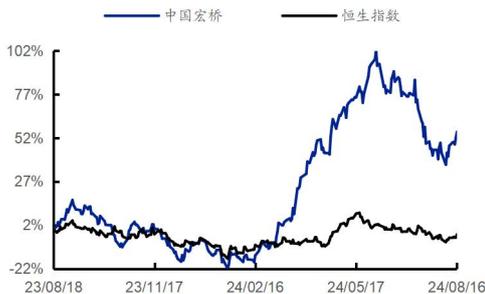


研究所：
 证券分析师：陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 证券分析师：王璇 S0350523080001
 wangx15@ghzq.com.cn

铝及氧化铝量价齐升提升业绩，中期分红比例高 ——中国宏桥（01378）2024年中期业绩点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/08/16

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|-------|
| 中国宏桥 | -3.0% | -11.3% | 54.2% |
| 恒生指数 | -1.7% | -10.0% | -4.9% |

市场数据

2024/08/16

| | |
|-------------|------------|
| 当前价格（港元） | 10.32 |
| 52周价格区间（港元） | 5.17-13.56 |
| 总市值（百万港元） | 97,787.56 |
| 流通市值（百万港元） | 97,787.56 |
| 总股本（万股） | 947,553.84 |
| 流通股本（万股） | 947,553.84 |
| 日均成交额（百万港元） | 396.18 |
| 近一月换手（%） | 323.02 |

事件：

8月16日，中国宏桥发布2024年中期业绩：2024年上半年，公司实现收入735.9亿元，同比+12.0%；实现归母净利润91.5亿元，同比+272.7%。

投资要点：

- 上半年业绩大幅增长，主要由于铝及氧化铝量价齐升，且煤炭、阳极等采购价格下降，成本端有所降低。另外，公允价值变动损失对业绩有一定影响。
- **铝：量价齐升，成本下降。**2024年上半年，公司实现铝合金产品产量322.1万吨，同比+5.3%，铝合金产品销量283.7万吨，同比+0.5%；铝合金加工产品产量49.3万吨，同比+30.6%。上半年铝合金产品单位售价为17379元/吨，同比+6.7%，单位成本为13100元/吨，同比-11.9%，单位毛利达到4279元/吨，同比+203%；铝合金加工品单位售价为20027元/吨，同比-1.2%，单位成本为15815元/吨，同比-9.6%，单位毛利为4212元/吨，同比+52.4%。上半年公司铝合金产品产量增长较多，同时由于煤炭、阳极等成本项采购价格的下跌，铝的成本下降明显，而铝价有一定上涨，盈利空间明显放大，但铝加工环节盈利能力偏弱。
- **氧化铝：价格大幅上涨增厚盈利。**2024年上半年，公司实现氧化铝销量550.7万吨，同比+2.4%，氧化铝单位售价为2942元/吨，同比+16.9%，单位成本为2195元/吨，同比-4.3%，单位毛利达到748元/吨，同比+233%。上半年由于氧化铝价格大幅上涨，公司氧化铝业务盈利增加较多。而当前氧化铝价格维持高位，下半年盈利贡献有望更高。
- **其他：公允价值变动及减值对业绩有一定影响。**根据公司公告，2024年上半年公司其他开支5.96亿元和金融工具公允价值变动亏损16.1亿元，其他开支主要是物业、厂房和设备的减值亏损5.3亿元；金融工具公允价值变动主要是可换股债券的衍生工具部分亏损13.9亿元。若剔除两部分非经营性因素影响，公司业绩表现更加亮眼。
- **分红：提升分红比例至56%。**公司拟派发现中期股息0.59港元/股，

以 8 月 16 日收盘价计算，股息率达到 5.7%。共计分红 51 亿元人民币，分红比例达到 56%，较往年分红比例有所提升。

- **盈利预测和投资评级：**我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 1474/1517/1572 亿元，同比增长 10%/3%/4%，归属于母公司的净利润分别为 201.2/213.5/233.9 亿元，同比增长 76%/6%/10%，折合 EPS 分别是 2.12/2.25/2.47 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.45/4.20/3.83 倍。考虑公司一体化经营优势明显，业绩弹性好，高分红高股息，且估值水平偏低，**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险提示：**（1）铝及氧化铝价格大幅波动风险。（2）下游需求不及预期风险。（3）安全生产风险。（4）云南地区限产风险。（5）研究报告所使用的数据及资料更新不及时风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 133624 | 147433 | 151727 | 157175 |
| 增长率(%) | 1 | 10 | 3 | 4 |
| 归母净利润（百万元） | 11461 | 20121 | 21350 | 23391 |
| 增长率(%) | 32 | 76 | 6 | 10 |
| 摊薄每股收益（元） | 1.21 | 2.12 | 2.25 | 2.47 |
| ROE(%) | 12 | 20 | 19 | 19 |
| P/E | 4.84 | 4.45 | 4.20 | 3.83 |
| P/B | 0.60 | 0.88 | 0.79 | 0.72 |
| P/S | 0.41 | 0.60 | 0.58 | 0.56 |
| EV/EBITDA | 3.33 | 3.03 | 2.57 | 2.04 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

备注：单位均为人民币，根据最新汇率（2024 年 8 月 16 日，港元兑人民币为 0.92）换算

附表：中国宏桥盈利预测表（股价单位为港元，财务数据单位为人民币，8月16日，港元兑人民币为0.92）

| 证券代码: | 01378 | | 股价: | 10.32 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2024/08/16 | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 12% | 20% | 19% | 19% | EPS | 1.21 | 2.12 | 2.25 | 2.47 |
| 毛利率 | 16% | 23% | 24% | 25% | BVPS | 9.74 | 10.80 | 11.93 | 13.16 |
| 期间费率 | 5% | 5% | 5% | 5% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 9% | 14% | 14% | 15% | P/E | 4.84 | 4.45 | 4.20 | 3.83 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 0.60 | 0.88 | 0.79 | 0.72 |
| 收入增长率 | 1% | 10% | 3% | 4% | P/S | 0.41 | 0.60 | 0.58 | 0.56 |
| 利润增长率 | 32% | 76% | 6% | 10% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.71 | 0.68 | 0.66 | 营业收入 | 136165 | 149975 | 154269 | 159717 |
| 应收账款周转率 | 12.94 | 13.39 | 12.95 | 12.99 | 营业成本 | 112669 | 113098 | 115614 | 118194 |
| 存货周转率 | 3.16 | 3.32 | 3.35 | 3.35 | 营业税金及附加 | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 755 | 833 | 858 | 888 |
| 资产负债率 | 47% | 45% | 43% | 41% | 管理费用 | 4953 | 5465 | 5624 | 5826 |
| 流动比 | 1.18 | 1.43 | 1.70 | 1.98 | 财务费用 | 2961 | 2457 | 2382 | 2138 |
| 速动比 | 0.70 | 0.93 | 1.17 | 1.43 | 其他费用/(-收入) | 127 | 140 | 144 | 149 |
| | | | | | 营业利润 | 17706 | 29328 | 30886 | 33476 |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业外净收支 | | | | |
| 现金及现金等价物 | 31721 | 45358 | 59614 | 73677 | 利润总额 | 15890 | 27899 | 29603 | 32432 |
| 应收款项 | 10466 | 11548 | 11884 | 12311 | 所得税费用 | 3393 | 5957 | 6320 | 6924 |
| 存货净额 | 33958 | 34088 | 34846 | 35624 | 净利润 | 12498 | 21942 | 23282 | 25507 |
| 其他流动资产 | 11249 | 12412 | 12773 | 13232 | 少数股东损益 | 1037 | 1821 | 1932 | 2117 |
| 流动资产合计 | 87395 | 103406 | 119117 | 134843 | 归属于母公司净利润 | 11461 | 20121 | 21350 | 23391 |
| 固定资产 | 70200 | 66504 | 63104 | 59016 | | | | | |
| 在建工程 | | | | | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 无形资产及其他 | 381 | 373 | 366 | 358 | 经营活动现金流 | 22402 | 28692 | 29885 | 31686 |
| 长期股权投资 | 9264 | 9276 | 9287 | 9299 | 净利润 | 11461 | 20121 | 21350 | 23391 |
| 资产总计 | 200320 | 215639 | 229955 | 243596 | 少数股东权益 | 1037 | 1821 | 1932 | 2117 |
| 短期借款 | 49118 | 46118 | 43118 | 40118 | 折旧摊销 | 7141 | 5704 | 5408 | 5096 |
| 应付款项 | 11648 | 11693 | 11953 | 12219 | 公允价值变动 | 3746 | 2005 | 1964 | 1938 |
| 预收帐款 | | | | | 营运资金变动 | -983 | -959 | -770 | -855 |
| 其他流动负债 | 13263 | 14634 | 15060 | 15600 | 投资活动现金流 | -17889 | -3984 | -2913 | -1917 |
| 流动负债合计 | 74029 | 72444 | 70130 | 67938 | 资本支出 | -7271 | -2000 | -2000 | -1000 |
| 长期借款及应付债券 | 13792 | 18792 | 22792 | 24792 | 长期投资 | -9359 | -3012 | -2012 | -2012 |
| 其他长期负债 | 6243 | 6243 | 6243 | 6243 | 其他 | -1259 | 1027 | 1098 | 1094 |
| 长期负债合计 | 20035 | 25035 | 29035 | 31035 | 筹资活动现金流 | -200 | -11093 | -12738 | -15728 |
| 负债合计 | 94064 | 97479 | 99165 | 98972 | 债务融资 | 2630 | 2000 | 1000 | -1000 |
| 股东权益 | 106256 | 118160 | 130790 | 144624 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和股东权益总计 | 200320 | 215639 | 229955 | 243596 | 其它 | -2830 | -13093 | -13738 | -14728 |
| | | | | | 现金净增加额 | 4337 | 13637 | 14256 | 14063 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，8年以上行业经验

王璇，能源开采行业分析师，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

林国松，能源开采行业研究助理，厦门大学经济学硕士，1年行业研究经验

【分析师承诺】

陈晨，王璇，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。