

# 中国宏桥 (01378.HK)

优于大市

受益于氧化铝价格上涨，山东宏桥三季度盈利环比增长

## ◆ 公司研究 · 海外公司快评

## ◆ 有色金属 · 工业金属

## ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 刘孟峦	010-88005312	liumengluan@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040001
证券分析师: 焦方冉	021-60933177	jiaofangran@guosen.com.cn	执证编码: S0980522080003

## 事项:

**公司公告:** 公司下属子公司山东宏桥三季度未经审核的资产负债表和利润表。2024年三季度,山东宏桥营业收入380.2亿元(同比+13.9%,环比+2.0%),净利润59.6亿元(同比+38.0%,环比+9.4%)。

**国信金属观点:** 公司全产业链布局及充足的矿石保障,在铝土矿供应紧张及氧化铝价格大幅上涨过程中受益,公司盈利能力对铝价和氧化铝价格均有较大弹性。我们假设2024-2026年铝现货含税均价为20000元/吨(前值19500元/吨),氧化铝价格为3900/3500/3500元/吨(前值均为3600元/吨),预焙阳极价格均为4000元/吨,5500大卡动力煤到厂价均为850元/吨,云南水电含税价格均为0.44元/度。预计公司2024-2026年归母净利润分别为232.2/218.0/219.2亿元(前值201.6/203.9/205.0亿元),同比增速102.6%/-6.1%/0.5%,摊薄EPS分别为2.45/2.30/2.31元,当前股价对应PE为4.9/5.2/5.1X。过去几年能源类原材料价格巨幅波动导致公司业绩大幅波动,未来能源成本项波动减小,公司盈利能力更加稳健。借助此轮电解铝高景气周期及产能转移契机,公司继续摆脱制约长期发展的债务压力和碳排放压力,未来具备更可持续发展能力,我们维持“优于大市”评级。

## 评论:

## ◆ 受益于氧化铝价格大幅上涨,山东宏桥盈利环比增长9.4%

根据公司公告,公司下属子公司山东宏桥三季度未经审核的资产负债表和利润表。2024年三季度,山东宏桥营业收入380.2亿元(同比+13.9%,环比+2.0%),净利润59.6亿元(同比+38.0%,环比+9.4%)。公司在经营层面,

### 主要增利项:

三季度,山东氧化铝价格3920元/吨,环比上涨300元/吨。山东宏桥权益氧化铝产能1668万吨,权益电解铝产能567万吨,以吨铝氧化铝单耗1.92吨计算,山东宏桥每年外售氧化铝579万吨,折单季度外售145万吨,简单测算氧化铝价格环比增利4亿元;

三季度云南水电费比二季度环比下降0.12元/度,电力成本下降增利4亿元;

三季度原料预焙阳极价格环比下降250元/吨,预焙阳极价格下降增利1.5亿元;

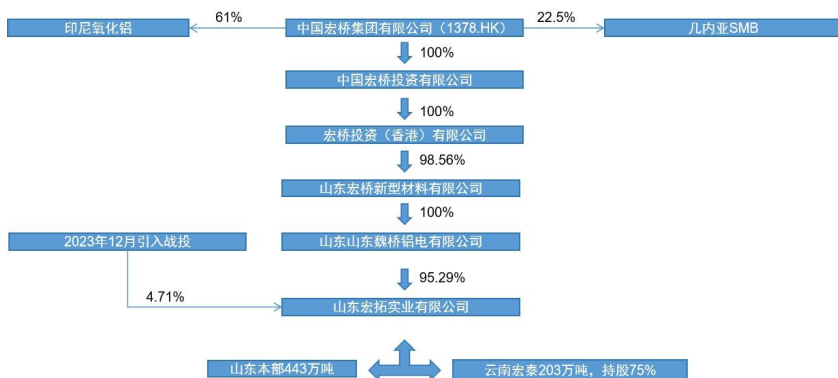
### 主要减利项:

三季度电解铝现货均价19550元/吨,环比下跌1000元/吨,简单测算铝价下跌环比减利12亿元。

因此三季度毛利润环比下降1.6亿元。另外,在期间费用、投资收益、资产减值等项目环比均有增利,因此Q3归母净利润环比增加5亿元左右。

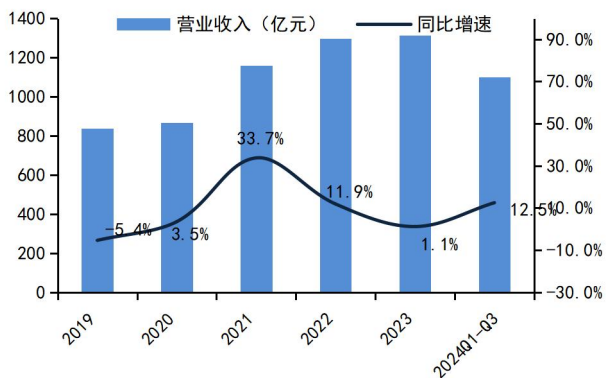
根据股权结构关系(图1),如果推算上市公司中国宏桥单季度利润,需在山东宏桥净利润基础上扣除云南宏泰25%少数股东损益以及建信金融资产投资持有的山东宏桥1.44%少数股东损益,同时增添印尼氧化铝项目及几内亚赢联盟项目收益,粗算上市公司三季度归母净利润与山东宏桥净利润相差不大。

图1: 山东宏拓股权关系



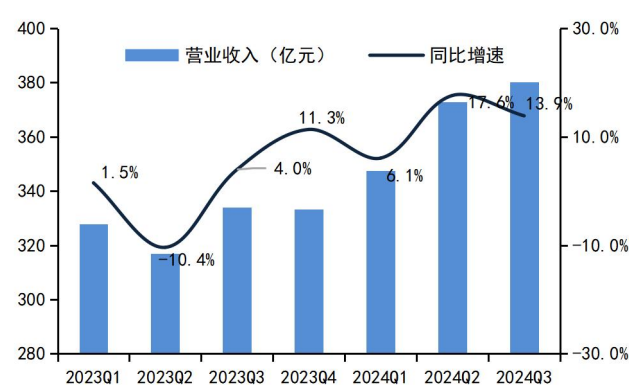
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 山东宏桥营业收入 (亿元)



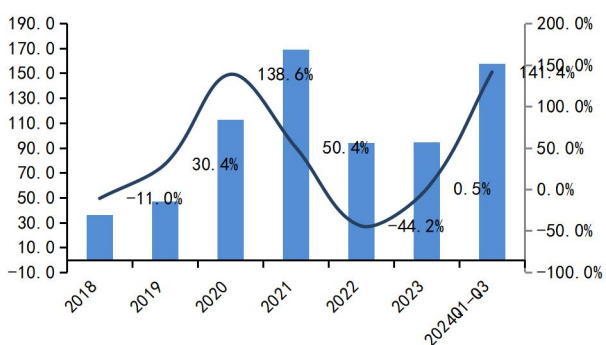
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 山东宏桥单季度营业收入 (亿元)



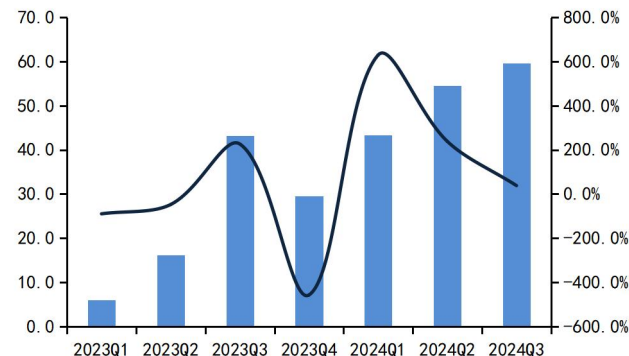
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 山东宏桥净利润 (亿元)

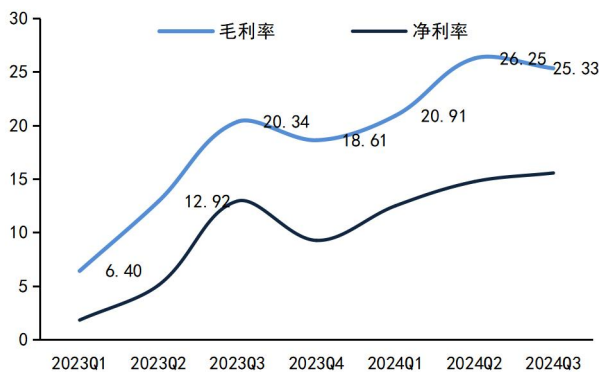


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

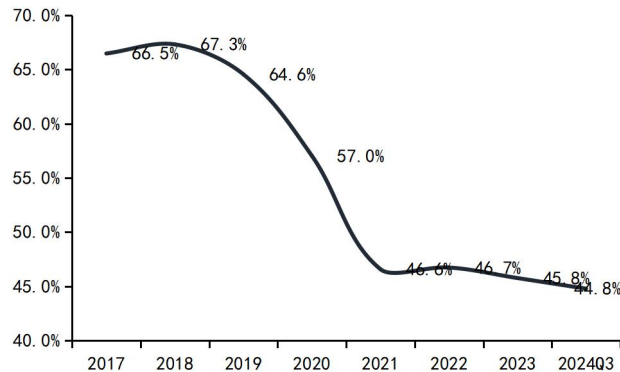
图5: 山东宏桥单季度净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图6: 山东宏桥毛利率与净利率**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图7: 山东宏桥资产负债率**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议: 受益于上游产业链布局, 维持“优于大市”评级

我们假设 2024-2026 年铝现货含税均价为 20000 元/吨(前值 19500 元/吨), 氧化铝价格为 3900/3500/3500 元/吨(前值均为 3600 元/吨), 预焙阳极价格均为 4000 元/吨, 5500 大卡动力煤到厂价均为 850 元/吨, 云南水电含税价格均为 0.44 元/度。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 232.2/218.0/219.2 亿元(前值 201.6/203.9/205.0 亿元), 同比增速 102.6/-6.1/0.5%, 摊薄 EPS 分别为 2.45/2.30/2.31 元, 当前股价对应 PE 为 4.9/5.2/5.1X。过去几年能源类原材料价格巨幅波动导致公司业绩大幅波动, 未来成本项波动减小, 公司盈利能力更加稳健。借助此轮电解铝高景气周期及产能转移契机, 公司继续摆脱制约长期发展的债务压力和碳排放压力, 未来具备更可持续发展能力, 我们维持优于大市评级。

**表1: 铝及氧化铝价格变动对 2025 年业绩的影响 (亿元)**

	铝价 (元/吨)						
	18000	19000	20000	21000	22000	23000	24000
3000	125	162	198	235	271	308	344
3500	146	182	219	255	292	328	365
4000	166	203	239	276	312	349	386
4500	187	223	260	297	333	370	406
5000	208	244	281	317	354	390	427

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

### ◆ 风险提示

煤炭或预焙阳极价格上涨风险, 铝价下跌风险。

### 相关研究报告:

- 《中国宏桥 (01378.HK) - 受益于氧化铝和铝价上涨, 盈利能力显著提升》 ——2024-08-20
- 《中国宏桥 (01378.HK) - 原料价格趋稳叠加铝行业景气周期, 盈利能力显著提升》 ——2024-05-08
- 《中国宏桥 (01378.HK) - 能源价格下跌, 冶炼利润有望改善》 ——2023-05-14

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	27385	31721	53403	85636	112473	营业收入	131699	133624	138880	136324	136324
应收款项	21193	19889	20285	19912	19912	营业成本	113460	112669	99768	99790	99812
存货净额	37268	33958	29437	29332	29212	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1722	1827	1898	1863	1863	销售费用	(526)	(598)	785	771	771
<b>流动资产合计</b>	<b>87568</b>	<b>87395</b>	<b>105024</b>	<b>136743</b>	<b>163461</b>	管理费用	5768	5954	5243	5148	5148
固定资产	68060	70200	69293	68035	66381	财务费用	3626	3020	3333	3135	2726
无形资产及其他	377	381	286	190	95	投资收益	0	0	1100	1100	1100
投资性房地产	13357	13651	13651	13651	13651	资产减值及公允价值变动	0	0	(945)	(945)	(945)
长期股权投资	16379	28693	28693	28743	28793	其他收入	3356	3258	3713	3929	3713
<b>资产总计</b>	<b>185742</b>	<b>200320</b>	<b>216947</b>	<b>247363</b>	<b>272381</b>	营业利润	12727	15837	33619	31563	31734
短期借款及交易性金融负债	43434	49118	40643	44398	44720	营业外净收支	(120)	54	0	0	0
应付款项	17092	15157	13139	13092	13038	<b>利润总额</b>	<b>12607</b>	<b>15890</b>	<b>33619</b>	<b>31563</b>	<b>31734</b>
其他流动负债	10847	9755	8570	8532	8499	所得税费用	2798	3393	7396	6944	6982
<b>流动负债合计</b>	<b>71373</b>	<b>74029</b>	<b>62352</b>	<b>66022</b>	<b>66257</b>	少数股东损益	1107	1037	2999	2816	2832
长期借款及应付债券	16236	13792	13792	13792	13792	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8702</b>	<b>11461</b>	<b>23223</b>	<b>21803</b>	<b>21921</b>
其他长期负债	1827	6243	8324	10451	10481						
<b>长期负债合计</b>	<b>18063</b>	<b>20035</b>	<b>22115</b>	<b>24243</b>	<b>24273</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>89436</b>	<b>94064</b>	<b>84467</b>	<b>90265</b>	<b>90530</b>	净利润	8702	11461	23223	21803	21921
少数股东权益	11807	14012	17011	19827	22659	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	84499	92245	115468	137271	159192	折旧摊销	6576	6784	8057	8408	8804
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>185742</b>	<b>200320</b>	<b>216947</b>	<b>247363</b>	<b>272381</b>	公允价值变动损失	0	0	945	945	945
						财务费用	3626	3020	3333	3135	2726
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(15651)	5604	2932	2555	64
每股收益	0.92	1.21	2.45	2.30	2.31	其它	1107	1037	2999	2816	2832
每股红利	0.00	0.85	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>734</b>	<b>24885</b>	<b>38157</b>	<b>36528</b>	<b>34566</b>
每股净资产	8.92	9.74	12.19	14.49	16.80	资本开支	0	(8903)	(8000)	(8000)	(8000)
ROIC	7%	9%	19%	18%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10%	12%	20%	16%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4753)</b>	<b>(21217)</b>	<b>(8000)</b>	<b>(8050)</b>	<b>(8050)</b>
毛利率	14%	16%	28%	27%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	12%	24%	22%	22%	负债净变化	(14737)	(2444)	0	0	0
EBITDA Margin	15%	17%	30%	29%	29%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	15%	1%	4%	-2%	0%	其它融资现金流	11651	5557	(8475)	3755	321
净利润增长率	-46%	32%	103%	-6%	1%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(17824)</b>	<b>668</b>	<b>(8475)</b>	<b>3755</b>	<b>321</b>
资产负债率	55%	54%	47%	45%	42%	<b>现金净变动</b>	<b>(21843)</b>	<b>4337</b>	<b>21682</b>	<b>32233</b>	<b>26837</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	49227	27385	31721	53403	85636
P/E	12.9	9.8	4.9	5.2	5.1	货币资金的期末余额	27385	31721	53403	85636	112473
P/B	1.3	1.2	1.0	0.8	0.7	企业自由现金流	0	15752	28795	26843	24730
EV/EBITDA	8	7	3	4	4	权益自由现金流	0	17041	18547	29005	23510

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032