

中国宏桥 (01378.HK)

Q3 山东宏桥业绩表现亮眼，铝一体化布局优势显著

事件：公司披露子公司山东宏桥 2025 年三季度业绩公告，2025 年前三季度山东宏桥实现营收 1169.3 亿元，同比+6%；净利润 193.7 亿元，同比+23%。单季来看，25Q1/Q2/Q3 分别实现营收 402/380/387 亿元，同比+16%/+2%/+2%，25Q3 环比+2%；实现净利润 64/61/69 亿元，同比+47%/+11%/18%，25Q3 环比+14%。

电解铝盈利能力快速提升，25Q3 业绩表现亮眼。1) **价**，据 SMM 数据统计，Q3 电解铝均价为 20,711 元/吨，同比+6%，环比+3%。氧化铝价格为 3,165 元/吨，同比-19%，环比+4%。2) **成本**，据 SMM 数据统计，25Q3 山东电解铝完全成本为 15299 元/吨，环比-1%；云南电解铝完全成本为 15445 元/吨，环比-6%。3) **利润**，据 SMM 数据统计，Q3 电解铝行业利润 4,125 元/吨，同比+128%，环比+22%；氧化铝行业利润 292 元/吨，同比-73%，环比+166%。

电解铝产能转移计划顺利推进。根据宏创控股重组草案显示，中国宏桥预计 2025 年-2027 年分别将山东的 44.8 万吨、24.1 万吨和 83.1 万吨转移至云南，2028 年及以后公司将保持山东和云南两地电解铝总产能稳定，不再调整。

公司发行 3 亿美元于 2030 年到期的 1.5 厘可换股债券及同步股份回购。2025 年 3 月 17 日（交易时段后），公司及附属公司担保人与联席牵头经办人订立可换股债券认购协议。据此，公司已同意发行，而联席牵头经办人已同意（各自而非共同）尽力认购及支付或促使认购及支付初始本金额为 3 亿美元的可换股债券。初步换股价（可予调整）为每股 20.88 港元。可换股债券配售的所得款项净额约为 2.9 亿美元，公司是次可换股债券发行的所得款项净额用作现有境外债项再融资及一般公司用途。公司已按照本公司日期为 2025 年 3 月 18 日之公告所述用途将所得款项使用完毕。

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。我们谨慎假设 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 0.33/0.30/0.29 万元/吨，我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利 240/255/271 亿元，对应 PE 为 11.9/11.2/10.5 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。

买入（维持）

股票信息

行业	工业金属
前次评级	买入
10 月 30 日收盘价（港元）	29.92
总市值（百万港元）	284,961.29
总股本（百万股）	9,524.11
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	31.52

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)：25H1 业绩表现亮眼，铝“量价齐升”增厚业绩弹性》 2025-08-15
- 2、《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》 2025-06-24
- 3、《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

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	133,624	156,169	163,756	164,565	166,883
增长率 yoy（%）	1.5	16.9	4.9	0.5	1.4
归母净利润（百万元）	11,461	22,372	24,026	25,487	27,140
增长率 yoy（%）	31.7	95.2	7.4	6.1	6.5
EPS 最新摊薄（元/股）	1.20	2.35	2.52	2.68	2.85
净资产收益率（%）	12.4	20.8	18.2	16.2	14.7
P/E（倍）	24.9	12.7	11.9	11.2	10.5
P/B（倍）	3.1	2.6	2.2	1.8	1.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 30 日收盘价

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	136,791	163,950	192,469
现金	31,721	44,770	68,416	94,024	122,830
应收票据及应收账款	10,466	16,376	14,999	16,165	15,839
其他应收款	9,422	8,182	10,064	9,368	9,878
预付账款	0	0	0	0	0
存货	33,958	37,344	40,540	41,340	40,962
其他流动资产	1,827	3,151	2,772	3,053	2,960
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	256,677	284,584	313,755
流动负债	74,029	76,983	78,057	77,804	77,052
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	15,105	15,977	15,549
其他流动负债	13,263	16,948	17,013	17,478	17,531
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	111,626	111,373	110,621
少数股东权益	14,012	10,814	13,203	15,853	18,613
股本	619	619	619	619	619
资本公积	91,199	106,962	131,011	156,520	183,683
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	92,245	107,800	131,849	157,358	184,520
负债和股东权益	200,320	229,165	256,677	284,584	313,755

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	30,927	35,583	37,738
净利润	11,461	22,372	24,026	25,487	27,140
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	-3,081	-214	-88
其他经营现金流	-241	-262	-2,349	-2,293	-2,341
投资活动现金流	-17,889	528	-5,024	-5,450	-5,471
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	2,992	2,967	3,030
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	24,049	25,509	27,163
其他筹资现金流	-11,082	-19,888	-27,163	-28,468	-30,269
现金净增加额	4,337	32,395	23,646	25,607	28,806

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	133,624				
营业成本	112,669	114,006	128,912	128,777	128,911
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	755	661	173	165	167
管理费用	4,953	4,993	1,831	884	699
研发费用	1,006	1,155	82	74	67
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	2,050	2,187	1,960
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	32,595	34,551	36,922
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	33,677	35,919	38,145
所得税	3,393	8,252	7,261	7,782	8,244
净利润	12,498	24,546	26,416	28,137	29,901
少数股东损益	1,037	2,173	2,389	2,650	2,760
归属母公司净利润	11,461	22,372	24,026	25,487	27,140
EBITDA	25,993	36,922	43,862	46,383	48,802
EPS (元)	1.20	2.35	2.52	2.68	2.85

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	4.9	0.5	1.4
营业利润(%)	19.9	104.7	-10.1	6.0	6.9
归属于母公司净利润(%)	31.7	95.2	7.4	6.1	6.5
获利能力					
毛利率(%)	15.7	27.0	21.3	21.7	22.8
净利率(%)	8.6	14.3	14.7	15.5	16.3
ROE(%)	12.4	20.8	18.2	16.2	14.7
ROIC(%)	8.8	14.6	13.0	12.3	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	47.0	48.2	43.5	39.1	35.3
净负债比率(%)	29.4	22.0	2.3	-13.8	-26.1
流动比率	1.2	1.4	1.8	2.1	2.5
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	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	12.9	11.6	10.4	10.6	10.4
应付账款周转率	8.5	8.6	8.6	8.3	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	2.35	2.52	2.68	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	2.35	2.94	3.25	3.74	3.96
每股净资产(最新摊薄)	9.69	11.32	13.84	16.52	19.37
估值比率					
P/E	24.9	12.7	11.9	11.2	10.5
P/B	3.1	2.6	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	3.5	3.7	6.6	5.6	4.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 30 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

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