

中国宏桥 (01378.HK)

受益于全产业链优势，盈利能力稳健

优于大市

核心观点

公司 2024 年归母净利润增长 95%。中国宏桥披露 2024 年业绩，报告期内营业收入 1562 亿元，同比增长 17%；归母净利润 223.7 亿元，同比增长 95%；经营活动现金流入净额为 142.6 亿元，同比增长 85%。报告期内公司发电厂等资产计提资产减值 26.4 亿元。公司决定派发末期股息每股 102 港仙，加上中期股息每股 59 港仙，2024 年度累计派息每股 161 港仙，折人民币 142 亿元，占 2024 年归母净利润 63%。

可换股债券的衍生工具部分变动。2024 年金融工具公允价值变动减利 21.9 亿元，主要是可换股债券的衍生工具部分计提。可转债的衍生工具部分减值与转股价和正股价的差值相关，通常在公司股价大涨时该项减值数额比较大，股价下跌后可以转回。

电解铝业务盈利大增：铝价上涨+能源成本下降。2024 年公司铝合金产品销售价格 17550 元/吨，比 2023 年上涨 1100 元/吨；成本端，根据环渤海动力煤价格，公司 2024 年煤炭采购价比 2023 年下降 110 元/吨，折吨铝降本 480 元；2024 年预焙阳极采购价格同比下降 1000 元/吨，折吨铝降本 420 元/吨。即铝价上涨+能源成本下降使 2024 年吨铝毛利润比 2023 年增加 2000 元。

氧化铝业务盈利大增。2024 年公司氧化铝销售价格 3420 元/吨，比 2023 年增加 860 元/吨，氧化铝成本 2210 元/吨，比 2023 年下降 60 元/吨。2024 年氧化铝吨毛利达到 869 元/吨，比 2023 年增加 580 元/吨。

风险提示：煤炭或预焙阳极价格上涨风险，铝价下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

我们假设 2025-2027 年铝现货含税均价为 20500 元/吨，氧化铝价格均为 3100 元/吨，预焙阳极价格均为 4500 元/吨，5500 大卡动力煤到厂价均为 720 元/吨，云南水电含税价格均为 0.44 元/度。预计公司 2025-2027 年营业收入为 1375/1375/1375 亿元，归母净利润分别为 222.2/229.2/235.1 亿元，同比增速-0.7/3.1/2.6%，摊薄 EPS 分别为 2.35/2.42/2.48 元，当前股价对应 PE 为 6.1/5.9/5.8X。过去几年能源类原材料价格巨幅波动导致公司业绩大幅波动，未来能源成本项波动减小，公司盈利能力更加稳健。借助此轮电解铝景气周期及产能转移契机，公司继续摆脱制约长期发展的债务压力和碳排放压力，未来具备更可持续发展能力，我们维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	133,624	156,169	137,476	137,476	137,476
(+/-%)	1.5%	16.9%	-12.0%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	11461	22372	22225	22916	23509
(+/-%)	31.7%	95.2%	-0.7%	3.1%	2.6%
每股收益(元)	1.21	2.36	2.35	2.42	2.48
EBIT Margin	11.4%	23.4%	24.2%	24.2%	24.2%
净资产收益率 (ROE)	12.4%	20.8%	17.1%	15.0%	13.3%
市盈率 (PE)	11.9	6.1	6.1	5.9	5.8
EV/EBITDA	6.8	3.8	4.0	4.0	4.0
市净率 (PB)	1.48	1.26	1.05	0.89	0.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

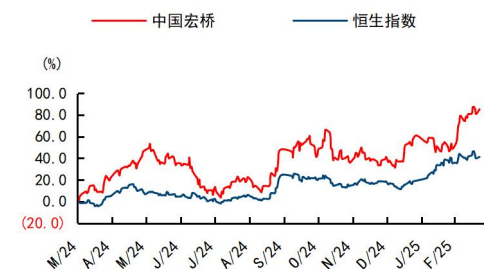
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.44 港元
总市值/流通市值	146122/146122 百万港元
52 周最高价/最低价	16.18/7.25 港元
近 3 个月日均成交额	425.77 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国宏桥 (01378.HK) - 受益于氧化铝价格上涨，山东宏桥三季度盈利环比增长》——2024-11-04
- 《中国宏桥 (01378.HK) - 受益于氧化铝和铝价上涨，盈利能力显著提升》——2024-08-20
- 《中国宏桥 (01378.HK) - 原料价格趋稳叠加铝行业景气周期，盈利能力显著提升》——2024-05-08
- 《中国宏桥 (01378.HK) - 能源价格下跌，冶炼利润有望改善》——2023-05-14

2024 年公司业务简析

公司 2024 年归母净利润增长 95%。中国宏桥披露 2024 年业绩，报告期内营业收入 1562 亿元，同比增长 17%；归母净利润 223.7 亿元，同比增长 95%；经营活动现金流入净额为 142.6 亿元，同比增长 85%。报告期内公司发电厂等资产计提资产减值 26.4 亿元。

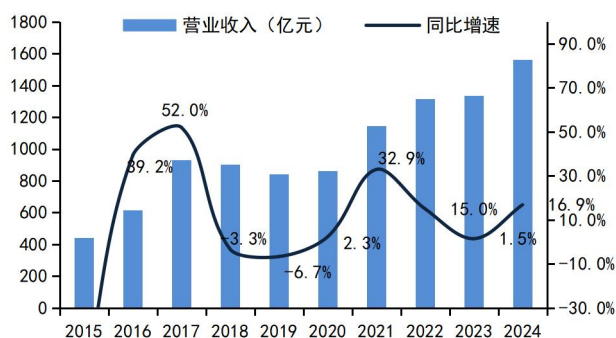
2024 年度分红比例提升至 63%：公司决定派发末期股息每股 102 港仙，加上中期股息每股 59 港仙，2024 年度累计派息每股 161 港仙，折人民币 142 亿元，占 2024 年归母净利润 63%。2023 年股息是每股 63 港仙。

可换股债券的衍生工具部分变动。2024 年金融工具公允价值变动减利 21.9 亿元，主要是可换股债券的衍生工具部分计提。可转债的衍生工具部分减值与转股价和正股价的差值相关，通常在公司股价大涨时该项减值数额比较大，股价下跌后可以转回。

电解铝业务盈利大增：铝价上涨+能源成本下降。2024 年公司铝合金产品销售价格 17550 元/吨，比 2023 年上涨 1100 元/吨；成本端，根据环渤海动力煤价格，公司 2024 年煤炭采购价比 2023 年下降 110 元/吨，折吨铝降本 480 元；2024 年预焙阳极采购价格同比下降 1000 元/吨，折吨铝降本 420 元/吨。即铝价上涨+能源成本下降使 2024 年吨铝毛利润比 2023 年增加 2000 元。

氧化铝业务盈利大增：价格上涨。2024 年公司氧化铝销售价格 3420 元/吨，比 2023 年增加 860 元/吨，氧化铝成本 2210 元/吨，比 2023 年下降 60 元/吨。2024 年氧化铝吨毛利达到 869 元/吨，比 2023 年增加 580 元/吨。

图1：中国宏桥营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

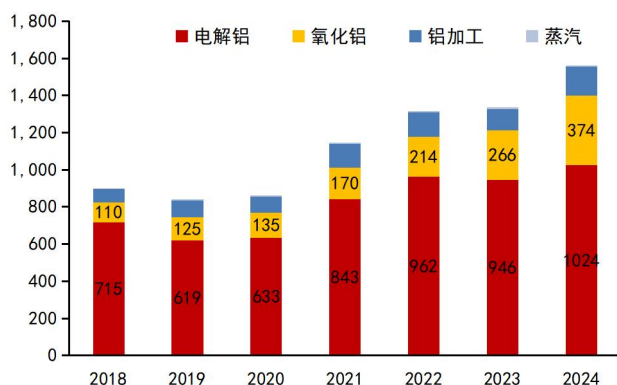
图2：中国宏桥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



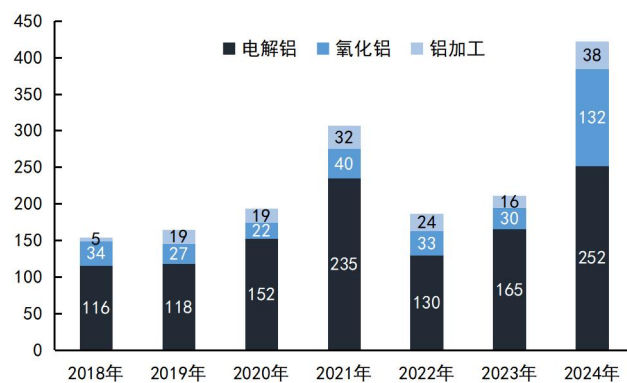
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国宏桥营业收入构成（单位：亿元）

图4：中国宏桥分产品毛利润（单位：亿元）

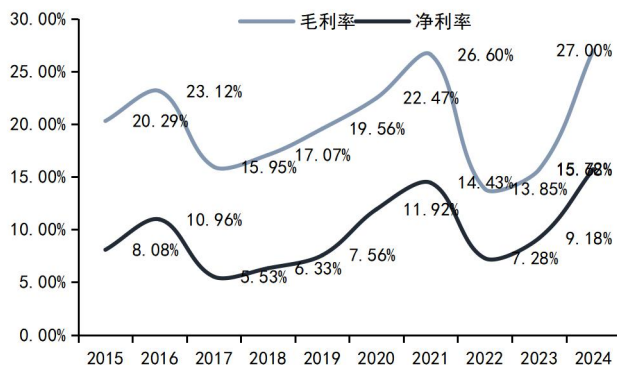


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



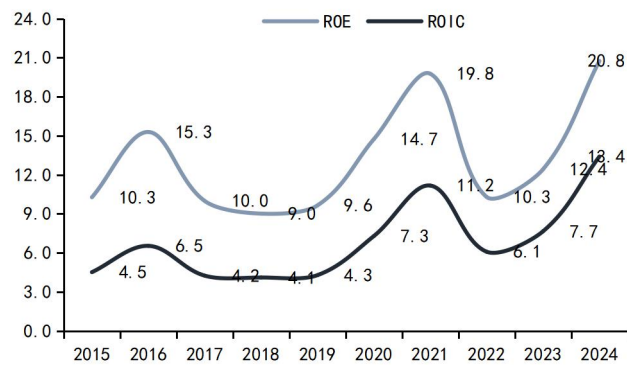
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中国宏桥销售毛利率与净利率变化



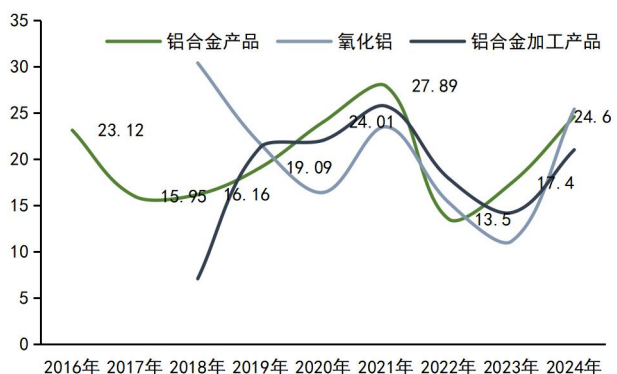
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中国宏桥 ROE 与 ROIC (%)



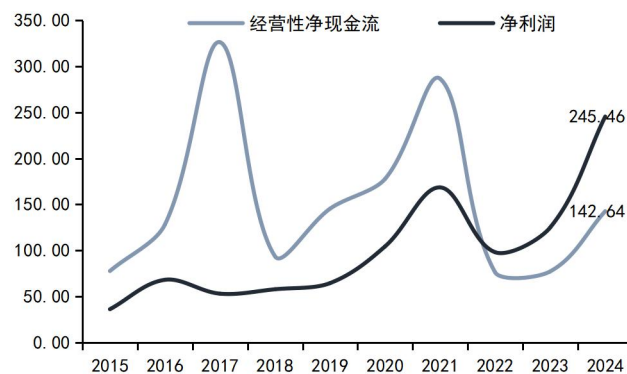
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 中国宏桥分产品毛利率 (%)



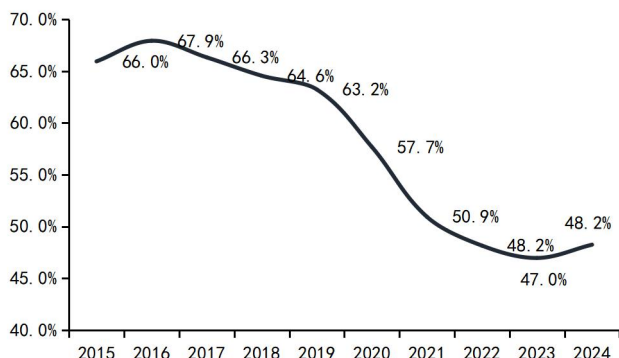
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中国宏桥经营性净现金流 (亿元)



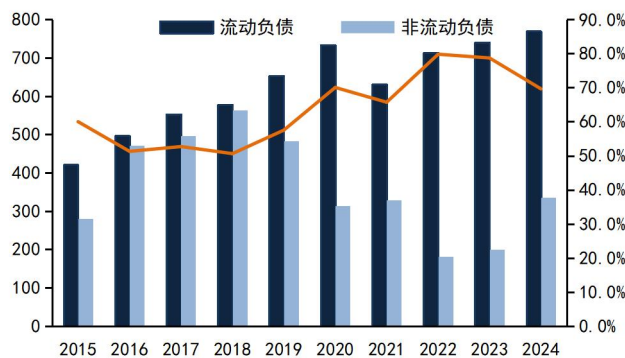
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 中国宏桥资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 中国宏桥流动负债与非流动负债 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司盈利预测的敏感性分析:

铝及氧化铝价格的影响: 以公司氧化铝产能 1950 万吨, 电解铝产能 646 万吨来测算, 公司每年净外售氧化铝 710 万吨, 与中国铝业、锦江集团、山东信发等企业构成国内氧化铝市场主要供应商。2024 年氧化铝年均价 4000 元/吨, 普遍担心 2025 年氧化铝价格下滑拖累公司业绩, 下表是公司 2025 年归母净利润对铝和氧化铝价格的敏感性分析。氧化铝价格每下降 200 元/吨, 公司归母净利润减少 8 亿元。如果 2025 年氧化铝年均价 3000 元/吨, 则拖累业绩 40 亿元。但我们也看到, 2025 年以来铝价重心高于 2024 年, 铝价每上涨 1000 元/吨, 公司归母净利润增加 37 亿元, 完全可以弥补氧化铝价格下跌的拖累。

表1: 铝及氧化铝价格变动对 2025 年业绩的影响 (百万元)

		铝价（元/吨）						
		18000	19000	20500	21000	22000	23000	24000
氧化铝价	2900	12, 058	15, 796	21, 403	23, 272	27, 010	30, 748	34, 486
	3100	12, 880	16, 618	22, 225	24, 094	27, 831	31, 569	35, 307
	3300	13, 701	17, 439	23, 046	24, 915	28, 653	32, 391	36, 129
	3500	14, 522	18, 260	23, 867	25, 736	29, 474	33, 212	36, 950
	3700	15, 343	19, 081	24, 688	26, 557	30, 295	34, 033	37, 771

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

煤炭价格的影响: 如果按照发电煤耗 300 克、采购 5500 大卡热值动力煤、电解铝电耗 13500 度/吨、山东基地电解铝年产量 500 万吨来测算, 公司电解铝版块每年需要采购 2600 万吨电煤。因此煤炭价格对公司业绩影响极大, 下表是公司归母净利润对预焙阳极和煤炭价格的敏感性分析。2025 年以来煤价大幅下降, 4 月份魏桥电厂的煤炭采购价已经降到 0.12 元/大卡以下, 折 5500 大卡标煤 660 元/吨。煤价每下降 100 元/吨, 公司归母净利润增加 16 亿元。

表2: 煤及预焙阳极价格变动对 2025 年业绩的影响 (百万元)

		预焙阳极价格						
		3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000
煤价	700	25, 333	24, 402	23, 471	22, 541	21, 610	20, 679	19, 748
	800	23, 752	22, 822	21, 891	20, 960	20, 030	19, 099	18, 168
	900	22, 172	21, 241	20, 311	19, 380	18, 449	17, 518	16, 588
	1000	20, 592	19, 661	18, 730	17, 800	16, 869	15, 938	15, 007
	1100	19, 011	18, 081	17, 150	16, 219	15, 289	14, 358	13, 427

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

投资建议：维持“优于大市”评级。我们假设 2025-2027 年铝现货含税均价为 20500 元/吨，氧化铝价格均为 3100 元/吨，预焙阳极价格均为 4500 元/吨，5500 大卡动力煤到厂价均为 720 元/吨，云南水电含税价格均为 0.44 元/度。预计公司 2025-2027 年营业收入为 1375/1375/1375 亿元，归母净利润分别为 222.2/229.2/235.1 亿元，同比增速 -0.7/3.1/2.6%，摊薄 EPS 分别为 2.35/2.42/2.48 元，当前股价对应 PE 为 6.1/5.9/5.8X。过去几年能源类原材料价格巨幅波动导致公司业绩大幅波动，未来能源成本项波动减小，公司盈利能力更加稳健。借助此轮电解铝高景气周期及产能转移契机，公司继续摆脱制约长期发展的债务压力和碳排放压力，未来具备更可持续发展能力，我们维持优于大市评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	31721	44770	80503	113514	143138	营业收入	133624	156169	137476	137476	137476
应收款项	19889	24559	21619	21619	21619	营业成本	112669	114006	99255	99258	99260
存货净额	33958	37344	31716	31592	31454	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1827	3151	2774	2774	2774	销售费用	755	661	582	582	582
流动资产合计	87395	109825	136613	169500	198986	管理费用	4960	5000	4495	4495	4495
固定资产	70200	75393	71950	68148	63950	财务费用	3268	3363	2750	2750	2750
无形资产及其他	381	9992	9892	9792	9692	投资收益	0	0	1500	2500	2500
投资性房地产	13651	3971	3971	3971	3971	资产减值及公允价值变动	0	0	(2899)	(2899)	(2899)
长期股权投资	28693	29985	30035	30085	30135	其他收入	3865	1851	3084	3084	3084
资产总计	200320	229165	252460	281495	306734	营业利润	15837	34990	32080	33077	33075
短期借款及交易性金融负债	49118	45104	45885	46702	45897	营业外净收支	54	(2192)	0	0	0
应付款项	15157	18605	15801	15739	15670	利润总额	15890	32797	32080	33077	33075
其他流动负债	9755	13274	11294	11252	11206	所得税费用	3393	8252	7378	7608	6946
流动负债合计	74029	76983	72981	73694	72773	少数股东损益	1037	2173	2477	2554	2620
长期借款及应付债券	13792	25781	25781	25781	25781	归属于母公司净利润	11461	22372	22225	22916	23509
其他长期负债	6243	7788	10384	13236	13266						
长期负债合计	20035	33569	36165	39017	39047	现金流量表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	94064	110552	109145	112711	111821	净利润	11461	22372	22225	22916	23509
少数股东权益	14012	10814	13290	15844	18464	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	92245	107800	130024	152940	176449	折旧摊销	7186	7207	8645	9003	9399
负债和股东权益总计	200320	229165	252460	281495	306734	公允价值变动损失	0	0	2899	2899	2899
						财务费用	3268	3363	2750	2750	2750
关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	5604	8812	6757	2873	53
每股收益	1.21	2.36	2.35	2.42	2.48	其它	1037	2173	2477	2554	2620
每股红利	0.00	0.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	25287	40565	43002	40244	38479
每股净资产	9.75	11.39	13.74	16.16	18.64	资本开支	0	(12393)	(8000)	(8000)	(8000)
ROIC	9%	18%	17%	18%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12%	21%	17%	15%	13%	投资活动现金流	(12314)	(13685)	(8050)	(8050)	(8050)
毛利率	16%	27%	28%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	23%	24%	24%	24%	负债净变化	(2444)	11989	0	0	0
EBITDA Margin	17%	28%	30%	31%	31%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	1%	17%	-12%	0%	0%	其它融资现金流	(3748)	(37810)	781	817	(805)
净利润增长率	32%	95%	-1%	3%	3%	融资活动现金流	(8637)	(13831)	781	817	(805)
资产负债率	54%	53%	48%	46%	42%	现金净变动	4337	13049	35733	33011	29624
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	27385	31721	44770	80503	113514
P/E	11.9	6.1	6.1	5.9	5.8	货币资金的期末余额	31721	44770	80503	113514	143138
P/B	1.5	1.3	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	30945	32999	29471	27710
EV/EBITDA	7	4	4	4	4	权益自由现金流	0	3132	31628	28243	24930

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032