

中国宏桥(01378)

报告日期: 2025 年 08 月 19 日

重视股东回报, 看好业绩长虹

——中国宏桥更新报告

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年半年报业绩, 2025 年上半年公司实现营收 810 亿元, 同比增长 10.1%; 毛利 208 亿元, 同比增长 30 亿元, 增速 17%; 归母净利 124 亿元, 同比增长 32 亿元, 增速 35%; 基本每股收益 1.314 元, 同比增长约 36%。

- **要点一:** 量价齐升带动主业增长, 股比增加打开增量空间
分业务来看:

(1) 2025H1 液态铝合金+铝合金锭营业收入约为 519 亿元, 同比增长 5%, 毛利 131 亿元 (+9.5 亿元), 同比增长 8%。拆分来看, 销量从 284 万吨 (2024H1) 增长至 291 万吨, 同比增长 2%, 主要得益于 2025 年上半年云南地区水电充足, 产能处于满产状态; 吨毛利从 4280 元/吨增至 4505 元/吨, 主要受益于铝价上涨, 铝产品销售价格从 17379 元/吨 (不含税) 增长至 17853 元/吨 (不含税), 同比增长 474 元, 增幅 3%。

(2) 2025H1 氧化铝营业收入约为 207 亿元, 同比增长 28%, 毛利 59 亿元 (+18 亿元), 同比增长 44%。拆分来看, 销量从 551 万吨 (2024H1) 增长至 637 万吨, 增量 86 万吨 (增速 16%), 氧化铝平均销售价格从 2942 元/吨增长至 3243 元/吨 (不含增值税), 同比增长约 300 元, 增速 10%。

(3) 2025H1 铝加工产品营业收入约为 81 亿元, 同比增加 6%, 毛利 19 亿元 (+2.8 亿元), 同比增加 18%。拆分来看, 销量从 38 万吨 (2024H1) 提升到 39 万吨, 同比增加 4%, 铝加工品平均价格同比提升 3% 到 20615 元/吨 (不含增值税)。

(4) 其它经营数据方面, 公司债务结构优化, 财务费用下滑。相较于去年同期减少约 3 亿元, 管理费用同比减少约 1 亿元。

- **下半年看点:**

股比提升增量: 2025 年 7 月 23 日, 云南宏泰控股股东文山州财信实业投资有限公司退出, 原认缴 30 亿元出资额变为 0, 宏拓实业对云南宏泰的持股比例从 75% 提升至 100%, 中国宏桥对云南宏泰电解铝权益从 75% 增至 95%, 云南宏泰拥有 203 万吨电解铝产能, 本次股比提升后权益产能增长约为 40.6 万吨。根据公司已披露 2025 年 3 月数据, 云南宏泰形成 149 万吨运行产能, 如满产运行, 则权益产量提升约为 30 万吨。

云南搬迁降本: ①云南省下半年多处于丰水期/平水期, 相较于上半年长达 5 个月的枯水期, 下半年云南电力成本显著低于上半年, 根据 SMM 数据, 2024 年上半年电价均价约为 0.49 元/度, 下半年电价均价约为 0.42 元/度, 环比下降 0.07 元/度, 2025H1 云南电价水平为 0.48 元/度, 同比下降 0.01 元/度。②公司产能搬迁节奏对应相对低价的水电水平, 将会带动云南电解铝显著降本。根据公司规划, 2025 年 3 月, 山东产能退出 24 万吨, 启动云南宏泰 24 万吨产能, 2025 年 3 月底投产。2025 年 7 月, 山东宏桥永久退出 20.7 万吨产能, 其中 7 万吨指标用于云南宏泰, 13.7 万吨用于云南宏合。③云南宏合采用 600KA 电解槽, 相较于 400KA 电解槽, 吨铝能耗从 12800 度降低至 12443 度。

- **要点二:** 几内亚铝土矿盈利增长, 西芒杜铁矿潜力突出

根据公司公告, 2025H1 分占联营公司溢利约为 18 亿元, 相较于去年同期 8 亿元同比增长 10 亿元, 增速 +119%。公司的联营公司当前主要盈利实体为“赢联盟”

(Société à Responsabilité Limitée Unipersonnelle, SMB-WAP), 主要负责非洲几内亚博凯省努涅斯河畔 (Nunez River) 博凯铝矾土开发, 公司持股比例为 22.5%。

量利齐升: 按照几内亚矿业局统计数据, 2025H1 赢联盟对外发运量为 3713 万吨 (同比大幅增长约 958 万吨, 增速 35%), 2025H1 几内亚铝土矿到岸价 (CIF) 约为 89 美元 (2024H1 为 71 美元), 同比增长 18 美元 (+130 元/吨)。

公司率先完成铝土矿海外布局, 建立低成本原料区以及较强的原料保障能力。同

投资评级: 买入(维持)

分析师: 沈皓俊

执业证书号: S1230523080011

shenhaojun@stocke.com.cn

分析师: 何玉静

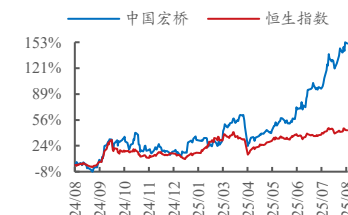
执业证书号: S1230525070004

heyujing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$23.24
总市值(百万港元)	223,498.90
总股本(百万股)	9,616.99

股票走势图



相关报告

时公司在几内亚布局西芒杜铁矿项目（WCS），目前拥有 18 亿吨高品位铁矿石储量，预计将于明年（2026 年）投产，将有效增厚公司利润。

□ 要点三：积极回购股份，增厚股东回报

基于对公司未来前景以及投资价值的坚定信心，并考虑到公司的财务状况及营运表现，拟进行股份回购，计划购回总金额不低于 30 亿港元，彰显了公司对于未来长期价值的信心。除此之外，公司长期重视分红股息率高位，2021 年以来，公司股息支付率维持在 50% 左右，2024 年公司归母净利润 224 亿元，现金分红总额 139 亿元，股息支付率 62%。

□ 盈利预测与估值

电解铝行业处于景气度上行期，受益于铝价上涨、煤价低位，公司利润弹性明显，叠加股比增加等显著增量，保守假设 2025-2027 年铝价均价为 20200/20500/21000 元/吨，氧化铝均价为 3200/3100/3000 元/吨，则预计 2025-2027 年实现归母净利润 257 亿元、278 亿元、300 亿元，对应现价的 PE 为 8X、7X 和 7X。如 2025 年维持分红比例，公司股息率水平约为 8%，投资价值凸显，维持“买入”评级。

□ 风险提示

商品价格大幅波动风险、政策变化风险等

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	156169	152812	149229	151253
(+/-) (%)	16.87%	-2.15%	-2.34%	1.36%
归母净利润	22372	25725	27821	29962
(+/-) (%)	95.21%	14.99%	8.15%	7.70%
每股收益(元)	2.36	2.71	2.93	3.16
P/E	4.56	7.86	7.27	6.75

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	109,825	107,051	108,030	126,985	营业收入	156,169	152,812	149,229	151,253
现金	44,770	45,242	49,675	49,077	其他收入	0	1,886	1,476	1,120
应收账款及票据	16,376	13,270	13,669	16,439	营业成本	114,006	111,645	104,905	102,848
存货	37,344	35,631	32,991	47,592	销售费用	661	647	702	664
其他	11,334	12,909	11,696	13,877	管理费用	4,993	5,812	5,326	5,329
非流动资产	119,340	127,312	135,195	146,247	研发费用	1,155	1,142	1,114	1,126
固定资产	75,393	76,687	77,915	79,083	财务费用	4,125	435	318	132
无形资产	368	338	198	3,290	除税前溢利	32,797	36,466	39,580	42,999
其他	43,579	50,288	57,081	63,874	所得税	8,252	8,351	9,158	10,205
资产总计	229,165	234,363	243,225	273,232	净利润	24,546	28,115	30,422	32,794
流动负债	76,983	72,094	68,648	80,433	少数股东损益	2,173	2,390	2,601	2,832
短期借款	45,104	43,097	41,090	41,296	归属母公司净利润	22,372	25,725	27,821	29,962
应付账款及票据	14,931	13,612	12,292	16,879					
其他	16,948	15,385	15,266	22,258	EBIT	36,922	36,901	39,898	43,131
非流动负债	33,569	31,491	30,625	34,629	EBITDA	43,446	40,819	43,876	47,246
长期债务	25,781	24,916	24,050	28,054	EPS (元)	2.36	2.71	2.93	3.16
其他	7,788	6,575	6,575	6,575					
负债合计	110,552	103,585	99,273	115,062					
普通股股本	619	619	619	619	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	106,962	116,738	127,310	138,696	成长能力				
归属母公司股东权益	107,800	117,575	128,147	139,533	营业收入	16.87%	(2.15%)	(2.34%)	1.36%
少数股东权益	10,814	13,203	15,805	18,636	归属母公司净利润	95.21%	14.99%	8.15%	7.70%
股东权益合计	118,613	130,779	143,952	158,170	获利能力				
负债和股东权益	229,165	234,363	243,225	273,232	毛利率	27.00%	26.94%	29.70%	32.00%
					销售净利率	14.33%	16.83%	18.64%	19.81%
					ROE	20.75%	21.88%	21.71%	21.47%
					ROIC	14.58%	14.31%	14.67%	14.46%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	33,983	33,281	37,159	28,708	资产负债率	48.24%	44.20%	40.82%	42.11%
净利润	22,372	25,725	27,821	29,962	净负债比率	22.02%	17.41%	10.74%	12.82%
少数股东权益	2,173	2,390	2,601	2,832	流动比率	1.43	1.48	1.57	1.58
折旧摊销	6,524	3,918	3,978	4,115	速动比率	0.90	0.96	1.06	0.94
营运资金变动及其他	2,913	1,248	2,759	(8,202)	营运能力				
投资活动现金流	(12,557)	(11,716)	(10,431)	(12,769)	总资产周转率	0.73	0.66	0.62	0.59
资本支出	(12,830)	(5,180)	(5,067)	(8,374)	应收账款周转率	11.64	10.31	11.08	10.05
其他投资	272	(6,536)	(5,364)	(4,395)	应付账款周转率	8.58	7.82	8.10	7.05
筹资活动现金流	(8,431)	(21,093)	(22,295)	(16,535)	每股指标 (元)				
借款增加	7,755	(2,872)	(2,872)	4,210	每股收益	2.36	2.71	2.93	3.16
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	3.59	3.51	3.91	3.02
已付股利	(9,348)	(18,221)	(19,422)	(20,745)	每股净资产	11.38	12.38	13.50	14.70
其他	(6,837)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	13,049	471	4,433	(597)	P/E	4.56	7.86	7.27	6.75
					P/B	0.95	1.72	1.58	1.45
					EV/EBITDA	2.95	5.51	4.96	4.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>