

中国宏桥 China Hongqiao Group (1378.HK)

完成重大资产重组，受益于铝价提升

Completed major asset restructuring & Benefiting from the increase in aluminum prices

最新动态

- **2025 年归母净利润预计为 170.0-200.0 亿元。**公司预计 2025 年归母净利润为 170.0-200.0 亿元（2024 年调整后归母净利润为 172.28 亿元）；扣非净利润为亏损 3.0-4.1 亿元（2024 年调整后扣非净利润为 8625.91 万元）。宏桥控股实施重大资产重组，通过发行股份的方式购买山东宏拓实业有限公司 100% 股权，于 2025 年 12 月 31 日完成资产交割及股权工商变更等相关工作，宏拓实业纳入宏桥控股合并报表范围。由于宏桥控股与宏拓实业属于同一最终控制方，该交易构成同一控制下的企业合并，根据相关企业会计准则的规定，宏桥控股已对 2024 年财务数据进行了追溯调整。上述调整后的 2024 年数据未经审计。同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益约人民币 180-210 亿元，计入非经常性损益项目。

动向解读

- **电解铝生产成本下降，企业利润扩大明显。**2026 年 1 月电解铝市价超预期上涨，触及历史新高，而氧化铝现货价格小幅下跌，处于偏低位水平，电解铝厂生产成本较上月下降，而铝厂盈利空间扩大明显。截至 1 月 30 日，我国电解铝企业算数平均生产成本 15747.31 元/吨附近，较上月降 149.18 元/吨，环比降幅 0.94%，同比降幅 19.26%；行业平均盈利 8295.19 元/吨，较上月增加 2266.98 元/吨，环比增幅 37.61%，同比增幅 1354.91%。加权平均生产成本 14804.09 元/吨，较上月减少 177.55 元/吨，降幅 1.19%。本期电解铝产能成本在 16000 元/吨以下的产能规模为 3572.2 万吨，占比 81.21%；16000-17000 元/吨产能规模为 815.5 万吨，占比 18.54%；17000-18000 元/吨产能规模为 11.2 万吨，占比 0.25%；暂无 18000-19000 元/吨产能规模、产能成本大于 19000 元/吨产能规模。
- **美元体系变局下，电解铝站上新周期起。**2026 年开年电解铝市场迎来历史性行情，1 月上旬创下历史新高后，下旬在美元、贵金属、地缘等扰动下再度冲高后深度回撤。回顾本轮行情，美元重挫是核心驱动，特朗普第二任期后的关税博弈、对美联储施压、地缘上的破坏规则等，加速了世界范围内去美元化进程，贵金属站在前沿，主导了基本金属的波动。回顾 2025 年的美元与铝价，可以发现自特朗普上台后，便是本轮美元走弱的开始，去美元化与多元化的进程正在加速。在去美元体系与新货币体系的进程之中，无论是地缘、能源、化工、矿产金属、农产品等的博弈，都是围绕着这个进程进行，在这样的进程下以贵金属及铜铝为代表的具有良好基本面结构与价值承载体的商品易涨难跌。后市来看，铝价再次突破新高回撤后，短期或延续宽幅震荡局面。近期的情绪集中释放后，春节前后一周的情绪端或相对为温和，弱基本面的压力施压，铝价或承压震荡，综合来看预计 2 月运行区间或放大至 23000-24500 元/吨。
- **受 4500 万吨产能“天花板”及“双碳”目标约束，新增产能管控收紧。**2021-2025 年中国电解铝产能整体延续增长，从 4376.9 万吨增至 4515.8 万吨，五年平均增长率 1.01%。受 4500 万吨产能“天花板”及“双碳”目标约束，新增产能管控收紧，行业以产能置换、区域转移为主，产能从东中部向西北、西南转移，2025 年建成产能增幅仅 0.44%，运行产能稳步提升。当前电解铝建成产能已达 4500 万吨“天花板”限制，未来新增产能较少。在产能刚性约束和“双碳”目标指引下，未来电解铝行业产能变化或仍以产能置换和产能转移为主。

策略建议

- **盈利预测。**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 186.75、252.99、271.76 亿元。结合可比公司估值考虑到公司为电解铝行业龙头给予一定估值溢价，给予公司 2026 年 16 倍 PE，按照港元兑人民币 0.89 汇率计算，对应目标价为 45.58 港币，给予“买入”评级。

主要财务数据及预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	156169	165503	195545	205812
同比（%）	17%	6%	18%	5%
净利润（百万元）	22372	18675	25299	27176
同比（%）	95%	-17%	35%	7%
EPS	2.36	1.87	2.54	2.72
PE	4.43	17.03	12.57	11.71

资料来源：公司年报（2024），OpenDeIP；备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

可比上市公司估值比较（2026年2月4日）

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	净利润（亿元）			PE（倍）		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
2600.HK	中国铝业	HKD2518	124	145.35	203.97	18	15	11
000933.CH	神火股份	RMB733	43.07	51.57	60.96	17	14	12
平均						18	15	12

资料来源：OpenDeIP

风险提示

产品价格波动的风险、环保与合规的风险、外汇风险、产能政策限制的风险。

我国电解铝产能分布广、产能集中。从产能分布的区域结构来看，中国电解铝产能具有分布广、产能集中度高的特点。全国 17 个省份有电解铝产能的分布，其中，山东地区产能规模 669 万吨，稳居首位，约占全国总产能的 14.81%；云南、内蒙古、新疆及甘肃分列第二、三、四、五位，占比分别为 14.79%、14.55%、14.02%、6.78%；排名前五的省份总产能为 2933.2 万吨，占全国总产能的 64.95%左右。山西、贵州、广西、福建、重庆等省份产能占全国总产能的 35.05%左右。

电解铝产能从中东部向清洁能源富集的西南、西北地区转移。从产能转移视角来看，资源导向和政策导向是驱动中国电解铝行业产能分布变化的重要因素。电解铝行业属于典型的高耗能、高排放行业，每吨铝在生产过程中需消耗约 13500 度电，还会产生氟化氢、一氧化碳等有害气体，需要净化后才能排放，在“双碳”目标及各地环保政策的共同推动下，中国电解铝行业不断推进绿色转型，进一步带动行业产能分布的变化，即产能从中东部地区逐步向西北地区和西南地区转移。具体来看，一方面受资源导向影响，西部地区电力供应充足且成本优势突出，中国电解铝产能积极向西进，在新疆、内蒙古、青海等地区建厂，利用当地的资源以降低生产成本；另一方面在政策导向推动下，随着供给侧改革的深化以及“双碳”进程的推进，电解铝产能开始更多向水电、风电、光电等清洁能源丰富的区域集中，西南、西北地区正是这类区域的代表。其中，云南地区凭借丰富的水电资源和优越的地理位置，成为了产能转移的主要承接地，承接了大部分转移过来的产能，而 2025 年云南地区的电解铝产能占比已超过 14%。

行业产能触及“天花板”背景下，电解铝产能增长放缓。近五年中国电解铝产能整体保持增长由 2021 年的 4376.9 万吨增加至 2025 年 4515.8 万吨，五年平均增长率为 1.01%。2017 年以来，在国家供给侧结构性改革战略指引下，电解铝行业设定 4500 万吨产能上限，新增产能管控同步收紧。期间，行业深入推进违法违规产能整顿工作，通过清退、淘汰落后及违规产能，结束了此前产能盲目扩张的无序状态，行业产能出现下滑。2020 年“双碳”目标提出后，电解铝行业朝着绿色、低碳方向发展，产能置换、产能转移成为行业发展的主流趋势，而随着产能置换后的新增产能逐渐释放，至 2023 年复产进程基本完毕。步入 2025 年，在行业产能触及“天花板”背景下，电解铝产能增长放缓，年内新增产能十分有限，行业主要产能运行平稳。

就未来三个月来看，在美元信用秩序走弱背景下，贵金属及有色金属这类优质资产的上涨皆有流通属性的支撑，地缘扰动、美联储、国内的宏观调控、需求端的良好叙事等因素最终导向利多的概率皆被放大，因而一季度铝价预计维持强势局面，但随着板块的轮动与实际需求的负反馈传达，因此预计 3 月份基本面配合带动铝价再上新高，月均价或涨至 24500 元/吨左右，利好的减弱或在二季度出现，4 月情绪阶段性降温，均价或回撤至 24000 元/吨以下。后市来看，预计 2026 年电解铝建成产能将维持高位，年内净新增产能逐步释放，运行产能稳步增长。受产能刚性约束，新增产能有限，行业仍以产能置换和区域转移为主。区域分布上，西北、西南地区占比将持续提升，山东产能占比预计回落，整体产能运行平稳。

财务报表分析和预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	109,825	122,502	144,106	161,081	营业收入	156,169	165,503	195,545	205,812
现金	44,770	48,577	60,900	80,669	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	16,376	13,715	21,839	15,582	营业成本	114,006	128,412	148,314	156,184
存货	37,344	48,264	50,612	53,510	销售费用	661	695	821	864
其他	11,334	11,946	10,755	11,320	管理费用	4,993	5,291	6,062	6,380
非流动资产	119,340	121,421	127,297	128,980	研发费用	1,155	1,241	1,467	1,544
固定资产	75,393	77,473	83,350	85,032	财务费用	4,125	3,214	2,632	1,870
无形资产	368	368	368	368	除税前溢利	32,797	27,065	36,665	39,385
其他	43,579	43,579	43,579	43,579	所得税	8,252	6,766	9,166	9,846
资产总计	229,165	243,923	271,403	290,060	净利润	24,546	20,299	27,499	29,539
流动负债	76,983	78,942	87,573	86,606	少数股东损益	2,173	1,624	2,200	2,363
短期借款	45,104	45,804	46,504	47,204	归属母公司净利润	22,372	18,675	25,299	27,176
应付账款及票据	14,931	14,933	19,559	16,763					
其他	16,948	18,205	21,510	22,639	EBIT	35,354	29,864	38,882	40,840
非流动负债	33,569	37,569	41,569	45,569	EBITDA	41,878	33,783	43,006	45,158
长期债务	25,781	29,781	33,781	37,781	EPS（元）	2.36	1.87	2.54	2.72
其他	7,788	7,788	7,788	7,788					
负债合计	110,552	116,511	129,142	132,175	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	619	619	619	619	成长能力				
储备	106,962	114,137	126,786	140,047	营业收入	16.87%	5.98%	18.15%	5.25%
归属母公司股东权益	107,800	114,975	127,624	140,885	归属母公司净利润	95.21%	-16.53%	35.47%	7.42%
少数股东权益	10,814	12,437	14,637	17,000	获利能力				
股东权益合计	118,613	127,412	142,261	157,885	毛利率	27.00%	22.41%	24.15%	24.11%
负债和股东权益	229,165	243,923	271,403	290,060	销售净利率	14.33%	11.28%	12.94%	13.20%
					ROE	20.75%	16.24%	19.82%	19.29%
					ROIC	13.96%	11.03%	13.10%	12.61%
					偿债能力				
					资产负债率	48.24%	47.77%	47.58%	45.57%
					净负债比率	22.02%	21.20%	13.63%	2.73%
					流动比率	1.43	1.55	1.65	1.86
					速动比率	0.90	0.90	1.06	1.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.70	0.76	0.73
					应收账款周转率	11.64	11.00	11.00	11.00
					应付账款周转率	8.58	8.60	8.60	8.60
					每股指标（元）				
					每股收益	2.36	1.87	2.54	2.72
					每股经营现金流	3.59	1.96	3.28	3.69
					每股净资产	11.38	11.52	12.79	14.12
					估值比率				
					P/E	4.43	17.03	12.57	11.71
					P/B	0.92	2.77	2.49	2.26
					EV/EBITDA	2.99	10.22	7.85	7.14

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2026 年 2 月 4 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：OpenDelp

分析师介绍

分析师庄怀超，拥有北京航空航天大学本科学位和香港大学金融学硕士学位，主要覆盖能源化工和材料行业。

该分析师 2022-2024 年曾任职于海通国际研究部，团队 2022 年获得过亚洲货币第一名，该分析师 2025 年加入环球富盛理财有限公司，继续覆盖化工和新材料行业。环球富盛理财有限公司是一家香港的持牌券商机构，成立于 2014 年。

该分析师曾在 wind 发布报告超过 600 篇，主要覆盖标的包括：

- 1) 化工&化肥：东岳集团、环球新材国际、中国联塑、阜丰集团、中国三江化工、浦林成山、中海石油化学、中国旭阳集团、龙蟠科技、彩客新能源、天德化工、中国心连心化肥、中化化肥、米高集团、大成生化科技；
- 2) 能源&公用事业：中创新航、中集安瑞科、新奥能源、长江基建集团、中煤能源、宏华集团、中海油田服务、安东油田服务、惠生工程、协合新能源、绿色动力环保、中国光大绿色环保、首钢资源、新特能源、中裕能源；
- 3) 有色&材料：中国宏桥、紫金黄金国际、万国黄金集团、潼关黄金、中国军王、中广核矿业、稀美资源、首佳科技、信义光能、华新水泥、华润建材科技、大明国际。



微信：zhuangcharles

邮箱：charles.zhuang@gpf.com.hk

电话：(852) 9748 7114; (86) 188 01353 3537

COMPANY RATING DEFINITION

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating		Definition
Buy	买入	Relative Performance > 15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is favorable.
Accumulate	收集	Relative Performance is 5% to 15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is favorable.
Neutral	中性	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the Company or sector is neutral.
Reduce	减持	Relative Performance is -5% to -15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is unfavorable.
Sell	卖出	Relative Performance < -15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is unfavorable.

SECTOR RATING DEFINITION

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating		Definition
Outperform	跑赢大市	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	中性	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	跑输大市	Relative Performance < -5%; Or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

DISCLOSURE OF INTERESTS

- (1) The Analysts and their associates do not serve as an officer of the issuer mentioned in this Research Report.
- (2) The Analysts and their associates do not have any financial interests in relation to the issuer mentioned in this Research Report.
- (3) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries do not hold equal to or more than 1% of the market capitalization of the issuer mentioned in this Research Report.
- (4) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries have not had investment banking relationships with the issuer mentioned in this Research Report within the preceding 12 months.
- (5) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries are not making a market in the securities in respect of the issuer mentioned in this Research Report.
- (6) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries have not employed an individual serving as an officer of the issuer mentioned in this Research Report. There is no officer of the issuer mentioned in this Research Report associated with Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries.

DISCLAIMER

This Research Report does not constitute an invitation or offer to acquire, purchase or subscribe for securities by Global Prosperity Financial Company Limited. Global Prosperity Financial Company Limited and its group companies may do business that relates to companies covered in research reports, including investment banking, investment services, etc. (for example, the placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or invest proprietarily).

Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment strategies expressed orally or in written form by sales persons, dealers and other professional executives of Global Prosperity Financial Company Limited group of companies. Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment decisions made by the asset management and investment banking groups of Global Prosperity Financial Company Limited.

Though best effort has been made to ensure the accuracy of the information and data contained in this Research Report, Global Prosperity Financial Company Limited does not guarantee the accuracy and completeness of the information and data herein. This Research Report may contain some forward-looking estimates and forecasts derived from the assumptions of the future political and economic conditions with inherently unpredictable and mutable situation, so uncertainty may contain. Investors should understand and comprehend the investment objectives and its related risks, and where necessary consult their own financial advisers prior to any investment decision.

This Research Report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Global Prosperity Financial Company Limited and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.