

中国宏桥 (01378.HK)

电解铝盈利能力快速提升，25Q1 净利润同环比大幅增长

事件：公司披露子公司山东宏桥 2025 年一季度业绩公告，2025Q1 山东宏桥实现营收 401.7 亿元，同环比+16%/-4%；归母净利 63.6 亿元，同环比+46%/+40%。我们推测 2025Q1 公司利润环比提升主要系电解铝利润快速增长所致。随着云南电解铝基地搬迁完成，电解铝生产成本有望进一步下移，同时铝价在国内供给刚性及国内利好政策支持下有望维持高位预期，并有望伴随新能源、电力等相关绿色用铝占比提升带来定价中枢上移，公司业绩弹性增大。

电解铝盈利能力快速提升，25Q1 业绩表现亮眼。1) **价**，据 SMM，25Q1 电解铝价格为 2.04 万元/吨，同比增长 7.3%，环比减少 0.5%；氧化铝价格为 3833 元/吨，同比增长 15.2%，环比减少 28.1%；预焙阳极市场均价 4537.3 元/吨，同比增长 11%，环比增长 17%；秦皇岛动力煤 721 元/吨，同比减少 20%，环比减少 12.3%。2) **成本**，据 SMM 披露，25Q1 山东电解铝完全成本 15,810 元/吨，同比增长 5%，环比减少 16%；云南电解铝完全成本 17,622 元/吨，同比增长 2%，环比减少 19%。3) **利润**，据 SMM 披露，25Q1 全国电解铝利润 2,476 元/吨，同比增长 12%，环比增长 2366%。

云南电解铝产能转移项目加速推进。2025 年 3 月 18 日，公司关停滨州宏诺 72.3 万吨原铝生产线项目 C 系列 24.1 万吨产能，置换启动宏泰 E 系列 12.147 万吨、D 系列 11.906 万吨产能。滨州市宏诺新材料有限公司年产 72.3 万吨原铝生产线项目位于滨州经济技术开发区黄河五路以南、滨博高速以西，备案产能 72.3 万吨（400kA 电解槽 666 台），建设 A、B、C 三个系列。其中 A、C 两个系列 48.2 万吨产能属于 203 万吨转移退出产能，C 系列 24.1 万吨产能（400kA 电解槽 222 台）已全部关停。C 系列 24.1 万吨产能（400kA 电解槽 222 台）动力供电联络线已完全拆除，电解槽盖板已全部拆除，电解槽组装机阳极炭块正在拆除，电解槽主体设备已拆除到位，不再具备复产条件。

投资建议：当前时点下产能兑现及降本增效为竞争关键，公司有望通过海外拓展与上下游深度赋能实现跨越式增长，另外公司作为港股，具有明显低估值优势。受美国对等关税影响，铝价下滑，我们谨慎下调 2025-2027 年铝价假设为 2.0/2.05/2.1 万元/吨，对应氧化铝价格为 0.32/0.29/0.28 万元/吨，我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润 195/205/221 亿元，对应 PE 为 6.7/6.4/5.9 倍，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	155192	158652	164337
(+/-) (%)	1%	17%	-1%	2%	4%
归母净利润（百万元）	11461	22372	19543	20507	22073
(+/-) (%)	32%	95%	-13%	5%	8%
EPS	1.21	2.36	2.09	2.19	2.36
P/E	5.28	4.98	6.69	6.37	5.92

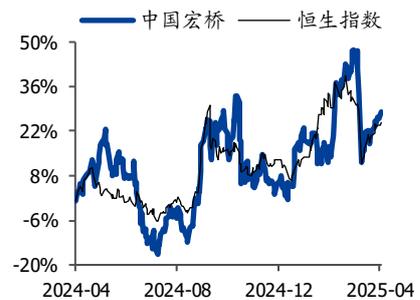
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
04 月 30 日收盘价（港元）	13.96
总市值（百万港元）	130,943.16
总股本（百万股）	9,379.88
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	51.63

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)：历史最佳业绩，一体化成本优势凸显》 2025-03-15
- 《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

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	129,105	148,971	170,687
现金	31,721	44,770	62,949	79,987	100,350
应收账款及票据	10,466	16,376	14,215	15,584	15,598
存货	33,958	37,344	39,777	41,425	42,098
其他	11,249	11,334	12,164	11,975	12,642
非流动资产	112,925	119,340	121,469	124,591	127,222
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	35,941	38,913	41,391
资产总计	200,320	229,165	250,574	273,562	297,909
流动负债	74,029	76,983	76,883	77,209	77,216
短期借款	49,118	45,104	45,939	44,349	43,972
应付账款及票据	11,648	14,931	14,821	16,010	15,981
其他	13,263	16,948	16,123	16,850	17,263
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	110,452	110,778	110,785
普通股股本	619	619	619	619	619
储备	91,199	107,181	126,746	147,276	169,371
归属母公司股东权益	92,245	107,800	127,365	147,895	169,900
少数股东权益	14,012	10,814	12,757	14,889	17,134
股东权益合计	106,256	118,613	140,122	162,784	187,124
负债和股东权益	200,320	229,165	250,574	273,562	297,909

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	27,265	29,545	31,337
净利润	11,461	22,372	19,543	20,507	22,073
少数股东权益	1,037	2,173	1,943	2,132	2,245
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	-2,095	-1,361	-1,330
投资活动现金流	-17,889	2,402	-6,829	-7,981	-7,513
资本支出	-7,271	0	-8,016	-8,417	-8,501
其他投资	-10,618	2,402	1,187	436	989
筹资活动现金流	-200	4,612	-2,279	-4,548	-3,484
借款增加	2,630	7,975	835	-1,590	-377
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	18,179	17,038	20,363

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	133,624	156,169	155,192	158,652	164,337
其他收入	2,542	0	0	0	0
营业成本	112,669	114,006	126,486	129,042	132,486
销售费用	755	661	310	159	164
管理费用	4,953	4,993	1,552	1,587	1,643
研发费用	1,006	0	155	63	66
财务费用	2,961	3,363	2,313	2,197	2,307
除税前溢利	15,890	32,797	27,392	28,901	31,023
所得税	3,393	8,252	5,906	6,262	6,705
净利润	12,498	24,546	21,486	22,639	24,318
少数股东损益	1,037	2,173	1,943	2,132	2,245
归属母公司净利润	11,461	22,372	19,543	20,507	22,073
EBIT	18,852	36,161	29,705	31,098	33,330
EBITDA	25,993	36,161	37,578	39,365	41,679
EPS (元)	1.21	2.36	2.09	2.19	2.36

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%	-0.63%	2.23%	3.58%
归属母公司净利润	31.70%	95.21%	-12.65%	4.93%	7.63%
获利能力					
毛利率	15.68%	27.00%	18.50%	18.66%	19.38%
销售净利率	8.58%	14.33%	12.59%	12.93%	13.43%
ROE	12.42%	20.75%	15.34%	13.87%	12.98%
ROIC	8.76%	14.28%	11.00%	10.46%	10.17%
偿债能力					
资产负债率	46.96%	48.24%	44.08%	40.49%	37.19%
净负债比率	29.35%	22.02%	6.26%	-6.05%	-16.35%
流动比率	1.18	1.43	1.68	1.93	2.21
速动比率	0.70	0.90	1.13	1.35	1.63
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.73	0.65	0.61	0.58
应收账款周转率	12.94	11.64	10.15	10.65	10.54
应付账款周转率	8.48	8.58	8.50	8.37	8.28
每股指标 (元)					
每股收益	1.21	2.36	2.09	2.19	2.36
每股经营现金流	2.36	2.68	2.91	3.16	3.35
每股净资产	9.74	11.38	13.61	15.80	18.16
估值比率					
P/E	5.28	4.98	6.69	6.37	5.92
P/B	0.66	1.03	1.03	0.88	0.77
EV/EBITDA	3.53	3.80	3.71	3.07	2.40

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年04月30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