

收购宏拓，跻身电解铝龙头

2025 年 09 月 02 日

➤ **收购宏拓实业，跻身国内电解铝一体化龙头。**公司成立于 2000 年，前身为山东鲁丰铝箔工业有限公司，2010 年 3 月在深交所上市，2017 年 4 月控股股东变更为山东宏桥，2017 年 5 月更名为山东宏创铝业控股股份有限公司。2025 年 5 月，公司规划作价 635.2 亿元收购宏拓实业 100% 股权，收购完成后，公司将实现从铝加工业务到氧化铝-电解铝-铝加工一体化布局的全面转型，成为国内产能规模仅次于中国铝业的电解铝氧化铝龙头。

➤ **宏拓实业为国内一体化铝龙头，电解铝产能逐步向电价具备优势的云南转移。**宏拓实业主营氧化铝、电解铝和铝深加工业务，其中氧化铝产能 1900 万吨，电解铝产能 645.9 万吨，位列全国第二，其中山东电解铝产能 497.1 万吨，云南产能 148.8 万吨。为实现低碳发展，降低能源成本，规划逐步将山东电解铝产能向水电资源丰富的云南转移，2025-2027 年计划分别转移 44.8、24.1、83.1 万吨产能，云南电价具有优势，产能转移推动宏拓实业电解铝成本逐步降低。

➤ **一体化优势明显，宏拓实业业绩大幅增长。**2024 年宏拓实业营收 1492.9 亿元，同比增长 15.8%，归母净利 181.5 亿元，同比增长 168.7%。电解铝产量 654 万吨，同比增加 4.4%，单吨生产成本 14410 元，同比下降 2.2%，单吨毛利从 2023 年的 1733 元提升至 2024 年的 3110 元；氧化铝方面，2024 年产量 1830 万吨，基本实现满产，单吨生产成本 2413 元，同比基本持平，单吨毛利从 2023 年的 84 元提升至 902 元，主要是由于氧化铝价格大幅上涨所致。

➤ **分红：宏拓实业为中国宏桥核心资产，重组后宏创控股有望成为高股息标的。**2021-2024 年中国宏桥分红率分别为 48.0%、46.8%、47.0%、63.4%，分红率整体提升。宏拓实业为中国宏桥在国内的核心资产，铝行业供需格局持续向好，电解铝盈利保持高位，宏拓实业业绩确定性强，重组后宏创控股有望保持高分红。根据我们预测，2026 年宏创控股归母净利 234.4 亿元，假设分红率 60%，股息率将达到 6.3%，若分红率为 65%，股息率达到 6.9%，宏创控股未来有望成为行业股息率最高的标的之一。

➤ **投资建议：**公司目前主营铝加工业务，不考虑重组宏拓实业情况下，我们预计公司 2025-2027 年归母净利-1.9/-1.3/-1.3 亿元。收购宏拓实业完成后，公司将跻身电解铝氧化铝行业龙头，业绩大幅增长，国内产能天花板明确，铝行业供需紧平衡格局持续，业绩确定性强，价格弹性大，假设 2025 年底公司完成对宏拓实业重组，我们预计公司 2026-2027 年归母净利 234.4/241.9 亿元，对应现价的 PE 为 10/10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铝需求不及预期，氧化铝价格下降超预期，收购进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,486	3,513	3,588	3,588
增长率 (%)	29.7	0.8	2.2	0.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-69	-191	-128	-134
增长率 (%)	52.5	-176.3	32.6	-4.2
每股收益 (元)	-0.06	-0.17	-0.11	-0.12
PE	/	/	/	/
PB	10.5	11.6	12.5	13.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价，未考虑重组宏拓实业）

推荐

首次评级

当前价格：

18.10 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 南雪源

执业证书：S0100525080002

邮箱：nanxueyuan@glms.com.cn

目录

1 原主业铝箔竞争激烈，业绩承压.....	3
2 收购宏拓实业，成为一体化电解铝龙头	8
3 盈利预测与投资建议	19
3.1 盈利预测与业务拆分	19
3.2 估值分析	20
3.3 投资建议	20
4 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 原主业铝箔竞争激烈，业绩承压

公司 2010 年上市，2025 年规划收购宏拓实业，开启一体化转型。公司成立于 2000 年，前身为山东鲁丰铝箔工业有限公司，2010 年 3 月在深交所上市，募集资金投资 5 万吨铝板带及 3 万吨铝箔项目，2016 年 5 月公司原控股股东于荣强先生与山东宏桥签署《股份转让框架协议》，并于 2017 年 4 月完成过户登记，公司控股股东变更为山东宏桥，2017 年 5 月，公司正式更名为山东宏创铝业控股股份有限公司。2025 年 5 月，公司规划作价 635.2 亿元收购宏拓实业 100% 股权，收购完成后，将实现从铝加工业务到氧化铝-电解铝-铝加工一体化布局的转型，成为产能规模仅次于中国铝业的电解铝氧化铝龙头。

表1：公司发展历程

时间	事件
2000 年	公司成立，前身为山东鲁丰铝箔工业有限公司
2010 年 3 月	深交所成功上市，募集资金投资 5 万吨铝板带及 3 万吨铝箔项目
2016 年 5 月	原控股股东于荣强先生与山东宏桥签署《股份转让框架协议》
2017 年 4 月	股份转让完成过户登记，公司控股股东变更为山东宏桥
2017 年 5 月	正式更名为山东宏创铝业控股股份有限公司
2025 年 5 月	规划作价 635.2 亿收购宏拓实业 100% 股权，开启一体化转型

资料来源：公司公告，民生证券研究院

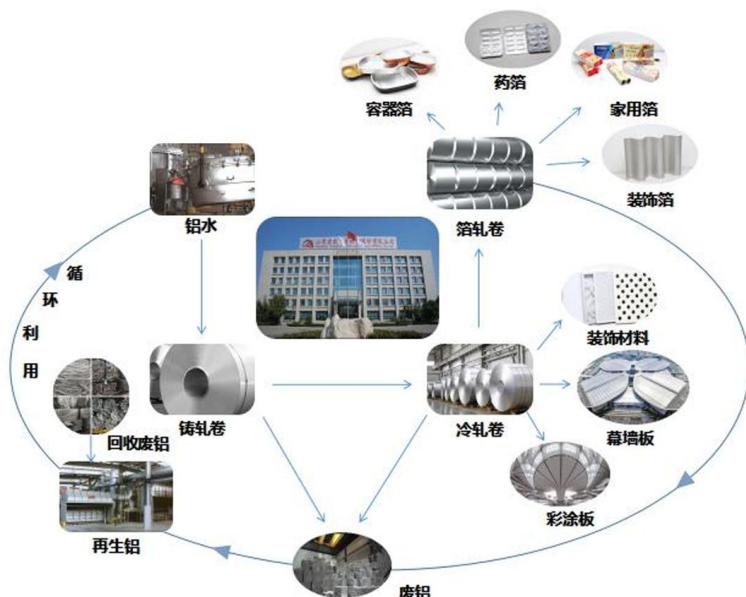
表2：国内电解铝氧化铝前十大企业（截至 2024 年末）

电解铝前十大企业		氧化铝前十大企业	
企业	产能（万吨）	企业	产能（万吨）
中国铝业	781	中国铝业	1967
宏拓实业	646	宏拓实业	1900
国家电投	430	山东茌平信发华宇氧化铝公司	700
信发集团	380	河北文丰新材料有限公司	480
东方希望	216	山西信发化工有限公司	360
锦江集团	176	博赛九龙万博氧化铝有限公司	460
酒钢集团	170	广西信发铝电有限公司	300
神火集团	170	东方希望晋中铝业公司	300
百矿集团	130	孝义兴安化工有限公司	300
天山铝业	120	中电投山西铝业股份有限公司	280
合计	3219	合计	7047

资料来源：安泰科，民生证券研究院

公司目前主营铝板带箔加工业务。公司目前主营铝加工业务，建成了铝水不落地直接生产板带箔产品及采用废铝生产再生铝循环利用产线，主要产品包括铝板带、家用箔、容器箔、药用箔、容器箔等，广泛应用于食品和医药包装、建筑装饰等多个领域。目前产能铸轧板材 20 万吨、冷轧板材 20 万吨、铝箔 12 万吨。

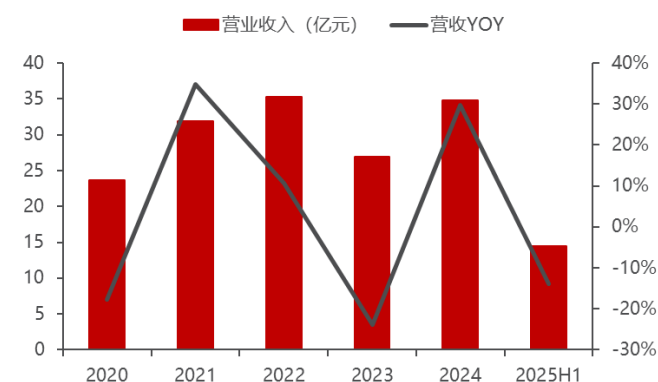
图1：公司主要产品及生产流程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

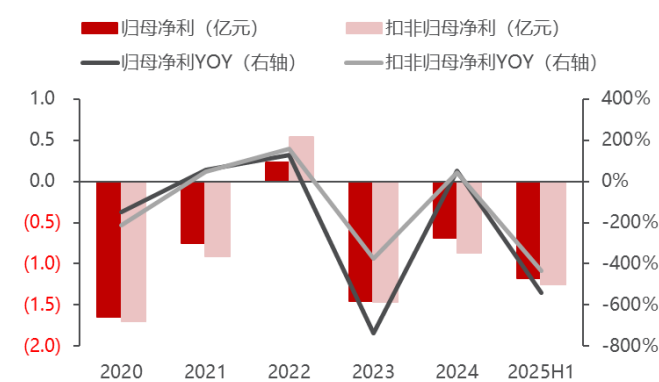
加工费下滑,业绩整体承压。2024 年铝加工产品销量恢复,营收同比增长 29.7% 至 34.9 亿元,但由于行业竞争激烈,加工费下滑,公司盈利整体承压,2024 年归母净利-0.7 亿元,同比减亏 0.8 亿元,25H1 归母净利-1.2 亿元,同比亏损增加 1.0 亿元。单季度看,25Q2 实现营收 6.8 亿元,同比下降 22.2%,环比下降 12.1%,归母净利-0.6 亿元,同比由盈转亏,环比亏损增加 0.1 亿元。

图2：公司营收及增速

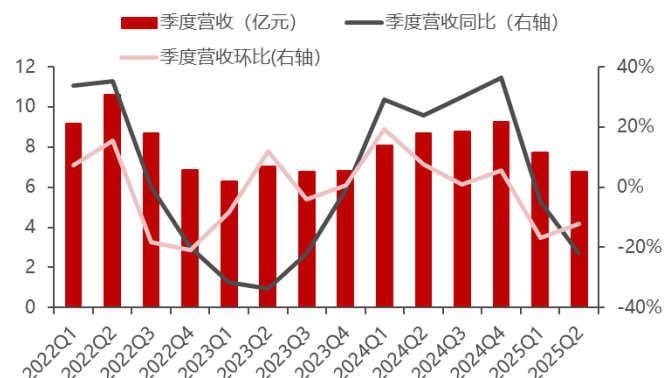


资料来源：ifind，民生证券研究院

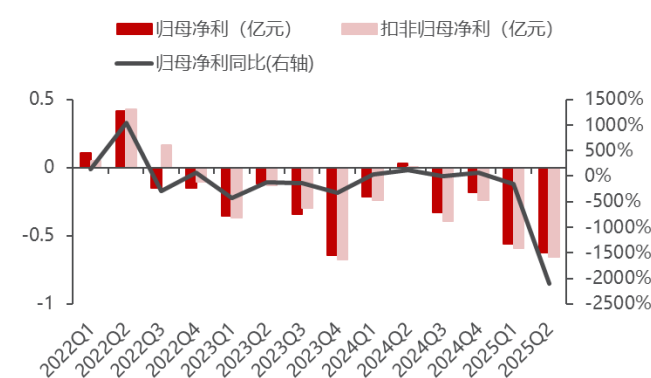
图3：公司归母净利润及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

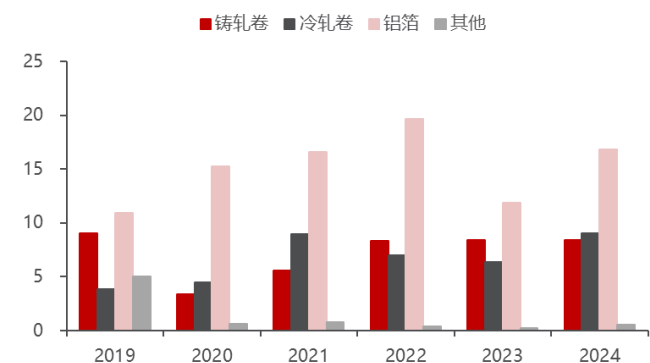
图4：公司季度营收及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

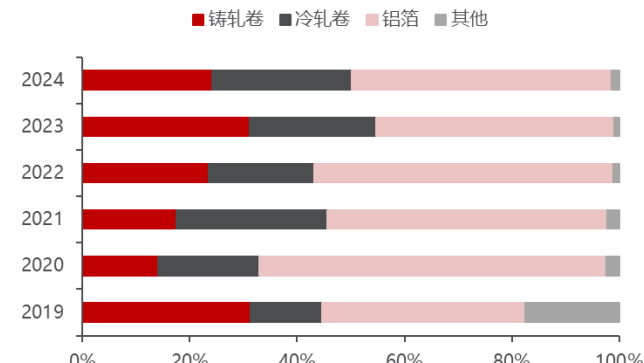
图5：公司季度归母净利及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

铝箔营收占比最高，但毛利下滑明显。公司目前主要产品包括铸轧卷、冷轧卷和铝箔三类。营收结构方面，铝箔营收贡献持续保持在第一位，2024 年随着销量恢复，铝箔实现营收 16.8 亿元，同比增加 41.5%，营收占比恢复至 48.3%。铸轧卷、冷轧卷 2024 年分别实现营收 8.4、9.1 亿元，同比增加 0.8%、43.0%，营收占比分别为 24.2%、26.0%；毛利方面，铝箔毛利贡献下滑明显，由 2022 年的 1.8 亿元降至 2024 年的 0.1 亿元，铸轧卷、冷轧卷毛利贡献近三年整体稳定。2024 年铝箔、铸轧卷、冷轧卷毛利占比分别为 0.6%、50.1%和 9.8%。

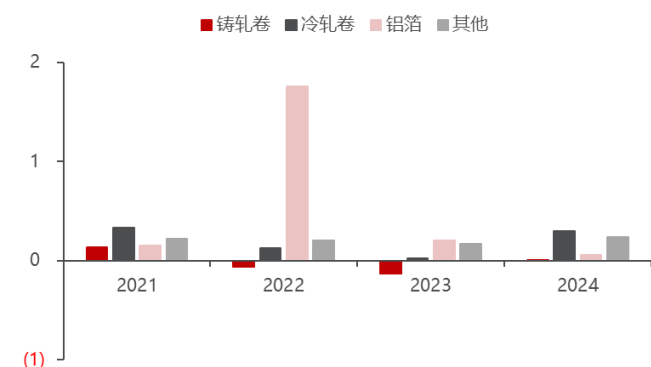
图6：公司分产品营收 (亿元)


资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：公司分产品营收占比


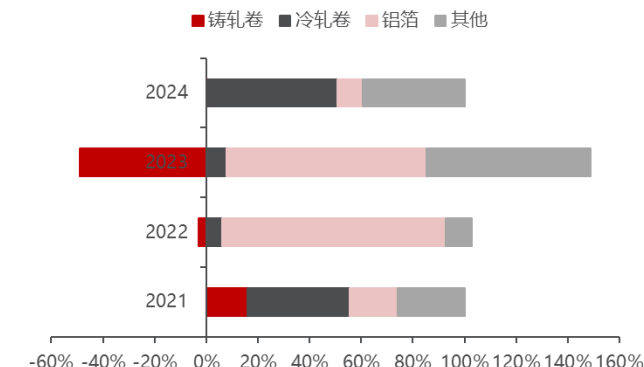
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：公司分产品毛利（亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

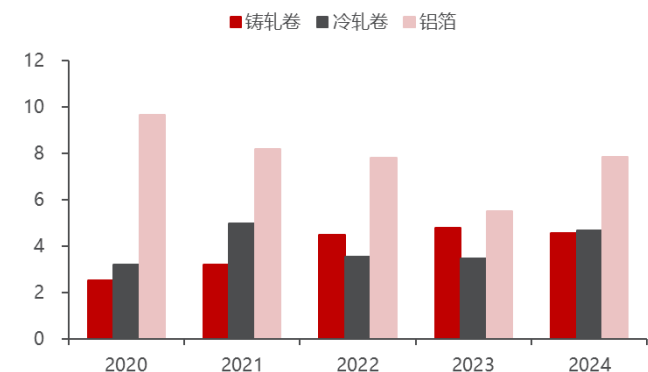
图9：公司分产品毛利占比



资料来源：ifind，民生证券研究院

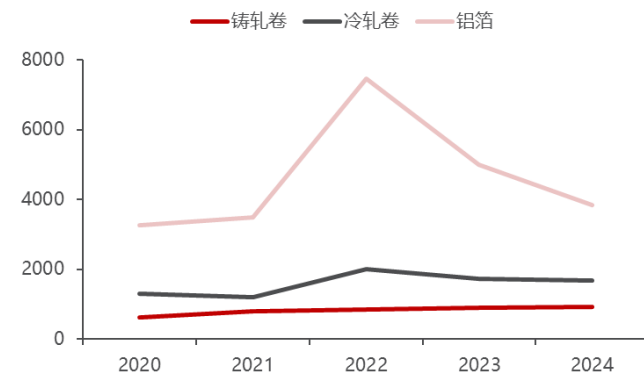
销量整体略有增长，2024 年铝箔销量有所恢复。公司铝箔销量整体略有下滑，2020 年为 9.7 万吨，2023 年降至 5.5 万吨，2024 年恢复至 7.8 万吨；铸轧卷销量整体保持增长，由 2020 年的 2.5 万吨增至 2024 年的 4.6 万吨；冷轧卷销量有所波动，2022-2023 年保持在 3.5 万吨上下，2024 年增至 4.7 万吨。整体来看，公司铝合金产品销量小幅增长，由 2020 年的 15.4 万吨增至 2024 年的 17.1 万吨。

图10：公司分产品销量（万吨）



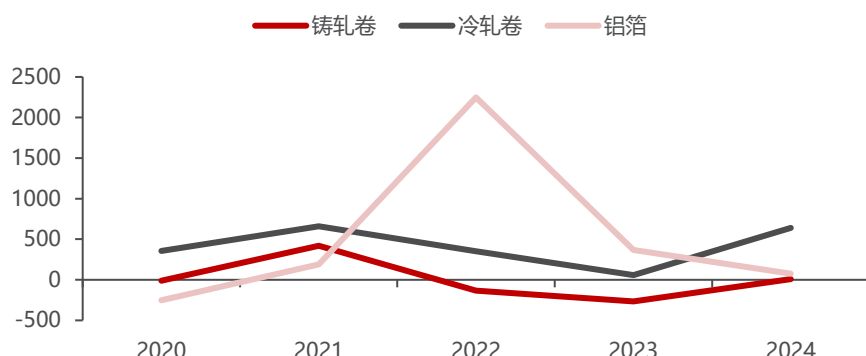
资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：公司分产品加工费（元/吨）



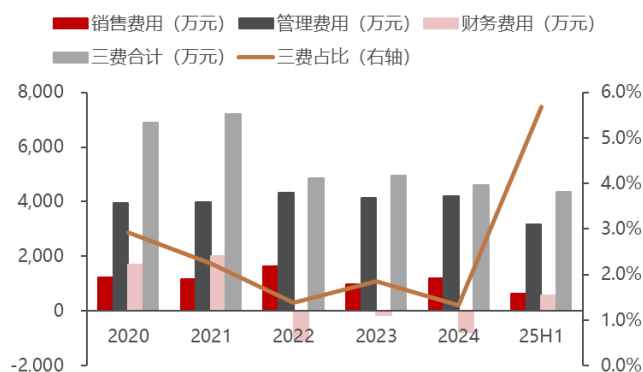
资料来源：ifind，民生证券研究院

铝箔加工费下滑，产品盈利水平较低。分产品来看，2020-2022 年公司铝箔产品加工费持续上涨，但随后一路下滑，由顶峰的约 7450 元跌至 2024 年的约 3830 元，盈利水平大幅回落，2024 年单吨毛利不足 100 元；铸轧产品加工费保持小幅上涨，由 2020 年的约 620 元增至 2024 年的约 916 元，但盈利能力较低，2024 年单吨毛利仅 8 元；冷轧卷加工费走势和铝箔相同，2022 年之后持续下滑，2024 年单吨毛利 640 元，为公司三大产品中盈利水平最高的产品。

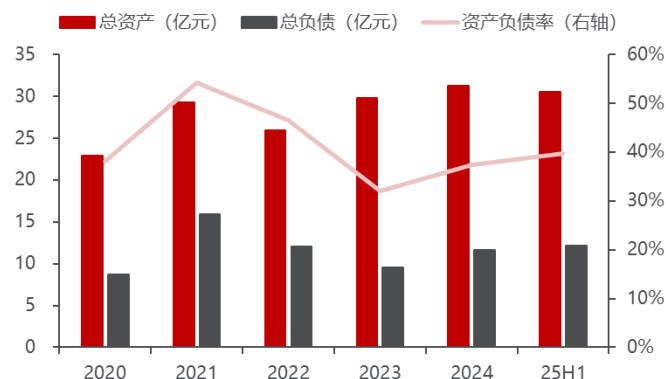
图12：公司分产品单吨毛利（元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

财务费用下降，费用率保持低位。公司费用率整体保持低位，2020-2024年销售费用、管理费用较为稳定，分别保持在0.1、0.4亿元左右，财务费用整体下滑，由2020年的1713万元降至2024年的-783万元，带动公司三费整体下滑，25H1公司三费占比提升至5.7%，主要由于管理费用和财务费用同比增加。公司资产负债率从2021年开始至今整体保持下降趋势，25H1末为39.7%，杠杆压力较低。

图13：25H1 公司费用率有所增加


资料来源：ifind，民生证券研究院

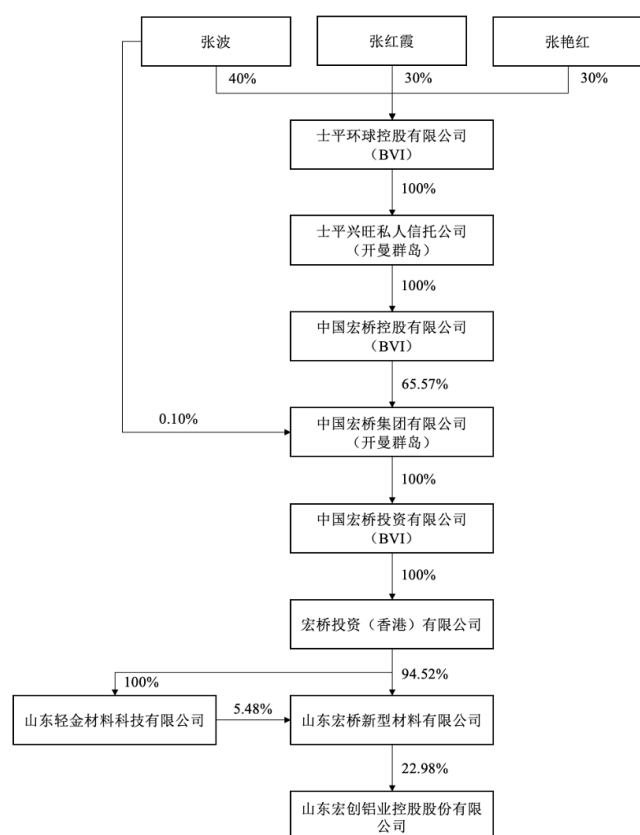
图14：25H1 末公司资产负债率 39.7%


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 收购宏拓实业，成为一体化电解铝龙头

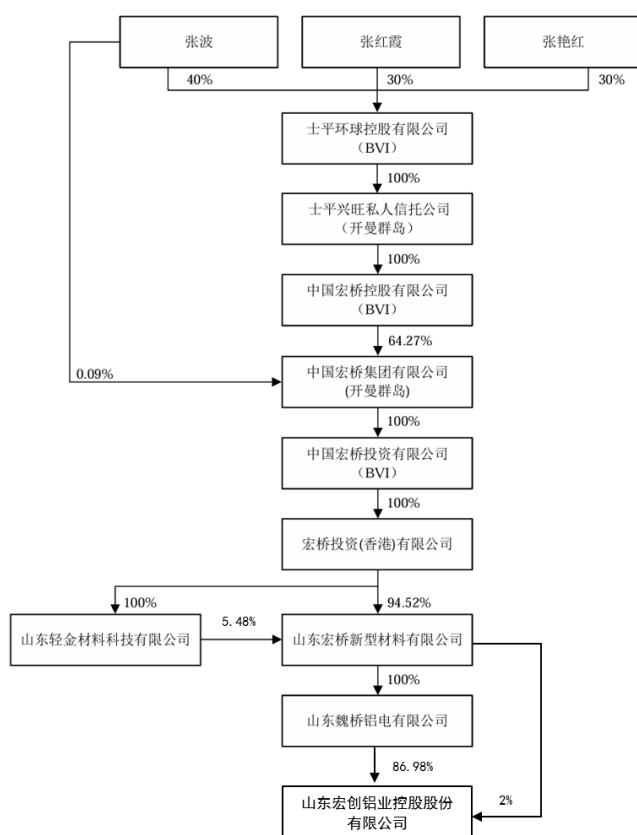
规划收购宏拓实业 100% 股权，控股股东将变更为魏桥铝电。2025 年 1 月，公司规划发行股份收购魏桥铝电、嘉汇投资、东方资管等持有的山东宏拓实业 100% 股权，2025 年 5 月公司发布具体收购报告书，发行价格 5.34 元/股，发行数量 118.9 亿股，即收购宏拓实业 100% 股权对价 635.2 亿元。收购完成后，公司控股股东将由山东宏桥变更为山东宏桥全资子公司魏桥铝电，实际控制人仍为张波先生、张红霞女士及张艳红女士。

图15：公司目前股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：收购完成后公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

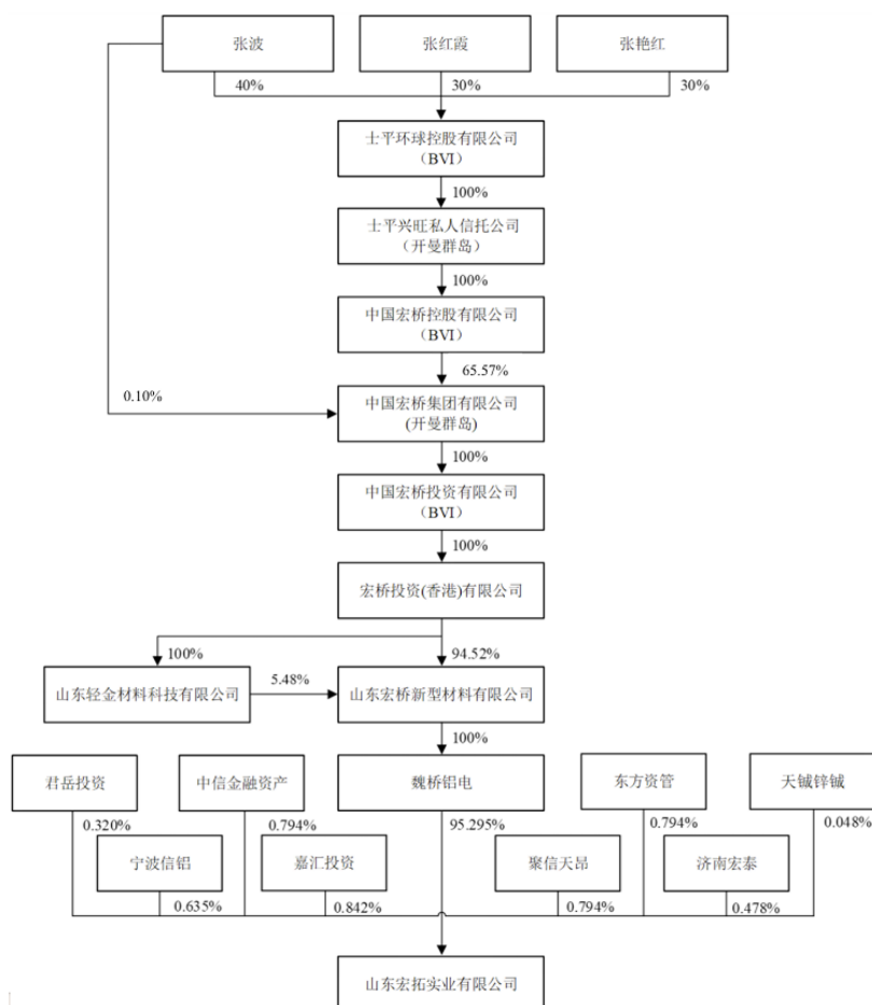
宏拓实业成立于 2016 年，2021 年因股东战略重组被装入氧化铝、电解铝及铝加工资产。宏拓实业 2016 年成立，最早山东宏桥 100% 控股。2021 年 11 月，山东宏桥为提升集团管理效率，实现下属企业专业化分工，启动对旗下铝资产战略重组工作，将汇茂新材料、宏正新材料等电解铝、氧化铝及铝加工子公司以零对价置入宏拓实业，同时山东宏桥将持有的 100% 宏拓实业股权以零对价划转至魏桥铝电，宏拓实业成为魏桥铝电全资子公司。2023 年 12 月，宏拓实业以增资扩股方式引入嘉汇投资、东方资管等股东。

表3：宏拓实业发展历程

时间	事件
2016 年	宏拓实业成立，山东宏桥 100%控股
2021 年 11 月	山东宏桥为提升集团管理效率，实现下属企业专业化分工，启动对旗下铝资产战略重组工作，将汇茂新材料、宏正新材料等电解铝、氧化铝及铝加工子公司以零对价置入宏拓实业，同时山东宏桥将持有的 100%宏拓实业股权以零对价划转至魏桥铝电，宏拓实业成为魏桥铝电全资子公司。
2023 年 12 月	宏拓实业以增资扩股方式引入嘉汇投资、东方资管等股东。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

宏拓实业将成为公司全资子公司，同时重组方案对中国宏桥持有的宏拓实业股权稀释有限。魏桥铝电目前持有宏拓实业 95.3%股权，为其控股股东，公司发行股份收购完成后，宏拓实业将成为公司全资子公司。同时，对于中国宏桥而言，重组前通过魏桥铝电持有宏拓实业 95.30%股权，重组后中国宏桥通过山东宏桥和魏桥铝电合计持有宏拓实业 88.98%股权，股权下降 6.32%。宏拓实业重组，对中国宏桥持有的宏拓实业股权稀释有限。

图17：公司规划收购前宏拓实业股权结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

宏拓实业电解铝产能 645.9 万吨，氧化铝产能 1900 万吨。宏拓实业主营氧化铝、电解铝和铝深加工业务，其中电解铝产能 645.9 万吨，氧化铝产能 1900 万吨，电解铝产能位列民营企业第一位。截至 2025 年 5 月 23 日，直接 100%控股子公司 12 家，同时参股索通创新炭 15.21%权益。

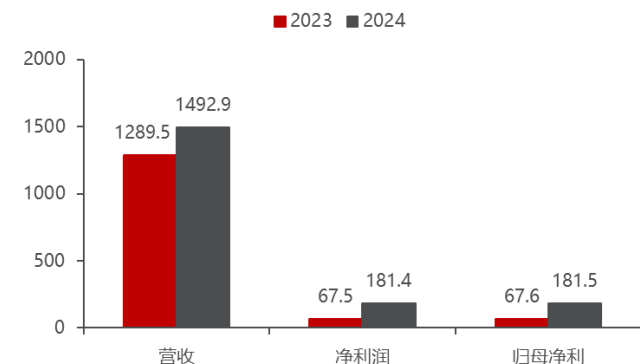
表4：宏拓实业直接控股和参股的子公司

序号	一级子公司	持股比例	主营业务
1	汇茂新材料	100%	氧化铝
2	内蒙宏盛	100%	
3	宏桥投资（深圳）	100%	
4	宏帆实业	100%	持股平台，下属企业主营铝加工、再生铝
5	云南宏桥	100%	持股平台，下属企业主营电解铝
6	宏正新材料	100%	氧化铝、电解铝
7	云南宏润	100%	
8	宏桥国际贸易	100%	
9	沾化御尊	100%	
10	苏州宏桥	100%	
11	宏拓实业（香港）	100%	
12	宏拓控股（香港）	100%	
13	索通创新炭	15.21%	预焙阳极

资料来源：公司公告，民生证券研究院

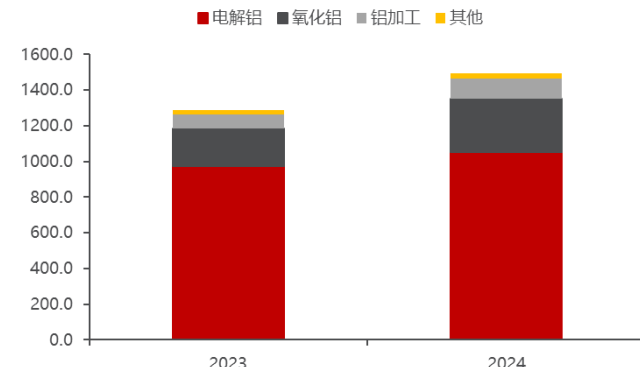
电解铝贡献主要营收，宏拓实业 24 年业绩大幅增长。2024 年，宏拓实业电解铝板块量价齐升，实现营收 1049.0 亿元，同比增长 8.1%，营收占比由 2023 年的 75.8%降至 71.0%，但仍为第一大营收来源；氧化铝实现营收 288.9 亿元，同比增长 42.3%，营收占比升至 19.5%，主要由于氧化铝价格上涨；铝加工实现营收 110.7 亿元，同比增长 37.6%，营收占比升至 7.5%；整体来看，2024 年宏拓实业实现营收 1492.9 亿元，同比增长 15.8%，归母净利 181.5 亿元，同比增长 168.7%。

图18：宏拓实业近两年业绩快速增长（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：宏拓实业营收构成（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

宏拓实业为中国宏桥核心资产，重组后宏创控股有望成为高股息标的。2021-2024 年中国宏桥分红率分别为 48.0%、46.8%、47.0%、63.4%，分红率整体提升。宏拓实业为中国宏桥在国内的核心资产，铝行业供需格局持续向好，电解铝盈利保持高位，宏拓实业业绩确定性强，重组后宏创控股有望保持高分红。根据我们预测，2026 年宏创控股归母净利润 234.4 亿元，假设分红率 60%，股息率将达到 6.3%，若分红率为 65%，股息率达到 6.9%，宏创控股未来有望成为行业股息率最高的标的之一。

表5：重组后宏创控股不同分红率假设下的股息率（%，亿元）

分红率	50%	55%	60%	65%	70%	75%
现金分红	117.2	128.9	140.6	152.4	164.1	175.8
股息率	5.3%	5.8%	6.3%	6.9%	7.4%	7.9%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

氧化铝产能 1900 万吨，分布在山东滨州市。宏拓实业氧化铝目前产能 1900 万吨，全部分布在山东滨州市，旗下三家全资控股子公司汇茂新材料、北海信和、沾化区汇宏负责生产。为降低能耗，提高生产效率，2025 年 1-5 月汇茂新材料关停 250 万吨氧化铝产能并进行产能置换，目前三家子公司氧化铝产能分别为 550、800、550 万吨，宏拓实业权益总产能 1900 万吨。

表6：宏拓实业氧化铝产能分布

子公司	位置	宏拓实业股权比例	产能（万吨）
汇茂新材料	山东滨州市邹平县	100%	550
北海信和	山东滨州市	100%	800
沾化汇宏	山东省滨州市	100%	550
合计			1900

资料来源：公司公告，民生证券研究院

氧化铝基本满产，云南地区氧化铝依赖外购。2024 年宏拓实业氧化铝产量 1830 万吨，同比增长 2.2%，基本实现满产。宏拓实业生产的氧化铝供山东电解铝生产使用，多余的部分对外销售，同时云南地区电解铝生产需要的氧化铝来自外购，2024 外购量 300 万吨，同比增长 28.8%，预计主要由于云南电解铝产能增加，外购均价 3606 元/吨，同比增加 42.0%，与市场价基本接近，主要由于铝土矿供应干扰导致氧化铝市场价格上涨。

表7：宏拓实业氧化铝产销及外购情况

	单位	2023	2024	同比
产能	万吨	1900	1900	0.0%
产量	万吨	1790	1830	2.2%
销量（对外）	万吨	814	871	7.0%
销量（自用）	万吨	972	949	-2.4%
外购量	万吨	233	300	28.8%
外购价格	元/吨	2540	3606	42.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：2024 年广西氧化铝含税均价同比增加 41.1%至 4074 元/吨


资料来源：SMM，民生证券研究院

铝土矿依赖外购，主要来自 SMB-GTS 和力拓集团。宏拓实业氧化铝生产的重要原料铝土矿依赖外购，主要从中国宏桥参股的 SMB-GTS 和力拓集团购买，2024 年从 SMB-GTS 外购 3750 万吨，同比下降 4.2%，从力拓集团外购 855 万吨，同比增加 25.8%，2024 年合计外购 4605 万吨，同比增加 0.2%，采购均价 462 元/吨，同比增加 8.1%，与市场价变动差异不大。

表8：宏拓实业铝土矿主要供应商及采购量价

	单位	2023	2024	同比
SMB-GTS				
采购数量	万吨	3916	3750	-4.2%
采购价格	元/吨	443	478	7.9%
力拓集团				
采购数量	万吨	680	855	25.8%
采购价格	元/吨	333	389	16.5%
合计				
采购数量	万吨	4596	4605	0.2%
采购价格	元/吨	427	462	8.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

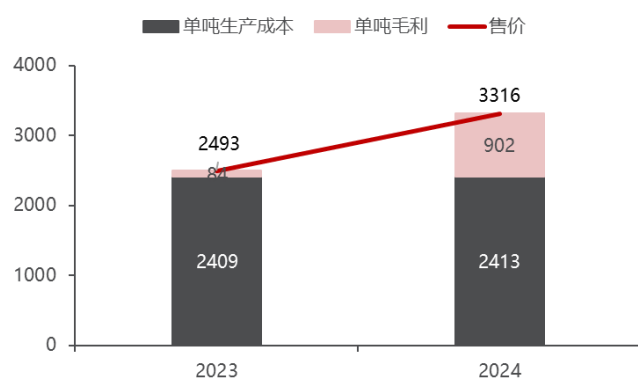
图21：2024 年几内亚铝土矿 CIF 均价同比增加 12.6%至 76.4 美元/吨



资料来源：SMM，民生证券研究院

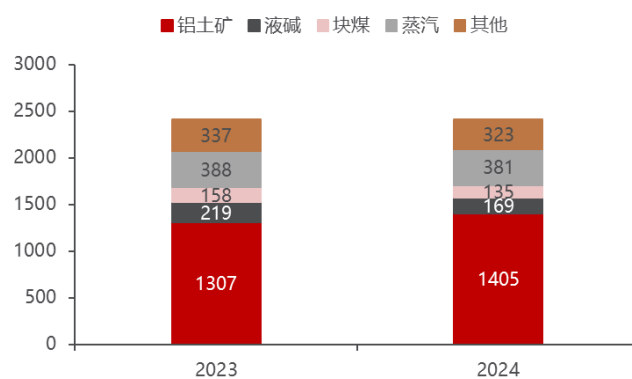
铝土矿成本增加，价格上涨，氧化铝单吨毛利大幅增加。2024 年宏拓实业氧化铝单吨生产成本 2413 元，同比基本持平，但由于售价大幅提升至 3316 元，单吨毛利从 2023 年的 84 元提升至 902 元。从氧化铝成本构成看，铝土矿构成第一大成本项，2024 年单吨成本 1405 元，同比增加 7.4%，主要由于铝土矿价格提升；液碱、块煤成本 2024 年为 169 和 135 元，同比下降 22.8%和 14.5%，蒸汽和其他成本为 381 和 323 元，同比变化不大。

图22：宏拓实业氧化铝售价、成本与毛利（元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：宏拓实业氧化铝成本构成（元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

电解铝产能合计 645.9 万吨，产能逐步由山东向云南转移。截至 2024 年底，宏拓实业电解铝产能 645.9 万吨，其中山东产能 497.1 万吨，主要分布在滨州市，云南产能 148.8 万吨，由云南宏泰运营。为提高可再生能源使用比例，实现低碳发展，规划逐步将山东电解铝产能向水电资源丰富的云南转移。截至 2024 年底，已向云南转移产能 148.8 万吨，截至 2025 年 6 月末，已转移产能 172.9 万吨。根据经营规划，2025-2027 年计划分别转移 44.8、24.1、83.1 万吨产能至云南，

2027 年末云南电解铝产能将增至 300.8 万吨，山东电解铝产能将降至 345.1 万吨。

表9：宏拓实业电解铝产能分布（截至 2024 年底）

子公司	位置	宏拓实业股权比例	转移前产能 (万吨)	转移至云南产能 (万吨)	目前产能 (万吨)
汇才新材料	山东省滨州市	/	60	60	0
山东魏桥铝电	山东省滨州市	/	20	20	0
宏正新材料	山东省滨州市	100%	132	0	132
汇盛新材料	山东省滨州市	100%	132.5	44.7	87.8
宏茂新材料	山东省滨州市	100%	30	0	30
宏诺新材料	山东省滨州市	100%	72.3	24.1	48.2
阳信汇宏	山东省滨州市	100%	60	0	60
北海汇宏	山东省滨州市	100%	67	0	67
惠民汇宏	山东省滨州市	100%	72.1	0	72.1
山东合计			645.9	148.8	497.1
云南宏泰	云南省文山州	75%（目前已提 升至 100%）			148.8
宏拓实业合计			645.9	148.8	645.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

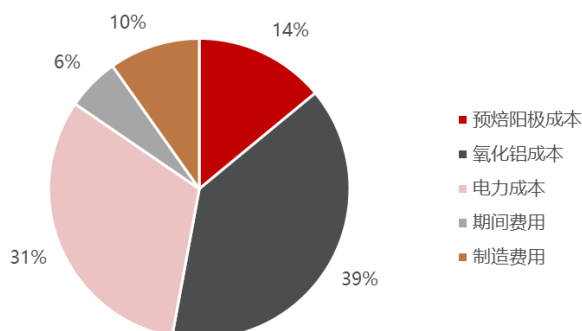
表10：宏拓实业电解铝分区域产能分布（万吨）

区域	2024	2025E	2026E	2027E
山东	497.1	452.3	428.2	345.1
云南	148.8	193.6	217.7	300.8
合计	645.9	645.9	645.9	645.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

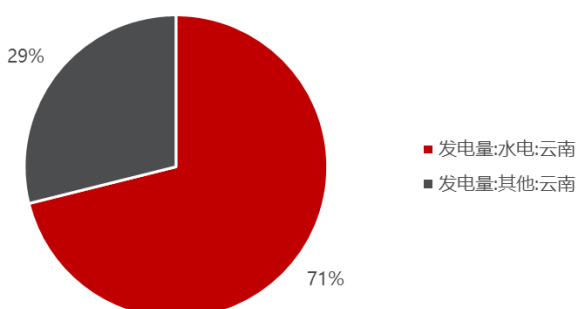
云南电价优势明显，产能转移有望降低电解铝成本。电解铝属于高耗能行业，电力成本在总成本中占比较高，截至 2025 年 8 月 7 日，以动力煤价格计算，电力成本在电解铝成本中占比 31%，仅此于氧化铝。云南水电资源丰富，2024 年水利发电量占比达到 71%，电价具备优势。从宏拓实业山东、云南电解铝基地外购原料及能源价格来看，两地区氧化铝、预焙阳极采购成本差异不大，但 2023-2024 年云南电价分别为 0.38、0.40 元，而山东电价均为 0.51 元，云南电价明显低于山东火电，按电力单耗 13500 度计算，云南电解铝电力成本比山东低 1485 元。随着产能向云南转移，宏拓实业电力成本有望持续下降，增厚电解铝利润。

图24：国内电解铝成本构成（截至 25 年 8 月 7 日）



资料来源：亚洲金属网，ifind，民生证券研究院，注：电力成本根据动力煤价格计算

图25：2024 年云南发电量构成



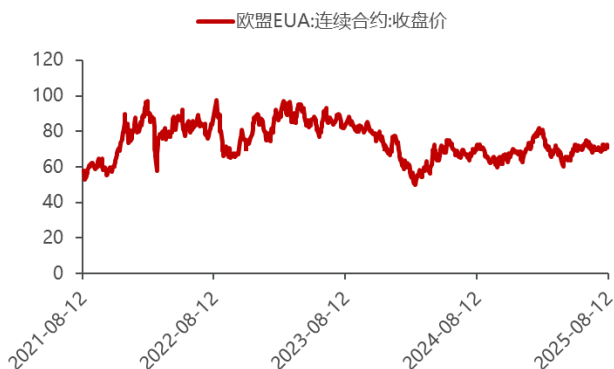
资料来源：ifind，民生证券研究院

表11：2023-2024 年宏拓实业山东、云南电解铝产线外购产品价格对比

外购产品	单位	2023 年			2024 年		
		山东	云南	价差	山东	云南	差价
电力	元/度	0.51	0.38	-0.13	0.51	0.40	-0.11
氧化铝	元/吨	2600	2535	-65	3523	3538	15
阳极炭块	元/吨	4358	4570	212	3518	3716	198

资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：价差=云南采购价格-山东采购价格

碳交易势在必行，绿电铝长期价值凸显。2024 年 9 月，生态环境部发布关于公开征求《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》，将 2024 年作为电解铝行业碳排放的首个管控年度。根据安泰科数据，单吨火电铝碳排放约 13.0 吨，而水电铝碳排放仅 1.8 吨，相对火电铝减少 11.2 吨。长期来看，全球碳中和目标明确，欧洲碳配额已开始实施，未来国内电解铝行业碳配额管控大势所趋。截至 2025 年 8 月 12 日，欧盟碳交易收盘价 70.8 欧元，上海碳配额成交价 61.4 元，按目前国内价格计算，单吨水电铝节省碳配额成本约 688 元。云南水电资源丰富，随着公司产能向云南转移，绿电铝占比提升，未来成本优势将更加明显。

图26：欧盟碳交易价格（欧元/吨）


资料来源：ifind，民生证券研究院

图27：上海碳交易价格（元/吨）


资料来源：ifind，民生证券研究院

电解铝产能转移导致的资产减值影响较小，且未来三年产能转移引起的减值已在 2024 年进行充分计提。公司电解铝产能向云南转移过程中，山东原有产能的厂房和设备等因停产将引起固定资产减值。截至 2024 年末，宏拓实业固定资产减值累计 34.84 亿元，其中汇茂新材料 250 万吨氧化铝产线升级项目减值 11.04 亿元，占比较高，截至 2024 年末山东地区关停的电解铝产能减值 2.05 亿元，金额较小。同时由于宏拓实业在 2024 年已制定 2025-2027 年的产能转移计划，因此未来三年产能转移引起的减值主要在 2024 年进行计提，合计减值 5.98 亿元。2024 年宏拓实业固定资产减值 17.30 亿元，占归母净利润的比例为 9.53%，主要由于提前对 250 万吨氧化铝升级项目、未来电解铝产能转移进行减值，预计未来三年产能转移引起的资产减值对业绩拖累较小。

表12：宏拓实业固定资产减值拆分（亿元）

项目	2024 年末累计固定资产减值	2024 年当期固定资产减值
预计停用	17.03	15.14
电解铝产能转移（预计 2025 年-2027 年逐步关停的部分）	5.98	
汇茂新材料 250 万吨氧化铝产线升级项目	11.04	
闲置	9.08	2.12
电解铝产能转移（截至 2024 年末已关停部分山东地区的电解铝厂房及设备）	2.05	
历史期间停产（标的公司自身产能安排停产拆除部分产线导致部分资产闲置）	7.03	
原闲置后复用/出租	8.73	0.04
合计	34.84	17.30

资料来源：公司公告，民生证券研究院

电解铝基本满产，产品主要对外销售，部分用于内部深加工。目前宏拓实业电解铝产能 646 万吨，2024 年产量 654 万吨，同比增加 4.4%，略有超产。宏拓实业电解铝外售为主，部分用于内部下游深加工的原料，2024 年自用 51 万吨，同

比增加 34.0%，对外销量 599 万吨，同比增长 1.6%。

表13：宏拓实业电解铝产销

	单位	2023	2024	同比
产能	万吨	646	646	0.0%
产量	万吨	626	654	4.4%
销量（对外）	万吨	589	599	1.6%
销量（自用）	万吨	38	51	34.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

氧化铝以自供为主，电力、预焙阳极依赖外购。宏拓实业山东电解铝产能需要的氧化铝以自产为主，云南地区产能依赖外购氧化铝，2024 年使用自有氧化铝比例 76%；预备阳极主要从索通发展、济南万瑞碳素等企业外购，2024 年外购 310 万吨，外购价格 3565 元/吨，同比下降 18.9%；电力方面，山东地区电解铝生产的电力主要从山东宏桥及同一控制下的公司及滨能能源（魏桥铝电子公司）采购，2024 年电价均为 0.51 元/度，同比持平。云南电解铝主要从南方电网采购电力，2024 年电价为 0.40 元/吨，同比增加 0.02 元/度。

表14：宏拓实业电解铝原料来源及价格

	单位	2023	2024	同比
氧化铝				
使用自有氧化铝	万吨	972	949	-2.4%
使用自有氧化铝比例	%	81%	76%	-6.5%
外购量	万吨	233	300	28.8%
外购价格	元/吨	2540	3606	42.0%
阳极				
外购量	万吨	290	310	6.8%
外购价格	元/吨	4396	3565	-18.9%

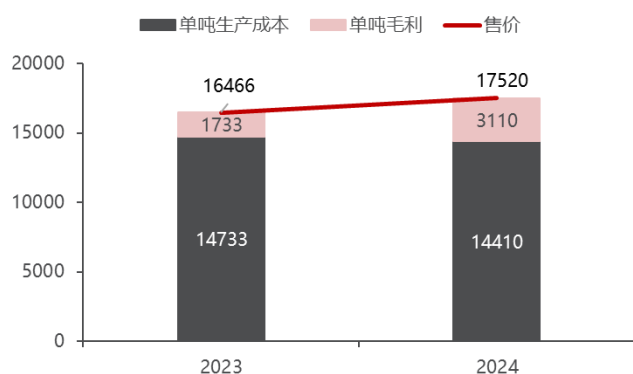
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表15：宏拓实业电力外购来源及电价

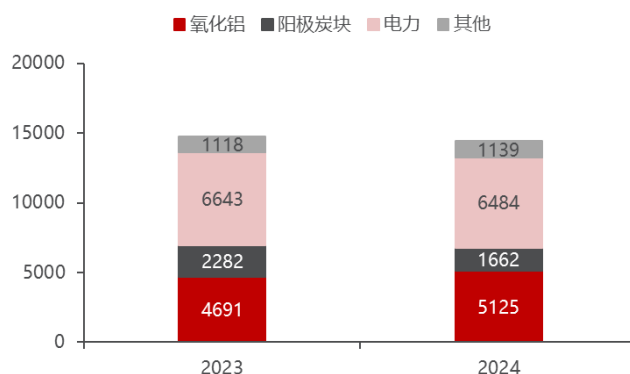
		单位	2023	2024
山东宏桥及其同一控制下的公司	外购量	亿度	488.53	462.58
	外购价格	元/度	0.51	0.51
滨能能源	外购量	亿度	262.21	259.77
	外购价格	元/度	0.51	0.51
南方电网	外购量	亿度	154.30	200.45
	外购价格	元/度	0.38	0.40
合计	外购量	亿度	905.03	922.80
	外购价格	元/度	0.49	0.49

资料来源：公司公告，民生证券研究院

成本小幅下降，24 年电解铝单吨毛利明显提升。2024 年宏拓实业电解铝单吨生产成本 14410 元，同比下降 2.2%，但由于售价上涨，单吨毛利从 2023 年的 1733 元提升至 2024 年的 3110 元。从成本构成看，电力构成第一大成本项，2024 年为 6484 元，同比小幅下降；氧化铝构成第二大成本项，2024 年为 5125 元，同比增加 9.2%，我们预计主要由于外购氧化铝价格上涨；阳极炭块成本 1662 元，同比下降 27.1%，主要由于外购价格下降，其他成本为 1139 元，同比基本持平。

图28：宏拓实业电解铝售价、成本与毛利（元/吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：宏拓实业电解铝成本构成（元/吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

铝深加工产能规划从目前的 97 万吨扩产至 152 万吨，24 年毛利率显著上涨。宏拓实业铝深加工产品主要为罐体料、罐盖料和印刷版基，截至 2025 年 5 月 23 日，铝加工产能 97 万吨，云南智铝新材料和云南宏砚新材料合计 55 万吨产能建设中，建成后未来总产能 152 万吨。2024 年铝深加工产品对外销量 47.8 万吨，同比增加 13.0 万吨，主要由于冷轧产品销量提升。2024 年整体毛利率同比提升 7.1pct 至 16.1%，主要由于生产成本下降及产品售价提升。

表16：宏拓实业铝加工产品经营情况

		热轧	铸轧	冷轧	铝箔	合计
2024 年						
产能	万吨	71.4	6.0	73.3	6.0	
产量	万吨	53.1	6.3	53.4	2.4	115.2
销量（对外）	万吨	3.1	1.1	41.5	2.1	47.8
销量（自用）	万吨	49.8	5.1	1.6	0.2	56.7
毛利率	%					16.1%
2023 年						
产能	万吨	71.4	5.0	72.3	5.0	
产量	万吨	37.7	6.0	38.8	2.4	85.0
销量（对外）	万吨	3.2	1.0	28.6	2.1	34.8
销量（自用）	万吨	34.7	4.7	1.7	0.3	41.4
毛利率	%					9.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测与业务拆分

公司目前主营铝加工业务，由于行业竞争激烈，加工费承压，我们预计公司 2025-2027 年营收为 35.1/35.9/35.9 亿元，毛利率为 1.0%/1.0%/1.0%。

表17：公司主营业务拆分

	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	亿元	34.3	35.1	35.9	35.9
营业成本	亿元	34.0	34.8	35.5	35.5
毛利率	%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究所预测

公司规划收购宏拓实业实现一体化转型。宏拓实业是国内电解铝、氧化铝龙头，产能规模大，我们预计宏拓实业 2025-2027 年营收为 1437.8/1464.4/1477.4 亿元，毛利率为 21.2%/25.2%/24.9%。分板块来看，**1) 电解铝**：宏拓实业电解铝产能 645.9 万吨，国内产能天花板明确，海外产能释放较慢，铝行业供需格局偏紧，假设 2025-2027 年铝价为 2.05/2.10/2.10 万元，我们预计 2025-2027 年板块实现营收 1081.1/1088.8/1079.5 亿元，毛利率分别为 25.0%/28.5%/28.6%。**2) 氧化铝**：宏拓实业氧化铝产能 1900 万吨，部分产品自用，假设 2025-2027 年氧化铝价格 3200/3100/3000 元，我们预计 2026-2027 年板块实现营收 238.5/231.1/241.4 亿元，毛利率分别为 4.2%/10.3%/8.8%。**3) 铝加工**：电解铝原料主要来自内部自供，我们预计 2026-2027 年板块实现营收 118.2/144.5/156.5 亿元，毛利率分别为 21.5%/24.3%/24.3%。假设 2025 年底公司完成对宏拓实业收购并开始并表，2026 年开始电解铝、氧化铝业务贡献业绩增量，我们预计公司 2025-2027 年总营收为 35.1/1528.3/1544.2 亿元，综合毛利率 1.0%/25.0%/24.8%。

表18：宏拓实业主营业务拆分

	指标	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
电解铝	营业收入	亿元	1053.8	1081.1	1088.8	1079.5
	营业成本	亿元	866.7	811.2	778.3	771.1
	毛利率	%	17.8%	25.0%	28.5%	28.6%
氧化铝	营业收入	亿元	298.5	238.5	231.1	241.4
	营业成本	亿元	217.3	228.5	207.4	220.2
	毛利率	%	27.2%	4.2%	10.3%	8.8%
铝加工	营业收入	亿元	110.7	118.2	144.5	156.5
	营业成本	亿元	92.9	92.8	109.4	118.5
	毛利率	%	16.1%	21.5%	24.3%	24.3%
合计	营收	亿元	1463.0	1437.8	1464.4	1477.4
	营业成本	亿元	1176.9	1132.5	1095.1	1109.8
	毛利率	%	19.6%	21.2%	25.2%	24.9%

资料来源：公司公告，民生证券研究所预测

3.2 估值分析

公司目前主营铝加工业务，收购宏拓实业完成后，将成为国内氧化铝-电解铝-铝加工一体化布局的行业龙头，业务模式将发生显著变化，未来业绩的稳定性和确定性将明显改善，我们选取与公司业务类似的中国铝业、云铝股份、神火股份和天山铝业作为可比公司，以 9 月 2 日收盘价计算，2026-2027 年可比公司的平均 PE 为 8/8 倍，低于公司估值水平。但考虑到公司收购宏拓实业完成后，业务布局将实现质的改善，业绩大幅增长，我们认为公司 2026-2027 年估值水平合理。

表19：可比公司估值对比

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (倍)		
		2025/8/26	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601600.SH	中国铝业	7.83	0.72	0.84	0.97	1.01	11	9	8	8
000807.SZ	云铝股份	19.5	1.27	1.94	2.31	2.43	15	10	8	8
000933.SZ	神火股份	19.46	1.91	2.30	2.76	2.92	10	8	7	7
002532.SZ	天山铝业	10.52	0.96	1.01	1.23	1.36	11	10	9	8
可比公司平均							12	10	8	8
002379.SZ	宏创控股	18.1	-0.06	-0.16	1.80	1.86	/	/	10	10

资料来源：ifind，民生证券研究院预测，注：宏创控股 26-27 年数据为包含宏拓实业绩贡献的测算

3.3 投资建议

公司目前主营铝加工业务，不考虑重组宏拓实业情况下，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润-1.9/-1.3/-1.3 亿元。收购宏拓实业完成后，公司将跻身电解铝氧化铝行业龙头，业绩大幅增长，国内产能天花板明确，铝行业供需紧平衡格局持续，业绩确定性强，价格弹性大，假设 2025 年底公司完成对宏拓实业重组，我们预计公司 2026-2027 年归母净利润 234.4/241.9 亿元，对应现价的 PE 为 10/10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 铝需求不及预期。宏拓实业电解铝营收占比大，而电解铝供应较为确定，最大的不确定性在需求端，稳增长发力不足以及房地产市场回暖不及预期，将对电解铝需求产生较大拖累，需求可能会不足，影响铝价。

2) 氧化铝价格下降超预期。电解铝供应增速放缓，氧化铝需求空间受限，而氧化铝产能长期过剩，随着氧化铝供给增加，氧化铝价格下行将影响公司利润。

3) 收购进展不及预期。公司未来看点主要在于宏拓实业，若收购进展滞后，则会对公司利润产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,486	3,513	3,588	3,588
营业成本	3,426	3,478	3,554	3,554
营业税金及附加	19	21	22	22
销售费用	12	14	14	14
管理费用	42	70	72	72
研发费用	52	60	61	61
EBIT	-88	-107	-110	-110
财务费用	-8	4	9	14
资产减值损失	-53	-67	0	0
投资收益	7	-3	-3	-3
营业利润	-66	-182	-122	-128
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	-65	-182	-122	-128
所得税	4	9	6	6
净利润	-69	-191	-128	-134
归属于母公司净利润	-69	-191	-128	-134
EBITDA	14	0	2	7

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	489	421	371	344
应收账款及票据	466	392	401	401
预付款项	9	7	8	8
存货	469	600	633	682
其他流动资产	513	495	497	497
流动资产合计	1,946	1,916	1,909	1,930
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	837	832	828	823
无形资产	255	255	255	254
非流动资产合计	1,181	1,178	1,173	1,168
资产合计	3,127	3,095	3,082	3,098
短期借款	100	200	300	450
应付账款及票据	577	607	620	620
其他流动负债	373	402	405	405
流动负债合计	1,050	1,210	1,326	1,476
长期借款	96	95	95	95
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	117	116	116	116
负债合计	1,167	1,326	1,441	1,591
股本	1,136	1,136	1,136	1,136
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,960	1,769	1,641	1,507
负债和股东权益合计	3,127	3,095	3,082	3,098

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测，注：未考虑重组宏拓实业

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.73	0.76	2.15	0.00
EBIT 增长率	38.58	-21.47	-2.84	0.00
净利润增长率	52.50	-176.29	32.59	-4.21
盈利能力 (%)				
毛利率	1.72	0.97	0.95	0.95
净利润率	-1.98	-5.43	-3.58	-3.73
总资产收益率 ROA	-2.21	-6.16	-4.17	-4.32
净资产收益率 ROE	-3.52	-10.77	-7.83	-8.88
偿债能力				
流动比率	1.85	1.58	1.44	1.31
速动比率	1.35	1.06	0.94	0.83
现金比率	0.47	0.35	0.28	0.23
资产负债率 (%)	37.33	42.83	46.77	51.36
经营效率				
应收账款周转天数	16.73	14.46	14.46	14.46
存货周转天数	49.96	70.00	65.00	70.00
总资产周转率	1.14	1.13	1.16	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	-0.06	-0.17	-0.11	-0.12
每股净资产	1.72	1.56	1.44	1.33
每股经营现金流	-0.02	-0.04	-0.02	-0.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	/	/
PB	10.5	11.6	12.5	13.6
EV/EBITDA	1454.46	/	10282.27	2729.30
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-69	-191	-128	-134
折旧和摊销	102	107	112	118
营运资金变动	-102	-43	-22	-49
经营活动现金流	-18	-46	-21	-43
资本开支	-4	-98	-103	-108
投资	-30	0	0	0
投资活动现金流	-25	-104	-106	-111
股权募资	0	0	0	0
债务募资	347	97	95	150
筹资活动现金流	188	83	77	127
现金净流量	158	-67	-50	-27

插图目录

图 1: 公司主要产品及生产流程	4
图 2: 公司营收及增速	4
图 3: 公司归母净利及增速	4
图 4: 公司季度营收及增速	5
图 5: 公司季度归母净利及增速	5
图 6: 公司分产品营收 (亿元)	5
图 7: 公司分产品营收占比	5
图 8: 公司分产品毛利 (亿元)	6
图 9: 公司分产品毛利占比	6
图 10: 公司分产品销量 (万吨)	6
图 11: 公司分产品加工费 (元/吨)	6
图 12: 公司分产品单吨毛利 (元)	7
图 13: 25H1 公司费用率有所增加	7
图 14: 25H1 末公司资产负债率 39.7%	7
图 15: 公司目前股权结构	8
图 16: 收购完成后公司股权结构	8
图 17: 公司规划收购前宏拓实业股权结构	9
图 18: 宏拓实业近两年业绩快速增长 (亿元)	10
图 19: 宏拓实业营收构成 (亿元)	10
图 20: 2024 年广西氧化铝含税均价同比增加 41.1%至 4074 元/吨	12
图 21: 2024 年几内亚铝土矿 CIF 均价同比增加 12.6%至 76.4 美元/吨	13
图 22: 宏拓实业氧化铝售价、成本与毛利 (元/吨)	13
图 23: 宏拓实业氧化铝成本构成 (元/吨)	13
图 24: 国内电解铝成本构成 (截至 25 年 8 月 7 日)	15
图 25: 2024 年云南发电量构成	15
图 26: 欧盟碳交易价格 (欧元/吨)	16
图 27: 上海碳交易价格 (元/吨)	16
图 28: 宏拓实业电解铝售价、成本与毛利 (元/吨)	18
图 29: 宏拓实业电解铝成本构成 (元/吨)	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司发展历程	3
表 2: 国内电解铝氧化铝前十大企业 (截至 2024 年末)	3
表 3: 宏拓实业发展历程	9
表 4: 宏拓实业直接控股和参股的子公司	10
表 5: 重组后宏创控股不同分红率假设下的股息率 (% , 亿元)	11
表 6: 宏拓实业氧化铝产能分布	11
表 7: 宏拓实业氧化铝产销及外购情况	12
表 8: 宏拓实业铝土矿主要供应商及采购量价	12
表 9: 宏拓实业电解铝产能分布 (截至 2024 年底)	14
表 10: 宏拓实业电解铝分区域产能分布 (万吨)	14
表 11: 2023-2024 年宏拓实业山东、云南电解铝产线外购产品价格对比	15
表 12: 宏拓实业固定资产减值拆分 (亿元)	16
表 13: 宏拓实业电解铝产销	17
表 14: 宏拓实业电解铝原料来源及价格	17
表 15: 宏拓实业电力外购来源及电价	17
表 16: 宏拓实业铝加工产品经营情况	18
表 17: 公司主营业务拆分	19

表 18: 宏拓实业主营业务拆分	19
表 19: 可比公司估值对比	20
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048