

# 中国宏桥 (01378)

证券研究报告

2025年03月19日

## 高盈利持续，分红大超预期

### 2024 年利润同比大幅增长，经营利润再上台阶

2024 年公司实现营业收入 1561.69 亿元，同比+16.9%；实现毛利 421.63 亿元，同比 +101.2%；实现归母净利润 223.72 亿元，同比+95.21%。同比大幅增长主要系铝价提升以及煤炭及预焙阳极价格下跌带来电解铝成本下降。此外 24 年铝土矿及氧化铝价格大幅增长，公司凭借联营公司的铝土矿资源和自有氧化铝产能显著增厚利润。

### 产品销量增加带动营收增长，涨价叠加成本下降驱动归母净利润提升

**1) 铝合金+加工产品：**2024 年铝合金销量 583.7 万吨，同比+1.5%，加工产品销量 76.6 万吨，同比+32.1%。铝合金产品贡献营收/毛利分别为 1024/252 亿元，同比+8.2%/+53.14%，加工产品贡献营收/毛利分别为 156/38 亿元，同比+35.4%/+132%；铝合金产品吨售价/吨成本/吨毛利分别为 17550/13233/4317 元，同比+6.59%/-2.71%/+50.79%，加工产品吨售价/吨成本/吨毛利分别为 20324/15365/4959 元，同比+2.50%/-9.68%/+75.98%。24 年铝价均价 19976 元/吨，同比+7.2%。我们预计铝合金及加工产品吨成本的下降主要源于预焙阳极价格的下跌，24 年阳极价格 3958 元/吨，同比-19.7%。

**2) 氧化铝：**2024 年氧化铝销量 1092.1 万吨，同比+5.3%。氧化铝贡献营收/毛利分别为 374/132 亿元，同比+40.6%/+347.25%；吨售价/吨成本/吨毛利分别为 3420/2208/1212 元，同比+33.59%/-2.95%/+325.26%。24 年氧化铝吨毛利显著增厚。氧化铝价格从 23 年均价 2919 元/吨上涨到 24 年 4078 元/吨，同比+39.7%，带来营收和利润的大幅增加。24 年氧化铝吨生产成本保持稳定，铝土矿价格上涨没有显著抬升公司氧化铝成本，一方面我们预计公司持有较多铝土矿库存，所以氧化铝价格的边际抬升传导到成本涨幅相对不明显，另一方面我们预计公司向联营公司赢联盟采购的优势显著，氧化铝成本相对可控。

### 各项费用相对稳定，转债及电厂减值对利润有所拖累

各项费用（行政、财务费用等）基本相对平稳；参股联营企业投资收益 18 亿，较 23 年 12 亿显著提升，预计主要是参股赢联盟铝土矿的投资收益增加。24 年全年计提减值及公允价值变动 48 亿，我们预计其中 26 亿固定资产减值主要为电厂，22 亿衍生金融公允价值变动主要为股价上涨以后可转债权益部分计提的损失（只是会计处理，不涉及现金支出），剔除上述非经营性影响，公司实际利润水平更好。

### 分红大超预期，股息率高达 10%

2024 年年末公司每股派发 1.02 港币，叠加中期派发的 0.59 港币，全年累计每股分红 1.61 港币，较 2023 年同期每股 0.63 港币上涨 155.56%，分红金额达到 153 亿港币，分红率达到 63%，分红水平大超预期。当前股价 15.62 港币，对应股息率 10%。

**投资建议：**预计 25/26/27 年公司实现归母净利润 230/232/234 亿，对应当前 PE 6.0/5.9/5.9x，假设分红率维持 63%，对应股息率 10%，铝价弹性带来盈利弹性+基本面的持续超预期带来估值提升，维持“买入”评级。

**风险提示：**云南限电限产；氧化铝及电解铝价格波动；国内经济恢复不及预期；下游需求不足风险。

### 投资评级

行业 原材料业/一般金属及  
矿石

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 15.62 港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	9,463.89
港股总市值(百万港元)	147,825.95
每股净资产(港元)	12.29
资产负债率(%)	48.24
一年内最高/最低(港元)	16.18/6.96

### 作者

刘奕町 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110523050001  
liuyiting@tfzq.com

陈凯丽 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110524060001  
chenkaili@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中国宏桥-公司点评:氧化铝涨价带来盈利增厚，业绩持续兑现》2024-11-13
- 《中国宏桥-公司点评:转债公允价值变动拖累业绩，经营利润再上台阶》2024-08-25
- 《中国宏桥-公司点评:经营业绩大超预期，利润水平显著提升》2024-03-29

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com