

中国宏桥（01378.HK）

优于大市

电解铝权益产能增加，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：2025年三季度，上市公司境内发债主体山东宏桥营业收入387.2亿元（同比+1.8%，环比+1.8%），净利润69亿元（同比+15.8%，环比+13.0%）。前三季度山东宏桥净利润193.7亿元，经营性净现金流高达241亿元。

国信金属观点：假设2025-2027年铝现货含税均价为20600/21500/21500元/吨（原值20500元/吨），氧化铝价格为3200/2800/2800元/吨（原值3100元/吨），预焙阳极价格为4900/5000/5000元/吨（原值4500元/吨），5500大卡动力煤到厂价为690/750/750元/吨（原值720元/吨），云南水电含税价格均为0.45元/度。预计公司2025-2027年归母净利润分别为244.1/254.0/271.9亿元（原值222.2/229.2/235.1亿元），同比增速9.1/4.1/7.0%，摊薄EPS分别为2.56/2.67/2.85元，当前股价对应PE为10.7/10.3/9.6X。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，参股的西芒杜铁矿已经开始发运，我们维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 2025Q3 山东宏桥净利润环比增长13%

公司全资子公司山东宏桥公告了三季度未经审核的资产负债表和利润表。山东宏桥是公司境内发债主体，拥有中国宏桥境内全部业务，不包含几内亚赢联盟股权，也不包含印尼氧化铝，是上市公司盈利的主要构成部分，如图1所示。2025年三季度，山东宏桥营业收入387.2亿元（同比+1.8%，环比+1.8%），净利润69亿元（同比+15.8%，环比+13.0%）。前三季度山东宏桥净利润193.7亿元，经营性净现金流高达241亿元。

我们分析主要成本项及产品价格变动对公司盈利的影响，综合来看，各项变量对公司利润的影响总体盈亏相抵。

1、**煤炭价格走低带动公司全年降本40亿元。**公司煤炭全部现货采购，月度招标，因此公司用煤价格随市场价实时波动。2024年环渤海动力煤价格850元/吨，2025年前三个季度均价分别是723/633/669元/吨，年初至今均价为680元/吨。生产1吨氧化铝大概消耗半吨标准煤，以此测算，2025年以来公司氧化铝的能源成本比去年下降了95元/吨，如果氧化铝年产量1900万吨，则带来18亿元降本。生产1吨电解铝大概消耗4吨标准煤，以此测算，2025年以来公司自备电生产电解铝的电力成本下降760元/吨，如果用自备电年产原铝300万吨，则带来23亿元降本。

2、**铝价上涨带动公司全年增利34亿元。**2024年全年铝均价19900元/吨，2025年初至今均价为20500元/吨，铝价上涨给公司带来利润增量34亿元。

3、**预焙阳极价格上涨增加成本24亿元。**2024年预焙阳极年均价4000元/吨，2025年初至今预焙阳极价格为4900元/吨，生产1吨原铝消耗0.47吨预焙阳极，预焙阳极涨价给公司增加年度成本24亿元。

4、**氧化铝价格下跌减利53亿元。**2024年山东氧化铝年均价4000元/吨，2025年至今均价为3250元/吨，

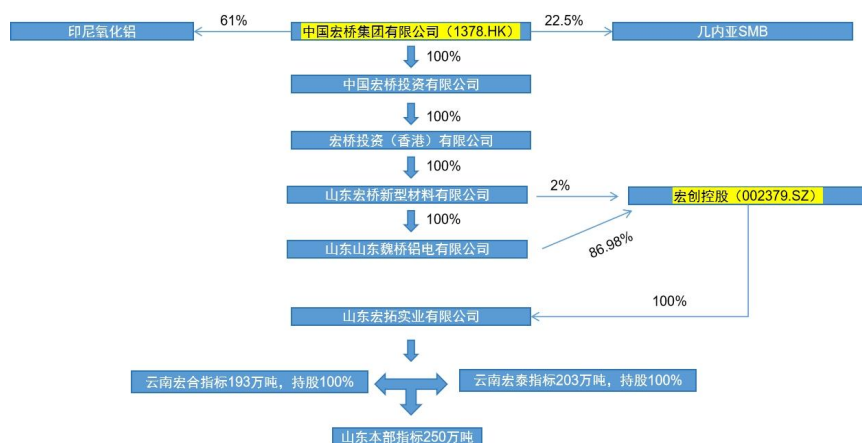
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

假设 2025 全年均价 3200 元，则氧化铝价格下跌减利 53 亿元。

电解铝权益产能增加 8.5%。2025 年 7 月份，公司向云南文山州财信支付 30.24 亿元，收购了其持有的云南宏泰 25%股权，至此上市公司持有云南宏泰 100%股权。云南宏泰拥有 203 万吨电解铝产能指标，收购云南宏泰少数股权显著增强了上市公司盈利能力。至此山东宏拓持有电解铝权益产能 $646 \text{ 万吨} \times 88.98\% = 574.8 \text{ 万吨}$ ，氧化铝权益产能 $1900 \text{ 万吨} \times 88.98\% = 1691 \text{ 万吨}$ ，如下图所示。

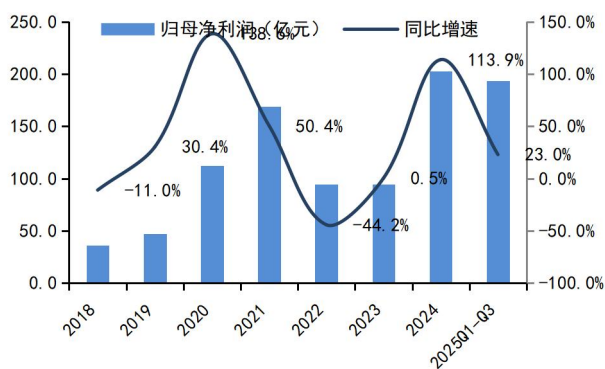
年初至今回购超过 50 亿元。年初至今，公司已回购股份超过 3 亿股，累计金额达 50.9 亿元人民币，累计注销 1849 万股。

图1：山东宏拓股权关系



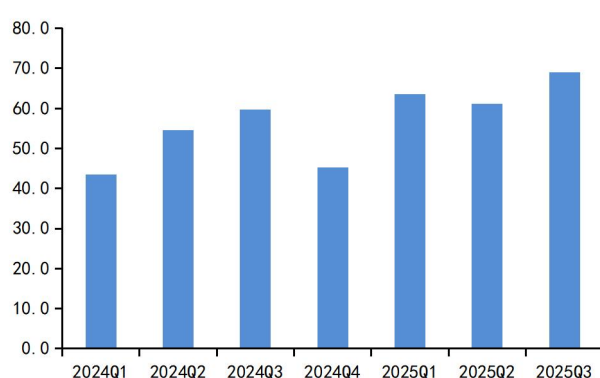
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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

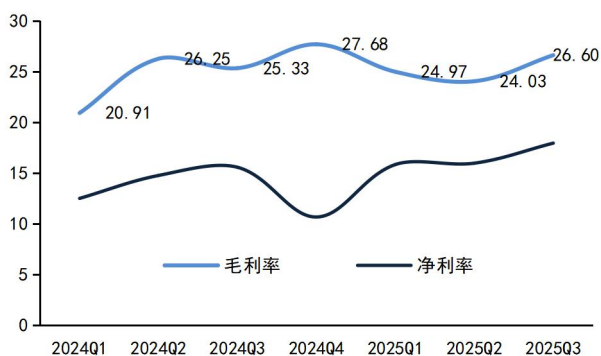
图3：山东宏桥单季度净利润（亿元）



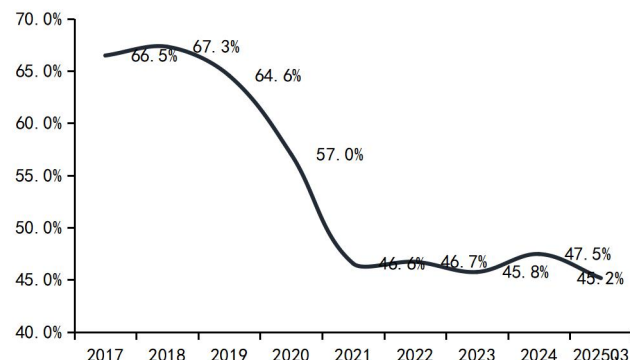
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：山东宏桥毛利率与净利率

图5：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



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利弹性测算

公司的盈利受铝价、氧化铝价格、煤炭价格、预焙阳极价格影响较大，我们考察以上4个变量变动对公司2026年归母净利润的影响。总体来看，能源价格上涨（煤炭、石油）会抬高公司生产成本，氧化铝价格下跌减少公司利润，铝价上涨增厚公司利润，具体数据如下所示。

表1：铝及氧化铝价格变动对2026年业绩的影响（亿元）

	铝价（元/吨）						
	19000	20000	21000	22000	23000	24000	25000
氧化铝价	2500	142	182	221	261	300	380
	2700	151	190	230	269	309	388
	2900	159	199	239	278	318	397
	3100	168	208	247	287	326	406
	3300	177	216	256	296	335	414

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

表2：煤价及预焙阳极价格变动对2026年业绩的影响（亿元）

	预焙阳极（元/吨）						
	3500	4000	4500	5000	5500	6000	6500
煤炭价格	500	306	296	286	276	266	247
	600	297	287	277	267	258	238
	700	288	278	268	258	249	229
	800	279	269	259	250	240	220
	900	270	260	251	241	231	211

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

◆ 投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

我们假设2025-2027年铝现货含税均价为20600/21500/21500元/吨（原值20500元/吨），氧化铝价格为3200/2800/2800元/吨（原值3100元/吨），预焙阳极价格为4900/5000/5000元/吨（原值4500元/吨），5500大卡动力煤到厂价为690/750/750元/吨（原值720元/吨），云南水电含税价格均为0.45元/度。预计公司2025-2027年归母净利润分别为244.1/254.0/271.9亿元（原值222.2/229.2/235.1亿元），同比增速9.1/4.1/7.0%，摊薄EPS分别为2.56/2.67/2.85元，当前股价对应PE为10.7/10.3/9.6X。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，参股的西芒杜铁矿已经开始发运，我们维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

煤炭或预焙阳极价格上涨风险，铝价、氧化铝价格下跌风险。

相关研究报告：

- 《中国宏桥（01378.HK）-受益于全产业链优势，盈利能力稳健》——2025-03-26
《中国宏桥（01378.HK）-受益于氧化铝价格上涨，山东宏桥三季度盈利环比增长》——2024-11-04
《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

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	31721	44770	80895	114577	146507	营业收入	133624	156169	139247	141309	141309
应收款项	19889	24559	21898	22222	22222	营业成本	112669	114006	101245	102334	102337
存货净额	33958	37344	32412	32668	32530	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1827	3151	2810	2852	2852	销售费用	755	661	589	598	598
流动资产合计	87395	109825	138015	172318	204110	管理费用	4960	5000	4456	4522	4522
固定资产	70200	75393	71950	68148	63950	财务费用	3268	3363	2785	2826	2826
无形资产及其他	381	368	365	361	357	投资收益	0	0	3000	3500	5000
投资性房地产	13651	13594	13594	13594	13594	资产减值及公允价值变动	0	0	(2899)	(2899)	(2899)
长期股权投资	28693	29985	30035	30085	30135	其他收入	3968	1851	2988	2988	2988
资产总计	200320	229165	253958	284506	312147	营业利润	15940	34990	33262	34618	36116
短期借款及交易性金融负债	49118	45104	45885	46702	45897	营业外净收支	(49)	(2192)	0	0	0
应付款项	15157	19533	16953	17087	17015	利润总额	15890	32797	33262	34618	36116
其他流动负债	9755	12346	10730	10819	10775	所得税费用	3393	8252	7650	7962	7584
流动负债合计	74029	76983	73568	74608	73687	少数股东损益	1037	2173	1204	1253	1341
长期借款及应付债券	13792	25781	25781	25781	25781	归属于母公司净利润	11461	22372	24408	25403	27190
其他长期负债	6243	7788	10384	13236	13266						
长期负债合计	20035	33569	36165	39017	39047	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	94064	110552	109733	113625	112735	净利润	11461	22372	24408	25403	27190
少数股东权益	14012	10814	12017	13270	14611	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	92245	107800	132208	157611	184801	折旧摊销	7186	7207	8549	8907	9303
负债和股东权益总计	200320	229165	253958	284506	312147	公允价值变动损失	0	0	2899	2899	2899
						财务费用	3268	3363	2785	2826	2826
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	5604	(811)	6335	2453	52
每股收益	1.20	2.35	2.56	2.67	2.85	其它	1037	2173	1204	1253	1341
每股红利	0.00	0.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	25287	30942	43394	40915	40785
每股净资产	9.69	11.32	13.88	16.55	19.40	资本开支	0	(12393)	(8000)	(8000)	(8000)
ROIC	9%	18%	16%	18%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12%	21%	18%	16%	15%	投资活动现金流	(12314)	(13685)	(8050)	(8050)	(8050)
毛利率	16%	27%	27%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	23%	24%	24%	24%	负债净变化	(2444)	11989	0	0	0
EBITDA Margin	17%	28%	30%	30%	31%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	1%	17%	-11%	1%	0%	其它融资现金流	(3748)	(28186)	781	817	(805)
净利润增长率	32%	95%	9%	4%	7%	融资活动现金流	(8637)	(4208)	781	817	(805)
资产负债率	54%	53%	48%	45%	41%	现金净变动	4337	13049	36125	33682	31930
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	27385	31721	44770	80895	114577
P/E	22.8	11.7	10.7	10.3	9.6	货币资金的期末余额	31721	44770	80895	114577	146507
P/B	2.8	2.4	2.0	1.7	1.4	企业自由现金流	0	21321	32263	29431	28101
EV/EBITDA	7	4	4	4	4	权益自由现金流	0	3132	30893	28206	25331

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

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