

有色金属

2025 年 12 月 24 日

中孚实业

(600595)

——成本改善释放业绩弹性，高分红凸显长期价值

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2025 年 12 月 23 日
 收盘价 (元) 8.07
 一年内最高/最低 (元) 8.34/2.71
 市净率 1.9
 股息率% (分红/股价) -
 流通 A 股市值 (百万元) 32,344
 上证指数/深证成指 3,919.98/13,368.99

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 09 月 30 日
 每股净资产 (元) 4.16
 资产负债率% 31.03
 总股本/流通 A 股 (百万) 4,008/4,008
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

郭中伟 A0230524120004
 guozw@swsresearch.com
 马焰明 A0230523090003
 maym@swsresearch.com
 陈松涛 A0230523090002
 chenst@swsresearch.com

研究支持

郭中耀 A0230124070003
 guozy@swsresearch.com

联系人

郭中耀 A0230124070003
 guozy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **国内高端铝合金新材料生产企业，以铝精深加工为主体，配套煤电铝及绿色水电铝双产业链。**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。截至 2024 年底，公司拥有铝精深加工产能 69 万吨、电解铝产能 75 万吨（其中绿色低碳水电铝 50 万吨、火电铝 25 万吨），配套 15 万吨炭素、90 万千瓦电力、225 万吨原煤的产能规模。
- **电解铝产能逼近天花板，供需新格局下铝价易涨难跌。**供给端看，国内电解铝产能逼近天花板，海外产能虽然进入扩张周期，但受投放节奏及电力供应扰动影响，2026 年全球电解铝产量增量或低于预期；需求端看，新能源汽车及电力领域提供需求增量，弥补地产需求拖累，电解铝供需格局长期向好，行业景气度预计持续提升。
- **氧化铝成本压力缓解，业绩弹性有望充分释放。**2024 年年初以来受国产矿山减产以及海外矿石发运扰动影响，矿石短缺导致氧化铝生产受限，氧化铝价格不断上行，电解铝环节利润受到挤压。2025 年随着新增产能投放，铝土矿、氧化铝供应边际改善，氧化铝价格大幅回落。公司氧化铝全部外购，随着成本压力缓解，叠加权益产能及产能利用率提升，公司业绩弹性较大。
- **员工持股计划+高比例分红，彰显发展信心。**2025 年 2 月，公司推出员工持股计划，参与总人数不超过 6500 人，拟筹集资金总额不超过 12.5 亿元，其中通过协议转让方式处置专户持有的 2.6 亿股股票（占公司总股本 6.47%），截至 2025 年 8 月 12 日，2025 年员工持股计划已完成股票购买，累计买入股票 3.3 亿股，占公司总股本 8.21%，成交均价 3.21 元/股。2025 年 4 月，公司公布 2025-2027 年股东分红回报计划，计划在未来三年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%，股息率水平有望大幅提升，彰显公司对未来发展的信心。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**考虑公司氧化铝全部来自外购，预计氧化铝行业供给边际改善带来公司成本回落，叠加电解铝权益产能及产能利用率提升，公司业绩弹性有望充分释放，远期随着碳税加码、电解铝纳入碳交易市场，公司绿色铝长期价值将逐步显现。公司公告未来三年分红计划，分红比例预计不低于 60%，长期投资价值凸显。预计 25/26/27 年归母净利润为 18.3/24.7/26.9 亿元，对应 PE 为 18/13/12x，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：电解铝下游需求不及预期；原材料成本大幅波动；海外电解铝投产超预期**

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	22,761	16,633	22,777	23,988	24,404
同比增长率 (%)	21.1	-0.6	0.1	5.3	1.7
归母净利润 (百万元)	704	1,187	1,833	2,472	2,689
同比增长率 (%)	-39.3	63.3	160.5	34.8	8.8
每股收益 (元/股)	0.18	0.30	0.46	0.62	0.67
毛利率 (%)	9.7	13.5	15.1	19.1	19.9
ROE (%)	4.8	7.1	11.1	13.9	14.1
市盈率	46	18	13	12	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

考虑公司氧化铝全部来自外购，预计氧化铝行业供给边际改善带来公司成本回落，叠加电解铝权益产能及产能利用率提升，公司业绩弹性有望充分释放，远期随着碳税加码、电解铝纳入碳交易市场，公司绿色铝长期价值将逐步显现。公司公告未来三年分红计划，分红比例预计不低于 60%，长期投资价值凸显。预计 25/26/27 年归母净利润为 18.3/24.7/26.9 亿元，对应 PE 为 18/13/12x，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

电解铝：1) 销量：预计随着原材料成本下降，公司 24 年底的集中检修于 2025 年上半年结束，公司电解铝产能利用率将有所提升，预计 25/26/27 年公司电解铝对外销量为 39/41/41 万吨。2) 价格：考虑在电解铝供给强约束下，叠加新兴需求维持高增，行业景气度将提升，预计电解铝价格震荡向上，预计 25/26/27 年公司电解铝不含税单吨售价为 18363/18584/19027 元。3) 成本：预计未来电力、氧化铝成本有所回落，阳极成本震荡向上，预计 25/26/27 年公司电解铝单吨生产成本为 13891/13464/13268 元。

铝加工：1) 销量：预计 25/26/27 年公司铝加工产品销量为 60/60/60 万吨。2) 利润：考虑铝加工产品销售定价采取成本+加工费的方式，价格随原料电解铝成本波动，预计 25/26/27 年公司铝合金及加工板块实现毛利为 23.70/24.30/24.30 亿元。

电力、煤炭、贸易及其他：我们对这部分业务进行中性预测。

有别于大众的认识

市场认为 2026 年海外电解铝产能投放或加速，叠加传统需求预期较差，电解铝价格有下跌风险。我们认为国内电解铝产能将于 2026 年达峰，海外产能虽然进入扩张周期，但受投放节奏及电力供应扰动影响，2026 年全球电解铝产量增量或低于市场预期，此外新能源汽车及电力等新领域需求增量仍将有效弥补传统需求拖累，供需格局持续向好，电解铝行业景气度有望持续上行。

股价表现的催化剂

电解铝价格上涨；氧化铝价格下跌；高成本产能减产超预期。

核心假设风险

电解铝下游需求不及预期；原材料成本大幅波动；海外电解铝投产超预期。

目录

1. “煤-电-铝-加工”一体化优质铝企	6
1.1 公司概况	6
1.2 公司财务分析	8
2. 电解铝行业：供需格局趋紧，铝价易涨难跌	10
2.1 供给：国内产能逼近天花板，海外电力瓶颈仍存	10
2.2 需求：下游消费结构调整，新兴领域持续拉动	13
2.3 平衡：供需格局持续趋紧	15
3. 公司核心亮点	17
3.1 “煤-电-铝-加工”产业链一体化协同	17
3.2 权益产能进一步提升，绿色铝长期价值凸显	19
3.3 成本端压力缓解，电解铝盈利弹性释放	22
4. 盈利预测与估值	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：中孚实业“煤-电-铝-加工”一体化产业链布局	6
图 2：中孚实业发展历程	7
图 3：中孚实业股权结构图（截至 2025 年 11 月底）	7
图 4：2025 前 3 季度公司营收 166.33 亿元，同比-0.6%	8
图 5：2025 前 3 季度归母净利润 11.87 亿元，同比+63%	8
图 6：24 年铝加工、电解铝营收占比为 63%、32%	8
图 7：24 年铝加工、电解铝毛利占比为 55%、41%	8
图 8：公司资产结构持续优化	9
图 9：公司期间费用率情况	9
图 10：中国电解铝建成产能及运行产能情况	10
图 11：我国电解铝产量增速逐渐下降	10
图 12：中国再生铝占比远低于发达国家（2021 年）	12
图 13：2017 年后中国废铝进口量先降后升	12
图 14：中国电解铝表观消费量及增速	13
图 15：国内消费需求中，交通、电力电子占比提升	13
图 16：我国汽车销量及增速	14
图 17：我国新能源车销量及增速	14
图 18：我国电源及电网投资完成额累计同比	14
图 19：我国新增光伏装机容量及增速	14
图 20：铜铝比处于近十年历史高位	15
图 21：全球房间空调铝制换热器渗透率对比	15
图 22：2025 年公司电解铝权益产能增长至 75 万吨	19
图 23：2022 年以来公司实施多轮股权收购	19
图 24：2019 年二期产能转移前的公司产业结构	20
图 25：2019 年二期产能转移后的公司产业结构	20
图 26：四川电解铝运行产能受电力供应影响	20
图 27：24 年公司电解铝产量 40.9 万吨，同比-6.2%	20
图 28：全国碳市场碳排放配额（CEA）价格走势	21
图：欧盟排放配额（EUA）价格走势	

图 30: CBAM 年度折扣率将逐年下调	21
图 31: 25 年初以来氧化铝价格快速回落	22
图 32: 可比公司氧化铝自给率 (按权益产能计算)	22
表 1: 未来三年 (2025 年-2027 年) 股东回报具体规划	9
表 2: 2025 年-2027 年海外拟新建电解铝产能梳理 (单位: 万吨/年)	10
表 3: 海外电解铝受电力供应扰动可能导致产能减量	12
表 4: 《铝产业高质量发展实施方案 (2025—2027 年)》鼓励扩大铝消费重点方向	13
表 5: 国内铝材供需平衡表	16
表 6: 中孚实业煤炭产能梳理	17
表 7: 中孚实业业绩拆分	23
表 8: 可比公司估值对比 (元、元/股)	24

1. “煤-电-铝-加工”一体化优质铝企

1.1 公司概况

公司为国内高端铝合金新材料生产企业，以铝精深加工为主体，配套煤电铝及绿色水电铝双产业链。公司主要业务为铝及铝深加工，配套煤炭开采、火力发电、炭素等产业，主要产品包括易拉罐罐体料、罐盖料、拉环料、新能源电池铝箔等，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。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有铝精深加工产能 69 万吨、电解铝产能 75 万吨（其中绿色低碳水电铝 50 万吨、火电铝 25 万吨），配套 15 万吨炭素、90 万千瓦电力、225 万吨原煤的产能规模。

图 1：中孚实业“煤-电-铝-加工”一体化产业链布局

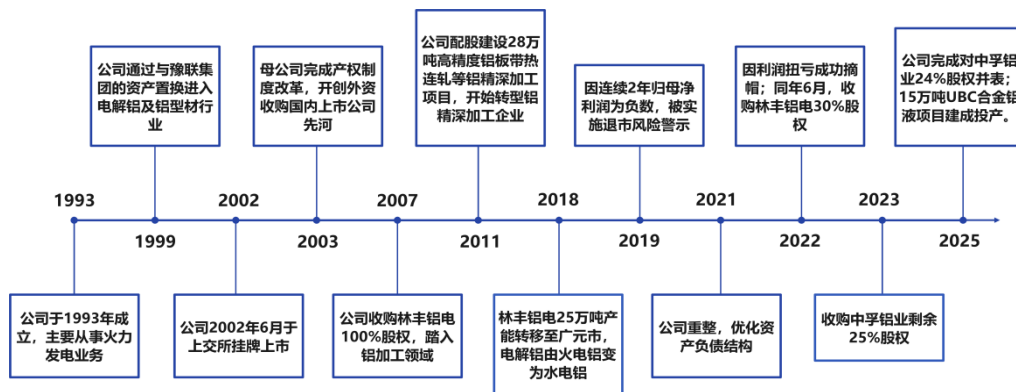


资料来源：公司公告，申万宏源研究

发展历程：起步于火力发电，经资产置换进入电解铝行业，通过收购、项目建设拓展业务，经历产能转移、重整等，现布局铝循环再生项目，完善铝产业链。中孚实业于 1993 年成立，主要从事火力发电业务。1999 年，公司通过与豫联集团的资产置换进入电解铝及铝型材行业。2002 年 6 月，公司于上交所挂牌上市。2003 年，母公司完成产权制度改革，开创外资收购国内上市公司先河。2006-2007 年，相继收购银湖铝业、林丰铝电 100% 股权，踏入铝加工领域。2011 年，配股建设 28 万吨高精度铝板带热连轧等铝精深加工项目，开始转型铝精深加工企业。2014 年，以林丰铝电 30% 股权置换大股东豫联集团持有的煤矿矿权。2016 年，60 万吨高性能铝合金特种铝材项目投产，实现向高端铝合金新材料制造转型。2018-2019 年，陆续将林丰铝电 25 万吨电解铝和中孚铝业部分电解铝 25 万吨产能转移至广元，能源由火能转变为水电。因 2017-2018 年连续亏损，2019 年 4 月被实施退市风险警示。年，公司重整，优化资产负债结构。年月，因利润扭亏成功摘帽；同

年6月，收购林丰铝电30%股权。2023年，收购中孚铝业剩余25%股权。2024年，巩义汇丰拟投资建设年产50万吨铝循环再生项目。2025年2月，公司完成对中孚铝业24%股权并表后，目前拥有75万吨电解铝权益产能，其中巩义地区25万吨，广元地区50万吨；铝再生项目中的15万吨UBC合金铝液项目建成投产。

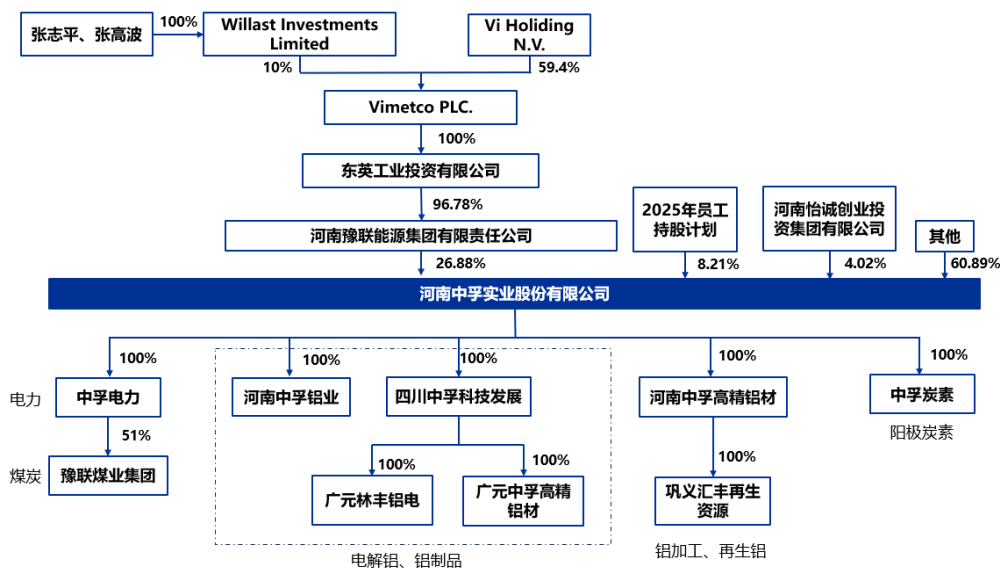
图 2：中孚实业发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

公司控股股东为豫联集团，持股比例 26.88%，实控人为 Vimetco、张志平和张高波。公司股权结构稳定，公司控股股东为豫联集团，持股比例为 26.88%，实际控制人为 Vimetco 和张志平、张高波。Vimetco 为一家全球性铝业，在塞拉利昂拥有铝土矿（资源量 3100 万吨，年产量 120 万吨），在中国拥有煤矿、电厂、电解铝及铝加工产能，在罗马尼亚拥有氧化铝产能（60 万吨/年）及电解铝产能（26.5 万吨/年）。公司目前主要拥有电解铝子公司河南中孚铝业、广元林丰铝电、广元中孚高精铝材，河南中孚铝业巩义地区具有 25 万吨/年电解铝产能，广元林丰铝电和广元中孚高精铝材分别具有 25 万吨/年电解铝产能。

图 3：中孚实业股权结构图（截至 2025 年 11 月底）

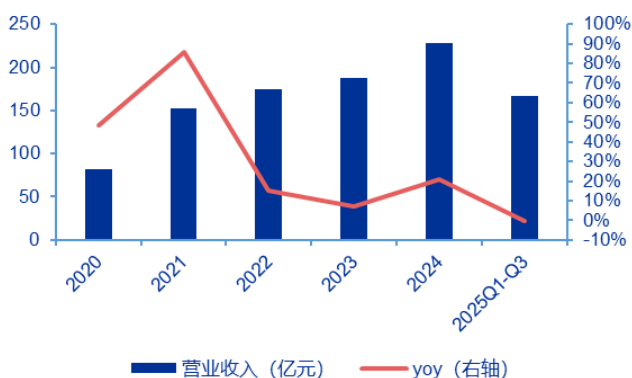


资料来源：公司公告，WIND，申万宏源研究

1.2 公司财务分析

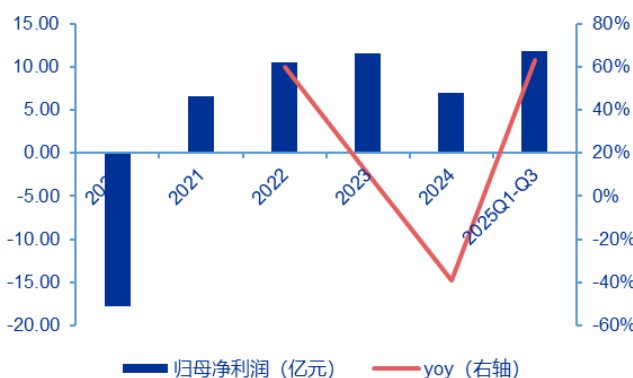
2025Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 63.25%，受益铝精深加工业务灵活应对政策调整，以及氧化铝、煤炭价格下行带动电解铝成本降低。2025 年前三季度公司实现营收 166.33 亿元，同比-0.60%，归母净利润 11.87 亿元，同比+63.25%。2024 年公司实现营收 227.6 亿元，同比+21.11%，归母净利润 7.0 亿元，同比-39.26%。2021 年重整后，公司实现了利润的扭亏为盈。2025 年一季度行业受出口退税政策取消影响，公司铝精深加工业务积极调整策略，通过价格优化减少利润损失，同时氧化铝、煤炭价格显著下降，带动电解铝成本降低，铝精深加工与电解铝业务盈利空间均大幅拓展，公司盈利弹性充分释放。

图 4: 2025 前 3 季度公司营收 166.33 亿元, 同比-0.6%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

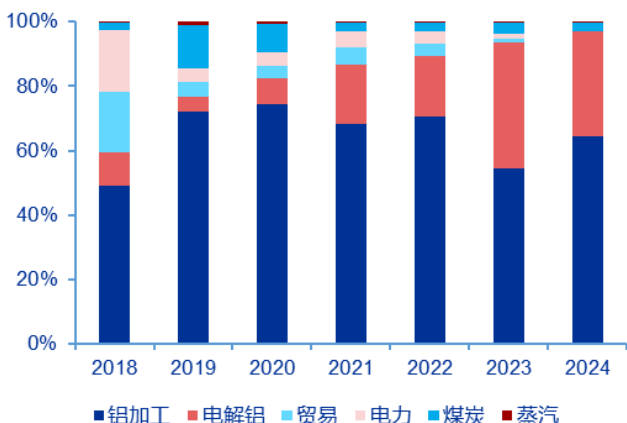
图 5: 2025 前 3 季度归母净利润 11.87 亿元, 同比+63%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

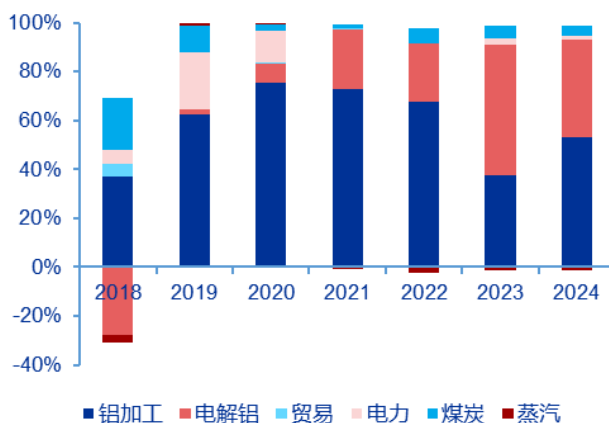
铝加工及电解铝板块贡献主要业绩。2024 年公司铝加工板块营收及毛利占比分别为 62.9%、54.8%，电解铝板块营收及毛利占比分别为 31.7%、40.8%。2023 年公司铝加工板块营收及毛利占比分别为 53.9%、38.8%，电解铝板块营收及毛利占比分别为 38.3%、55.1%。2024 年公司铝加工销量 66.5 万吨，同比+32.4%，不含税平均售价 21,442 元/吨，同比+7.0%，毛利率 8.2%，同比-2.9pct；电解铝销量 40.9 万吨（不含公司下游铝加工使用量），同比-5.9%，不含税平均售价 17,541 元/吨，同比+6.5%，毛利率 12.1%，同比-10.0pct。

图 6: 24 年铝加工、电解铝营收占比为 63%、32%



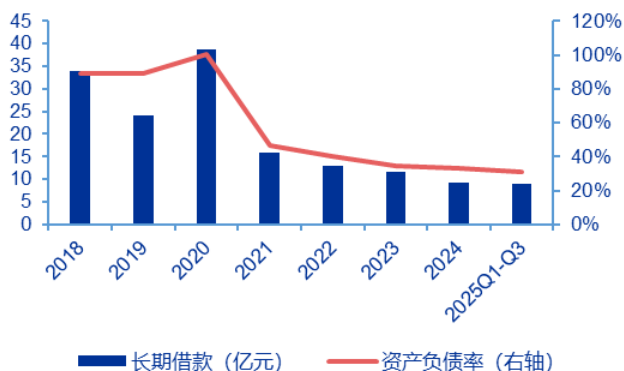
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 7: 24 年铝加工、电解铝毛利占比为 55%、41%

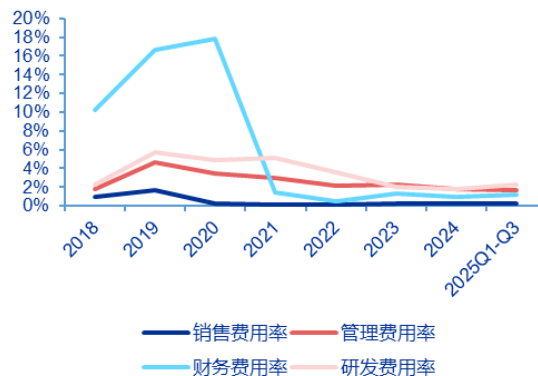


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资产结构不断优化，期间费用率持续下行。公司偿债能力自 2021 年起显著好转，近年来公司业绩增长带动现金流持续增长，长期借款逐步偿还，公司资产负债率由 2020 年的 100.55% 下降至 2024 年的 33.07%，财务费用率由 2020 年的 17.81% 下降至 2021 年的 1.42% 后趋于稳定。2021-2024 年公司期间费用率在小范围内波动，2024 年期间费用率为 2.90%，同比减少 0.99pct，主要是股权激励款分摊费用减少和汇兑收益增加所致。

图 8：公司资产结构持续优化


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：公司期间费用率情况


资料来源：公司公告，申万宏源研究

员工持股计划+高比例分红，彰显发展信心。2025 年 2 月，公司推出员工持股计划，参与总人数不超过 6500 人，拟筹集资金总额不超过 12.5 亿元，其中通过协议转让方式处置专户持有的 2.6 亿股股票（占公司总股本 6.47%），截至 2025 年 8 月 12 日，2025 年员工持股计划已完成股票购买，累计买入股票 3.3 亿股，占公司总股本 8.21%，成交均价 3.21 元/股。2025 年 4 月，公司公布 2025-2027 年股东分红回报计划，计划在未来三年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%，股息率水平有望大幅提升，彰显公司对未来发展的信心。

表 1：未来三年（2025 年-2027 年）股东回报具体规划

	详细内容
(一) 利润分配的形式	采用现金、股票或现金与股票结合，优先采用现金分红。
(二) 现金分红的条件和比例	(1) 公司当年实现的可分配利润(即公司弥补亏损、提取公积金后所余的税后利润)为正值，且现金流充裕，实施现金分红不会影响公司后续持续经营； (2) 公司累计可供分配利润为正值； (3) 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。
(三) 现金分红比例	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)。 注：如果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%。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

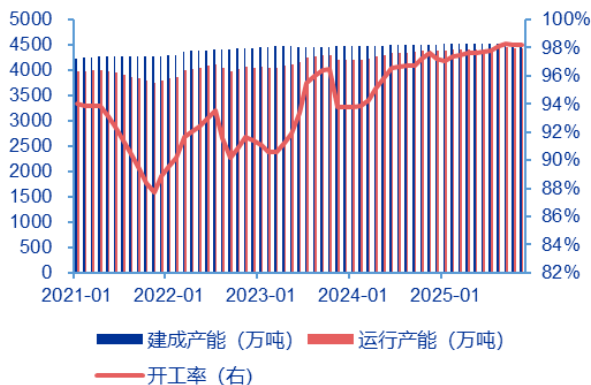
2. 电解铝行业：供需格局趋紧，铝价易涨难跌

2.1 供给：国内产能逼近天花板，海外电力瓶颈仍存

1) 供给端：

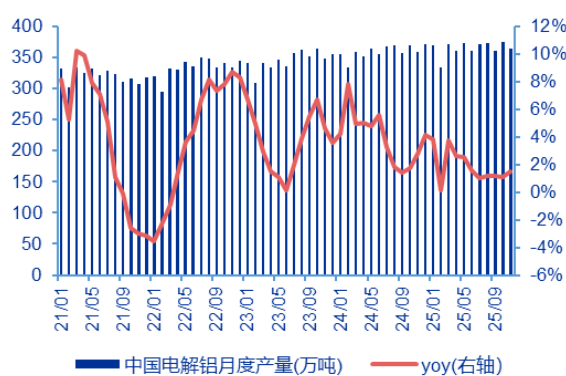
供给端看，2025年11月国内电解铝建成产能为4524.2万吨，已逼近产能天花板。2017年后受供给侧改革影响，我国电解铝产能“天花板”确定为4553.8万吨，关停大量违法违规产能，严控新增产能，实施产能等量或减量置换。2024年5月国务院发布《2024-2025年节能降碳行动方案》，要求严格落实电解铝产能置换，电解铝长期供给约束进一步夯实。2025年11月国内电解铝建成产能为4524.2万吨，运行产能为4443.4万吨，全国电解铝开工率约为98.2%，国内电解铝供给刚性已经凸显。

图 10：中国电解铝建成产能及运行产能情况



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 11：我国电解铝产量增速逐渐下降



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

海外电解铝进入新一轮扩张周期，但供应释放缓慢，电力供应是核心瓶颈。未来海外新增产能主要位于印尼、印度、沙特、越南等地，但由于当地基础设施配套不到位，预计供给释放相对缓慢。海外电解铝行业的扩张动力主要源于两方面：一是全球新能源（如光伏、新能源汽车）对铝的需求持续增长，拉动产业链扩产预期；二是部分资源国（如印尼、印度）希望依托本土铝土矿资源，向下延伸电解铝产业链，提升产业附加值。但从实际落地进度看，供应端释放远不及扩张规划，核心症结在于电力供应解决存在困难和基础设施建设进度缓慢。

表 2：2025 年-2027 年海外拟新建电解铝产能梳理（单位：万吨/年）

国家	铝厂	所属集团	2025	2026	2027	规划新增产能
印度尼西亚	PT Indonesia Asahan Aluminium	印尼国家铝业公司 (Inalum)	0.1			2.6
印度尼西亚	曼帕瓦氧化铝厂后续电解铝项目	印尼国家铝业公司 (Inalum)				60
印度尼西亚	-	三菱				100
印度尼西亚	PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY	阿达罗 (Adaro) + 力勤 (Zhejiang Lygend Investment, Co. Ltd.)	10	40		150

印度尼西亚	华青铝业	华峰集团 + 青山实业				50
印度尼西亚	-	南山集团	25			100
印度尼西亚	-	华友控股				200
印度尼西亚	-	PT Cita Mineral Investindo Tbk				50
印度尼西亚	信发印尼韦达贝工业园区项目（聚万铝业+先锋铝业）	信发集团+青山集团	25	25		50(60)
印度尼西亚	信发印尼莫罗瓦利园区项目（泰景铝业）	信发集团+青山集团		60	60	120
印度尼西亚	PT Westerfield Alumina Indonesia	东方希望集团				240
印度尼西亚	PT Kayong Power Nusantara	创新集团				100
越南	Dak Nong	Tran Hong Quan Trading Ltd		15	15	60
越南	-	Vinacomin				50
印度	Angul	印度国家铝业（Nalco）				50
印度	Jharsuguda II	韦丹塔集团（Vedanta）				3.5
印度	BALCO	韦丹塔集团（Vedanta）	6	24	13.5	43.5
印度	Mahan	Hindalco				5
印度	奥里萨邦	-				20
印度	-	力拓集团（Rio Tinto）与 AMG 金属与材料公司				100
巴林	Alba	Alba				54
阿联酋	EGA	Emirates Global Aluminium		50		50
沙特	-	锦江集团				100
沙特	-	创新集团			50	50
沙特	-	洛阳铝业				-
伊朗	Salco-Asalouyeh	Southern Aluminium Co.				30
哈萨克斯坦	-	东方希望集团				100
俄罗斯	Taishetl	UC Rusal	12.85			42.85
俄罗斯	Boguchansky	UC Rusal				30
加拿大	Arvida	RioTinto		16		16
哥伦比亚	Galtico	NEO Aluminio Colombia				54
意大利	Portovesme	Portovesme				15
埃及	Egyptalum	Egyptalum				50
安哥拉	华通安哥拉实业有限公司	河北华通线缆集团股份有限公司	12			24
加纳	GIADEC	-				
美国	EGA	EGA				50
美国	世纪铝业	Century Aluminium				60
蒙古国	-	-				350
摩洛哥	-	国电投				
合计	-	-	65.95	230	188.5	2655.45

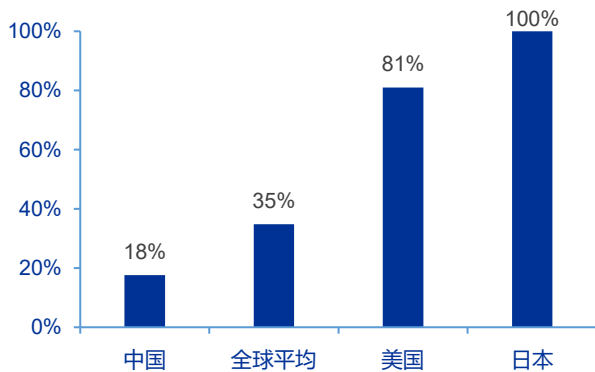
资料来源：阿拉丁，申万宏源研究

表 3：海外电解铝受电力供应扰动可能导致产能减量

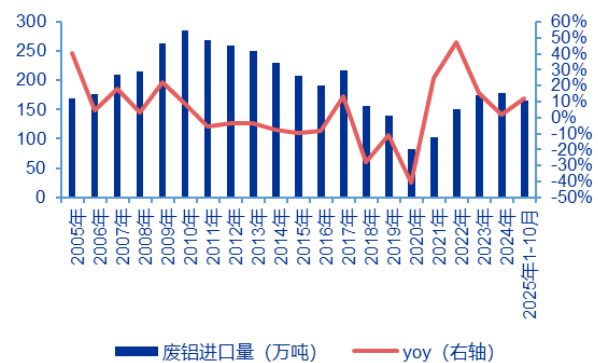
国家	公司	电解铝厂	可能导致产能减量的事件
冰岛	世纪铝业	Grundartangi	25 年 10 月 22 日宣布因电气设备故障减产，该厂电解铝运行产能为 31.7 万吨/年，预计此次设备故障影响下运行产能降至 10.57 万吨/年，复产时间待定。
莫桑比克	south32	莫扎尔 (Mozal)	电力合同将于 2026 年 3 月到期，但续签前景不明，该铝厂年产能 58 万吨。 电力协议将于 2025 年 12 月 31 日到期；为确保在与塔斯马尼亚水电公司以及塔州政府就新的 10 年期协议开展持续谈判期间维持安全稳定生产，11 月 6 日宣布同意将当前电力合同在 12 月 31 日到期后延长 12 个月，该铝厂年产能 20 万吨。
澳大利亚	力拓	贝尔湾铝业(Bell Bay Aluminium)	电力合同将于 2028 年 12 月到期，因电力价格高昂，公司尚未找到能够支持 2028 年之后实现商业可持续运营的路径，该铝厂年产量达 59 万吨；2025 年 12 月 3 日澳大利亚联邦能源部长克里斯·鲍恩确认，政府正与公司进行谈判，计划通过提供稳定且廉价的可再生能源，帮助该厂维持运营。

资料来源：世纪铝业公司公告，上海有色网，申万宏源研究

再生铝为未来潜在的铝供应增量，放量节奏核心在于废铝供应。再生铝碳排放只有原铝的 5% 左右，节能减排效果显著，在电解铝产能天花板约束下，再生铝将是未来国内主要的铝供应增量，根据《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》，到 2027 年，我国再生铝产量目标将达到 1500 万吨。进口废铝是再生铝的重要来源，但 2017 年国务院禁止洋垃圾入境导致废料进口量大幅下降；2024 年 10 月 24 日六部门发布公告，符合要求的再生铜铝原料可自由进口，预计后续废铝进口量将出现恢复性增长；而 2025 年 11 月 18 日欧盟贸易专员塞夫科维奇表示，欧盟委员会计划限制欧盟的废铝出口，以防范供应危机，短期或再度对国内废铝进口造成影响。国内废铝供应则依赖铝产品报废，根据有色金属工业协会再生金属分会的测算，一般铝制品平均报废周期 15-18 年，2007 年我国电解铝产量首次超过 1000 万吨，预计 2026 年后再生铝将逐步对国内铝供应形成补充。

图 12：中国再生铝占比远低于发达国家（2021 年）


资料来源：中国有色金属工业年鉴，国际铝业协会，海南省绿色金融研究院，申万宏源研究

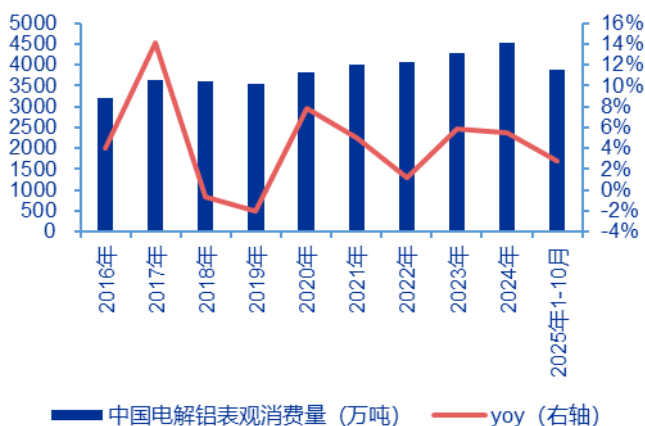
图 13：2017 年后中国废铝进口量先降后升


资料来源：海关总署，申万宏源研究

2.2 需求：下游消费结构调整，新兴领域持续拉动

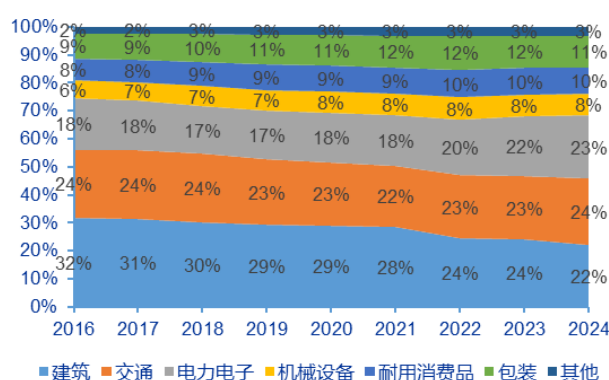
近年来新能源汽车和电力电子产业发展带动铝材需求持续增长，弥补建筑需求拖累。电解铝下游需求主要为建筑业、交通运输、电力电子、包装用铝、耐用消费品和机械设备等。建筑用铝为竣工用铝（门窗、装饰等），交通用铝为汽车、轨道等，电力用铝为电线电缆、变压器线圈、感应电动机转子、母线排等，电子用铝为3C产品外壳及内部支架和电子电器等。据上海有色网数据，2024年建筑、交通、电力电子、包装用铝、耐用消费品、机械设备国内消费需求占比分别为22%、24%、23%、11%、10%、8%。

图 14：中国电解铝表观消费量及增速



资料来源：上海有色网，海关总署，申万宏源研究

图 15：国内消费需求中，交通、电力电子占比提升



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

新消费场景不断涌现，轻量化需求和高铜价催化下“铝代钢”、“铝节铜”等加速推进。

2025年3月11日，工业和信息化部、国家发展改革委、自然资源部、生态环境部、商务部、应急管理部、国务院国资委、海关总署、市场监管总局、国家矿山安监局等十部门联合发布《铝产业高质量发展实施方案（2025~2027年）》，明确提出了扩大铝消费重点方向，扩大铝产品在市政设施、汽车、光伏、家具家居等领域的应用规模及层次，主要措施有以铝节铜、以铝代钢、以铝代木、以铝代塑等。

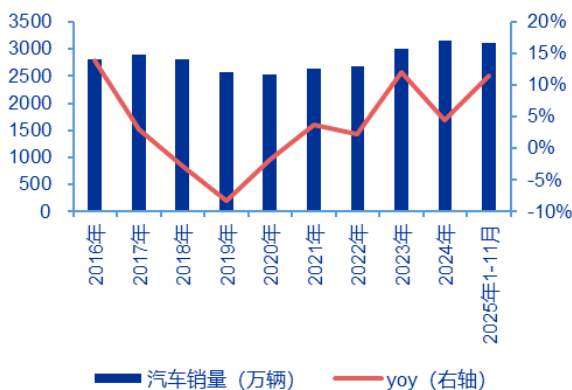
表 4：《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》鼓励扩大铝消费重点方向

材料替代方向	应用领域
以铝节铜	民用建筑铝合金电缆，光伏、风电电站铝导体电缆及铜铝复合材料，电力电器设备用铜铝复合导电排，铝及铜铝复合电磁绕组线，通信设施屏蔽材料，汽车热交换散热器，冰箱、空调热交换器换热铝管等应用场景。
以铝代木	铝制家具，全铝墙板，铝制天花吊顶，室内装饰铝板、带、箔等应用场景
以铝代钢	全铝厢式商用车，新能源乘用车铝部件，全铝公交车，城市照明及交通信号灯杆，光伏型材，铝合金护栏，铝合金人行过街天桥，铝合金脚手架，铝合金建筑模板，铝合金房顶板，外墙板及屋面瓦，铝合金活动板房，铝合金集装箱箱体等应用场景
以铝代塑	铝箔餐盒等容器，肉类包装铝箔，铝瓶，铝制易拉罐，铝制瓶盖，电子产品外壳等应用场景。

资料来源：工业和信息化部，申万宏源研究

新能源汽车销量高速增长，汽车轻量化提振用铝需求。2024 年我国汽车销量 3143.6 万辆，同比增长 4.5%，2025 年 1-11 月我国汽车销量 3112.7 万辆，同比+11.4%。自 2021 年以来，汽车销量增速扭负为正，主要系新能源汽车需求爆发，2025 年 1-11 月我国新能源汽车销量 1478 万辆，同比增长 31.2%，新能源车渗透率由 2020 年的 5.4% 增长至 47.5%。汽车轻量化有助于降低油耗，研究表明，汽车整备质量每减少 100kg，百公里油耗可降低 0.3-0.6L。据工信部《节能与新能源汽车技术路线图》，我国汽车轻量化单车用铝量目标为 2025 年、2030 年分别实现 250kg/辆和 350kg/辆。

图 16: 我国汽车销量及增速



资料来源：中汽协，申万宏源研究

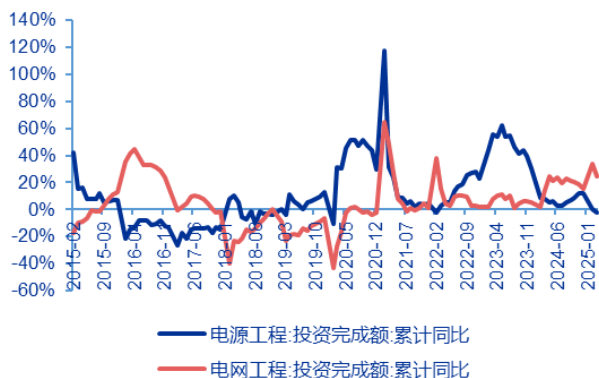
图 17: 我国新能源车销量及增速



资料来源：中汽协，申万宏源研究

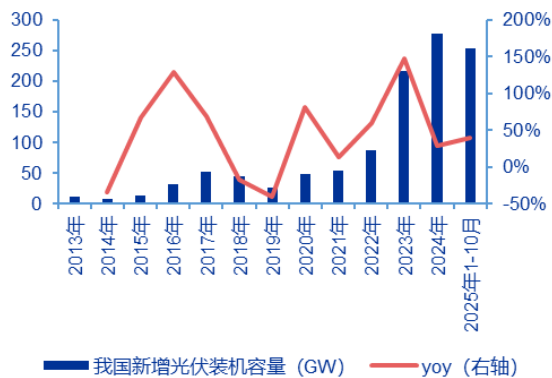
铝线缆及光伏领域提供用铝需求增量。铝在电力电子领域的应用主要体现在高压输变电线路及低压线缆、光伏支架及边框等，据上海有色网数据，2024 年电力电子用铝需求占比 23%，相比 2021 年提升 5 个百分点。在电缆领域，铝电缆核心优势在于成本远低于铜，且铝密度仅为铜的约 30%，能大幅减轻电缆重量，从安装成本角度考虑，不需要桥架及穿管，可以节约大量的安装材料。在光伏领域，铝边框在光伏组件中渗透率超 95%，光伏用铝需求随光伏行业发展而快速提升。光伏铝型材加工成光伏固定框架和光伏支架等组件，主要起到固定、密封太阳能电池组件、增强组件强度、便于运输和安装等作用，过去几年随着光伏装机及组件产量的高速增长，光伏用铝需求大幅提升。

图 18: 我国电源及电网投资完成额累计同比



资料来源：中国电力企业联合会，申万宏源研究

图 19: 我国新增光伏装机容量及增速



资料来源：中国电力企业联合会，申万宏源研究

高铜价催化下，空调铝代铜加速。微通道全铝换热器通过增加流道长度、优化翅片结构，大幅弥补了导热系数的不足，实测能效甚至能反超传统铜管，全铝换热器在汽车空调、冰箱等领域已经得到广泛应用，日本大金在 2024 年空调中铝替代铜的占比超过 50%，但受消费习惯影响，当前国内家用空调全铝换热器的使用仍处于初步产业化阶段。截至 12 月 19 日伦敦金属交易所（LME）铜价突破 11870 美元/吨，创历史新高，铜铝比达到 4.02，铜价大幅上涨催化下，空调铝代铜迎来加速。2025 年 12 月中国制冷学会团体标准《房间空调器用铝管翅式热交换器生产线建设规范》正式发布，推动铝代铜技术标准化；海尔、美的、海信、奥克斯、小米、美博等多家空调企业共同宣布加入空调铝强化应用研究工作组自律公约，承诺规范铝代铜技术应用。我们预计在高铜价催化及消费者教育不断推进情况下，空调用铝量增长有望迎来加速。

图 20：铜铝比处于近十年历史高位



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 21：全球房间空调铝制换热器渗透率对比

国家/地区	铝制换热器渗透率情况
中国	初步产业化阶段
日本	40%-50%
韩国及东南亚	30%-40%
美国	15%-20%

资料来源：《“黑天鹅”突袭空调业：铜价飙升常态化倒逼“铝代铜”普及加速》张丽，申万宏源研究

2.3 平衡：供需格局持续趋紧

铝行业需求结构重塑，新能源车及电力领域用铝需求高速增长，对冲建筑领域下滑。当前时点看，房地产行业处于下行周期，“双碳”背景下新能源车及电力领域需求维持高增，铝行业需求结构正在变革进行中。经我们测算，2026 年交通用铝、电力电子用铝占比将分别提升至 26.9%、22.9%，相对应的建筑用铝占比将下降至 15.8%。在电解铝强供给约束下，未来原铝产能、产量增长有限，再生铝将作为主要增量补充，预计在新需求不断增长下，有效对冲周期波动，电解铝供需维持紧平衡。

表 5: 国内铝材供需平衡表

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内总供给 (万吨)	4335	4542	4660	4955	5249	5351	5478	5735
yoy	7.7%	4.8%	2.6%	6.3%	5.9%	1.9%	2.4%	4.7%
增量 (万吨)	310	206	118	296	293	102	127	258
国内原铝产量 (万吨)	3712	3849	4007	4151	4312	4400	4440	4450
再生铝产量 (万吨)	740	765	865	950	1050	1150	1250	1500
扣除新废铝量 (万吨)	222	230	260	285	315	380	413	495
净进口量 (万吨)	105	157	47	139	202	180	200	280
抛储 (万吨)	0	30	0	0	0	0	0	0
国内总需求 (万吨)	4415	4676	4769	4929	5138	5312	5511	5748
yoy	10.6%	5.9%	2.0%	3.4%	4.2%	3.4%	3.7%	4.3%
增量 (万吨)	422	261	93	160	209	174	199	238
建筑用铝 (万吨)	1220	1274	1080	1129	958	893	871	870
yoy	16.4%	4.4%	-15.3%	4.6%	-15.1%	-6.9%	-2.4%	-0.1%
交通用铝 (万吨)	971	990	1008	1071	1245	1381	1483	1589
yoy	15.4%	1.9%	1.8%	6.3%	16.3%	10.9%	7.4%	7.1%
电力电子用铝 (万吨)	744	797	875	1015	1171	1220	1263	1316
yoy	18.6%	7.2%	9.7%	16.1%	15.3%	4.2%	3.5%	4.2%
机械设备用铝 (万吨)	324	347	354	357	365	383	402	422
yoy	23.3%	7.2%	2.2%	0.6%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%
耐用消费品用铝 (万吨)	395	421	434	452	464	497	532	569
yoy	21.3%	6.6%	3.2%	4.1%	2.8%	7.0%	7.0%	7.0%
包装用铝 (万吨)	466	517	538	542	552	574	591	609
yoy	21.4%	10.8%	4.1%	0.8%	1.7%	4.0%	3.0%	3.0%
其他用铝 (万吨)	123	138	143	149	151	155	160	165
yoy	27.2%	12.4%	3.8%	3.9%	1.4%	3.0%	3.0%	3.0%
净出口铝材用铝 (万吨)	172	192	337	213	232	209	209	209
yoy	-57.6%	11.7%	75.1%	-36.7%	8.8%	-10.0%	0.0%	0.0%
供需缺口 (万吨)	-79	-134	-109	27	111	39	-33	-13

资料来源: 上海有色网, Wind, 百川盈孚, 申万宏源研究 (注: 供需缺口正值表示供给过剩, 负值表示供给短缺)

3. 公司核心亮点

3.1 “煤-电-铝-加工”产业链一体化协同

1) 煤炭

公司拥有煤炭开采名义产能 225 万吨/年，权益产能 61 万吨/年。豫联煤业为公司煤炭板块的控股平台，公司通过中孚电力间接持有豫联煤业 51% 股权，公司 225 万吨产能分布于 3 家子公司，分别为郑州市磴槽企业集团金岭煤业有限公司（120 万吨）、郑州广贤工贸有限公司（60 万吨）、郑州广贤工贸有限公司（45 万吨），豫联煤业分别持有其 55%、51%、51% 股权，因此公司在三家煤炭公司中的持股比例分别为 28.05%、26.01%、26.01%，合计拥有煤炭权益产能 61.0 万吨。

目前已复产 180 万吨煤炭产能。自 2022 年 9 月起，公司控股子公司豫联煤业因其控股煤矿发生安全事故停产整顿。2023 年 2 月豫联煤业控股的二级子公司金岭煤业复产，复产产能 120 万吨/年；2024 年 6 月豫联煤业控股子公司慧祥煤业取得登封市煤炭兼并重组工作领导小组办公室《关于同意郑州市慧祥煤业有限公司复工的通知》，正在按照复工要求进行综采工作面准备工作；2024 年 12 月豫联煤业控股子公司广贤工贸新丰煤矿收到《关于同意郑州广贤工贸有限公司新丰煤矿复产的通知》，同意广贤工贸新丰煤矿复产。

表 6：中孚实业煤炭产能梳理

子公司名称	持股比例	名义产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	生产状态
郑州磴槽企业集团金岭煤业有限公司	28.05%	120	33.7	已于 2023 年 2 月复产
郑州广贤工贸有限公司	26.01%	60	15.6	2024 年 12 月开始复产
郑州广贤工贸有限公司	26.01%	45	11.7	2024 年 6 月开始复工，正在做复产准备
合计		225	61.0	

资料来源：公司公告，WIND，申万宏源研究

2) 电力

公司拥有自备火电装机量 90 万千瓦，保障公司河南电解铝用电。目前，公司控股子公司中孚电力拥有 3 台火电机组，装机容量合计 90 万千瓦，中孚电力发电所需煤炭部分来自豫联煤业，部分外购。公司火电机组年发电能力 70 亿度左右，是巩义地区 25 万吨电解铝用电主要来源，按照单吨耗电 13300 度计算，巩义地区电解铝产能每年耗电约 33 亿度，剩余部分电力公司通过对外销售取得收入。此外，广元地区 50 万吨电解铝用电由外部绿色清洁水电企业进行供应。

3) 阳极炭素

公司拥有阳极炭素产能 15 万吨，炭素自给率约 40%。子公司河南中孚炭素有限公司具有年产 15 万吨炭素的生产能力，巩义地区生产用阳极炭素主要由其提供。煅烧焦为阳极炭素生产的关键原料，年月，为提升产品质量，降低石油焦煅烧生产成本，公司投资

2.2 亿元建设了年产 30 万吨煅后焦生产线绿色低碳智能化改造项目，项目分两期建设，截至 2024 年底，公司已完成煅后焦生产线的绿色体坛智能化改造，使产品实收率提高 7%，能耗降低 30%。

4) 电解铝

公司拥有电解铝产能 75 万吨，权益产能 75 万吨。 1) 四川水电铝：目前公司控股子公司广元市林丰铝电有限公司和广元中孚高精铝材有限公司分别具有 25 万吨“绿色水电铝”产能。2) 河南火电铝：公司控股子公司河南中孚铝业有限公司具有 25 万吨产能。

5) 铝加工

公司拥有铝加工产能 69 万吨。 公司子公司与 2021 年和 2022 年先后启动年产 12 万吨高精铝板带材项目、年产 12 万吨绿色新型包装材料项目、年产 15 万吨高精铝合金板锭材项目和年产 6 万吨铝及铝合金带材涂层生产线项目。目前，上述项目均已投产，公司铝加工产能已提升至 69 万吨。

核心产品易拉罐用罐体料、罐盖料、拉环料加工费上调。 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、油罐车用高性能板材、3C 电子产品用高表面阳极氧化料等。据阿拉丁铝产业链服务平台，2025 年 3 月国内多家大型铝板带企业达成行业共识，决定对原有罐料加工费进行上调，并先后向下游企业发出执行函，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。

投资 2.5 万吨新能源铝箔。 2025 年 10 月 28 日，公司发布公告称全资子公司孚锦新材料投资 3.56 亿元，用于建设年产 2.5 万吨新能源铝箔项目。这一铝箔项目为公司现有加工的进一步向下游延伸，投产后能够提升产品附加值，预计建设期为 2 年，2.5 万吨产能中包括 2 万吨铝塑膜铝箔、0.3 万吨冷成型铝箔、0.2 万吨电子铝箔。项目预计年平均净利润 3750 万元，折合单位净利润为 1500 元/吨。

投资 300 万只铝合金轮毂项目。 公司于 2025 年 11 月 19 日发布公告，为进一步提高公司铝合金车轮业务市场竞争力，公司全资二级子公司广元林丰铝材拟投资 2.6 亿元建设铝基新材料绿色智造 300 万只轮毂协同项目，项目分两期建设，其中一期 200 万只，建设期 14 个月，二期 100 万只，建设期 12 个月。预计一期、二期项目全部完成后，达产年可实现新增含税销售收入 11.8 亿元，利润总额 0.3 亿元，项目投资财务内部收益率（所得税后）为 10.8%，投资回收期（所得税后）为 10.0 年（含建设期）。

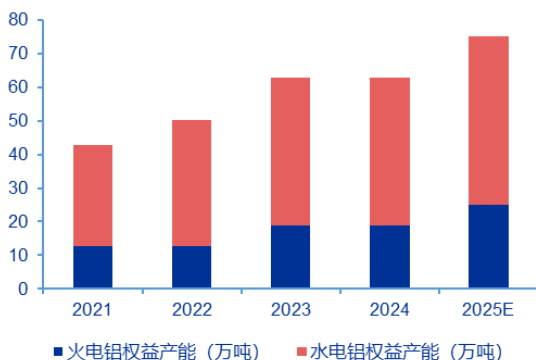
6) 再生铝

公司规划建设 50 万吨再生铝产能，其中 15 万吨 UBC 合金液项目已部分投产。 2023 年 3 月，公司公告其控股二级子公司巩义汇丰拟投资建设年产 50 万吨铝循环再生项目，具体包括年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目、年产 20 万吨铸造铝合金锭项目和年产 15 万吨铝合金圆铸锭项目。截至 2024 年底，汇丰公司年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目部分产能已投入运行。

3.2 权益产能进一步提升，绿色铝长期价值凸显

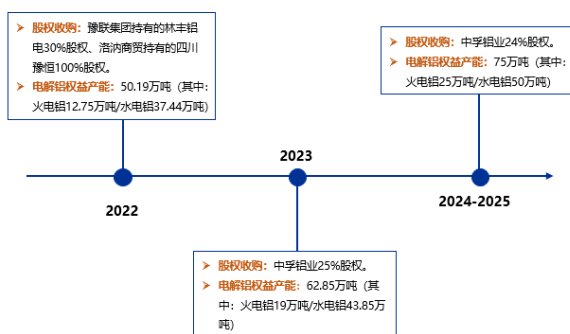
公司电解铝权益产能进一步提升。据公司公告，公司原 75 万吨电解铝产能全部位于河南省，受制于郑州作为大气污染综合治理“2+26”城市采暖季限产政策，以及煤炭价格波动影响，自 2018 年底起，分阶段将河南的 50 万吨火电铝产能转移为四川水电铝产能，推动产业绿色转型。在产能转移的同时，公司于 2022-2025 年期间，通过多轮股权收购，相继对旗下中孚铝业等子公司实施控股或全资控制。1) 2022 年权益产能为 50.19 万吨，其中火电铝权益产能 12.75 万吨、水电铝权益产能 37.44 万吨。2) 2023 年收购中孚铝业 25% 股权后，权益产能提升至 62.85 万吨（火电铝 19 万吨、水电铝 43.85 万吨）。3) 在 2024-2025 年收购中孚铝业剩余 24% 股权后，权益产能进一步提升 12.15 万吨，达到 75 万吨。

图 22：2025 年公司电解铝权益产能增长至 75 万吨



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：2022 年以来公司实施多轮股权收购



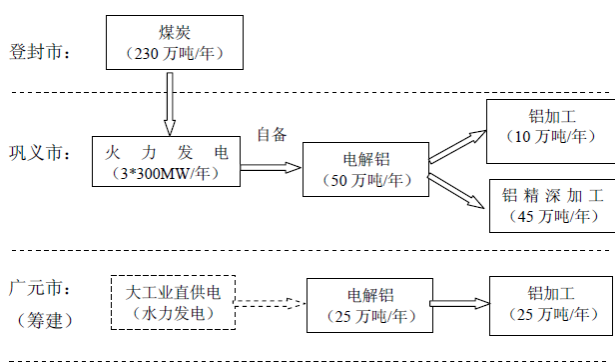
资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司构建“水电铝+再生铝”双重低碳化布局，碳中和背景下绿色铝长期价值逐步显现。2018 年起，公司逐步将 50 万吨电解铝产能从河南转移至四川广元，充分利用当地丰富的水电资源，实现了生产能源结构的根本性变革。此举不仅每年可消纳水电约 70 亿度，更直接带来每年超过 560 万吨的碳排放减少，使公司成为国内首批获得“绿电铝”认证的企业之一。同时，公司正积极构建再生铝体系，2023 年公司投资建设年产 50 万吨的铝循环再生项目，该工艺的能耗仅为传统火电铝的约 5%，能进一步大幅降低碳排放。截至 2025 年 6 月底，公司已实现铝精深加工产品中再生铝添加比例达 61%，形成了“绿色水电铝+再生铝”的双轮驱动模式。

1) 水电铝

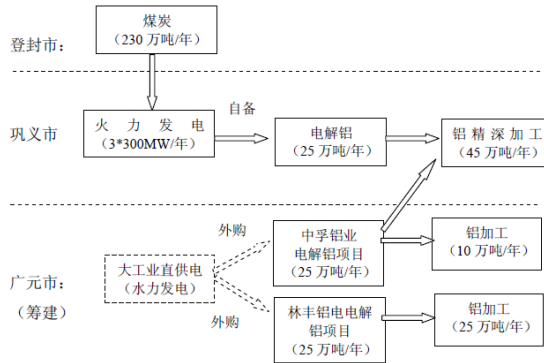
公司自 2018 年起积极推进河南 50 万吨火电铝产能转移，依托四川低成本水电资源实现绿色蝶变。受煤炭价格持续走高及采暖季限产压力影响，公司下属林丰铝业 25 万吨电解铝产能、中孚铝业 25 万吨电解铝产能分别于 2018 年 12 月、2019 年停产并拟进行产能转移。同期河南省也确定了“减量、延链、提质”的河南铝工业转型升级方向，鼓励国内铝加工企业或电解铝企业新建高端铝加工项目，允许通过产能置换到省外优势地区建设电解铝供应基地。公司为降低电力成本，将位于河南林州、巩义生产基地的 50 万吨合规电解铝产能，分两期转移到低成本水电资源富集的四川省广元经济开发区。一期即广元市林丰铝业有限公司 25 万吨电解铝生产线，二期即广元中孚高精铝材有限公司 25 万吨电解铝生产线。

图 24：2019 年二期产能转移前的公司产业结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：2019 年二期产能转移后的公司产业结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

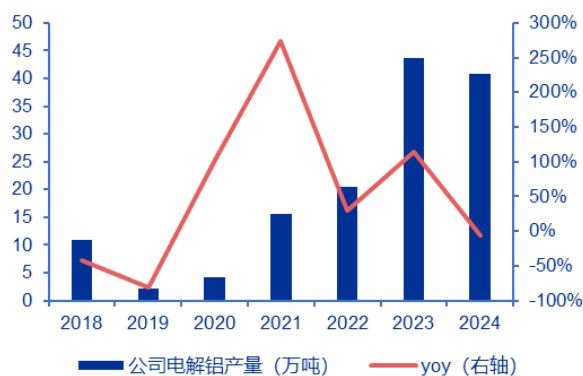
四川省 2024 年下半年枯水期虽未进行限电限产，但公司因集中安排电解槽检修，全年电解铝产量 40.88 万吨（不含公司下游铝加工使用量），同比-6.2%，预计 2025 年一季度过后恢复满产运行。历史上看，因电力供应扰动，四川省电解铝运行产能存在一定波动。2022 年夏季四川省遭遇历史罕见极端高温干旱，被迫实施大规模限电措施，四川地区电解铝产能几乎全部阶段性减停产。2024 年底，四川来水偏丰，下半年枯水期未进行限电限产，但因原材料氧化铝价格高企等因素影响，公司集中安排电解槽检修，2024 年全年电解铝产量 40.88 万吨（不含公司下游铝加工使用量），同比-6.2%。我们预计 2025 年一季度枯水期过后，叠加氧化铝价格下行，公司检修的电解槽全部启动，公司电解铝产能预计为满负荷运行，产能利用率提升将对公司业绩提供正向贡献。

图 26：四川电解铝运行产能受电力供应影响



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 27：24 年公司电解铝产量 40.9 万吨，同比-6.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：不含公司下游铝加工使用量

2) 再生铝

再生铝规划 50 万吨项目，助力公司形成“绿色水电铝”+“再生铝”双重低碳化布局。

23 年 3 月，公司公告其控股二级子公司巩义汇丰拟投资建设年产 50 万吨铝循环再生项目，具体包括年产 15 万吨 UBC 合金铝液项目、年产 20 万吨铸造铝合金锭项目和年产 15 万吨铝合金圆铸锭项目。目前年产 15 万吨 UBC 合金液项目已部分投产，叠加公司已有的“绿色水电铝”产业布局，公司将形成“绿色水电铝”+“再生铝”双重低碳化布局，满足下游铝精深加工所需低碳铝材料需求，提升铝精深加工产品市场竞争力，提高公司盈利能力。

电解铝纳入国内碳市场，碳交易价格预期上行，公司作为拥有碳资产的绿色铝企，未来有望获得碳收益。2024年9月9日，生态环境部办公厅发布公告，全国碳排放权交易市场将覆盖水泥、钢铁、电解铝行业，明确2024年作为水泥、钢铁、电解铝行业首个管控年度，2025年底前完成首次履约工作。中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》已设定了分阶段目标，明确到2027年覆盖工业领域主要排放行业，到2030年基本建成以配额总量控制为基础的市场体系，并有序提高有偿分配比例。配额总量的收紧与有偿分配的增加将从根本上提升配额的稀缺性，推高碳价。

图 28：全国碳市场碳排放配额（CEA）价格走势



资料来源：iFind，申万宏源研究

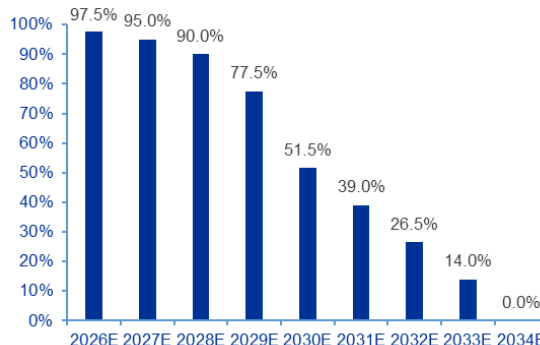
出口方面，欧盟碳边境调节机制（CBAM）自2023年10月1日起正式步入三年过渡期，将于2026年正式开始征税。欧盟碳边境调节机制（Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM）通过对进入欧盟的碳密集型商品施加碳成本，迫使欧盟内外生产者共同向低碳转型。2023年10月启动，由2026年1月1日起正式实施，碳关税计算公式为“CBAM 调节税=（CBAM 商品排放-欧盟免费配额*折扣系数）*欧盟碳价-在本国已支付的费用”，2026年至2034年折扣系数逐渐递减至零，此后进口商须全额承担碳成本。CBAM 征税对象包含了除7602、7615以外所有76章项下的铝商品。2024年，欧盟占我国铝制品出口约为15%，未来碳关税生效后，绿电铝及再生铝制品获得的碳成本优势不容小觑。

图 29：欧盟排放配额（EUA）价格走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：CBAM 年度折扣率将逐年下调



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

3.3 成本端压力缓解，电解铝盈利弹性释放

1) 氧化铝成本

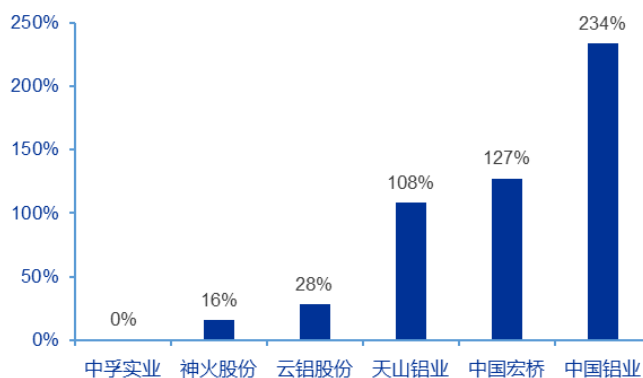
公司电解铝生产所用氧化铝全部依靠外部采购，预计随着 2025 年氧化铝价格大幅下降，公司原材料成本将有所改善，从而释放盈利弹性。2024 年年初以来，受矿石短缺影响，氧化铝价格一路走高，公司氧化铝采购成本提升幅度高于电解铝上涨幅度，公司 2024 年电解铝板块毛利率为 12.06%，同比下降 9.96pct。随着氧化铝新增产能投放，国内氧化铝供应由短缺转向过剩，2025 年年初以来氧化铝价格快速下跌，据上海有色网数据，2025 年 12 月 15 日氧化铝价格已下跌至 2752 元/吨，较 2024 年 12 月 11 日最高点 5769 元/吨回落 52%，对应电解铝成本下降约 5808 元/吨。

图 31：25 年初以来氧化铝价格快速回落



资料来源：上海有色网，申万宏源研究

图 32：可比公司氧化铝自给率（按权益产能计算）



资料来源：各公司公告，Wind，申万宏源研究

2) 电力成本

2024 年由于电价结算方式变动，公司水电铝用电成本有所提升。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》，方案中提到，“调整非水电量成分及配置比例。常规直购用户和代理购电用户打捆购入的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、省间外购电量等结合全年电力电量供需平衡预测情况，按照常规直购用户和代理购电用户度电消纳全网非水电量一致的原则，测算 2024 年丰、平、枯水期非水电量比例为 30%、40%、60%”，即在水电基础上添加一部分火电比例，而火电电价高于水电。

2025 年四川电价结算方式再调整，公司水电铝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）》，规则中提到，“在用电侧，电力用户不再打捆配置非水电量，促进了市场充分竞争”，未来火电添加比例可能有所下降，我们预计 2025 年公司水电铝用电成本有望同比下降。

4. 盈利预测与估值

关键假设及盈利预测

电解铝: 1) **销量:** 预计随着原材料成本下降, 公司 24 年底的集中检修于 2025 年上半年结束, 公司电解铝产能利用率将有所提升, 预计 25/26/27 年公司电解铝对外销量为 39/41/41 万吨。2) **价格:** 考虑在电解铝供给强约束下, 叠加新兴需求维持高增, 行业景气度将提升, 预计电解铝价格震荡向上, 预计 25/26/27 年公司电解铝不含税单吨售价为 18363/18584/19027 元。3) **成本:** 预计未来电力、氧化铝成本有所回落, 阳极成本震荡向上, 预计 25/26/27 年公司电解铝单吨生产成本为 13891/13464/13268 元。

铝加工: 1) **销量:** 预计 25/26/27 年公司铝加工产品销量为 60/60/60 万吨。2) **利润:** 考虑铝加工产品销售定价采取成本+加工费的方式, 价格随原料电解铝成本波动, 预计 25/26/27 年公司铝合金及加工板块实现毛利为 23.70/24.30/24.30 亿元。

电力、煤炭、贸易及其他: 我们对这部分业务进行中性预测。

合计: 预计 25/26/27 年公司实现营业收入为 227.77/239.88/244.04 亿元, 归母净利润为 18.33/24.72/26.89 亿元。

表 7: 中孚实业业绩拆分

合计	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	18793	22761	22777	23988	24404
yoy	7%	21%	0%	5%	2%
营业成本 (百万元)	15841	20554	19341	19399	19553
毛利 (百万元)	2952	2207	3436	4589	4851
毛利率	16%	10%	15%	19%	20%
电解铝	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7166	7181	7116	7619	7801
yoy	116%	0%	-1%	7%	2%
营业成本 (百万元)	5588	6316	5383	5520	5440
销量 (万吨)	44	41	39	41	41
售价 (元/吨)	16466	17541	18363	18584	19027
单吨成本 (元/吨)	12841	15426	13891	13464	13268
毛利 (百万元)	1578	866	1733	2099	2361
毛利率 (%)	22%	12%	24%	28%	30%
铝加工	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10068	14253	14490	14668	14903
yoy	-18%	42%	2%	1%	2%
营业成本 (百万元)	8956	13090	12120	12238	12473
销量 (万吨)	50	64	60	60	60
售价 (元/吨)	21942	24277	26263	26584	27027
单吨成本 (元/吨)	17834	20443	22313	22534	22977
毛利 (百万元)					

毛利率 (%)	11%	8%	16%	17%	16%
电力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	718	617	511	511	511
yoy	39%	-14%	-17%	0%	0%
营业成本 (百万元)	689	611	503	503	503
毛利 (百万元)	29	7	7	7	7
毛利率 (%)	4%	1%	1%	1%	1%
煤炭	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	494	593	620	720	720
yoy	21%	20%	5%	16%	0%
营业成本 (百万元)	348	506	653	758	758
毛利 (百万元)	146	87	-33	-38	-38
毛利率 (%)	30%	15%	-5%	-5%	-5%
贸易及其他	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	347	117	572	470	470
yoy	-63%	-66%	388%	-18%	0%
营业成本 (百万元)	259	33	486	380	380
毛利 (百万元)	88	84	86	90	90
毛利率 (%)	25%	72%	15%	19%	19%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

估值

公司主营业务为电解铝、铝加工及铝用炭素的生产和销售，2024 年电解铝板块、铝加工板块营收占比分别为 32%、63%，故选取同属于电解铝生产企业且向上下游延伸布局的中国铝业、天山铝业、南山铝业、云铝股份作为 A 股可比公司。

考虑公司氧化铝全部来自外购，预计氧化铝行业供给边际改善带来公司成本回落，叠加电解铝权益产能及产能利用率提升，公司业绩弹性有望充分释放，远期随着碳税加码、电解铝纳入碳交易市场，公司绿色铝长期价值将逐步显现。公司公告未来三年分红计划，分红比例预计不低于 60%，长期投资价值凸显。预计 25/26/27 年归母净利润为 18.3/24.7/26.9 亿元，对应 PE 为 18/13/12x，PEG 低于行业平均，首次覆盖给予“增持”评级。

表 8：可比公司估值对比 (元、元/股)

代码	简称	收盘价	归母净利润 (亿元)			PE			PEG
		2025/12/23	25E	26E	27E	25E	26E	27E	26E
601600.SH	中国铝业	10.97	144.6	160.3	172.5	13.0	11.7	10.9	0.9
002532.SZ	天山铝业*	14.49	48.0	61.2	71.7	14.0	11.0	9.4	0.6
600219.SH	南山铝业	5.02	50.4	53.7	57.7	11.4	10.7	10.0	2.0
000807.SZ	云铝股份*	29.44	63.4	77.5	85.3	16.1	13.2	12.0	0.4
A 股可比公司平均						13.6	11.7	10.6	1.0
600595.SH	中孚实业*	8.07	18.3	24.7	26.9	17.6	13.1	12.0	0.1

资料来源：Wind，申万宏源研究（带*公司为申万宏源预测，其余为 Wind 一致预期）

注：PEG 计算采用 24A-26E 复合增长率

5. 风险提示

1) 电解铝下游需求不及预期：如果传统需求持续下滑，新能源领域新增需求增速不及预期，可能导致电解铝价格下跌，影响公司盈利。

2) 原材料成本大幅波动：公司需部分外购铝土矿、氧化铝及预焙阳极，原材料成本大幅上升将对公司盈利造成不利影响。

3) 海外电解铝投产超预期：国内电解铝产能接近天花板，供应缺乏弹性，未来铝供给增量主要来自海外电解铝新增产能及再生铝，海外电解铝产能建设和投放超预期将导致铝供给宽松，可能导致电解铝价格下跌，影响公司盈利。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18,793	22,761	22,777	23,988	24,404
营业收入	18,793	22,761	22,777	23,988	24,404
电解铝	7,166	7,181	7,116	7,619	7,801
铝加工	10,068	14,253	14,490	14,668	14,903
电力	718	617	511	511	511
煤炭	494	593	620	720	720
贸易及其他	347	117	572	470	470
营业总成本	17,121	21,769	20,795	20,830	20,947
营业成本	15,841	20,554	19,341	19,399	19,553
电解铝	5,588	6,316	5,383	5,520	5,440
铝加工	8,956	13,090	12,120	12,238	12,473
电力	689	611	503	503	503
煤炭	348	506	653	758	758
贸易及其他	259	33	486	380	380
税金及附加	171	153	144	151	154
销售费用	41	50	59	55	57
管理费用	432	398	373	455	430
研发费用	378	404	557	498	512
财务费用	258	211	321	272	240
其他收益	262	213	219	219	219
投资收益	21	23	91	91	91
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	-18	0	0	0
信用减值损失	-24	-28	-9	-11	-4
资产减值损失	-41	-86	-5	-2	-2
资产处置收益	-2	-10	-2	-2	-2
营业利润	1,891	1,087	2,276	3,453	3,759
营业外收支	-31	-184	-12	0	0
利润总额	1,859	903	2,264	3,453	3,759
所得税	282	155	602	931	1,015
净利润	1,578	748	1,663	2,523	2,744
少数股东损益	418	44	-171	50	55
归母净利润	1,159	704	1,833	2,472	2,689

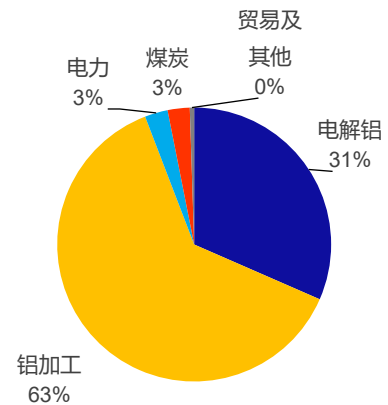
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

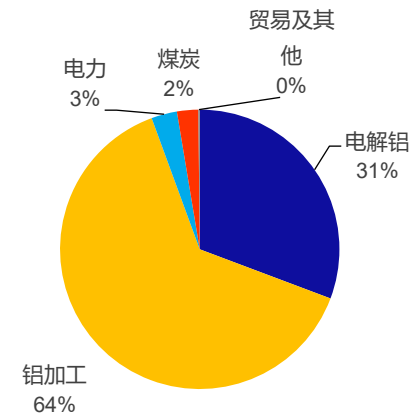
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,578	748	1,663	2,523	2,744
加：折旧摊销减值	912	994	2,609	2,895	3,206
财务费用	281	229	321	272	240
非经营损失	-23	1	-89	-89	-89
营运资本变动	-770	-580	-415	-736	-320
其它	36	41	-13	-2	-2
经营活动现金流	1,989	1,404	4,076	4,862	5,779
资本开支	624	560	3,500	3,200	3,700
其它投资现金流	-187	42	69	69	69
投资活动现金流	-811	-518	-3,431	-3,131	-3,631
吸收投资	5	0	0	0	0
负债净变化	-260	313	-518	-236	-236
支付股利、利息	297	305	321	1,372	1,724
其它融资现金流	-823	-710	-2	0	0
融资活动现金流	-1,374	-702	-841	-1,608	-1,960
净现金流	-186	206	-196	123	188

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

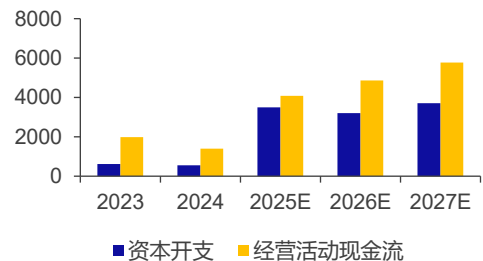
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

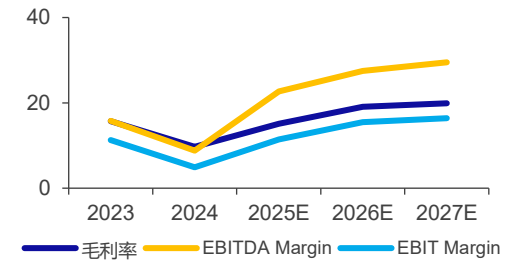
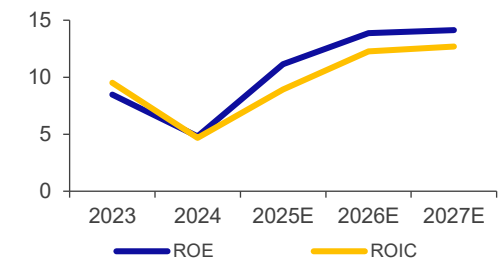
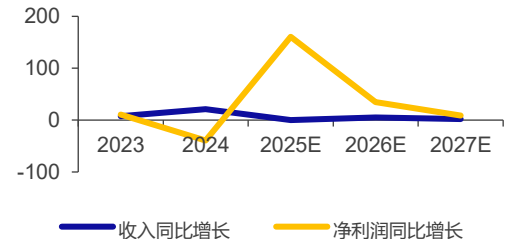
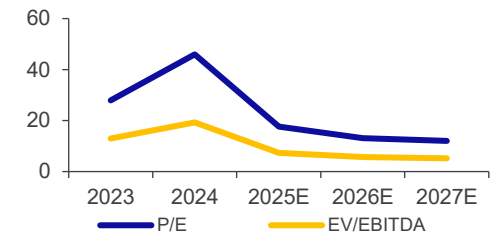
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,148	6,380	6,981	7,537	8,106
现金及等价物	915	1,116	939	1,083	1,290
应收款项	1,709	2,543	2,627	3,031	3,366
存货净额	2,367	2,459	3,152	3,162	3,188
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	156	262	262	262	262
长期投资	87	83	83	83	83
固定资产	14,946	14,583	15,540	15,928	16,496
无形资产及其他资产	2,933	3,071	3,018	2,948	2,880
资产总计	23,114	24,116	25,622	26,496	27,565
流动负债	4,511	5,174	5,255	4,944	4,988
短期借款	1,179	1,781	1,500	1,500	1,500
应付款项	2,237	2,753	3,116	2,804	2,849
其它流动负债	1,095	640	640	640	640
非流动负债	3,453	2,801	2,565	2,328	2,092
负债合计	7,963	7,975	7,820	7,272	7,080
股本	4,010	4,009	4,008	4,008	4,008
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	10,937	11,172	11,173	11,173	11,173
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	254	254	254	254	254
未分配利润	-1,520	-817	1,017	2,389	3,595
少数股东权益	1,471	1,521	1,350	1,401	1,456
股东权益	15,151	16,141	17,802	19,224	20,485
负债和股东权益合计	23,114	24,116	25,622	26,496	27,565

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.18	0.46	0.62	0.67
每股经营现金流	0.50	0.35	1.02	1.21	1.44
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.27	0.37
每股净资产	3.41	3.65	4.10	4.45	4.75
关键运营指标(%)					
ROIC	9.5	4.7	8.9	12.3	12.7
ROE	8.5	4.8	11.1	13.9	14.1
毛利率	15.7	9.7	15.1	19.1	19.9
EBITDA Margin	15.8	8.8	22.7	27.5	29.5
EBIT Margin	11.3	4.9	11.4	15.5	16.4
营业总收入同比增长	7.3	21.1	0.1	5.3	1.7
归母净利润同比增长	10.4	-39.3	160.5	34.8	8.8
资产负债率	34.5	33.1	30.5	27.4	25.7
净资产周转率	1.37	1.56	1.38	1.35	1.28
总资产周转率	0.81	0.94	0.89	0.91	0.89
有效税率	15.3	17.6	27.7	27.7	27.7
股息率	0.0	0.0	0.0	3.5	4.7
估值指标(倍)					
P/E	27.9	46.0	17.6	13.1	12.0
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/Sale	2.1	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	13.0	19.3	7.3	5.7	5.2
股本	4,010	4,009	4,008	4,008	4,008

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。