

买入

2025年3月27日

一体化优势凸显，高分红强化回报

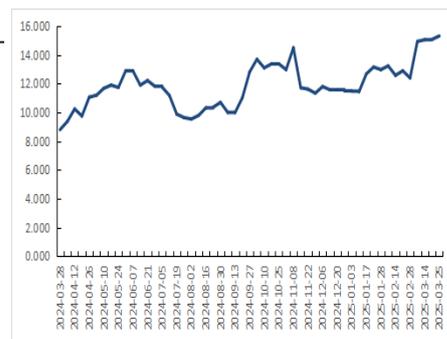
- 利润同比大幅增长：**2024年公司实现营业收入1561.69亿元，同比+16.9%；实现毛利421.63亿元，同比增长101.2%；实现归母净利润223.72亿元，同比增长95.21%。24年业绩增长主要受益于铝价提升、煤炭及预焙阳极价格下跌带来的电解铝成本下降，以及产品销量的增加。
- 一体化优势凸显：**电解铝行业存在产能天花板，公司受益于全产业链优势，上游铝土矿公司持续通过合资公司拓展几内亚铝土矿开发项目，确保集团拥有稳定的铝土矿原材料供应。公司位于山东、印尼氧化铝产能达到约1950万吨，位于山东、云南的电解铝产能达到约646万吨，一体化优势使公司在周期上行阶段的利润增厚，有效控制采购和生产流程成本。
- 电解铝供需两旺持续，氧化铝接近成本价：**国内电解铝产能上限政策预计将持续执行，全球电解铝产能增长缓慢，随着国内经济恢复，新能源、新型制造业铝需求将成为重要增长变量，总需求进一步增长，支撑电解铝价格保持高位。氧化铝由于年初降价接近行业成本价，如价格过低将带来行业出清，因此下跌空间有限，综合考量公司利润率得到保障。
- 分红回购多措并举：**公司积极回报股东，2024年公司全年派息每股161港仙，派息率高达63%，对应股息率超过10%。自上市以来，累计分红已达524.4亿港元，平均派息率超41%。
- 目标价20.5港元，给予买入评级：**我们预测公司2025-2027年的收入分别为1509亿元/1541亿元/1576亿元人民币；归母净利润分别为213亿元、231亿元和250亿元。我们给予公司2025年8倍PE估值，目标价为20.5港元，较现价有31%的上涨空间，给予买入评级。

陈晓霞
+ 852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	工业金属
股价	港元
目标价	20.5 港元 (+31%)
股票代码	1378.HK
已发行H股股本	94.76 亿股
H股市值	亿港元
52周高/低	16.18/7.38 港元
每股净资产	11.38 港元
主要股东	中国宏桥控股有限公司 (64.27%)

盈利摘要

截止12月31日	2022年实际	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
营业额 (百万人民币)	131,699	133,624	156,169	150,923	154,110	157,583
变动 (%)	15%	1%	17%	-3%	2%	2%
净利润 (百万人民币)	9,809	12,498	24,545	23,323	25,392	27,451
变动 (%)	-42%	27%	96%	-5%	9%	8%
每股盈余 (人民币)	0.94	1.21	2.36	2.24	2.44	2.64
市盈率@15.64港元 (倍)	15.4	11.9	6.1	6.4	5.9	5.4
市净率@15.64港元 (倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0
每股股息 (港币)	0.51	0.63	1.61	1.56	1.48	1.61
股息现价比率 (%)	3.5	4.4	11.2	10.8	10.3	11.2

股价表现


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。