

中国宏桥 (01378.HK)

2025 年上半年业绩超预期，一体化成本优势显著

事件：公司于 2025 年 6 月 23 日发布业绩预告，2025 年上半年公司或实现净利润 123.6 亿元，同比增长 35%。业绩同比实现大幅增长主要系铝合金产品销售价格同比上涨及对应销售数量同比增加，叠加电价下降所致。

公司业绩大幅增长主要受铝价同比增长及电价同比大幅下降所带来的成本下降所致。1) 价：据 SMM 数据统计，截至 6 月 23 日，2025 年上半年电解铝价格为 2.03 万元/吨，同比增长 2.5%；氧化铝价格为 3449 元/吨，同比下降 1%。2) 成本：截至 6 月 20 日，25H1 山东自备发电成本（含税）为 0.34 元/度，同比减少 30%，环比减少 20%。据 SMM 数据统计，25H1 山东外购含税电价为 0.62 元/度，环比减少 1.1%；25Q1 和 25Q2 云南含税电价分别为 0.44 元/度和 0.42 元/度，环比减少 4.5%。3) 利润：据 SMM 统计，25H1 电解铝利润为 2851 元/吨，同比增长 8%。

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 217/231/250 亿元，对应 PE 为 6.8/6.4/5.9 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）	133,624	156,169	150,949	152,110	155,250
增长率 yoy (%)	1.5	16.9	-3.3	0.8	2.1
归母净利润（百万元）	11,461	22,372	21,676	23,122	25,039
增长率 yoy (%)	31.7	95.2	-3.1	6.7	8.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.23	2.41	2.33	2.49	2.70
净资产收益率 (%)	12.4	20.8	16.7	15.1	14.1
P/E（倍）	12.9	6.6	6.8	6.4	5.9
P/B（倍）	1.6	1.4	1.1	1.0	0.8

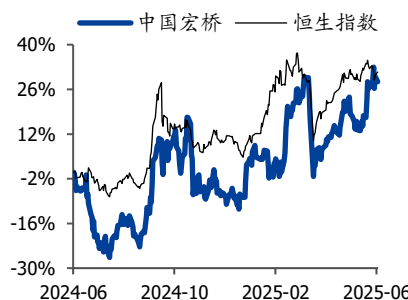
资料来源：Wind、国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 06 月 23 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
06 月 23 日收盘价（港元）	15.90
总市值（百万港元）	147,684.11
总股本（百万股）	9,288.31
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	28.19

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

分析师 初金娜

执业证书编号：S0680525050001

邮箱：chujinna@gszq.com

相关研究

- 1、《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》 2025-04-30
- 2、《中国宏桥 (01378.HK)：历史最佳业绩，一体化成本优势凸显》 2025-03-15
- 3、《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

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	131,765	156,263	182,663
现金	31,721	44,770	68,552	91,526	117,854
应收票据及应收账款	10,466	16,376	13,826	14,942	14,735
其他应收款	9,422	8,182	9,277	8,659	9,189
预付账款	0	0	0	0	0
存货	33,958	37,344	37,556	38,314	38,130
其他流动资产	1,827	3,151	2,555	2,822	2,754
非流动资产	112,925	119,340	119,886	120,634	121,286
长期投资	19,429	19,928	19,928	19,928	19,928
固定资产	70,200	75,393	75,536	75,687	75,838
无形资产	381	368	368	368	368
其他非流动资产	22,915	23,651	24,053	24,651	25,151
资产总计	200,320	229,165	251,651	276,898	303,949
流动负债	74,029	76,983	75,614	75,312	74,756
短期借款	49,118	45,104	45,939	44,349	43,972
应付票据及应付账款	11,648	14,931	13,993	14,808	14,475
其他流动负债	13,263	16,948	15,682	16,155	16,309
非流动负债	20,035	33,569	33,569	33,569	33,569
长期借款	13,792	25,781	25,781	25,781	25,781
其他非流动负债	6,243	7,788	7,788	7,788	7,788
负债合计	94,064	110,552	109,183	108,881	108,325
少数股东权益	14,012	10,814	12,969	15,373	17,920
股本	619	619	619	619	619
资本公积	91,199	106,962	128,661	151,805	176,867
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	92,245	107,800	129,499	152,643	177,705
负债和股东权益	200,320	229,165	251,651	276,898	303,949

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	27,994	31,394	33,282	35,549
净利润	11,461	22,372	21,676	23,122	25,039
折旧摊销	7,141	0	7,873	8,267	8,349
财务费用	3,831	4,125	3,114	2,959	3,106
投资损失	1,193	1,758	1,344	1,378	1,571
营运资金变动	-983	0	-362	-236	-251
其他经营现金流	-241	-262	-2,251	-2,208	-2,266
投资活动现金流	-17,889	528	-5,356	-5,781	-5,760
资本支出	-7,271	0	-8,016	-8,417	-8,501
长期投资	-12,302	-499	0	0	0
其他投资现金流	1,684	1,027	2,660	2,636	2,741
筹资活动现金流	-200	3,850	-2,279	-4,548	-3,484
短期借款	5,684	-4,014	835	-1,590	-377
长期借款	-2,444	11,989	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7,643	15,763	21,699	23,144	25,062
其他筹资现金流	-11,082	-19,888	-24,813	-26,103	-28,168
现金净增加额	4,337	32,395	23,781	22,975	26,328

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	133,624	156,169	150,949	152,110	155,250
营业成本	112,669	114,006	119,421	119,351	120,000
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	755	661	159	152	155
管理费用	4,953	4,993	1,509	882	666
研发费用	1,006	1,155	75	68	62
财务费用	2,961	4,125	2,313	2,197	2,307
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-48	-1,082	1,719	1,855	1,670
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,193	1,758	1,344	1,378	1,571
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	17,706	36,246	29,633	31,549	34,258
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	15,890	32,797	30,383	32,586	35,192
所得税	3,393	8,252	6,551	7,060	7,606
净利润	12,498	24,546	23,832	25,526	27,586
少数股东损益	1,037	2,173	2,156	2,404	2,547
归属母公司净利润	11,461	22,372	21,676	23,122	25,039
EBITDA	25,993	36,922	40,569	43,050	45,849
EPS (元)	1.23	2.41	2.33	2.49	2.70

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.5	16.9	-3.3	0.8	2.1
营业利润(%)	19.9	104.7	-18.2	6.5	8.6
归属于母公司净利润(%)	31.7	95.2	-3.1	6.7	8.3
获利能力					
毛利率(%)	15.7	27.0	20.9	21.5	22.7
净利率(%)	8.6	14.3	14.4	15.2	16.1
ROE(%)	12.4	20.8	16.7	15.1	14.1
ROIC(%)	8.8	14.6	12.0	11.4	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	47.0	48.2	43.4	39.3	35.6
净负债比率(%)	29.4	22.0	2.2	-12.7	-24.6
流动比率	1.2	1.4	1.7	2.1	2.4
速动比率	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	12.9	11.6	10.0	10.6	10.5
应付账款周转率	8.5	8.6	8.3	8.3	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	2.41	2.33	2.49	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	3.01	3.38	3.58	3.83
每股净资产(最新摊薄)	9.93	11.61	13.94	16.43	19.13
估值比率					
P/E	12.9	6.6	6.8	6.4	5.9
P/B	1.6	1.4	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	3.5	3.7	3.7	2.9	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 23 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