

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

|              |                |
|--------------|----------------|
| 最新收盘价(元)     | 18.46          |
| 总股本/流通股本(亿股) | 130.31 / 11.36 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 2,406 / 210    |
| 52周内最高/最低价   | 32.53 / 14.15  |
| 资产负债率(%)     | 59.1%          |
| 市盈率          | 13.47          |
| 第一大股东        | 山东魏桥铝电有限公司     |

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
分析师: 杨丰源  
SAC 登记编号: S1340525070002  
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

宏桥控股(002379)

宏桥核心资产回 A，一体化铝业龙头再起航

● 投资要点

**重组落地，中国宏桥核心资产回 A，跻身全球特大型铝业集团。**公司前身为鲁丰铝箔，2010 年 3 月于深交所上市，2017 年控股股东变更为山东宏桥。2025 年 12 月 31 日，公司以发行股份方式作价 635.2 亿元收购宏拓实业 100% 股权完成交割，新增股份于 2026 年 1 月 13 日上市，公司随后更名为“宏桥控股”。宏拓实业为中国宏桥(01378.HK)在国内的核心资产，拥有电解铝产能 645.9 万吨、氧化铝产能 1,900 万吨，产能规模均位列全国第二、民营企业第一。交易完成后，公司实现从单一铝加工业务向“氧化铝—电解铝—铝深加工”一体化布局的全面转型，2025 年实现营业收入 1,567.21 亿元、归母净利润 178.64 亿元，正式迈入全球特大型铝业生产企业之列。

**电解铝产能天花板下满产满销，量价齐升业绩稳健增长。**2025 年公司电解铝产量 654.50 万吨，产能利用率连续两年保持在 100% 以上；氧化铝产量 2,013.78 万吨。受益于铝价中枢上移与一体化成本优势，2025 年公司实现归母净利润 178.64 亿元，加权平均 ROE 高达 34.63%；2026 年上半年铝价高位运行，公司实现归母净利润 156.45 亿元，同比大幅增长 77.0%，其中 Q2 单季归母净利润 88.87 亿元、环比增长 31.5%，创单季历史新高，业绩增长确定性强。

**拟定增募资不超过 120 亿元，“风光绿电+高端深加工”双轮驱动打开成长空间。**2026 年 8 月，公司发布 2026 年度向特定对象发行股票预案，拟向不超过 35 名特定投资者发行不超过发行前总股本 10% 的股份，募资不超过 120 亿元，投向风电（56.5 亿元，11 个子项目、装机 1,055.25MW）、光伏（22.5 亿元，6 个子项目、装机 615MW）、铝深加工（23.0 亿元，年产 50 万吨高端铝板带+50 万吨高精铝合金扁锭）及偿还银行贷款和补充流动资金（18.0 亿元）。风光项目毗邻云南电解铝基地就近消纳，与水电形成丰枯时序互补，强化电力自主可控；深加工项目推动产业链向下游高附加值环节延伸，培育新的利润增长点；发行完成后社会公众股比例将显著提升，股权结构进一步优化。

**传承中国宏桥高分红基因，A 股稀缺的“周期+红利”双属性标的。**中国宏桥 2021-2025 年派息率分别为 50%、50%、48%、62%、62%，分红率稳中有升。宏拓实业为中国宏桥境内核心资产，电解铝供需紧平衡格局下业绩确定性强，公司 2025 年度实施重组后特别分红，每 10 股派现 2.50 元，合计派现 32.58 亿元。随着母公司可分配利润逐步

积累，公司分红率有望向集团水平靠拢，成为 A 股铝行业股息率最高的标的之一。

**盈利预测与投资建议：** 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 302/281/262 亿元，对应 EPS 为 2.32/2.16/2.01 元，对应当前股价的 PE 分别为 7.74/8.30/8.91 倍。考虑到公司电解铝产能规模全国领先、一体化成本优势显著、产能转移云南持续降本，叠加高分红属性，首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 风险提示：

铝价大幅下跌，氧化铝价格下降超预期，铝土矿等原材料价格上涨超预期，产能转移进度不及预期，电价波动风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度         | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 156721   | 186442   | 183770   | 181088   |
| 增长率(%)        | 4.25     | 18.96    | -1.43    | -1.46    |
| EBITDA（百万元）   | 31233.74 | 44988.10 | 42267.67 | 39538.51 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 17863.54 | 30196.03 | 28140.10 | 26223.71 |
| 增长率(%)        | 3.69     | 69.04    | -6.81    | -6.81    |
| EPS（元/股）      | 1.37     | 2.32     | 2.16     | 2.01     |
| 市盈率（P/E）      | 13.08    | 7.74     | 8.30     | 8.91     |
| 市净率（P/B）      | 5.13     | 4.28     | 3.71     | 3.30     |
| EV/EBITDA     | 1.14     | 5.42     | 5.51     | 5.62     |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

|     |                                        |    |
|-----|----------------------------------------|----|
| 1   | 宏桥核心资产回 A，跻身全球特大型铝业集团.....             | 5  |
| 1.1 | 公司概况：从单一铝加工到全产业链一体化的跨越.....            | 5  |
| 1.2 | 重组方案：作价 635.2 亿元发行股份收购宏拓实业 100%股权..... | 5  |
| 1.3 | 控股股东变更为魏桥铝电，实际控制人不变.....               | 6  |
| 1.4 | 财务概览：盈利能力优异，26Q2 业绩创新高.....            | 7  |
| 1.5 | 定增预案：拟募资不超过 120 亿元，“绿电+深加工”双轮驱动.....   | 8  |
| 2   | 一体化产业链：氧化铝—电解铝—铝深加工协同发展.....           | 10 |
| 2.1 | 电解铝：645.9 万吨产能满产运行，贡献核心利润.....         | 10 |
| 2.2 | 氧化铝：1900 万吨产能自给加外售，成本保持稳定.....         | 11 |
| 2.3 | 铝深加工：铝水不落地，集群协同增效.....                 | 12 |
| 3   | 盈利预测和投资建议.....                         | 13 |
| 4   | 风险提示.....                              | 14 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 1: 公司大事时间表 .....              | 5  |
| 图表 2: 公司重组方案梳理 .....             | 6  |
| 图表 3: 目前公司股权结构 .....             | 7  |
| 图表 4: 公司单季度归母净利润（追溯调整后） .....    | 7  |
| 图表 5: 2026 年度向特定对象发行股票预案要点 ..... | 8  |
| 图表 6: 本次定增募投项目明细 .....           | 8  |
| 图表 7: 重组后公司业务结构（2025 年数据） .....  | 10 |
| 图表 8: 电解铝产量情况 .....              | 11 |
| 图表 9: 氧化铝产量情况 .....              | 11 |
| 图表 10: 电解铝毛利率 .....              | 11 |
| 图表 11: 氧化铝毛利率 .....              | 12 |

## 1 宏桥核心资产回 A，跻身全球特大型铝业集团

### 1.1 公司概况：从单一铝加工到全产业链一体化的跨越

公司成立于 2000 年，2025 年完成重大资产重组，实现从铝加工到铝全产业链一体化的全面转型。公司前身为山东鲁丰铝箔工业有限公司，成立于 2000 年，2010 年 3 月在深交所上市，募集资金投资 5 万吨铝板带及 3 万吨铝箔项目。2016 年 5 月，公司原控股股东于荣强先生与山东宏桥签署《股份转让框架协议》，2017 年 4 月完成过户登记，公司控股股东变更为山东宏桥，2017 年 5 月更名为山东宏创铝业控股股份有限公司。2025 年 1 月，公司启动发行股份收购宏拓实业 100% 股权事项；2025 年 12 月 31 日，本次交易获得中国证监会注册批复并于同日完成资产交割，新增股份于 2026 年 1 月 13 日上市，公司更名为山东宏桥铝业控股股份有限公司（简称“宏桥控股”）。本次重组仅用时约一年即高效完成，是民营企业核心资产回归 A 股市场具有里程碑意义的重大项目。

重组完成后，公司成为全球最大的电解铝生产企业之一。宏拓实业为中国宏桥在国内的核心资产，主营氧化铝、电解铝和铝深加工业务，拥有电解铝年产能 645.9 万吨、氧化铝年产能 1,900 万吨，产能规模均仅次于中国铝业位列全国第二，并位列全国民营企业第一位。2025 年度，公司电解铝产量 654.50 万吨、氧化铝产量 2,013.78 万吨。交易完成后，公司主营业务由单一铝深加工业务，转型为集氧化铝、电解铝、铝深加工于一体的完整铝产业链业务，产品线覆盖铝产业全链条，跻身全球特大型铝业生产企业之列。

图表1：公司大事时间表

| 时间               | 事件                                 |
|------------------|------------------------------------|
| 2000 年           | 公司成立，前身为山东鲁丰铝箔工业有限公司               |
| 2010 年 3 月       | 深交所上市，募集资金投资 5 万吨铝板带及 3 万吨铝箔项目     |
| 2016 年 5 月       | 原控股股东于荣强与山东宏桥签署《股份转让框架协议》          |
| 2017 年 4 月       | 股份转让完成过户，控股股东变更为山东宏桥               |
| 2017 年 5 月       | 更名为山东宏创铝业控股股份有限公司                  |
| 2025 年 1 月       | 启动发行股份收购宏拓实业 100% 股权               |
| 2025 年 12 月 31 日 | 交易获证监会注册批复，同日完成资产交割，宏拓实业纳入合并报表     |
| 2026 年 1 月 13 日  | 新增股份上市，总股本增至 130.31 亿股，公司更名为“宏桥控股” |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 1.2 重组方案：作价 635.2 亿元发行股份收购宏拓实业 100% 股权

发行股份收购宏拓实业 100% 股权，交易作价 635.2 亿元。公司以发行股份方式购买魏桥铝电、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、天铨锌铍合计持有的宏拓实业 100% 股权。本次交易以 2024 年 12 月 31 日为评估基准日，采用资产基础法评估，宏拓实业股东全部权益评估值为 635.18 亿元，较合并口径归母所有者权益账面值评估增值 207.78 亿元，增值率 48.62%，交易作价即为 635.18 亿元，全部以股份支付，

不涉及募集配套资金。本次发行价格为 5.34 元/股，不低于定价基准日前 120 个交易日公司股票交易均价的 80%，发行数量 118.95 亿股，占发行后总股本的 91.28%。

标的资产收购估值显著偏低，中小股东利益得到充分保护。宏拓实业 2024 年实现扣非归母净利润 182.05 亿元，本次交易作价对应 2024 年扣非净利润的 PE 仅约 3.5 倍，显著低于同行业可比公司估值水平。本次交易设置减值补偿承诺，魏桥铝电通过本次交易取得的公司股份锁定 36 个月，其余交易对方锁定 12 个月；山东宏桥在本次交易实施完毕前已持有的股份自交易实施完毕之日起锁定 18 个月。按 2024 年备考口径测算，本次交易完成后上市公司归母净利润由-0.69 亿元增至 180.82 亿元，加权平均净资产收益率由-3.46%提升至 35.57%，基本每股收益由-0.06 元提升至 1.39 元，不存在摊薄即期回报的情形。

宏拓实业成立于 2016 年，2021 年集团战略重组注入铝业核心资产。宏拓实业 2016 年成立，最早由山东宏桥 100%控股。2021 年 11 月，山东宏桥为提升集团管理效率、实现下属企业专业化分工，启动对旗下铝资产战略重组，将汇茂新材料、宏正新材料等电解铝、氧化铝及铝加工子公司以零对价置入宏拓实业，同时将宏拓实业 100%股权划转至魏桥铝电。2023 年 12 月，宏拓实业以增资扩股方式引入嘉汇投资、东方资管等股东。本次重组前，魏桥铝电持有宏拓实业 95.295%股权；重组完成后，宏拓实业成为上市公司全资子公司，而对中国宏桥而言，其通过山东宏桥和魏桥铝电合计持有上市公司 88.99%股份，核心资产权益稀释有限。

图表2：公司重组方案梳理

| 项目   | 内容                                                      |
|------|---------------------------------------------------------|
| 交易形式 | 发行股份购买资产（不涉及募集配套资金）                                     |
| 交易标的 | 山东宏拓实业有限公司 100%股权                                       |
| 交易作价 | 635.18 亿元（资产基础法，增值率 48.62%）                             |
| 发行价格 | 5.34 元/股（不低于定价基准日前 120 个交易日均价的 80%）                     |
| 发行数量 | 118.95 亿股，占发行后总股本 91.28%                                |
| 业绩承诺 | 无业绩补偿承诺，设置减值补偿承诺                                        |
| 锁定期  | 魏桥铝电 36 个月，其余交易对方 12 个月，山东宏桥存量股份 18 个月                  |
| 交易对方 | 魏桥铝电（95.295%）、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、天诚锌铍 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 1.3 控股股东变更为魏桥铝电，实际控制人不变

控股股东变更为魏桥铝电，实际控制人仍为张波先生、张红霞女士及张艳红女士。本次交易完成后，公司总股本增加至 130.31 亿股，其中魏桥铝电持有 113.35 亿股，占总股本的 86.98%，公司控股股东由山东宏桥变更为山东宏桥全资子公司魏桥铝电；山东宏桥持有 2.61 亿股，占发行后总股本的 2.00%。魏桥铝电与山东宏桥合计持股 88.99%，股权高度集中，实际控制人仍为张波先生、张红霞女士及张艳红女士，未发生变更。除控股股东体系外，其余股东合计持股约 11%，其中嘉汇投资、东方资管、中信金融资产等财务投资人通过本次交易取得的股份已于锁定期内安排明确的退出约束，实际流通盘占比低，筹码结构稳定。

图表3：目前公司股权结构

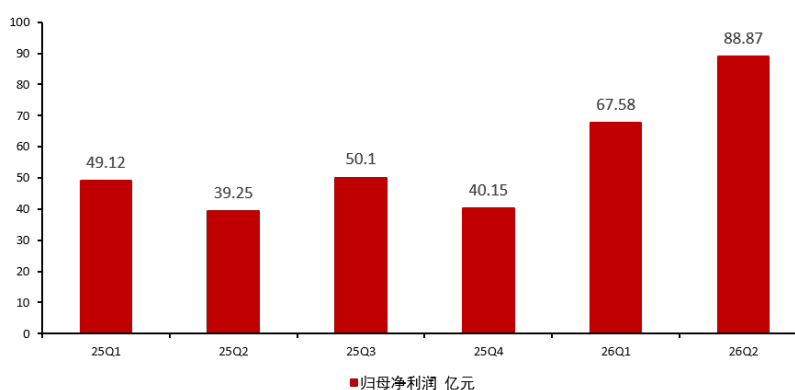


资料来源：Wind，中邮证券研究所

#### 1.4 财务概览：盈利能力优异，26Q2 业绩创新高

2026H1 业绩表现优异，Q2 单季利润创新高。2026 年上半年，公司实现营业收入 865.04 亿元，同比增长 12.0%；实现归母净利润 156.45 亿元，同比大幅增长 77.0%；扣非归母净利润 155.35 亿元；经营活动现金流净额 187.01 亿元，同比增长 52.7%；加权平均 ROE 达 30.26%。其中 Q2 单季实现归母净利润 88.87 亿元，环比增长 31.5%、同比增长 126.3%，创单季历史新高，主要系 2026 年上半年沪铝价格走高，公司电解铝量价齐升叠加成本端改善所致。

图表4：公司单季度归母净利润（追溯调整后）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所



### 1.5 定增预案：拟募资不超过 120 亿元，“绿电+深加工”双轮驱动

公司拟募资不超过 120 亿元投向“风光绿电+高端深加工”。2026 年 7 月，公司披露《2026 年度向特定对象发行股票预案》，拟向不超过 35 名符合条件的特定对象发行股票，发行数量不超过发行前公司总股本的 10%（即不超过 130,311.18 万股），发行后总股本不超过 143.34 亿股，募集资金总额不超过 120 亿元。本次发行采取竞价方式，定价基准日为发行期首日，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%；发行对象均以现金方式认购，所认购股份自发行结束之日起锁定 6 个月。本次发行已经公司董事会审议通过，尚需股东大会审议、深交所审核通过并经中国证监会同意注册后方可实施。

图表5：2026 年度向特定对象发行股票预案要点

| 项目    | 内容                                                    |
|-------|-------------------------------------------------------|
| 发行方式  | 向特定对象发行 A 股股票（竞价发行）                                   |
| 发行对象  | 不超过 35 名符合规定的特定投资者，均以现金认购                             |
| 发行数量  | 不超过发行前总股本的 10%（不超过 130,311.18 万股），发行后总股本不超过 143.34 亿股 |
| 定价基准日 | 发行期首日                                                 |
| 发行价格  | 不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%                        |
| 募资总额  | 不超过 120 亿元                                            |
| 锁定期   | 发行结束之日起 6 个月                                          |
| 审批程序  | 已经董事会审议通过，尚需股东大会审议、深交所审核及中国证监会注册                      |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表6：本次定增募投项目明细

| 募投方向          | 拟投入募资（亿元） | 主要建设内容                                                                                                 | 建设期      |
|---------------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 风电项目          | 56.5      | 11 个子项目、合计装机 1,055.25MW；其中 10 个位于云南红河州，1 个位于山东惠民县（装机 206.25MW、总投资 10.49 亿元）                            | 12-18 个月 |
| 光伏项目          | 22.5      | 6 个子项目、合计装机 615MW，均位于云南文山州砚山县                                                                          | 12 个月    |
| 铝深加工项目        | 23        | 云南智铝年产 50 万吨高端精深加工铝板带项目（总投资 26.70 亿元、拟投入募资 15.05 亿元）；云南宏扬年产 50 万吨高精铝合金扁锭项目（总投资 13.24 亿元、拟投入募资 7.95 亿元） | 24 个月    |
| 偿还银行贷款及补充流动资金 | 18        | 优化资本结构，降低财务费用                                                                                          | —        |
| 合计            | 120       | —                                                                                                      | —        |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所



**募投聚焦四大方向：风电、光伏、铝深加工与还贷补流。**从募投结构看，本次募集资金拟投入风电项目 56.5 亿元（11 个子项目，合计装机 1,055.25MW）、光伏项目 22.5 亿元（6 个子项目，合计装机 615MW）、铝深加工项目 23.0 亿元（年产 50 万吨高端精深加工铝板带项目及年产 50 万吨高精铝合金扁锭项目），并以 18.0 亿元偿还银行贷款和补充流动资金。募投项目均围绕公司“绿色低碳+产业链延伸”战略展开，与现有主业协同紧密，不构成对现有业务产能的替代。

**风光项目毗邻云南电解铝基地就近消纳，与水电形成丰枯时序互补，电力自主可控再上台阶。**电力成本占电解铝生产成本的 40% 以上，电力的自主可控与成本优势是电解铝企业竞争力的核心。本次募投的云南风电、光伏项目均布局于公司云南电解铝基地周边（红河州、文山州），所发电力可就近消纳；从出力特性看，风电出力高峰集中于冬春季，光伏出力高峰集中于春夏季日间，与云南水电的丰枯期形成天然的时序互补，有助于平抑电解铝生产的季节性电力缺口，提升绿电占比与供电稳定性，进一步夯实公司绿电铝的成本与碳足迹优势。山东惠民风电项目所发电力将替代部分向关联方采购的燃煤电力，在优化能源结构的同时降低关联交易规模。

**两个 50 万吨深加工项目落子云南，产业链向高附加值环节延伸。**本次募投的云南智铝年产 50 万吨高端精深加工铝板带项目、云南宏扬年产 50 万吨高精铝合金扁锭项目均紧邻公司云南电解铝生产基地布局，可充分利用“铝水不落地”直供优势，省去铝锭重熔环节，降低能耗与成本。项目投产后，公司铝深加工产能将由目前的约 150 万吨提升至 250 万吨以上，产品结构向高端铝板带、高精铝合金扁锭等高附加值品类升级，深加工板块有望成为继电解铝之后新的利润增长点。

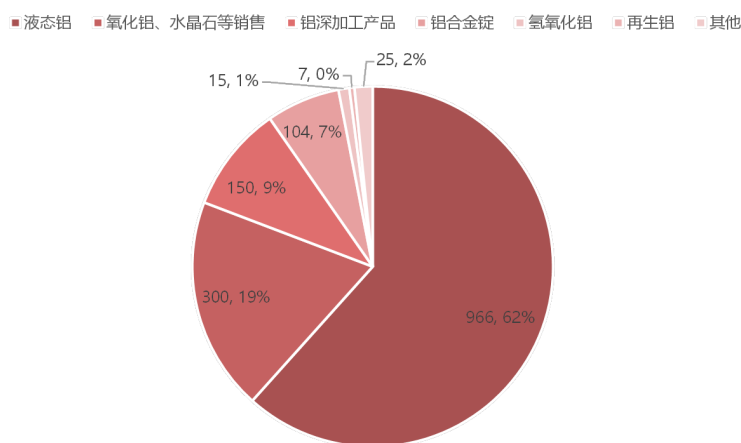
**18 亿元用于还贷补流，资本结构持续优化。**截至 2026 年 3 月末，公司资产负债率为 52.36%，略高于中国铝业、神火股份、天山铝业等同行可比公司水平。本次募资中 18 亿元拟用于偿还银行贷款及补充流动资金，募资到位后公司资本结构将进一步优化，利息支出与财务费用有望下降，为后续产能建设与现金分红留出更大空间。

**发行优化股权结构，即期回报摊薄影响有限。**目前控股股东及其一致行动人合计持股 88.99%，社会公众股持股比例较低；按发行上限测算，本次发行完成后公司总股本将增至 143.34 亿股，社会公众股比例将显著提升，股权结构进一步优化，股票流动性亦将改善。

## 2 一体化产业链：氧化铝—电解铝—铝深加工协同发展

公司构建了高度协同的“氧化铝—电解铝—铝深加工”一体化铝产业链。分产品看，2025 年公司液态铝实现营收 965.89 亿元，营收占比 61.6%，毛利率 22.34%；氧化铝外售实现营收 300.32 亿元，占比 19.2%，毛利率 12.15%；铝深加工产品实现营收 149.61 亿元，占比 9.5%，毛利率 12.98%；铝合金锭实现营收 103.65 亿元，占比 6.6%，毛利率 19.05%。电解铝（液态铝+铝合金锭）合计贡献营收约 68%，是公司收入与利润的核心来源；氧化铝外售为第二大收入来源。公司在山东电解铝生产基地附近配套建设氧化铝生产设施，实现氧化铝与电解铝的集中生产，有效降低物流成本、仓储成本和交易成本，并通过自产氧化铝规避其价格波动带来的成本风险，产业链一体化优势显著。

图表7：重组后公司业务结构（2025 年数据）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 2.1 电解铝：645.9 万吨产能满产运行，贡献核心利润

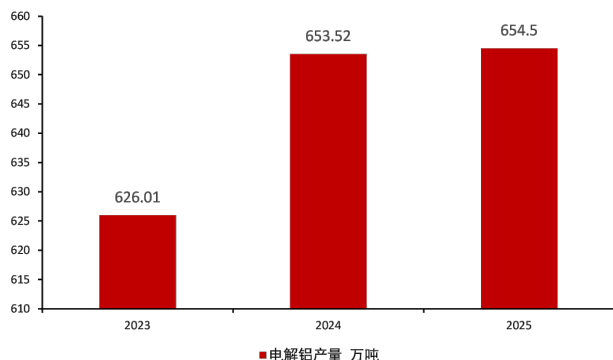
电解铝批复产能 645.9 万吨，连续两年实现满产。截至 2024 年末，宏拓实业电解铝批复产能 645.9 万吨，其中山东产能 497.1 万吨（主要分布于滨州市），云南产能 148.8 万吨（由云南宏泰运营）。2023-2025 年，公司电解铝产量分别为 626.01、653.52 和 654.50 万吨，产能利用率分别为 97%、101%和 101%，2024 年以来持续保持超设计产能的满负荷运行；产销率（含自用）维持在 99%以上，产销衔接紧密。2025 年公司电解铝对外销量 587.10 万吨，同比增长 0.22%，其中液态铝为主要销售形态。

电解铝毛利率持续上行，单吨盈利处于行业第一梯队。2023 年、2024 年、2025 年以及 2026H1，公司电解铝毛利率分别为 10.52%、17.75%、22.34%以及 30.36%，呈持续上行趋势。成本端看，公司凭借充足的铝矾土备货及自有氧化铝产能，成本端相对稳定，盈利能力可以在电解铝价格上行周期中得到充分体现。

技术装备全球领先，能耗指标领跑行业。公司拥有全球首条全系列 600kA 特大型预焙阳极电解槽生产线，全部采用电流强度 400kA 以上的大型预焙阳极电解槽，能耗、排放、智能化

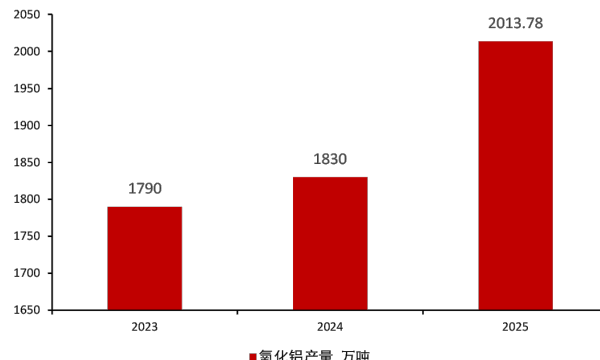
程度均位于行业领先水平；公司于 2016 年、2019 年、2020 年被国家工信部评为电解铝行业唯一的能效领跑者，下属电解铝智能工厂入选工信部卓越级智能工厂（第一批）公示名单。2023 年公司成功研发新一代铝电解迭代技术“铝电解一体化铜炭复合阴极技术开发及应用”，推动电解铝单吨电耗进一步下降。

图表8：电解铝产量情况



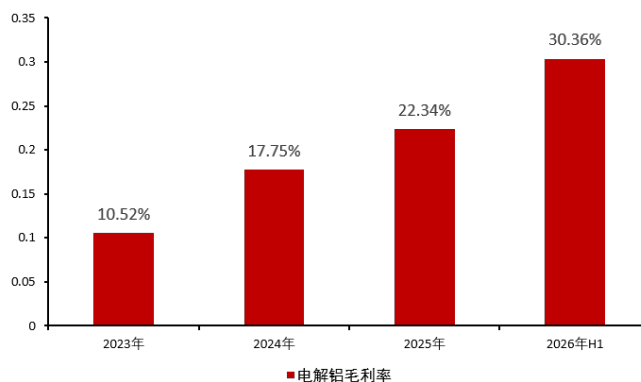
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：氧化铝产量情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表10：电解铝毛利率



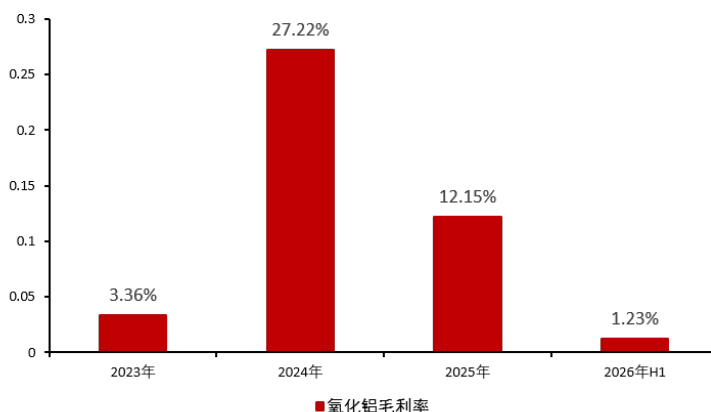
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.2 氧化铝：1900 万吨产能自给加外售，成本保持稳定

氧化铝产能 1,900 万吨全部布局山东滨州，自产自销为主、富余外售。宏拓实业氧化铝产能 1,900 万吨，全部位于山东滨州市，由汇茂新材料（550 万吨）、北海信和（800 万吨）、沾化汇宏（550 万吨）三家全资子公司运营。2025 年 1 月，汇茂新材料关停 250 万吨氧化铝产能并进行产能置换升级。公司自产氧化铝优先保障山东电解铝生产，富余部分对外销售，云南基地所需氧化铝则依靠外购补充。2025 年，公司氧化铝产量 2,013.78 万吨，同比增长 10.05%，产能利用率超过 100%；对外销量 1,114.10 万吨，同比增长 27.86%，主要系产量提升后外售规模扩大。

氧化铝单吨成本稳定，售价随行就市，盈利弹性充分释放。公司成本端基本保持稳定，主要得益于公司保持充足铝矾土备货的经营策略。2024 年氧化铝价格大幅上涨，公司氧化铝毛利率由 3.36% 提升至 27.22%，盈利弹性充分释放；2025 年以来氧化铝价格自高位回落，公司氧化铝销售毛利率降至 12.15%，2026 年 H1 进一步下降至 1.23%，但凭借显著低于行业平均的成本水平，氧化铝板块在价格低位区间仍保持正向盈利，成本优势凸显。

图表11：氧化铝毛利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.3 铝深加工：铝水不落地，集群协同增效

铝水不落地直供下游，产业集群协同效应显著。公司凭借稳定的电解铝供应能力和优质产品品质，吸引下游铝加工企业集聚，逐步形成山东和云南两大铝产业生产基地，实现“铝水不落地”直接转化再生产的供应模式，省去铝锭重熔环节，显著降低下游客户能耗与成本。其中，山东基地可辐射东部沿海、华北、华中等区域，云南基地可辐射西南、华南等区域，实现全国市场覆盖。

深加工产能 150 万吨以上，以“铝锭基价+加工费”模式定价。公司铝深加工产品涵盖热轧、铸轧、冷轧、铝箔四大工艺，合计产能约 150 万吨，以“铝锭基准价+加工费”模式定价，主要盈利来源为加工费。2025 年，公司铝深加工产品产量 78.11 万吨、销量 71.67 万吨，实现营收 149.61 亿元，毛利率 12.98%。2026 年上半年，深加工板块表现亮眼，实现营收 103.97 亿元，毛利率提升至 25.68%，罐体料、罐盖料基材、电池箔坯料、双零箔坯料、印刷版基等高端产品放量，部分产品可替代进口。叠加本次定增募投的两个 50 万吨深加工项目，深加工板块正加速成长为公司第二增长曲线。

### 3 盈利预测和投资建议

中国宏桥分红率持续抬升，高分红基因有望向 A 股平台传导。2021-2025 年，中国宏桥派息率分别为 50%，50%，48%，62%，62%，分红率稳中有升。宏拓实业为中国宏桥在国内的核心资产，电解铝供需紧平衡格局下业绩确定性强，宏桥控股作为中国宏桥体系内的 A 股上市平台，有望传承集团高分红的股东回报传统。

重组后特别分红落地，分红率提升空间广阔。公司 2025 年度实施重组后的特别分红暨年度利润分配：以总股本 130.31 亿股为基数，每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），合计派现 32.58 亿元，占 2025 年归母净利润的 18.2%。需要说明的是，本次分红率偏低主要受母公司报表口径可分配利润（36.25 亿元）约束——重组完成后母公司利润主要来源于子公司分红上收，可分配利润需要时间积累。同时，公司已制定《未来三年（2025-2027 年）股东回报规划》，随着子公司利润持续上收、母公司可分配利润逐步积累，公司分红率具备向中国宏桥 60% 以上水平靠拢的广阔空间。公司经营现金流充沛（2025 年经营活动现金流净额 239.95 亿元）、资本开支高峰已过（云南转移产能陆续转固），高分红的可持续性具备坚实支撑。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 302/281/262 亿元，对应 EPS 为 2.32/2.16/2.01 元，对应当前股价的 PE 分别为 7.74/8.30/8.91 倍。考虑到公司电解铝产能规模全国领先、一体化成本优势显著、产能转移云南持续降本，叠加高分红属性，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 4 风险提示

(1) 铝价大幅下跌风险。公司业绩与电解铝价格高度相关，若全球宏观经济走弱、下游需求不及预期导致铝价大幅下跌，将对公司盈利造成不利影响。

(2) 氧化铝价格下降超预期风险。氧化铝行业新增产能集中投放，若氧化铝价格下降幅度超预期，将压缩公司氧化铝外售业务的盈利空间。

(3) 原材料价格上涨超预期风险。公司铝土矿全部依赖进口，若几内亚等主要供应国政策调整、地缘局势扰动导致铝土矿价格大幅上涨，且成本压力无法顺利传导至下游，将影响公司氧化铝业务盈利能力。

(4) 产能转移进度不及预期风险。公司电解铝产能向云南转移涉及项目建设、产能指标置换等多个环节，若转移进度不及预期，将影响公司降本增效目标的实现。

(5) 电价波动风险。电解铝生产耗电量大，电力成本占总成本比重高，电力价格受煤炭价格、枯丰水期交替、市场化交易等多种因素影响，电价波动将对公司经营业绩造成影响。

**财务报表和主要财务比率**

| 财务报表(百万元)         | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 主要财务比率              | 2025A         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>利润表</b>        |               |               |               |               | <b>成长能力</b>         |               |               |               |               |
| 营业收入              | 156721        | 186442        | 183770        | 181088        | 营业收入                | 4.2%          | 19.0%         | -1.4%         | -1.5%         |
| 营业成本              | 126392        | 141899        | 142040        | 142182        | 营业利润                | 4.4%          | 64.1%         | -6.8%         | -6.8%         |
| 税金及附加             | 1072          | 1305          | 1286          | 1268          | 归属于母公司净利润           | 3.7%          | 69.0%         | -6.8%         | -6.8%         |
| 销售费用              | 47            | 56            | 55            | 54            | <b>获利能力</b>         |               |               |               |               |
| 管理费用              | 1341          | 1603          | 1580          | 1557          | 毛利率                 | 19.4%         | 23.9%         | 22.7%         | 21.5%         |
| 研发费用              | 254           | 373           | 368           | 362           | 净利率                 | 11.4%         | 16.2%         | 15.3%         | 14.5%         |
| 财务费用              | 1661          | 273           | 304           | 136           | ROE                 | 39.2%         | 55.3%         | 44.6%         | 37.0%         |
| 资产减值损失            | -1253         | -11           | -11           | -11           | ROIC                | 28.1%         | 37.9%         | 32.0%         | 27.3%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>25083</b>  | <b>41173</b>  | <b>38376</b>  | <b>35769</b>  | <b>偿债能力</b>         |               |               |               |               |
| 营业外收入             | 29            | 10            | 10            | 10            | 资产负债率               | 59.1%         | 48.5%         | 44.6%         | 41.5%         |
| 营业外支出             | 253           | 100           | 100           | 100           | 流动比率                | 1.21          | 1.63          | 1.99          | 2.34          |
| <b>利润总额</b>       | <b>24858</b>  | <b>41083</b>  | <b>38286</b>  | <b>35679</b>  | <b>营运能力</b>         |               |               |               |               |
| 所得税               | 6102          | 10271         | 9571          | 8920          | 应收账款周转率             | 49.40         | 62.71         | 59.57         | 59.56         |
| <b>净利润</b>        | <b>18756</b>  | <b>30812</b>  | <b>28714</b>  | <b>26759</b>  | 存货周转率               | 3.89          | 4.44          | 4.50          | 4.50          |
| 归母净利润             | 17864         | 30196         | 28140         | 26224         | 总资产周转率              | 1.43          | 1.71          | 1.65          | 1.51          |
| 每股收益(元)           | 1.37          | 2.32          | 2.16          | 2.01          | <b>每股指标(元)</b>      |               |               |               |               |
| <b>资产负债表</b>      |               |               |               |               | 每股收益                | 1.37          | 2.32          | 2.16          | 2.01          |
| 货币资金              | 18473         | 16140         | 27044         | 37379         | 每股净资产               | 3.50          | 4.19          | 4.84          | 5.44          |
| 交易性金融资产           | 1530          | 2030          | 2330          | 2630          | <b>估值比率</b>         |               |               |               |               |
| 应收票据及应收账款         | 3084          | 3470          | 3420          | 3370          | PE                  | 13.08         | 7.74          | 8.30          | 8.91          |
| 预付款项              | 645           | 709           | 710           | 711           | PB                  | 5.13          | 4.28          | 3.71          | 3.30          |
| 存货                | 32411         | 31533         | 31565         | 31596         | <b>现金流量表</b>        |               |               |               |               |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>59325</b>  | <b>57136</b>  | <b>68338</b>  | <b>78971</b>  | 净利润                 | 18756         | 30812         | 28714         | 26759         |
| 固定资产              | 37195         | 34641         | 32041         | 29392         | 折旧和摊销               | 4284          | 3632          | 3678          | 3724          |
| 在建工程              | 3898          | 3971          | 4046          | 4122          | 营运资本变动              | -1551         | -13112        | -11           | -11           |
| 无形资产              | 6547          | 6514          | 6481          | 6448          | 其他                  | 2506          | 145           | 596           | 592           |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>51963</b>  | <b>50062</b>  | <b>47593</b>  | <b>45078</b>  | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>23995</b>  | <b>21478</b>  | <b>32978</b>  | <b>31064</b>  |
| <b>资产总计</b>       | <b>111288</b> | <b>107198</b> | <b>115931</b> | <b>124049</b> | 资本开支                | -5241         | -1310         | -1310         | -1310         |
| 短期借款              | 8831          | 8231          | 7631          | 7031          | 其他                  | -1036         | -521          | -250          | -250          |
| 应付票据及应付账款         | 8493          | 9460          | 9469          | 9479          | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-6277</b>  | <b>-1830</b>  | <b>-1560</b>  | <b>-1560</b>  |
| 其他流动负债            | 31673         | 17287         | 17288         | 17290         | 股权融资                | 0             | -62           | 0             | 0             |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>48997</b>  | <b>34978</b>  | <b>34389</b>  | <b>33800</b>  | 债务融资                | -7904         | -246          | -271          | -271          |
| 其他                | 16727         | 17019         | 17324         | 17629         | 其他                  | -7179         | -21687        | -20244        | -18898        |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>16727</b>  | <b>17019</b>  | <b>17324</b>  | <b>17629</b>  | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>-15083</b> | <b>-21995</b> | <b>-20515</b> | <b>-19169</b> |
| <b>负债合计</b>       | <b>65724</b>  | <b>51998</b>  | <b>51714</b>  | <b>51429</b>  | <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>2468</b>   | <b>-2332</b>  | <b>10903</b>  | <b>10335</b>  |
| 股本                | 1136          | 13031         | 13031         | 13031         |                     |               |               |               |               |
| 资本公积金             | 13156         | 1199          | 1199          | 1199          |                     |               |               |               |               |
| 未分配利润             | 30025         | 34569         | 38790         | 42724         |                     |               |               |               |               |
| 少数股东权益            | -8            | 609           | 1183          | 1718          |                     |               |               |               |               |
| 其他                | 1254          | 5793          | 10014         | 13947         |                     |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>45564</b>  | <b>55201</b>  | <b>64217</b>  | <b>72619</b>  |                     |               |               |               |               |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>111288</b> | <b>107198</b> | <b>115931</b> | <b>124049</b> |                     |               |               |               |               |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所



## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                       | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                       |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048