

公司研究

高分红一体化龙头业绩同比高增，西芒杜铁矿项目有望提供利润新增点

——中国宏桥（1378.HK）动态跟踪报告

要点

2025年公司半年报业绩超市场预期：2025年6月23日，公司公告2025年上半年净利润预计可能会增加35%左右，达到约123.6亿元。

成本端下滑叠加铝价坚挺支撑公司业绩高增。公司半年报业绩增长主要系公司铝合金产品以及氧化铝产品价格均较2024年同期上涨，销售数量亦有所增加。2025H1铝（A00）均价20317元/吨，同比增加2.6%。同时公司主要成本原料端均有下滑：2025H1国内氧化铝均价3389.9元/吨，同比-3.4%；秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价为675.67元/吨，同比-22.8%。

铝土矿资源稳定保障，西芒杜铁矿项目未来有望提供新的增长点。公司具备稳定的原料供应源，中国宏桥在几内亚合资设立矿业公司（SMB）和河港公司（WAP），主营业务为开采铝土矿，并建有河港码头和海上过驳转运系统。据我的钢铁网报道，西芒杜铁矿项目预计于2025年底交付，2026年出口。西芒杜铁矿位于几内亚东南部，是全球储量最大、品质最高的未开发铁矿，分为南北两大区块，初期具有年产1.2亿吨高品质铁矿石能力。西芒杜赢联盟（WCS）持有北部区块矿权未来有望增厚中国宏桥投资收益。

一体化龙头全产业链布局，高股息持续强化股东回报。公司铝产业链一体化布局，截至2024半年报，公司国内氧化铝年产能1,750万吨，印尼氧化铝年产能200万吨，总年产能1,950万吨；电解铝的年产能约646万吨。公司2025年6月13日派发股息每股102港仙，2024年度累计派息每股161港仙（2023年度：每股63港仙）。按照2025年5月21日除权除息日收盘价计算，公司股息率为11%。

电解铝纳入全国碳市场渐行渐近。2024年3月15日，生态环境部就铝冶炼行业的《企业温室气体排放核算与报告指南》和《企业温室气体排放核查技术指南》公开征求社会意见。这一举措意味国内电解铝行业或即将纳入全国碳市场。据安泰科数据，使用火电生产电解铝的吨二氧化碳排放量约13吨，而使用水电生产吨二氧化碳排放量仅为1.8吨。火电铝后续将面临成本上行压力，或将推动电解铝企业内部进行节能降耗和水电铝的价格溢价。

盈利预测、估值与评级：考虑到铝价中枢价格有望抬升，我们上调盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为233.7亿元/252.0亿元/277.7亿元，分别上调3.9%/1.9%/1.7%，对应当前股价PE分别为6.7/6.2/5.6倍，考虑到公司铝行业龙头地位，维持“增持”评级。

风险提示：铝价大幅波动；交叉性补贴和政府性基金征缴风险；需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	133,624	156,169	165,057	166,308	168,333
营业收入增长率	1.46%	16.87%	5.69%	0.76%	1.22%
净利润（百万元）	11,461	22,372	23,370	25,200	27,768
净利润增长率	31.71%	95.21%	4.46%	7.83%	10.19%
EPS（元）	1.20	2.36	2.52	2.71	2.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.3%	19.9%	18.9%	18.7%	18.8%
P/E	14.0	7.1	6.7	6.2	5.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-7-4（对应1人民币=1.0971港币）

增持（维持）

当前价：18.42 港元/股

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：马俊

执业证书编号：S0930523070008

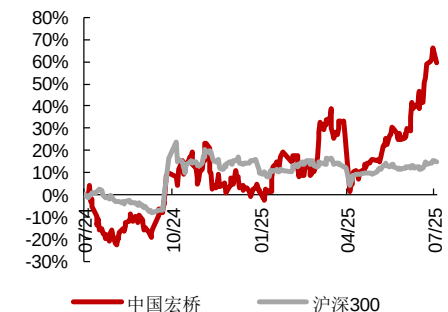
021-52523809

majun@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	92.88
总市值(亿港元):	1710.91
一年最低/最高(港元):	9.03-18.74
近3月换手率:	39.5%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	25.5	32.1	60.0
绝对	28.5	35.2	75.5

资料来源：Wind

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	133,624	156,169	165,057	166,308	168,333
营业成本	112,669	114,006	126,704	125,633	124,200
毛利	20,955	42,163	38,353	40,675	44,133
其他收入	3,713	2,984	4,586	4,621	4,678
销售费用	-755	-661	-933	-940	-951
财务费用	-3,268	-3,363	-3,122	-2,769	-2,610
行政费用	-4,953	-4,993	-6,118	-6,164	-6,239
其他支出	-945	-2,899	-1,168	-1,177	-1,191
税前利润	15,890	32,797	32,673	35,232	38,822
税收支出	-3,393	-8,252	-7,188	-7,751	-8,541
净利润	12,498	24,546	25,485	27,481	30,281
少数股东损益	1,037	2,173	2,115	2,280	2,513
归母公司净利润	11,461	22,372	23,370	25,200	27,768
核心净利润	11,461	22,372	23,370	25,200	27,768

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	31,721	44,770	56,391	68,980	82,353
存货	33,958	37,344	46,578	46,931	47,502
应收账款	5,489	9,774	5,427	5,468	5,534
预付账款	8,748	7,812	10,860	10,767	10,646
交易性金融资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	87,395	109,825	125,857	138,797	152,769
物业、厂房及设备	70,200	75,393	74,599	73,962	73,504
预付租赁款项	0	0	0	0	0
有使用权资产	9,675	9,668	11,554	11,642	11,783
于联营公司的投资	11,034	13,222	13,205	13,305	13,467
其他非流动资产	22,015	21,057	12,265	12,270	12,290
非流动资产合计	112,925	119,340	111,623	111,179	111,043
总资产	200,320	229,165	237,480	249,976	263,812
应付账款	11,648	14,931	16,290	16,150	15,969
短期借款	30,489	34,168	27,150	26,917	26,615
流动负债合计	74,029	76,983	78,928	78,823	78,776
长期借款	8,622	14,134	18,622	18,622	18,622
非流动负债其他项目	11,413	19,435	11,413	11,413	11,413
非流动负债合计	20,035	33,569	30,035	30,035	30,035
总负债	94,064	110,552	108,962	108,858	108,810
普通股股本	619	619	619	619	619
储备	91,626	107,181	114,971	125,290	136,662
总权益	106,256	118,613	128,518	141,118	155,002

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22,402	33,983	32,286	33,926	36,280
净利润	11,461	22,372	23,370	25,200	27,768
折旧、摊销	7,141	6,524	9,047	8,952	8,875
其他非现金调整	663	14,172	-1,160	-5	-20
非现金营运资本变动	3,137	-9,085	1,028	-222	-344
投资活动产生现金流	-17,889	-12,557	-10,121	-8,503	-8,720
固定及无形资产变动	-5,662	-12,311	-8,253	-8,315	-8,417
长期投资净变动	-1,194	-2,181	-1,868	-188	-304
融资活动现金流	-200	-8,431	-14,215	-12,833	-14,186
债务变动	-3,761	9,191	-2,530	-233	-302
股本变动	0	0	0	0	0
净现金流	4,314	12,995	7,950	12,589	13,374

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP