

中国宏桥 (01378.HK)

产业链配套齐全，受益于铝价上涨

优于大市

核心观点

公司 2025 年归母净利润增长 1%。中国宏桥披露 2025 年业绩，报告期内营业收入 1624 亿元，同比增长 4%；归母净利润 226.4 亿元，同比增长 1.2%；经营活动现金流入净额为 390 亿元，同比增长 14.8%。报告期内公司固定资产、存货等计提减值 12.2 亿元。

2025 年度分红比例提升至 65%：公司决定派发末期股息每股 165 港仙，折人民币 142 亿元，占 2025 年归母净利润 65%。另外公司于 2025 年内累计回购股份 55.8 亿港元。

公允价值变动的的影响会消退。2025 年金融工具公允价值变动减利 37.8 亿元，主要是可换股债券的衍生工具部分计提 42.4 亿元。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。截至 2025 年末，公司存续的两只转债，其中 2021 年发行的转债公允价值变动损失为 30.5 亿元，该转债已于 2026 年 1 月 25 日到期。另一只是 2025 年发行的转债，公允价值变动损失为 11.8 亿元。2025 年是公司市值大幅攀升的一年，预计今年可转债的公允价值变动损失不会像 2025 年那么大。

盈利预测敏感性分析：氧化铝价格每下降 200 元/吨，公司 2026 年归母净利润减少 7 亿元。铝价每上涨 1000 元/吨，公司归母净利润增加 38 亿元。煤价每下降 100 元/吨，公司归母净利润增加 8 亿元。预焙阳极价格每上涨 500 元/吨，公司归母净利润下降 10 亿元。

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 2026-2028 年铝现货含税均价为 24000 元/吨，氧化铝价格均为 2700 元/吨，预焙阳极价格均为 6000 元/吨，5500 大卡动力煤到厂价均为 700 元/吨，云南水电含税价格均为 0.44 元/度。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 345.8/355.4/365.5 亿元，同比增速 52.8%/2.8%/2.8%，摊薄 EPS 分别为 3.49/3.58/3.68 元，当前股价对应 PE 为 8.4/8.2/8.0X。公司是全球电解铝龙头，联营公司拥有全球最大铝土矿山，产业链配套齐全，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。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	156,169	162,354	164,867	164,867	164,867
(+/-%)	16.9%	4.0%	1.5%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	22372	22636	34583	35543	36553
(+/-%)	95.2%	1.2%	52.8%	2.8%	2.8%
每股收益(元)	2.25	2.28	3.49	3.58	3.68
EBIT Margin	23.3%	22.1%	30.5%	30.5%	30.5%
净资产收益率 (ROE)	20.8%	17.1%	20.7%	17.5%	15.3%
市盈率 (PE)	13.0	12.8	8.4	8.2	8.0
EV/EBITDA	4.0	3.9	3.1	3.2	3.1
市净率 (PB)	2.70	2.19	1.74	1.43	1.22

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

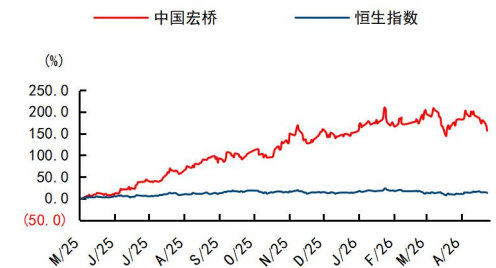
有色金属 · 工业金属

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	合理估值	优于大市(维持)
收盘价		33.34 港元
总市值/流通市值		330834/330834 百万港元
52 周最高价/最低价		41.36/12.73 港元
近 3 个月日均成交额		1607.66 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) - 电解铝权益产能增加，山东宏桥三季度盈利环比增长》——2025-11-06
- 《中国宏桥 (01378.HK) - 受益于全产业链优势，盈利能力稳健》——2025-03-26
- 《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

2025 年公司业务简析

公司 2025 年归母净利润增长 1%。中国宏桥披露 2025 年业绩，报告期内营业收入 1624 亿元，同比增长 4%；归母净利润 226.4 亿元，同比增长 1.2%；经营活动现金流入净额为 390 亿元，同比增长 14.8%。报告期内公司固定资产、存货等计提减值 12.2 亿元。

2025 年度分红比例提升至 65%：公司决定派发末期股息每股 165 港仙，折人民币 142 亿元，占 2025 年归母净利润 65%。另外公司于 2025 年内累计回购股份 55.8 亿港元。

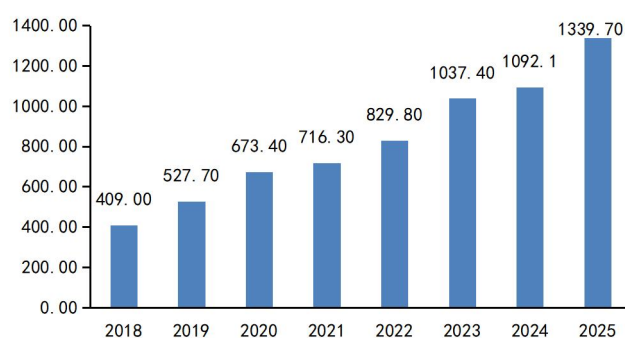
公允价值变动的的影响会消退。2025 年金融工具公允价值变动减利 37.8 亿元，主要是可换股债券的衍生工具部分计提 42.4 亿元。可转债的衍生工具部分减值与转股价和正股价的差值相关，通常在公司股价大涨时该项减值数额比较大。截至 2025 年末，公司存续的两只转债，其中 2021 年发行的转债公允价值变动损失为 30.5 亿元，该转债已于 2026 年 1 月 25 日到期。另一只是 2025 年发行的转债，公允价值变动损失为 11.8 亿元。2025 年是公司市值大幅攀升的一年，预计今年可转债的公允价值变动损失不会像 2025 年那么大。

图1：中国宏桥铝产品销量变化（万吨）



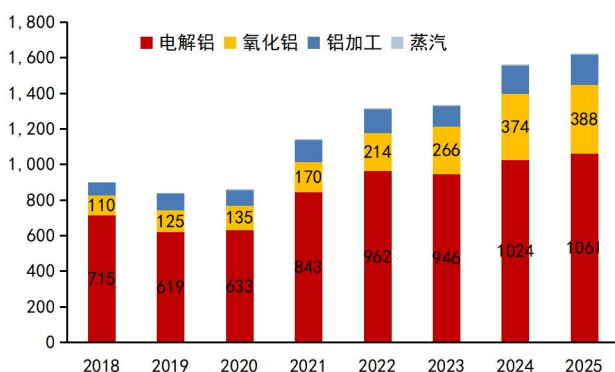
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国宏桥氧化铝销量（万吨）



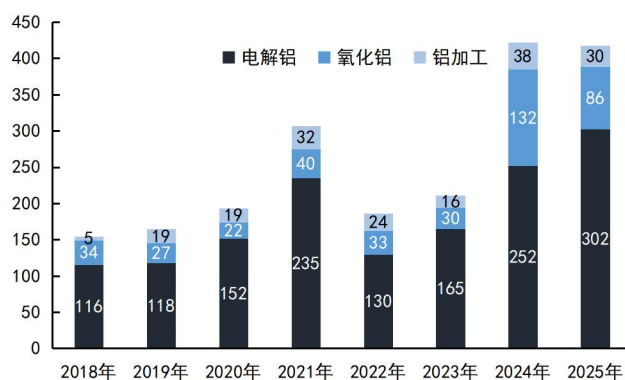
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国宏桥营业收入构成（单位：亿元）



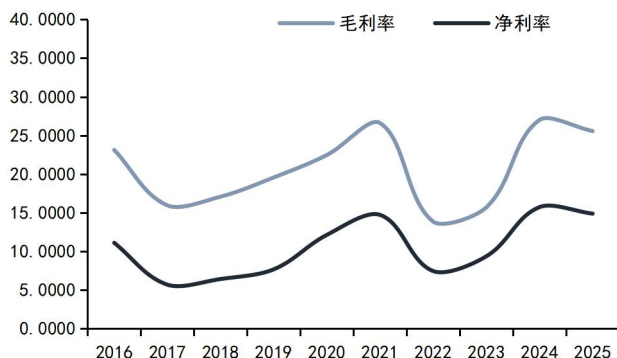
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

图5: 中国宏桥毛利率与净利率 (%)



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

公司盈利预测的敏感性分析:

铝及氧化铝价格的影响: 以公司氧化铝产量 2200 万吨, 电解铝产量 670 万吨来测算, 公司每年净外售氧化铝 914 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。2025 年氧化铝年均价 3170 元/吨, 2026 年以来是 2630 元/吨, 下表是公司 2026 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 7 亿元。铝价每上涨 1000 元/吨, 公司归母净利润增加 38 亿元。

表1: 铝及氧化铝价格变动对 2026 年业绩的影响 (亿元)

		铝价 (元/吨)						
		21000	22000	23000	24000	25000	26000	27000
氧化铝价	2500	225	263	301	339	377	416	454
	2700	232	270	308	346	384	422	460
	2900	238	276	314	352	390	428	467
	3100	244	282	321	359	397	435	473
	3300	251	289	327	365	403	441	479

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

煤炭和预焙阳极价格的影响: 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 420 万吨来测算, 公司电解铝版块每年需要采购 2100 万吨电煤 (考虑联营电厂)。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。2026 年以来中东局势紧张, 煤炭价格稳中有升, 预焙阳极价格显著上涨。煤价每下降 100 元/吨, 公司归母净利润增加 8 亿元; 预焙阳极价格每上涨 500 元/吨, 公司归母净利润下降 10 亿元。

表2: 煤及预焙阳极价格变动对 2025 年业绩的影响 (亿元)

		预焙阳极价格						
		4500	5000	5500	6000	6500	7000	7500
煤价	500	390	380	371	362	352	343	333
	600	382	373	363	354	344	335	325
	700	374	365	355	346	336	327	318
	800	366	357	347	338	329	319	310
	900	358	349	340	330	321	311	302

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 2026-2028 年铝现货含税均价为 24000 元/吨，氧化铝价格均为 2700 元/吨，预焙阳极价格均为 6000 元/吨，5500 大卡动力煤到厂价均为 700 元/吨，云南水电含税价格均为 0.44 元/度。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 345.8/355.4/365.5 亿元，同比增速 52.8%/2.8%/2.8%，摊薄 EPS 分别为 3.49/3.58/3.68 元，当前股价对应 PE 为 8.4/8.2/8.0X。公司是全球电解铝龙头，联营公司拥有全球最大铝土矿山，产业链配套齐全，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。

风险提示：煤炭或预焙阳极价格上涨风险，铝价下跌风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2023	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	44770	51187	113546	161081	198985	营业收入	156169	162354	164867	164867	164867
应收款项	24559	15544	15784	15784	15784	营业成本	114006	120848	109442	109437	109431
存货净额	37344	36636	32245	32108	31950	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3151	3326	3377	3377	3377	销售费用	755	661	755	755	755
流动资产合计	109825	114567	172827	221800	261436	管理费用	4959	5006	4345	4345	4345
固定资产	75393	78986	78796	78185	77088	财务费用	3268	3363	3132	2968	2803
无形资产及其他	368	401	397	393	389	投资收益	0	0	2877	3443	4061
投资性房地产	13594	13422	13422	13422	13422	资产减值及公允价值变动	0	0	(1221)	(1221)	(1221)
长期股权投资	29985	38002	38052	38102	38152	其他收入	1809	4409	2421	2421	2421
资产总计	229165	245379	303495	351902	390488	营业利润	34990	36884	51269	52006	52793
短期借款及交易性金融负债	45104	27129	40450	37561	35047	营业外净收支	(2192)	(3837)	0	0	0
应付款项	19533	14367	12645	12591	12530	利润总额	32797	33046	51269	52006	52793
其他流动负债	12346	12593	10074	10034	9987	所得税费用	8252	8893	12305	11961	11615
流动负债合计	76983	54089	63170	60186	57563	少数股东损益	2173	1518	4382	4501	4626
长期借款及应付债券	25781	19367	19367	19367	19367	归属于母公司净利润	22372	22636	34583	35543	36553
其他长期负债	7788	30212	40283	51629	51659	现金流量表(百万元)	2023	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	33569	49579	59650	70997	71027	净利润	22372	22636	34583	35543	36553
负债合计	110552	103669	122820	131183	128590	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	10814	9117	13499	18001	22627	折旧摊销	6280	6706	8972	9394	9879
股东权益	107800	132593	167176	202719	239272	折旧摊销	6280	6706	8972	9394	9879
负债和股东权益总计	229165	245379	303495	351902	390488	公允价值变动损失	0	0	1221	1221	1221
关键财务与估值指标	2023	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	3268	3363	3132	2968	2803
每股收益	2.25	2.28	3.49	3.58	3.68	营运资本变动	(811)	27226	9929	11389	79
每股红利	0.00	0.85	0.00	0.00	0.00	其它	2173	1518	4382	4501	4626
每股净资产	10.86	13.36	16.85	20.43	24.11	经营活动现金流	30015	58086	59088	62049	52359
ROIC	18%	17%	26%	29%	31%	资本开支	0	(10285)	(10000)	(10000)	(10000)
ROE	21%	17%	21%	18%	15%	其它投资现金流	0	(7874)	0	(1575)	(1890)
毛利率	27%	26%	34%	34%	34%	投资活动现金流	(1292)	(26177)	(10050)	(11625)	(11940)
EBIT Margin	23%	22%	31%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	26%	36%	36%	37%	负债净变化	11989	(6414)	0	0	0
收入增长	17%	4%	2%	0%	0%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	95%	1%	53%	3%	3%	其它融资现金流	(39653)	(12664)	13321	(2889)	(2514)
资产负债率	53%	46%	45%	42%	39%	融资活动现金流	(15674)	(25492)	13321	(2889)	(2514)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	13049	6417	62359	47535	37905
P/E	13.0	12.8	8.4	8.2	8.0	货币资金的期初余额	31721	44770	51187	113546	161081
P/B	2.7	2.2	1.7	1.4	1.2	货币资金的期末余额	44770	51187	113546	161081	198985
EV/EBITDA	4	4	3	3	3	企业自由现金流	0	49841	47151	49541	39224
						权益自由现金流	0	28817	59022	45233	35523

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 ±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 ±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

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提及的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