

宏桥控股 (002379 CH)

高盈利弹性，高分红比例；首次覆盖给予买入评级

买入 (首次覆盖)

根据我们最新的行业分析，全球电解铝供给缺口将在 2026 年进一步扩大，并将延续至 2027 年（参阅我们同步发布的[行业报告](#)）。我们认为，承载了中国宏桥（1378 HK，买入）主要运营资产的宏桥控股，将显著受益于铝价高企。我们看好宏桥控股较高的盈利弹性（铝价每变动 1%，盈利变动约 3.3%）以及潜在的高分红比例（我们的模型假设为 75%）。首次覆盖给予买入评级，目标价人民币 29 元，基于 13.2 倍 2026 年市盈率，相较我们给予中国宏桥的目标估值倍数（11 倍）溢价 20%。该溢价幅度与中国铝业（2600 HK / 601600 CH，未评级）当前的 A/H 股溢价水平一致。

■ **与中国宏桥的比较：**2025 年 12 月宏桥控股完成借壳上市后，中国宏桥目前持有宏桥控股 89% 的股权。宏桥控股与中国宏桥在以下几个关键方面存在差异：(1) 宏桥控股不持有铝土矿业务的股权；(2) 氧化铝产能较中国宏桥少 200 万吨，因未包含印尼氧化铝资产；(3) 不持有自备电厂。

■ **核心假设：**对于重叠的业务条线，我们的核心经营假设与中国宏桥保持一致。我们预计 2026 年铝价同比上涨 15%，氧化铝价格同比下降 13%；2027 年铝价/氧化铝价格预计同比仅分别小幅下降 3%/5%。

■ **对铝价更为敏感。**我们测算，铝价每上涨 1%，宏桥控股 2026 年盈利将提升约 3.3%（在其他条件不变的情况下）。盈利敏感度高于我们测算的中国宏桥盈利敏感度（2.3%）。

■ **高派息比率以支撑中国宏桥分红。**中国宏桥 2025 年派息比率超过 66%。假设中国宏桥未来继续维持该分红比率，则宏桥控股需要保持较高的分红水平。

■ **核心风险：**(1) 中国电解铝产能上限意外取消；(2) 海外电解铝产能投放快于预期；(3) 全球经济放缓；(4) 铝土矿、煤炭等原材料成本大幅攀升。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入 (百万人民币)	150,336	156,721	173,916	171,911	174,824
同比增长 (%)	na	4.2	11.0	(1.2)	1.7
调整后净利润 (百万人民币)	17,227.9	17,863.5	28,208.3	26,240.1	24,516.8
调整后每股收益 (人民币)	na	1.37	2.16	2.01	1.88
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	2.46	2.68	2.91
市盈率 (倍)	na	16.6	10.5	11.3	12.1
市净率 (倍)	na	6.5	4.2	3.9	3.7
股息 (%)	na	1.1	7.1	6.6	6.2
净负债比率 (%)	27.4	10.7	(23.7)	(29.8)	(29.0)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

目标价 **29.00 人民币**
潜在升幅 **27.6%**
当前股价 **22.72 人民币**

中国原材料

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

张嘉杰

(852) 3900 0849

jakezhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	296,067.0
3 月平均流通量(百万人民币)	692.6
52 周内股价高/低(人民币)	32.53/10.19
总股本(百万)	13031.1

资料来源：FactSet

股东结构

中国宏桥	89.0%
------	-------

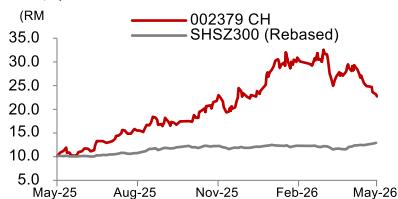
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-21.0%	-26.1%
3 - 月	-25.7%	-29.2%
6 - 月	-1.2%	-7.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

Hongqiao Holdings (002379 CH) - High earnings sensitivity to aluminium price, high dividend payout; initiate with BUY – 12 May 2026 ([link](#))

财务分析

损益表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)					
销售收入	150,336	156,721	173,916	171,911	174,824
销售成本	(120,165)	(126,392)	(129,464)	(130,425)	(135,704)
毛利	30,171	30,328	44,453	41,486	39,120
销售费用	(56)	(47)	(52)	(51)	(52)
行政费用	(2,594)	(2,667)	(2,960)	(2,925)	(2,975)
研发费用	(2,176)	(1,500)	(1,664)	(1,645)	(1,673)
其他收入	164	422	468	516	524
其他盈亏	24	(43)	0	0	0
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	15	25	24	26	28
EBITDA	29,351	30,787	44,674	41,984	39,699
折旧	3,842	4,250	4,429	4,604	4,754
EBIT	25,509	26,537	40,245	37,380	34,944
利息收入	(184)	(98)	275	390	416
利息支出	(1,613)	(1,563)	(1,291)	(1,281)	(1,272)
净利息收入(支出)	(1,797)	(1,661)	(1,016)	(892)	(856)
税前利润	23,751	24,858	39,253	36,514	34,116
所得税	(5,678)	(6,102)	(9,636)	(8,964)	(8,375)
非控股权益	(845)	(892)	(1,409)	(1,311)	(1,224)
调整后净利润	17,228	17,864	28,208	26,240	24,517
总股息	0	3,258	21,156	19,680	18,388

资产负债表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)					
流动资产	56,192	59,325	83,946	86,773	92,997
现金与现金等价物	15,221	18,473	39,851	45,515	46,058
应收账款	3,506	2,839	4,203	2,758	4,321
存货	32,588	32,411	34,168	32,905	36,883
短期银行存款	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,876	5,603	5,725	5,596	5,735
非流动资产	51,834	51,963	54,584	56,998	58,299
物业及厂房及设备 (净额)	29,662	37,162	39,926	42,515	43,954
递延税项	2,680	2,857	2,857	2,857	2,857
合资及联营公司投资	257	296	314	334	356
无形资产	6,423	6,547	6,369	6,191	6,013
商誉	80	0	0	0	0
以公允价值计入损益的资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12,731	5,101	5,117	5,099	5,118
总资产	108,026	111,288	138,530	143,771	151,296
流动负债	49,497	48,997	49,880	48,726	50,189
短期债务	19,878	8,831	8,631	8,431	8,231
应付账款	8,831	8,161	9,244	8,290	9,953
应付税款	3,807	3,189	3,189	3,189	3,189
其他流动负债	16,981	28,816	28,816	28,816	28,816
非流动负债	13,830	16,727	16,727	16,727	16,727
长期债务	7,048	14,531	14,531	14,531	14,531
其他非流动负债	6,782	2,196	2,196	2,196	2,196
总负债	63,327	65,724	66,607	65,453	66,917
股东权益总额	42,690	45,571	70,522	75,605	80,442
少数股东权益	2,010	(8)	1,401	2,712	3,936
总负债和股东权益	108,026	111,288	138,530	143,771	151,296

现金流量表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)					
经营现金流					
税前利润	23,751	24,858	39,253	36,514	34,116
折旧摊销	3,842	4,250	4,429	4,604	4,754
税款	(5,678)	(6,102)	(9,636)	(8,964)	(8,375)
营运资金变化	(402)	(1,503)	(2,176)	1,900	(4,036)
其他	3,769	2,492	992	866	828
净经营现金流	25,282	23,995	32,862	34,921	27,288
投资现金流					
资本开支	(9,091)	(5,345)	(7,000)	(7,000)	(6,000)
收购与投资	0	(20)	0	0	0
其他	448	(912)	265	381	408
净投资现金流	(8,642)	(6,277)	(6,735)	(6,619)	(5,592)
融资现金流					
已支付股息	0	0	(3,258)	(21,156)	(19,680)
净借贷	0	(3,563)	(200)	(200)	(200)
发行股票所得现金	0	0	0	0	0
其他	(11,027)	(11,519)	(1,291)	(1,281)	(1,272)
净融资现金流	(11,027)	(15,083)	(4,749)	(22,638)	(21,152)
净现金流变动					
年初现金	na	15,221	18,473	39,851	45,515
汇率变动	na	616	0	0	0
年末现金	15,221	18,473	39,851	45,515	46,058
增长率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日					
销售收入	na	4.2%	11.0%	(1.2%)	1.7%
毛利润	na	0.5%	46.6%	(6.7%)	(5.7%)
EBITDA	na	4.9%	45.1%	(6.0%)	(5.4%)
EBIT	na	4.0%	51.7%	(7.1%)	(6.5%)
调整后净利润	na	3.7%	57.9%	(7.0%)	(6.6%)
盈利能力比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日					
毛利率	20.1%	19.4%	25.6%	24.1%	22.4%
利息折旧及摊销前利润	19.5%	19.6%	25.7%	24.4%	22.7%
调整后净利润率	11.5%	11.4%	16.2%	15.3%	14.0%
资产负债比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日					
净负债/股东权益比率 (倍)	0.3	0.1	(0.2)	(0.3)	(0.3)
流动比率 (倍)	1.1	1.2	1.7	1.8	1.9
应收账款周转天数	na	7.4	7.4	7.4	7.4
存货周转天数	na	93.9	93.9	93.9	93.9
应付帐款周转天数	na	24.5	24.5	24.5	24.5
估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日					
市盈率	na	16.6	10.5	11.3	12.1
市帐率	na	6.5	4.2	3.9	3.7
股息 (%)	na	1.1	7.1	6.6	6.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。