仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏桥控股（002379）

全产业链资产整合落地，绿电 + 深加工扩张，高分红价值显现

2026 年 09 月 30 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	150,336	156,721	173,157	175,550	178,194
同比（%）	5,494.36	4.25	10.49	1.38	1.51
归母净利润（百万元）	17,228	17,864	31,613	32,150	32,786
同比（%）	11,963.11	3.69	76.97	1.70	1.98
EPS-最新摊薄（元/股）	1.32	1.37	2.43	2.47	2.52
P/E（现价&最新摊薄）	12.31	11.88	6.71	6.60	6.47

投资要点

- **全产业链资产整合完成，为上下游协同能力的持续强化奠定了坚实基础。**2025 年重组后，宏桥控股形成覆盖氧化铝、电解铝、深加工及再生铝的全产业链。上游氧化铝年产能约 1900 万吨，并依托几内亚、澳大利亚等海外铝土矿采购体系实现稳定原料供应；中游合规电解铝产能约 645.9 万吨，基地分布于山东和云南，并持续推进产能向云南转移；下游拥有铝合金锭、深加工及再生铝产品。全产业链协同强化了成本控制、供应保障与盈利稳定性。

- **重大资产重组推动公司业绩体量实现跨越式跃升，宏桥控股红利价值显现。**重组落地后，中国宏桥核心资产回 A，按历史披露口径，2025 年公司营业收入由 2024 年的 34.86 亿元跃升至 1,567.21 亿元，归母净利润由-0.69 亿元提升至 178.64 亿元，公司业绩体量实现跨越式跃升。基于港股中国宏桥既有的现金分红规模（62.46%）和高股息定位，我们测算宏桥控股在上市公司维度的分红比例将达到约 70%，红利价值凸显。

- **拟定增募资不超过 120 亿元，加码“绿电+深加工”。**2026 年 7 月，宏桥控股披露 120 亿元定增预案，本次募资投向清晰，绿电项目包括 11 个风电项目和 6 个光伏项目，合计新增风光装机 1670.25MW，有效提升绿电自给率与供电稳定性，巩固绿电铝成本及低碳优势；两大高端铝深加工项目分别为 50 万吨高端铝板带以及 50 万吨高精铝合金扁锭产能，投产后公司铝深加工产能提升至 200 万吨以上，产品向高附加值铝材品类升级，打造全新利润增长点。

- **海外快速投产节奏下，全球 2027-2028 年电解铝供需格局或仍维持紧平衡：**供给端，考虑到印尼新增产能的快速投放&中东受损产能的修复，我们测算 2027-2028 海外供给增速约为 10.94%/7.18%、全球供给增速约为 4.29%/3.00%；同时考虑到全球制造业的进一步复苏，我们测算全球需求增速 3.41%/3.38%，整体供需格局从 2026 年的大幅紧缺转向紧平衡，考虑到欧美自身电解铝企业的完全成本中枢上移，以及海外补库的硬性需求，我们认为铝价具备长期高位的基本面。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年实现营收分别为 1731.57/1755.50/1781.94 亿元，同比增速分别为 10.49%/1.38%/1.51%；实现归属母公司股东净利润分别为 316.13/321.50/327.86 亿元，同比增速分别为 76.97%/1.70%/1.98%。对应 2026-2028 年的 PE 分别为 6.71/6.60/6.47 倍，与可比公司估值均值相比较为合理，考虑公司铝产业链布局较为清晰、业绩确定性较高，分红比例有望常年维持高位，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期导致铝价下跌风险；原材料保供风险；美元持续上升风险。

证券分析师 刘奕町
执业证书：S0600526060002
liuyt@dwzq.com.cn
证券分析师 徐毅达
执业证书：S0600524110001
xuyd@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.28
一年最低/最高价	13.61/33.44
市净率(倍)	3.66
流通 A 股市值(百万元)	18,500.16
总市值(百万元)	212,146.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.44
资产负债率(%,LF)	44.82
总股本(百万股)	13,031.12
流通 A 股(百万股)	1,136.37

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 宏桥控股：国内铝产业链主型龙头企业 4
1.1. 公司股权架构稳定，张波为其实际控制人 4
1.2. 公司收购宏拓实业，进入全产业链的新阶段 5
1.3. 重组驱动业绩体量跃升，全产业链业务重塑盈利结构 5
1.4. 拟定增募资不超过 120 亿元，加码“绿电+深加工” 8
2. 全产业链资产整合完成，上下游协同强化成本与规模优势 9
2.1. 依托稳定铝土矿供应与国内氧化铝产能，夯实上游原料保障 10
2.2. 电解铝产能规模领先，绿色产能迁移强化长期竞争力 12
2.3. 铝深加工与再生铝协同发展，持续提升产业链附加值 13
3. 供需紧平衡支撑行业盈利，红利价值逐步凸显 13
3.1. 短期视角下，全球库存总量去库斜率陡峭化，铝价具备支撑 13
3.2. 长期视角下，供需或仍维持紧平衡，红利策略将成为投资主题 14
4. 盈利预测与估值 18
5. 风险提示 20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 公司股权架构图（截至 2026 年 7 月）.....4
图 2: 公司发展历程.....5
图 3: 公司收入构成（历史披露口径）.....6
图 4: 公司毛利构成（历史披露口径）.....6
图 5: 公司营业收入及同比增长率（历史披露口径）.....7
图 6: 公司归母净利润及同比增长率（历史披露口径）.....7
图 7: 公司营业收入及同比增长率（调整后口径）.....7
图 8: 公司归母净利润及同比增长率（调整后口径）.....7
图 9: 公司期间费用率拆解（调整后口径）.....8
图 10: 公司固定资产减值损失（调整后口径）.....8
图 11: 中国宏桥股息率处于行业前列.....8
图 12: 宏桥控股产业链布局（截至 2026 年 6 月底）.....10
图 13: 氧化铝价格支撑较强（元/吨）.....11
图 14: 我国铝土矿境外依存度进一步上升.....11
图 15: 宏拓实业云南电解铝年产能产量对比（万吨）.....12
图 16: 宏拓实业山东电解铝年产能产量对比（万吨）.....12
图 17: 2025 年云南省发电结构.....13
图 18: 2026 年 7 月全国主要省份电价（元/度）.....13
图 19: 国内电解铝社会库存（万吨）.....14
图 20: LME 电解铝库存（万吨）.....14
图 21: 国内电解铝产能（万吨）.....15
图 22: 国内电解铝产量（万吨）.....15
图 23: 海外电解铝企业成本与 LME 铝价（美元/吨）.....16
图 24: 2021 年中国电解铝下游需求结构.....17
图 25: 2025 中国电解铝下游需求结构.....17
图 26: 全球电解铝供需平衡表.....17
图 27: 资本开支（亿元，即购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）.....18
图 28: 自由现金流（亿元）.....18

表 1: 宏桥控股定增投向明细.....9
表 2: 赢联盟构成.....11
表 3: 公司营收及毛利情况拆分（百万元）.....19
表 4: 可比公司估值（截至 2026 年 9 月 30 日）.....19

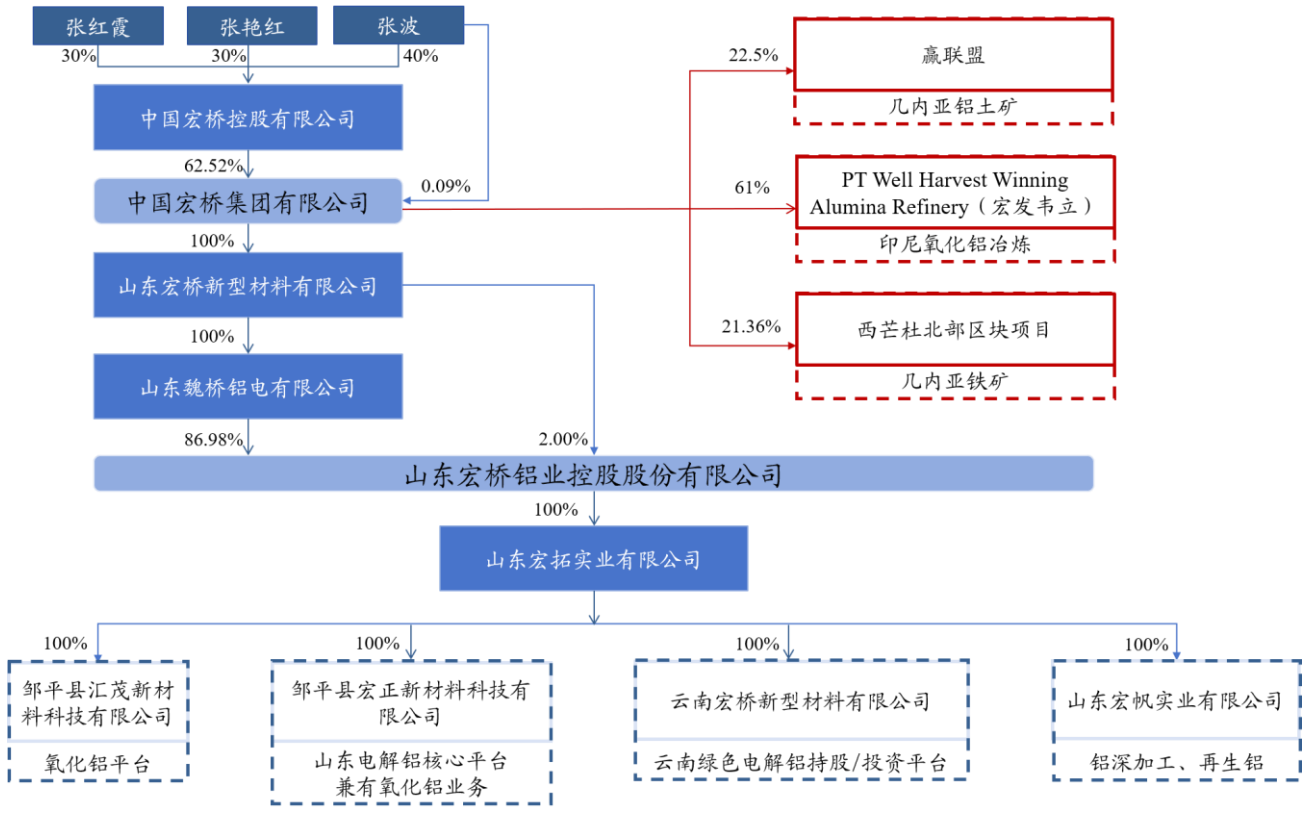
1. 宏桥控股：国内铝产业链主型龙头企业

山东宏桥铝业控股股份有限公司是国内铝产业链主型龙头企业，深耕铝产业全产业链布局，实现铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工全环节自主可控，产品线覆盖氧化铝、电解铝及铝深加工等铝产业全链条，经过多年在铝行业的深耕细作，公司已形成显著的规模、技术、成本、市场以及协同优势，同时公司聚焦绿色生产与高端产品研发，是全球铝产业绿色化、高端化、智能化发展的标杆企业。2025 年公司氧化铝产量 2,013.78 万吨，电解铝产量 654.50 万吨，是全球最大的电解铝生产企业之一。

1.1. 公司股权架构稳定，张波为其实际控制人

公司股权架构较为稳定，控制权高度集中于张氏家族。2025 年重大资产重组前，山东宏桥新型材料有限公司为公司控股股东，持股 22.98%；2025 年公司通过发行股份收购宏拓实业 100%股权后，山东魏桥铝电有限公司持股比例升至 86.98%，成为公司控股股东，山东宏桥持股比例因股份发行被动稀释至 2.00%。截至 2026 年 7 月底，二者合计持股 88.99%。山东魏桥铝电为山东宏桥的全资子公司，并通过中国宏桥集团等上层持股主体最终受张氏家族控制，本次重组仅导致直接控股股东变更，公司实际控制人未发生变化，仍为张波、张红霞及张艳红。其中，张波同时担任宏桥控股董事长及中国宏桥董事会主席，在集团经营管理及战略决策中发挥核心作用。

图1：公司股权架构图（截至 2026 年 7 月）



数据来源：公司公告，iFinD，东吴证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

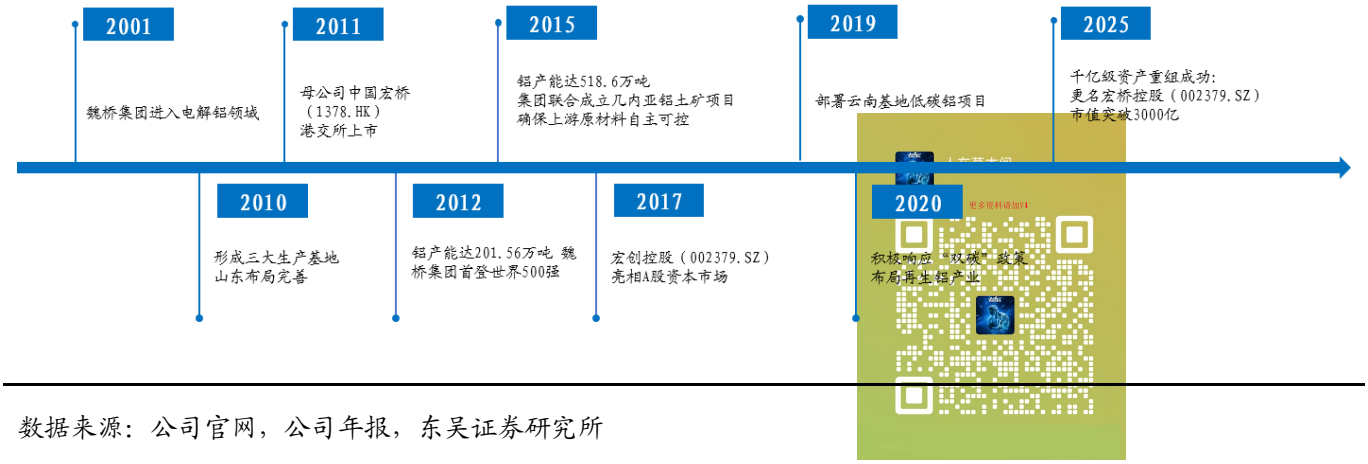
1.2. 公司收购宏拓实业，进入全产业链的新阶段

2000-2016 年，宏桥控股以铝深加工业务为基础，逐步形成铝板带箔产品体系。公司早期主要从事铝板带箔产品的研发、生产和销售，持续完善生产工艺和产品结构，业务覆盖家用箔、容器箔、药用箔及其他铝加工产品。随着生产能力和市场规模不断扩大，公司逐步积累了铝加工领域的制造经验和客户资源，为后续向更完整的铝产业链延伸奠定基础。

2017-2024 年，公司进入宏桥体系，并围绕铝深加工持续发展，为全产业链整合创造条件。2017 年，山东宏桥受让上市公司 28.18%的股份并成为控股股东，公司正式纳入宏桥体系。此后，公司继续深耕铝板带箔等铝深加工业务。与此同时，宏桥体系持续推进产业升级和绿色转型，2019 年开始部署云南低碳铝项目，2020 年进一步布局再生铝产业，逐步形成覆盖氧化铝、电解铝、铝加工及再生铝的产业基础，为后续核心铝资产注入 A 股平台创造条件。

2025 年至今，公司通过重大资产重组实现跨越式升级，正式成为全产业链铝业龙头。2025 年，公司启动重大资产重组，以发行股份方式收购山东宏拓实业 100%股权。重组完成后，公司由以铝深加工为主的企业转型为覆盖氧化铝、电解铝及铝深加工的一体化铝产业链企业，拥有约 645.9 万吨电解铝和 1900 万吨氧化铝年产能。2026 年 1 月，公司正式更名为“山东宏桥铝业控股股份有限公司”，标志着宏桥核心铝产业资产完成 A 股平台整合，公司进入全产业链、绿色化和高质量发展的新阶段。

图2：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

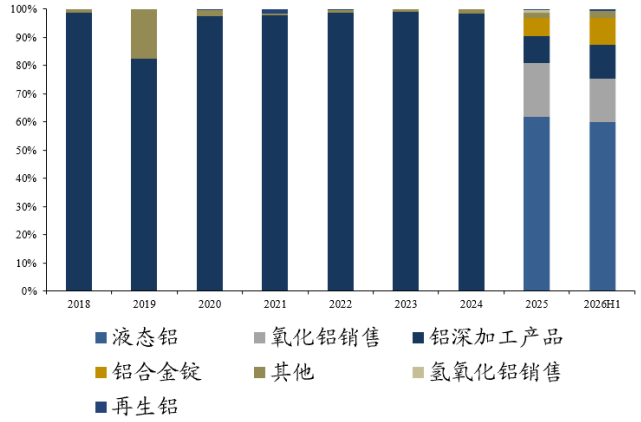
1.3. 重组驱动业绩体量跃升，全产业链业务重塑盈利结构

请务必阅读正文之后的免责声明部分

重组推动公司产品结构由单一铝深加工向全产业链多产品格局转变。收购宏拓实业前，公司主营业务主要集中于铝板带箔等铝深加工产品，产品结构相对单一；重组完成后，宏拓实业旗下氧化铝、电解铝等核心资产注入上市公司，公司产品体系扩展至液态铝、氧化铝、铝深加工、铝合金锭及再生铝等多个环节，形成覆盖铝产业链上中下游的一体化业务布局。

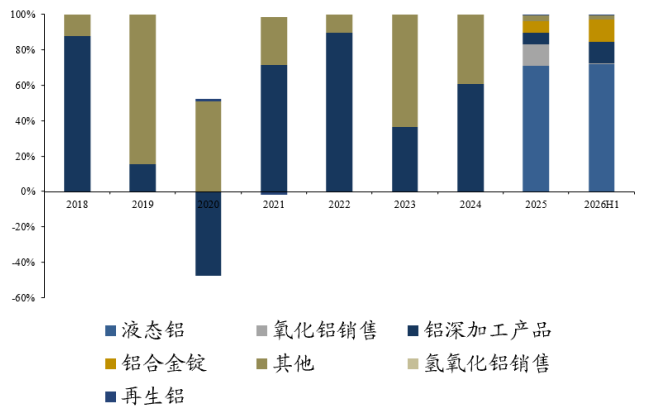
2026 年上半年，液态铝实现收入 519.34 亿元，占营业收入的 60.04%，成为公司第一大产品；氧化铝、铝深加工和铝合金锭分别实现收入 132.61 亿元、103.97 亿元和 83.28 亿元，占比分别为 15.33%、12.02%和 9.63%。整体来看，重组后公司收入结构已由以铝深加工为主，转变为以液态铝为核心、氧化铝及铝加工产品共同贡献的多元化产品结构。

图3：公司收入构成（历史披露口径）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司毛利构成（历史披露口径）

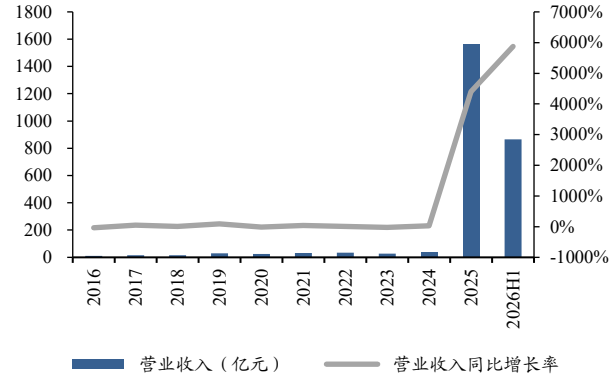


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

重组显著改善公司业绩表现，收购前经营承压、收购后盈利规模快速提升。按历史披露口径，收购前公司 2024 年营业收入为 34.86 亿元，归母净利润为-0.69 亿元，主营业务盈利能力承压；2025 年宏拓实业 100%股权注入后，公司营业收入跃升至 1,567.21 亿元，yoy+4395.43%，归母净利润提升至 178.64 亿元，yoy+25996.02%，业绩体量实现跨越式增长。考虑本次交易构成同一控制下企业合并，按 2025 年年报追溯调整后的可比口径，公司 2025 年营业收入和归母净利润分别同比增长 4.25%和 3.69%，表明剔除并表口径变化后主营业务仍保持稳健。

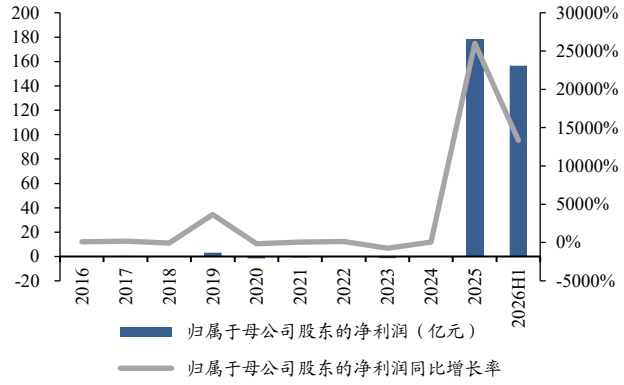
2026 年上半年，公司实现营业收入 865.04 亿元，yoy+11.95%；实现归母净利润 156.45 亿元，yoy+77.02%，利润增速显著快于收入增速，重组后盈利能力进一步释放。

图5：公司营业收入及同比增长率（历史披露口径）



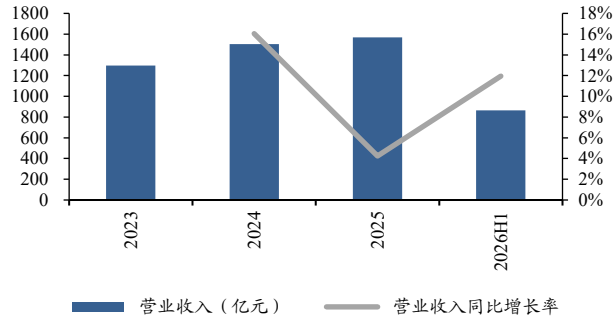
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图6：公司归母净利润及同比增长率（历史披露口径）



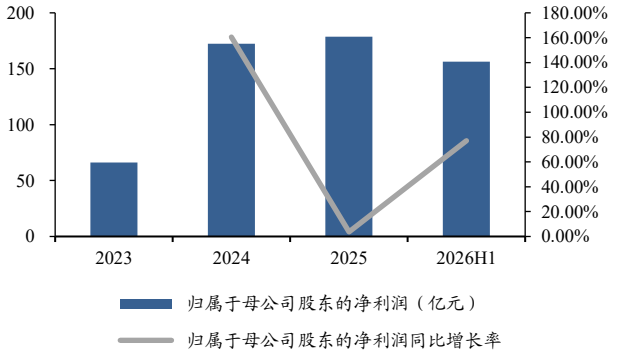
数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：公司营业收入及同比增长率（调整后口径）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图8：公司归母净利润及同比增长率（调整后口径）

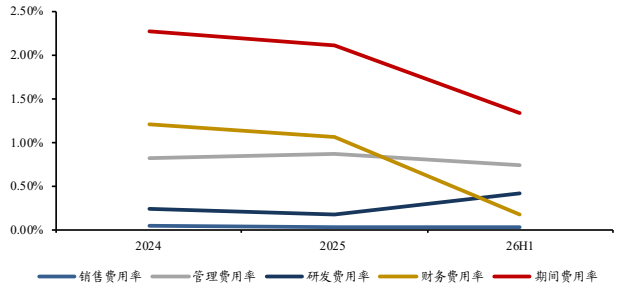


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

规模大幅扩张后期间费用率继续下行，前期固定资产减值已较为充分计提，预计后续大额减值压力有限。2026 年上半年公司销售、管理、研发和财务费用率分别为 0.02%/0.74%/0.17%/0.41%，对应期间费用率为 1.34%，较 2025 年上半年的 2.31%明显下降，重组后规模效应和运营效率进一步体现。与此同时，宏拓实业此前因山东电解铝产能向云南转移以及部分资产预计停用、闲置等原因，对相关固定资产进行了较为充分的减值计提，按追溯口径，宏桥控股 24 年集中计提固定资产减值约 17.30 亿元，25 年以来新增固定资产减值规模显著下降，全年仅计提 2.43 亿元，26 年上半年进一步降至 0.17 亿元。我们认为前期与产能搬迁、停产及闲置资产相关的减值风险已得到较为充分释放，短期内再次出现大额固定资产减值的概率较低。

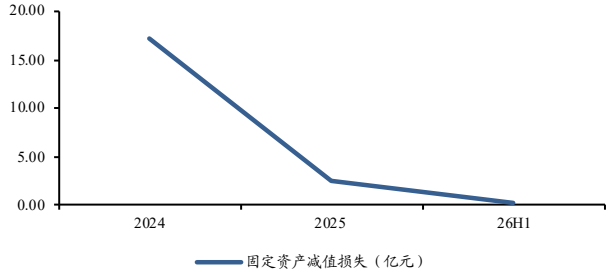
仅供内部参考，请勿外传

图9：公司期间费用率拆解（调整后口径）



数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

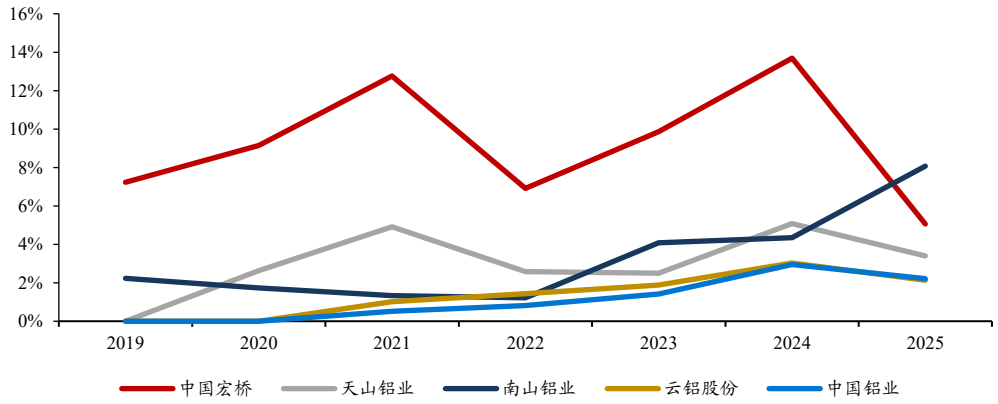
图10：公司固定资产减值损失（调整后口径）



数据来源：iFinD，公司公告，东吴证券研究所

为维持港股端既有分红水平，A 股平台分红率具备提升的必要性。重组完成后，宏桥体系核心氧化铝、电解铝及铝加工资产和相应利润更多集中于 A 股上市平台，A 股平台成为中国宏桥获取经营性现金回流的重要渠道。基于港股中国宏桥既有的现金分红规模（62.46%）和高股息定位，假设后续母公司中国宏桥分红率维持稳定，我们测算宏桥控股在上市公司维度的分红比例将达到约 70%，红利价值凸显。

图11：中国宏桥股息率处于行业前列



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.4. 拟定增募资不超过 120 亿元，加码“绿电+深加工”

2026 年 7 月，宏桥控股披露 120 亿元定增预案，聚焦风光绿电建设+高端铝深加工+优化财务结构，助力公司绿色低碳转型与产业链升级。本次定增拟向不超过 35 名合格

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资者竞价发行，发行股份数量不超发行前总股本 10%，募资总额不超 120 亿元。发行价不低于发行期首日前 20 日均价的 80%，认购股份锁定期 6 个月，目前已通过董事会审议，后续需经深交所及证监会审核注册后方可落地。

本次募资投向清晰，其中 56.5 亿元投入 11 个风电项目、22.5 亿元投入 6 个光伏项目，合计新增风光装机 1670.25MW；23 亿元用于两大高端铝深加工项目，规划新增 50 万吨高端铝板带、50 万吨高精铝合金扁锭产能；剩余 18 亿元用于偿还银行贷款及补充流动资金，所有项目均贴合公司主业，不替代现有产能。

表1：宏桥控股定增投向明细

投向	募资投入（亿元）	项目概况	预计建设周期
风电项目	56.5	11 个子项目，总装机 1055.25MW；云南红河 10 个、山东滨州 1 个；云南风电配套电解铝生产用电，山东项目替代关联方燃煤电，降低关联交易	12~18 个月
光伏项目	22.5	6 个子项目，全部在云南文山砚山，总装机 615MW；与云南水电、风电互补，平滑丰枯季电力波动	12 个月
铝深加工项目	23	云南文山、红河 2 个子项目：年产 50 万吨高端铝板带 + 年产 50 万吨高精铝合金扁锭，延伸电解铝下游，提升产品附加值	24 个月
偿还银行贷款 &补充流动资金	18	降低资产负债率，优化资本结构	
合计	120	—	—

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

绿电项目核心赋能主业降本增效。公司云南风光项目紧邻电解铝生产基地，可就近消纳电力，且风电、光伏出力时段与当地水电丰枯季形成互补，有效弥补季节性电力缺口，提升绿电自给率与供电稳定性，巩固绿电铝成本及低碳优势；山东风电项目可替代关联方燃煤采购，优化能源结构、减少关联交易。电力成本占电解铝生产成本 40%以上，本次风光布局将大幅提升公司电力自主可控能力，筑牢核心竞争壁垒。

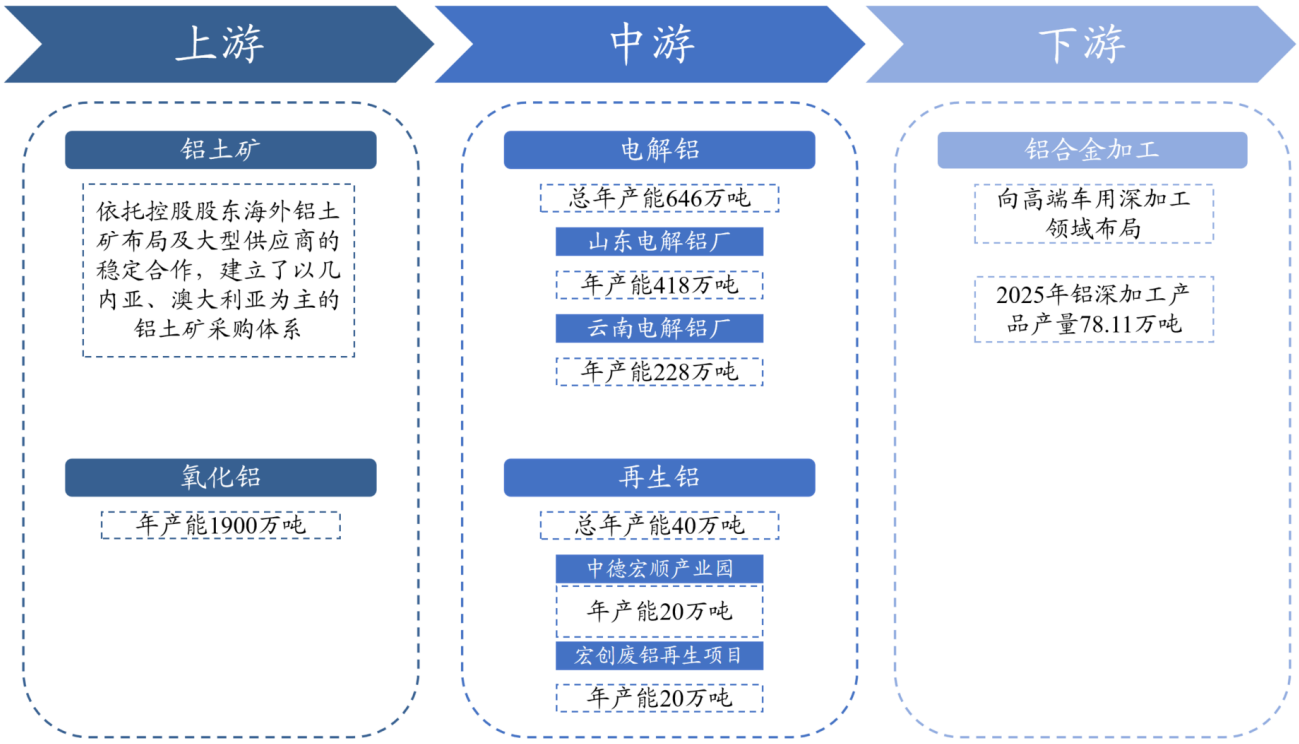
深加工项目推动产业链高端升级。两大新建项目依托云南基地铝水不落地直供优势，省去重熔环节、降低生产能耗，投产后公司铝深加工产能将从 150 万吨提升至 200 万吨以上，产品向高附加值铝材品类升级，打造全新利润增长点。

财务与股权层面同步优化。截至 2026 年 6 月末，公司资产负债率 44.82%，高于行业可比公司，18 亿元还贷补流资金将有效降低财务费用、优化资本结构，为产能建设和股东分红预留空间。同时，本次定增将稀释控股股东高持股比例（当前合计持股 88.99%），提升社会公众股占比，改善股权结构与股票流动性，对即期回报摊薄影响相对有限。

2. 全产业链资产整合完成，上下游协同强化成本与规模优势

全产业链资产整合完成，为上下游协同能力的持续强化奠定了坚实基础。2025 年重大资产重组完成后，宏桥控股形成了覆盖氧化铝、电解铝、铝深加工及再生铝的完整产业链布局，公司由原先以铝深加工为主的企业跨越式升级为国内大型一体化铝产业龙头。上游方面，公司拥有约 1900 万吨氧化铝年产能，并依托控股股东在海外铝土矿资源端的长期布局以及与国际大型供应商形成的稳定合作关系，建立以几内亚、澳大利亚等地区为主要来源的铝土矿采购体系；中游方面，公司拥有约 645.9 万吨合规电解铝年产能，生产基地主要分布于山东和云南，并持续推进电解铝产能向清洁能源资源丰富的云南地区转移；下游方面，公司已形成铝合金锭、铝深加工及再生铝等多元产品体系，全产业链协同进一步增强公司成本控制、产品供应及盈利稳定性。

图12：宏桥控股产业链布局（截至 2026 年 6 月底）



数据来源：公司公告，世铝网、信用跟踪评级报告，东吴证券研究所

2.1. 依托稳定铝土矿供应与国内氧化铝产能，夯实上游原料保障

宏桥控股依托间接控股股东中国宏桥在海外资源端的长期布局，建立了较为稳定的进口铝土矿供应体系。公司氧化铝生产所需铝矾土主要通过间接控股股东中国宏桥参股投资的铝矾土供应体系 SMB-GTS 从几内亚进口，SMB-GTS 每年约 75%的铝土矿优先向公司供应，铝土矿由几内亚直接发往山东港口，确保了公司电解铝、氧化铝生产业务长期以来的供应稳定性。同时公司不断扩展铝矾土的采购渠道，已与澳大

利亚等国家的供应商签署了铝矾土采购合同，降低单一国家或单一供应商波动对氧化铝生产的影响。

表2：赢联盟构成

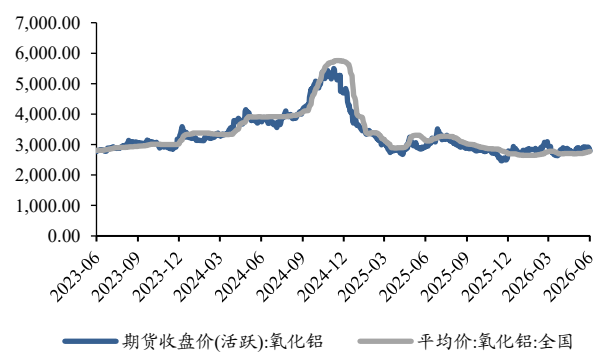
赢联盟联合体成员企业	承担的任务
中国宏桥	铝土矿最终使用方
新加坡韦立国际集团非洲公司	总包、综合管理、内河航运、海运
几内亚 United Mining Supply (UMS)	Rio Nunez 河上 Katougouma 港口建设和运输管理、国内烟台港转运
中国烟台港集团	租赁矿业设备及矿产重型卡车等、公路运输

数据来源：《铝产业“双循环”发展模式实证研究 —以魏桥为例》，公司年报，东吴证券研究所

铝土矿矿端供应收紧，一体化企业具备更高的安全边际。几内亚与印尼正通过出口约束、矿权审批及本地加工要求，加快由原矿出口向资源本地转化转型。尽管几内亚削减铝土矿出口的政策尚未正式落地，但其在“Simandou 2040”框架下推动氧化铝产能建设的方向明确；印尼则在原矿出口禁令基础上进一步收紧 RKAB 审批，以国内消化能力和资源保留目标控制矿端释放。随着资源民族主义升温，两大铝土矿主产国的供给约束持续强化，矿端风险溢价有望上修，铝土矿价格中枢不宜继续看跌，并将通过成本端对氧化铝价格形成支撑。

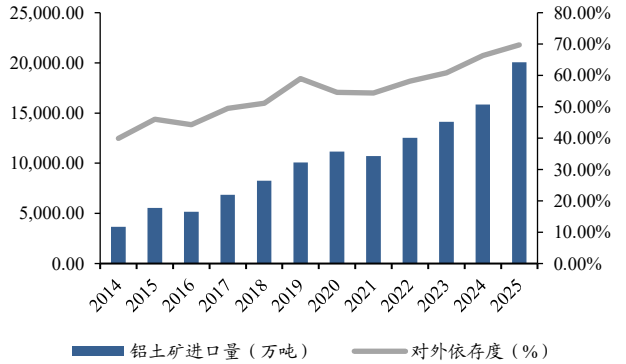
宏桥控股是具备铝土矿、氧化铝至电解铝一体化布局的企业，有望凭借资源保障与成本控制优势获得更高的安全边际和估值空间。

图13：氧化铝价格支撑较强（元/吨）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图14：我国铝土矿境外依存度进一步上升



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

重组完成后，公司拥有约 1900 万吨氧化铝年产能。截至 2025 年底，公司国内氧化

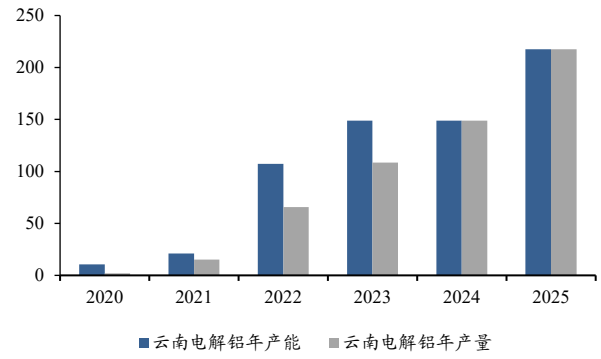
铝产能为 1900 万吨，按照一吨电解铝消耗 1.95 吨氧化铝测算，公司氧化铝可实现完全自给，但公司氧化铝产能主要集中于山东地区，而电解铝产能则在云南和山东两地，考虑到公司云南电解铝产能持续增加，公司实际经营中亦会结合区域运输成本及市场价格，对部分氧化铝进行外销，同时在云南地区进行适量外购，导致名义自给率有所下降。

2.2. 电解铝产能规模领先，绿色产能迁移强化长期竞争力

公司拥有约 645.9 万吨合规电解铝年产能，是国内乃至全球规模领先的电解铝生产企业之一。截至 2026 年 6 月底，宏拓实业电解铝批复产能 645.9 万吨，其中山东产能 418 万吨，云南产能 228 万吨，2025 年公司电解铝产量 654.50 万吨，同比增长 0.15%，销售量 587.10 万吨，同比增长 0.22%，整体保持高负荷稳定运行。从产品结构来看，2025 年液态铝实现收入 965.89 亿元，占公司营业收入 61.63%，毛利率 22.34%；铝合金锭实现收入 103.65 亿元，占营业收入 6.62%，毛利率 19.05%，电解铝相关产品仍是公司最核心的收入和利润来源。

宏拓实业积极推进绿色电解铝转型，产能逐步由山东向云南转移。为响应国家低碳发展政策，公司有序将部分产能由山东向西南地区转移，持续推动绿色铝冶炼转型。截至 2026 年 6 月底，云南区域已累计投产电解铝产能 228 万吨，其中宏泰项目 203 万吨主体工程于 2023 年完成建设并分批投运，宏合项目 193 万吨低碳铝工程亦于同年动工。展望后续，云南基地远期规划总产能有望达到 396 万吨，未来仍有较大提升空间。

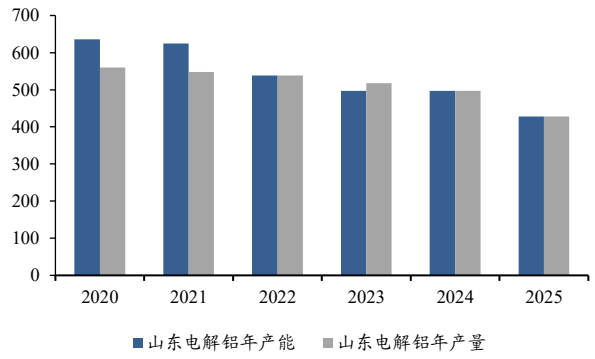
图15：宏拓实业云南电解铝年产能产量对比（万吨）



数据来源：信用跟踪评级报告，东吴证券研究所

注：2024-2025 年产量数据为推测数据

图16：宏拓实业山东电解铝年产能产量对比（万吨）



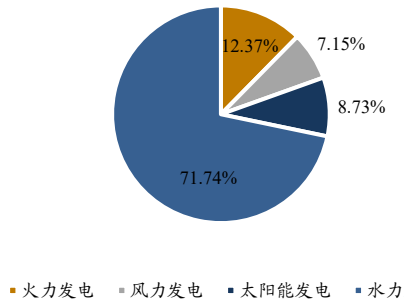
数据来源：信用跟踪评级报告，东吴证券研究所

注：2024-2025 年产量数据为推测数据

云南的电力供给以水电为核心，碳排放水平较低，同时在电价方面具备显著竞争力。云南省电源结构以清洁水电为主导，2025 年全省规模以上工业发电量达 4596.05 亿千瓦

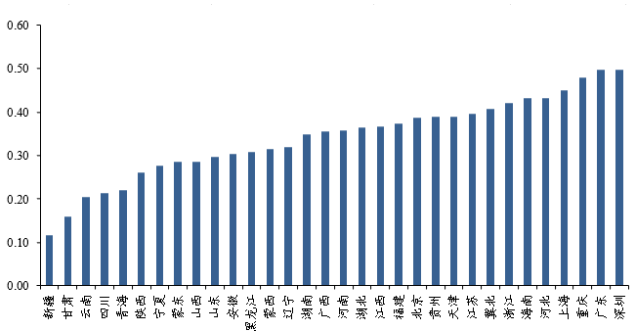
时，同比增长 4.2%，增速高出全国平均水平（2.2%）2 个百分点。其中水力发电量 3297.16 亿千瓦时，较上年同期增长 5.6%，占全部发电量的 71.74%，水电资源禀赋突出。与此同时，云南工业用电价格在全国主要电解铝产区中具备明显成本优势，以 2026 年 7 月为例，其工业用电均价约为 0.21 元/千瓦时，处于各省份较低区间。

图17：2025 年云南省发电结构



数据来源：云南省人民政府，东吴证券研究所

图18：2026 年 7 月全国主要省份电价（元/度）



数据来源：北极星售电网，东吴证券研究所

2.3. 铝深加工与再生铝协同发展，持续提升产业链附加值

在电解铝产能规模优势基础上，公司持续向铝合金和铝深加工环节延伸，形成从铝水到铝合金锭、板带箔等产品的产业链协同。公司铝深加工产品主要应用于包装、印刷、建筑装饰等领域，同时汽车轻量化、新型电力系统、航空航天及电子信息等新兴领域用铝需求持续增长，为公司进一步优化产品结构、提升高附加值产品占比提供新的发展空间。2025 年公司铝深加工产品实现营业收入 149.61 亿元，同比增长 4.28%，毛利率 12.98%；全年铝深加工产品产量 78.11 万吨，同比增长 5.38%，销量 71.67 万吨，同比增长 1.13%。

公司同时积极布局再生铝及循环经济业务，截至 2025 年底公司再生铝年产能达到 40 万吨。其中宏创废铝再生项目年产能 20 万吨，中德宏顺循环科技产业园截至 24 年 3 月已建成再生铝年产能 20 万吨，年回收拆解报废机动车 10 万辆。2025 年公司再生铝产品实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 51.36%，毛利率 21.64%，虽然目前收入体量在公司整体业务中占比较低，但增速较快。随着下游客户对产品低碳属性、再生材料使用比例及可追溯性要求不断提升，再生铝有望成为公司完善绿色铝产业链、提升产品附加值的重要方向。未来，公司有望依托原铝规模优势、铝深加工能力及再生资源回收体系，进一步构建“原铝—加工—回收—再生”的产业闭环，提升全产业链绿色化和高端化水平。

3. 供需紧平衡支撑行业盈利，红利价值逐步凸显

3.1. 短期视角下，全球库存总量去库斜率陡峭化，铝价具备支撑

仅供内部参考，请勿外传

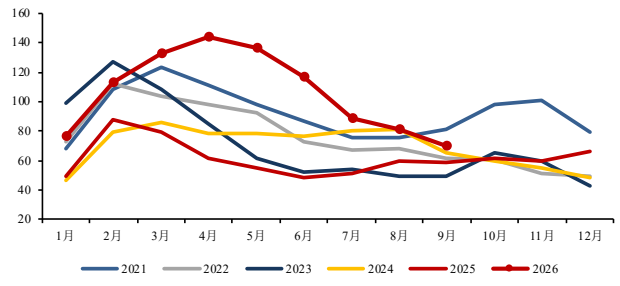
中国社库快速去化，海外延续极低水平。截至 2026 年 9 月 23 日，我国的电解铝社会库存已下行至 70.35 万吨，5 月以来去库量近 70 万吨；海外 LME 库存已经下降至 24.14 万吨，从全球总量角度，铝锭可流通库存已下行至多年来最低水平。

基准情形下，我们认为 2027-2028 年海外下游具备库存需求，将进一步加剧全球库存的紧缺水平：

1）**升水下行后的下游铝企补库：**随着中东地缘冲突导致 EGA、巴林铝业等部分电解铝产能停工，海外铝锭现货升水高企，我们预计海外铝下游加工厂内铝锭周转天数应当处于极低水平。随着后续中东产能的复产以及印尼新投产能的不断释放，我们预计海外铝锭升水将领先于 LME 铝价下行，27-28 年海外下游铝加工企业的主动/被动补库将带来 40-50 万吨的库存转移。

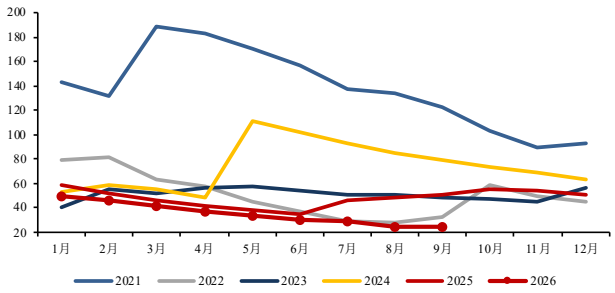
2）**由价差套利驱动的美国主体补库：**2026-07-20 特朗普签署 onshoring 激励公告，即在美国新建 / 扩建原铝冶炼项目，并要求项目须在 2029-01-20 前开工，获批企业可按 25%（当前标准铝锭 Section 232 关税为 50%）进口与项目年产量等量的原铝。核心标杆项目为 Century＋EGA 合资 Inola, Oklahoma 75 万吨/年项目，预计可于 2027 年获得相对应进口配额，由 25%关税价差带来的套利驱动逻辑将主动美国主权补库逻辑。

图19：国内电解铝社会库存（万吨）



数据来源：钢联，东吴证券研究所

图20：LME 电解铝库存（万吨）



数据来源：钢联，东吴证券研究所

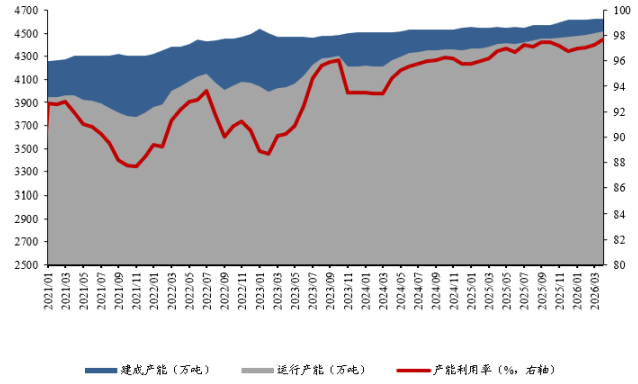
3.2. 长期视角下，供需或仍维持紧平衡，红利策略将成为投资主题

中国电解铝产能供给约束仍然有效，当前行业产能接近上限。截至 2026 年 6 月，中国电解铝开工产能已达 4520.90 万吨，市场对其突破“4500 万吨红线”较为担忧，但“4500 万吨”更多是行业对产能约束的简化表述，清理整顿后形成的合规产能上限约为 4543 万吨/年，当前开工规模尚未实质突破政策边界。与此同时，我国新增电解铝项目

请务必阅读正文之后的免责声明部分

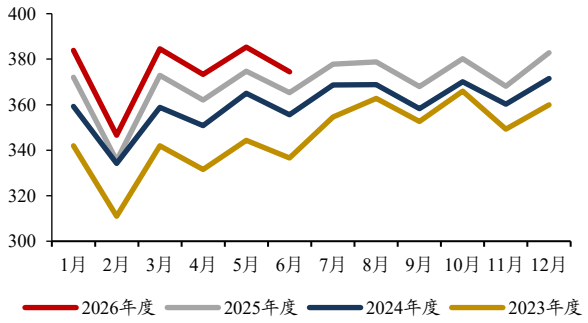
均须通过产能置换取得合规指标，不来自置换的新增产能不具备合法性，因此现有项目投产主要体现为存量指标在区域和企业间重新配置，而非产能总量扩张。此外，《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》再次强调电解铝产能总量约束，并对新置换项目的能耗、环保绩效、电解槽规模及清洁能源使用比例提出更高要求。总体看，当前行业产能接近上限，但供给约束并未放松，未来增量仍将受到指标、能耗及环保等多重限制。

图21：国内电解铝产能（万吨）



数据来源：钢联，东吴证券研究所

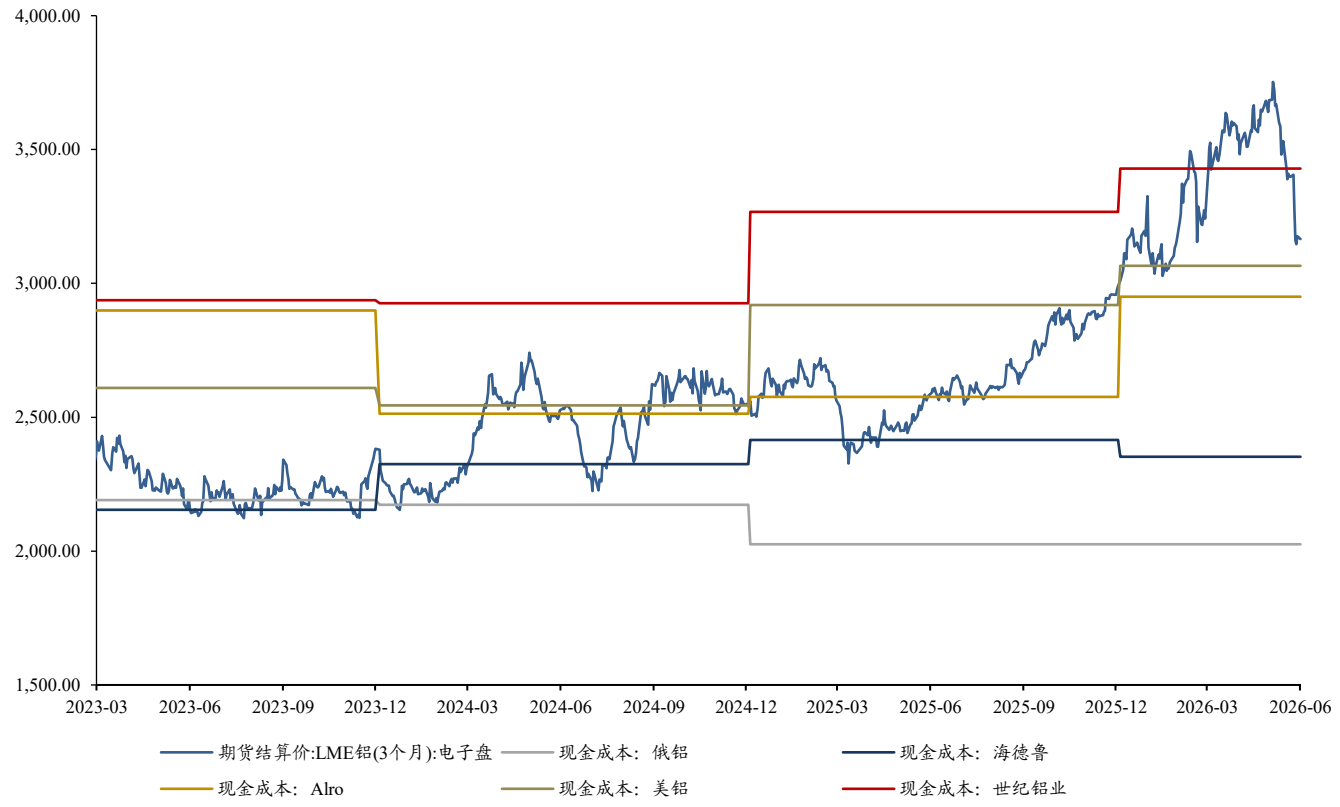
图22：国内电解铝产量（万吨）



数据来源：钢联，东吴证券研究所

海外电解铝增速面临电力需求挤压，海外铝企完全成本中枢上移将制约整体产能投放进度。电解铝作为高耗能金属，新建海外具备经济性条件的铝厂通常需要约 10–20 年的长期稳定低价电力合同。而当下 AI 需求规模化兴起，数据中心需要消耗大量的电力的同时愿意承担更高的电价，2026 年 2 月，Century 将 Hawesville 铝厂出售给数据基础设施公司 TeraWulf，把高耗电铝厂旧址改造成 AI/HPC 数据中心，以利用它原有的大容量电力。我们以 2026 年 Q1 测算口径看，世纪铝业、美铝、Alro 的完全成本分别约为 3614、3204、3010 美元/吨，部分中枢已高于当前 3200 美元/吨的 LME 铝价水平，考虑到电力、氧化铝及区域升水等因素仍对海外冶炼成本形成支撑，当前铝价已压缩至海外部分边际产能利润空间，成本曲线抬升预计将对铝价下方形成较强支撑。

图23：海外电解铝企业成本与 LME 铝价（美元/吨）

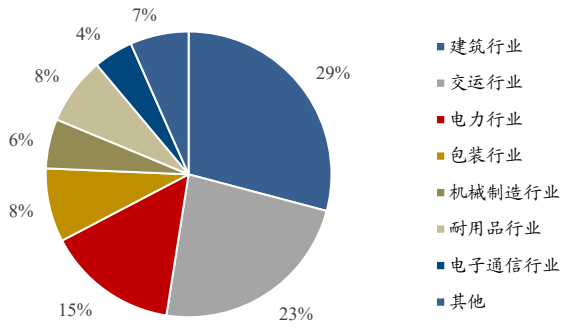


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电解铝下游需求发生结构性转变，新需求占比进一步增长。随着双碳政策的进一步落实，以及我国产业结构的转型，电解铝下游需求正在从传统的地产主导转向绿色能源需求主导，根据东吴证券研究所测算，我国建筑用铝占比从 2021 年的 29%下降至 2025 年的 20%，地产的弱势对整体用铝量的影响正在逐步降低，而交运及电力行业用铝占比将从 2021 年的 23%和 15%上升至 2025 年的 24%以及 27%。

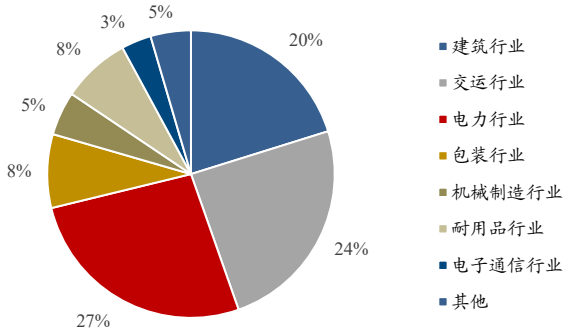
仅供内部参考，请勿外传

图24：2021 年中国电解铝下游需求结构



数据来源：国家统计局、安泰科、阿拉丁，海关总署，东吴证券研究所测算

图25：2025 中国电解铝下游需求结构



数据来源：国家统计局、安泰科、阿拉丁，海关总署，东吴证券研究所测算

海外快速投产节奏下，全球 2027-2028 年供需或仍维持紧平衡。供给端，考虑到印尼新增产能的快速投放&中东受损产能的修复，我们测算 2027-2028 海外供给增速约为 10.94%/7.18%、全球供给增速约为 4.29%/3.00%；同时我们考虑到随着国内光伏与汽车板块的需求修复，以及全球制造业的进一步复苏，给予全球需求增速 3.41%/3.38%，整体供需格局从 2026 年的大幅紧缺转向紧平衡，考虑到欧美自身电解铝企业的完全成本中枢上移，以及海外补库的硬性需求，我们认为铝价具备长期高位的基本面。

图26：全球电解铝供需平衡表

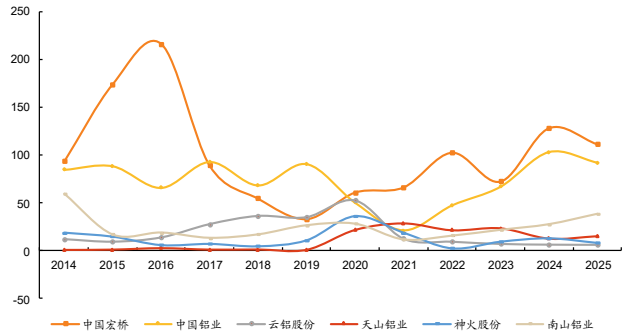
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
中国供需平衡								
国内需求（万吨）	4007.6	4061.6	4299.3	4511.5	4630.5	4640.6	4839.3	5043.2
YOY		1.35%	5.85%	4.94%	2.64%	0.22%	4.28%	4.21%
国内原铝产量（万吨）	3850.3	4014.4	4160	4310	4405.6	4533.4	4533.4	4533.4
YOY		4.26%	3.63%	3.61%	2.22%	2.90%	0.00%	0.00%
中国原铝供需平衡（万吨）	59.4	161.3	-242.6	-261	-334.7	-244.4	-307.3	-485.5
海外供需平衡								
海外电解铝产量（万吨）	2887.8	2875.7	2910.5	2964.2	3021.4	2924.9	3244.9	3477.9
YOY		-0.42%	1.21%	1.85%	1.93%	-3.19%	10.94%	7.18%
海外电解铝总需求（万吨）	2883.4	2838.9	2731.7	2778.1	2819.7	2870.9	2928.3	2986.9
YOY		-1.54%	-3.78%	1.70%	1.50%	1.82%	2.00%	2.00%
海外电解铝供需平衡（万吨）	4.4	36.8	178.8	186.1	201.7	54.0	316.6	491.0
全球供需平衡								
全球电解铝产量（万吨）	6738.1	6890.1	7070.5	7274.2	7427	7458.3	7778.3	8011.3
YOY		2.26%	2.62%	2.88%	2.10%	0.42%	4.29%	3.00%
全球电解铝需求（万吨）	6891.0	6900.5	7031.0	7289.6	7450.2	7511.5	7767.6	8030.1
YOY		0.14%	1.89%	3.68%	2.20%	0.82%	3.41%	3.38%
全球供需平衡（万吨）	-152.89	-10.43	39.50	-15.40	-23.20	-53.18	10.66	-18.76

数据来源：国家统计局、阿拉丁、CRU、东吴证券研究所测算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

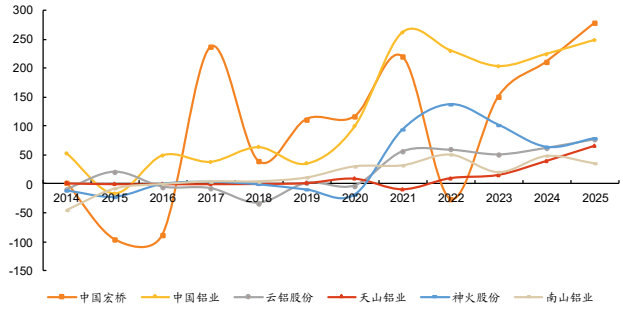
铝企盈利有望打破周期性轮回，红利策略成为投资主题。自 2017 年供给侧改革后，行业从“增量竞争”转向“存量优化”。企业无法再通过扩张规模来竞争，资本开支逐年回落。供需格局在产能受限和新质生产力需求支撑下趋于紧平衡，行业利润维持在较高水平，为企业改善资产负债表提供了充足的现金流，我国电解铝企业股息率也随资本开支强度下降而上升，红利策略将成为新的投资主题。

图27：资本开支（亿元，即购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：自由现金流（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

基于宏观经济状况及公司自身经营情况，我们对未来公司细分业务以及电解铝价格做出核心假设：

细分业务产量：1）电解铝业务：公司电解铝业务近乎满产，产能的搬迁并不会影响实际产量的释放，预计公司 2026-2028 年云南及山东电解铝产量分别为 230 万吨/270 万吨/300 万吨，以及 425 万吨/385 万吨/325 万吨，公司近三年电解铝销量维持在 569 万吨；2）氧化铝业务：公司氧化铝业务维持满产状态，随着公司调整自身电解铝产能结构，预计公司 2026、2027、2028 年氧化铝销量分别为 1,198 万吨、1,275 万吨、1,332 万吨；3）铝合金加工业务：随着公司逐步加大其自身产能利用率情况，预计公司 2026 至 2028 年铝深加工产品销量为 88 万吨、95 万吨、100 万吨；

细分业务价格：1）电解铝业务：从供需层面，我国电解铝产能天花板已趋近，海外新投产能落地速度不及预期，未来全球电解铝产量增速较为温和，而需求端则受到全球经济触底回升的影响而抬升，新能源需求有望持续维持两位数增速，我们预计 2026-2028 年含税铝价均值为 24,000/23,800/23,800 元/吨；2）氧化铝业务：基于我国铝土矿对几内亚矿的高度依赖，以及几内亚自身政府控价保证税收的诉求，我们认为在矿价向下有底

的情况下，氧化铝价格具备一定支撑，我们预计 2026-2028 年国内氧化铝含税铝价均值为 2,700 元/吨。

表3：公司营收及毛利情况拆分（百万元）

	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
电解铝	营业收入	1069.5	1202.2	1192.1	1192.1
	毛利	235.5	394.4	388.1	390.3
	毛利率	22.02%	32.80%	32.55%	32.74%
氧化铝	营业收入	315.5	286.2	304.5	318.3
	毛利	36.7	-3.5	-3.5	-3.5
	毛利率	11.62%	-1.21%	-1.13%	-1.08%
铝合金加工	营业收入	149.6	206.1	221.7	234.4
	毛利	19.4	52.9	59.04	59.04
	毛利率	12.98%	25.68%	26.62%	25.19%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

根据公司自身经营策略，公司主要业务板块可分为电解铝、氧化铝，以及铝加工板块，中国铝业、天山铝业、南山铝业、中孚实业，以及云铝股份在上述业务板块和公司较为相近，故选择这五家铝产业链公司作为可比公司。

我们预计公司 2026-2028 年实现营收分别为 1731.57/1755.50/1781.94 亿元，同比增速分别为 10.49%/1.38%/1.51%；实现归属母公司股东净利润分别为 316.13/321.50/327.86 亿元，同比增速分别为 76.97%/1.70%/1.98%。对应 2026-2028 年的 PE 分别为 6.71/6.60/6.47 倍，与可比公司估值均值相比较为合理，考虑公司铝产业链布局较为清晰、业绩确定性较高，分红比例有望常年维持高位，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表4：可比公司估值（截至 2026 年 9 月 30 日）

证券简称	股票代码	股价（元/股）	PE			EPS（摊薄）（元/股）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国铝业	601600.SH	8.93	6.33	6.17	6.25	1.41	1.45	1.43
天山铝业	002532.SZ	12.18	6.30	5.97	5.81	1.93	2.04	2.10
南山铝业	600219.SH	4.71	10.34	8.47	7.19	0.46	0.56	0.66
中孚实业	600595.SH	5.95	6.26	6.28	6.35	0.95	0.95	0.94
云铝股份	000807.SZ	26.20	6.35	5.91	5.66	4.13	4.43	4.63
均值			7.11	6.56	6.25	1.78	1.88	1.95
宏桥控股	002379.SZ	16.28	6.71	6.60	6.47	2.43	2.47	2.52

数据来源：Wind，东吴证券研究所，可比公司预测值来自 2026 年 9 月 30 日 Wind 一致预期

5. 风险提示

1）下游需求不及预期导致铝价下跌风险

铝的下游消费主要为房地产、电力和交通。地产端，若后续地产竣工端疲软则对用铝需求影响较大；电力端，光伏为主要用铝增长方向，若因经济衰退导致光伏组件需求量降低，则对用铝需求影响较大；交通端看来，新能源汽车为主要汽车用铝需求增长方向，若后续因政策变动导致新能源汽车增长放缓，则对用铝需求影响较大。

2）原材料保供风险

公司氧化铝业务依赖海外进口铝土矿，而重要来源国几内亚政策多变，若公司因几内亚政府大幅收紧矿权从而无法保证铝土矿的供应，则氧化铝业务面临重大风险。

3）美元持续上升风险

铝作为大宗商品具备一定的金融属性，美元若持续走强将对铝价形成压制作用。

仅供内部参考，请勿外传

宏桥控股三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**59,325**	**71,281**	**82,354**	**94,741**
货币资金及交易性金融资产	20,002	31,557	41,700	53,340
经营性应收款项	3,809	4,147	4,208	4,271
存货	32,411	32,256	32,923	33,404
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,103	3,321	3,523	3,726
非流动资产	**51,963**	**52,003**	**51,401**	**49,502**
长期股权投资	296	296	296	296
固定资产及使用权资产	37,510	40,773	41,103	39,637
在建工程	3,898	780	156	31
无形资产	6,547	6,239	5,931	5,623
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	43	43	43	43
其他非流动资产	3,670	3,872	3,872	3,872
资产总计	**111,288**	**123,284**	**133,755**	**144,243**
流动负债	**48,997**	**51,396**	**52,125**	**52,679**
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,964	13,584	13,584	13,584
经营性应付款项	8,502	8,581	8,755	8,882
合同负债	1,429	1,578	1,600	1,624
其他流动负债	27,102	27,653	28,186	28,589
非流动负债	**16,727**	**16,710**	**16,710**	**16,710**
长期借款	14,531	14,531	14,531	14,531
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	306	306	306	306
其他非流动负债	1,890	1,872	1,872	1,872
负债合计	**65,724**	**68,105**	**68,835**	**69,389**
归属母公司股东权益	45,571	55,091	64,736	74,571
少数股东权益	(8)	88	184	283
所有者权益合计	**45,564**	**55,178**	**64,920**	**74,854**
负债和股东权益	**111,288**	**123,284**	**133,755**	**144,243**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**156,721**	**173,157**	**175,550**	**178,194**
营业成本(含金融类)	126,392	127,551	130,150	132,027
税金及附加	1,072	1,160	1,176	1,194
销售费用	47	52	53	53
管理费用	1,341	1,482	1,502	1,525
研发费用	254	281	285	289
财务费用	1,661	923	811	713
加:其他收益	250	276	280	284
投资净收益	148	0	0	0
公允价值变动	(43)	0	0	0
减值损失	(1,275)	(471)	(20)	(20)
资产处置收益	49	0	0	0
营业利润	**25,083**	**41,512**	**41,833**	**42,657**
营业外净收支	(225)	(225)	(225)	(225)
利润总额	**24,858**	**41,287**	**41,609**	**42,432**
减:所得税	6,102	9,579	9,362	9,547
净利润	**18,756**	**31,708**	**32,247**	**32,885**
减:少数股东损益	892	95	97	99
归属母公司净利润	**17,864**	**31,613**	**32,150**	**32,786**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.37	2.43	2.47	2.52
EBIT	26,950	42,210	42,420	43,145
EBITDA	31,234	46,353	47,001	48,023
毛利率(%)	19.35	26.34	25.86	25.91
归母净利率(%)	11.40	18.26	18.31	18.40
收入增长率(%)	4.25	10.49	1.38	1.51
归母净利润增长率(%)	3.69	76.97	1.70	1.98

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	23,995	37,201	37,984	38,926
投资活动现金流	(6,277)	(4,550)	(4,725)	(3,725)
筹资活动现金流	(15,083)	(21,639)	(23,616)	(24,061)
现金净增加额	2,468	11,055	9,643	11,140
折旧和摊销	4,284	4,143	4,582	4,879
资本开支	(5,241)	(4,225)	(4,225)	(3,225)
营运资本变动	(1,551)	(74)	(201)	(193)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	3.50	4.23	4.97	5.72
最新发行在外股份（百万股）	13,031	13,031	13,031	13,031
ROIC(%)	26.73	41.57	37.16	34.01
ROE-摊薄(%)	39.20	57.38	49.66	43.97
资产负债率(%)	59.06	55.24	51.46	48.11
P/E（现价&最新股本摊薄）	11.88	6.71	6.60	6.47
P/B（现价）	4.66	3.85	3.28	2.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn