

中国宏桥 (01378.HK)

历史最佳业绩，一体化成本优势凸显

事件：公司已于 3 月 14 日公布 2024 年全年业绩，2024 年公司实现营收 1561.7 亿元，同比增长 16.9%；实现归母净利润 223.7 亿元，同比增长 95.2%；扣非归母净利润 245.7 亿元，同比增长 96.1%；基本每股收益 2.36 元，同比增长 95.2%。净利润增加主要系电解铝及氧化铝“量价齐升”及原材料采购价格较 2023 年同期下降所致。目前铝价在全球低库存及国内供给刚性凸显下维持高位预期，并有望伴随美联储降息及新能源相关绿色用铝占比提升带来定价中枢进一步上移，凭借铝行业高景气延续，公司业绩弹性有望持续提升。

受益铝行业高景气，各产品“量价齐升”增厚公司业绩。1) **量**，公司实现电解铝销量 583.7 万吨，同比增长 1.5%；氧化铝销量 1092.1 万吨，同比增长 5.3%；铝合金加工产品销量 76.6 万吨，同比增长 32.1%。2) **价**，公司电解铝外售价为 1.755 万元/吨（不含税），同比增长 6.6%；氧化铝外售价 3420 元/吨（不含税），同比增长 33.6%；铝合金加工产品外售价 2.03 万元/吨（不含税），同比增长 2.5%。3) **毛利率**，电解铝 24.6%，同比增长 7.2pct；氧化铝 35.4%，同比增长 24.3pct；铝合金加工产品 24.4%，同比增长 10.2pct；产品平均毛利率 27%，同比增长 11.3pct。

煤价回落带动发电成本改善，25 年公司电解铝盈利有望持续增厚。电力板块主要原材料为煤炭，其煤炭成本约占电力总成本的 80%，煤炭价格的变化将直接影响发电成本水平。根据 Wind 数据，截至 3 月 14 日，秦皇岛港动力末煤价格（Q5500，山西产）为 681 元/吨，较 2025 年年初下降 86 元/吨。我们推算，火电度电煤耗量约 325 克，单吨煤价降低 86 元对应电价下降 2.8 分/度，单吨电解铝消耗 13500 度电，电解铝电力成本将减少 377.3 元。综上所述，公司将受益于煤炭价格的下降所带来的发电成本下降，电解铝板块利润弹性逐渐加大。

国内电解铝供给刚性显现，需求复苏有望带动铝价上台阶。截至 2025 年 2 月，国内电解铝运行产能 4400 万吨左右，逐渐逼近 4500 万吨产能天花板，供给刚性逐渐凸显，叠加下游需求结构逐步由传统行业向高端化市场转型，供需偏紧下铝价有望长期维持高位。

投资建议：公司作为一体化铝龙头企业，成本优势凸显，同时随着海外拓展与上下游深度赋能实现跨越式增长，我们谨慎假设 2025-2027 年电解铝和氧化铝含税价格为 2.05/2.1/2.15 万元/吨和 0.32/0.29/0.28 万元/吨，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利 214/242/269 亿元，对应 PE 为 6.7/5.9/5.3 倍，较同行处于偏低水平，维持“买入”评级。

风险提示：金属价格大幅波动风险，全球政治波动及汇率风险，市场竞争及需求波动风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	133624	156169	156226	158916	158807
(+/-) (%)	1%	17%	0%	2%	0%
归母净利润（百万元）	11461	22372	21413	24242	26868
(+/-) (%)	32%	95%	-4%	13%	11%
EPS	1.21	2.36	2.26	2.56	2.84
PE	5.28	4.98	6.66	5.88	5.30

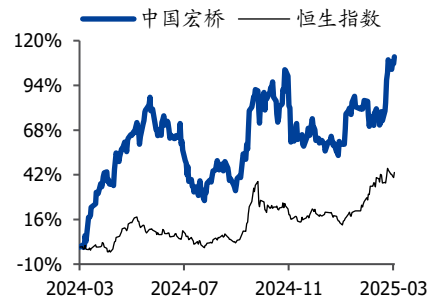
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
03 月 14 日收盘价（港元）	15.06
总市值（百万港元）	142,526.17
总股本（百万股）	9,463.89
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	32.09

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

研究助理 初金娜

执业证书编号：S0680123050013

邮箱：chujinna@gszq.com

相关研究

- 《中国宏桥 (01378.HK)：氧化铝板块高景气业绩持续向好，全产业链布局优势显著》 2024-11-01
- 《中国宏桥 (01378.HK)：铝行业高景气&提质增效，2024 年上半年利润创历史新高》 2024-08-17
- 《中国宏桥 (01378.HK)：2023 业绩表现超预期，“量价齐升”有望持续增厚业绩弹性》 2024-03-24

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	87,395	109,825	136,463	170,481	206,910
现金	31,721	44,770	74,204	108,036	144,263
应收账款及票据	10,466	16,376	12,074	12,140	12,389
存货	33,958	37,344	36,684	36,465	36,269
其他	11,249	11,334	13,502	13,840	13,989
非流动资产	112,925	119,340	120,465	122,080	123,455
固定资产	70,200	75,393	75,536	75,687	75,838
无形资产	381	9,992	9,992	9,992	9,992
其他	42,344	33,956	34,937	36,402	37,625
资产总计	200,320	229,165	256,928	292,561	330,365
流动负债	74,029	76,983	81,181	90,029	98,210
短期借款	49,118	45,104	52,881	61,705	70,006
应付账款及票据	11,648	14,931	13,141	13,331	13,127
其他	13,263	16,948	15,158	14,993	15,078
非流动负债	20,035	33,569	33,569	33,569	33,569
长期债务	13,792	25,781	25,781	25,781	25,781
其他	6,243	7,788	7,788	7,788	7,788
负债合计	94,064	110,552	114,750	123,598	131,779
普通股股本	619	619	619	619	619
储备	91,199	107,181	128,616	152,881	179,771
归属母公司股东权益	92,245	107,800	129,235	153,500	180,390
少数股东权益	14,012	10,814	12,943	15,464	18,196
股东权益合计	106,256	118,613	142,178	168,963	198,587
负债和股东权益	200,320	229,165	256,928	292,561	330,365

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22,402	25,359	34,762	38,833	40,590
净利润	11,461	22,372	21,413	24,242	26,868
少数股东权益	1,037	2,173	2,129	2,521	2,733
折旧摊销	7,141	0	7,873	8,267	8,349
营运资金变动及其他	2,763	813	3,347	3,804	2,640
投资活动现金流	-17,889	2,402	-10,014	-10,889	-9,579
资本支出	-7,271	0	-8,016	-8,417	-8,501
其他投资	-10,618	2,402	-1,998	-2,472	-1,078
筹资活动现金流	-200	4,612	4,663	5,865	5,194
借款增加	2,630	7,975	7,777	8,824	8,301
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-4,369	-3,363	0	0	0
其他	1,539	0	-3,114	-2,959	-3,106
现金净增加额	4,337	32,395	29,433	33,832	36,227

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	133,624	156,169	156,226	158,916	158,807
其他收入	2,542	0	2,542	2,542	2,542
营业成本	112,669	114,006	118,212	119,160	117,049
销售费用	755	661	781	397	635
管理费用	4,953	4,993	5,624	3,522	2,533
研发费用	1,006	0	781	1,136	1,270
财务费用	2,961	3,363	2,313	2,197	2,307
除税前溢利	15,890	32,797	30,013	34,165	37,763
所得税	3,393	8,252	6,471	7,402	8,162
净利润	12,498	24,546	23,542	26,763	29,601
少数股东损益	1,037	2,173	2,129	2,521	2,733
归属母公司净利润	11,461	22,372	21,413	24,242	26,868
EBIT	18,852	36,161	32,326	36,362	40,070
EBITDA	25,993	36,161	40,199	44,629	48,419
EPS (元)	1.21	2.36	2.26	2.56	2.84

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1.46%	16.87%	0.04%	1.72%	-0.07%
归属母公司净利润	31.70%	95.21%	-4.29%	13.21%	10.83%
获利能力					
毛利率	15.68%	27.00%	24.33%	25.02%	26.29%
销售净利率	8.58%	14.33%	13.71%	15.25%	16.92%
ROE	12.42%	20.75%	16.57%	15.79%	14.89%
ROIC	8.76%	14.28%	11.48%	11.11%	10.67%
偿债能力					
资产负债率	46.96%	48.24%	44.66%	42.25%	39.89%
净负债比率	29.35%	22.02%	3.14%	-12.16%	-24.41%
流动比率	1.18	1.43	1.68	1.89	2.11
速动比率	0.70	0.90	1.20	1.47	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.73	0.64	0.58	0.51
应收账款周转率	12.94	11.64	10.98	13.13	12.95
应付账款周转率	8.48	8.58	8.42	9.00	8.85
每股指标 (元)					
每股收益	1.21	2.36	2.26	2.56	2.84
每股经营现金流	2.36	2.68	3.67	4.10	4.29
每股净资产	9.74	11.38	13.66	16.22	19.06
估值比率					
P/E	5.28	4.98	6.66	5.88	5.30
P/B	0.66	1.03	1.10	0.93	0.79
EV/EBITDA	3.53	3.80	3.66	2.73	1.94

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com