

【广发金材 & 海外】中国宏桥 (01378.HK)

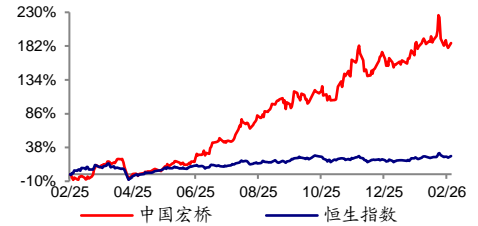
铝价上涨带来利润弹性

公司评级	买入
当前价格	35.30 港元
合理价值	44.25 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-02-10

核心观点:

- **铝价上涨将带来公司利润弹性。** 电解铝需求改善的背景下，供给的强约束将更加突出，铝价上行弹性不可忽视。据同花顺，2025 年沪铝期货均价为 20750 元/吨（含税），同比上涨 4%。截至 2026 年 2 月 8 日，2026 年沪铝期货均价已达 24117 元/吨（含税）。据中国宏桥财报及其子公司山东宏桥新型材料有限公司信评报告，截至 2025 年 3 月末，公司具有电解铝产能 645.9 万吨，产销持稳，成本下降，我们预计 2026 年铝价上涨将带来公司核心的利润弹性。
- **期待高分红比例延续。** 据同花顺，2022-2024 年公司年度现金分红比例分别为 49%、48%、64%。按照 2.3 万元含税铝价假设，2026 年公司归母净利润可达 327.4 亿元，假设分红延续 64%，按 2 月 9 日市值计算，股息率达 6.7%。
- **盈利预测与投资建议。** 铝价上涨增厚公司利润，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.20/3.28/3.29 元/股，参考可比公司估值，给予公司 2026 年 12 倍 PE，合理价值为 44.25 港币/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 下游需求不及预期。海外电解铝产量增量超预期。铝土矿、阳极、电力等成本上涨超预期。再生铝供应超预期。
(备注：汇率为 1 港元=0.89 人民币)

相对市场表现



分析师:	陈凯丽
	SAC 执证号: S0260526010001
	021-38003564
	chenkaili@gf.com.cn
分析师:	陈琪玮
	SAC 执证号: S0260524040003
	SFC CE No. BTE650
	021-38003631
	chenqiwei@gf.com.cn

请注意，陈凯丽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	133,624	156,169	151,177	159,866	159,866
增长率 (%)	1.5%	16.9%	-3.2%	5.7%	0.0%
EBITDA	26,912	45,639	40,846	54,922	54,922
归母净利润	11,461	22,372	21,884	32,740	32,839
增长率 (%)	31.7%	95.2%	-2.2%	49.6%	0.3%
EPS (元/股)	1.21	2.36	2.20	3.28	3.29
市盈率 (P/E)	4.7	4.4	14.3	9.6	9.5
ROE (%)	12.4%	20.8%	18.9%	26.0%	24.2%
EV/EBITDA	3.2	2.7	8.4	6.2	6.0

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

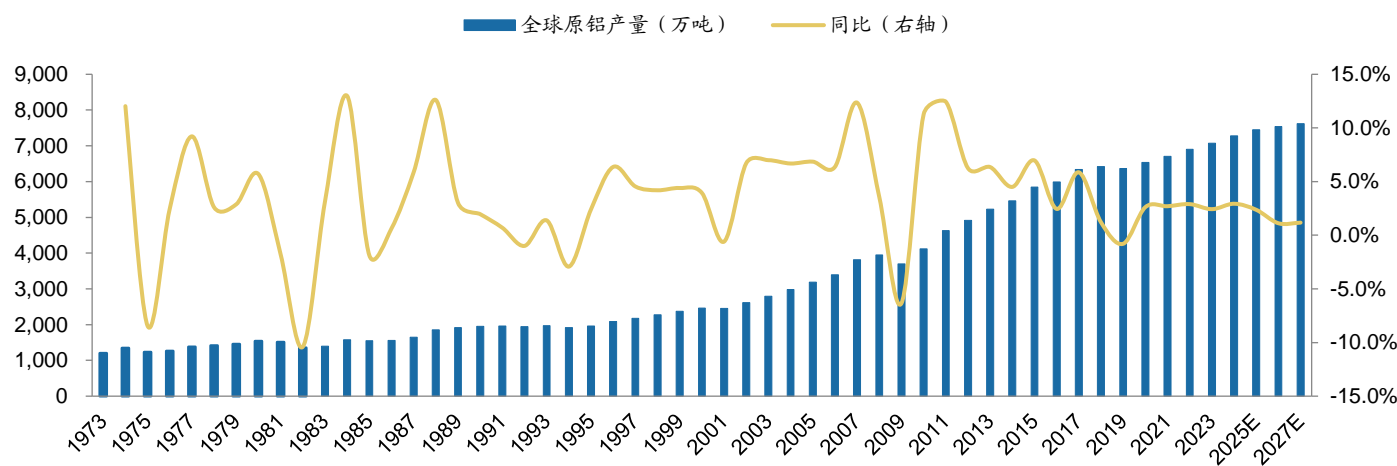
我们2025年5月13日发布了《铝行业专题之一——供给受限，铝价弹性可期》：

需求端，全球新能源需求旺盛、一带一路发展共同拉动铝长期需求增长。从下游应用看，铝作为轻量化金属，汽车等市场铝代钢受到认可；作为导电导热的低价金属，铝代铜也在加速。汽车方面，碳中和所引致的汽车轻量化趋势将从单车铝密度提升和新能源汽车渗透率提升2个方面提高汽车行业铝消费量。光伏方面，能源转型将持续支撑光伏用铝需求。铝代铜方面，以铜价已处于历史高位，由于铜矿长期低资本开支，未来增量有限，预计能源需求带动铜价中枢上行，这也将给铝代铜提供了需求增量空间。**从消费区域看**，随着全球产业链转移，周边国家依托人口优势，经济快速发展，东南亚、南亚等人均用铝量仍有明显增长空间。整体来看，新能源、一带一路区域用铝需求将增长，平滑地产需求下降的波动。

供给端，电解铝中短期增量有限，存量供应有风险。增量方面，电解铝作为高能耗产品，能源约束制约海外电解铝增量，国内已达产能天花板，预计25-27年电解铝供给增速约1%。存量方面，全球电解铝产能频受干扰。国内以云南为代表的水电供应具有不稳定性，影响电解铝产能利用率。海外以西欧为代表，能源、人工、环保的高成本曾使电解铝产能多次减产。理论上，更低碳环保的再生铝可作为铝长期供需缺口的补充，国内政策也支持其发展，但受制于国内铝积蓄量低、产业体系不完善、保级利用限制应用范围等因素，短期实际贡献铝元素增量有限，难以对铝价形成方向性扰动。

综合供需来看，电解铝作为能源金属，长期需求持续增长，供给增量有限，存量运行脆弱，如全球经济预期修复较快，铝供需边际变化快，铝价弹性可期，电解铝企业盈利增长空间将打开。

图 1：全球电解铝产量（万吨，乐观情况）



数据来源：国际铝业协会、广发证券发展研究中心

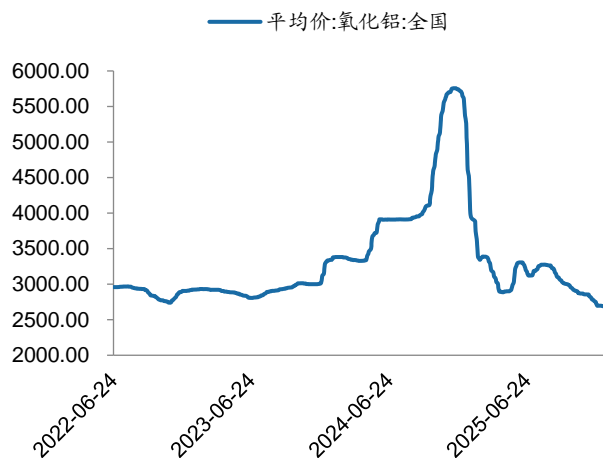
我们2025年12月21日发布了《有色金属行业2026年投资策略——黄金仍将稳步上行，库存周期将迎主升浪》：展望2026年，预计新能源用铝量继续增长，整体全球用铝需求仍改善。供给端，国内产能有刚性政策性约束。据公司投资者交流公告，2026年产量增量关注天山铝业20万吨、电投能源35万吨。海外方面，据阿拉丁，预计到2026年和2027年，海外电解铝建成产能将分别增加230万吨和188.5万吨。考虑2028年前，电力约束下，海外新增产能投放有限，存量产能有缺电/高电价风险。中性情况下，我们预计全球2026、2027年新增电解铝产能均为140万吨左右。整体看，在需求改善的背景下，供给的强约束将更加突出，铝价上行弹性不可忽视。据同花顺，中国电解铝全球市占率达60%，企业成本相对稳定，分红比例提升，估值具备提升空间。

图 2：沪铝价格走势（单位：元/吨）



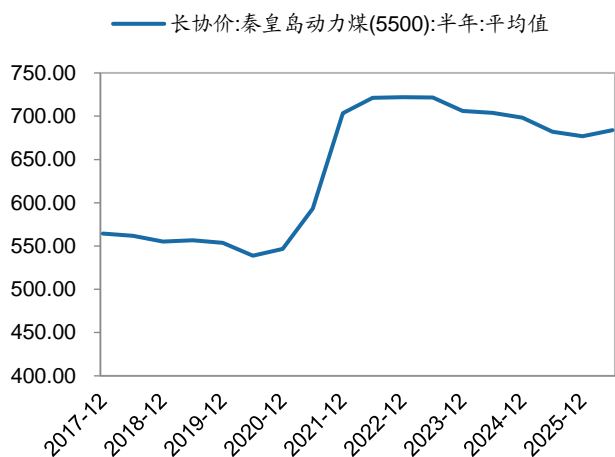
数据来源：同花顺，广发证券发展研究中心

图 3：国内氧化铝价格走势（单位：元/吨）



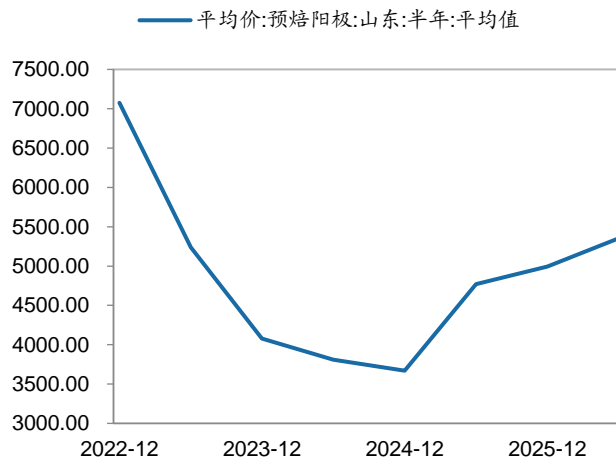
数据来源：同花顺，广发证券发展研究中心

图 4：秦皇岛动力煤价格走势（单位：元/吨）



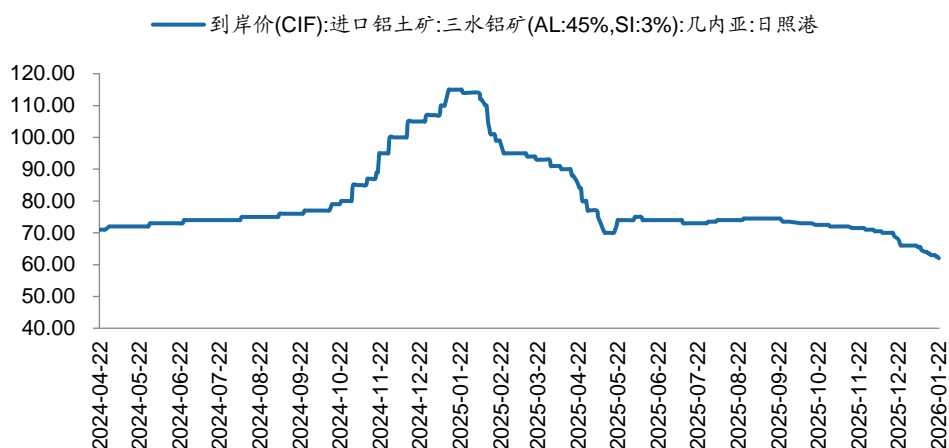
数据来源：同花顺，广发证券发展研究中心

图 5：山东预焙阳极价格走势（单位：元/吨）



数据来源：同花顺，广发证券发展研究中心

图 6：几内亚铝土矿价格走势（单位：美元/吨）



数据来源：同花顺、广发证券发展研究中心

盈利预测及假设：

1. 产销量：据中国宏桥财报及其子公司山东宏桥新型材料有限公司信评报告，截至2025年3月末，公司具有电解铝、氧化铝产能分别为645.9、1900万吨，生产稳定，我们假设2025-2027年国内铝合金、铝深加工产品、氧化铝的销量较2024年小幅增长、持平、持平。
2. 价：如前文所述，电解铝需求持续增长，供给增量有限，存量运行脆弱，如全球经济预期修复较快，铝供需边际变化快，铝价弹性可期。据同花顺，2025年沪铝期货均价为20750元/吨（含税），同比上涨4%。截至2026年2月8日，2026年沪铝期货均价已达24117元/吨（含税），我们据此假设2025-2027年铝价为20750、23000、23000元/吨（含税），对应铝合金价格不含税分别为18363、20354、20354元/吨。2023-2024年铝深加工产品相对铝合金价格溢价（不含税）分别为3370、2774元/吨，我们假设2025-2027年该溢价均保持2800元/吨。全球电解铝增长有限，氧化铝产能持续扩张，考虑到氧化铝行业过剩压力加剧，参考同花顺价格，我们假设2025-2027年氧化铝价格（不含税）分别为2920、2389、2389元/吨。
3. 成本：据同花顺，2025年，动力煤、阳极、氧化铝均价为683、5102、3163元/吨（含税），同比下跌5%、上涨26%、下跌22%；几内亚铝土矿均价81美元/吨，同比上涨5%。截至2026年2月8日，2026年动力煤、阳极、氧化铝均价为684、5457、2560元/吨（含税），几内亚铝土矿均价63美元/吨。我们据此假设2025年公司吨电解铝、氧化铝成本分别小幅上升、明显下降，2026-2027年吨电解铝、氧化铝成本均明显下降。
4. 毛利：由于铝价上涨，山东电力及氧化铝价格下跌带动电解铝成本下降，2025-2027年电解铝毛利较2024年上升。受价格下跌、铝土矿价格上涨影响，氧化铝毛利较2024年明显下降。

表 1: 中国宏桥盈利预测关键假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销量 (万吨)					
铝合金	575	584	595	595	595
氧化铝	872	871	872	872	872
铝深加工产品	56	74	74	74	74
吨价 (元/吨)					
铝合金	16,464	17,550	18,363	20,354	20,354
氧化铝	2,560	3,420	2,920	2,389	2,389
铝深加工产品	19,834	20,324	21,163	23,154	23,154
吨成本 (元/吨)					
铝合金	13,601	13,232	13,300	12,500	12,500
氧化铝	2,706	2,767	2,500	2,250	2,250
铝深加工产品	17,649	16,000	16,000	15,200	15,200
吨毛利 (元/吨)					
铝合金	2,863	4,318	5,063	7,854	7,854
氧化铝	-146	653	420	139	139
铝深加工产品	2,185	4,324	5,163	7,954	7,954

数据来源: 公司财报、公司信评公告、广发证券发展研究中心

备注: 液态铝合金、铝合金锭及氧化铝销量数据未包含自用部分

表 2: 中国宏桥的主营业务预测 (单位: 亿元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入					
铝合金锭	946.4	1024.3	1093.3	1211.8	1211.8
铝合金加工产品	265.6	373.5	254.7	208.4	208.4
氧化铝	115.0	155.7	155.7	170.4	170.4
蒸汽	9.3	8.1	8.1	8.1	8.1
合计	1336.2	1561.7	1511.8	1598.7	1598.7
营业成本					
铝合金锭	781.9	772.3	791.8	744.2	744.2
铝合金加工产品	236.0	241.1	218.0	196.2	196.2
氧化铝	98.7	117.7	117.7	111.8	111.8
蒸汽	10.2	8.9	8.9	8.9	8.9
合计	1126.7	1140.1	1136.4	1061.1	1061.1
毛利					
铝合金锭	164.6	252.0	301.4	467.6	467.6
铝合金加工产品	29.6	132.4	36.7	12.2	12.2
氧化铝	16.3	38.0	38.0	58.5	58.5
蒸汽	-1.0	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
合计	209.6	421.6	375.3	537.5	537.5
毛利率					
铝合金锭	17.4%	24.6%	27.6%	38.6%	38.6%
铝合金加工产品	11.2%	35.4%	14.4%	5.8%	5.8%
氧化铝	14.2%	24.4%	24.4%	34.4%	34.4%
蒸汽	-10.3%	-9.1%	-9.1%	-9.1%	-9.1%
合计	15.7%	27.0%	24.8%	33.6%	33.6%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

铝价上涨增厚公司利润, 预计公司2025-2027年EPS分别为2.20/3.28/3.29元/股, 参考可比公司估值, 给予公司2026年12倍PE, 合理价值为44.25港币/股, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司

公司名称	公司代码	业务类型	最新收盘价 (港元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国铝业	02600.HK	电解铝	12.97	0.84	0.97	1.06	13.74	11.90	10.89
创新实业	02788.HK	电解铝	24.74	1.27	1.97	2.44	17.33	11.17	9.02

数据来源: 同花顺, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自同花顺一致预测, 截至时间为2026年2月9日。

风险提示:

- 1.下游需求不及预期。若全球宏观环境恶化，铝下游需求不及预期，供需走弱，铝价或有下跌风险，拖累铝企业盈利。
- 2.海外电解铝产量增量超预期。若海外停产产能复产超预期，或新建产能投放速度超预期，则全球铝供给增速将超预期，给铝价带来压力，高成本铝企业亏损风险增加。
- 3.铝土矿、阳极、电力等成本上涨超预期。若铝土矿、阳极、电力等成本上涨，铝企业盈利或将下滑。
- 4.再生铝供应超预期。若再生铝产量或进口量超预期，铝供给将提升，影响铝价弹性空间，电解铝企业盈利增长空间或低于预期。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	87,395	109,825	78,708	77,319	77,797
现金及现金等价物	31,721	44,770	18,240	18,315	18,295
应收账款及票据	10,466	16,376	11,809	12,478	12,656
存货	33,958	37,344	34,936	32,727	33,013
其他	11,249	11,334	13,724	13,799	13,833
非流动资产合计	112,925	119,340	136,405	146,450	147,160
固定资产净值	70,200	75,393	75,488	76,214	76,941
长期投资	28,693	29,985	46,943	56,280	56,280
商誉及无形资产	381	9,992	9,974	9,956	9,939
其他	13,651	3,971	4,000	4,000	4,000
资产总额	200,320	229,165	215,113	223,770	224,957
流动负债合计	74,029	76,983	62,942	56,747	45,865
短期借款	49,118	45,104	34,833	29,351	18,469
应付账款及票据	11,648	14,931	12,457	11,743	11,743
其他	13,263	16,948	15,653	15,653	15,653
非流动负债合计	20,035	33,569	23,518	24,518	22,726
长期借款	13,792	25,781	15,792	16,792	15,000
其他非流动负债	6,243	7,788	7,726	7,726	7,726
总负债	94,064	110,552	86,460	81,264	68,590
普通股股本	619	619	619	619	619
储备	91,199	106,962	114,871	124,713	134,574
其他	426	219	450	460	460
归母权益总额	92,245	107,800	115,940	125,792	135,653
少数股东权益	14,012	10,814	12,714	16,714	20,714
股东权益合计	106,256	118,613	128,653	142,505	156,367
负债及股东权益合计	200,320	229,165	215,113	223,770	224,957

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	133,624	156,169	151,177	159,866	159,866
营业成本	112,669	114,006	113,644	106,112	106,112
毛利	20,955	42,163	37,533	53,755	53,755
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	755	661	640	677	677
行政管理费用	4,953	4,993	4,833	5,111	5,111
研发费用	0	1,155	1,118	1,182	1,182
其他营业费用合计	127	-892	50	50	50
营业利润	15,120	36,246	30,892	46,735	46,735
利息收入	0	0	471	274	0
利息支出	3,831	4,125	2,849	2,214	1,815
权益性投资损益	1,193	1,758	2,800	1,500	1,500
其他非经营性损益	3,458	1,111	1,100	600	600
除税前利润	15,890	32,797	30,314	46,845	46,970
所得税	3,393	8,252	6,530	10,104	10,131
合并净利润	12,498	24,546	23,784	36,740	36,839
少数股东损益	1,037	2,173	1,900	4,000	4,000
归母净利润	11,461	22,372	21,884	32,740	32,839

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	22,402	33,983	29,604	43,693	42,142
合并净利润	12,498	24,546	23,784	36,740	36,839
折旧与摊销	7,141	6,524	6,054	6,088	6,087
营运资本变动	-983	-4,459	817	751	-498
其他非经营性调整	4,783	9,545	-1,051	114	-285
投资活动现金流净额	-17,889	-12,557	-19,281	-14,033	-4,697
处置固定资产收益	384	298	1,100	600	600
资本性支出	-7,271	-12,830	-6,131	-6,797	-6,797
投资资产支出	-9,359	-1,069	-16,958	-9,337	0
其他	-1,643	1,043	2,708	1,500	1,500
融资活动现金流净额	-200	-8,431	-36,884	-29,604	-37,476
长期债权融资	2,630	7,755	-9,989	1,000	-1,792
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	-4,369	-9,348	-14,006	-22,918	-22,987
其他	1,539	-6,837	-12,888	-7,686	-12,697
现金净增加额	4,337	13,049	-26,530	75	-20
期初现金余额	27,385	31,721	44,770	18,240	18,315
期末现金余额	31,721	44,770	18,240	18,315	18,295

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	1.5%	16.9%	-3.2%	5.7%	0.0%
营业利润增长率	2.4%	139.7%	-14.8%	51.3%	0.0%
归母净利增长率	31.7%	95.2%	-2.2%	49.6%	0.3%
获利能力					
毛利率	15.7%	27.0%	24.8%	33.6%	33.6%
净利率	9.4%	15.7%	15.7%	23.0%	23.0%
ROE	12.4%	20.8%	18.9%	26.0%	24.2%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	48.2%	40.2%	36.3%	30.5%
有息负债率	31.4%	30.9%	23.5%	20.6%	14.9%
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.4	1.7
利息保障倍数	5.2	9.5	12.2	22.1	26.9
营运能力					
应收账款周转天数	27.8	30.9	28.1	28.1	28.5
存货周转天数	113.8	112.6	110.7	111.0	112.0
应付账款周转天数	42.4	42.0	39.5	39.8	39.8
每股指标					
每股收益	1.21	2.36	2.20	3.28	3.29
每股净资产	11.21	12.52	12.95	14.28	15.67
每股经营现金流	2.36	3.59	2.98	4.38	4.22
估值比率					
PE	4.7	4.4	14.3	9.6	9.5
PB	0.6	0.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	3.2	2.7	8.4	6.2	6.0

广发金属及金属新材料行业研究小组

陈凯丽：首席分析师，硕士，毕业于上海财经大学，26年加入广发证券，曾任职于国金证券、天风证券、中泰证券，4年证券行业研究经验。

宫帅：联席首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。

王乐：资深分析师，复旦大学工商管理硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

陈琪玮：资深分析师，香港城市大学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。