



买入（维持）

所属行业：原材料业/一般金属及矿石
当前价格(港币)：11.58 元

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

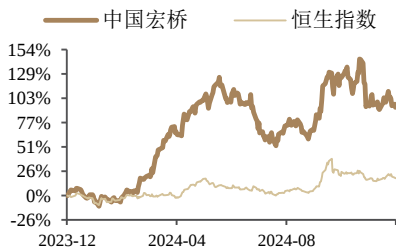
高嘉麒

资格编号：S0120523070003

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



恒生指数对	1M	2M	3M
比			
绝对涨幅(%)	-2.05	-9.56	19.81
相对涨幅(%)	-3.46	-7.67	8.25

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中国宏桥：业绩优异，股利支付率提升》，2024.8.20
- 《中国宏桥：业绩大幅提升，高分红持续》，2024.3.25

中国宏桥：行业持续景气，业绩或有倍增

投资要点

- 事件。**公司发布正面盈利预告，根据现有可用资料，受益于铝产品价格上涨等利好因素，公司 2024 年年度净利润预计相对于去年增长 95%。
- 氧化铝价格上行，电解铝坚挺为公司业绩大幅提升的主要原因。**氧化铝方面，2024 年国内氧化铝价格持续提升，截至 2024 年 12 月 17 日，山东氧化铝均价已达 5,720.00 元/吨，2024 年均价已达 3,963.50 元/吨，同比提升 36.5%。电解铝方面，截至 2024 年 12 月 18 日，国内电解铝均价 19,750.00 元/吨，2024 年均价 19,927.25 元/吨，同比提升约 6.6%；电解铝利润由 2023 年的 2213.88 元/吨降低至 1927.16 元/吨。氧化铝为电解铝主要原料之一，单吨电解铝生产约消耗 2 吨氧化铝，在氧化铝价格大幅提升的背景下，电解铝价格上行且利润跌幅有限，同时公司具备较大规模的氧化铝产能，推动了公司业绩持续上行。
- 氧化铝价格或保持坚挺。**2024 年的氧化铝价格上行或带动行业产能在 2025 年持续投放，期货价格贴水。但从价格方面来看，截至 2024 年 12 月 17 日，西澳氧化铝 FOB 价格已从高点 810 美元/吨回落至 680 美元/吨，而铝土矿价格持续上行，几内亚铝矿 CIF 平均价报 100 美元/吨，澳洲铝矿 CIF 平均价报 78 美元/吨，价格并未出现回落。我们预计矿端的投产可能不如氧化铝产能的投产速度，从而在原料端限制产能释放，催化氧化铝价格持续坚挺。
- 云南电解铝开工率年内持续高位，公司绿色铝规模仍将提升。**从 2024 年云南电解铝的开工情况来看，2024 年 6 月云南省电解铝产能基本实现满产，产能利用率高达 99.32%，此后持续保持接近 100%的水平。公司积极布局绿色铝，公司通过文山与红河项目完成产能置换，全部投产后公司水电铝规模或接近 400 万吨。水电铝的碳排放量远低于火电铝，未来有望持续为公司带来竞争优势。
- 投资建议。**公司业绩持续向好，行业景气度有望维持，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 229、256、286 亿元。维持“买入”评级。
- 风险提示：**云南限电限产加剧、国内经济复苏低于预期、产业政策变动。

股票数据

总股本(百万股):	9,475.54
流通港股(百万股):	9,475.54
52 周内股价区间(港元):	5.280-14.520
总市值(百万港元):	109,729.18
总资产(百万港元):	234,153.99
每股净资产(港元):	11.54

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	131699	133624	148908	155341	160649
(+/-)YOY(%)	15.03%	1.46%	11.44%	4.32%	3.42%
净利润(百万元)	8702	11461	22875	25577	28585
(+/-)YOY(%)	-45.86%	31.70%	99.60%	11.81%	11.76%
全面摊薄 EPS(元)	0.92	1.21	2.41	2.70	3.02
毛利率(%)	13.8%	15.7%	28.4%	29.0%	31.0%
净资产收益率(%)	10.30%	12.42%	19.87%	18.18%	16.89%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	2.41	2.70	3.02
每股净资产	9.74	12.15	14.85	17.87
每股经营现金流	2.36	3.37	2.27	4.57
每股股利	0.57	1.35	1.35	1.51
价值评估 (倍)				
P/E	4.86	4.41	3.95	3.53
P/B	0.60	0.88	0.72	0.60
P/S	0.42	0.68	0.65	0.63
EV/EBITDA	3.63	3.03	2.29	1.08
股息率%	9.7%	12.7%	12.7%	14.2%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	15.68%	28.43%	29.05%	30.97%
净利润率	8.58%	15.36%	16.47%	17.79%
净资产收益率	12.42%	19.87%	18.18%	16.89%
资产回报率	5.72%	9.69%	9.76%	9.42%
投资回报率	7.80%	13.48%	12.65%	12.20%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	1.46%	11.44%	4.32%	3.42%
EBIT 增长率	21.29%	104.11%	8.04%	11.31%
净利润增长率	31.70%	99.60%	11.81%	11.76%
偿债能力指标				
资产负债率	47.0%	44.2%	39.0%	37.0%
流动比率	1.2	1.4	1.8	2.0
速动比率	0.7	1.1	1.3	1.7
现金比率	0.4	0.8	1.0	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	27.8	32.9	30.1	31.4
存货周转天数	113.8	103.6	108.5	106.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
固定资产周转率	1.9	2.1	2.2	2.3

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	11461	22875	25577	28585
少数股东损益	1037	2483	2544	2972
非现金支出	7141	0	0	0
非经营收益	3746	2345	2316	2500
营运资金变动	-983	4270	-8923	9274
经营活动现金流	22402	31973	21514	43331
资产	-7271	0	0	0
投资	-9359	-1337	-136	-736
其他	-1259	909	1109	1074
投资活动现金流	-17889	-428	974	338
债权募资	2630	4328	2529	3428
股权募资	0	0	0	0
其他	-2830	-3254	-3425	-3574
融资活动现金流	-200	1074	-896	-146
现金净流量	4337	32620	21592	43523

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	136165	148908	155341	160649
营业成本	112669	106573	110216	110898
毛利率%	15.7%	28.4%	29.0%	31.0%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	755	849	882	914
营业费用率%	0.57%	0.57%	0.57%	0.57%
管理费用	4953	6114	6068	6436
管理费用率%	3.71%	4.11%	3.91%	4.01%
研发费用	1006	1118	1168	1207
研发费用率%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
EBIT	16782	34253	37006	41193
财务费用	2961	2619	2138	1855
财务费用率%	2.22%	1.76%	1.38%	1.15%
资产减值损失				
投资收益	1193	957	1157	1122
营业利润	13694	31507	34741	39211
营业外收支				
利润总额	15890	32416	35850	40285
EBITDA	23923	34253	37006	41193
所得税	3393	7057	7730	8728
有效所得税率%	21.35%	21.77%	21.56%	21.67%
少数股东损益	1037	2483	2544	2972
归属母公司所有者净利润	11461	22875	25577	28585

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	31721	64341	85932	129455
应收账款及应收票据	10466	16726	9279	18782
存货	33958	27402	39020	26287
其它流动资产	11249	13465	13562	14276
流动资产合计	87395	121933	147794	188801
长期股权投资	9264	10443	10500	11118
固定资产	70200	70200	70200	70200
在建工程				
无形资产	381	381	381	381
非流动资产合计	112925	114104	114161	114780
资产总计	200320	236038	261955	303581
短期借款	49118	53446	55975	59403
应付票据及应付账款	11648	16345	11041	17279
预收账款				
其它流动负债	13263	14598	15170	15571
流动负债合计	74029	84388	82185	92254
长期借款	13792	13792	13792	13792
其它长期负债	6243	6243	6243	6243
非流动负债合计	20035	20035	20035	20035
负债总计	94064	104423	102219	112288
实收资本	619	619	619	619
普通股股东权益	92245	115120	140697	169282
少数股东权益	14012	16495	19038	22011
负债和所有者权益合计	200320	236038	261955	303581

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 18 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。