



公司研究 | 深度报告 | 宏桥控股 (002379.SZ)

民营巨头，宏启扬帆

## 报告要点

上市公司以 5.34 元/股价格发行约 118.95 亿股股份，购买标的公司宏拓实业 100% 股权，2024 年末宏拓实业全部股东权益价值评估价格约 635.18 亿元，上市日期为 2026 年 1 月 13 日。公司更名为宏桥控股，2025 年 12 月 31 日完成资产交割及股权工商变更，宏拓实业纳入公司合并报表，宏桥控股预计 2025 年归母净利润为 170 至 200 亿元。宏拓实业电解铝产能 645.90 万吨（截至 2025 年 10 月末，云南基地 217.6 万吨），占国内比例 14.48%；氧化铝产能 1900 万吨，占全国比例 18.21%，排名均为国内第二。公司作为民营电解铝和氧化铝龙头，充分受益于铝价中枢上移，公司未来经营弹性和高分红稳健性，值得期待。

## 分析师及联系人



王鹤涛

SAC: S0490512070002

SFC: BQT626



肖勇

SAC: S0490516080003

SFC: BUT918



易轰

SAC: S0490520080012

SFC: BUZ394

## 民营巨头，宏启扬帆

### 民营电解铝巨头，大船起航

上市公司以 5.34 元/股价格发行约 118.95 亿股股份，购买标的公司宏拓实业 100% 股权，2024 年末宏拓实业全部股东权益价值评估价格约 635.18 亿元，上市日期为 2026 年 1 月 13 日。公司更名为宏桥控股，2025 年 12 月 31 日完成资产交割及股权工商变更，宏拓实业纳入公司合并报表，宏桥控股预计 2025 年归母净利润为 170 至 200 亿元。**宏拓实业电解铝产能 645.90 万吨**（截至 2025 年 10 月末，云南基地 217.6 万吨），**占国内比例 14.48%**；**氧化铝产能 1900 万吨**，**占全国比例 18.21%**，**排名均为国内第二**。值得说明的是，2024 年已根据电解铝产能转移、氧化铝产线升级而造成的预计停产充分计提了固定资产减值准备，预计未来短期内不再新增较大金额固定资产减值。SMB-GTS 每年约 75% 的铝土矿优先向宏拓实业供应，战略协同优势突出；标的资产向宏桥、滨能和南方电网采购电力金额占比为 45.59%、31.94% 和 21.17%，向关联方电厂采购电价参考统一定价公式，未来若煤价下跌，则电力成本仍具优化空间。

### 商品轮动——铝高光来临

降息范式下，金属内部轮动周期为“金银-铜-铝-小金属-加工”。美联储降息已落地逾 1 年时间，全球制造业复苏值得期待。过往流动性和供给演绎涨价弹性受制于下游压制，随着终端需求改善，工业金属涨价空间随即打开。相比金银铜等众多有色金属价格新高，铝属于少量未破高点品种。铜和铝全球产值相当，铝铜价格比值强弱与铜铝产量比值基本一致。未来 3 年铜铝供给均缺，若保守按铜价 8.8 万元/吨，替代加速的铜铝比例拐点 3.5，则铝价或达 2.5 万元/吨。**大规模电力和稳定电网终究是电解铝发展本质。国内产能天花板+海外能耗紧缺双重压制，即便铝高盈利，亦无法缓解供给紧缺**：海外规划较多集中于东南亚、中东和非洲，但进度低于预期：一是中国将不再新建境外煤电，导致东南亚火电建设缓慢，中东产业链配套弱和电网协议难度高，非洲水电规模有限；二是大部分上市公司都未出海，源于海外电力稳定性弱；三是工业化国家产业均衡，铝耗电比例亦为产能天花板。

### 高股息大时代，优质民营巨头可期

基于电解铝股息率高达 5% 的优质红利资产，且国内产能天花板+海外电力紧缺共同赋予资源属性，叠加软着陆降息后全球工业景气底部复苏，三重逻辑共振支撑电解铝板块估值有望从当前 8-10X，逐步修复至 12X-15X。与众多出海建设电解铝的企业不同，中国宏桥和宏拓实业战略定位相对稳健，公司并未在海外建电解铝，或主要源于海外大容量电网和电力稳定性不足，国内云南搬迁后的枯水季减产经验或可印证，进一步夯实公司削减资本开支，转向高分红路径的基石。截至 2025 年 5 月 31 日，宏拓实业合并资产负债表盈余公积 17.74 亿元、未分配利润 361.46 亿元，合计留存收益 379.20 亿元。在充分考虑财务情况、自身发展需要及各方股东回报的基础上，宏拓实业于报告期内累计实施利润分配 152.12 亿元，占报告期内合计归母净利润 46.88%，未来高分红空间值得期待。

### 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为民营电解铝和氧化铝龙头，充分受益于铝价中枢上移，公司未来经营弹性和高分红稳健性，值得期待。基于宏拓实业纳入公司 2025 年合并报表，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 187.96、270.87、327.35 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

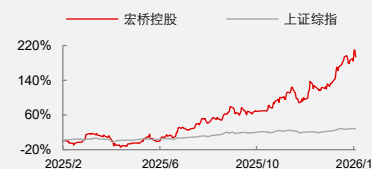
1、全球经济复苏进度不及预期。2、金属供给过快释放。3、原料和电力价格超预期波动。4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

#### 公司基础数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 当前股价(元)       | 30.28      |
| 总股本(万股)       | 1,303,112  |
| 流通A股/B股(万股)   | 113,637/0  |
| 每股净资产(元)      | 1.58       |
| 近12月最高/最低价(元) | 33.00/8.22 |

注：股价为 2026 年 1 月 30 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 民营电解铝巨头，大船起航 .....       | 6  |
| 宏拓实业回 A，扬帆远行 .....       | 6  |
| 电解铝和氧化铝民营规模领先 .....      | 7  |
| 产业链协同突显，矿和电力稳定 .....     | 9  |
| 商品轮动——铝高光来临 .....        | 11 |
| 全球工业复苏，基本金属企稳 .....      | 11 |
| 供给似铜紧缺，铝价弹性丰厚 .....      | 12 |
| 电力循序渐进，海外弹性受掣 .....      | 13 |
| 高股息大时代，优质民营巨头可期 .....    | 16 |
| 红利+资源+景气，电解铝板块重估 .....   | 16 |
| 历史分红率约 47%，行稳致远 .....    | 18 |
| 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 ..... | 18 |
| 风险提示 .....               | 19 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：公司最新股权结构图（截至 2026 年 1 月） .....                     | 6  |
| 图 2：宏拓实业 2025H1 归母净利润同比改善 .....                        | 7  |
| 图 3：宏拓实业的电解铝和氧化铝产能产量 .....                             | 7  |
| 图 4：我国电解铝前十大公司一览 .....                                 | 8  |
| 图 5：我国氧化铝前十大公司一览 .....                                 | 8  |
| 图 6：截至 2025 年 10 月公司转移至云南地区 217.6 万吨电解铝产能（单位：万吨） ..... | 8  |
| 图 7：宏拓实业的主营业务前五大客户销售金额一览 .....                         | 8  |
| 图 8：宏拓实业的主要采购原材料价格 .....                               | 9  |
| 图 9：宏拓实业的主要采购的能源为电、蒸汽和块煤 .....                         | 9  |
| 图 10：宏拓实业的前五名供应商的采购情况 .....                            | 10 |
| 图 11：公司山东和云南基地原料差异 .....                               | 10 |
| 图 12：公司采购三方电价差异对比 .....                                | 11 |
| 图 13：大宗商品通胀轮动三阶段 .....                                 | 12 |
| 图 14：全球铝铜价格比值与全球铜铝产量比值基本成正比 .....                      | 13 |
| 图 15：铝下游需求包括结构+功能+消费，更为分散多元化 .....                     | 13 |
| 图 16：2023 年铜下游需求以导电导热功能性领域为主 .....                     | 13 |
| 图 17：全球新增电解铝规划集中于印尼、印度、中东、非洲 .....                     | 14 |
| 图 18：预计全球 2026 年和 2027 年电解铝产量分别增加 129 万吨和 152 万吨 ..... | 15 |
| 图 19：预计 2026 年全球电解铝新增产能均匀投放 .....                      | 15 |
| 图 20：全球主要电解铝耗电量占比走势相对平稳 .....                          | 16 |
| 图 21：主流工业化国家电解铝耗电量占自身电量比例约 4%-7% .....                 | 16 |
| 图 22：根据电解铝耗电量比例，静态测算未来主流地区电解铝增量弹性 .....                | 16 |

|  |    |
|--|----|
| 图 23: 电解铝板块经营现金流净额大幅改善 .....                   | 17 |
| 图 24: 电解铝板块资产负债率持续修复 .....                     | 17 |
| 图 25: 电解铝板块资本开支/经营现金流净额比值持续下滑 .....            | 17 |
| 图 26: 高红利板块中, 铝股息率持续改善, 脱颖而出 .....             | 17 |
| 图 27: 铝板块股息率持续领先 .....                         | 17 |
| 图 28: 宏拓实业截至 2025 年 5 月 31 日在建工程 (单位:万元) ..... | 18 |
| 图 29: 公司收入和利润敏感性分析 (亿元, 2025 年口径包括宏拓实业) .....  | 19 |

## 民营电解铝巨头，大船起航

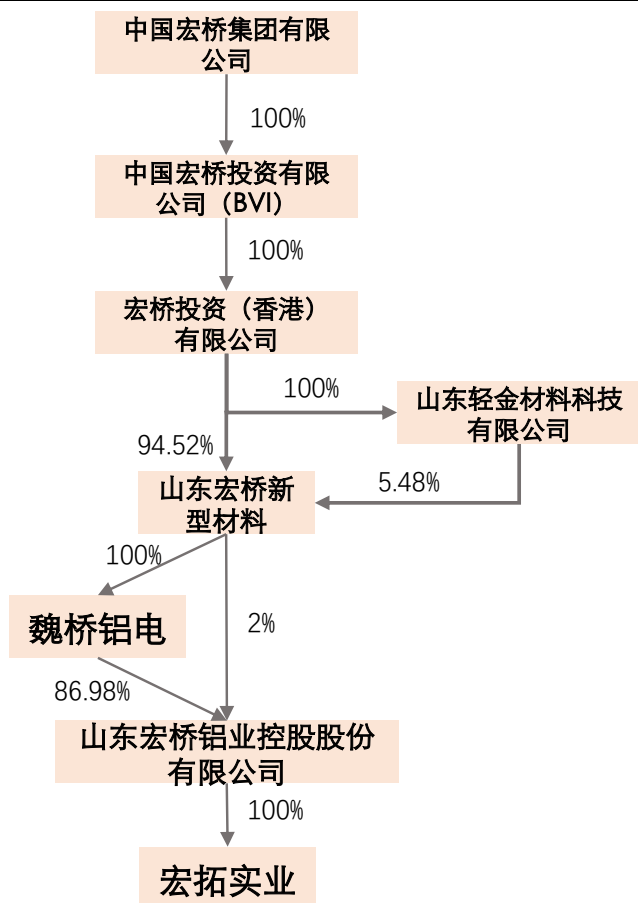
### 宏拓实业回 A，扬帆远行

上市公司以 5.34 元/股价格发行约 118.95 亿股的股份购买魏桥铝电、嘉汇投资、东方资管、中信金融资产、聚信天昂、宁波信铝、济南宏泰、君岳投资、天铨锌铈持有的宏拓实业 100% 股权，上市日期为 2026 年 1 月 13 日。宏拓实业成为上市公司的全资子公司。截至 2024 年 12 月 31 日，宏拓实业全部股东权益价值的评估价格约 635.18 亿元。上市公司更名为宏桥控股，2025 年 12 月 31 日完成资产交割及股权工商变更，宏拓实业纳入公司合并报表，宏桥控股预计 2025 年归母净利润为 170 至 200 亿元。

魏桥铝电在本次交易中取得的上市公司股份，自该等股份发行结束之日起 36 个月内不得转让，但在同一实际控制人控制的不同主体之间转让的除外。除魏桥铝电外的交易对方在本次交易中取得的上市公司股份，自该等股份发行结束之日起 12 个月内不得转让。山东宏桥在本次交易实施完毕前已持有的上市公司股份，自本次交易实施完毕之日起 18 个月内不得转让，但在同一实际控制人控制的不同主体之间转让的除外。

中国宏桥合计控股宏拓实业的股权比例为 88.98%，A 股上市公司平台宏桥控股 100% 控股宏拓实业。

图 1: 公司最新股权结构图 (截至 2026 年 1 月)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

2025年1-6月，宏拓实业实现归母净利润90.71亿元，同比增长14.63%；实现扣非归母净利润89.67亿元，同比增长13.93%。净利润增加主要系主营业务产品电解铝、氧化铝、深加工产品的毛利均实现同比增长：（1）电解铝毛利同比增加10.92亿元，原因系其销售数量同比相对稳定，单位成本同比上涨181.86元/吨小于销售单价上涨幅度，毛利率同比有所提升；（2）氧化铝毛利同比增加5.50亿元，原因系一方面其销售数量同比有所增加，另一方面系单位成本同比上涨88.52元/吨小于销售单价上涨幅度，毛利率同比有所提升；（3）深加工产品毛利同比增加0.28亿元，原因系其销售数量同比相对稳定，单位成本上涨幅度小于销售单价上涨幅度毛利率同比有所提升。

宏拓实业2025年1-10月未经审计的净利润为165.24亿元。

图2：宏拓实业2025H1归母净利润同比改善

| 项目(亿元)  | 2025H1 | 2024H1 | 同比变动   |
|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 769.95 | 708.73 | 8.64%  |
| 归母净利润   | 90.71  | 79.14  | 14.63% |
| 扣非归母净利润 | 89.67  | 78.71  | 13.93% |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

注：以上数据未经审计。

## 电解铝和氧化铝民营规模领先

根据安泰科统计，截至2024年底，中国电解铝企业数量为99家（按生产厂数量计），合计产能达4462万吨，其中前十大电解铝公司合计产能为3219万吨，产能占比为72%。截至2024年末，宏拓实业电解铝产能为**645.90万吨**，占国内总产能比例为**14.48%**，**排名行业第二**。截至2024年末，国内共有氧化铝企业超过40家，总产能超过10000万吨，产能排名前十大企业产能合计约7000万吨，占比约70%。截至2024年末，宏拓实业拥有氧化铝产能**1900万吨**，占全国氧化铝产能**18.21%**，**排名国内第二**。

2023年度、2024年度和2025年1-5月，宏拓实业电解铝产能利用率为96.92%、101.18%和101.00%，均保持较高水平。2024年度电解铝产能利用率略高于100%主要系宏拓实业工艺持续改进、生产效率不断提升及云南地区产能顺利释放所致。

图3：宏拓实业的电解铝和氧化铝产能产量

| 产品  | 项目(万吨)    | 2025年1-5月 | 2024年度   | 2023年度   |
|-----|-----------|-----------|----------|----------|
| 电解铝 | 批复产能      | 645.9     | 645.9    | 645.9    |
|     | 产量        | 271.82    | 653.52   | 626.01   |
|     | 总销量       | 270.61    | 649.3    | 627.12   |
|     | 其中：销量(对外) | 250.26    | 598.77   | 589.39   |
|     | 销量(自用)    | 20.34     | 50.53    | 37.72    |
|     | 产能利用率     | 101.00%   | 101.18%  | 96.92%   |
|     | 产销率(含自用)  | 99.55%    | 99.35%   | 100.18%  |
| 氧化铝 | 批复产能      | 1,900.00  | 1,900.00 | 1,900.00 |
|     | 产量        | 836.64    | 1,829.84 | 1,790.12 |
|     | 总销量       | 836.03    | 1,820.49 | 1,786.72 |
|     | 其中：销量(对外) | 441.08    | 871.33   | 814.3    |
|     | 销量(自用)    | 394.95    | 949.16   | 972.42   |
|     | 产能利用率     | 105.68%   | 96.31%   | 94.22%   |
|     | 产销率(含自用)  | 99.93%    | 99.49%   | 99.81%   |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

注：氧化铝产销量含按比例折算后的氢氧化铝；2025年1-5月产能利用率系用年化后数据计算。

图 4：我国电解铝前十大公司一览

| 排名 | 企业名称      | 年产能（万吨）      |
|----|-----------|--------------|
| 1  | 中国铝业      | 781          |
| 2  | 宏拓实业      | 646          |
| 3  | 国家电投      | 430          |
| 4  | 信发集团      | 380          |
| 5  | 东方希望      | 216          |
| 6  | 锦江集团      | 176          |
| 7  | 酒钢集团      | 170          |
| 8  | 神火集团      | 170          |
| 9  | 百矿集团      | 130          |
| 10 | 天山铝业      | 120          |
|    | <b>合计</b> | <b>3,219</b> |

资料来源：公司公告，安泰科，长江证券研究所

图 5：我国氧化铝前十大公司一览

| 排名 | 企业名称          | 产能           |
|----|---------------|--------------|
| 1  | 中国铝业          | 1967         |
| 2  | 宏拓实业          | 1900         |
| 3  | 山东茌平信发华宇氧化铝公司 | 700          |
| 4  | 河北文丰新材料有限公司   | 480          |
| 5  | 山西信发化工有限公司    | 360          |
| 6  | 博赛九龙万博氧化铝有限公司 | 460          |
| 7  | 广西信发铝电有限公司    | 300          |
| 8  | 东方希望晋中铝业公司    | 300          |
| 9  | 孝义兴安化工有限公司    | 300          |
| 10 | 中电投山西铝业股份有限公司 | 280          |
|    | <b>合计</b>     | <b>7,047</b> |

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：数据来源为安泰科，产能数据已四舍五入至以万吨为单位。氧化铝宏拓实业的产能为合并口径。

根据山东省工信厅、云南省工信厅发布的有关批复及公示文件，宏拓实业拟在批复范围内向云南地区转移 396 万吨的电解铝产能，截至 2024 年末已经完成产能转移 148.8 万吨。截至 2025 年 10 月末，合计实现产能转移 217.6 万吨。

公司 2024 年已根据报告期之后的电解铝产能转移计划、氧化铝产线升级计划而造成的预计停产情况充分计提了固定资产减值准备，2024 年因产能转移及产线升级等导致计提固定资产减值损失 17.3 亿元，预计未来短期内不再存在新增较大金额固定资产减值。

图 6：截至 2025 年 10 月公司转移至云南地区 217.6 万吨电解铝产能（单位：万吨）

| 序号 | 地区        | 产能转移前批复产能    | 批复转移的产能/新建产能 | 截至2024年末产能   | 截至2025年10月产能 |
|----|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1  | 山东地区      | 645.9        | -396         | 497.1        | 428.3        |
| 2  | 云南地区      | -            | 396          | 148.8        | 217.6        |
|    | <b>合计</b> | <b>645.9</b> | <b>-</b>     | <b>645.9</b> | <b>645.9</b> |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

注：负数表示转移/拟转移产能

图 7：宏拓实业的主营业务前五大客户销售金额一览

| 序号 | 客户名称              | 主要销售类型   | 销售金额（亿元）      | 占当期主营业务收入比例   |
|----|-------------------|----------|---------------|---------------|
| 1  | 创新集团              | 电解铝      | 217.02        | 34.03%        |
| 2  | 久盛铝业及其同一控制下的公司    | 电解铝      | 39.11         | 6.13%         |
| 3  | 万通金属及受同一控制人控制下的公司 | 电解铝      | 34.78         | 5.45%         |
| 4  | 国电投集团             | 氧化铝      | 23.53         | 3.69%         |
| 5  | 一凡金属及受同一控制人控制下的公司 | 电解铝      | 21.24         | 3.33%         |
|    | <b>前五大客户合计</b>    | <b>-</b> | <b>335.67</b> | <b>52.63%</b> |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

注：宏拓实业向创新集团的收入包括向山东创新工贸有限公司等客户的收入；宏拓实业对万通金属及受同一控制人控制下的收入包括向同一控制下的山东汇京金属材料销售有限公司等客户的收入；宏拓实业向久盛铝业及受同一控制人控制下的公司的收入包括向久盛铝业和云南凯隆新材料有限公司的收入；宏拓实业向经纬金属受同一控制人控制下的公司的收入包括向山东铝都合金有限公司等客户的收入；宏拓实业向国电投集团的收入包括

向国家电投集团铝业国际贸易有限公司、黄河鑫业有限公司和青海百河铝业有限责任公司的收入；宏拓实业向一凡金属及受同一控制人控制下的公司包括向信县一凡铝业有限公司等客户的收入。

图 8：宏拓实业的主要采购原材料价格

| 项目   | 2025年1-5月  |            |             | 2024年度     |            |             | 2023年度     |            |             |
|------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
|      | 金额<br>(亿元) | 数量<br>(万吨) | 单价<br>(元/吨) | 金额<br>(亿元) | 数量<br>(万吨) | 单价<br>(元/吨) | 金额<br>(亿元) | 数量<br>(万吨) | 单价<br>(元/吨) |
| 铝矾土  | 134.29     | 2,258.61   | 594.56      | 246.16     | 4,605.38   | 534.52      | 231.05     | 4,721.78   | 489.33      |
| 阳极炭块 | 56.29      | 128.56     | 4,378.43    | 110.57     | 310.13     | 3,565.28    | 127.62     | 290.29     | 4,396.41    |
| 氧化铝  | 44.08      | 131.13     | 3,361.22    | 108.30     | 300.3      | 3,606.49    | 59.21      | 233.14     | 2,539.84    |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 产业链协同突显，矿和电力稳定

宏拓实业主要自山东宏桥及受同一控制人控制下的公司采购电、蒸汽等，电力的采购价格系锚定国家电网电价并联动煤炭价格指数执行，蒸汽的采购价格亦参考政府指导价格或市场公开价格执行。

公司主要向 SMB-GTS 进口几内亚铝土矿。SMB-GTS 是几内亚第一大铝土矿生产商和出口商、全球铝土矿市场的核心参与者，拥有铝土矿年产量超过 5500 万吨的能力，每年约 75% 的铝土矿优先向宏拓实业供应。2023 年、2024 年和 2025 年 1-5 月向其采购铝土矿的均价分别为 443.32 元/吨、478.21 元/吨和 540.35 元/吨。根据百川盈孚数据，可比期间内几内亚铝矾土进口价格为 473.97 元/吨、520.46 元/吨和 597.42 元/吨，与宏拓实业采购价格差异率分别为 6.91%、8.84% 和 10.56%。

图 9：宏拓实业的主要采购的能源为电、蒸汽和块煤

| 能源种类 |           | 2025年1-5月    | 2024年度       | 2023年度       |
|------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 电    | 采购量（万度）   | 3,895,027.75 | 9,378,466.25 | 9,055,820.27 |
|      | 单价（元/度）   | <b>0.47</b>  | <b>0.48</b>  | <b>0.49</b>  |
|      | 金额（万元）    | 1,840,342.41 | 4,539,923.42 | 4,394,760.17 |
|      | 金额占采购总额比例 | 37.20%       | 40.98%       | 42.27%       |
| 蒸汽   | 采购量（万吨）   | 1,263.70     | 2,866.23     | 2,834.09     |
|      | 单价（元/吨）   | 226.88       | 247.68       | 247.68       |
|      | 金额（万元）    | 286,702.83   | 709,915.96   | 701,953.59   |
|      | 金额占采购总额比例 | 5.80%        | 6.41%        | 6.75%        |
| 块煤   | 采购量（万吨）   | 88.6         | 307.84       | 269.23       |
|      | 单价（元/吨）   | 806.66       | 893.44       | 1,031.20     |
|      | 金额（万元）    | 71,469.85    | 275,031.79   | 277,627.84   |
|      | 金额占采购总额比例 | 1.44%        | 2.48%        | 2.67%        |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 10: 宏拓实业的前五名供应商的采购情况

| 序号 | 供应商名称             | 主要采购内容 | 采购金额(亿元)      | 占比            |
|----|-------------------|--------|---------------|---------------|
| 1  | 山东宏桥及受同一控制人控制下的公司 | 电、蒸汽   | 112.47        | 22.73%        |
| 2  | SMB-GTS           | 铝矾土    | 105.12        | 21.25%        |
| 3  | 滨能能源              | 电、蒸汽   | 60.05         | 12.14%        |
| 4  | 南方电网              | 电      | 38.98         | 7.88%         |
| 5  | 济南万瑞炭素            | 阳极炭块   | 15.70         | 3.17%         |
| 合计 |                   |        | <b>332.32</b> | <b>67.18%</b> |

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

注: 宏拓实业向山东宏桥及受同一控制人控制下的公司的采购额包含向同一控制下的滨州绿丰热电有限公司、滨州绿能热电有限公司等公司的采购; 宏拓实业向南方电网的采购额包含向同一控制下的云南电网有限责任公司文山供电局等公司的采购; 宏拓实业向索通发展的采购额包含向同一控制下的云南索通云铝炭材料有限公司等公司的采购。

电力成本约占电解铝生产成本的 45%, 云南地区拥有丰富的水电资源, 电价较山东的火电具有显著优势。2023 年度、2024 年度和 2025 年 1-5 月, 宏拓实业云南地区电力采购价格较山东地区低 25.49%、21.57% 和 8.29%, 有效降低了宏拓实业电解铝生产的电力成本。2025 年 1-5 月云南电力采购价格与山东地区差距收窄主要原因是 1-5 月为云南地区枯水期, 电力价格处于全年高位。从全年来看, 云南地区整体的电价优势未发生改变。

图 11: 公司山东和云南基地原料差异

| 采购价格      | 2025年1-5月   |             |               | 2024年       |            |                | 2023年       |             |                |
|-----------|-------------|-------------|---------------|-------------|------------|----------------|-------------|-------------|----------------|
|           | 山东地区        | 云南地区        | 差异率           | 山东地区        | 云南地区       | 差异率            | 山东地区        | 云南地区        | 差异率            |
| 氧化铝(元/吨)  | 3,210.66    | 3,269.20    | 1.82%         | 3,522.74    | 3,537.88   | 0.43%          | 2,600.19    | 2,535.24    | -2.50%         |
| 阳极炭块(元/吨) | 4,305.00    | 4,607.68    | 7.03%         | 3,517.96    | 3,716.45   | 5.64%          | 4,357.83    | 4,569.88    | 4.87%          |
| 电力(元/度)   | <b>0.48</b> | <b>0.44</b> | <b>-8.29%</b> | <b>0.51</b> | <b>0.4</b> | <b>-21.57%</b> | <b>0.51</b> | <b>0.38</b> | <b>-25.49%</b> |

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

标的资产向关联方电厂采购电力的价格通过统一的定价公式确定, 该定价公式为: **当月电力交易价格=上一年度国网山东电价会计年度均价\*90%- (去年煤炭会计年度价格均值-当月煤炭价格均值) /2375**, 公式基本原理为在上一年度国网山东电价的基础上, 考虑关联方电厂与标的资产距离较近, 输配电成本较低, 给予标的资产 10%折扣, 同时考虑煤炭市场价格变动对于电价的影响, 最终确定当月电价。

图 12：公司采购三方电价差异对比

| 序号        | 名称             | 采购金额<br>(亿元)  | 占比            | 采购数量<br>(亿度)  | 采购单价<br>(元/度) | 市场均价<br>(元/度) | 采购价格<br>差异率 |
|-----------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| 2025年1-5月 |                |               |               |               |               |               |             |
| 1         | 山东宏桥及其同一控制下的公司 | 83.89         | 45.59%        | 172.47        | 0.49          | 0.5           | -3.49%      |
| 2         | 滨能能源           | 58.81         | 31.94%        | 120.95        | 0.49          | 0.5           | -3.52%      |
| 3         | 南方电网           | 38.98         | 21.17%        | 88.69         | 0.44          | 0.43          | 2.50%       |
|           | <b>合计</b>      | <b>181.69</b> | <b>98.73%</b> | <b>382.11</b> | <b>0.48</b>   |               |             |
| 2024年度    |                |               |               |               |               |               |             |
| 1         | 山东宏桥及其同一控制下的公司 | 236.37        | 52.06%        | 462.58        | 0.51          | 0.51          | 0.73%       |
| 2         | 滨能能源           | 132.66        | 29.22%        | 259.77        | 0.51          | 0.51          | 0.66%       |
| 3         | 南方电网           | 80.07         | 17.64%        | 200.45        | 0.4           | 0.38          | 3.94%       |
|           | <b>合计</b>      | <b>449.10</b> | <b>98.92%</b> | <b>922.8</b>  | <b>0.49</b>   |               |             |
| 2023年度    |                |               |               |               |               |               |             |
| 1         | 山东宏桥及其同一控制下的公司 | 247.89        | 56.41%        | 488.53        | 0.51          | 0.51          | -0.27%      |
| 2         | 滨能能源           | 132.98        | 30.26%        | 262.21        | 0.51          | 0.51          | -0.32%      |
| 3         | 南方电网           | 58.38         | 13.28%        | 154.3         | 0.38          | 0.37          | 1.60%       |
|           | <b>合计</b>      | <b>439.25</b> | <b>99.95%</b> | <b>905.03</b> | <b>0.49</b>   |               |             |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

注：市场均价采用山东省国网电力均价（不考虑输配电价格）、云南省国网电力均价。

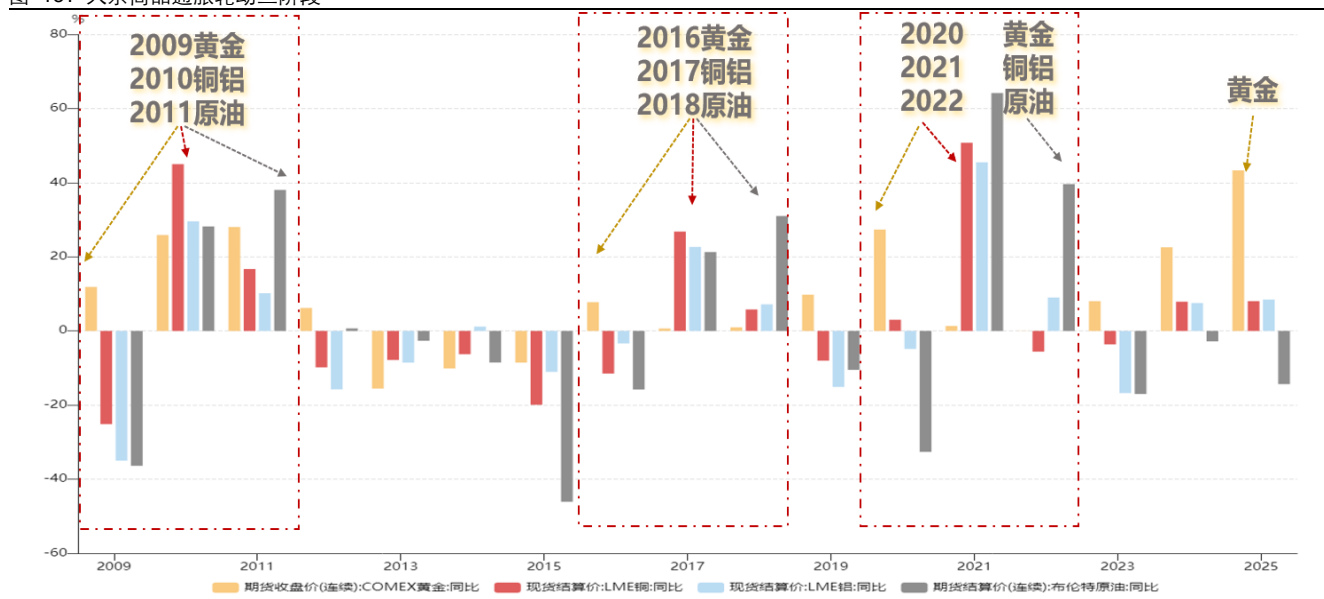
宏拓实业的铝矾土主要采购自几内亚和澳大利亚，铝矾土通过海运进口，运输周期较长约 2 个月。考虑到运输周期和生产连续性，宏拓实业通常维持 6 个月以上的铝矾土备货量。报告期内，因国际贸易摩擦、区域性战争等政治形势因素，宏拓实业适当加大了铝矾土备货量，达到了 8 个月左右的铝矾土备货量。除铝矾土外，宏拓实业其他原材料主要包括氧化铝、阳极炭块、块煤、液碱等，结合市场及生产情况保持合理的储备库存，其中氧化铝周转较快备货量约为 1 周，阳极炭块、块煤的备货量约为 1 个月，液碱的备货量约为 2 个月。

## 商品轮动——铝高光来临

### 全球工业复苏，基本金属企稳

降息范式下，依据商品金融属性传导，金属内部品种轮动周期一般为“金银-铜-铝-小金属-加工”。随着美联储降息已落地逾 1 年时间，金融流动性逐步传导至实体经济修复，全球制造业需求企稳复苏值得期待，全球制造业 PMI 自 2025 年 8 月以来持续四个月高于 50，尤其欧洲和印度等区域靓丽，亦可印证。此外，过往几年的铜铝行情更多源于降息流动性和全球供给刚性，价格弹性空间往往因需求传导压力而相对受限，随着终端需求改善，铜铝工业金属涨价空间随即打开。

图 13: 大宗商品通胀轮动三阶段



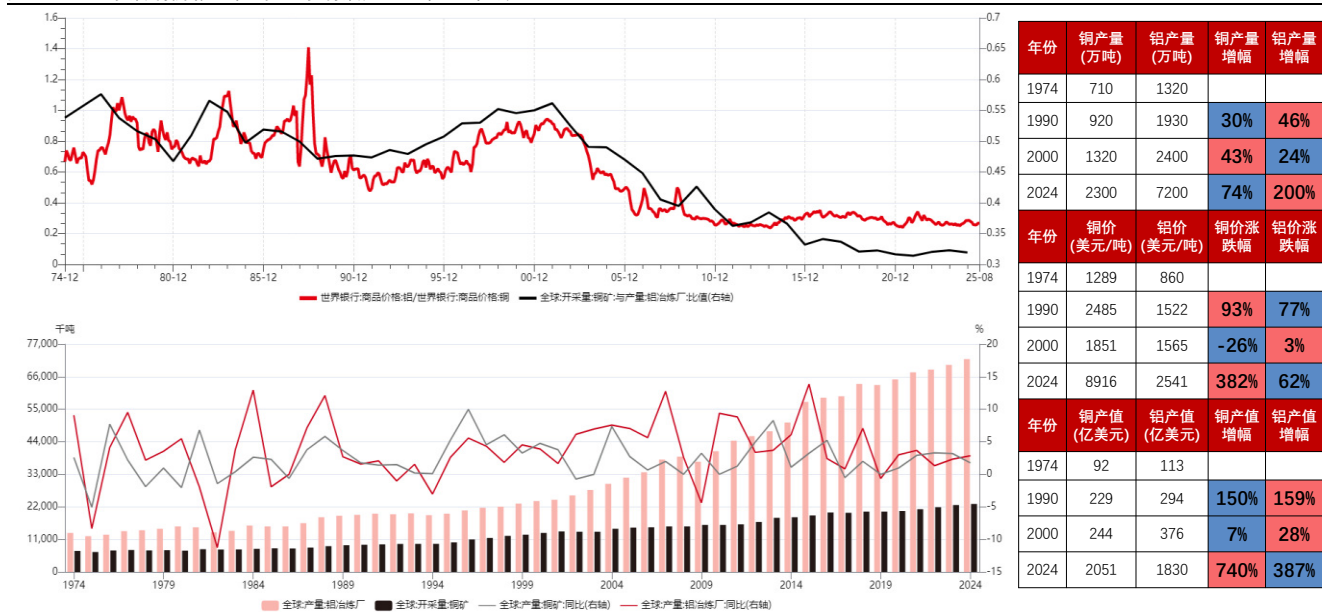
资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 供给似铜紧缺，铝价弹性丰厚

相比于金银铜钨等众多有色品种价格创历史新高，铝属于为数不多高点之下的领域（沪铝高点 23602 元/吨，伦铝高点 4073.5 美金/吨），未来空间备受期待。尽管商品绝对价格预测难度大，但是横向比较可作为有效指标。金银价格比的修复源于金融流动性下的通胀复苏预期提升，而铜铝比修复除了通胀预期改善之外，更多来自铜铝共同下游领域的相互替代。

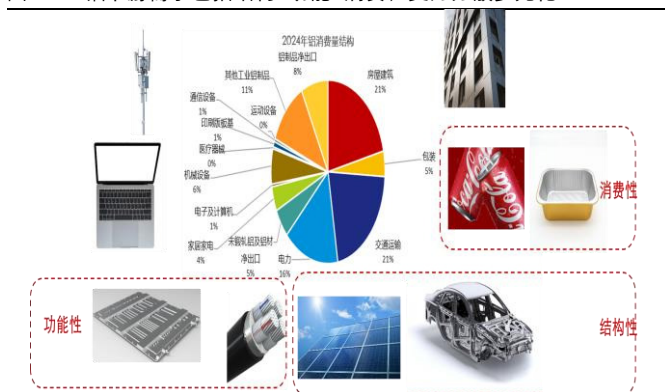
最新铜铝比值升至 4.4，创历史新高。铜和铝全球产值相当，铜铝价格比值强弱与铜铝产量比值基本一致。如 1990 到 2000 年，海外铝减产导致铝供给比铜紧张，因此铝价强于铜；2000 年到 2024 年，我国电解铝放量显著，所以铝价弱于铜。未来 3 年铜铝供给均紧缺，复合增速均不到 2%，故而铜铝比有望逐步从 4.4 修复至 3.5。倘若保守按照铜价 8.8 万元/吨，替代显著加速的拐点铜铝比例 3.5，则铝价有望达 2.5 万元/吨。铝铜比修复往往在软着陆降息交易通胀复苏阶段，随着 2026 年全球工业经济企稳，铝代铜加速值得期待。

图 14：全球铝铜价格比值与全球铜铝产量比值基本成正比



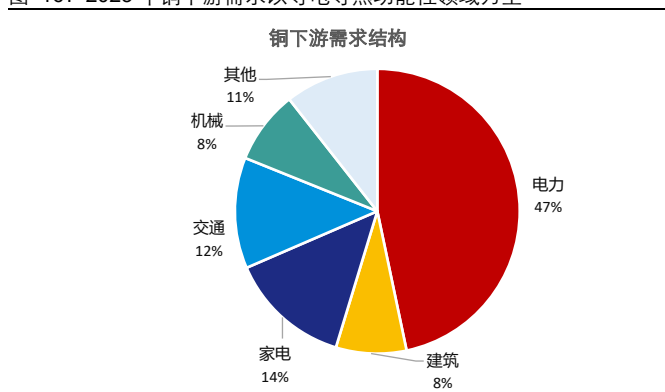
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：铝下游需求包括结构+功能+消费，更为分散多元化



资料来源：阿拉丁，视觉中国，长江证券研究所

图 16：2023 年铜下游需求以导电导热功能性领域为主



资料来源：SMM，安泰科，国际铜协会，长江证券研究所

## 电力循序渐进，海外弹性受掣

从电解铝新增产能来看，国内基本接近天花板；海外虽然规划较多，集中于印尼、印度、中东和非洲，但是实际投产进度整体低于预期：

- (1) 中国将大力支持发展中国家能源绿色低碳发展，不再新建境外煤电项目，导致东南亚火电建设缓慢，中东虽然电价低，但是产业链配套弱和电网协议难度高，非洲水电规模有限。
- (2) 目前电解铝出海企业以民企为主，如信发、东方希望、锦江集团等，而大部分电解铝上市公司都未出海建设电解铝，或源于部分企业从山东河南搬迁置换到云南四川水电区域，但是电力协议稳定性较弱，海外不确定性更大。

结合阿拉丁网站等预测来看，预计 2026 年和 2027 年全球电解铝新增产能为 239 万吨和 189 万吨，占比 2024 年全球产量 7300 万吨的比例分别为 3.3%和 2.6%；不过，考

虑莫扎尔等减产，预计 2026 年和 2027 年全球电解铝产量新增 129 万吨和 152 万吨，占比 2024 年全球产量 7300 万吨的比例分别为 1.8%和 2.1%，投产节奏相对均匀。

图 17：全球新增电解铝规划集中于印尼、印度、中东、非洲

| 全球电解铝拟改扩建项目产能及投产评估 (单位: 万吨) |  |  |        |        |        |         |
|-----------------------------|--|--|--------|--------|--------|---------|
| 国家                          | 铝厂                                       | 所属集团   | 2025 年 | 2026 年 | 2027 年 | 规划新增产能  |
| 中国                          | 霍鸿煤业                                     | 电投能源   |        | 35     |        |         |
| 中国                          | 天山铝业                                     | 天山铝业   |        | 24     |        |         |
| 印度尼西亚                       | 曼帕瓦氧化铝厂后电解铝项目                            | 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 Legend 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   |        |        | 50     | 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 (聚铝铝业 + 先锋铝业)              | 信发集团 + 青山集团  | 25     | 25     |        | 50 (60) |
| 印度尼西亚                       | 信发印尼莫罗瓦利工业园区项目 (泰景铝业 + 恒丰铝业)             | 信发集团 + 青山集团  |        | 60     | 60     | 120     |
| 印度尼西亚                       | 东南亚公司 (PT Westerfield Alumina Indonesia) | 东方希望集团   |        |        |        | 240     |
| 印度尼西亚                       | PT Kayong Power Nusantara                | 哈利达  |        |        |        | 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                                     | Hindalco   |        |        |        | 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, EGA                                 |        |        |        | 50      |
| 沙特                          |  | 锦江集团   |        |        |        | 100     |
| 沙特                          |  | 创新集团   |        |        | 50     | 50      |
| 伊朗                          | Salco-Asalouyeh                          | Southern Aluminium Co. (Ghadir Investment Co. 51%, IMIDRO 49%) |        |        |        | 30      |
| 哈萨克斯坦                       |  | 东方希望集团   |        |        |        | 100     |
| 塔吉克斯坦                       |  | 安顺中泰鑫博铝业有限公司   |        |        |        |         |
| 埃塞俄比亚                       |  | UC Rusal   |        |        |        | 100     |
| 俄罗斯                         | Taisheti                                 | UC Rusal   | 12.85  |        |        | 42.85   |
| 俄罗斯                         | Boguchansky                              | UC Rusal   |        |        |        | 30      |
| 加拿大                         | Arvida                                   | Rio Tinto  |        | 16     |        | 16      |
| 哥伦比亚                        | Galtco                                   | 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     |        |        |         |
| 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                          |  |  | 66     | 239    | 189    | 2709    |

资料来源：阿拉丁，SMM，公司公告，长江证券研究所

注：EGA 阿联酋近两年并未投产，因此单独更新。

图 18: 预计全球 2026 年和 2027 年电解铝产量分别增加 129 万吨和 152 万吨

| 全球电解铝增量评估 (单位: 万吨) |   |   |       |       |       |
|--------------------|---|---|-------|-------|-------|
| 国家                 | 铝厂  | 所属集团  | 2025年 | 2026年 | 2027年 |
| 中国                 | 霍鸿煤骏  | 电投能源  |       | 35    |       |
| 中国                 | 天山铝业  | 天山铝业  |       | 18    | 6     |
| 印度尼西亚              | 华青铝业  | 青山+华峰   | 20    | 3     |       |
| 新西兰                | 新西兰铝厂 (Tiwai Point)   | RioTinto  | -2    | 4     |       |
| 俄罗斯                | 泰舍特   | 俄罗斯铝业   | 10    | 2     |       |
| 德国/法国              | 埃森铝厂 (Essen) / 汉堡铝厂 (Hamburg) / 沃尔德铝厂 (Voerde) / 圣让·德·莫里安铝厂 (St. Jean de Maurienne) | Trimet Aluminium  | 5     | 4     |       |
| 马来西亚               | 民都鲁第三铝厂 (Bintulu III)   | 齐力铝业  | 2     |       |       |
| 加拿大                | 阿尔维达AP60电解铝厂 (Arvida AP60)  | Rio Tinto   | -2    | 2     | 5     |
| 美国                 | Salco - Asalouyeh   | 世纪铝业  | 1     | 3     | 1     |
| 西班牙                | 圣西普里安   | 美铝  | 6     | 8     |       |
| 莫桑比克               | 莫扎尔铝厂 (Mozal)   | South32   |       | -40   | -18   |
| 美国                 | 沃里克电解铝厂 (Warrick)   | 美铝  | 3     | 2     |       |
| 巴西                 | 阿卢森铝厂 (Alumar)  | 美铝  | 4     | 3     |       |
| 安哥拉                | 华通产业园   | 华通电缆  |       | 11    | 1     |
| 印度尼西亚              | PT KALIMANTAN ALUMINIUM INDUSTRY  | 阿达罗 (Adaro) + 力勤 (Zhejiang Lygend Investment, Co. Ltd.) |       | 20    | 30    |
| 印度尼西亚              |   | 信发集团  | 3     | 49    | 60    |
| 印度                 | BALCO   |   | 1     | 18    | 18    |
| 阿联酋                | EGA   | 阿联酋环球铝业公司   | 2     | 3     | 20    |
| 越南                 | Dak Nong  | Tran Hong Quan Trading Ltd                              |       | 5     | 15    |
| 俄罗斯                | Kandalaksha, Volgograd/ Novokuznetsk电解铝厂  | 俄铝  | -16.6 | -10.4 |       |
| 冰岛                 |   | 世纪铝业  | -3    | -11   | 14    |
| 合计                 |   |   | 33.4  | 129   | 152   |

资料来源: 阿拉丁, 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 预计 2026 年全球电解铝新增产能均匀投放

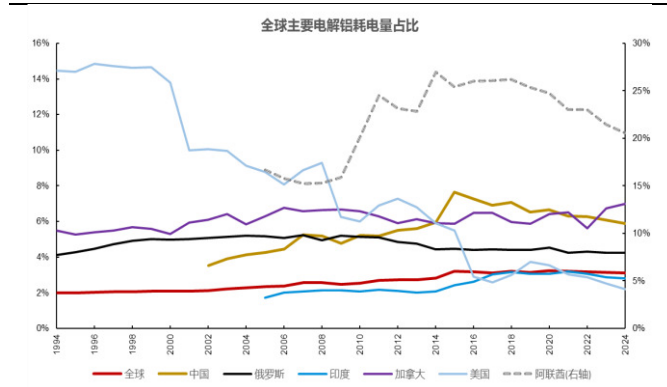
| 电解铝厂 / 项目<br>(单位: 万吨) | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4   | 2026Q1      | 2026Q2    | 2026Q3    | 2026Q4    | 2026合计      | 备注                             |    |
|-----------------------|--------|--------|--------|----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-------------|--------------------------------|----|
| 电投能源                  |        |        |        |          | 35          |           |           |           | 35          | 按照2025年底投产, 26Q1放量             |    |
| 天山铝业                  |        |        |        | 12       |             | 12        |           |           | 24          | 假设一期和二期分别于25Q4和26Q2投产          |    |
| 印尼力勤北加 (PT KAI)       |        |        |        | 8.5      | 15          |           | 15        | 11.5      | 41.5        |                                |    |
| 信发印尼韦达贝工业园区项目         |        |        |        | 25       |             | 25        |           |           | 25          | 印尼聚隆铝业 + 先锋铝业 (哈马拉拉岛, 韦达贝工业园区) |    |
| 信发印尼莫罗瓦利工业园区项目        |        |        |        |          |             |           | 10        | 20        | 30          | 苏拉威西岛                          |    |
| 越南达农项目                |        |        |        |          |             |           | 15        |           | 15          |                                |    |
| 加拿大阿尔维达铝厂 (Arvida)    |        |        |        |          | 2           | 4         | 4         | 6         | 16          | 新投产16万吨, 淘汰落后产能11万吨, 净增长5万吨    |    |
| 安哥拉华通                 |        |        |        | 1        | 11          |           |           |           | 11          |                                |    |
| 印度韦丹塔贾格特拉特电解铝厂        |        |        |        | 6        | 6           | 6         | 6         | 6         | 24          |                                |    |
| EGA阿布扎比               |        |        |        | 5        |             |           |           |           |             |                                |    |
| <b>合计</b>             |        |        |        | <b>5</b> | <b>52.5</b> | <b>69</b> | <b>47</b> | <b>50</b> | <b>43.5</b> | <b>221.5</b>                   | 合计 |
| 部分剩余产能规划              |        |        |        |          |             |           |           |           |             |                                |    |
| 哈萨克斯坦东方希望             |        |        |        |          | 100         |           |           |           |             |                                |    |
| 信发印尼莫罗瓦利工业园区项目        |        |        |        |          | 120 - 30    |           |           |           |             |                                |    |
| 沙特创新                  |        |        |        |          | 50          |           |           |           |             |                                |    |

资料来源: 阿拉丁, 公司公告, 长江证券研究所

此外, 考虑到工业化国家产业结构相对均衡, 新增电解铝区域的电力比例亦成为当地的产能天花板。从主流电解铝产国来看, 工业化齐全的中国、加拿大、俄罗斯电解铝耗电量占自身总用电量比例约 4%-7%, 中东阿联酋油气丰富但工业化较弱, 电解铝耗电比例达到 20.6%。因此, 乐观按照印尼、中海海合会和安哥拉的电解铝耗电比例均达到

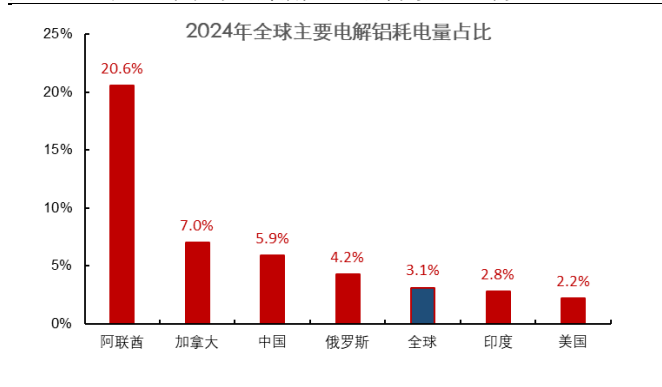
20%，对应电解铝增量 910 万吨，倘若按 5 年逐步投放，每年新增约全球 2.5% 供给，整体弹性亦较为有限。

图 20：全球主要电解铝耗电量占比走势相对平稳



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：主流工业化国家电解铝耗电量占自身电量比例约 4%-7%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：根据电解铝耗电量比例，静态测算未来主流地区电解铝增量弹性

| 地区        | 全社会用电量 (TWh) | 现有电解铝产能 (万吨) | 当前耗电量占比 (%) | 全社会耗电量占比8% |          | 全社会耗电量占比12% |          | 全社会耗电量占比20% |          |
|-----------|--------------|--------------|-------------|------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|
|           |              |              |             | 对应产能(万吨)   | 对应增量(万吨) | 对应产能(万吨)    | 对应增量(万吨) | 对应产能(万吨)    | 对应增量(万吨) |
| 印尼        | 356          | 81.5         | 3.04%       | 214        | 133      | 321         | 240      | 536         | 454      |
| 中东(海合会)   | 749          | 696          | 12.36%      | 451        | -        | 676         | -        | 1126        | 430      |
| 安哥拉       | 24.91        | 12           | 6.41%       | 15         | 3        | 22          | 10       | 37          | 25       |
| 合计未来电解铝产能 |              | 790          |             |            | 136      |             | 250      |             | 910      |

资料来源：Wind，阿拉丁，长江证券研究所

注：安哥拉考虑凯凯水电站增量

## 高股息大时代，优质民营巨头可期

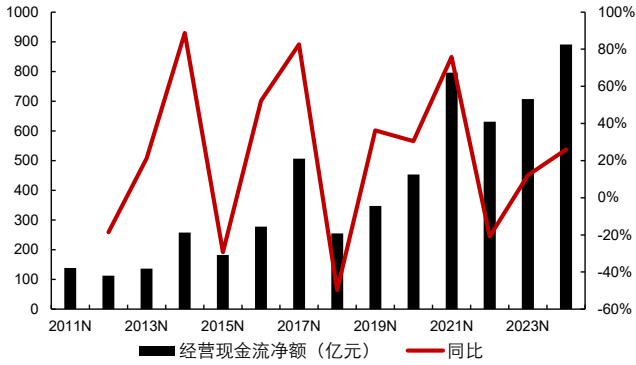
### 红利+资源+景气，电解铝板块重估

随着铝价中枢上移带动产业链盈利修复，电解铝板块经营现金流净额实现从 2019 年 347 亿元，至 2024 年 891 亿元的快速抬升，且资产负债率下降 20pct，资产负债结构明显优化。与此同时，基于国内电解铝产能天花板以及海外供给扩张不确定性，铝板块资本开支中枢逐步下移，除了部分企业布局上游铝土矿和氧化铝、风电光伏绿电、搬迁技改之外，大额资本开支高峰已过。与煤炭现金流改善提升分红路径类似，基于现金流丰厚+负债&开支减少，电解铝板块逐步提升分红。电解铝板块的经营现金流净额/(开支+有息负债)，从 2019 年 12% 快速提升至 2024 年 35%，由此带动铝板块同期分红比例从 18% 提升至 33%，且未来仍具较大提升空间。

电解铝板块从传统大波动的周期品变成类资源之后，板块股息率在全市场脱颖而出，并且仍存在进一步提分红空间，低估值高股息性价比显著。

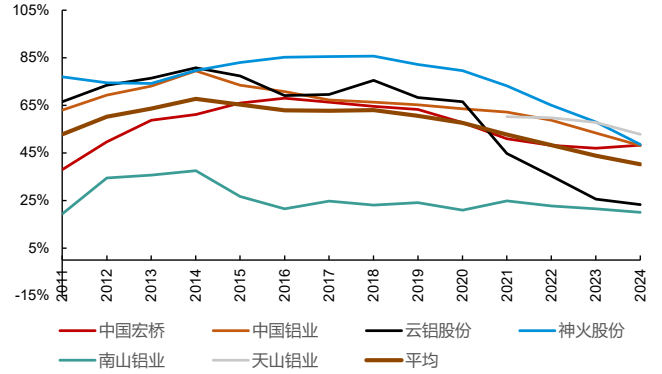
综合来看，基于电解铝股息率高达 5% 的优质红利资产，且国内产能天花板+海外电力紧缺掣肘共同赋予其资源刚性属性，叠加软着陆降息后全球工业景气底部复苏，三重逻辑共振支撑电解铝板块估值有望从当前 8-10X，逐步修复至 12X-15X。

图 23: 电解铝板块经营现金流净额大幅改善



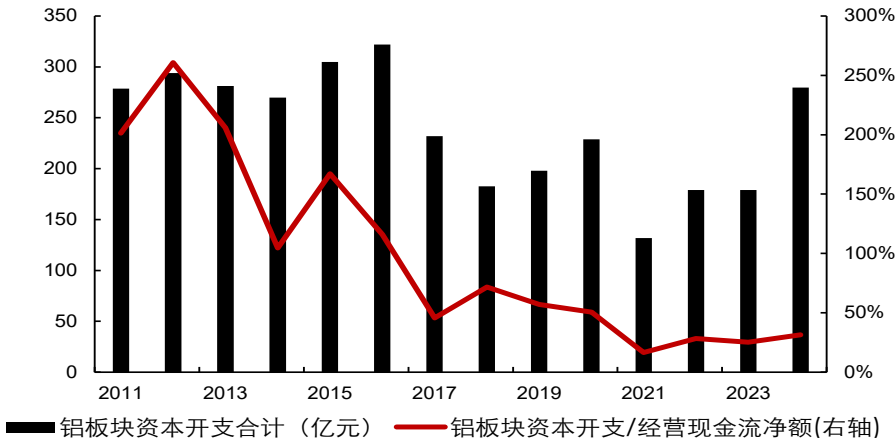
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 24: 电解铝板块资产负债率持续修复



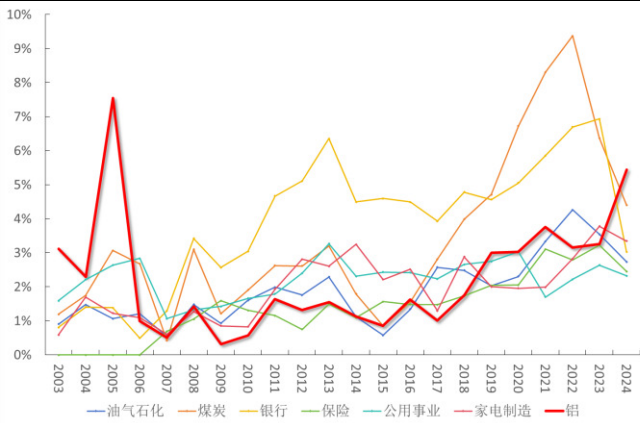
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 电解铝板块资本开支/经营现金流净额比值持续下滑



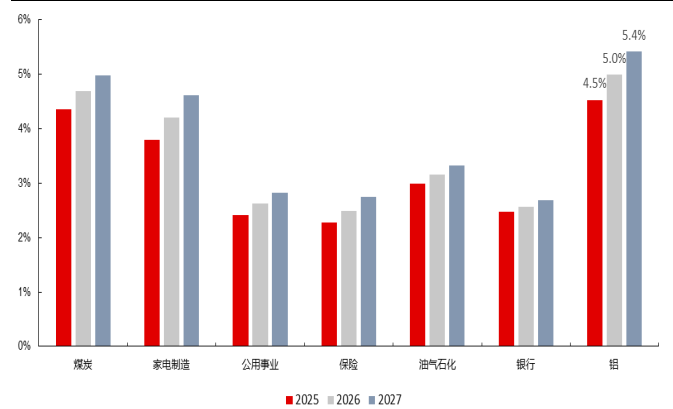
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 26: 高红利板块中, 铝股息率持续改善, 脱颖而出



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27: 铝板块股息率持续领先



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 历史分红率约 47%，行稳致远

与众多出海建设电解铝的企业不同，中国宏桥和宏拓实业战略定位相对稳健，公司并未在海外建电解铝，或主要源于海外大容量电网和电力稳定性不足，国内云南搬迁后的枯水季减产经验或可印证，进一步夯实公司削减资本开支，转向高分红路径的基石。

截至 2025 年 5 月 31 日，宏拓实业合并资产负债表盈余公积 17.74 亿元、未分配利润 361.46 亿元，合计留存收益 379.20 亿元。在充分考虑财务情况、自身发展需要及各方股东回报的基础上，宏拓实业于报告期内累计实施利润分配 152.12 亿元，占报告期内合计归母净利润 46.88%。宏拓实业作为上市公司全资子公司纳入其长期发展规划统筹考虑，充分发挥产业协同优势，持续为上市公司、中国宏桥全体股东创造长期价值及丰厚回报。

图 28：宏拓实业截至 2025 年 5 月 31 日在建工程（单位：万元）

| 项目名称              | 建设内容                       | 预算总金额        | 工程累计投入       | 累计投入占预算比例 | 当年转固金额            | 转固时点            | 期末在建工程余额          | 是否需要外部监理单位验收 |
|-------------------|----------------------------|--------------|--------------|-----------|-------------------|-----------------|-------------------|--------------|
| 云南宏合低碳铝建设项目       | 四条低碳铝生产线及其厂房、配套建设          | 1,727,920.00 | 383,361.34   | 22.19%    | 22,779.20         | 2025 4、5 月 2、3、 | 357,392.20        | 是            |
| 云南宏桥电解铝建设项目       | 六条电解铝生产线及其厂房、配套建设          | 1,280,000.00 | 1,234,500.16 | 96.45%    | 151,918.71        | 2025 年 3 月      | 187,050.55        | 是            |
| 沾化汇宏氧化铝项目         | 四条氧化铝生产线及其厂房、配套建设          | 900,000.00   | 800,841.92   | 88.98%    | 371,421.39        | 2025 4、5 月 2、3、 | 87,591.69         | 否            |
| 云南智铝高精铝板带项目       | 一条高精铝板带生产线及其厂房、配套建设        | 126,060.00   | 86,904.45    | 68.94%    | -                 | -               | 86,904.45         | 否            |
| 汇茂新材料煤气系统设备工程     | 四台煤气发生炉及其配套建设              | 35,385.67    | 31,259.31    | 88.34%    | 2,365.01          | 2025 年 1 月      | 28,894.30         | 否            |
| 宏桥投资控股深圳总部项目      | 一栋办公大厦建设                   | 235,466.50   | 24,485.06    | 10.40%    | -                 | -               | 24,485.06         | 否            |
| 威海宏信智能绿色环保 CTP 项目 | 一条铝制品生产线及其厂房、配套建设          | 44,319.22    | 22,706.56    | 51.23%    | -                 | -               | 22,706.56         | 否            |
| 滨泽精工管式皮带输送项目      | 一套管式皮带输送机运输线及其配套建设         | 17,000.00    | 15,127.77    | 88.99%    | -                 | -               | 2,596.91          | 否            |
| 威海辰鑫铝箱生产线项目       | 一条铝箱生产线及其配套建设              | 14,000.00    | 2,424.24     | 17.32%    | -                 | -               | 2,424.24          | 否            |
| 云南宏视高精铝合金扁锭项目     | 两条铝扁锭生产线及其厂房、配套建设          | 53,418.10    | 37,021.38    | 69.30%    | 35,487.43         | 2025 年 4 月      | 1,533.95          | 否            |
| 报废汽车拆解及再生铝生产项目    | 五条再生铝生产线及其配套建设、1 套报废汽车拆解项目 | 116,120.00   | 22,459.42    | 19.34%    | 9,025.14          | 2025 年 5 月      | 1,388.97          | 否            |
| 其他项目              | 公司零星资产购置项目                 |              |              |           | 1,517.20          |                 | 1,165.57          |              |
| <b>合计</b>         |                            |              |              |           | <b>594,514.08</b> |                 | <b>804,134.45</b> |              |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

## 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

降息范式下，金属内部轮动周期为“金银-铜-铝-小金属-加工”。美联储降息已落地逾 1 年时间，全球制造业复苏值得期待。过往流动性和供给演绎涨价弹性受制于下游压制，随着终端需求改善，工业金属涨价空间随即打开。未来 3 年铜铝供给均缺，若保守按铜价 8.8 万元/吨，替代加速的铜铝比例拐点 3.5，则铝价或达 2.5 万元/吨。

公司注入宏拓实业后，打造电解铝和氧化铝民营龙头回 A 股上市，宏拓实业 2025 年 1-10 月未经审计的净利润为 165.24 亿元；电解铝产能为 645.90 万吨，占国内总产能比例为 14.48%；氧化铝产能 1900 万吨，占全国氧化铝产能 18.21%，均为全国第二。公司未来经营弹性和高分红稳健性，值得期待。基于宏拓实业纳入公司 2025 年合并报表，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 187.96、270.87、327.35 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1、全球经济复苏进度不及预期：基本金属下游需求与全球宏观经济关联度高，经济复苏进度不及预期将影响铝等金属下游需求，价格或将下跌。
- 2、金属供给过快释放：资源的开采往往需要较长的周期。如若出现因资源勘探、技术进步、回收政策等因素出现的金属供给大幅增加，或将导致金属价格的下跌。
- 3、原料和电力价格超预期波动：若海外铝土矿因不可抗力紧缺，或者电力价格大涨，将挤压电解铝冶炼环节利润。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测以及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们预期随着全球工业经济修复带动铝价上移，公司经营有望继续改善。基于宏拓实业纳入公司 2025 年合并报表，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 187.96、270.87、327.35 亿元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差。悲观情况下，若需求不及预期，则公司未来业绩可能会有所下滑。

图 29：公司收入和利润敏感性分析（亿元，2025 年口径包括宏拓实业）

| 指标    | 基准情形    |         |         | 悲观情形    |         |         |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|       | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
| 营业收入  | 1564.44 | 1606.80 | 1700.14 | 1564.44 | 1606.80 | 1700.14 |
| -YoY  | -       | 2.71%   | 5.81%   | -       | 2.71%   | 5.81%   |
| 毛利率   | 17.66%  | 24.47%  | 26.92%  | 16.87%  | 22.90%  | 25.40%  |
| 归母净利润 | 187.96  | 270.87  | 327.35  | 178.43  | 251.38  | 307.34  |
| -YoY  | -       | 44.11%  | 20.85%  | -       | 40.89%  | 22.26%  |

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元)               |              |               |               |               | 资产负债表 (百万元)    |             |              |               |               |
|-------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-------------|--------------|---------------|---------------|
|                         | 2024A        | 2025E         | 2026E         | 2027E         |                | 2024A       | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
| <b>营业总收入</b>            | <b>3486</b>  | <b>156444</b> | <b>160680</b> | <b>170014</b> | 货币资金           | 489         | 15022        | 67068         | 67251         |
| 营业成本                    | 3426         | 128811        | 121359        | 124243        | 交易性金融资产        | 402         | 402          | 402           | 402           |
| <b>毛利</b>               | <b>60</b>    | <b>27633</b>  | <b>39321</b>  | <b>45771</b>  | 应收账款           | 160         | 2607         | 3124          | 3306          |
| %营业收入                   | 2%           | 18%           | 24%           | 27%           | 存货             | 469         | 25047        | 31014         | 31751         |
| 营业税金及附加                 | 19           | 641           | 948           | 1003          | 预付账款           | 9           | 902          | 850           | 870           |
| %营业收入                   | 1%           | 0%            | 1%            | 1%            | 其他流动资产         | 418         | 823          | 843           | 888           |
| 销售费用                    | 12           | 47            | 48            | 51            | <b>流动资产合计</b>  | <b>1946</b> | <b>44803</b> | <b>103301</b> | <b>104468</b> |
| %营业收入                   | 0%           | 0%            | 0%            | 0%            | 长期股权投资         | 0           | 264          | 264           | 264           |
| 管理费用                    | 42           | 1267          | 1334          | 1411          | 投资性房地产         | 6           | 6            | 6             | 6             |
| %营业收入                   | 1%           | 1%            | 1%            | 1%            | 固定资产合计         | 837         | 29934        | 33059         | 34463         |
| 研发费用                    | 52           | 329           | 353           | 374           | 无形资产           | 255         | 6033         | 5712          | 5390          |
| %营业收入                   | 1%           | 0%            | 0%            | 0%            | 商誉             | 0           | 0            | 0             | 0             |
| 财务费用                    | -8           | 939           | 1460          | 419           | 递延所得税资产        | 16          | 15           | 15            | 15            |
| %营业收入                   | 0%           | 1%            | 1%            | 0%            | 其他非流动资产        | 67          | 7904         | 10024         | 10591         |
| 加: 资产减值损失               | -53          | 0             | 0             | 0             | <b>资产总计</b>    | <b>3127</b> | <b>88958</b> | <b>152380</b> | <b>155196</b> |
| 信用减值损失                  | -5           | 0             | 0             | 0             | 短期贷款           | 100         | 18100        | 14100         | 10100         |
| 公允价值变动收益                | 7            | 0             | 0             | 0             | 应付款项           | 206         | 10019        | 9439          | 9663          |
| 投资收益                    | 7            | 0             | 0             | 0             | 预收账款           | 0           | 0            | 0             | 0             |
| <b>营业利润</b>             | <b>-66</b>   | <b>24410</b>  | <b>35178</b>  | <b>42513</b>  | 应付职工薪酬         | 18          | 902          | 850           | 870           |
| %营业收入                   | -2%          | 16%           | 22%           | 25%           | 应交税费           | 5           | 1564         | 1607          | 1700          |
| 营业外收支                   | 1            | 1             | 1             | 1             | 其他流动负债         | 720         | 9264         | 8985          | 9280          |
| <b>利润总额</b>             | <b>-65</b>   | <b>24411</b>  | <b>35178</b>  | <b>42514</b>  | <b>流动负债合计</b>  | <b>1050</b> | <b>39849</b> | <b>34981</b>  | <b>31613</b>  |
| %营业收入                   | -2%          | 16%           | 22%           | 25%           | 长期借款           | 96          | 4096         | 2096          | 96            |
| 所得税费用                   | 4            | 5615          | 8091          | 9778          | 应付债券           | 0           | 0            | 0             | 0             |
| 净利润                     | -69          | 18796         | 27087         | 32735         | 递延所得税负债        | 3           | 3            | 3             | 3             |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b>    | <b>-69</b>   | <b>18796</b>  | <b>27087</b>  | <b>32735</b>  | 其他非流动负债        | 18          | 248          | 248           | 248           |
| 少数股东损益                  | 0            | 0             | 0             | 0             | <b>负债合计</b>    | <b>1167</b> | <b>44196</b> | <b>37328</b>  | <b>31960</b>  |
| <b>EPS (元)</b>          | <b>-0.06</b> | <b>1.44</b>   | <b>2.08</b>   | <b>2.51</b>   | 归属于母公司所有者权益    | 1960        | 44762        | 115052        | 123236        |
|                         |              |               |               |               | 少数股东权益         | 0           | 0            | 0             | 0             |
| <b>现金流量表 (百万元)</b>      |              |               |               |               | <b>股东权益</b>    | <b>1960</b> | <b>44762</b> | <b>115052</b> | <b>123236</b> |
|                         | 2024A        | 2025E         | 2026E         | 2027E         | <b>负债及股东权益</b> | <b>3127</b> | <b>88958</b> | <b>152380</b> | <b>155196</b> |
| <b>经营活动现金流净额</b>        | <b>-18</b>   | <b>14066</b>  | <b>23452</b>  | <b>35324</b>  |                |             |              |               |               |
| 取得投资收益收回现金              | 9            | 0             | 0             | 0             | <b>基本指标</b>    |             |              |               |               |
| 长期股权投资                  | 0            | -264          | 0             | 0             |                | 2024A       | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
| 资本性支出                   | -4           | -6312         | -6999         | -3499         | 每股收益           | -0.06       | 1.44         | 2.08          | 2.51          |
| 其他                      | -30          | -240          | 0             | 0             | 每股经营现金流        | -0.02       | 1.08         | 1.80          | 2.71          |
| <b>投资活动现金流净额</b>        | <b>-25</b>   | <b>-6816</b>  | <b>-6999</b>  | <b>-3499</b>  | 市盈率            | —           | 20.99        | 14.57         | 12.05         |
| 债券融资                    | 0            | 0             | 0             | 0             | 市净率            | 5.20        | 8.82         | 3.43          | 3.20          |
| 股权融资                    | 0            | 0             | 63518         | 0             | EV/EBITDA      | 708.99      | 14.75        | 8.89          | 7.54          |
| 银行贷款增加(减少)              | 389          | 22000         | -6000         | -6000         | 总资产收益率         | -2.3%       | 40.8%        | 22.4%         | 21.3%         |
| 筹资成本                    | -10          | -15042        | -21926        | -25642        | 净资产收益率         | -3.5%       | 42.0%        | 23.5%         | 26.6%         |
| 其他                      | -191         | 322           | 0             | 0             | 净利率            | -2.0%       | 12.0%        | 16.9%         | 19.3%         |
| <b>筹资活动现金流净额</b>        | <b>188</b>   | <b>7280</b>   | <b>35592</b>  | <b>-31642</b> | 资产负债率          | 37.3%       | 49.7%        | 24.5%         | 20.6%         |
| <b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b> | <b>145</b>   | <b>14530</b>  | <b>52046</b>  | <b>184</b>    | 总资产周转率         | 1.14        | 3.40         | 1.33          | 1.11          |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (因 2025 年底完成资产交割, 2025 年 EPS 统一采用最新股本计算)

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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

## 办公地址

### 上海

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

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

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

## 分析师声明

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

## 法律主体声明

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

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

## 其他声明

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

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

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

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

本公司保留一切权利。