

# 中国宏桥(01378)

## 单吨盈利提升叠加产量增长，业绩有望大幅增长

### 事件：

2024年4月19日，中国宏桥公布2023年年报。2023年公司实现营业收入1336.24亿元，同比增长1.46%；实现归母净利润114.61亿元，同比增长31.70%；基本每股收益1.21元，公司拟每股派发现金股利0.29港元。

#### ➤ 收入增长来自于销量增加

2023年，公司电解铝销量633万吨、同比增长4%，氧化铝销量1037.4万吨、同比增长25%。从产品销售价格看，2023年，公司铝合金产品均价16464元/吨（不含税）、同比下降6.4%，铝合金加工产品均价19834元/吨（不含税）、同比下降9.2%，氧化铝产品均价2560元/吨（不含税）、同比下降0.8%。

#### ➤ 利润增长来自于电解铝成本下降及管理费用率回落

由于公司电解铝生产所需煤炭及阳极需要外购，2023年原材料价格下降助力公司毛利率回升。2023年，公司铝合金产品毛利率17.4%，同比增加3.9个百分点。从费用率看，2023年，公司销售费用率0.57%、同比增加0.12个百分点，财务费用率2.45%、同比增加0.16个百分点，管理费用率3.71%、同比减少0.80个百分点。2023年，公司销售净利率9.35%，同比增加1.90个百分点。

#### ➤ 价格涨、成本降、产量增，2024年业绩弹性大

2024年Q1，公司主要产品电解铝均价19047元/吨（含税）、氧化铝均价3349元/吨（含税），较2023年均价上涨1.8%/14.7%。公司主要成本阳极均价3905元/吨（含税）、动力煤均价903元/吨（含税），较2023年均价下跌16.6%/6.5%。2024年3月15日，公司回购战略投资者持有的山东宏桥股份后，持股比例从94.52%增至98.56%。由于山东宏桥是公司主要的电解铝和氧化铝运营主体，回购股份有利于增加权益产量。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为1290/1301/1312亿元，同比增速分别为-3.4%/1%/1%，归母净利润分别为167/171/174亿元，同比增速分别为45%/3%/1%，每股收益分别为1.76/1.81/1.83元。参照可比公司估值，我们给予公司2024年8.7倍PE，目标价16.88港元（参考汇率为港元兑人民币0.91），维持“买入”评级。

**风险提示：**铝产品价格下跌；原材料成本增加；产量不及预期；汇率波动。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	131699	133624	129034	130090	131182
增长率(%)	15.03%	1.46%	-3.43%	0.82%	0.84%
EBITDA(百万元)	22529	26300	32796	33276	33795
归母净利润(百万元)	8702	11461	16672	17118	17360
增长率(%)	-45.86%	31.70%	45.47%	2.67%	1.41%
EPS(元/股)	0.92	1.21	1.76	1.81	1.83
市盈率(P/E)	10.62	8.06	5.54	5.40	5.32
市净率(P/B)	1.09	1.00	0.92	0.85	0.78
EV/EBITDA	3.32	2.89	2.01	1.73	1.41

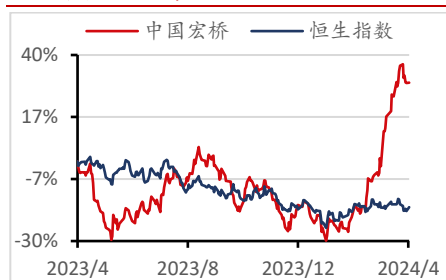
数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年04月22日收盘价

行业：有色金属/工业金属  
 投资评级：买入（维持）  
 当前价格：9.76港元  
 目标价格：16.88港元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	9,475.54/9,475.54
流通市值(百万港元)	92,481.26
每股净资产(元)	9.88
资产负债率(%)	47.92
一年内最高/最低(港元)	10.48/5.17

### 股价相对走势



### 作者

分析师：丁士涛  
 执业证书编号：S0590523090001  
 邮箱：dingsht@glsc.com.cn  
 分析师：刘依然  
 执业证书编号：S0590523110010  
 邮箱：liuyr@glsc.com.cn

联系人：胡章胜  
 邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

### 相关报告

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	29105	33548	25807	26018	26236	营业收入	131699	133624	129034	130090	131182
应收账款+票据	10184	10466	10107	10190	10275	营业成本	113460	112669	102498	103493	104671
预付账款	6422	5542	5352	5396	5441	税金及附加	329	945	885	893	900
存货	37268	33958	30893	31193	31548	营业费用	598	755	707	713	719
其他	3928	2950	2849	2872	2896	管理费用	5934	4953	4639	4677	4716
<b>流动资产合计</b>	<b>87568</b>	<b>87395</b>	<b>75905</b>	<b>76574</b>	<b>77309</b>	财务费用	3020	3268	2302	1699	1227
长期股权投资	10297	11034	12034	13034	14034	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	68060	70200	66017	63698	62720	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	5333	7333	投资净收益	503	1193	1000	1000	1000
无形资产	7707	9718	8747	7775	6803	其他	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12110	21972	27300	29295	28290	<b>营业利润</b>	<b>8863</b>	<b>12226</b>	<b>19002</b>	<b>19616</b>	<b>19948</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>98174</b>	<b>112925</b>	<b>114099</b>	<b>113802</b>	<b>111848</b>	营业外净收益	3744	3664	3666	3666	3666
<b>资产总计</b>	<b>185742</b>	<b>200320</b>	<b>190004</b>	<b>190376</b>	<b>189157</b>	<b>利润总额</b>	<b>12607</b>	<b>15890</b>	<b>22668</b>	<b>23281</b>	<b>23614</b>
短期借款	43434	49118	30728	20780	9070	所得税	2798	3393	4488	4615	4683
应付账款+票据	14911	11648	10597	10700	10821	<b>净利润</b>	<b>9809</b>	<b>12498</b>	<b>18181</b>	<b>18667</b>	<b>18931</b>
其他	13028	13263	12543	12653	12772	少数股东损益	1107	1037	1509	1549	1571
<b>流动负债合计</b>	<b>71373</b>	<b>74029</b>	<b>53869</b>	<b>44132</b>	<b>32663</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8702</b>	<b>11461</b>	<b>16672</b>	<b>17118</b>	<b>17360</b>
长期带息负债	16236	13792	13792	13792	13792						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	1827	6243	6243	6243	6243						
<b>非流动负债合计</b>	<b>18063</b>	<b>20035</b>	<b>20035</b>	<b>20035</b>	<b>20035</b>						
<b>负债合计</b>	<b>89436</b>	<b>94064</b>	<b>73903</b>	<b>64167</b>	<b>52697</b>						
少数股东权益	11807	14012	15520	17069	18640	<b>财务比率</b>					
股本	619	619	619	619	619		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	83880	91626	91626	91626	91626	<b>成长能力</b>					
留存收益	0	0	8336	16895	25575	营业收入	15.03%	1.46%	-3.43%	0.82%	0.84%
<b>股东权益合计</b>	<b>84499</b>	<b>92245</b>	<b>100581</b>	<b>109140</b>	<b>117820</b>	EBIT	-40.31%	22.61%	30.33%	0.04%	-0.56%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>185742</b>	<b>200320</b>	<b>190004</b>	<b>190376</b>	<b>189157</b>	EBITDA	-31.42%	16.74%	24.70%	1.46%	1.56%
						归母净利润	-45.86%	31.70%	45.47%	2.67%	1.41%
						<b>获利能力</b>					
						毛利率	13.85%	15.68%	20.57%	20.45%	20.21%
						净利率	7.45%	9.35%	14.09%	14.35%	14.43%
						ROE	10.30%	12.42%	16.58%	15.68%	14.73%
						ROIC	7.41%	7.95%	10.53%	10.65%	10.57%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	48.15%	46.96%	38.90%	33.71%	27.86%
						流动比率	1.23	1.18	1.41	1.74	2.37
						速动比率	0.65	0.68	0.78	0.96	1.31
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	12.93	12.77	12.77	12.77	12.77
						存货周转率	3.04	3.32	3.32	3.32	3.32
						总资产周转率	0.71	0.67	0.68	0.68	0.69
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.92	1.21	1.76	1.81	1.83
						每股经营现金流	0.80	2.36	2.78	2.59	2.63
						每股净资产	8.92	9.74	10.61	11.52	12.43
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	10.62	8.06	5.54	5.40	5.32
						市净率	1.09	1.00	0.92	0.85	0.78
						EV/EBITDA	3.32	2.89	2.01	1.73	1.41
						EV/EBIT	4.78	3.97	2.65	2.31	1.91

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 22 日收盘价

### 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。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

### 版权声明

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

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼