

成功实施重大资产重组，静待铝价上涨业绩再创新高

宏桥控股 (002379.SZ)

核心观点

- 2025年公司实现营业收入1567亿元，同比+4.25%（调整后，下同）；实现归母净利润178.64亿元，同比+3.69%。
- 2025年，公司电解铝产量654.50万吨，氧化铝产量2,013.78万吨，受益于电解铝价格上涨，公司业绩整体呈现稳中有增态势。
- 海外供应中断数量扩大，国内库存临近拐点，电解铝内外价差开始修复，静待国内铝材出口提速，铝价中枢持续上移。
- 重组后特别分红32.6亿元，公司将持续以高派息兑现回馈股东。

事件

公司发布2025年年度报告

2025年公司实现营业收入1567亿元，同比+4.25%（调整后，下同）；实现归母净利润178.64亿元，同比+3.69%。拟向全体股东每10股派发现金红利2.5元（含税）。

简评

成功实施重大资产重组，通过发行股份方式购买宏拓实业100%股权

2025年公司实施重大资产重组，通过发行股份的方式购买宏拓实业100%股权，并于12月31日完成资产交割及股权工商变更等相关工作，宏拓实业纳入公司合并报表范围。公司通过实施重大资产重组转型升级为集氧化铝、电解铝及铝深加工生产与销售于一体的“链主型龙头企业”，产品线覆盖氧化铝、电解铝及铝深加工等铝产业全链条，具有全球领先的规模优势和重要的市场地位，龙头地位稳固。2025年，公司电解铝产量654.50万吨，氧化铝产量2,013.78万吨，分别约占全国当年产量的14.80%、21.67%，是全球最大的电解铝生产企业之一。

首次评级

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

010-56135290

SAC 编号:S1440521110005

覃静

qinjing@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080002

SFC 编号:BWC080

邵三才

shaosancai@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070004

发布日期：2026年04月19日

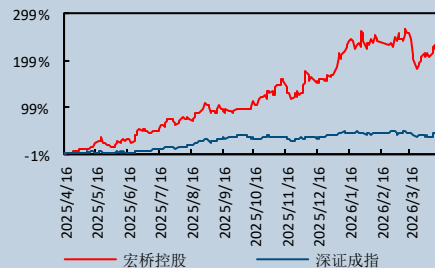
当前股价：29.12元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-10.85/-9.18	-2.82/-0.42	204.63/181.21
12月最高/最低价(元)		32.53/8.83
总股本(万股)		1,303,111.82
流通A股(万股)		113,637.38
总市值(亿元)		3,683.90
流通市值(亿元)		321.25
近3月日均成交量(万)		2429.96
主要股东		
山东魏桥铝电有限公司		86.98%

股价表现



相关研究报告

受益于电解铝价格上涨，公司业绩整体呈现稳中有增态势

产量：2025 年公司电解铝产量 654.5 万吨（+0.15%），氧化铝产量 2013.78 万吨（+10.05%），铝深加工产量 78.11 万吨（+5.38%）；

销量：2025 年公司电解铝销量 587.1 万吨（+0.22%），氧化铝销量 1114.1 万吨（+27.86%），铝深加工销量 71.67 万吨（+1.13%）；

吨售价：2025 年公司电解铝吨售价 1.82 万元，氧化铝吨售价 2696 元，铝深加工吨售价 2.09 万元；

吨成本：2025 年公司电解铝吨成本 1.42 万元，氧化铝吨成本 2368 元，铝深加工吨成本 1.82 万元；

受益于电解铝价格上涨，公司实现营收 1567 亿元，同比+4.25%（调整后，下同）；其中液态铝+铝合金锭收入约 1070 亿元（毛利率约 22%），氧化铝收入约 300 亿元（毛利率约 12%），铝深加工收入约 150 亿元（毛利率约 13%）。

公司将继续有序开展电解铝产能向云南转移工作，推动清洁能源占比的持续提升，推动公司绿色能源的优势日益凸显，实现低碳铝产量逐年稳步增长：通过产能转移，公司能够依托云南省丰富的水电、新能源资源优势提升可再生能源使用占比，实现绿色低碳发展，并有效满足我国南方铝消费市场的需求。

海外供应中断数量扩大，电解铝国内库存临近拐点，铝价将站稳 2.5 万元/吨

中东最大铝生产商阿联酋环球铝业（EGA）旗下的塔维拉（Al Taweelah）冶炼厂遭伊朗导弹和无人机袭击后，已经因为冶炼设备的“失控停机”被迫停止运营，2025 年其产量 160 万吨，4 月 3 日其表示：“要重启电解铝生产，必须先修复基础设施并逐步恢复每一组电解槽的运转。初步评估显示，完全恢复电解铝生产可能需要长达 12 个月”。此前，卡塔尔能源因电力供应问题对 66 万吨产能进行 40% 的降负荷处理，减产 26.5 万吨；巴林铝业因氧化铝问题对其 160 万吨产能进行约 20% 的压产，减产 30 万吨。此外，中东剩余运行产能仍面临原料枯竭继续关停的风险。即便之后海峡恢复，关停产能的恢复也需要时间。此外，天然气价格大幅上涨，欧洲电力价格也随之上行，欧洲地区在上一轮俄乌战争中由于能源价格上行，关停了 1/3 电解铝在运行产能，美伊冲突同样影响着欧洲目前在运行的 336 万吨电解铝产能安全。2026 年中国电解铝产出已接近达峰，海外新增产能释放缓慢，当前中东的地缘摩擦加速供需格局的恶化，铝价中枢有望持续上移。

重组后特别分红 32.6 亿元

为回馈投资者同时彰显发展信心，公司决定实施本次重组后的特别分红暨 2025 年度利润分配预案：以公司现有总股本 130.3 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 2.5 元（含税），合计派发现金股利 32.6 亿元。预计公司将持续以高派息兑现回馈股东。

投资建议：预计公司 2026 年-2028 年归母净利润分别为 332 亿元、364 亿元和 380 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 11.44、10.43 和 9.98 倍，考虑到公司在氧化铝及电解铝行业地位及低成本优势，给予公司“买入”评级。

图表 1: 公司重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,486.22	156,720.85	172,611.58	179,075.29	182,965.56
增长率 (%)	29.73	4,395.43	10.14	3.74	2.17
净利润 (百万元)	-68.98	17,863.54	33,169.96	36,383.82	38,040.53
增长率 (%)	52.50	25,996.02	85.69	9.69	4.55
ROE (%)	-3.52	39.20	61.58	57.79	52.49
EPS (元/股, 摊薄)	-0.01	1.37	2.55	2.79	2.92
P/E (倍)	-5,500.96	21.24	11.44	10.43	9.98
P/B (倍)	193.62	8.33	7.04	6.03	5.24

资料来源: Wind, 中信建投

图表 2: 公司主营业绩预测简表 (亿元, %)

		2025	2026E	2027E	2028E
电解铝 (液态铝+铝合金锭)	收入	1070	1217	1268	1294
	成本	834	816	816	816
	毛利	236	401	452	478
	毛利率	22.0	33	36	37
氧化铝	收入	300	298	304	314
	成本	264	258	282	302
	毛利	36	40	22	12
	毛利率	12	13	7	4
营业收入		1567	1726	1791	1830
归母净利润		179	332	364	380

资料来源: 公司公告, 中信建投

风险分析

(1) 铝价下跌的风险: 公司整体营收和利润与电解铝价格高度相关, 而电解铝需求与宏观经济关联性较强, 若电解铝因为供需趋弱价格跌幅较大, 将影响公司业绩; 根据我们测算, 若铝价较我们假设值下跌 1000 元, 公司归母净利润将较当前盈利预测值下降 40 亿元。

(2) 电价波动风险: 电解铝生产耗电量大, 电力成本占总成本的比重高。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, 因此存在因电力价格波动对经营业绩造成影响的风险;

(3) 云南限电风险: 公司电解铝部分产能已经或将置换至云南, 若当地限电可能影响公司未来电解铝产销量。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,946.22	59,324.71	71,534.65	83,460.86	103,025.80
现金	488.67	18,472.50	17,261.16	27,671.94	46,214.04
应收票据及应收账款合计	481.79	3,163.62	15,107.43	15,673.15	16,013.64
其他应收款	48.06	169.46	1,879.47	1,949.85	1,992.21
预付账款	9.41	645.31	477.98	495.88	506.65
存货	468.96	32,410.75	26,278.31	26,802.73	27,229.12
其他流动资产	449.32	4,463.07	10,530.30	10,867.31	11,070.14
非流动资产	1,180.91	51,963.06	38,384.89	24,737.98	11,010.96
长期投资	0.00	295.62	303.88	312.15	320.42
固定资产	857.63	37,509.63	25,911.33	14,211.26	2,409.42
无形资产	255.23	6,547.08	5,263.68	3,980.28	2,696.88
其他非流动资产	68.05	7,610.74	6,906.00	6,234.29	5,584.24
资产总计	3,127.13	111,287.77	109,919.55	108,198.84	114,036.76
流动负债	1,050.09	48,996.69	44,467.28	38,365.40	38,984.74
短期借款	100.16	8,831.35	6,879.24	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	576.71	8,492.52	17,720.72	18,074.35	18,361.89
其他流动负债	373.22	31,672.82	19,867.32	20,291.04	20,622.85
非流动负债	117.21	16,727.50	11,596.20	6,881.42	2,589.87
长期借款	113.99	14,837.22	9,705.92	4,991.14	699.59
其他非流动负债	3.22	1,890.28	1,890.28	1,890.28	1,890.28
负债合计	1,167.29	65,724.19	56,063.48	45,246.81	41,574.60
少数股东权益	0.00	-7.53	-7.53	-7.53	-7.53
股本	1,136.37	1,136.37	1,136.37	1,136.37	1,136.37
资本公积	1,167.76	13,156.12	13,156.12	13,156.12	13,156.12
留存收益	-344.30	31,278.62	39,571.11	48,667.06	58,177.19
归属母公司股东权益	1,959.83	45,571.11	53,863.60	62,959.55	72,469.68
负债和股东权益	3,127.13	111,287.77	109,919.55	108,198.84	114,036.76

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-13.95	24,032.78	31,504.76	49,600.95	51,253.63
净利润	-68.98	18,755.73	33,169.96	36,383.82	38,040.53
折旧摊销	106.42	4,321.67	13,553.40	13,655.18	13,735.29
财务费用	-7.83	1,660.76	874.34	427.39	8.70
投资损失	-7.28	-148.25	-128.27	-128.27	-128.27
营运资金变动	-102.24	-1,502.86	-15,998.60	-738.06	-403.50
其他经营现金流	65.95	945.74	33.92	0.89	0.89
投资活动现金流	-24.92	-6,276.57	119.11	119.11	119.11
资本支出	5.32	3,457.97	0.00	0.00	0.00
长期投资	-30.00	-1,008.98	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-0.24	-8,725.56	119.11	119.11	119.11
筹资活动现金流	188.14	-15,082.57	-32,835.22	-39,309.28	-32,830.64
短期借款	100.16	8,731.19	-1,952.10	-6,879.24	0.00
长期借款	-6.06	14,723.23	-5,131.30	-4,714.78	-4,291.55
其他筹资现金流	94.04	-38,536.99	-25,751.81	-27,715.26	-28,539.09
现金净增加额	161.85	2,505.83	-1,211.35	10,410.78	18,542.10

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,486.22	156,720.85	172,611.58	179,075.29	182,965.56
营业成本	3,426.16	126,392.44	123,320.75	125,781.75	127,782.75
营业税金及附加	19.47	1,071.70	1,180.37	1,224.57	1,251.17
销售费用	11.90	46.83	51.58	53.51	54.67
管理费用	42.07	1,340.91	1,476.88	1,532.18	1,565.47
研发费用	52.18	254.34	280.13	290.61	296.93
财务费用	-7.83	1,660.76	874.34	427.39	8.70
资产减值损失	-52.55	-1,252.64	-1,379.65	-1,431.31	-1,462.41
信用减值损失	-5.16	-22.53	-24.82	-25.75	-26.31
其他收益	35.02	249.59	250.00	250.00	250.00
公允价值变动收益	7.21	-42.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.28	148.25	128.27	128.27	128.27
资产处置收益	0.02	49.23	50.00	50.00	50.00
营业利润	-65.04	25,082.80	44,451.34	48,736.49	50,945.43
营业外收入	1.00	28.54	28.54	28.54	28.54
营业外支出	0.13	253.26	253.26	253.26	253.26
利润总额	-65.04	24,858.07	44,226.61	48,511.76	50,720.70
所得税	3.94	6,102.34	11,056.65	12,127.94	12,680.18
净利润	-68.98	18,755.73	33,169.96	36,383.82	38,040.53
少数股东损益	0.00	892.19	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-68.98	17,863.54	33,169.96	36,383.82	38,040.53
EBITDA	33.56	30,840.50	58,654.36	62,594.33	64,464.69
EPS (元)	-0.01	1.37	2.55	2.79	2.92

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	29.73	4395.43	10.14	3.74	2.17
营业利润(%)	53.28	38156.29	77.22	9.64	4.53
归属于母公司净利润(%)	52.50	25996.02	85.69	9.69	4.55
获利能力					
毛利率(%)	1.72	19.35	28.56	29.76	30.16
净利率(%)	-1.98	11.40	19.22	20.32	20.79
ROE(%)	-3.52	39.20	61.58	57.79	52.49
ROIC(%)	-4.67	383.45	52.50	53.63	67.64
偿债能力					
资产负债率(%)	37.33	59.06	51.00	41.82	36.46
净负债比率(%)	-14.01	11.40	-1.26	-36.03	-62.81
流动比率	1.85	1.21	1.61	2.18	2.64
速动比率	1.35	0.48	0.80	1.22	1.69
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.41	1.57	1.66	1.60
应收账款周转率	19.91	53.70	27.86	27.86	27.86
应付账款周转率	16.60	15.49	11.08	11.08	11.08
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.01	1.37	2.55	2.79	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	1.84	2.42	3.81	3.93
每股净资产(最新摊薄)	0.15	3.50	4.13	4.83	5.56
估值比率					
P/E	-5500.96	21.24	11.44	10.43	9.98
P/B	193.62	8.33	7.04	6.03	5.24
EV/EBITDA	293.95	1.50	6.72	5.96	5.44

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

王介超

金属新材料首席分析师，中南大学硕士，高级工程师，一级建造师，咨询师，曾主编 GB/T18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利，擅长金属新材料及建筑材料产业研究，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

覃静

金属新材料联席首席分析师，中南大学有色冶金硕士，2010-2022 年从事大宗商品期货研究和策略，曾获“上期所优秀产业服务团队”、“上期所优秀分析师”。2022 年加入中信建投证券研究发展部金属新材料团队，负责工业金属行业研究，擅长价格判断和标的挖掘，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

邵三才

金属和金属新材料行业分析师，上海财经大学投资学学士/硕士，2022 年加入中信建投证券研究发展部，2023/2024 年新财富上榜团队成员，2023/2024 年金麒麟上榜团队成员，2023/2024 年上海证券报最佳分析师上榜团队成员，2024 年水晶球上榜团队成员，2023/2024 年 Wind “金牌分析师” 上榜团队成员，2024 年 21 世纪金牌分析师上榜团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk