

宏桥控股 (002379.SZ)

头部铝企盈利稳健，受益于行业高景气周期

优于大市

核心观点

公司是一家氧化铝和电解铝生产企业，电解铝营收占比70%以上。公司是全球铝产业头部企业，拥有1900万吨氧化铝产能和646万吨电解铝产能，是全球第二大铝生产商。公司营业收入当中，电解铝占比70%，氧化铝占比20%。公司间接控股股东是上市公司中国宏桥，是中国宏桥的盈利主体。

产能地理位置优越，盈利能力行业居中。公司生产氧化铝所需的铝土矿80%以上来自中国宏桥参股的几内亚赢联盟，供应稳定并且价格波动小，有效抵御资源端风险。氧化铝产能全部位于山东滨州，进口铝土矿在港口通过皮带或汽运短倒即可送至厂区，相比河南和山西等内陆产能，运费带来的氧化铝成本优势近250元/吨。公司电解铝产能446万吨位于山东，其余200万吨位于云南，处于产能搬迁过程，2028年云南产能将达到300万吨。相比新疆电解铝产能聚集区，公司更靠近氧化铝产区 and 电解铝消费地，氧化铝运费和铝产品外运费都低于新疆电解铝。

成本劣势在于电费，未来有下降空间。公司位于山东的电解铝产能从关联方电厂购电，价格参考山东国网电价，近几年购电价格不含税0.51元/度，处于行业偏高水平。预计随着山东电网每月电度电价下调以及计价方式变化，公司用电价格有望下降。我们测算山东电费每下降0.01元/度，公司利润增加4亿元。

高比例分红回报投资者。公司坚持高比例分红，于2025年5月公告未来三年（2025-2027年）股东回报规划：公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%。公司分红比例在铝行业是最高水平。

盈利预测与估值：公司是全球铝产业链头部企业，充分享受铝价上涨所带来的利润弹性，预计2025-2027年营业收入分别为1662/1773/1773亿元，归属母公司净利润193.1/292.1/303.9亿元，利润年增速分别为6.4%/51.3%/4.0%，每股收益分别为1.48/2.24/2.33元。通过多角度估值，得到公司的合理估值区间为31.4-35.8元人民币，对应约4087-4670亿元市值，相较当前市值有7%-22%溢价空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：铝价下跌风险；国外电解铝快速增加导致行业供需格局变差风险；铝土矿、煤炭、预焙阳极、电力价格上涨风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	128,953	149,289	166,238	177,319	177,319
(+/-%)	—	15.8%	11.4%	6.7%	0.0%
净利润(百万元)	6756	18153	19306	29211	30391
(+/-%)	—	168.7%	6.4%	51.3%	4.0%
每股收益(元)	0.52	1.39	1.48	2.24	2.33
EBIT Margin	8.4%	18.4%	17.4%	22.7%	23.3%
净资产收益率 (ROE)	17.0%	42.5%	41.4%	55.7%	51.9%
市盈率 (PE)	56.7	21.1	19.8	13.1	12.6
EV/EBITDA	40.4	16.2	13.8	10.1	9.8
市净率 (PB)	9.65	8.96	8.22	7.31	6.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 工业金属

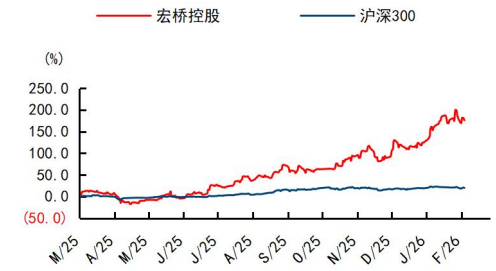
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：焦方冉
021-60933177
jiaofangran@guosen.com.cn
S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	31.40 - 35.80元
收盘价	29.40元
总市值/流通市值	383115/33409百万元
52周最高价/最低价	33.00/8.22元
近3个月日均成交额	535.28百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	4
公司沿革及经营概况	4
公司业务分析	5
一、铝土矿稳价保供，氧化铝产能地理位置优越	5
二、电解铝产能具备地理位置优势	7
三、高比例分红	9
公司财务分析	9
营运能力	10
盈利能力	10
偿债能力	11
盈利预测	11
假设前提	11
未来3年业绩预测	13
盈利预测的敏感性分析	13
估值与投资建议	14
绝对估值：29.0-36.4元	14
相对估值：31.4-35.8元	15
投资建议	16
风险提示	17
附表：财务预测与估值	19

图表目录

图 1: 宏桥控股业务构成	4
图 2: 重大资产重组后的股权结构	4
图 3: 宏拓实业营业收入构成 (亿元)	5
图 4: 宏拓实业毛利润构成 (亿元)	5
图 5: 宏拓实业产量数据 (万吨)	5
图 6: 宏拓实业主要产品单位毛利润 (元/吨)	5
图 7: 宏拓实业铝土矿采购来源 (万吨)	6
图 8: 宏拓实业自 SMB 铝土矿采购价 (元/吨)	6
图 9: 公司氧化铝厂地理位置优势	6
图 10: 中国氧化铝成本曲线 (元/吨)	6
图 11: 套尔河港区卸载铝土矿	7
图 12: 中国氧化铝产能分布	7
图 13: 不同地区电解铝用电价格对比 (元/度, 含税)	8
图 14: 不同地区氧化铝-电解铝运费	9
图 15: 应收账款周转天数	10
图 16: 总资产周转率	10
图 17: 毛利率对比 (%)	10
图 18: 净利率对比 (%)	10
图 19: ROIC 对比 (%)	11
图 20: ROE 对比 (%)	11
图 21: 资产负债率 (%)	11
图 22: 经营性净现金流/带息债务	11
图 23: 铝现货价格走势 (元/吨)	12
图 24: 全球电解铝产量增速	12
表 1: 近年来氧化铝相关政策	7
表 2: 宏拓实业电力采购来源	7
表 3: 盈利预测假设条件	13
表 4: 未来 3 年盈利预测	13
表 5: 公司 2026 年归母净利润的敏感性分析① (亿元)	14
表 6: 公司 2026 年归母净利润的敏感性分析② (亿元)	14
表 7: 公司盈利预测假设条件	14
表 8: 资本成本假设	15
表 9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	15
表 10: 可比公司估值表	16

公司概况

公司沿革及经营概况

公司于 2025 年完成重大资产重组，发行股份购买魏桥铝电等持有的山东宏拓实业 100% 股权。本次交易前，上市公司是一家产能 70 余万吨的铝加工企业，根据 Wood Mackenzie 数据，标的公司仅次于中国铝业（电解铝产能 762 万吨），是全球第二大电解铝生产商，拥有 646 万吨电解铝产能和 1900 万吨氧化铝产能。2025 年 12 月 31 日，公司获证监会注册批复并完成资产过户。2026 年 1 月 13 日，新增股份正式在深交所挂牌上市。

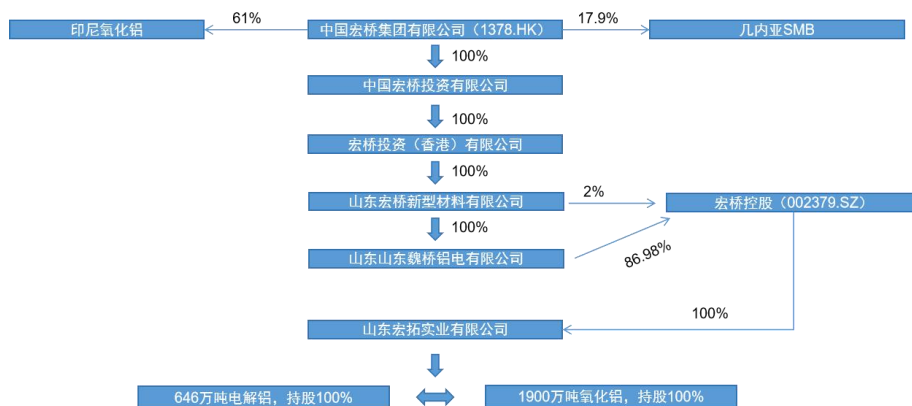
图1: 宏桥控股业务构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

本次重组完成后，山东魏桥铝电持股上市公司 86.98%，山东宏桥新型材料持股 2%，向上穿透，港股上市公司中国宏桥持股宏桥控股 88.98% 股权，实控人为张波先生、张红霞女士及张艳红女士。

图2: 重大资产重组后的股权结构

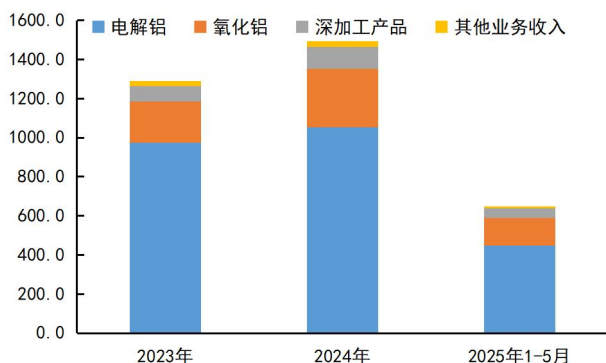


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电解铝业务是公司盈利核心。从营业收入构成来看，电解铝业务占公司营业收入

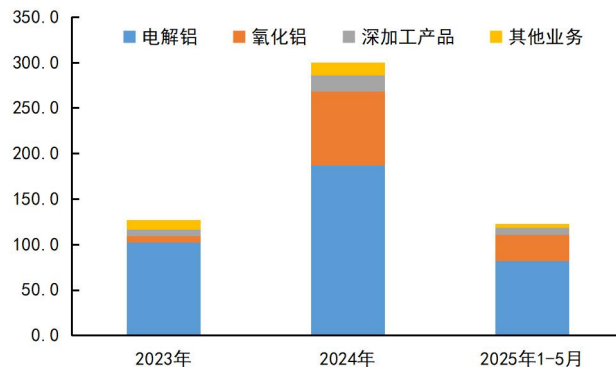
70%以上，考虑到云南宏泰和云南宏合就近采购氧化铝，山东富余氧化铝外售的情况，内部抵扣后，电解铝业务营收占比应该更高。从毛利润来看，电解铝业务占公司毛利润 80%以上。深加工产品单位毛利润较高，是将电解铝环节利润计入了铝加工产品当中。另外氧化铝业务利润占比波动较大，2024 年氧化铝大幅上涨，年均价不含税接近 3500 元/吨，公司铝土矿采购价格平稳，充分享受氧化铝涨价收益，毛利占比提升。随着 2025 年以来氧化铝供需日趋过剩，价格回落，氧化铝盈利占比下降。

图3: 宏拓实业营业收入构成 (亿元)



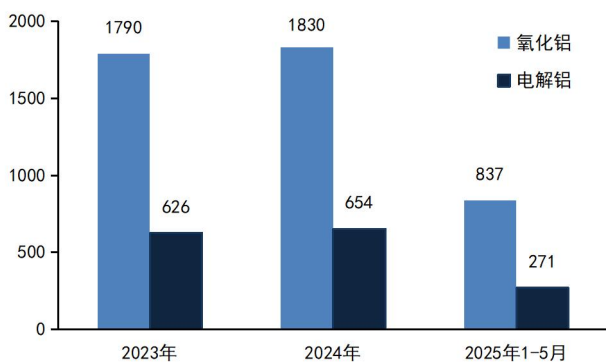
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 宏拓实业毛利润构成 (亿元)



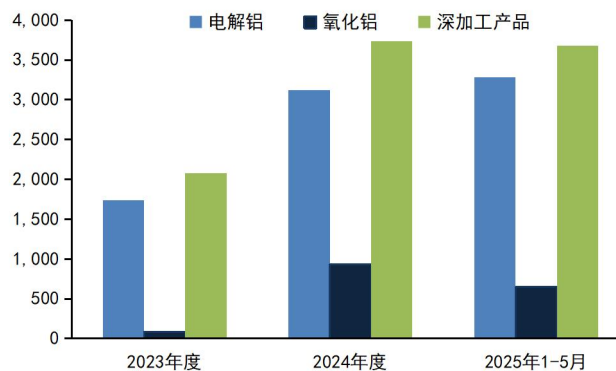
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 宏拓实业产量数据 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 宏拓实业主要产品单位毛利润 (元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

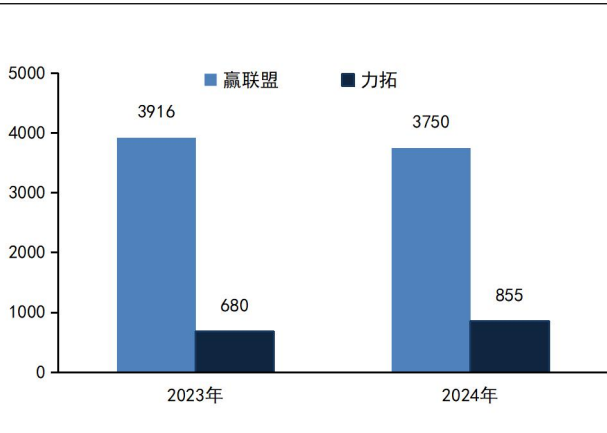
公司业务分析

一、铝土矿稳价保供，氧化铝产能地理位置优越

铝土矿大部分采购自间接控股股东的联营公司。公司 1900 万吨氧化铝产能在满产的情况下，每年需要铝土矿 5000 万吨。2024 年公司采购铝土矿 4605 万吨，其中 80%以上来自赢联盟。赢联盟是公司股东中国宏桥的联营公司，拥有铝土矿产能超过 8000 万吨，优先向公司供应；另有 20%采购自力拓位于澳大利亚的铝土矿，主要是为了铝土矿来源多样化，分散风险。除了铝土矿来源稳定外，采购价格也略

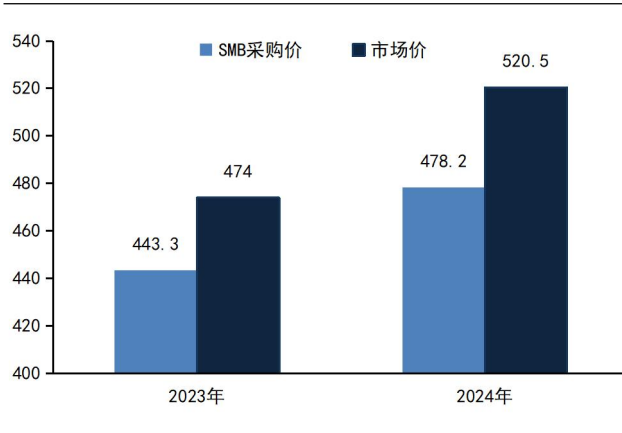
低于市场价，2023 年低于市场价 6.5%，2024 年低于市场价 8.1%；且价格波动小于市场价，2024 年铝土矿价格大幅上涨，市场价涨幅 9.8%，公司自赢联盟采购价仅上涨 7.9%。

图7: 宏拓实业铝土矿采购来源 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 宏拓实业自 SMB 铝土矿采购价 (元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

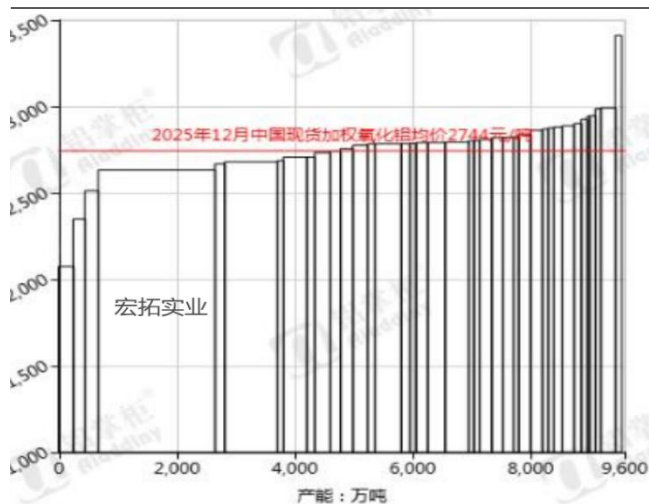
氧化铝产能地理位置优越且无法复制。宏拓实业 1900 万吨氧化铝产能全部位于山东滨州，是沿海体量最大的氧化铝产能集群，具备区位优势。几内亚铝土矿经远洋货轮到烟台港卸船，换小船运到滨州港套尔河港区码头，在套尔河港口卸货后通过皮带或短距离运输，直接运到公司氧化铝原料仓库，运费极低，预估在 10 元/吨左右。我们对比其他氧化铝主产地的进口铝土矿运费，如果运到山西氧化铝主产区比如孝义，需要 100 元/吨以上；又如河南三门峡氧化铝厂从连云港运输铝土矿的内陆运费也要 100 元/吨。生产 1 吨氧化铝需要 2.7 吨进口矿，仅此运费优势，公司氧化铝生产成本就要比河南和山西低 $2.7 * (100 - 10) = 243$ 元/吨氧化铝。这是公司氧化铝最大的成本优势。这也使宏拓实业成为全国最大且成本最低的氧化铝生产基地（右图）。

图9: 公司氧化铝厂地理位置优势



资料来源: 阿拉丁, 国信证券经济研究所整理

图10: 中国氧化铝成本曲线 (元/吨)



资料来源: 阿拉丁, 国信证券经济研究所整理

未来中国沿海很难批复氧化铝产能。氧化铝行业是产能过剩行业，根据电解铝行业产能天花板推算，中国只需要 1.04 亿吨氧化铝产能，然而截至 2025 年 11 月，

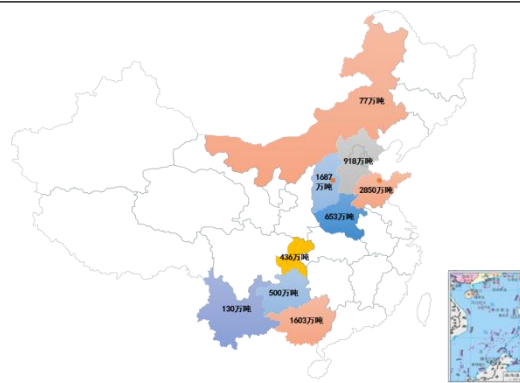
国内氧化铝建成产能已经有 11480 万吨,剔除大概 1000 万吨僵尸产能,还有 10480 万吨产能。根据安泰科统计,2026 年国内有 800 万吨新建产能投产,2027 年还有 400 万吨产能投产。因此氧化铝行业迫切需要“反内卷”。

图11: 套尔河港区卸载铝土矿



资料来源:滨州市国资委,国信证券经济研究所整理

图12: 中国氧化铝产能分布



资料来源:上海有色网,国信证券经济研究所整理

近年来各主管部门屡次发文要求严控氧化铝新增产能。我国沿海地区氧化铝当前限定在广西、山东、河北、辽宁等地,考虑到行业供需格局、环境承载能力等因素,很难新批沿海氧化铝产能,宏拓实业庞大的沿海氧化铝产能是无法复制的优势。

表1: 近年来氧化铝相关政策

时间	文件或发文	部门	相关内容
2021. 11	《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	中共中央、国务院	重点区域严禁新增氧化铝产能
2022. 10	《有色金属行业碳达峰实施方案》	工信部、生态环境部等	防范氧化铝冶炼产能盲目扩张
2024. 05	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	国务院	从严控制氧化铝等冶炼新增产能
2025. 03	《铝产业高质量发展实施方案(2025—2027 年)》	工信部等 10 部门	大气污染防治重点区域不再新增氧化铝产能
2025. 08	《有色金属行业稳增长工作方案(2025—2026 年)》	工信部等 8 部门	学合理布局氧化铝等项目,避免重复低水平建设,提高投资的精准性和有效性,以促进氧化铝行业健康发展。
2025. 12	大力推动传统产业优化提升	国家发展改革委	完善重大项目论证机制,推动地方论证前主动对接国家产业调控要求,防止盲目投资和无序建设

资料来源:各部委网站、国信证券经济研究所整理

二、电解铝产能具备地理位置优势

用电价格偏高。宏拓实业不含自备电厂,用电完全外部采购。在山东的电解铝产能用电来自股东旗下自备电厂和滨能能源,在云南的电解铝产能用电采购南方电网的网电,采购来源及电价如下表所示:

表2: 宏拓实业电力采购来源

名称	2023 年	
	采购数量 (亿度)	采购单价 (元/度, 不含税)
山东宏桥	489	0.51
滨能能源	262	0.51
南方电网	154	0.38
合计	905	0.49

名称	2024 年	
	采购数量 (亿度)	采购单价 (元/度, 不含税)
山东宏桥	463	0.51
滨能能源	260	0.51

南方电网	200	0.4
合计	923	0.49

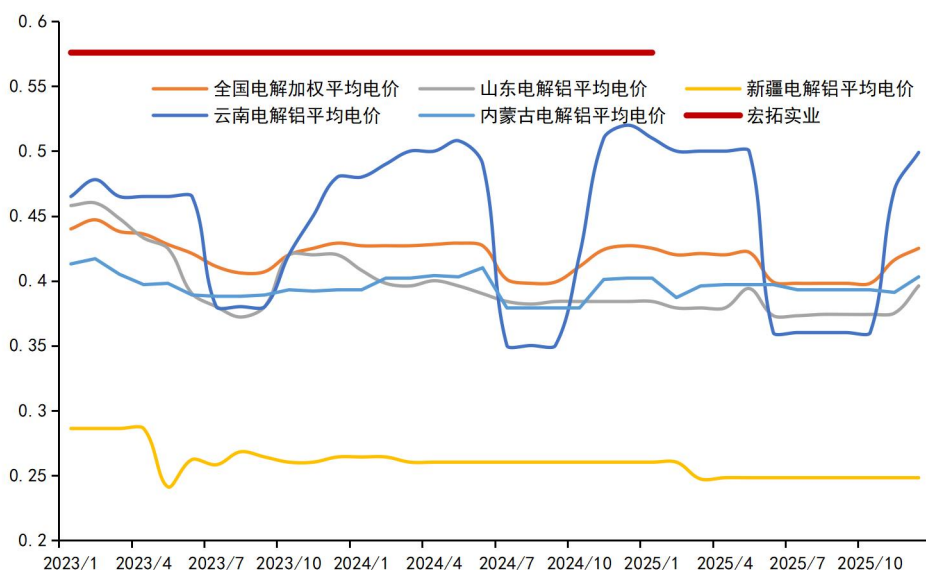
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司位于云南的电解铝产能，全部采购南方电网的网电，定价与同区域内的其他电解铝公司一致。公司位于山东的电解铝产能，用电采购自关联方电厂。其中山东宏桥是公司间接控股股东，当前装机容量 8680MW，滨能能源是股东魏桥铝电的参股公司，装机容量 5280MW。公司自关联方电厂采购的电价，是按照如下定价公式：

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

这是市场公允价，而非发电企业的成本。2023 年和 2024 年环渤海 5500K 动力煤价格分别为 966 元/吨和 856 元/吨，折合山东燃煤电厂发电成本约 0.43 元/度和 0.38 元/度，明显低于宏拓实业采购价 0.51 元/度。宏拓实业电力采购价按照山东电网电价打九折，再考虑煤价波动因素。用电价格显著高于几个电解铝主产地。但是从另一角度看，公司电费有较大下降空间。

图13: 不同地区电解铝用电价格对比（元/度，含税）

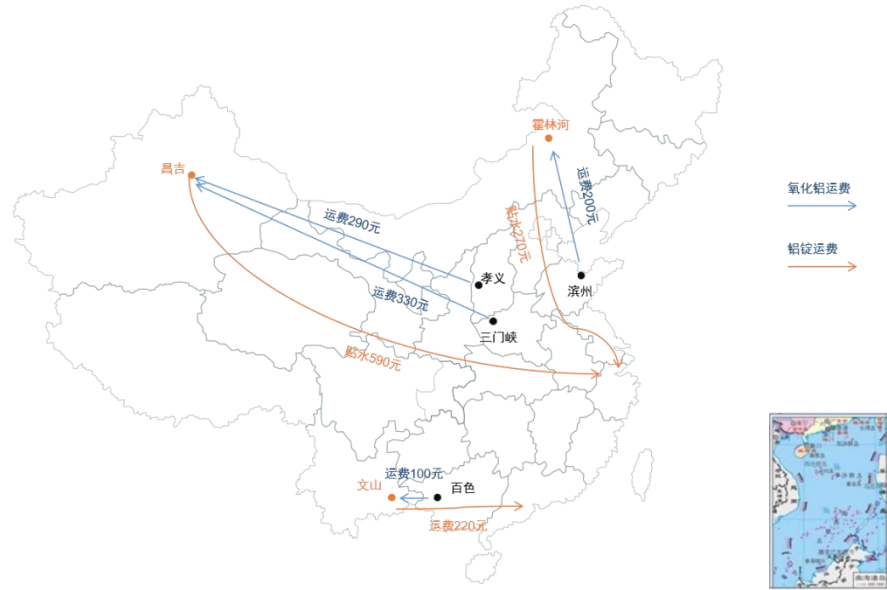


资料来源：上海有色网、国信证券经济研究所整理

电解铝地理位置优势显著且无法复制。公司是国内唯一位于沿海的超大型铝厂。如下图所示，公司全部氧化铝产能和 2/3 电解铝产能位于山东滨州，生产出的氧化铝不用装包，直接通过罐车运至电解铝厂的原料库，运费几乎忽略不计，而其他电解铝主产地尤其新疆，则需要 290 元/吨氧化铝运费。其次是铝锭外运费，新疆铝锭运到长三角需要 600 元/吨运费，蒙东铝锭运到华东也需要 200 多元，公司大部分原铝都以铝液形式就近出售给下游，即使发运到长三角，运费仅 100 元/吨。

因此，虽然公司电费不具备优势，但得益于地理位置优势，氧化铝运费、铝锭运费低廉，相比新疆电解铝，节省的运费可以折合电费 0.08 元/度。考虑到电解铝行业产能天花板、各地能耗总量限制以及环境容量限制，沿海地区几乎无法大规模新建电解铝产能，公司的产能区位优势将长期保持。

图14: 不同地区氧化铝-电解铝运费



资料来源：阿拉丁、国信证券经济研究所整理

产能向云南转移实现降本和降碳。公司在 2024 年明确制定了 2025 年-2027 年的产能转移计划，拟于 2025-2027 年分别将山东地区的 44.80 万吨、24.10 万吨和 83.10 万吨产能转移至云南地区，预计在云南形成 300 万吨电解铝产能，同时在山东保留 346 万吨产能。根据近几年观察来看，云南电解铝电费稳定在 0.4 元/度（不含税），远低于宏拓实业在山东的采购价；同时云南电解铝所得税率比山东低 10 个百分点，产能转移有助于公司降本。其次，云南电解铝水电比重高达 80%，吨铝碳排放不到 2 吨二氧化碳当量，比山东电解铝少 8 吨二氧化碳当量，降碳明显。

三、高比例分红

公司原材料和能源采购渠道健全、价格平稳，拥有完整的氧化铝和电解铝产业链，盈利能力稳健，现金流强劲。宏拓实业的间接控股股东中国宏桥分红比例在 60% 以上，宏拓实业是中国宏桥主要盈利来源。公司于 2025 年 5 月公告未来三年（2025-2027 年）股东回报规划：

1. 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；
2. 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；
3. 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

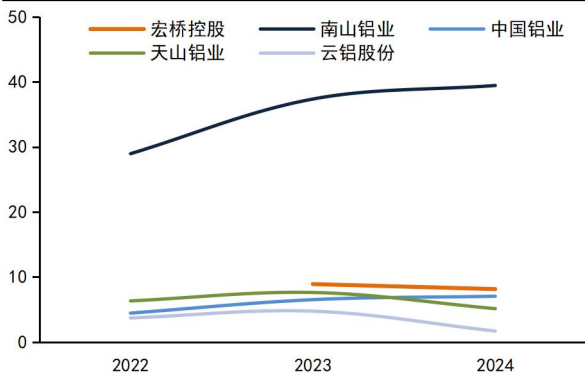
公司财务分析

公司业务涵盖氧化铝-电解铝链条，我们选取所属细分行业类似的中国铝业、南山铝业、天山铝业 3 家全产业链公司，以及云铝股份作为可比公司。

营运能力

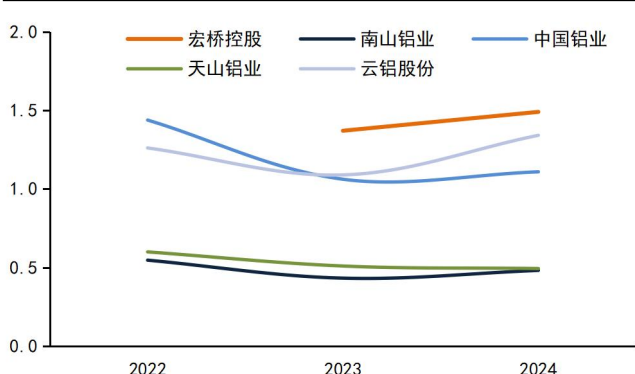
宏拓实业资产营运效率高于同行业上市公司。宏拓实业主要产品是电解铝，销售时现款现货或者预付款，铝加工产品会有一定账期，应收款控制得很低；宏拓实业存货偏高，截至 2025 年 5 月存货金额 323 亿元，主要是公司为了保持生产稳定，铝土矿存货数额较大。

图15: 应收账款周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图16: 总资产周转率

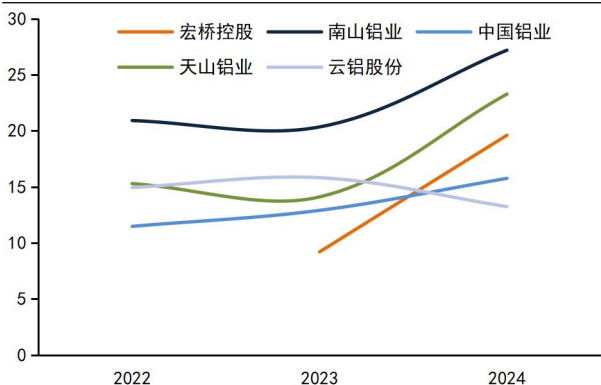


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力

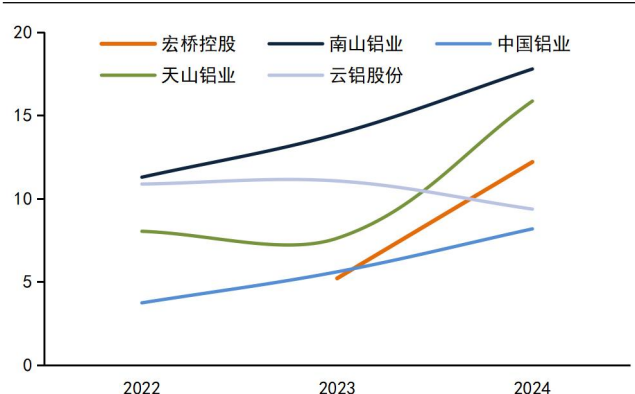
公司的盈利能力处于中等水平。从毛利率和净利率看，公司都处于行业中等水平，主要是电费高于可比公司，拖累公司盈利能力。但公司期间费用率控制得当、营运效率高、资产负债率中等偏高，所以公司净资产收益率明显高于可比公司。

图17: 毛利率对比 (%)



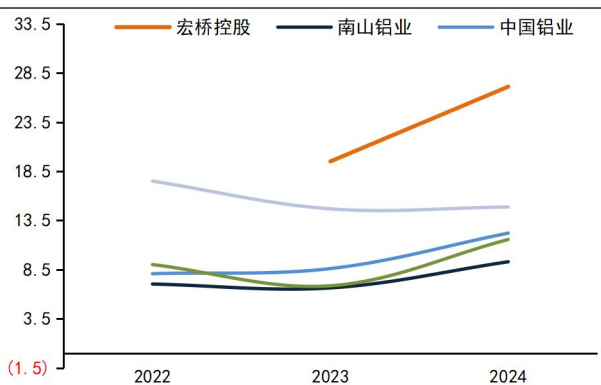
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图18: 净利率对比 (%)



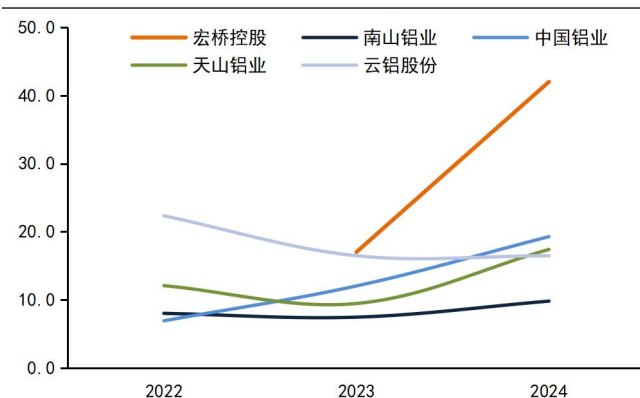
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: ROIC 对比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图20: ROE 对比 (%)

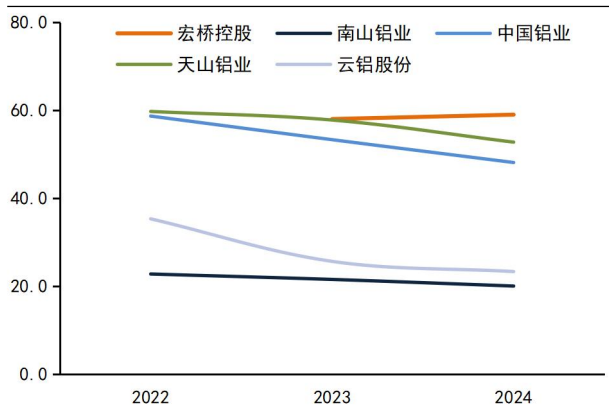


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

偿债能力

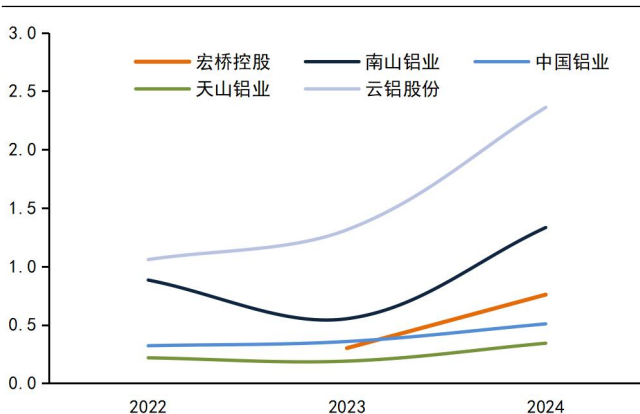
公司资产负债率远高于同行业上市公司。公司自成立以来高速发展，曾一度成为全球规模最大的氧化铝和电解铝生产企业，后因产业政策调整，产能扩张放缓，资产负债率在 59%左右。公司早已度过债务集中偿还期，后续没有集中到期债务，发债主体的发债利率持续走低，公司间接控股股东山东宏桥新型材料于 2025 年 11 月发行的 5 年期票据利率仅为 2.7%。随着电解铝行业持续高盈利，公司资产负债率将进一步下降。

图21: 资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

图22: 经营性净现金流/带息债务



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

◆ 商品价格假设

从中长期角度来看，国内电解铝运行产能已经触及上限，行业开工率达到 98%以

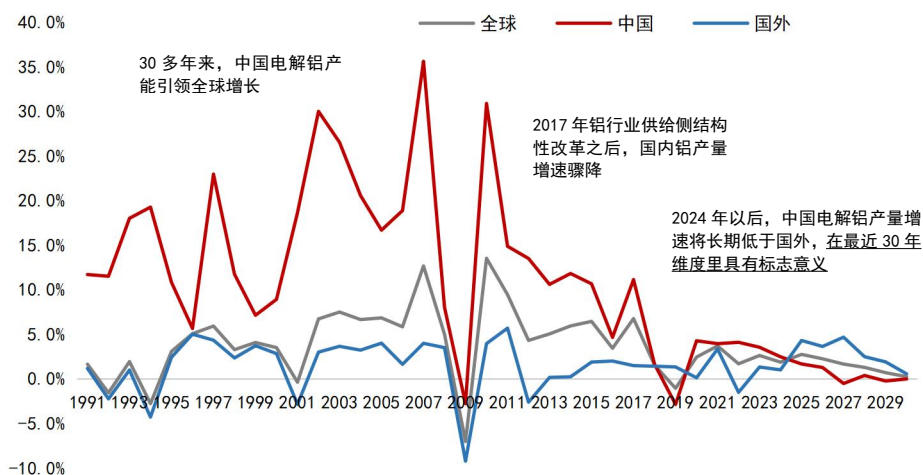
上, 已经没有增产空间; 未来 5 年国外新增产能大概带动全球电解铝产量年均增速 1.5%, 无法满足全球电解铝 2.5% 以上的需求增速, 行业供不应求的矛盾继续凸显, 电解铝价格维持上行趋势, 行业处于景气上行周期, 冶炼利润处于历史最高水平。2023-2025 年电解铝年均价分别为 18700/19900/20700 元/吨, 价格重心稳步上移。2026 年初以来铝价均值在 24000 元/吨, 我们充分考虑了行业未来供给增速、下游产业接受程度等因素, 保守假设 2026-2027 年电解铝价格为 22500 元/吨。

图23: 铝现货价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 全球电解铝产量增速



资料来源: Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

◆ 原材料及电价假设

假设 2025-2027 年氧化铝价格为 3170/2700/2700 元/吨, 铝土矿采购价格为

72/65/65 美元/吨，预焙阳极价格均为 5000 元/吨，山东本部电解铝电力不含税采购价格分别为 0.51/0.50/0.49 元/度，云南电解铝电力不含税采购价格均为 0.40 元/度。

◆ 产销量假设

公司具备 1900 万吨氧化铝产能，满足自用并且外售 600 万吨左右，公司氧化铝具备成本优势，即使国内高成本地区亏损，公司氧化铝业务也能保持盈利，假设 2025-2027 年公司氧化铝产量均为 1900 万吨；公司在山东和云南总计拥有电解铝产能 646 万吨，电解铝处于历史最好盈利时期，假设 2025-2027 年电解铝产量分别为 660/670/670 万吨。

表3: 盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E
主要价格假设			
铝价（元/吨）	20700	22500	22500
氧化铝价格（元/吨）	3170	2700	2700
铝土矿 CIF 价（美元/吨）	72	65	65
预焙阳极价格（元/吨）	5000	5000	5000
山东电费（元/度，不含税）	0.51	0.5	0.49
云南电费（元/吨，不含税）	0.40	0.40	0.40
产销量假设			
氧化铝产量（万吨）	1900	1900	1900
电解铝产量（万吨）	660	670	670

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025-2027 年营业收入分别为 1662/1773/1773 亿元，归属母公司净利润 193.1/292.1/303.9 亿元，利润年增速分别为 6.4%/51.3%/4.0%。每股收益分别为 1.48/2.24/2.33 元。

表4: 未来 3 年盈利预测

	单位	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	百万元	149289	166238	177319	177319
营业成本	百万元	119290	134460	133945	132917
销售费用	百万元	44	83	89	89
管理费用	百万元	1172	1496	1596	1596
财务费用	百万元	298	499	532	532
营业利润	百万元	24083	26867	38136	39163
利润总额	百万元	23820	26667	37936	38963
少数股东损益	百万元	(9)	961	0	0
归属于母公司净利润	百万元	18153	19306	29211	30391
EPS	元	2.31	1.48	2.24	2.33
ROE		42.47%	41.43%	55.70%	51.93%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

公司业务覆盖氧化铝-电解铝-铝加工，影响公司盈利的主要因素是铝价、氧化铝价、电价、预焙阳极价格等因素，我们选取对公司业绩影响较大、且市场关注度较高的铝价、氧化铝价、电价、预焙阳极价格进行盈利预测的敏感性分析。

我们在盈利预测中假设 2026 年铝价为 22500 元/吨，氧化铝价格为 2700 元/吨，山东电力采购价格 0.5 元/度，预焙阳极价格 5000 元/吨。我们列举不同铝价和氧化铝价情况下，公司 2026 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

就 2026 年而言，铝价每上涨 1000 元/吨，公司归母净利润增加 44 亿元；氧化铝价格每上涨 100 元/吨，公司归母净利润增加 4 亿元。公司电解铝权益产能达到 646 万吨，仅次于中国铝业，归母净利润对铝价特别敏感，铝价上涨显著增加公司盈利能力。另外公司氧化铝产能 1900 万吨，满足自用并且每年外售 600 多万吨，2024 年氧化铝价格大涨，氧化铝板块营收和毛利占比提升。公司是氧化铝涨价受益标的。同时公司氧化铝成本行业最低一档，即使处于氧化铝行业低迷期，公司氧化铝业务仍有利润，并受益于行业产能出清。

表5: 公司 2026 年归母净利润的敏感性分析① (亿元)

		铝价 (元/吨)							
		19000	20000	21000	22000	23000	24000	25000	26000
氧化铝价格 (元/吨)	2500	132	176	220	264	308	352	396	440
	2700	140	184	228	272	316	360	404	449
	2900	148	192	236	280	324	369	413	457
	3100	156	200	244	288	333	377	421	465
	3300	164	208	253	297	341	385	429	473

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

我们列举不同电价和预焙阳极价格情况下，公司 2026 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

预焙阳极价格每上涨 500 元/吨，公司归母净利润减少 9 亿元；山东电费每上涨 0.01 元/吨，公司归母净利润减少 4 亿元。综上所述可以看出公司是一个能源价格敏感型企业，能源价格如预焙阳极（原料是石油焦、煤沥青）、煤炭价格（影响电网定价）上涨，公司减利明显，如 2022-2023 年预焙阳极和煤炭价格上涨显著抑制了公司盈利能力，业绩偏弱，随着 2024 年以来煤炭价格、预焙阳极价格暴跌，公司盈利能力显著增加。

表6: 公司 2026 年归母净利润的敏感性分析② (亿元)

		预焙阳极价格 (元/吨)							
		3500	4000	4500	5000	5500	6000	6500	7000
山东电费 (元/度)	0.40	367	356	346	335	324	314	303	292
	0.45	347	336	325	315	304	293	282	272
	0.50	326	316	305	294	284	273	262	251
	0.55	306	295	285	274	263	252	242	231
	0.60	286	275	264	254	243	232	221	211

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

估值与投资建议

绝对估值：29.0-36.4 元

估值假设条件见下表：

表7: 公司盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入增长率	11.4%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本/营业收入	80.9%	75.5%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
管理费用/营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用/销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税税率	24.0%	23.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
股利分配比率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

无杠杆 beta 系数采用申万“有色金属”板块过去 3 年的 beta 算数平均值（1.03x）；无风险利率 1.5%；股票风险溢价率采用 6.50%；由此计算出 WACC 为 8.27%。

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.03	T	24.00%
无风险利率	1.50%	Ka	8.20%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.09
公司股价（元）	29.4	Ke	8.62%
发行在外股数（百万）	13031	E/(D+E)	92.35%
股票市值（E，百万元）	383111	D/(D+E)	7.65%
债务总额（D，百万元）	31722	WACC	8.27%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 29.0-36.4 元人民币。

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.3%	7.8%	8.27%	8.8%	9.3%
永续 增长 率变 化	1.5%	44.98	40.60	36.98	33.94	31.34
	1.0%	42.09	38.31	35.14	32.43	30.09
	0.5%	39.69	36.38	33.56	31.13	29.00
	0.0%	37.69	34.74	32.20	29.99	28.05
	-0.5%	35.97	33.33	31.02	28.99	27.20
	-1.0%	34.50	32.09	29.98	28.11	26.44
	-1.5%	33.21	31.01	29.06	27.32	25.76

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：31.4-35.8 元

公司是全球氧化铝-电解铝头部企业，板块选取可比上市公司包括中国铝业、天山铝业、南山铝业、云铝股份。

中国铝业是全球铝行业龙头，业务涵盖铝上游矿产资源、煤炭，中游发电、氧化铝、电解铝、炭素，下游铝加工等全产业链。拥有铝土矿资源储量 27 亿吨，氧化铝产能 2200 万吨，电解铝产能 800 万吨，氧化铝和电解铝产能均居全球首位。

天山铝业专注铝行业三十年，不断优化产业布局和资源配备，在资源和能源富集的区域兴建产业基地，形成了从铝土矿、氧化铝到电解铝、高纯铝、电池铝箔研发制造的上下游一体化，并配套自备电厂和自备预焙阳极的完整铝产业链布局，

目前拥有 700 万吨铝土矿、350MW*6 燃煤自备发电机组、250 万吨氧化铝、140 万吨电解铝产能。

南山铝业经过多年发展已经建成从热电、氧化铝、电解铝、熔铸、铝型材/热轧-冷轧-箔轧、废铝回收(再生利用)的完整铝加工产业链，在国内拥有 170 万吨氧化铝产能、48 万吨电解铝产能，以及以汽车铝板、航空铝板、罐体罐料为代表的高端铝加工业务。同时在印尼再造一条完整铝产业链，已建成 400 万吨氧化铝产能，电解铝产能也在建设当中。

云铝股份始建于 1970 年，公司已建成“铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工”为一体的绿色产业链，形成铝土矿 264 万吨、氧化铝 140 万吨、绿色铝 305 万吨，铝合金及铝加工产品 175 万吨，炭素制品 82 万吨的产能规模。

根据 Wind 一致预期数据显示，这些可比上市公司 2026 年平均估值水平在 14 倍左右，2027 年平均估值水平在 13 倍左右。宏桥控股是国内电解铝头部企业，产能地理位置优势明显，盈利能力稳健，分红比例远超同行业上市公司，并且对铝价有很高的业绩弹性，我们给予公司 2026 年 14-16 倍估值，得到公司的合理估值区间为 31.4-35.8 元人民币，对应约 4087-4670 亿元市值，相较当前市值有 7%-22% 溢价空间。

表10: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价		EPS			PE				总市值 亿元
		2026-2-5	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
002379.SZ	宏桥控股	29.40	1.39	1.48	2.24	2.33	21.2	19.9	13.1	12.6	3,831
601600.SH	中国铝业	12.64	0.72	0.84	0.99	1.06	17.6	15.0	12.8	11.9	2,114
002532.SZ	天山铝业	17.57	0.96	1.03	1.27	1.44	18.3	17.1	13.8	12.2	813
600219.SH	南山铝业	6.60	0.42	0.44	0.47	0.50	15.7	15.0	14.0	13.2	758
000807.SZ	云铝股份	31.49	1.27	1.87	2.18	2.43	24.8	16.8	14.4	13.0	1,092
	可比上市公司均值						19.1	16.0	13.8	12.6	—

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 31.4-35.8 元人民币之间，今年动态市盈率 14-16 倍，相对于公司目前股价有 7%-22% 溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 31-36 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.5%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的中国铝业、天山铝业、南山铝业、云铝股份等相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考,考虑到公司未来 5 年产能大幅扩张带来盈利攀升,最终给予公司 2026 年 14-16 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候,设定了很多参数,这些参数的设置都加入了很多人的判断:

基于对产业格局和供需基本面的判断,我们认为:全球大宗金属价格有望维持高位,尤其是在全球范围内能源危机冲击、地缘政治风险爆发,新能源及电网升级需求大增等背景之下,加剧了有色金属的供需错配。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化,比如供给超预期释放,或需求增长速度不及预期,从而导致大宗金属价格大幅下跌的风险。

政策风险

电解铝是高耗能行业,公司盈利高度依赖于用电价格,公司在国内的电解铝产能用来自关联方电厂和南方电网。我国电力市场化改革深入推进,可能因为电力行业政策变动造成公司用电价格变动,进而给公司盈利带来波动的风险。

经营风险

关联交易方面,公司铝土矿 80%采购在间接控股股东的联营公司,山东地区电力采购大部分来自间接控股股东。

公司铝土矿采购集中度高,若未来铝矾土出口国出台出口禁令、发生政局动荡或铝矾土矿员工罢工等情况出现,导致宏拓实业铝矾土供应受阻,可能对公司生产经营造成负面影响。

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法律，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

财务风险

公司资产负债率在业内偏高，有息负债数额较大，若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险，或财务费用负担偏大影响利润。

市场风险

公司在全球市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若中国以外电解铝产能超预期释放，可能造成行业格局边际变差的。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9164	14732	21877	28398	35978	营业收入	128953	149289	166238	177319	177319
应收款项	4106	3506	3644	3886	3886	营业成本	116245	119290	134460	133945	132917
存货净额	32402	32119	28925	28694	28402	营业税金及附加	645	1011	831	887	887
其他流动资产	3743	3995	4156	4433	4433	销售费用	34	44	83	89	89
流动资产合计	49427	54372	58621	65430	72719	管理费用	1048	1172	1496	1596	1596
固定资产	35342	39995	40676	40758	40538	研发费用	121	298	499	532	532
无形资产及其他	6110	6168	5922	5677	5431	财务费用	1854	1806	2001	2135	2135
投资性房地产	4078	4251	4251	4251	4251	投资收益	37	(106)	0	0	0
长期股权投资	237	257	277	297	317	资产减值及公允价值变动	(39)	(1855)	0	0	0
资产总计	95193	105043	109747	116413	123256	其他收入	274	78	(499)	(532)	(532)
短期借款及交易性金融负债	24664	27667	25000	25000	25000	营业利润	9400	24083	26867	38136	39163
应付款项	10176	9117	10124	10043	9941	营业外净收支	(132)	(264)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	12306	11790	13330	13235	13102	利润总额	9268	23820	26667	37936	38963
流动负债合计	47147	48574	48454	48278	48043	所得税费用	2521	5675	6400	8725	8572
长期借款及应付债券	3113	6952	6722	6722	6722	少数股东损益	(9)	(9)	961	0	0
其他长期负债	5216	6779	7779	8779	9779	归属于母公司净利润	6756	18153	19306	29211	30391
长期负债合计	8329	13731	14501	15501	16501	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	55476	62305	62955	63779	64544	净利润	6756	18153	19306	29211	30391
少数股东权益	10	(2)	191	191	191	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	39708	42740	46601	52443	58522	折旧摊销	0	0	3566	4164	4467
负债和股东权益总计	95193	105043	109747	116413	123256	公允价值变动损失	39	1855	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	1854	1806	2001	2135	2135
每股收益	0.52	1.39	1.48	2.24	2.33	营运资本变动	(16631)	445	6443	536	1056
每股红利	0.09	1.28	1.19	1.79	1.87	其它	(7)	(1)	192	0	0
每股净资产	3.05	3.28	3.58	4.02	4.49	经营活动现金流	(9843)	20453	29508	33910	35915
ROIC	19.50%	27.10%	28%	42%	44%	资本开支	0	(2798)	(4001)	(4001)	(4001)
ROE	17.02%	42.47%	41%	56%	52%	其它投资现金流	(11)	(8)	0	0	0
毛利率	10%	20%	19%	24%	25%	投资活动现金流	(248)	(2826)	(4021)	(4021)	(4021)
EBIT Margin	8%	18%	17%	23%	23%	权益性融资	(154)	71	0	0	0
EBITDA Margin	8%	18%	20%	25%	26%	负债净变化	3113	3839	(230)	0	0
收入增长		16%	11%	7%	0%	支付股利、利息	(1126)	(16702)	(15445)	(23369)	(24313)
净利润增长率		169%	6%	51%	4%	其它融资现金流	15435	13597	(2667)	0	0
资产负债率	58%	59%	58%	55%	53%	融资活动现金流	19255	(12059)	(18342)	(23369)	(24313)
股息率	0.3%	4.4%	4.0%	6.1%	6.3%	现金净变动	9164	5568	7145	6521	7580
P/E	56.7	21.1	19.8	13.1	12.6	货币资金的期初余额	0	9164	14732	21877	28398
P/B	9.6	9.0	8.2	7.3	6.5	货币资金的期末余额	9164	14732	21877	28398	35978
EV/EBITDA	40.4	16.2	13.8	10.1	9.8	企业自由现金流	0	18575	27949	31707	33735
						权益自由现金流	0	36011	24084	30857	32956

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032