同比下滑。

● 推出2025年员工持股计划&三年分红计划, 彰显发展信心

2025年2月, 公司推出员工持股计划, 拟筹集资金总额为不超过12.5亿元; 2025年4月, 公司发布《未来三年股东回报具体规划》, 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%, 截至2025年3月31日, 母公司未分配利润为-5.89亿元, 亏损不断收窄, 公司股息率可观。

● **风险提示:** 煤炭价格大幅波动、铝价大幅波动、氧化铝价格大幅上涨、四川电价结算方案调整、四川枯水期限产、罐体罐料加工费下调等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,793	22,761	23,454	23,944	24,434
YOY(%)	7.3	21.1	3.0	2.1	2.0
归母净利润(百万元)	1,159	704	1,981	2,464	2,751
YOY(%)	10.4	-39.3	181.5	24.4	11.7
毛利率(%)	15.7	9.7	14.8	16.7	17.7
净利率(%)	6.2	3.1	8.4	10.3	11.3
ROE(%)	10.4	4.6	10.9	11.9	11.7
EPS(摊薄/元)	0.29	0.18	0.49	0.61	0.69
P/E(倍)	16.4	27.1	9.6	7.7	6.9
P/B(倍)	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 历经风雨，涅槃重生	4
1.1、 投身铝行业二十余载，电解铝权益产能 75 万吨.....	4
1.2、 公司实控人为全球铝生产商 Vimetco	4
1.3、 公司业务以“电解铝及铝精深加工”为主，“煤炭开采、火力发电、炭素”协同经营	5
1.4、 顺利完成重整，公司经营情况大幅改善.....	6
2、 行业：后供给时代，盈利或正进入稳态.....	9
2.1、 印发《节能降碳行动方案》，再度明确电解铝行业产能天花板限制	9
2.2、 供应：国内产能天花板触顶，海外新增项目投产困难重重	10
2.2.1、 国内产能利用率向上弹性有限，产能天花板临近新增产能见顶	10
2.2.2、 海外电解铝投产缓慢，电解铝产能瓶颈逐步凸显	12
2.3、 需求：需求仍具韧性，关税影响有限.....	14
2.4、 氧化铝成本下降打开电解铝环节盈利空间.....	15
3、 成本优化+电解铝权益产能提升，盈利弹性可期	16
3.1、 亮点一：推出 2025 年员工持股计划&三年分红计划，彰显发展信心	16
3.2、 亮点二：电解铝权益产能提升，四川电价结算方式调整有望降低用电成本	18
3.3、 亮点三：电解铝配套布局完善，煤炭复产进行时.....	21
3.4、 亮点四：罐体罐料加工费上调，铝加工板块业绩有望改善	22
3.5、 亮点五：布局再生铝，形成“再生铝+水电铝”双重绿色布局	23
4、 盈利预测与投资建议	24
5、 风险提示	26
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 投身铝行业二十余载，电解铝老将重振旗鼓.....	4
图 2： 公司实际控制人为 Vimetco（截至 2025 年 3 月 31 日）	5
图 3： 公司业务布局以电解铝及铝精深加工为核心.....	5
图 4： 2018 年公司计提资产减值损失 18.28 亿元（单位：亿元）	7
图 5： 2020~2024 年公司营收 CAGR 达 29%.....	8
图 6： 2024 年公司归母净利润受成本上涨侵蚀.....	8
图 7： 重整后公司三费明显下降	8
图 8： 2024 年利润减少，公司经营性净现金流随之减少	8
图 9： 2024 年，公司铝加工及电解铝业务贡献 94%营业收入（亿元）	9
图 10： 2024 年，公司铝加工及电解铝业务贡献 92%毛利（亿元）	9
图 11： 我国电解铝产能利用率水平较高.....	10
图 12： 截至 2025 年 5 月，云南省电解铝产能利用率高达 99.55%	11
图 13： 2025 年云南省降雨量并未出现明显改善（毫米）	11
图 14： 2024 年风电+光伏发电量占比提升明显（亿千瓦时，%）	11
图 15： 2024 年云南新增发电量中，光伏+风电占比高达 51%.....	11
图 16： 欧洲电解铝冶炼利润承压	13
图 17： 2017 年铝需求结构中建筑用铝占比较高.....	14

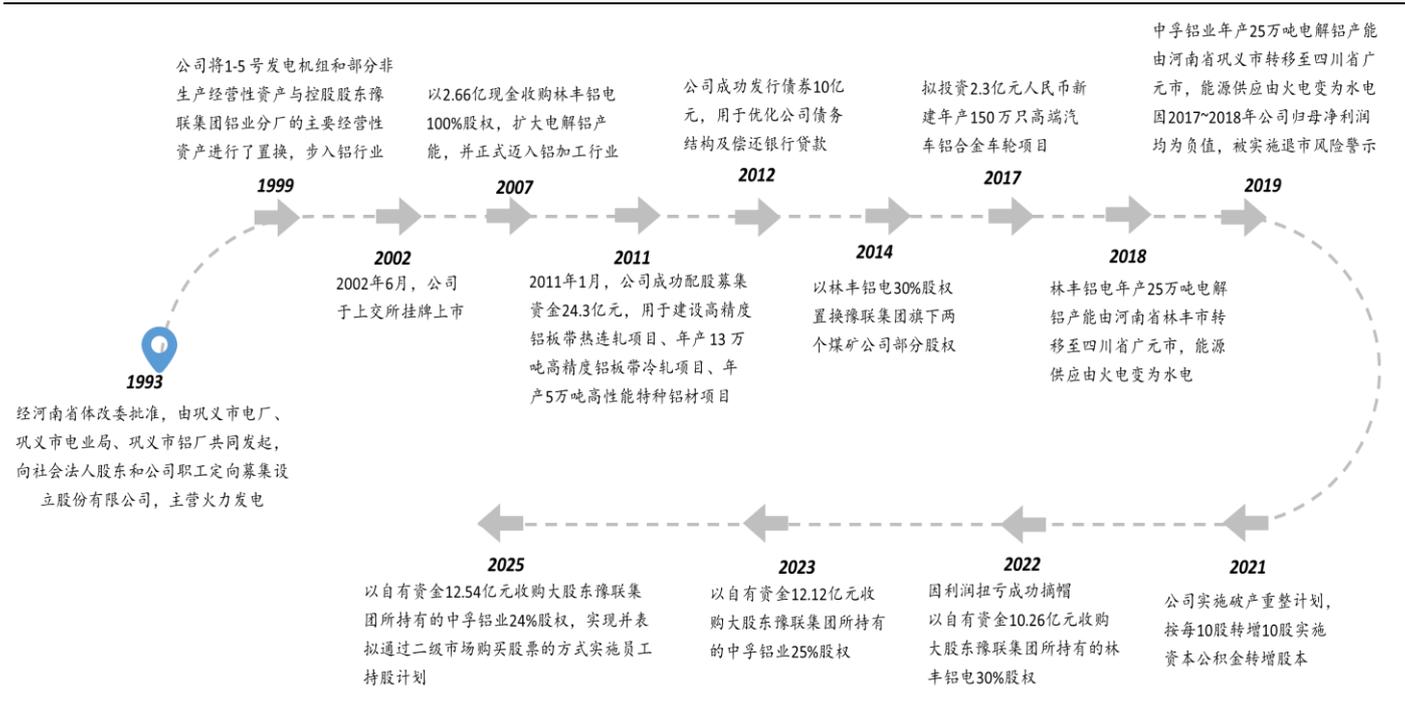
图 18: 2024 年铝需求结构中建筑用铝占比下滑明显.....	14
图 19: 2024 年我国铝材出口至美国占比仅 4%.....	15
图 20: 2024 年我国铝制品出口至美国占比达 16%.....	15
图 21: 2024 年我国铝轮毂出口至美国占比达 29%.....	15
图 22: 电解铝行业平均利润走扩 (元/吨)	16
图 23: 电解铝配套布局完善, 实现煤-电-铝-铝加工一体化布局.....	16
图 24: 截至 2025 年 3 月 31 日, 母公司未分配利润为-5.89 亿元, 亏损不断收窄.....	18
图 25: 不断收购电解铝少数股东权益, 权益产能提升至 75 万吨/年.....	20
图 26: 2022 年受四川限电影响, 广元地区电解铝产量下降明显 (万吨)	21
图 27: 子公司豫联煤业控股三座煤矿	22
图 28: 电力公司净利润承压	22
图 29: 豫联煤业净利润承压	22
图 30: 2024 年公司铝加工产量大幅提高	23
图 31: 公司铝加工产能分布情况	23
图 32: 河南中孚高精铝材利润情况	23
图 33: 安阳高晶铝材利润情况	23
图 34: 2024 年公司铝产品中再生铝添加比例达 58%.....	24
表 1: 2024 年公司主要参股/控股公司中, 电解铝贡献主要利润 (单位: 亿元)	6
表 2: 重整前公司债权合计 155.63 亿元	7
表 3: 截至 2022 年转增股本总数达 19.61 亿股.....	7
表 4: 《2024~2025 年节能降碳行动方案》对电解铝和氧化铝产业提出较多约束条件.....	9
表 5: 国内新增电解铝项目有限 (万吨)	11
表 6: 海外新增电解铝项目投产进度缓慢 (万吨)	12
表 7: 按照当前股价, 公司还需从二级市场购买 1.02 亿股, 占总股本的 2.56%.....	17
表 8: 公司须同时满足以下三个条件, 才能进行现金分红.....	17
表 9: 公司电解铝产能分布于河南和四川	18
表 10: 公司旗下煤炭产能达 225 万吨/年	21
表 11: 2022 年三座煤矿自用+外销量合计约 100 万吨 (单位: 万吨)	21
表 12: 公司再生铝布局情况	24
表 13: 公司盈利拆分	24
表 14: 可比公司估值对比 (截至 2025 年 7 月 23 日)	25
表 15: 铝价每上涨 1000 元, 公司业绩上涨 5 亿, 氧化铝每下跌 100 元, 公司业绩上涨约 1 亿元	25
表 16: 广元电价每下降 2 分, 公司业绩上涨近 1 亿元, 铝加工费每上涨 100 元, 公司业绩上涨约 5400 万元	26

1、历经风雨，涅槃重生

1.1、投身铝行业二十余载，电解铝权益产能 75 万吨

投身铝行业二十余载，电解铝权益产能 75 万吨。中孚实业成立于 1993 年，成立之初主营火力发电，于 1999 年通过与控股股东豫联集团铝业分厂的主要经营性资产进行置换，正式步入铝行业；期间因连续两年年度归母净利润为负值被实施退市风险警示，2022 年因利润亏损扭转成功摘帽，而后逐步收购林丰铝电、中孚铝业剩余部分股权，实现电解铝权益产能 75 万吨。

图1：投身铝行业二十余载，电解铝老将重振旗鼓



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司实控人为全球铝生产商 Vimetco

公司实际控制人为 Vimetco 和自然人张志平、张高波，Vimetco 公司是全球布局的铝业生产商，除了控股中孚实业外，公司在塞拉利昂拥有一个资源量约为 3100 万吨的铝土矿，目前年产量约为 120 万吨，在罗马尼亚布局电解铝和铝加工产能。子公司来看，公司通过下属控制中孚电力、中孚碳素、中孚铝业等主要子公司实现煤炭、电力、碳素、电解铝和铝加工的布局。

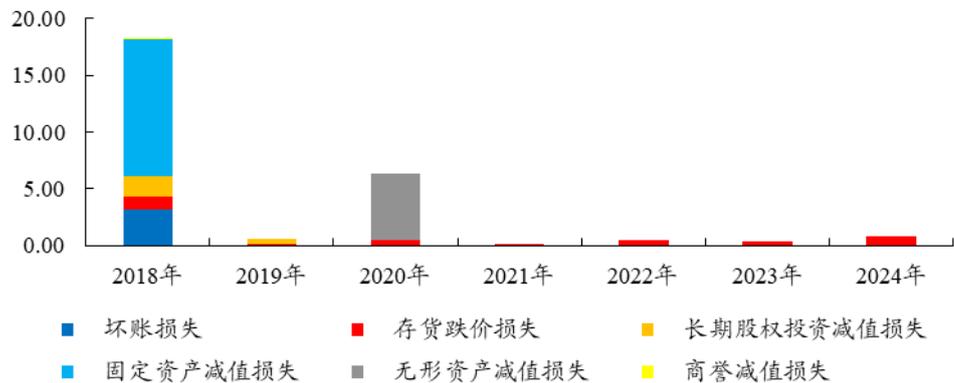
表1: 2024 年公司主要参股/控股公司中, 电解铝贡献主要利润 (单位: 亿元)

公司名称	公司持股比例(直接+间接合计)	主要产品	注册资本	资产规模	净资产	净利润
河南中孚铝业有限公司	100%		0.2	51.72	37.73	2.7
广元市林丰铝电有限公司	100%	电解铝	5	21.64	11.32	3.65
广元中孚高精铝材有限公司	100%		18.83	35.6	24.13	2.76
广元中孚科技有限公司	100%	铝扁锭	0.5	2.43	0.55	0.15
河南中孚高精铝材有限公司	100%	铝加工	20	71.4	19.88	-0.62
安阳高晶铝材有限公司	100%		4.79	5.82	-1.75	-0.26
巩义市汇丰再生资源有限公司	100%	再生铝	0.2	1.22	0.06	-0.08
河南中孚电力有限公司	100%	火力发电及销售	23.5	54.98	42.4	0.16
大唐林州热电有限责任公司	20%		5.8	17.65	1.22	0.08
河南豫联煤业集团有限公司	51%	煤炭	8	25.91	-0.68	-1.12
河南中孚炭素有限公司	100%	炭素	1.7	5.94	3.53	0.01

资料来源: Wind、开源证券研究所

1.4、顺利完成重整, 公司经营情况大幅改善

电解铝限产+成本高企+大幅减值, 2017~2018 年公司利润为负面临退市风险。 2019 年之前中孚实业电解铝厂均位于河南, 根据生态环境部, 郑州市属于大气污染防治“2+26”城市范围; 根据郑州市人民政府印发相关文件规定, 在采暖季期间中孚铝业所属电解铝生产需执行限产措施, 限产比例为 20%~50%, **导致中孚铝业资产使用效率及价值出现较大下降**, 此外, 中孚铝业电解铝生产用电由公司全资子公司中孚电力供应, 采用火力发电模式, 2017~2018 年受国家中部地区煤炭价格高企影响, 电力成本高企导致公司利润承压, 叠加电解铝产能转移导致 2018 年计提较高固定资产减值损失, 公司 2018 年亏损严重。

图4：2018年公司计提资产减值损失 18.28 亿元（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

以资本公积转增股本的方式实施重整，并顺利完成三年业绩承诺。2020年多个债权人陆续以公司及其5个主要子公司（中孚电力、中孚铝业、中孚炭素、林丰铝电、安阳高晶）不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务或明显缺乏清偿能力，但具有重整价值为由，向郑州中院申请重整。截至2021年6月，净管理人审查或调查的债权合计约155.6亿元。2021年8月，公司公布重整计划，以中孚实业现有总股本19.61亿股为基数，按每10股转增10股的比例实施资本公积转增股本，转增后中孚实业总股本增值39.22亿股，转增股本不向原股东分配，而是以股抵债进行重整，其中约11.63亿股分配给中孚实业及其五家子公司的债权人用于清偿债务，剩余部分股票由管理人进行附条件公开处置，股票处置所得用于支付破产费用、偿还共益债务、清偿债务及补充流动资金等，重整计划要求公司2021~2023年归母净利润分别不低于6、8、14亿元，或合计值不低于28亿元，否则大股东以现金方式承担差额补足义务。2021~2023年公司合计归母净利润约28.65亿元，完成业绩承诺。

表2：重整前公司债权合计 155.63 亿元

债务种类	债务金额	偿还方式
职工债权（万元）	1215.86	重整计划期间现金全额清偿
社保债权（万元）	2327.74	重整计划期间现金全额清偿
有财产担保债权（亿元）	49.71	对应质押保证金的由保证金优先清偿、未受偿部分按普通债权处理，其他部分以担保财产评估值为限，由公司现金分期偿还留债，期限为自2021年开始的10年，前3年每年清偿5%本金、中间3年每年清偿10%本金、后4年每年清偿13.75%本金
普通债权（亿元）	105.56	20万元以下的部分一次清偿，超过20万元的金融类普通债权以转增股票抵偿，超过20万元的非金融类普通债权中有息债权本金以股抵债、利息和违约金用现金予以留债5年分期清偿，无息债权可选择一次性清偿60%金额/全部现金予以留债5年分期清偿
合计债权金额（亿元）	155.63	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表3：截至2022年转增股本总数达 19.61 亿股

截至2022年转增股本分配情况	成交股票数量（亿股）
分配至债权人清偿债务	11.63
已划转至债权人账户	8.72
破产企业财产处置专用账户	2.91
附条件公开处置	7.98

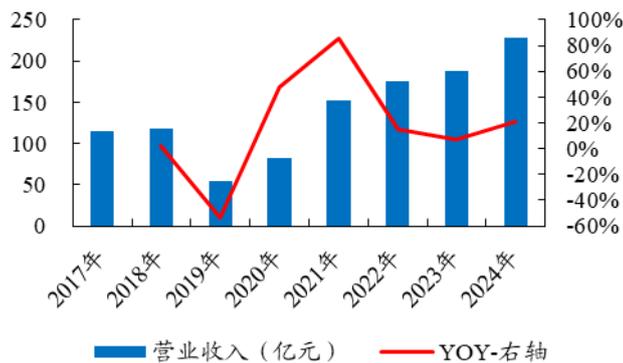
截至 2022 年转增股本分配情况	成交股票数量 (亿股)
河南豫联能源集团	4.00
河南怡诚创业投资集团	2.14
嘉兴航富股权投资合伙企业	1.85
转增股本总数	19.61

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：破产企业财产处置专用账户目前已划转至 2025 年员工持股计划账户

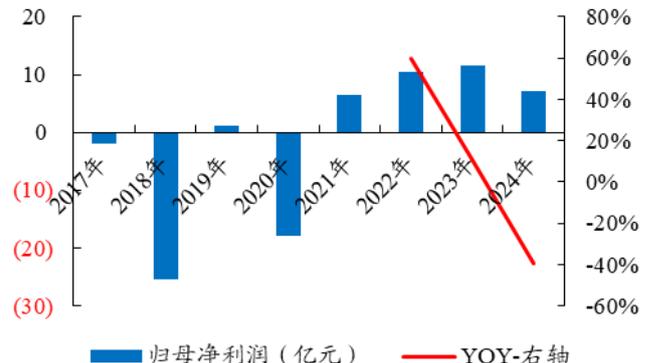
重整后公司经营情况改善明显。2021 年至今公司各项经营指标改善明显，发展逐步进入正轨。公司营业收入由 2020 年的 81.8 亿元提升至 2024 年的 227.6 亿元，CAGR 达 29%，主要系铝价中枢不断上行所致；公司归母净利润由 2020 年的 -17.8 亿元最高增长至 2023 年的 11.6 亿元，主要系 2023 年成本端处于近年来低位所致，2024 年全年公司实现归母净利润 7 亿元，同比 -39%，主要系铝价同比上涨，但公司原材料氧化铝价格大幅上涨以及四川电价结算方式调整导致四川地区电价上涨，成本端上涨侵蚀公司利润；公司资产负债率由截至 2020 年年末的 100.6% 下降至截至 2024 年年末的 33.1%，销售净利率由 2020 年的 -31.7% 提高至 2024 年的 3.3%，三费用率由 2020 年的 26% 降至 2024 年的 4%，重整后公司经营性指标均有显著改善。

图5：2020~2024 年公司营收 CAGR 达 29%



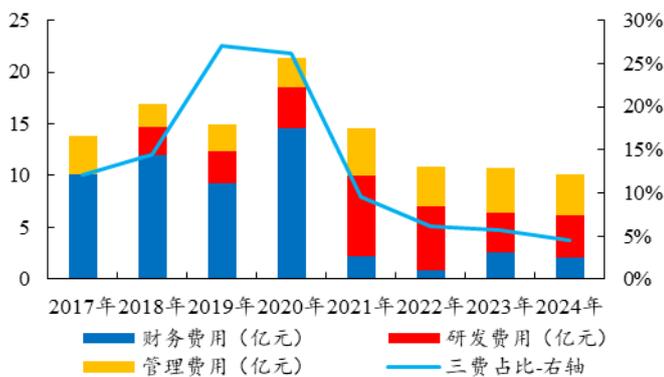
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024 年公司归母净利润受成本上涨侵蚀



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：重整后公司三费明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

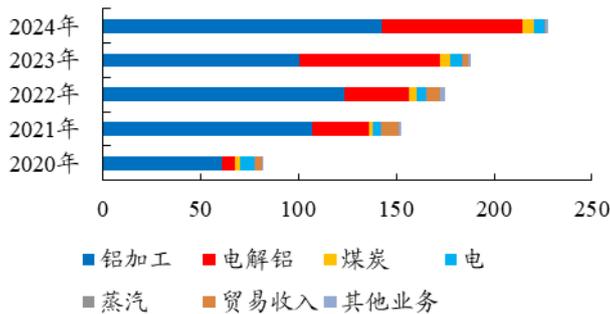
图8：2024 年利润减少，公司经营净现金流随之减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

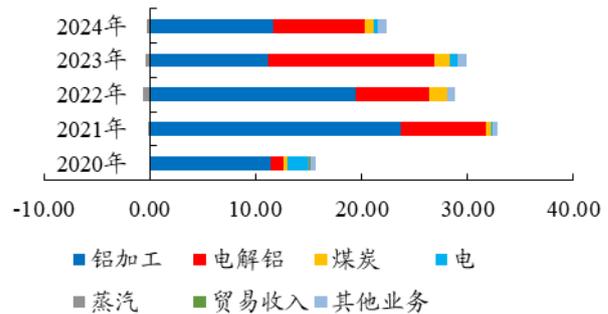
铝加工和电解铝贡献公司主要业绩来源。公司业务构成项目主要有铝加工、电解铝、煤炭、电、蒸汽、贸易及其他，其中铝加工和电解铝业务贡献主要利润，其他项目业务量较小。2024年公司铝加工业务营收占比达63%、毛利占比达53%，电解铝业务营收占比达32%、毛利占比达39%，相较于2023年，公司铝加工业务贡献营收、毛利占比均有所提高，主要系年产12万吨绿色新型包装材料项目陆续落地，公司铝加工产销量明显提升所致。

图9：2024年，公司铝加工及电解铝业务贡献94%营业收入（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024年，公司铝加工及电解铝业务贡献92%毛利（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：后供给时代，盈利或正进入稳态

2.1、印发《节能降碳行动方案》，再度明确电解铝行业产能天花板限制

2024年5月29日，国务院关于印发《2024—2025年节能降碳行动方案》（下称《方案》）的通知。《方案》指出2024~2025年，有色金属行业节能降碳改造形成节能量约500万吨标准煤，减排二氧化碳约1300万吨，并对电解铝产能置换、氧化铝产能新增提出较高能效水准要求。整体来看，该《方案》再次明确电解铝行业的产能天花板限制，严控氧化铝产能新增，并从节能降碳角度对电解铝在运营及置换产能提出能效要求，倒逼产能淘汰升级，电解铝行业平均电力成本有望降低，叠加电解铝产能天花板难突破，电解铝行业供给难言乐观，近期地产政策频出，地产端悲观预期修复叠加新能源需求增量有望支撑铝价高位运行，电解铝行业利润空间有望维持高位。

表4：《2024~2025年节能降碳行动方案》对电解铝和氧化铝产业提出较多约束条件

行动方案	约束性指标
优化产能布局，发展再生金属	①严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能； ②合理布局硅、锂、镁等行业新增产能； ③发展再生金属，到2025年年底再生金属供应占比达到24%以上，铝水就地转化率提高到90%以上
严控新增项目准入	①新建和改扩建电解铝项目须达到能效标杆水平和环保绩效A级水平； ②新建和改扩建氧化铝项目能效须达到强制性能耗限额标准先进水平； ③新建多晶硅、锂电正负极项目能效须达到行业现金水平
推进行业节能降碳改造	①到2025年底电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，可再生能源使用比例达到25%以上；②铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能占比达到50%； ③有色金属行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出；④2024~2025年，有色金

属行业节能降碳改造形成节能量约 500 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1300 万吨

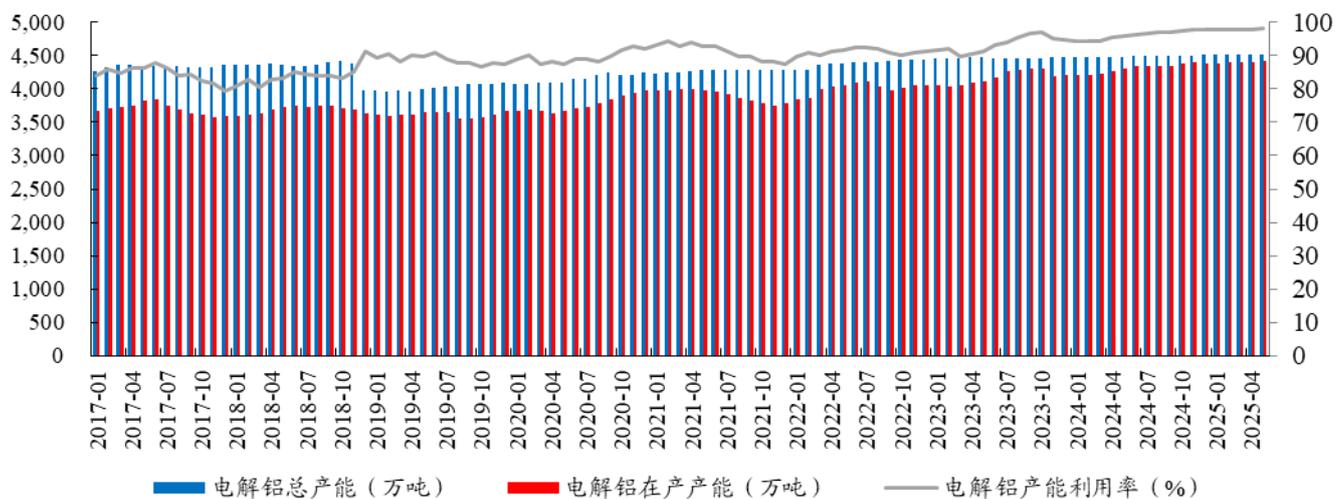
资料来源：国务院、开源证券研究所

2.2、供应：国内产能天花板触顶，海外新增项目投产困难重重

2.2.1、国内产能利用率向上弹性有限，产能天花板临近新增产能见顶

产能天花板临近，供给见顶。截至 2025 年 5 月我国原铝建成产能达 4520.2 万吨，运行产能达 4413.9 万吨，接近产能天花板。2024 年四季度氧化铝价格飙升，广西、四川等地区部分电解铝产能因氧化铝价格过高陆续停产，2025Q1 氧化铝价格下行，电解铝行业成本压力骤减，部分电解铝厂陆续着手复产，截至 2025 年 5 月我国电解铝产能利用率高达 98.22%，我们认为后续建成电解铝项目产能利用率提高空间有限。

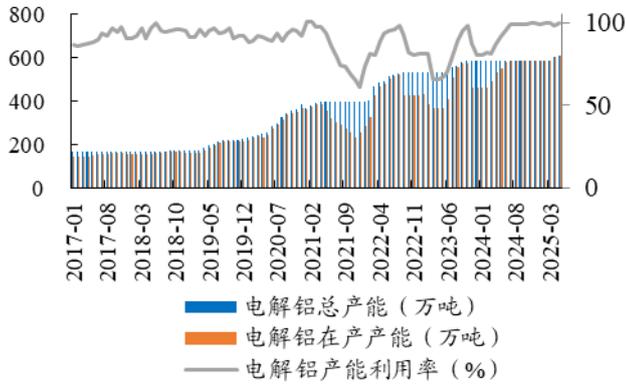
图11：我国电解铝产能利用率水平较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

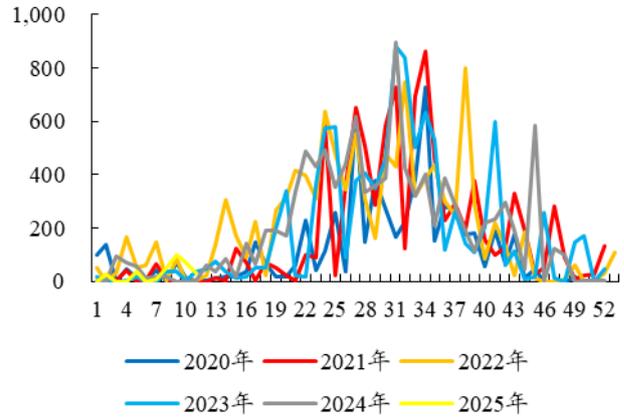
2025 年云南地区电力供应紧张或得以缓解，供应增量可期。2024Q4 云南产能利用率依旧保持 99%左右的高水平，并未出现类似 2022、2023 年的限电减产；步入 2025 年依旧维持在 99%以上，但降雨量并不及往年同期，我们认为主要系云南省今年大力发展光伏和风电，为其电力稳定供应提供了有力支撑，2024 年云南省发电量中光伏和风电占比达到 13%，同比提高 5%，新增发电量中，光伏+风电占比高达 51%。展望 2025 年，2024 年云南光伏、风电新增集中式装机量分别为 1478.2、133.15 万千瓦，假设装机到并网需要一年时间，按照光伏、风电年平均利用小时数分别为 1300、2400 小时计算，预计 2025 年光伏+风电新增发电量约为 224 亿 KWh，对应约 166 万吨电解铝用电需求，且考虑到光伏发电季节性正好于水电互补，我们认为 2025 年云南省电力供应紧张状态或得以缓解。

图12: 截至 2025 年 5 月, 云南省电解铝产能利用率高达 99.55%



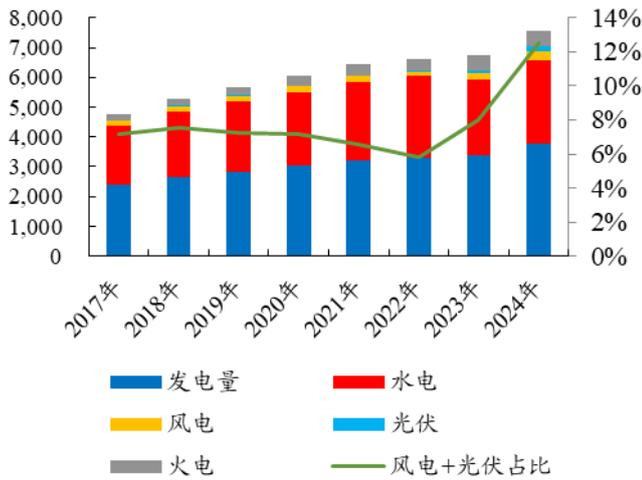
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2025 年云南省降雨量并未出现明显改善 (毫米)



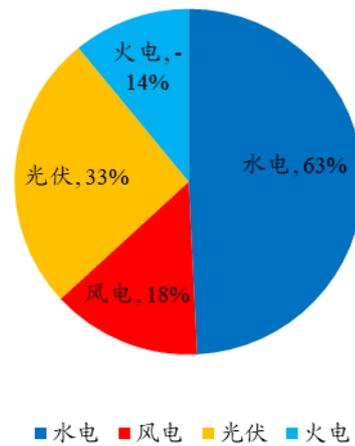
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2024 年风电+光伏发电量占比提升明显 (亿千瓦时, %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2024 年云南新增发电量中, 光伏+风电占比高达 51%



数据来源: Wind、开源证券研究所

国内原铝产能受 4543 万吨天花板限制, 目前已接近产能红线。2017 年印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案》, 确认 4543 万吨电解铝合规产能天花板, 截至目前 (2025 年 3 月), 待投合规产能非常有限。

表5: 国内新增电解铝项目有限 (万吨)

省市	项目	规划产能	截止 2023 年		2024 新投产能	2024 净增产能	2025 新投产能	2025 净增产能	备注
			底投产产能	已有合规产能					
云南	云南宏泰	203	150	203			53	0	产能转移
云南	云南宏合	193	0	193			50	0	产能转移
贵州	元豪铝业	33	8	10.65					暂无指标
贵州	双元铝业	10	14.5	14.5			10	0	技改+扩能, 产能置换
青海	中铝青海	50	40	50			10	10	产能置换
青海	海源绿能	35	24	35					重组后复产

省市	项目	规划产能	截止2023年底投产产能	已有合规产能	2024新投产产能	2024净增产能	2025新投产产能	2025净增产能	备注
内蒙古	华云三期	42	0	42	42	17			2024年5月18日通电启槽
内蒙古	扎铝二期	35	0	35					争取2025年12月底前投产，2026年预计产35万吨
四川	广元弘昌晟	25	12	12					暂无指标
山西	中铝华润二期	50	0	0					在运作太原东铝+朔州能源指标
新疆	天山铝业	120	120	140					2025年6月通过董事会决议，预计建设期10个月
新疆	农六师铝业	190	170	190	30	20	25	0	运行产能增加
合计		986	538.5	925.15	72	37	148	10	

数据来源：阿拉丁、SMM、开源证券研究所

2.2.2、海外电解铝投产缓慢，电解铝产能瓶颈逐步凸显

近年来海外的新增电解铝建设项目主要集中在印度尼西亚、印度、中东等地区。印度尼西亚凭借其丰富的铝土矿及近铝消费地等优势，吸引全球氧化铝、电解铝产业投资，但海外电解铝厂建设周期较长，且部分区域基础电网等设施配套不完整也在一定程度上拖累铝厂投产进度，叠加电力成本较高、投资额度大等问题影响，预计未来三年其他海外新增项目释放缓慢。

表6：海外新增电解铝项目投产进度缓慢（万吨）

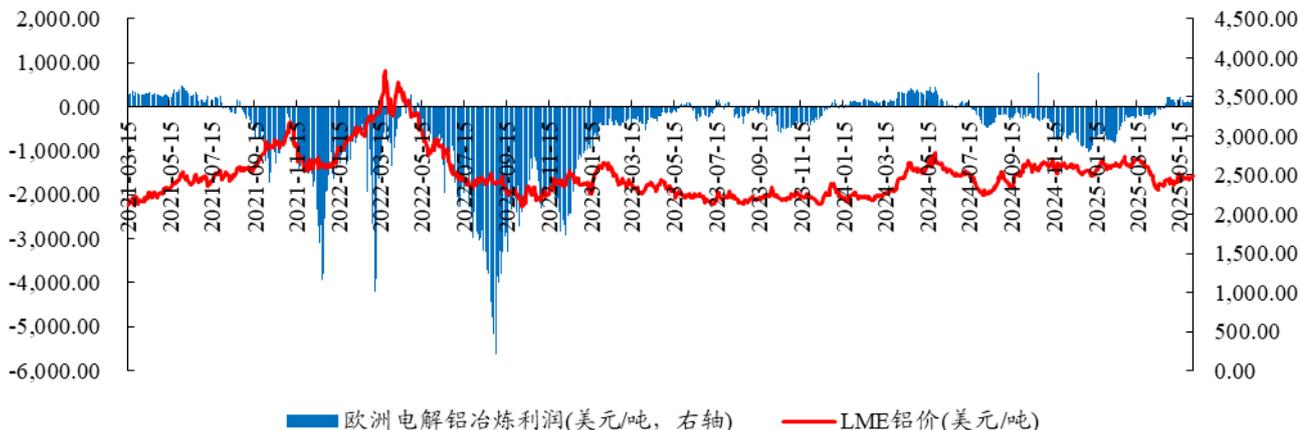
国家	铝厂	所属集团	2024年总产能	拟新建产能	预计投产时间	2025E	2026E	2027E	备注
印度	Angul	NALCO	46	50	2030	46	46	46	NALCO 棕地扩建项目，计划投资 19.5 亿美元。力拓提供 AP60 技术支持。预计 FY2027 开始建设，FY2030 开始投产
	Balco	Vedanta	58	43.5	2025Q2	91	101.5	101.5	2021 年 8 月印度韦丹塔集团宣布为其旗下的 Balco 启动原铝产能扩张项目。计划将该铝厂产能从原有的 58 万吨扩建 43.5 万吨，目前正在建设中，预计将于 2025Q2 投产
	Aditya	Hindalco	36	18	2027H2	36	36	45	2024 年 8 月 22 日，Hindalco 宣布 Aditya 冶炼厂将扩建 18 万吨，将于 2027 年中旬投产
	Mahan	Hindalco	36	18	2030	36	36	36	Hindalco 另一产能扩建计划位于 Mahan 电解铝厂，扩产 18 万吨，计划于 2030 年投产，目前尚未开工建设
印尼	Huachin	Tsingsha and Huafo	25	25	2024Q4	50	50	50	一期 50 万吨预计 2023H1 投产 25 万吨，另 25 万吨于 2024 年 10 月份通电投产。11 月，因氧化铝成本高企暂停投产进度，于 2025 年 1 月恢复投产，目前已经满产运行

阿达罗能源	阿达罗能源	0	150	2024Q4	12.5	50	50	印度尼西亚的第二大煤炭开采公司--阿达罗能源，正在印尼北加里曼丹岛建设年产 150 万吨电解铝的铝冶炼厂。该项目已经于 2021 年底开工建设，年产 150 万吨的电解铝项目分三期建设，目前正在建设第一期（年产 50 万吨）电解铝项目，计划 2025Q4 投产	
PT BAI	南山集团	0	100	2027	0	0	25	规划，待建设，预计 2027 年投产	
Inalum	Inalum	25	15	2026	25	30	30	2024 年 1 月，Inalum 宣布在 2026 年计划通过技术改造将产能从 25 万吨/年扩大至 30 万吨/年，目前正在建设中。此外，2025 年 2 月 EGA 宣布已签署谅解备忘录，将与 Inalum 合作将产能扩建至 40 万吨，预计 2030 年完成	
PT.KEMAJUAN ALUMINIUM INDUSTRI	青山、信发	0	50	2025 年年底	25	50	50	青山与信发合资项目，计划年底投产，分 2 期	
沙特	-	创新集团	0	100	/	0	0	0	前期规划中 不确定性较大
	-	锦江集团	0	100	/	0	0	0	
越南	Dak Nong	Tran Hong Quan Trading Co.	0	45	2026Q1	0	10	15	根据 2023 年 1 月 14 日第 12/2023/LKTHQ-CV 号公函中陈红泉冶金有限公司的项目实施进度，合同约定进度预计将于 2026 年一期产能 15 万吨/年的工厂建成投产
安哥拉	Bengo	华通集团	0	12	2025Q4	12	12	12	一期工程于 2024 年 6 月开工，预计 2025 年年底投产
哥伦比亚	Galtco	EGA, NEO Aluminio Colombia	0	54	2028Q1	0	0	0	(Emirates Global Aluminium) 已与哥伦比亚 NEO Aluminio 公司签署了一项协议，该协议可能促使阿联酋全球铝业公司出口其在阿联酋开发的最先进的技术，用于在南美国家开发首个铝生产设施。该项目拟定年产能 54 万吨，预计将于 2028 年投产
			226	780.5		333.5	421.5	460.5	
			新增投产预期			107.5	88	39	

资料来源：SMM、全球铝合作伙伴、开源证券研究所

欧洲电解铝冶炼亏损。由于电解铝开启成本较高，我们认为在当下利润的情况，欧洲复产之路比较艰难。

图16：欧洲电解铝冶炼利润承压

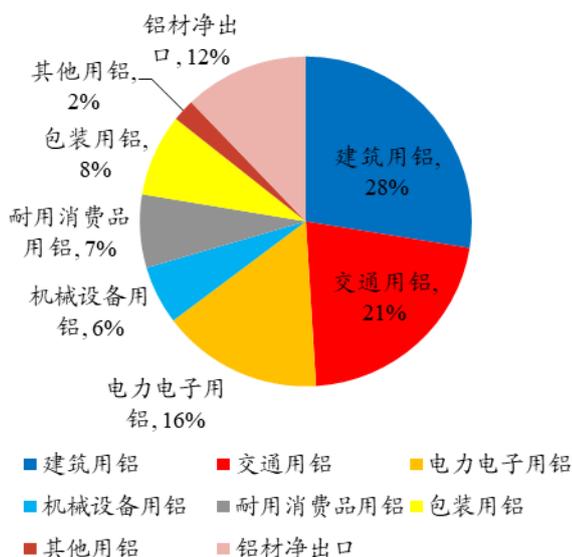


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、需求：需求仍具韧性，关税影响有限

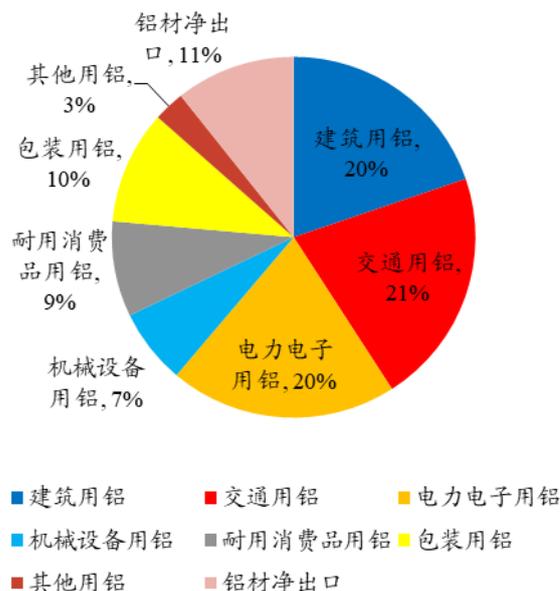
我们将原铝需求划分为建筑、交通、电力电子、机械设备、耐用消费品、包装、铝材净出口和其他几大类，据 SMM 和海关数据统计来看，近年来建筑用铝受建筑行业低迷影响不断下滑，其占比也有 2017 年的 28% 降至 2024 年的 20%，交通用铝受益于新能源汽车爆发，用量不断增长，需求占比保持在 21% 左右，电力电子领域在 2020~2024 年主要由光伏用铝驱动，增速较快，其占比由 2017 年的 16% 提升至 2024 年的 20%。展望 2025~2026 年，建筑用铝一方面受政策托举绝对量下滑幅度有限，另一方面其在原铝需求结构中占比不断下滑，对于原铝需求拖累效应在不断减弱；交通用铝仍受新能源汽车产量的不断增加以及单车用量提高带来的结构化提升影响维持较高增速；电力电子领域增长动力将由电网需求接力，虽然光伏行业可能受供给侧政策以及市场竞争加剧影响增速放缓，但 2025 年作为十四五的收官之年，电网投资完成额将继续保持高增速，接力光伏行业拉动电力电子板块用铝量增长；耐用消费品板块将继续受两新政策拉动，保持稳定增长。

图17：2017年铝需求结构中建筑用铝占比较高



数据来源：Wind、SMM、开源证券研究所

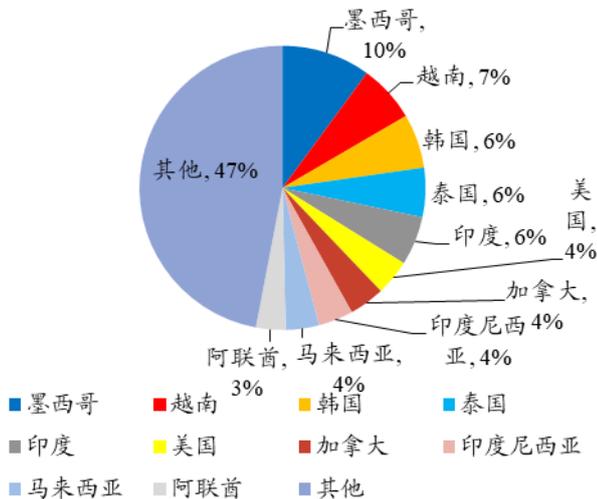
图18：2024年铝需求结构中建筑用铝占比下滑明显



数据来源：Wind、SMM、开源证券研究所

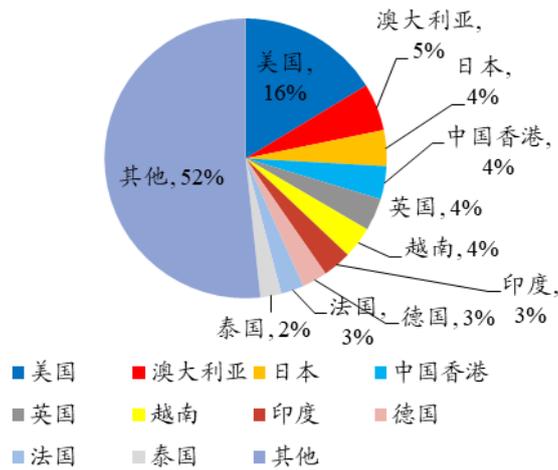
关税扰动只改贸易流，不改全球铝元素需求。2024年，我国出口至美国铝材、铝制品及铝轮毂占各自总出口量的比例分别为4%、16%、29%，铝材+铝制品+铝轮毂累计出口到美国105万吨，占总出口量的10%。一方面铝及其衍生品在经历了2018年232调查后，我国直接出口至美国产品有限，另一方面，我们认为全球铝需求都受益于新能源汽车和电力的拉动，关税扰动只改贸易流，不改全球铝元素需求。

图19：2024年我国铝材出口至美国占比仅4%



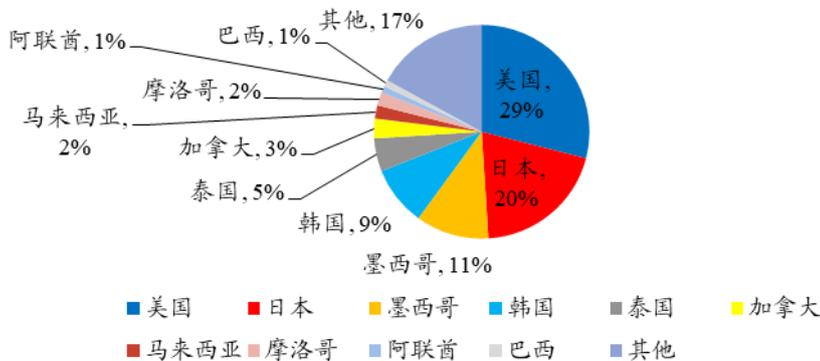
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2024年我国铝制品出口至美国占比达16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024年我国铝轮毂出口至美国占比达29%

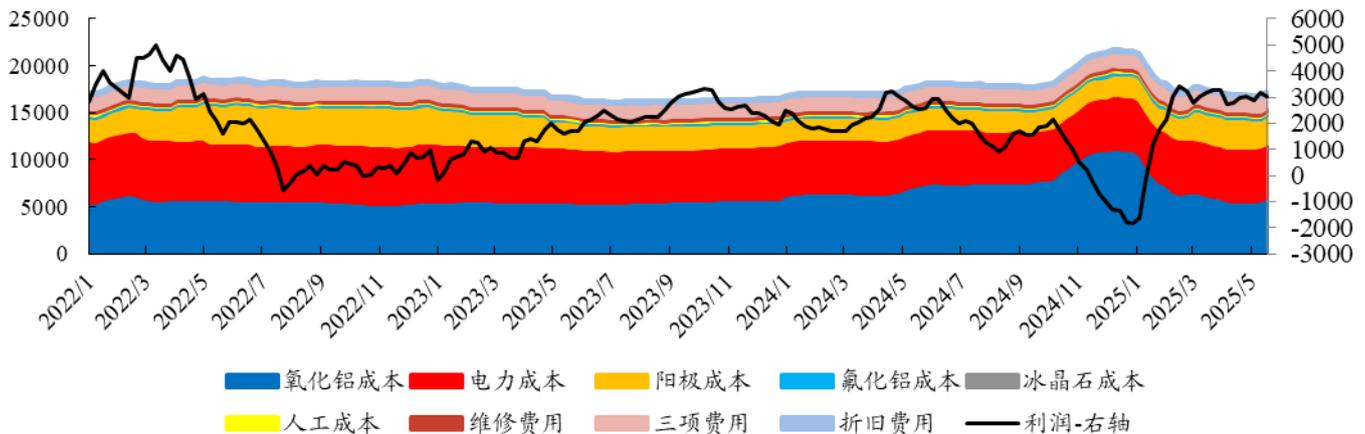


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、氧化铝成本下降打开电解铝环节盈利空间

步入2025年氧化铝价格顺畅下跌，电解铝成本中枢回落。伴随几内亚铝土矿运输能力的不断提高，我国铝土矿周度到港量出现明显改善，叠加山东、广西等沿海地区的低成本氧化铝产能逐步投产，氧化铝供需矛盾得到缓解，价格也由2024年年底的超过5700元/吨大幅下跌至目前的3000元/吨左右；成本端的大幅下移，导致产业链利润快速转移至电解铝环节，电解铝环节行业平均利润得到大幅修复。

图22：电解铝行业平均利润走扩（元/吨）

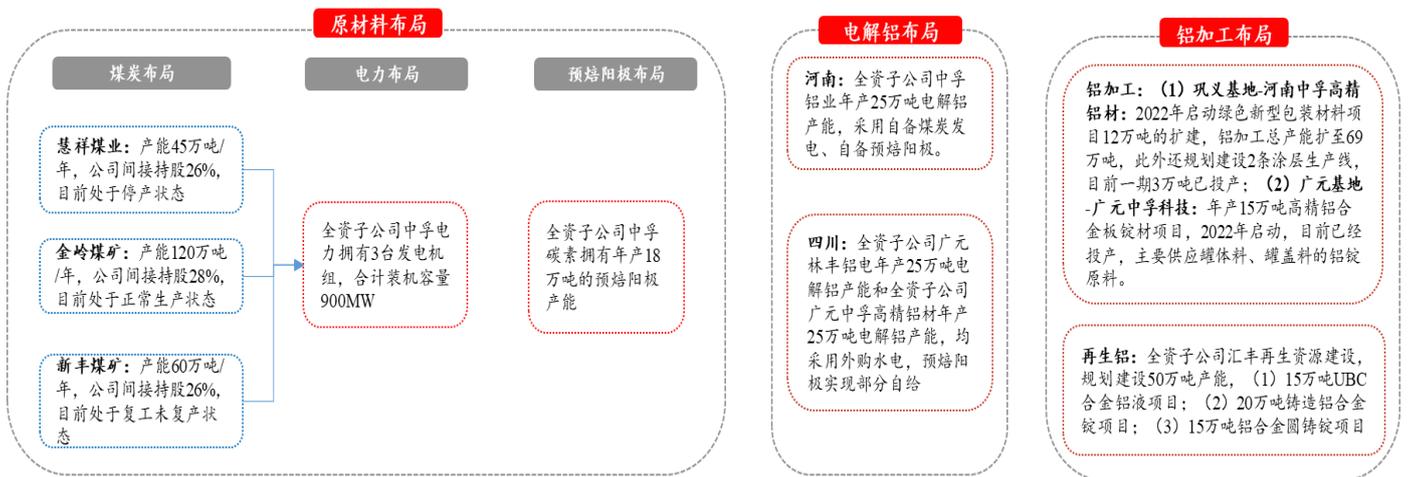


数据来源：Wind、SMM、开源证券研究所

3、成本优化+电解铝权益产能提升，盈利弹性可期

公司以电解铝为核心，形成煤-电-铝-铝加工一体化布局。中孚实业以河南、四川为两大根据地，构建年产25万吨煤电铝+年产50万吨水电铝双维度产业矩阵：**(1) 煤电铝一体化布局**：依托公司三大煤矿（慧祥煤业、金岭煤矿、新丰煤矿）+900MW火电机组，打造“煤炭开采-电力供应-电解铝冶炼-铝加工”一体化产能，强化能源就地转化与成本集约化优势；**(2) 水电铝绿色基地**：依托四川丰富水电资源，自河南搬迁50万吨电解铝产能至四川，提高公司绿电比例，契合双碳目标下绿色制造发展方向。

图23：电解铝配套布局完善，实现煤-电-铝-铝加工一体化布局



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、亮点一：推出2025年员工持股计划&三年分红计划，彰显发展信心

推出2025年员工持股计划，彰显公司发展信心。根据重整计划应向其分配的股票将提存至管理人指定的证券账户，提存的偿债股票自重整计划执行完毕之日起满三年，因债权人自身原因仍不领取的，视为放弃受领偿债资源的权利。截至目前，自公司《重整计划》执行完毕公告之日起算已满三年，处置专户提存的股票余额为2.65亿股，其中556.9万股正在按照《重整计划》约定办理转股相关手续，剩余2.6

亿股，公司代员工持股计划与处置专户签订《股份转让协议》。截至 2025 年 7 月 21 日，公司 2025 年员工持股计划证券账户持有公司股票 2.7 亿股，占公司总股本的 6.73%，其中受让河南中孚实业股份有限公司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%，以集中竞价交易方式累计买入公司股票 1022 万股，占公司总股本的 0.25%，我们测算公司还需要从二级市场购买 1.02 亿股，占当前总股本的 2.56%。

表7：按照当前股价，公司还需从二级市场购买 1.02 亿股，占总股本的 2.56%

	数值
员工持股计划总额（亿元）	12.50
破产企业财产处置专用账户（亿元）	7.24
需从二级市场购买（亿元）	5.26
截至 2025 年 7 月 21 日从二级市场购买股份（亿股）	0.10
成交均价（元/股）	3.72
成交总金额（亿元）	0.38
当前股价（元/股）	4.76
还需要从二级市场购买的股份（亿股）	1.02
占总股本比例	2.56%
公司总股本（亿股）	40.09

数据来源：Wind、开源证券研究所

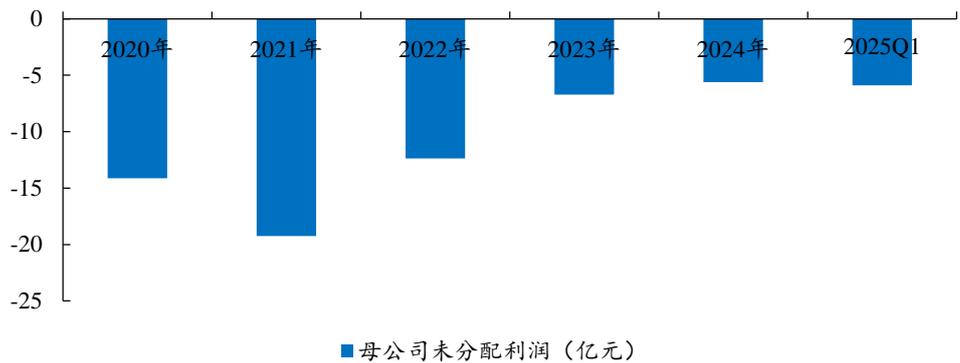
注：当前股价为 2025 年 7 月 23 日收盘价

公司承诺未来三年现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 60%。2025 年 4 月，公司发布《未来三年（2025~2027 年）股东回报具体规划》，计划采用现金、股票或者两者相结合的方式分配利润，且在公司盈利且现金能够满足公司持续经营和长期发展情况下，具备现金分红条件的，应当采用现金分红进行利润分配。若满足现金分红条件，且公司生产经营情况良好、现金流充裕，公司计划 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%（年内多次分红的，进行累计计算）。截至 2025 年 3 月 31 日，母公司未分配利润为-5.89 亿元，亏损不断收窄。

表8：公司须同时满足以下三个条件，才能进行现金分红

名称	须满足条件
当年实现的可分配利润	正值，且现金流充裕，实施现金分红不会影响公司后续持续经营
累计可供分配利润	正值
审计机构	对公司当年财务报告出具标准无保留意见的审计报告

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图24：截至 2025 年 3 月 31 日，母公司未分配利润为-5.89 亿元，亏损不断收窄


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、亮点二：电解铝权益产能提升，四川电价结算方式调整有望降低用电成本

公司拥有 50 万吨四川水电铝。根据生态环境部，郑州市属于大气污染综合治理“2+26”城市范围；根据郑州市人民政府印发相关文件规定，在采暖季期间中孚铝业所属电解铝生产需执行限产措施，限产比例为 20%—50%，导致中孚铝业资产使用效率及价值出现较大下降，此外，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有限公司供应，采用火力发电模式，2018~2019 年受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，为进一步优化公司电解铝生产所需电力能源结构、降低用电成本、减少火力发电碳排放、实现绿色清洁生产，2018 年 12 月、2019 年 3 月，公司将林丰铝电和中孚铝业各 25 万吨电解铝全部停产并陆续向水电资源富集的四川省广元市经济开发区转移。

表9：公司电解铝产能分布于河南和四川

公司	电解铝产能 (万吨)	地址	槽型	槽数	电力来源	发电机组
中孚实业	75		320KA+400KA	732		
中孚铝业	25	河南省巩义市站街镇东岭豫联工业园区	400KA	216	自备火电	900MW
广元中孚高精铝材	25	四川省广元经济技术开发区袁家坝工业园	320KA	282	网电（水电）	
广元林丰铝电	25	四川省广元经济技术开发区袁家坝工业园	400KA	234	网电（水电）	

资料来源：公司公告、四川省经济和信息化厅、巩义市人民政府、开源证券研究所

不断收购电解铝少数股东权益，权益产能提升至 75 万吨/年。公司于 2022、2023、2025 年陆续收购林丰铝电和中孚铝业剩余股权，逐步实现对电解铝子公司的 100% 控股，**同比 2024 年来看，公司电解铝年权益产能将提升约 12 万吨至 75 万吨。**

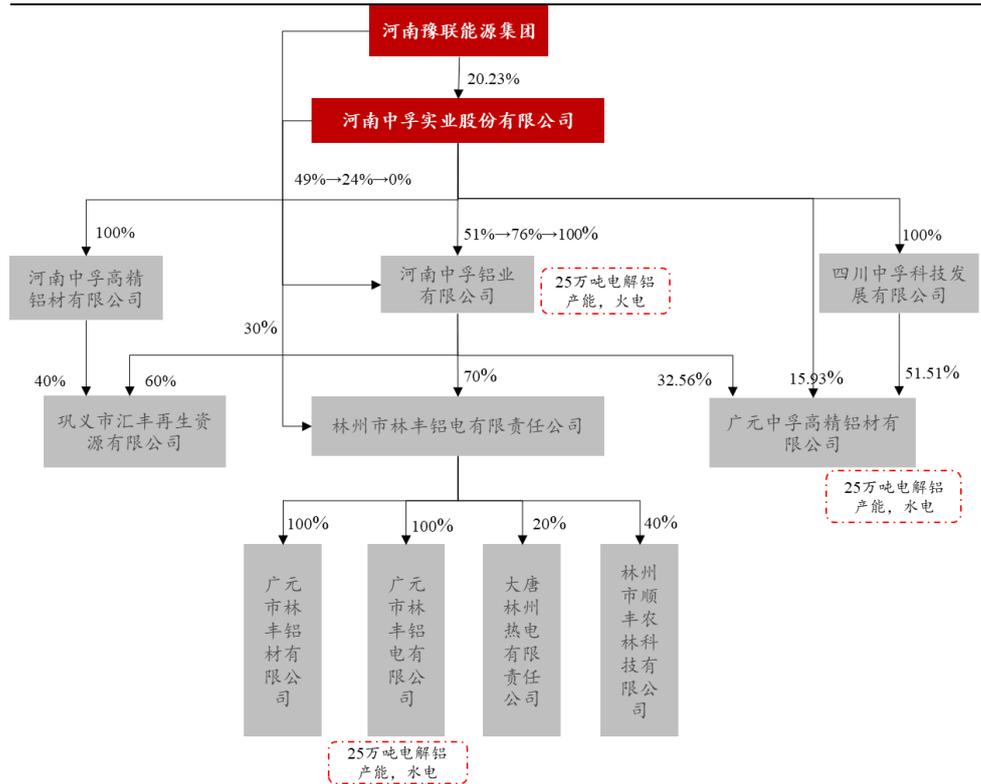
中孚实业持有中孚铝业股权由 51%→76%→100%。中孚铝业于河南省巩义市布局 25 万吨电解铝产能，2023 年 12 月公司以 12.12 亿元收购河南豫联能源集团持有

的中孚铝业 25%股权，自此公司持有中孚铝业 76%股权；2025 年 3 月公司以 12.54 亿元收购河南豫联能源集团持有的中孚铝业 24%股权，自此公司持有中孚铝业 100% 股权，权益产能也不断提升，由 2023 年前的 12.8 万吨→19 万吨→25 万吨。

中孚实业持有广元中孚高精铝材股权由 84%→92.4%→100%。中孚实业直接持有广元中孚高精铝材 15.93%股权，通过四川中孚科技间接持有广元中孚高精铝材 51.51% (2019 年 12 月因财务压力，公司通过出资权及股权转让方式转让给四川豫恒 51.51%股权，2022 年 10 月通过收购四川豫恒 100%股权实现再次并表)，通过中孚铝业间接持有广元中孚高精铝材部分股权，伴随公司对中孚铝业股权比例的不不断提高，公司对广元中孚高精铝材的持股比例也不断提升，权益产能也随之提高，由 2023 年前的 21 万吨→23 万吨→25 万吨。

中孚实业持有广元林丰铝电股权由 36%→65.7%→83.2%→100%。中孚实业通过中孚铝业持有林丰铝电 70%股权，另外于 2022 年 6 月以 10.26 亿元自河南豫联能源集团收购林丰铝电 30%股权，因此自 2022 年 6 月，中孚实业直接持有林丰铝电 30% 股权，通过中孚铝业间接持有林丰铝电部分股权，伴随公司对中孚铝业股权比例的不不断提高，公司对林丰铝电的持股比例也不断提升，权益产能也随之提高，由 2022 年前的 8.9 万吨→16.4 万吨→20.8 万吨→25 万吨。

图25：不断收购电解铝少数股东权益，权益产能提升至75万吨/年



资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：截至2025年3月31日

2022年受四川限电影响，公司电解铝产量下滑明显。2022年8月14日，公司接国网四川省电力公司通知，因极端天气影响，电力供应紧张，广元林丰和广元中孚部分产能需于2022年8月14日起停产一周，对子公司广元高精铝材和广元林丰铝电的电解铝正常生产造成影响，导致2022年公司四川地区电解铝产量同比减少20.7%。

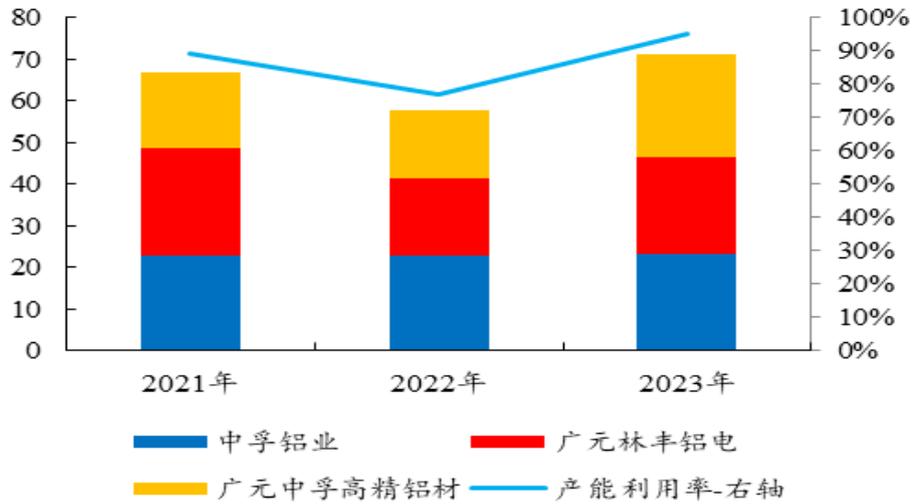
2024年受氧化铝价格上涨影响，各子公司利润承压。自2020年重组以来，各个子公司利润改善明显。其中2022年受限电影响利润同比降低；2023年伴随四川电解铝厂恢复正常生产，广元林丰铝电和广元高精铝材利润恢复，单吨电解铝净利润分别达2888、2728元/吨，高于河南基地电解铝单吨净利润；2024年氧化铝价格上涨，各个子公司均需要外购氧化铝原材料，导致利润承压。

2024年四川省电力结算方案调整，导致用电成本升高。2023年12月29日，四川省经济和信息化厅等四部门联合印发《四川省2024年省内电力市场交易总体方案》，方案将调整非水电量成分及配置比例，非水电量包含省内燃煤火电电量、燃气电量、新能源有限电量、省间外购电量等，《方案》规定，电力用户在参与常规直购交易时，应分丰、平、枯水期按30%、40%、60%的比例打捆购入非水电量，即在水电价格基础上添加一部分火电比例，但火电价格高于水电价格，导致整体用电成本抬升，据2024年度签署的《购售电合同》，公司2024年6-10月（丰水期）用电结算价格不高于0.43元/度，2024年11月（平水期）用电结算价格不高于0.54元/度，2024年12月（枯水期）用电结算价格不高于0.65元/度。

2025年四川电价结算方式再次调整，用电成本有望同比下降。2024年12月31日，国家能源局四川监管办公室等三部门联合印发《四川电力中长期交易规则（2024

年修订版)》，规则调整为用电侧电力用户不再打捆配置非水电量，未来火电添加比例可能有所下降，公司预计 2025 年全年平均结算电价 0.45 - 0.48 元/度，同比下滑。

图26：2022 年受四川限电影响，广元地区电解铝产量下降明显（万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、亮点三：电解铝配套布局完善，煤炭复产进行时

煤炭+电力一体化布局，保障电解铝电力供应。目前公司控股子公司豫联煤业拥有金岭煤矿、新丰煤矿、慧祥煤矿，合计产能 225 万吨，合计权益产能约 61 万吨。2022 年因安全事故影响，豫联煤业下属煤矿全部停产整改，其中金岭煤矿于 2023 年 2 月复产，新丰煤矿于 2024 年 12 月复产，慧祥煤矿于 2024 年 6 月开始复工尚未复产；**电力方面**，目前子公司中孚电力拥有 3 台 300MW 火电机组，合计装机容量 900MW，满足巩义地区 25 万吨电解铝产能的电力需求，多余部分通过外售获取收入，此外，中孚电力发电所需煤炭部分来自豫联煤业，部分外购。

表10：公司旗下煤炭产能达 225 万吨/年

	中孚实业持股比例 (直接+间接)	产能 (万吨) /年	产量 (万吨)		地理位置	采矿许可证	当前状态
			2021 年	2022 年			
金岭煤业	28.1%	120	42.54	69.71	登封市君召乡 石坡窑村	C410000200903112000793 4	2023 年 2 月复产
广贤工贸	26.0%	60	2.63	18.54	登封市大金店 镇陈楼村	4100000830125	2024 年 12 月复产
慧祥煤业	26.0%	45	2.73	9.95	登封市大冶镇 石岭头村	C410000201808112014661 0	2024 年 6 月开始复 工尚未复产
总计	61.0	225	47.9	98.2			

资料来源：公司公告、自然资源部、开源证券研究所

表11：2022 年三座煤矿自用+外销量合计约 100 万吨（单位：万吨）

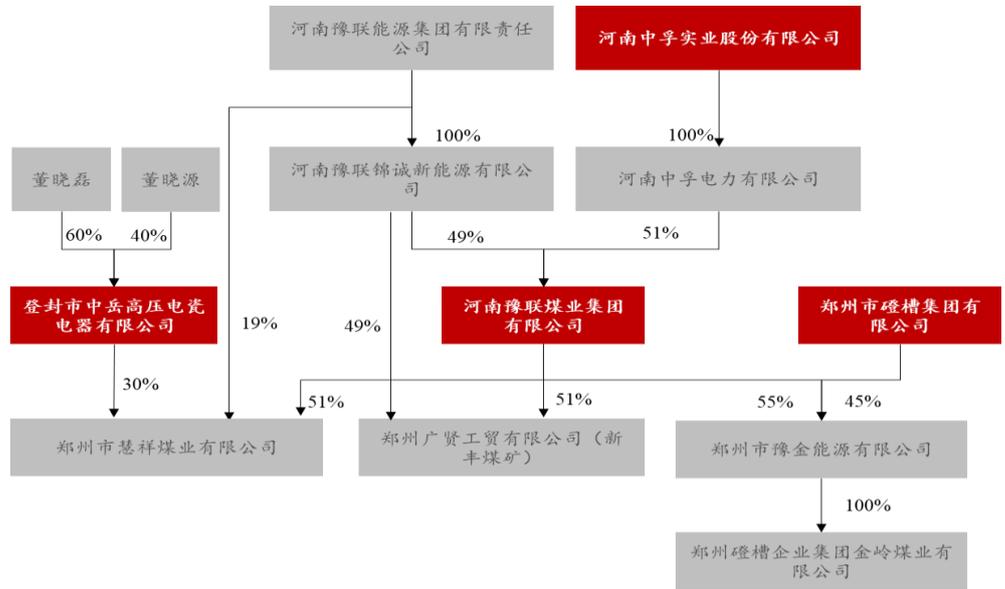
销量 (万吨)	2021 年度			2022 年度		
	自用	外销	小计	自用	外销	小计
金岭煤业	11.65	30.98	42.63	17.42	53.86	71.28
广贤工贸	2.63	0	2.63	18.4	0	18.4

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

销量 (万吨)	2021 年度			2022 年度		
	自用	外销	小计	自用	外销	小计
慧祥煤业	5.14	0	5.14	9.95	0	9.95
总计	19.42	30.98	50.4	45.77	53.86	99.63

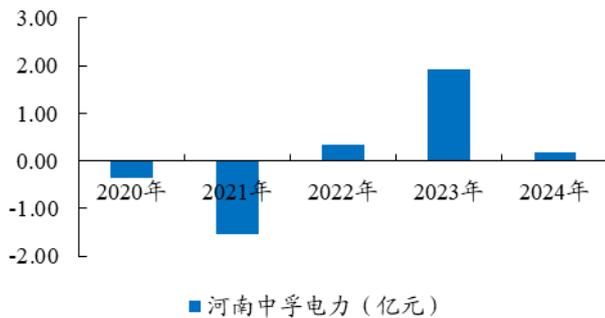
数据来源: Wind、开源证券研究所

图27: 子公司豫联煤业控股三座煤矿



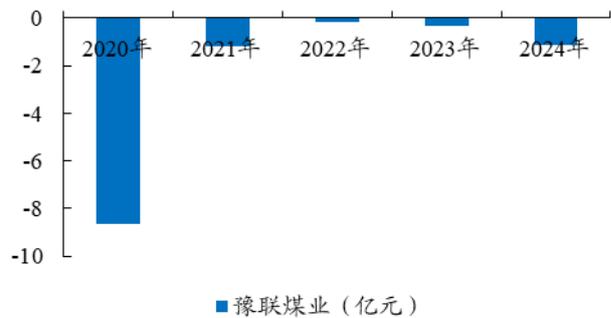
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图28: 电力公司净利润承压



数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 豫联煤业净利润承压



数据来源: Wind、开源证券研究所

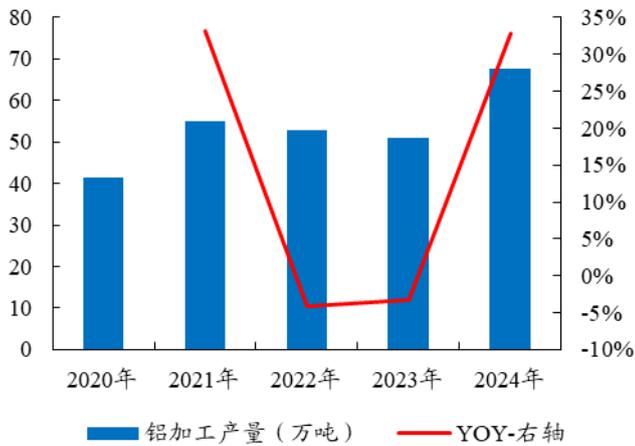
3.4、亮点四: 罐体罐料加工费上调, 铝加工板块业绩有望改善

罐体罐料加工费上调, 铝加工板块业绩有望改善。公司铝精深加工的主要产品为易拉罐用罐体料、罐盖料、拉环料、汽车板用料、新能源电池铝塑膜用铝箔、新能源电池正极集流体用铝箔、新能源电池极耳铝箔、油罐车用高性能板材、3C 电子产品用高表面阳极氧化料等, 其中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, 正在市场推广 5005 高端氧化料、新能源电池用铝箔等产品。目前铝加工产能达 69 万吨, 罐体罐料用铝箔为核心产品, 产能占比约 80%, 因此公司加工板块利润和罐体罐料行业加工费高度相关, 2023~2024 年受加工费走弱影响, 河南中孚高精铝材业绩承压。据阿拉丁调研, 2025 年 2 月 9 日前后, 国内多家罐料生产企业就“罐盖料”向下游发出涨价函, 目标加

工费上调 1500 元/吨，一周之后，国内多家罐料生产企业就“罐体料”向下游发出涨价函，目标加工费上调 1000 元/吨，公司铝加工业绩有望改善。

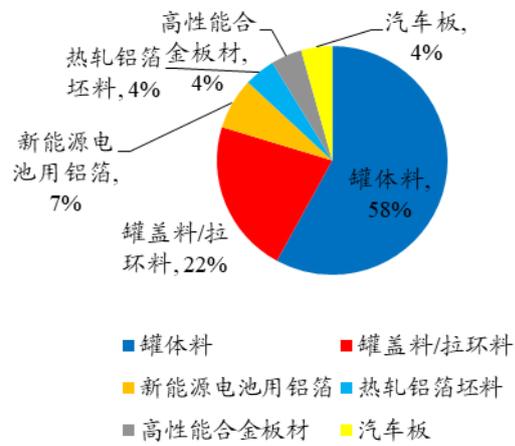
安阳高晶拥有 150 万只铝轮毂在产项目，近年来净利润承压。安阳高晶铝材是一家以生产高端铝合金汽车轮毂为主的企业，公司规划建设年产 500 万只高端汽车铝合金车轮项目，项目分两期建设，一期工程投资 3.2 亿元，于 2018 年 8 月建成年产 150 万只汽车铝合金轮毂生产线，采用国内领先的高端智能铝合金“低压铸造+旋压”生产工艺，拥有日本发那科、瑞士 ABB 公司机械手，引进意大利宝石隆、德国马克拉、中国台湾金嵩盛等设备，实现装备自动化、智能化、信息化，可生产 12~24 英寸的铝合金车轮，打造铝合金车轮优质品牌，公司先后通过 IATF16949:2016 质量认证体系、ISO45001 职业健康安全管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证，取得了日本 VIA 试验设备承认书，拥有 20 余项专利技术。

图30：2024 年公司铝加工产量大幅提高



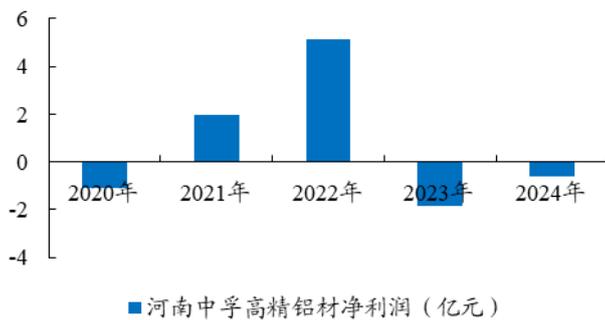
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：公司铝加工产能分布情况



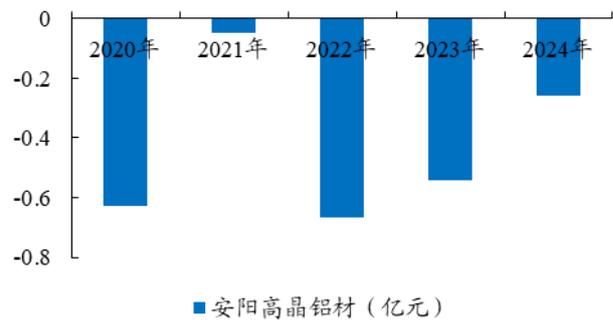
数据来源：2024 年中国国际铝工业展会、开源证券研究所

图32：河南中孚高精铝材利润情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：安阳高晶铝材利润情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5、亮点五：布局再生铝，形成“再生铝+水电铝”双重绿色布局

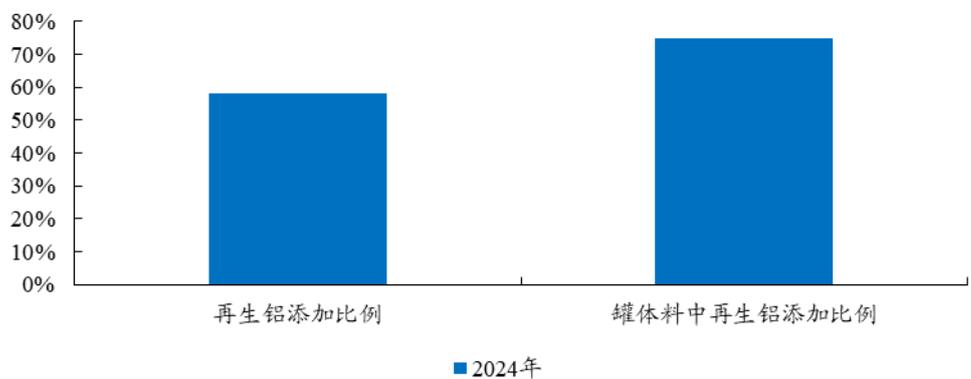
规划建设 50 万吨再生铝项目，形成“再生铝+水电铝”双重绿色布局。2023 年 3 月，公司公告巩义汇丰再生资源拟投资建设年产 50 万吨铝循环再生项目，包括年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目、年产 20 万吨铸造铝合金锭项目、年产 15 万吨铝合

金圆铸锭项目，目前首期年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目部分产能已投入运行，公司实现在匹配自身用铝需求的同时，进行再生铝废料的保级利用。伴随再生铝项目的逐步投产，叠加公司于广元市布局的 50 万吨水电铝产能，公司绿色铝产量占比有望不断提升，在当下碳市场逐渐规范的背景下，公司碳成本有望逐步下降。

表12：公司再生铝布局情况

项目	产能（万吨/年）	项目投资规模（亿元）
UBC 合金铝液项目	15 万吨	1.98
铸造铝合金锭项目	20 万吨	24.2
铝合金圆铸锭项目	15 万吨	2.34

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图34：2024 年公司铝产品中再生铝添加比例达 58%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

商品产销量：（1）电解铝：考虑到年初四川产能的停产，我们预计 2025~2027 年公司电解铝产量分别为 73、75、75 万吨，对外销量分别约为 41、41、41 万吨；（2）铝加工：公司 69 万吨铝加工产能全部正常运行，假设 2025~2027 年公司铝加工产品销量均为 67.75 万吨。（3）煤炭：暂不考虑慧祥煤业复产，假设 2025~2027 年煤炭产量分别为 165、165、165 万吨。

商品价格：在电解铝产能天花板限制下，原铝供应刚性凸显，叠加下游电力、就新能源车表现突出，有望承接建筑用铝带来的减量，铝消费整体韧性凸显，供需格局向好，我们认为铝价有望持续维持高位运行，预计 2025~2027 年铝价分别为 2、2.05、2.10 万元/吨，此外公司最大的成本暴露为氧化铝，2025 年海内外新投氧化铝产能超 1500 万吨，供需基本面走向过剩，但原材料铝土矿因其供应的高集中度扰动频发，我们认为氧化铝价格将转向成本定价，利润空间收窄，预计 2025~2027 年氧化铝价格分别为 3200、3100、3100 元/吨。煤炭价格方面，我们假设 2025~2027 年动力煤价格分别为 700、700、700 元/吨，考虑到公司煤炭售价和动力煤价格存在一定折价，我们参照历史折价水平，假设 2025~2027 年折价系数均为 70%，2025~2027 年公司煤炭售价分别为 436、436、436 元/吨。

表13：公司盈利拆分

		2024 年	2025E	2026E	2027E
电解铝	销量（万吨）	40.94	40.94	40.94	40.94

	价格（不含税，元/吨）	17630.09	17699.12	18141.59	18584.07
	收入（亿元）	71.81	72.10	73.91	75.72
	毛利（亿元）	8.66	14.83	17.34	19.15
	销量（万吨）	66.47	67.75	67.75	67.75
铝加工	价格（不含税，元/吨）	21442.00	21899.12	22341.59	22784.07
	收入（亿元）	142.53	148.37	151.36	154.36
	毛利（亿元）	11.63	18.61	21.43	22.94
	销量（万吨）	110.6	152.1	152.1	152.1
煤炭	价格（不含税，元/吨）	536.1	436.3	436.3	436.3
	收入（亿元）	5.93	6.64	6.64	6.64
	毛利（亿元）	8.66	14.83	17.34	19.15
电业务	收入（亿元）	6.17	6.27	6.36	6.45
	毛利（亿元）	0.07	0.10	0.13	0.16
合计	营业收入（亿元）	227.61	234.54	239.44	244.34
	营业成本（亿元）	205.54	199.90	199.45	201.00
	毛利（亿元）	22.07	34.64	39.99	43.34

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年实现收入 234.54、239.44、244.34 亿元，同比分别变动 3.0%、2.1%、2.0%，实现归母公司净利润 19.81、24.64、27.51 亿元，同比分别变动+181.5%、+24.4%、+11.7%，EPS 分别为 0.49、0.61、0.69 元/股。

考虑到中孚实业业绩主要有电解铝、铝加工、煤炭三部分构成，且公司拥有 25 万吨自备火电铝产能、50 万吨水电铝产能，我们选取天山铝业、云铝股份、神火股份和南山铝业作为可比公司，以 2025 年 7 月 23 日股价为基准，2025~2027 年可比公司平均估值分别为 8.2、7.4、6.6 倍，中孚实业分别为 9.6、7.7、6.9 倍。相较同行而言，2025 年公司将充分受益于氧化铝价格下行以及四川电力结算方案调整带来的电价边际下行，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：可比公司估值对比（截至 2025 年 7 月 23 日）

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601600.SH	天山铝业	7.64	1.01	1.19	1.32	7.56	6.42	5.79
000807.SZ	云铝股份	16.44	1.99	2.41	2.82	8.26	6.82	5.83
000933.SZ	神火股份	19.11	2.58	2.87	3.12	7.41	6.66	6.13
600219.SH	南山铝业	4.11	0.44	0.42	0.47	9.34	9.79	8.74
可比公司平均 PE						8.14	7.42	6.62
600595.SH	中孚实业	4.76	0.49	0.61	0.69	9.63	7.74	6.93

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：可比公司盈利预测均为开源证券研究所预测

表15：铝价每上涨 1000 元，公司业绩上涨 5 亿，氧化铝每下跌 100 元，公司业绩上涨约 1 亿元

铝价（元/吨）

2025 年归母 净利润(百万 元)		18500.00	19000.00	19500.00	20000.00	20500.00	21000.00	21500.00
氧化铝价格 (元/吨)	2700.00	1766.95	2015.94	2265.01	2514.15	2763.43	3012.71	3261.99
	2800.00	1660.26	1909.26	2158.33	2407.46	2656.74	2906.02	3155.30
	2900.00	1553.57	1802.57	2051.64	2300.78	2550.05	2799.33	3048.62
	3000.00	1446.88	1695.88	1944.95	2194.09	2443.36	2692.64	2941.93
	3100.00	1340.19	1589.19	1838.26	2087.40	2336.67	2585.96	2835.24
	3200.00	1233.50	1482.50	1731.57	1980.71	2229.98	2479.27	2728.55
	3300.00	1126.82	1375.81	1624.88	1874.02	2123.30	2372.58	2620.57
	3400.00	1020.13	1269.13	1518.19	1767.33	2016.61	2265.89	2512.14
	3500.00	913.44	1162.44	1411.51	1660.65	1909.92	2157.54	2403.71
	3600.00	806.75	1055.75	1304.82	1553.96	1802.94	2049.11	2295.29
3700.00	700.06	949.06	1198.13	1447.27	1694.51	1940.69	2186.86	
3800.00	593.37	842.37	1091.44	1339.92	1586.08	1832.26	2078.44	

数据来源: Wind、开源证券研究所

表16: 广元电价每下降 2 分, 公司业绩上涨近 1 亿元, 铝加工费每上涨 100 元, 公司业绩上涨约 5400 万元

		广元电价 (元/度)						
2025 年归母 净利润(百万 元)		0.43	0.45	0.47	0.49	0.51	0.53	0.55
铝加工产品 平均加工费 (元/吨)	3800.00	2006.85	1909.65	1812.45	1715.24	1618.04	1520.84	1423.63
	3900.00	2061.07	1963.87	1866.66	1769.46	1672.26	1575.05	1477.85
	4000.00	2115.28	2018.08	1920.88	1823.68	1726.47	1629.27	1532.07
	4100.00	2169.50	2072.30	1975.10	1877.89	1780.69	1683.49	1586.28
	4200.00	2223.72	2126.51	2029.31	1932.11	1834.91	1737.70	1640.50
	4300.00	2277.94	2180.74	2083.54	1986.34	1889.13	1791.93	1694.73
	4400.00	2332.18	2234.98	2137.78	2040.57	1943.37	1846.17	1748.96
	4500.00	2386.42	2289.22	2192.01	2094.81	1997.61	1900.40	1803.20
	4600.00	2440.65	2343.45	2246.25	2149.05	2051.84	1954.64	1857.44
	4700.00	2494.89	2397.69	2300.49	2203.28	2106.08	2008.88	1911.68
4800.00	2549.13	2451.93	2354.72	2257.52	2160.32	2063.11	1965.91	

数据来源: Wind、开源证券研究所

5、风险提示

(1) 煤炭价格大幅波动, 煤炭是公司自卑火电机组发电的原材料, 且公司控股三座煤矿, 煤炭价格大幅波动会对公司业绩造成影响;

(2) 铝价大幅波动, 电解铝贡献公司主要的业绩来源, 铝价发生大幅波动将对公司盈利能力造成影响。

(3) 氧化铝价格大幅上涨, 公司氧化铝全部外购, 若氧化铝价格大幅上涨将会侵蚀公司利润。

(4) 四川电价结算方案调整、四川枯水期限产等, 公司部分电解铝产能分布于

四川，电力来源为购买四川网电，若当地电价结算方案发生变化将会影响公司电力成本，此外，若四川枯水期限产或将影响公司电解铝产量。

(5) 罐体罐料加工费下调。公司铝加工行业约 80% 的产能布局为罐体罐料行业，若行业加工费下调，或将影响公司利润。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5148	6380	5071	7039	10281
现金	892	1102	1870	3700	7026
应收票据及应收账款	1043	1946	0	0	0
其他应收款	126	118	133	123	138
预付账款	325	264	343	276	355
存货	2367	2459	2235	2449	2271
其他流动资产	395	490	490	490	490
非流动资产	17966	17736	17701	17494	17289
长期投资	84	80	76	72	69
固定资产	14800	14468	14470	14182	13867
无形资产	2518	2432	2415	2530	2680
其他非流动资产	563	757	740	710	673
资产总计	23114	24116	22772	24533	27570
流动负债	4511	5174	2045	1554	2051
短期借款	249	523	523	523	523
应付票据及应付账款	2081	2543	0	0	0
其他流动负债	2181	2108	1522	1031	1528
非流动负债	3453	2801	2615	2416	2218
长期借款	1150	914	727	528	330
其他非流动负债	2302	1887	1887	1887	1887
负债合计	7963	7975	4660	3970	4269
少数股东权益	1471	1521	1511	1499	1485
股本	4010	4009	4009	4009	4009
资本公积	11033	11174	11174	11174	11174
留存收益	-1267	-563	1408	3859	6597
归属母公司股东权益	13680	14620	16601	19065	21816
负债和股东权益	23114	24116	22772	24533	27570

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1989	1404	2909	2725	4165
净利润	1578	748	1971	2451	2738
折旧摊销	847	880	753	784	808
财务费用	258	211	175	133	53
投资损失	-21	-23	-20	-25	-24
营运资金变动	-770	-580	-5	-658	551
其他经营现金流	97	168	34	39	40
投资活动现金流	-811	-518	-704	-562	-589
资本支出	625	563	722	581	606
长期投资	-0	22	4	4	4
其他投资现金流	-186	22	14	15	14
筹资活动现金流	-1374	-702	-1437	-333	-251
短期借款	199	274	0	0	0
长期借款	-140	-236	-186	-199	-198
普通股增加	-4	-0	0	0	0
资本公积增加	307	142	0	0	0
其他筹资现金流	-1736	-881	-1251	-133	-53
现金净增加额	-186	206	768	1830	3325

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18793	22761	23454	23944	24434
营业成本	15841	20554	19990	19945	20100
营业税金及附加	171	153	157	161	164
营业费用	41	50	41	45	49
管理费用	432	398	410	418	427
研发费用	378	404	416	425	434
财务费用	258	211	175	133	53
资产减值损失	-41	-86	0	0	0
其他收益	262	213	170	215	199
公允价值变动收益	3	-18	-3	-6	-6
投资净收益	21	23	20	25	24
资产处置收益	-2	-10	-3	-4	-5
营业利润	1891	1087	2419	3017	3392
营业外收入	25	14	25	21	20
营业外支出	56	198	104	119	141
利润总额	1859	903	2340	2919	3271
所得税	282	155	369	468	534
净利润	1578	748	1971	2451	2737
少数股东损益	418	44	-10	-12	-14
归属母公司净利润	1159	704	1981	2464	2751
EBITDA	2770	1842	3112	3676	3969
EPS(元)	0.29	0.18	0.49	0.61	0.69

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.3	21.1	3.0	2.1	2.0
营业利润(%)	9.6	-42.5	122.5	24.7	12.4
归属于母公司净利润(%)	10.4	-39.3	181.5	24.4	11.7
获利能力					
毛利率(%)	15.7	9.7	14.8	16.7	17.7
净利率(%)	6.2	3.1	8.4	10.3	11.3
ROE(%)	10.4	4.6	10.9	11.9	11.7
ROIC(%)	9.1	4.2	10.1	11.1	10.8
偿债能力					
资产负债率(%)	34.5	33.1	20.5	16.2	15.5
净负债比率(%)	22.0	20.0	6.6	-4.1	-18.7
流动比率	1.1	1.2	2.5	4.5	5.0
速动比率	0.5	0.7	1.1	2.6	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	21.8	15.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.1	11.3	20.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.18	0.49	0.61	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.35	0.73	0.68	1.04
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.65	4.14	4.76	5.44
估值比率					
P/E	16.4	27.1	9.6	7.7	6.9
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.6	12.9	7.0	5.4	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn