

2026年04月25日

中国宏桥 (01378.HK)

投资评级：买入（首次）

——全球电解铝龙头，兼具一体化优势与高分红属性

证券分析师

田源

SAC: S1350524030001

tianyuan@huayuanstock.com

张明磊

SAC: S1350525010001

zhangminglei@huayuanstock.com

田庆争

SAC: S1350524050001

tianqingzheng@huayuanstock.com

项祈瑞

SAC: S1350524040002

xiangqirui@huayuanstock.com

陈轩

SAC: S1350525120001

chenxuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年04月22日

收盘价 (港元)	36.30
一年内最高/最低 (港元)	41.36/13.18
总市值 (百万港元)	360,206.71
流通市值 (百万港元)	360,206.71
资产负债率 (%)	42.25

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **全球铝业龙头，盈利能力强，现金流充裕，高分红回馈股东。**中国宏桥集团是一家集热电、采矿、氧化铝、液态铝合金、铝合金锭、铝合金铸轧产品、铝母线、高精铝板带箔、新材料于一体的铝全产业链特大型企业，电解铝和氧化铝产能主要集中于山东和云南地区，有十余家生产基地。**截至2025年，公司拥有国内外氧化铝产能合计2100万吨，电解铝合规产能646万吨，铝加工产能97万吨。**公司归母净利润由2016年68.5亿元增长至2025年226.4亿元，年复合增速达14%，归母净利率由11.2%提升至13.9%，展现了较强且稳健的盈利能力。公司高度重视股东回报，自2011年上市以来，坚持每年实施分红，2011年至2025年，公司累计实现归母净利润1411亿元，累计现金分红504.3亿元，平均分红率36%，2025年分红率高达63%。
- **公司实现铝全产业链一体化布局，成本优势显著，盈利能力强。**公司实现铝土矿和能源—氧化铝—电解铝—铝加工的铝产业链全布局，成为全球铝业龙头。**1) 铝土矿：**公司作为赢联盟成员之一，布局几内亚铝土矿，2025年赢联盟博凯铝土矿出口量超7000万湿吨，韦立国际预计2026年出货量将超9000万吨，铝土矿原料预计将得到充分保障。**2) 氧化铝：**公司氧化铝自给率高，目前氧化铝产能2100万吨，理论上氧化铝产能自给率达171%。在稳定的铝土矿原料供给和能源供应下，公司氧化铝成本维持相对稳定，2025年公司氧化铝单吨成本为2256元/吨，同比增加2%。**3) 电解铝：**公司拥有电解铝产能646万吨，部分产能由山东向云南转移置换，预计2028年山东/云南电解铝产能分别为321/325万吨。凭借一体化成本优势，公司电解铝成本稳中有降。公司电解铝单吨成本由2022年1.52万元/吨降低至2025年1.30万元/吨，毛利率由13%提升至28%，盈利能力大幅提升。受益于铝价上行，公司电解铝单吨毛利持续增长，2025年公司电解铝单吨毛利5183元/吨，相较于2022年2370元/吨上涨119%。**4) 铝深加工：**公司具有铝加工产能97万吨，公司聚焦轻量化产品发展，伴随26年云南智铝和云南宏砚合计55万吨产能建成后，铝加工总产能预计将达152万吨。
- **作为赢联盟成员布局西芒杜铁矿项目，有望贡献新盈利增长点。**西芒杜铁矿位于几内亚东南部，是全球品质最优、规模最大的矿山项目之一，预估储量44亿吨。西芒杜铁矿项目由几内亚政府、宝武、力拓、中铝铁矿和西芒杜赢联盟共同开发，西芒杜矿区分为南北两段，目前北段1、2号矿区由WCS（宝武、赢联盟合资公司）持股85%、几政府持有15%干股，南段3、4号矿区由Simfer Jersey（力拓和中铝铁矿合资公司）控股85%，几政府持有15%干股，项目已于2025年11月实现投产，满产能可达1.2亿吨/年。公司作为赢联盟成员之一，有望享有西芒杜铁矿项目收益。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年实现归母净利润348/370/393亿元，对应PE9.0/8.5/8.0X。我们选取中国铝业、云铝股份、天山铝业和南山铝业4家电解铝上市公司，2026-2028年平均PE为11.0/9.7/8.2X。公司作为全球电解铝龙头，

实现一体化产业布局，氧化铝和电力成本优势显著，同时公司分红率较高，估值低于同行，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**铝价大幅下跌风险；项目进展不及预期风险；原料成本大幅提升风险；跨市场选择可比公司风险。

盈利预测与估值（人民币）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	156,169	162,354	178,711	184,618	187,571
同比增长率（%）	16.9%	4.0%	10.1%	3.3%	1.6%
归母净利润（百万元）	22,372	22,636	34,774	36,995	39,297
同比增长率（%）	95.2%	1.2%	53.6%	6.4%	6.2%
每股收益（元/股）	2.36	2.38	3.50	3.73	3.96
ROE（%）	20.8%	17.1%	24.0%	23.5%	23.0%
市盈率（P/E）	4.3	11.9	9.0	8.5	8.0

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 348/370/393 亿元，对应 PE9.0/8.5/8.0X。我们选取中国铝业、云铝股份、天山铝业和南山铝业 4 家电解铝上市公司，2026-2028 年平均 PE 为 11.0/9.7/8.2X。公司作为全球电解铝龙头，实现一体化产业布局，氧化铝和电力成本优势显著，同时公司分红率较高，估值低于同行，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

量：考虑公司山东电解铝搬迁计划以及各项产品产能相对稳定，假设公司 26-28 年电解铝销量为 582/582/582 万吨，公司氧化铝销量为 1400/1400/1400 万吨，铝加工产品销量为 72/72/72 万吨。

价格：考虑到国内电解铝运行产能接近天花板，而海外项目建设进度低于预期，同时中东地区存供给扰动，我们预计铝价有望持续上行，假设 26-28 年电解铝市场均价（含税）分别为 2.45/2.55/2.60 万元/吨。氧化铝处于过剩格局，预计价格维持底部震荡，假设 26-28 年氧化铝价格（含税）分别为 2700/2700/2700 元/吨。

投资逻辑要点

公司作为全球电解铝龙头，实现产业链一体化布局，氧化铝和电力自给率高，成本优势显著。

国内电解铝运行产能接近天花板，海外电解铝项目进度低于预期且中东地区铝生产和出口存在扰动，电解铝供给端预计将出现缺口，铝价有望持续上行。

公司重视股东回报，持续维持高分红比例。

核心风险提示

铝价大幅下跌风险；
项目进展不及预期风险；
原料成本大幅提升风险；
跨市场选择可比公司风险。

内容目录

1. 全球电解铝龙头，一体化优势显著	7
1.1. 历史发展：深耕 30 余载，打造铝一体化全产业链	7
1.2. 股权结构：股权集中稳定，结构清晰	8
1.3. 产品经营：实现铝电网一体化产业模式	9
1.4. 财务情况：盈利能力强，现金流稳健，高分红率	10
2. 铝产业链一体化布局，竞争优势显著	14
2.1. 铝土矿：布局优质资源，保障原料供给	14
2.2. 氧化铝：自给率高，成本相对稳定	16
2.3. 电解铝：“北铝南移”逐步实施，成本稳中有降	16
2.4. 铝加工：下游加工一体化布局，轻量化为主方向	18
3. 电解铝：供给扰动支撑铝价上行，电解铝盈利持续走扩	19
4. 盈利预测与评级	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	8
图表 2: 公司股东结构和参控股公司.....	9
图表 3: 公司实现铝电网一体化的产业模式.....	10
图表 4: 中国宏桥历年营业收入及增速.....	10
图表 5: 中国宏桥历年归母净利润及增速.....	10
图表 6: 中国宏桥 2021-2025 年产品营收结构.....	11
图表 7: 中国宏桥 2021-2025 年产品营收占比.....	11
图表 8: 中国宏桥 2021-2025 年产品毛利结构.....	11
图表 9: 中国宏桥 2021-2025 年产品毛利占比.....	11
图表 10: 中国宏桥 2021-2025 年各产品毛利率.....	12
图表 11: 中国宏桥 2021-2025 年各项费用及期间费用率.....	12
图表 12: 中国宏桥 2016-2025 年资产负债率稳步下降.....	13
图表 13: 中国宏桥经营性现金流和期末现金余额.....	13
图表 14: 中国宏桥 2011-2025 年现金分红总额和分红比率.....	13
图表 15: 中国宏桥产能分布.....	14
图表 16: 赢联盟的铝土矿项目股权结构.....	14
图表 17: 赢联盟铝土矿出口量.....	15
图表 18: 西芒杜铁矿股权结构.....	15
图表 19: 中国宏桥 2021-2025 年氧化铝销量和销售均价.....	16
图表 20: 中国宏桥 2021-2025 年氧化铝单吨成本.....	16
图表 21: 中国前十大电解铝企业产能.....	17
图表 22: 中国宏桥 2021-2025 年电解铝销量和销售均价.....	17
图表 23: 中国宏桥历年电解铝单吨成本和毛利率.....	17
图表 24: 中国宏桥 2018-2025 年电解铝单吨毛利.....	18
图表 25: 宏拓实业深加工产品 2024 年产能和产销量 (按工艺分类).....	18
图表 26: 中国宏桥铝合金加工产品销量和销售均价.....	19
图表 27: 中国宏桥铝合金加工产品单吨成本和毛利率.....	19
图表 28: 国内电解铝产量预测.....	19
图表 29: 国内电解铝运行产能接近天花板.....	20

图表 30: 2025Q4 分大洲电价	20
图表 31: 全球电价持续上行	21
图表 32: 中东电解铝产量占全球比例 9%-10%	21
图表 33: 伦铝和沪铝价格 (美元/吨, 元/吨)	22
图表 34: 电解铝毛利 (元/吨)	22
图表 35: 中国宏桥盈利拆分	22
图表 36: 可比公司估值表	23

1. 全球电解铝龙头，一体化优势显著

中国宏桥集团是一家集热电、采矿、氧化铝、液态铝合金、铝合金锭、铝合金铸轧产品、铝母线、高精铝板带箔、新材料于一体的铝全产业链特大型企业。截至 2025 年 3 月底，公司山东地区有邹平、滨州、魏桥、惠民、阳信、沾化、博兴、北海、威海、临沂 10 个生产基地，云南地区有文山和红河两个电解铝项目基地，印尼地区有氧化铝生产基地。截至 2025 年，公司拥有国内外氧化铝产能合计 2100 万吨，电解铝合规产能 646 万吨，铝加工产能 97 万吨。公司作为赢联盟成员之一，赢联盟旗下博凯矿业公司（SMB）2025 年铝土矿出口量超 7000 万湿吨，公司铝土矿原料供给得到充分保障，同时公司拥有自备电厂和自建输电网络，截至 2025 年 3 月，公司电力自给率 46%。公司发展成从上游铝土矿、能源和氧化铝，中游电解铝，到下游铝加工的铝全产业链龙头。

1.1. 历史发展：深耕 30 余载，打造铝一体化全产业链

公司前身是山东宏桥，于 1994 年成立，以纺织起家，后布局能源进军铝业，在铝业深耕三十余年，实现铝土矿和能源—氧化铝—电解铝—铝加工的铝产业链全布局，成为全球铝业龙头。

第一阶段：纺织起家与能源布局（1994-2001 年）。1994 年山东宏桥成立，初期主营坚固尼及色织布的生产与分销，这是集团的前身。1999 年为解决纺织业务扩张中的电力瓶颈，魏桥集团建成第一家自备热电厂。这不仅保障了生产，更形成了远低于电网的发电成本，为日后进入高耗能的电解铝行业奠定了核心的能源基础。

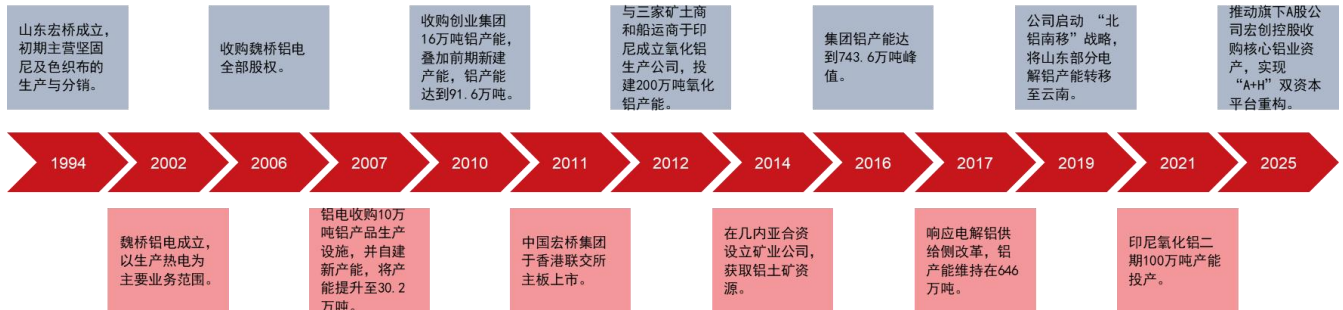
第二阶段：进军铝业与快速扩张（2002-2010 年）。2002 年魏桥铝电有限公司成立，业务涵盖热电生产，标志着正式向“铝电联产”迈进。2006 年山东宏桥收购魏桥铝电全部股权，成为其唯一实益拥有人，铝业板块整合加速。2007-2010 年：通过收购集团内铝产线和自建新产能，实现产能飞跃。铝产品年产能从 2007 年 4 月的约 10 万吨，迅速提升至 2010 年的约 91.6 万吨。

第三阶段：产能加速扩张与全球产业链布局（2011-2016 年）。2011 年中国宏桥于香港联交所主板成功上市，借助资本市场开启高速发展。2012 年启动印度尼西亚氧化铝项目，投资 10 亿美元建设年产 200 万吨氧化铝生产线，向上游资源端延伸。2014 年铝产品年产能突破 400 万吨，在几内亚合资设立矿业公司，获取铝土矿资源，打造“矿山-港口-国内工厂”的完整供应链。2016 年铝产品年产能达到 743.6 万吨的峰值。

第四阶段：产能优化、绿色转型与资本重构（2017 年至今）。2017 年国内电解铝行业供给侧改革，公司合规产能指标确定为 646 万吨/年，并自此维持该产能上限。2019 年公司启动“北铝南移”战略，将山东部分电解铝产能转移至云南，利用当地水电资源，优化能源结构，向绿色低碳转型。2021 年印尼氧化铝项目二期 100 万吨产能投产。2025 年完成大规模股份配售，募资约 114.9 亿港元，用于发展新能源、西芒杜铁矿石等项目及偿还债务。同

年推动旗下 A 股公司宏创控股（后更名为宏桥控股）收购核心铝业资产，实现“A+H”双资本平台重构，显著提升了整体估值。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网等，华源证券研究所

1.2. 股权结构：股权集中稳定，结构清晰

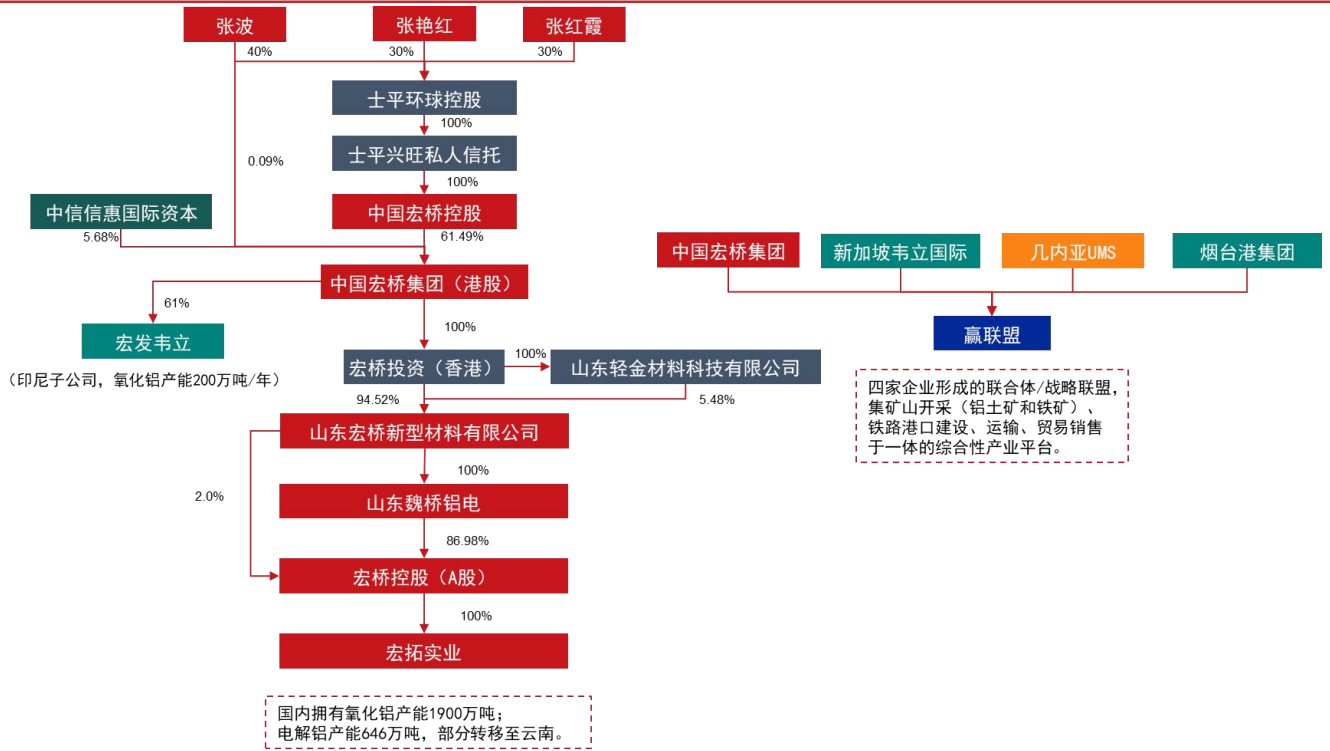
公司股权集中，实控人为张氏家族。公司控股股东为中国宏桥控股有限公司，实控人为张氏家族，张氏家族直接和间接对中国宏桥集团实际控股比例为 61.58%，其中张波、张艳红、张红霞分别持有中国宏桥控股的股权比例为 40%/30%/30%，穿透后分别持有公司股权比例分别为 24.69%/18.45%/18.45%。

1) 山东宏桥新型材料有限公司是公司核心孙公司，布局自备电厂，布局电解铝 646 万吨/年、批复氧化铝 1900 万吨/年、铝深加工 97 万吨/年，布局再生铝以及铝板带箔业务。其通过山东魏桥铝电控制 A 股上市公司宏桥控股，宏桥控股子公司宏拓实业为铝业务核心子公司，负责电解铝、铝加工、氧化铝生产与销售。

2) 宏发韦立（PT.Well Harvest Winning Alumina Refinery，中国宏桥持股 61%）是我国第一家海外氧化铝冶炼厂，也是印度尼西亚第一家从事工业氧化铝生产的企业，专注于氧化铝产品的生产及销售。宏发韦立以印度尼西亚所在地铝土矿为原料，氧化铝年产能 200 万吨，产品销售至东南亚、印度、中东及欧洲等国际市场，与国际大型大宗商品贸易商建立了长期稳定的合作关系。

3) 几内亚“赢联盟”是由新加坡韦立国际集团、中国宏桥集团、几内亚 UMS 和山东港口烟台港四家企业组成的联合体。赢联盟在几内亚注册成立了赢联盟博凯矿业公司（SMB）、赢联盟非洲港口公司（WAP）以及赢联盟几内亚铁路公司等公司，这些几内亚企业分别承担矿山开采、港口建设运营和铁路建设等工作。

图表 2：公司股东结构和参控股公司



资料来源：wind, ifind, 公司公告, 华源证券研究所
注：以上股权结构截至 2026 年 1 月

1.3. 产品经营：实现铝电网一体化产业模式

公司实现铝电网一体化产业模式。公司通过合资公司的运营实现产业链前端资源有效配置，为集团铝土矿采购的价格稳定性及成本优势提供保障，同时在几内亚、印尼及澳大利亚拥有长期稳定的铝土矿供应渠道。2025 年上半年集团生产耗用的铝土矿约 75.3%来自几内亚，约 8.6%来自印尼，约 16.0%来自澳大利亚。公司山东地区主要生产基地相互间的距离在 80 公里内，均处于铝产业集群范围内，运输距离较短，降低了公司的运输成本。液态铝合金直接从公司的生产车间运往产业集群内企业，公司采用液态铝合金的销售方式，在节约了下游厂商的重熔成本的同时，还节约了公司的铸锭成本。电力供应方面，公司拥有自备电厂和自建输电网络，除云南基地外其他主要生产基地由自建电网连接，集中供电，运营效率高，截至 2025 年 3 月底，公司电力自给率为 45.92%。公司进一步利用水电、光伏发电等清洁能源，持续提升生产耗能中的清洁能源占比，努力构建稳定高效、绿色低碳的能源供应新体系。截至 2025 年，公司拥有氧化铝产能 2100 万吨，电解铝产能 646 万吨，铝加工产能 97 万吨，是全球领先的铝全产业链生产企业之一。

图表 3：公司实现铝电网一体化的产业模式

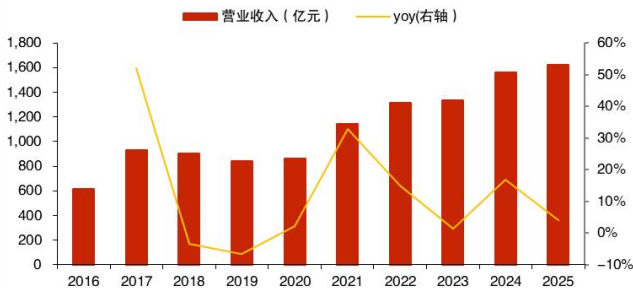


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.4. 财务情况：盈利能力强，现金流稳健，高分红率

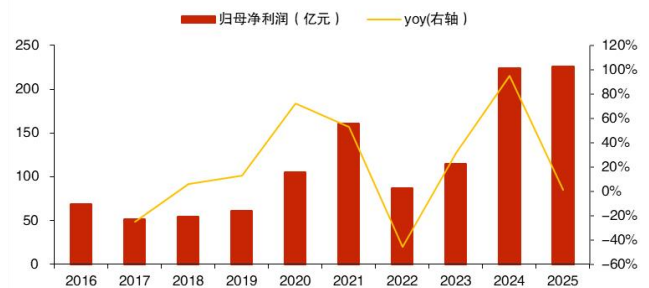
一体化成本优势明显，公司盈利能力强且稳健。公司实现铝土矿和能源—氧化铝—电解铝—铝加工的铝产业链全布局。2025 年，公司实现营业收入 1624 亿元，同比增长 4.0%，归母净利润 226.4 亿元，同比增长 1.2%。2016-2025 年，公司营业收入从 614 亿元增至 1624 亿元，年复合增速达 11%，归母净利润从 68.5 亿元增长至 226.4 亿元，年复合增速达 14%，归母净利率由 11.2%提升至 13.9%，展现了较强且稳健的盈利能力。

图表 4：中国宏桥历年营业收入及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

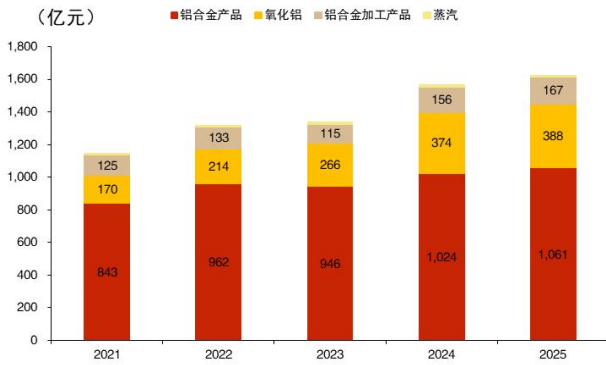
图表 5：中国宏桥历年归母净利润及增速



资料来源：wind，华源证券研究所

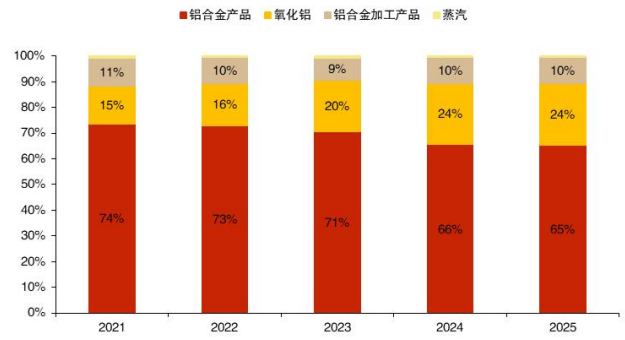
电解铝（即下图中铝合金产品）、氧化铝和铝加工为公司三大核心业务，其中电解铝盈利占比最大，常年稳定在 70%左右。2025 年公司电解铝/氧化铝/铝加工营收分别为 1061/388/167 亿元，占总营收比例分别为 65%/24%/10%；毛利分别为 302/86/30 亿元，占总毛利比例分别为 73%/21%/7%。电解铝业务是公司盈利占比最大的业务，近 5 年中有 4 年电解铝毛利占比超 70%，其中 2024 年氧化铝价格大幅上升造成氧化铝盈利占比提升。

图表 6：中国宏桥 2021-2025 年产品营收结构



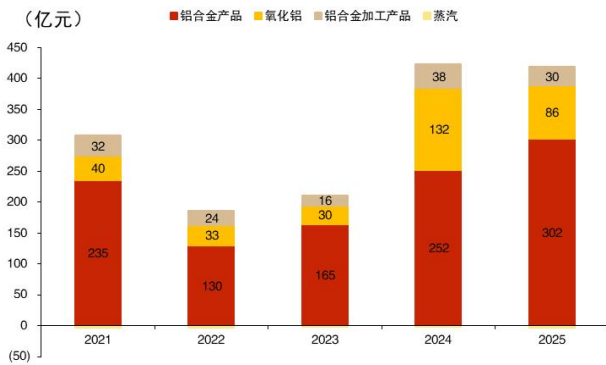
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 7：中国宏桥 2021-2025 年产品营收占比



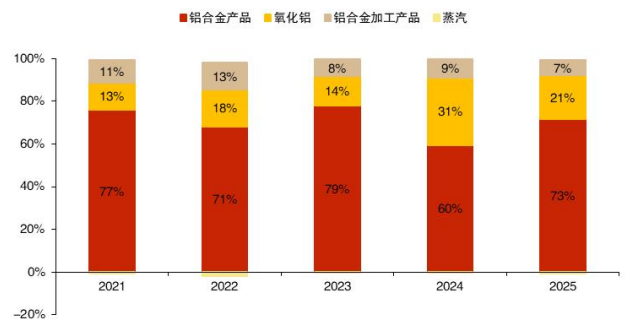
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 8：中国宏桥 2021-2025 年产品毛利结构



资料来源：ifind，华源证券研究所

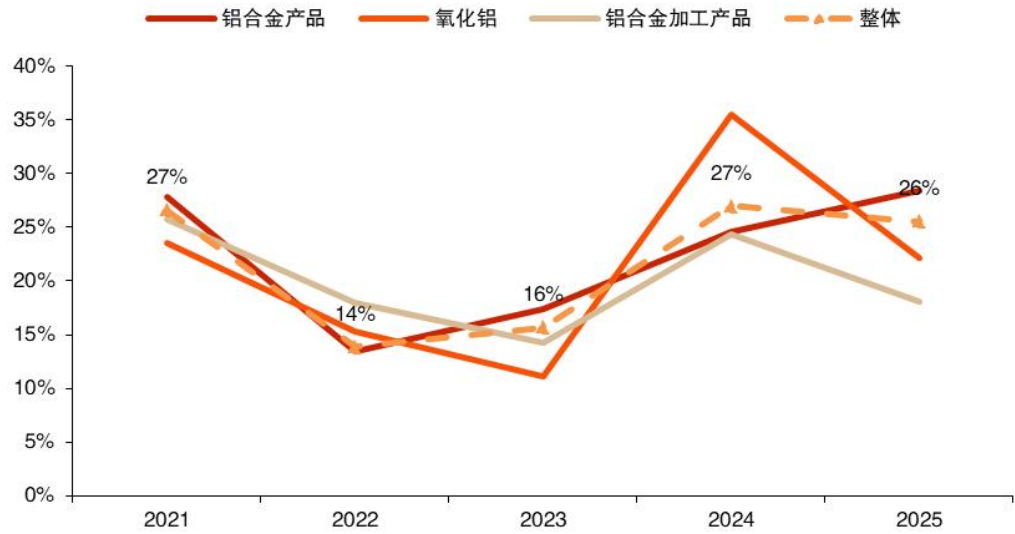
图表 9：中国宏桥 2021-2025 年产品毛利占比



资料来源：ifind，华源证券研究所

受益于铝价上行，公司电解铝毛利率自 2022 年后稳步提升。铝价自 2022 年的 1.7 万元/吨左右逐步上行至 2025 年高位的 2.2 万元/吨左右，电解铝业务毛利率由 2022 年 13% 稳步提升至 2025 年 28%。受矿端供给扰动，2024 年氧化铝价格大幅上涨，2024 年公司氧化铝业务毛利率高达 35%，从而将公司 2024 年整体毛利率推高至 27%。2025 年公司电解铝/氧化铝/铝加工毛利率分别为 28%/22%/18%，在氧化铝价格逐步回落后，电解铝业务重回公司盈利能力最强业务。

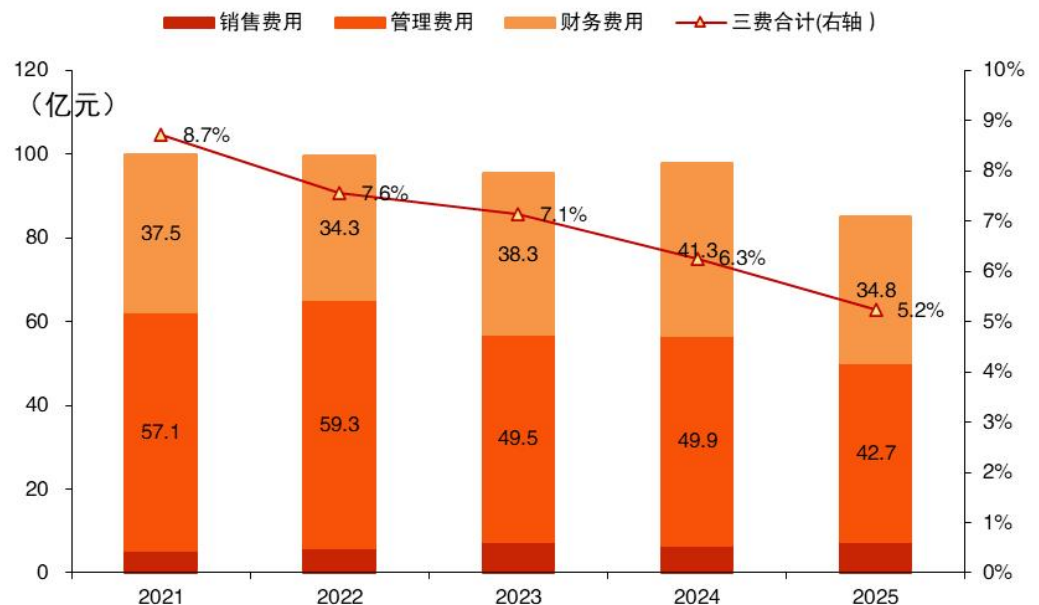
图表 10：中国宏桥 2021-2025 年各产品毛利率



资料来源：ifind，华源证券研究所
注：图中数字标注为整体业务毛利率

伴随公司运营和管理效率提升，公司费用率稳步下降。公司期间费用方面，管理费用和财务费用是公司主要的两项费用，公司管理费用由 2021 年 57.1 亿元下降至 2025 年 42.7 亿元，2025 年财务费用 34.8 亿元，同比减少 6.5 亿元。公司三大费用率由 2021 年 8.7% 逐步降低至 2025 年的 5.2%，公司运营和管理效率提升，公司期间费用率实现稳步下降。在研发方面，公司技术水平领先，2014 年建成投产全球首条全系列 600KA 特大型阳极预焙电解槽。公司基于产业整体需求，聚焦汽车轻量化、轨道交通及铝基新材料等关键领域，加快高强高韧耐腐蚀新型轻量化铝合金产品研发，以及铝产业智能化改造，逐步形成自上而下的创新研发模式。

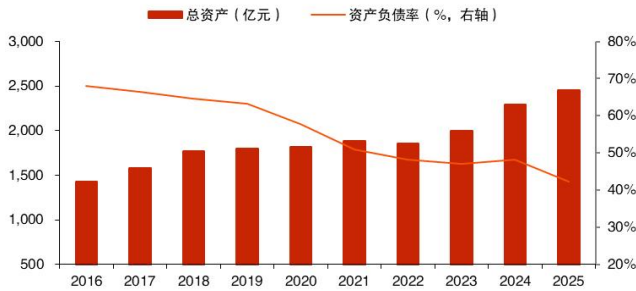
图表 11：中国宏桥 2021-2025 年各项费用及期间费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

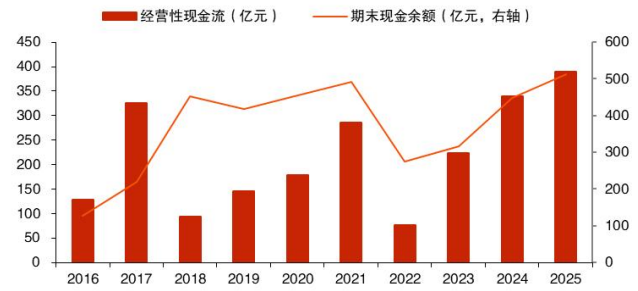
公司资产负债率稳步下降，现金流充裕。伴随资本开支投入，公司总资产稳定增长，总资产由 2016 年 1425 亿元增长至 2025 年 2454 亿元，复合增速达 6.2%。公司凭借强大的盈利能力创造稳定的现金流，同时不断优化债务结构，公司资产负债率稳步下降，资产负债率由 2016 年 68% 逐步下降至 2025 年 42%。公司盈利能力强，利润质量高，现金流充裕，2025 年公司经营性现金流 390 亿元，净现比达 1.72。2025 年公司期末现金余额为 511.87 亿元，同比增长 14%。公司稳健且充裕的现金流也为公司的高分红奠定了基础。

图表 12：中国宏桥 2016-2025 年资产负债率稳步下降



资料来源：wind，华源证券研究所

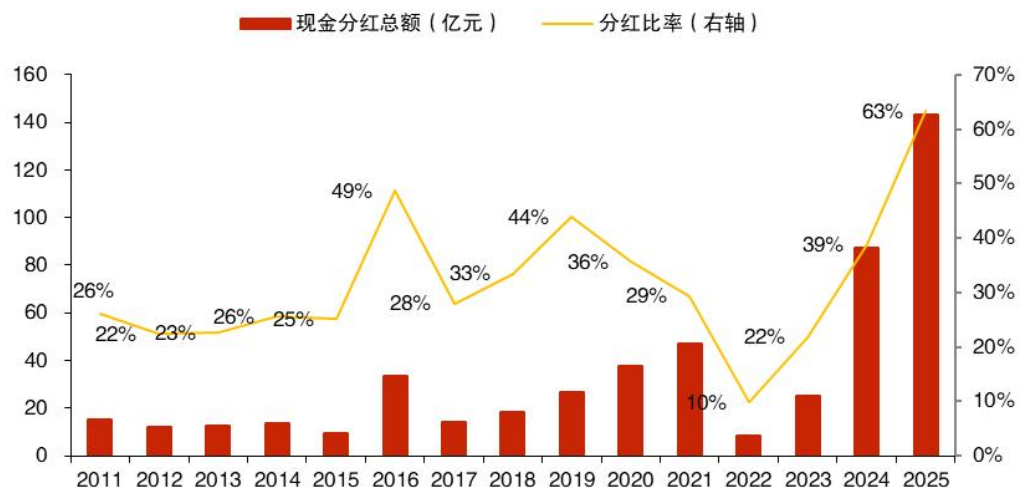
图表 13：中国宏桥经营性现金流和期末现金余额



资料来源：wind，华源证券研究所

公司重视股东回报维持高分红，近年来分红比率持续提升。公司高度重视股东回报，自 2011 年上市以来，坚持每年实施分红，2011 年至 2025 年，公司累计实现归母净利润 1411 亿元，累计现金分红 504.3 亿元，平均分红率 36%。伴随铝价上涨，公司盈利也大幅增加，公司分红比率也持续增长，分红比率由 2022 年 10% 提升至 2025 年 63%，真正实现了为股东创造价值。

图表 14：中国宏桥 2011-2025 年现金分红总额和分红比率



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 铝产业链一体化布局，竞争优势显著

公司实现铝土矿和能源—氧化铝—电解铝—铝加工的铝产业链全布局，成为全球铝业龙头。截至 2025 年，公司氧化铝产能 2100 万吨，电解铝产能 646 万吨，铝加工产能 97 万吨，26 年伴随云南 55 万吨新建产能落地，铝加工总产能预计将达 152 万吨。赢联盟在博凯矿区生产铝土矿，年产能超过 5500 万吨，公司作为赢联盟成员之一，具有铝土矿的优先供应权。

图表 15：中国宏桥产能分布

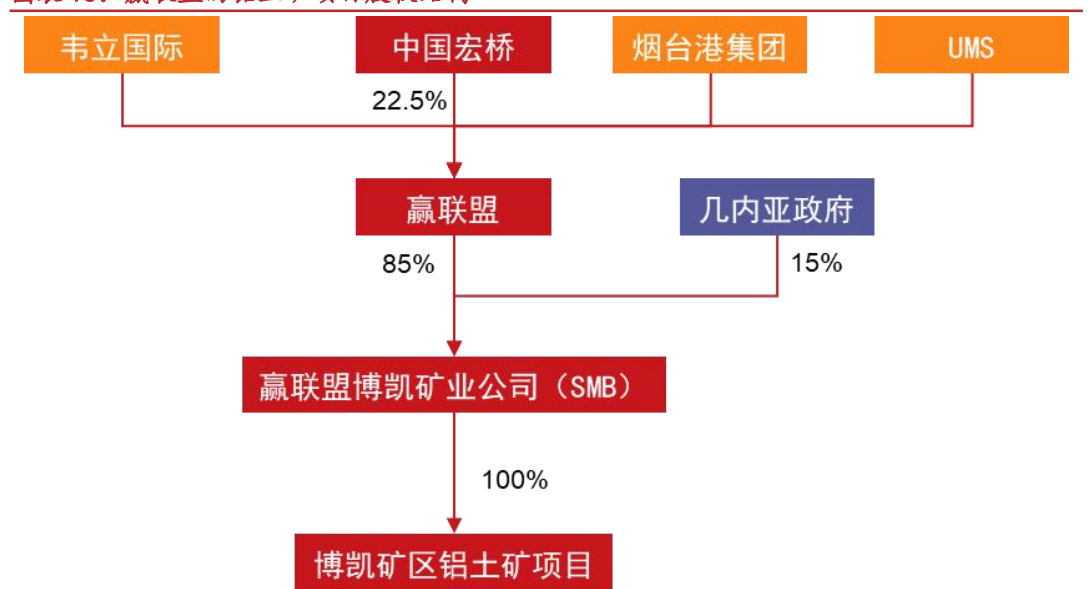
项目	产能
铝土矿	几内亚：超 5500 万吨（作为赢联盟成员，公司有优先供应权）
氧化铝	国内：1900 万吨；印尼：200 万吨
电解铝	山东：428 万吨；云南：218 万吨
铝加工	97 万吨，云南 55 万吨新建产能有望 26 年落地，总产能 152 万吨

资料来源：公司公告等，华源证券研究所

2.1. 铝土矿：布局优质资源，保障原料供给

赢联盟成立于 2014 年，是由韦立国际集团、中国宏桥集团、烟台港集团、几内亚 UMS 公司共同组成的联合体，是在几内亚集矿山开采（铝土矿和铁矿）、铁路港口建设、运输、贸易销售于一体的综合性产业平台。赢联盟通过设立博凯矿业公司(SMB)控制几内亚博凯矿区铝土矿项目，赢联盟持股 85%，几内亚政府持股 15%，股权穿透后，公司实际间接持有博凯矿区铝土矿项目 19.13%股权。

图表 16：赢联盟的铝土矿项目股权结构

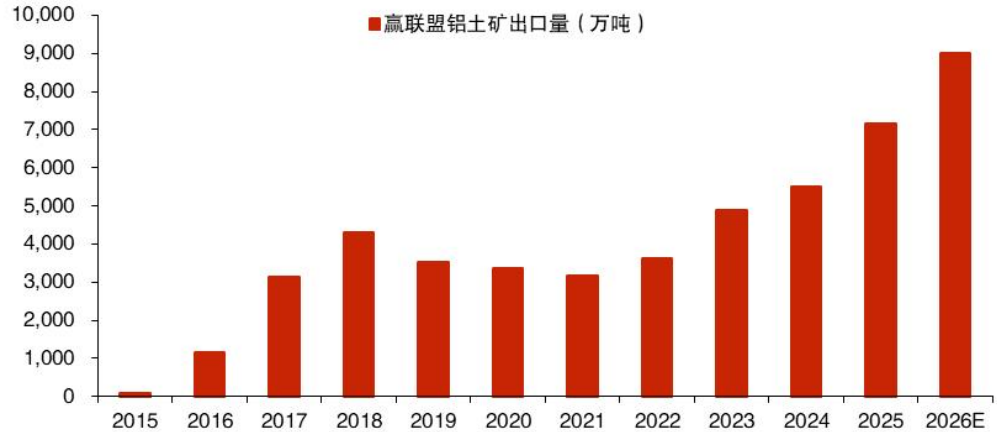


资料来源：烟台港公众号，张海坤等《几内亚优势金属矿产地质特征、成矿作用及开发现状》，华源证券研究所

公司作为赢联盟成员之一，布局几内亚铝土矿，原料得到保障。SMB 拥有几内亚马拉普亚 (Malapouya)、达比斯 (Dabiss) 以及桑图 (Santou)、胡达 (Houda) 四大矿区，其中主力矿区桑图和胡达于 2021 年 6 月获得了 25 年采矿权，并且拥有可续期 10 年的优先续

约权，从而确保了长期开采及出口的稳定性。SMB 通过投资建设运输铁路，直接连接矿区与港口，保证运输的便捷性和稳定性。GTS 成立于 2017 年，系 SMB 的贸易平台。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，确保了标的公司电解铝、氧化铝生产业务长期以来的供应稳定性。2025 年赢联盟铝土矿出口量 7152 万湿吨，韦立国际预计 2026 年铝土矿出货量将突破 9000 万吨，同比增长超 26%。

图表 17: 赢联盟铝土矿出口量



资料来源：公司官网，阿拉丁等，华源证券研究所
注：2021 和 2022 年出口量使用产量口径测算。

公司作为赢联盟成员之一，有望享受西芒杜铁矿收益。西芒杜铁矿位于几内亚东南部，是全球品质最优、规模最大的矿山项目之一，预估储量 44 亿吨。西芒杜铁矿项目由几内亚政府、宝武、力拓、中铝铁矿和西芒杜赢联盟共同开发，西芒杜矿区分为南北两段，目前北段 1、2 号矿区由 WCS (宝武、赢联盟合资公司) 持股 85%、几政府持有 15% 干股，南段 3、4 号矿区由 Simfer Jersey (力拓和中铝铁矿合资公司) 控股 85%，几政府持有 15% 干股，项目已于 2025 年 11 月实现投产，满产产能可达 1.2 亿吨/年。股权穿透后，公司间接持有西芒杜北部矿区 9.8% 股权。

图表 18: 西芒杜铁矿股权结构



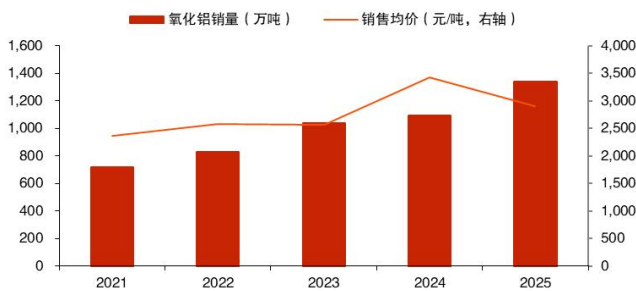
资料来源：中国亚洲经济发展协会矿业专业委员会官网，华源证券研究所

2.2. 氧化铝：自给率高，成本相对稳定

公司氧化铝自给率高。公司目前氧化铝产能 2100 万吨，其中国内 1900 万吨，主要分布于山东地区，海外 200 万吨产能位于印尼。公司电解铝产能 646 万吨，按 1 吨电解铝需要 1.9 吨氧化铝测算，需要 1227 万吨氧化铝，理论上公司氧化铝产能自给率达 171%。但考虑到原料就近采购可降低运费等成本，公司山东地区电解铝生产所需的氧化铝主要来自于自产，而云南地区所需氧化铝主要从外部采购，因此公司仍有大部分氧化铝对外销售。2025 年公司销售氧化铝 1340 万吨，同比增长 23%，销售均价（不含税）2899 元/吨，同比减少 15%。

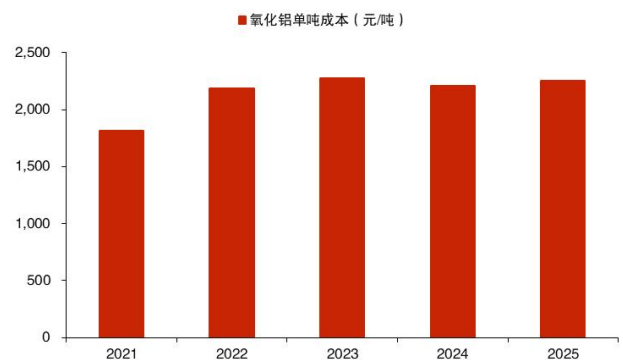
铝土矿原料稳定和自备电加持下，公司氧化铝成本相对稳定。公司生产氧化铝的铝土矿原料主要来源于几内亚，公司作为赢联盟成员之一布局几内亚铝土矿资源，具有优先供应权，具有稳定的铝土矿原料。同时公司在山东地区建设自备电厂，拥有稳定的能源供应，截至 2025 年 3 月，公司电力自给率为 46%。在稳定的原料供给和能源供应下，公司氧化铝成本维持相对稳定，2025 年公司氧化铝单吨成本为 2256 元/吨，同比增加 2%。

图表 19：中国宏桥 2021-2025 年氧化铝销量和销售均价



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 20：中国宏桥 2021-2025 年氧化铝单吨成本



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.3. 电解铝：“北铝南移”逐步实施，成本稳中有降

公司目前拥有电解铝产能 645.9 万吨，分布于山东和云南。2019 年，公司启动“北铝南移”战略，向云南等量搬迁置换电解铝产能。截至 2025 年报发布，公司已在云南投产约 217.6 万吨产能，预计 2026 年转移 24.1 万吨产能至云南，2027 年将转移 83.1 万吨电解铝产能至云南，2028 年及以后保持山东和云南电解铝产能不变，**预计届时山东电解铝产能为 321 万吨，云南电解铝产能为 325 万吨。**

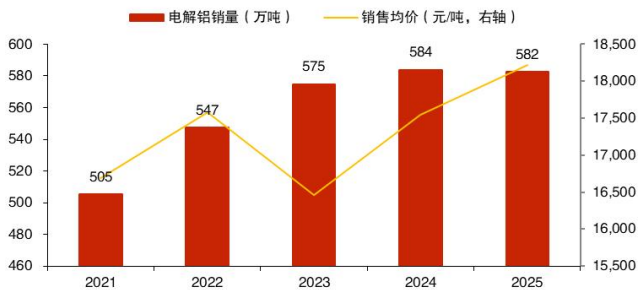
公司电解铝产能规模优势明显，处于行业第二。根据安泰科统计，截至 2024 年末，中国电解铝企业数量 99 家，合计产能达 4462 万吨，其中前十大电解铝公司合计产能 3219 万吨，占比 72%。公司电解铝产能 646 万吨、占全国总产能比例为 14.5%，位居全国第二位，仅次于第一位中国铝业的 781 万吨。

图表 21：中国前十大电解铝企业产能

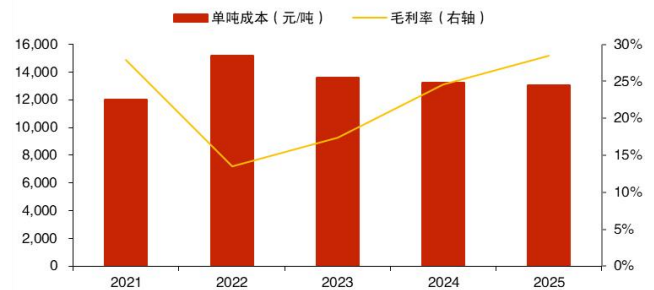
排名	企业名称	电解铝年产能（万吨）
1	中国铝业	781
2	中国宏桥	646
3	国家电投	430
4	信发集团	380
5	东方希望	216
6	锦江集团	176
7	酒钢集团	170
8	神火集团	170
9	百矿集团	130
10	天山铝业	120
合计		3,219

资料来源：宏创控股重大资产重组报告书（草案）（注册稿），华源证券研究所

公司电解铝以产定销，销量维持相对稳定，单吨成本稳中有降。公司拥有电解铝产能 646 万吨，考虑到部分自产电解铝用作生产铝加工产品，公司电解铝产销率维持在 90%左右，近三年来电解铝销量维持在 580 万吨左右。在铝土矿和氧化铝自给率高以及自备电力等优势加持下，公司电解铝单吨成本稳中有降，由 2022 年 1.52 万元/吨降低至 2025 年 1.30 万元/吨，毛利率由 13%提升至 28%，盈利能力大幅提升。

图表 22：中国宏桥 2021-2025 年电解铝销量和销售均价


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 23：中国宏桥历年电解铝单吨成本和毛利率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司电解铝单吨毛利持续增长。受益于铝价上行，公司电解铝毛利持续增长，2025 年公司电解铝单吨毛利 5183 元/吨，相较于 2022 年 2370 元/吨上涨 119%。

图表 24：中国宏桥 2018-2025 年电解铝单吨毛利



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.4. 铝加工：下游加工一体化布局，轻量化为主方向

公司实现下游铝加工产品一体化布局。截至 2025 年，公司具有铝加工产能 97 万吨，伴随 26 年云南智铝和云南宏砚合计 55 万吨产能建成后，铝加工总产能预计将达 152 万吨。截至 2025 年 5 月，按工艺分类，公司热轧/铸轧/冷轧/铝箔产能分别为 71.35/6/73.3/6 万吨。

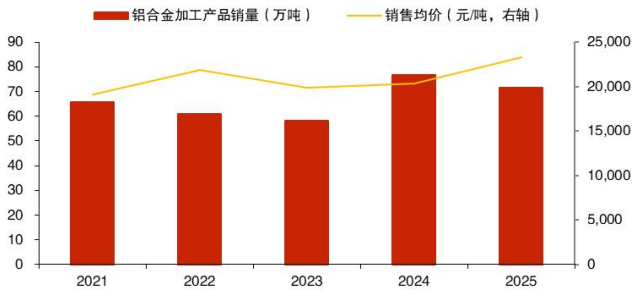
图表 25：宏拓实业深加工产品 2024 年产能和产销量（按工艺分类）

项目	热轧	铸轧	冷轧	铝箔
产能 (万吨)	71.35	6	73.3	6
产量 (万吨)	53.13	6.27	53.39	2.4
产能利用率	74.46%	104.49%	72.83%	39.94%
销量 (万吨)	52.88	6.15	43.1	2.32
其中:销量(对外)	3.13	1.06	41.54	2.08
销量(自用)	49.75	5.09	1.57	0.24
产销率	99.53%	98.10%	80.74%	96.79%

资料来源：宏创控股重大资产重组报告书（草案）（注册稿），华源证券研究所

公司铝合金加工产品以销定产，毛利率呈区间波动。铝合金深加工产品销量与下游需求相关，销量在 50-80 万吨之间波动，2025 年实现铝合金加工产品销量 72 万吨，销售均价 2.33 万元/吨，单吨成本 1.91 万元/吨，毛利率 18%。

图表 26: 中国宏桥铝合金加工产品销量和销售均价



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 27: 中国宏桥铝合金加工产品单吨成本和毛利率



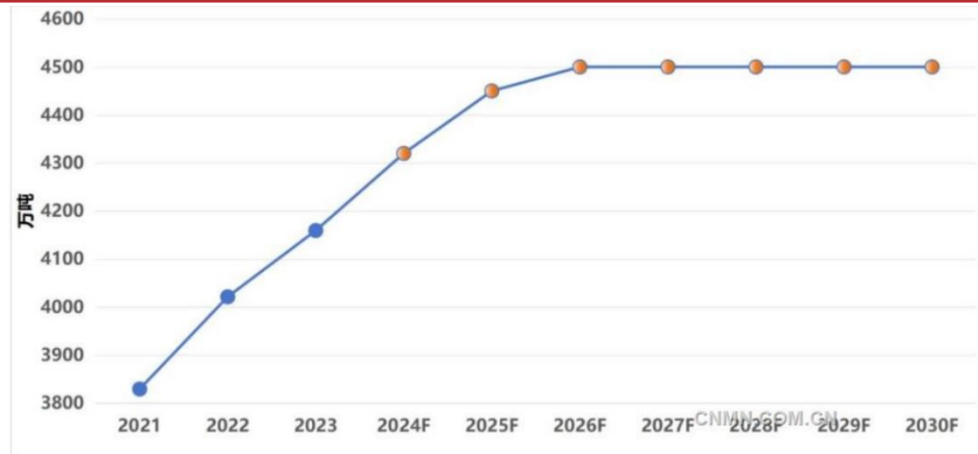
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

公司在铝深加工产品方面聚焦轻量化产品发展。公司在山东省建设世界领先的全流程汽车轻量化研发制造基地和世界级铝制轻量化材料研发中心, 主要聚焦于汽车零配件、汽车车身、航空航天铝材及军工材料的生产研发, 并与多家汽车生产商达成了战略合作。目前公司轻量化项目主要包括汽车轻量化铝合金型材挤压一体化项目、全铝智能挂车、全铝货箱及城市环卫专用车项目、特种轻合金材料项目、高精度铝薄板带汽车板项目, 预计 2026 年底前陆续投产。

3. 电解铝: 供给扰动支撑铝价上行, 电解铝盈利持续走扩

国内电解铝运行产能接近产能天花板, 增量空间不大。中国电解铝实施了法治化市场化供给侧结构性改革, 实现电解铝产能总量控制和出口限制。通过行业自律确立了电解铝产能天花板, 有效遏制电解铝的无序扩张。即使未来电解铝行业的产能全部运行, 最大产量预计将始终低于 4500 万吨/年。截至 2026 年 1 月, 国内电解铝运行产能 4500 万吨, 达到产能天花板。

图表 28: 国内电解铝产量预测



资料来源: 中国有色金属报, 华源证券研究所

图表 29：国内电解铝运行产能接近天花板



资料来源：smm，华源证券研究所

海外扩产受制于电力基建进度或低于预期。电解铝企业出于对全球市场需求前景的考量，普遍呈现出较多的海外扩产布局与动作，但推进情况均未达到前期预期，这些扩产计划由于电力配套设施的建设进度、电力供应的筹备进程受到了显著的制约。

海外电价持续上行，拉高海外电解铝成本。2020 年以来，海外电价持续上行，整体拉高全球电解铝成本。特别是大洋洲、欧洲等商业用电电价处于历史相对高位；非洲电价较低，但价格涨幅较高；亚洲电价最低且价格稳定。

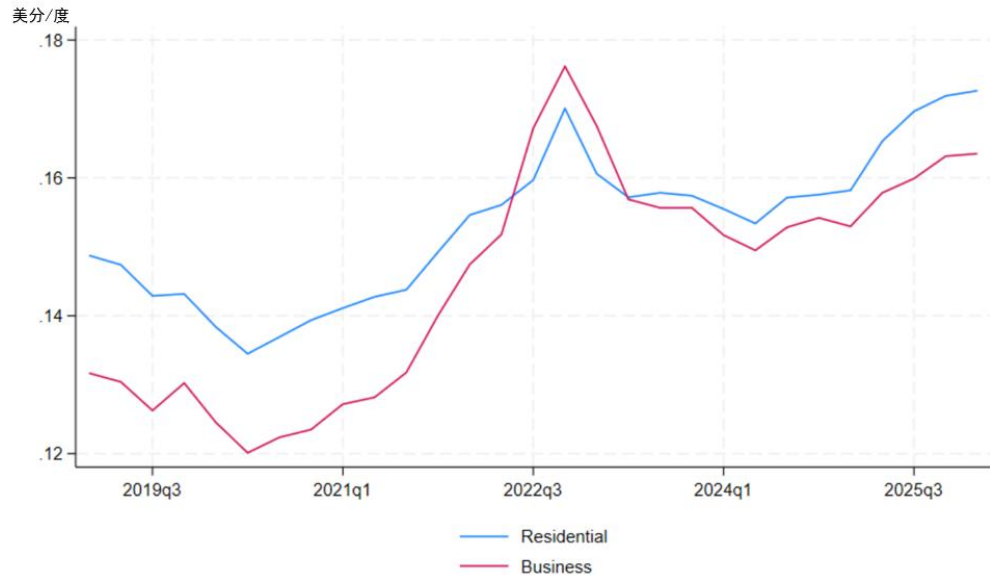
图表 30：2025Q4 分大洲电价

	居民用电			商业用电		
	电价(元/度)	季度变化(%)	年度变化(%)	电价(元/度)	季度变化(%)	年度变化(%)
亚洲	0.60	0.57%	4.30%	0.77	-0.01%	2.24%
非洲	0.98	2.47%	10.25%	0.93	4.21%	14.09%
北美洲	1.04	0.69%	7.08%	1.14	0.71%	9.43%
南美洲	1.40	-3.63%	-2.78%	1.41	-0.05%	-1.25%
欧洲	1.81	0.81%	11.97%	1.51	3.13%	7.52%
大洋洲	1.70	-0.19%	4.87%	1.63	-16.67%	-12.53%

资料来源：globalpetrolprices，华源证券研究所

注：美元兑人民币汇率按 7.1 计算

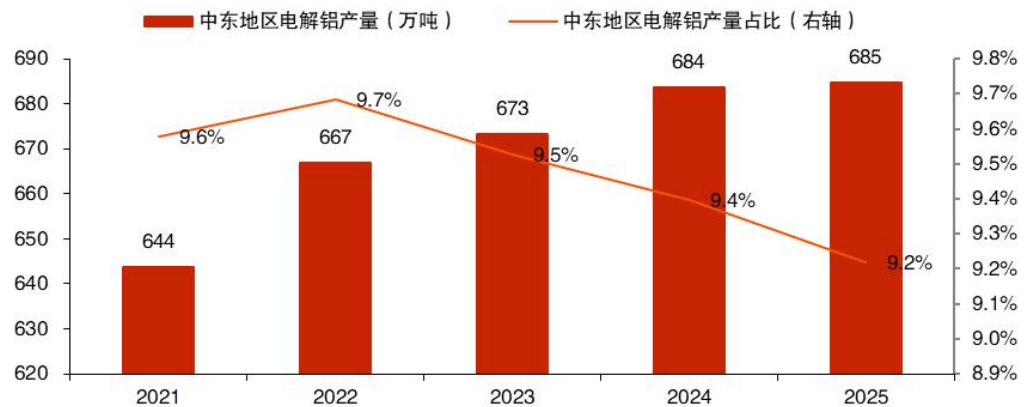
图表 31：全球电价持续上行



资料来源：GlobalPetrolPrices，华源证券研究所

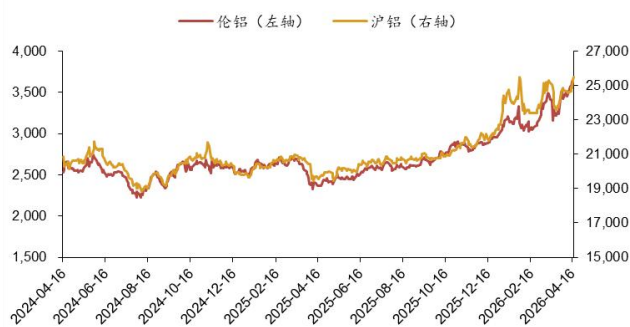
美伊冲突造成霍尔木兹海峡几乎关闭，中东电解铝减停产以及出口受阻，海外电解铝供给紧张，支撑铝价上行。中东地区是全球电解铝重要产区，2025 年电解铝产量 685 万吨，占全球产量 9.2%，美伊冲突导致霍尔木兹海峡“实质上”几乎被封锁，中东地区电解铝出口受阻。3 月 4 日，巴林铝业宣布遭遇物流端的不可抗力，将影响其供应合同的履行，后续并表示必要时将进一步关闭 4 号生产线（产能 25 万吨）。中东地区电解铝生产和出口受阻，预计将加剧海外电解铝紧缺，支撑铝价上行。

图表 32：中东电解铝产量占全球比例 9%-10%

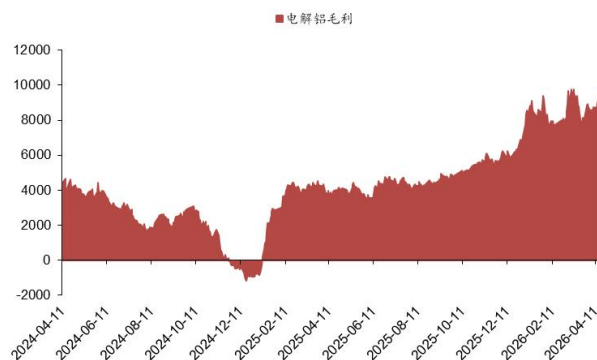


资料来源：smm，华源证券研究所

铝价上行背景下，电解铝盈利持续走扩。截至 2026 年 4 月 17 日，LME 铝价为 3630 美元/吨，年初至今上涨 21.5%，沪铝价格 2.55 万元/吨，年初至今上涨 12.2%，电解铝毛利为 9459 元/吨，年初至今上涨 37.8%。

图表 33: 伦铝和沪铝价格 (美元/吨, 元/吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 34: 电解铝毛利 (元/吨)


资料来源: wind, 华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们基于以下假设对公司业绩做出预测:

量: 考虑公司山东电解铝搬迁计划以及各项产品产能相对稳定, 假设公司 26-28 年电解铝销量为 582/582/582 万吨, 公司氧化铝销量为 1400/1400/1400 万吨, 铝加工产品销量为 72/72/72 万吨。

价格: 考虑到国内电解铝运行产能接近天花板, 而海外项目建设进度低于预期, 同时中东地区存供给扰动, 我们预计铝价有望持续上行, 假设 26-28 年电解铝市场均价 (含税) 分别为 2.45/2.55/2.60 万元/吨。氧化铝处于过剩格局, 预计价格维持底部震荡, 假设 26-28 年氧化铝价格 (含税) 分别为 2700/2700/2700 元/吨。

图表 35: 中国宏桥盈利拆分

		单位	2025	2026E	2027E	2028E
铝合金产 品	营业收入	亿元	1,061	1254	1305	1331
	营业成本	亿元	759	769	786	792
	毛利	亿元	302	485	519	539
	毛利率	%	28%	39%	40%	40%
氧化铝	营业收入	亿元	388	333	333	333
	营业成本	亿元	302	308	322	322
	毛利	亿元	86	25	11	11
	毛利率	%	22%	7%	3%	3%
铝合金加 工产品	营业收入	亿元	167	193	201	205
	营业成本	亿元	137	161	169	173
	毛利	亿元	30	32	32	32
	毛利率	%	18%	17%	16%	16%
蒸汽	营业收入	亿元	7	7	7	7
	营业成本	亿元	11	11	11	11
	毛利	亿元	-3	-3	-3	-3
	毛利率	%	-44%	-44%	-44%	-44%

合计	营业收入	亿元	1,624	1787	1846	1876
	营业成本	亿元	1,208	1248	1287	1297
	毛利	亿元	415	539	559	578
	毛利率	%	26%	30%	30%	31%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 348/370/393 亿元，对应 PE9.0/8.5/8.0X。我们选取中国铝业、云铝股份、天山铝业和南山铝业 4 家电解铝上市公司，2026-2028 年平均 PE 为 11.0/9.7/8.2X。公司作为全球电解铝龙头，实现一体化产业布局，氧化铝和电力成本优势显著，同时公司分红率较高，估值低于同行，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 36：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元/股)			EPS (元/股)			PE	
		2026-04-22	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
601600.SH	中国铝业	12.08	1.18	1.31	1.54	10.3	9.2	7.8	
000807.SZ	云铝股份	34.22	3.13	3.46	3.95	10.9	9.9	8.7	
002532.SZ	天山铝业	18.00	1.75	1.93	2.27	10.3	9.3	7.9	
600219.SH	南山铝业	6.15	0.49	0.59	0.72	12.6	10.4	8.5	
	平均值					11.0	9.7	8.2	
1378.HK	中国宏桥	31.58	3.50	3.73	3.96	9.0	8.5	8.0	

资料来源：wind，华源证券研究所

注 1：中国铝业、云铝股份、天山铝业、南山铝业盈利预测来源于万得一致预测；中国宏桥盈利预测来自华源证券研究所。

注 2：港币兑人民币汇率取 0.87。

5. 风险提示

- 1) 铝价大幅下跌风险。公司具备 646 万吨电解铝产能，若铝价大幅波动，或对公司盈利造成影响。
- 2) 项目进展不及预期。公司作为赢联盟成员持有西芒杜铁矿项目，若该项目进展不及预期，或对公司未来盈利造成影响。
- 3) 原料成本大幅提升风险。铝原料端主要包括氧化铝、预焙阳极等，公司氧化铝产能自给率超过 100%，价格波动或对公司外售氧化铝利润造成影响。
- 4) 跨市场选择可比公司风险。本文选取的四家电解铝可比上市公司均为 A 股上市公司，公司为港股上市公司，A 股和港股市场存在流动性和投资机构差异，从而可能造成同行业公司估值差异。

附录：财务预测摘要

损益表				资产负债表			
单位：人民币(百万)				单位：人民币(百万)			
	2026E	2027E	2028E		2026E	2027E	2028E
营业收入	178,711	184,618	187,571	货币资金	56,710	67,269	79,750
增长率	10.1%	3.3%	1.6%	应收款项	23,938	23,812	22,425
营业成本	124,813	128,748	129,724	存货	38,780	40,402	40,113
%销售收入	69.8%	69.7%	69.2%	其他流动资产	11,111	11,492	11,513
毛利	53,898	55,870	57,847	流动资产	130,539	142,974	153,802
%销售收入	30.2%	30.3%	30.8%	权益性投资	26,873	35,407	44,026
其他收入	0	0	0	固定资产	74,182	69,290	64,426
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	10,750	11,463	12,155
销售费用	782	782	771	非流动资产	134,990	139,344	143,792
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	资产总计	265,529	282,319	297,594
管理费用	4,397	4,400	4,335	应付款项	13,602	14,271	13,509
%销售收入	2.5%	2.4%	2.3%	短期借款	27,003	26,870	26,870
研发费用	1,321	1,365	1,387	其他流动负债	18,898	19,485	19,199
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	流动负债	59,503	60,626	59,578
财务费用	2,991	3,004	3,011	长期债务	44,681	44,981	44,981
%销售收入	1.7%	1.6%	1.6%	其他长期负债	5,198	5,198	5,198
息税前利润 (EBIT)	52,478	55,664	58,948	非流动负债	49,879	50,179	50,179
%销售收入	29.4%	30.2%	31.4%	负债总计	109,382	110,805	109,757
投资收益	3,835	5,052	6,282	归属母公司股东权益	144,687	157,554	171,221
%税前利润	7.7%	9.6%	11.2%	少数股东权益	11,459	13,959	16,615
除税前利润	49,488	52,659	55,936	负债股东权益合计	265,529	282,319	297,594
利润率	27.7%	28.5%	29.8%				
所得税	12,372	13,165	13,984				
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%				
净利润(含少数股东损益)	37,116	39,495	41,952				
少数股东损益	2,342	2,500	2,656				
归属于母公司的净利润	34,774	36,995	39,297				
增长率	53.6%	6.4%	6.2%				
净利率	19.5%	20.0%	21.0%				

比率分析			
	2026E	2027E	2028E
每股指标			
每股收益	3.50	3.73	3.96
每股净资产	14.58	15.88	17.25
每股经营现金净流	3.71	4.20	4.40
每股股利	2.29	2.43	2.58
回报率			
净资产收益率	24.03%	23.48%	22.95%
总资产收益率	13.10%	13.10%	13.20%
投入资本收益率	17.28%	17.15%	17.02%
增长率			
营业收入增长率	10.08%	3.31%	1.60%
EBIT增长率	43.66%	6.07%	5.90%
净利润增长率	53.62%	6.39%	6.22%
总资产增长率	8.21%	6.32%	5.41%
资产管理能力			
应收账款周转天数	23.7	28.5	27.3
存货周转天数	108.8	110.7	111.7
应付账款周转天数	35.8	39.0	38.5
固定资产周转天数	154.3	139.9	128.3
偿债能力			
流动比率	2.19	2.36	2.58
速动比率	1.49	1.63	1.85
净负债/股东权益	9.59%	2.67%	-4.21%
EBIT利息保障倍数	17.5	18.5	19.6
资产负债率	41.19%	39.25%	36.88%

现金流量表			
单位：人民币(百万)			
	2026E	2027E	2028E
归母净利润	34,774	36,995	39,297
少数股东损益	2,342	2,500	2,656
营运资金变动	-4,909	-621	606
其他变动	4,562	2,803	1,068
经营活动现金流量净额	36,769	41,676	43,627
资本开支	-3,724	-3,350	-2,890
投资	-8,450	-8,534	-8,619
其他	6,425	7,731	9,004
投资活动现金流量净额	-5,749	-4,153	-2,505
股权募资	0	0	0
债权募资	174	167	0
其他	-25,670	-27,132	-28,641
筹资活动现金流量净额	-25,496	-26,965	-28,641
现金净变动	5,523	10,558	12,482

资料来源：公司公告，华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。