

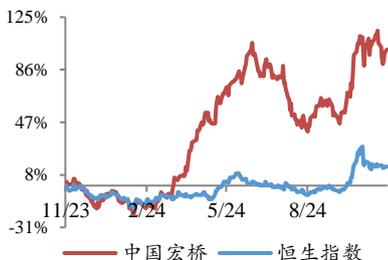
## 一体化优势凸显，Q3 延续高景气

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-05

收盘价（港元）	13.10
近 12 个月最高/最低（港元）	14.24/5.17
总股本（百万股）	9,476
流通股本（百万股）	9,476
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	1,241
流通市值（亿港元）	1,241

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

### 相关报告

1. 受益于氧化铝价涨，24H1 归母净利润同增 273% 2024-08-22

2. 盈利能力持续改善，一体化优势释放 2024-05-24

### 主要观点：

#### ● 公司发布子公司山东宏桥前三季度业绩

中国宏桥公告子公司山东宏桥新材料有限公司 2024 年前三季度未经审核的业绩，山东宏桥前三季度实现营收 1100.68 亿元，同比 +12.47%；实现归母净利润 157.54 亿元，同比 +141.43%。

#### ● 氧化铝价格持续高增长，一体化优势凸显

2024 年前三季度国内氧化铝均价 3650.5 元/吨，同比 +26.28%，其中单 Q3 氧化铝均价 3939.3 元/吨，同比 +36.4%，环比 +7.5%。国内电解铝产能利用率维持高位，且停复产成本较高，因此对于氧化铝的需求偏刚性；而氧化铝短期供给趋紧，叠加国内铝土矿安全环保监管趋严的预期，Q4 氧化铝现货价格延续增长，截至 11 月 4 日氧化铝价格达到 5118 元/吨，全年来看公司业绩仍具弹性。

#### ● 铝价平稳叠加成本优化，业绩持续增厚

前三季度国内铝现货均价 1.97 万元/吨，同比 +6.01%，国家严控电解铝产能置换，供给硬约束下我们认为铝价易涨难跌。成本方面，年初至今煤炭价格延续下行，用电成本下降，预焙阳极前三季度均价 4041 元/吨，同比 -22.43%，预焙阳极原材料及能源成本持续优化。公司氧化铝高度自给，充分受益于此轮利润链重构，后续公司将部分电解铝产能搬迁至云南，在当地建设绿色铝创新产业园、轻量化材料基地及新能源等项目，发挥环保减排的优势。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 197.55/211.25/226.06 亿元（前值为 192.32/206.28/221.44 亿元），对应 PE 分别为 5.8/5.4/5.1 倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

电解铝及氧化铝价格大幅波动；能源成本大幅波动；产能释放不及预期等

#### ● 重要财务指标

单位：百万人民币

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	133624	146864	153126	156231
收入同比（%）	1%	10%	4%	2%
归母净利润	11461	19755	21125	22606
归母净利润同比（%）	32%	72%	7%	7%
ROE（%）	12.42%	17.63%	15.86%	14.50%
每股收益（元）	1.21	2.08	2.23	2.39
市盈率（P/E）	4.86	5.78	5.41	5.05

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币					单位:百万人民币				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>87,395</b>	<b>112,572</b>	<b>146,112</b>	<b>181,298</b>	<b>营业收入</b>	<b>133,624</b>	<b>146,864</b>	<b>153,126</b>	<b>156,231</b>
现金	31,721	51,359	83,625	117,876	其他收入	2,542	3,000	3,000	3,000
应收账款及票据	10,466	13,643	13,084	13,552	<b>营业成本</b>	<b>112,669</b>	<b>112,510</b>	<b>117,173</b>	<b>119,344</b>
存货	33,958	34,340	36,068	36,505	销售费用	755	587	613	625
其他	11,249	13,231	13,335	13,365	管理费用	4,953	5,875	6,125	6,249
<b>非流动资产</b>	<b>112,925</b>	<b>125,718</b>	<b>120,509</b>	<b>115,423</b>	研发费用	1,006	1,028	1,072	1,094
固定资产	70,200	65,452	61,452	57,675	财务费用	2,961	1,187	682	-429
无形资产	381	10,234	7,772	5,433	<b>除税前溢利</b>	<b>15,890</b>	<b>27,443</b>	<b>29,347</b>	<b>31,404</b>
其他	42,344	50,032	51,285	52,314	所得税	3,393	5,900	6,310	6,752
<b>资产总计</b>	<b>200,320</b>	<b>238,290</b>	<b>266,621</b>	<b>296,721</b>	<b>净利润</b>	<b>12,498</b>	<b>21,543</b>	<b>23,037</b>	<b>24,652</b>
<b>流动负债</b>	<b>74,029</b>	<b>83,932</b>	<b>90,185</b>	<b>96,591</b>	少数股东损益	1,037	1,788	1,912	2,046
短期借款	49,118	53,950	60,603	66,488	<b>归属母公司净利润</b>	<b>11,461</b>	<b>19,755</b>	<b>21,125</b>	<b>22,606</b>
应付账款及票据	11,648	14,925	14,376	14,655	EBIT	18,852	28,630	30,029	30,975
其他	13,263	15,057	15,205	15,448	EBITDA	25,993	36,042	37,170	37,583
<b>非流动负债</b>	<b>20,035</b>	<b>26,518</b>	<b>25,518</b>	<b>24,518</b>	EPS (元)	1.21	2.08	2.23	2.39
长期债务	13,792	18,792	17,792	16,792	<b>主要财务比率</b>				
其他	6,243	7,726	7,726	7,726	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>94,064</b>	<b>110,450</b>	<b>115,702</b>	<b>121,109</b>	<b>成长能力</b>				
普通股股本	619	619	619	619	营业收入	1.46%	9.91%	4.26%	2.03%
储备	91,199	110,996	132,162	154,809	归属母公司净利润	31.70%	72.37%	6.94%	7.01%
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>92,245</b>	<b>112,041</b>	<b>133,207</b>	<b>155,854</b>	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	14,012	15,800	17,712	19,758	毛利率	15.68%	23.39%	23.48%	23.61%
股东权益合计	106,256	127,841	150,919	175,612	销售净利率	8.58%	13.45%	13.80%	14.47%
负债和股东权益	200,320	238,290	266,621	296,721	ROE	12.42%	17.63%	15.86%	14.50%
					ROIC	8.76%	11.20%	10.28%	9.39%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	46.96%	46.35%	43.40%	40.82%
					净负债比率	29.35%	16.73%	-3.47%	-19.70%
					流动比率	1.18	1.34	1.62	1.88
					速动比率	0.70	0.91	1.20	1.48
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.69	0.67	0.61	0.55
					应收账款周转率	12.94	12.18	11.46	11.73
					应付账款周转率	8.48	8.47	8.00	8.22
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.21	2.08	2.23	2.39
					每股经营现金流	2.36	3.36	3.40	3.64
					每股净资产	9.74	11.82	14.06	16.45
					<b>估值比率</b>				
					P/E	4.86	5.78	5.41	5.05
					P/B	0.60	1.02	0.86	0.73
					EV/EBITDA	3.34	3.76	2.93	2.12

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。