

中国宏桥 (01378)

证券研究报告

2025年08月22日

业绩延续高增，大额股份回购彰显发展信心

业绩：2025H1 公司实现营业收入 810.39 亿元，同比+10.1%；实现毛利 208.05 亿元，同比+16.9%；实现归母净利润 123.61 亿元，同比+35.0%。在计提大额转债公允价值变动损益的基础上（-25.6 亿元），业绩仍较超预期，主要系铝产品量价齐升。

铝产品量价齐升，一体化布局成本控制显著

1) 铝合金：25H1 铝合金产品贡献营收/毛利分别为 518.8/130.9 亿元，同比+5.2%/+7.8%；销量 290.6 万吨，同比+2.4%；吨售价/吨成本/吨毛利分别为 17852/13347/4505 元，同比+2.7%/+1.9%/+5.3%。电解铝价格上涨带来吨售价提升，成本端动力煤/预焙阳极单吨价格 676/4884 元，同比-22.7%/+20.8%，动力煤下降带来电力成本下行，但预焙阳极价格较去年同期大幅上升，综合成本控制显著，吨毛利持续提升。

2) 氧化铝：25H1 氧化铝贡献营收/毛利分别为 206.5/59.5 亿元，同比+27.5%/+44.3%；销量 636.8 万吨，同比+15.6%；吨售价/吨营业成本/吨毛利分别为 3244/2310/934 元，同比+10.3%/+5.3%/+24.8%。公司氧化铝售价高于现货均价，推测主要由于订单价较市场价下滑更慢，成本则受铝土矿价格上行影响，综合下来吨毛利大幅提升，明显增厚公司利润。

财务费用优化明显，固定资产减值大幅降低

费用端，25H1 公司销售费用 3.5 亿元，同比-3.4%，主要由于运费单价下降；行政开支费用 23.2 亿元，同比-5.4%，主要由于期内公司计入行政开支的研发费用减少所致；财务费用 12.8 亿元，同比-17.7%大幅优化，主要由于期内公司进一步优化债务结构，融资利率下降。**联营公司收益方面，**分占联营公司净利润 18.1 亿元，同比+119.3%提升明显，联营公司主要是几内亚的铝土矿以及参股电厂滨能，我们推测环比提升主要是铝土矿涨价的贡献。**减值方面，**由于公司股价持续上涨，上半年转债公允价值变动-25.6 亿，是上半年业绩最大拖累项；固定资产减值 0.6 亿，较去年的 5.3 亿元大幅降低。剔除转债公允价值变动等非经营性影响，公司实际利润水平更好。

中期分红节奏调整，大额回购彰显发展信心

25H1 每股基本盈利 1.31 元，同比+36%，高于归母净利润增速（35%），同时分红节奏有所调整，没有进行中期派息。回购方面，25H1 公司以约 26 亿港元回购约 1.87 亿股股份并注销，同时公司发布新一轮股份回购指引，计划回购金额不低于 30 亿港元，彰显公司发展信心。

投资建议：我们进行铝价、氧化铝价格等假设调整，预计 25/26/27 年公司实现归母净利润 242/249/272 亿（前值为 230/232/234 亿），对应当前 PE 8.7/8.5/7.8x，假设分红率维持 63%，对应股息率 7.2%，铝价弹性带来盈利弹性+高股息红利价值凸显，维持“买入”评级。

风险提示：云南限电限产；氧化铝及电解铝价格波动；国内经济恢复不及预期；下游需求不足风险。

投资评级

行业 原材料业/一般金属及
矿石

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 24.1 港元

目标价格 港元

基本数据

| | |
|--------------|------------|
| 港股总股本(百万股) | 9,616.99 |
| 港股总市值(百万港元) | 231,769.52 |
| 每股净资产(港元) | 13.07 |
| 资产负债率(%) | 49.08 |
| 一年内最高/最低(港元) | 24.66/9.17 |

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050001
liuyiting@tfzq.com
吴亚宁 联系人
wuyanining@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国宏桥-公司点评:高盈利持续，分红大超预期》 2025-03-19
- 《中国宏桥-公司点评:氧化铝涨价带来盈利增厚，业绩持续兑现》 2024-11-13
- 《中国宏桥-公司点评:转债公允价值变动拖累业绩，经营利润再上台阶》 2024-08-25

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |