

# 中國宏橋 (1378 HK)

## 盈利預喜將增強市場情緒

中國宏橋發佈盈利預喜，21年上半年財年業績同比將實現增長超過200%，隱含上半年財年歸母淨利潤將超過人民幣85億元。強勁的盈利表現主要受上半年疫情後國內市場電解鋁需求增長所帶動。公司上半年靚麗的業績表現大致符合我們預期。基於47.5%的派息率假設，我們預期中國宏橋將派發每股0.538港元中期股息，對應現價潛在股息收益率高達5%。展望下半年及2022年，基於需求端穩定增長而供應端增量有限，我們預期電解鋁價格將維持高位，並且市場高景氣週期將較市場預期持續更長時間。目前中國巨集橋的市場交易前瞻市盈率僅為4.9倍，估值非常吸引。我們對公司維持買入評級，目標價維持15.0港元。

- **上半年盈利將同比增長超過200%**。公司發佈盈利預喜，隱含上半年歸母淨利潤將超過人民幣85億元。強勁的業績增長主要受鋁價表現造好所驅動。根據上海長江現貨鋁價資料，我們測算上半年電解鋁銷售均價將較2020年同期同比增長32.5%至人民幣17,448元/噸（含增值稅），我們預期公司毛利率將同比增長11.5百分點至27.7%。
- **強勁的鋁價表現將在下半年持續**。隨著國儲局宣佈第一批投放電解鋁儲備量為5萬噸，我們認為短期對於鋁價預期的市場制約已經落地。我們認為國儲局釋放庫存對現貨鋁價影響溫和，預料鋁價可企穩於人民幣1.8萬元/噸，並獲穩定市場需求以及商業庫存端將隨需求釋放進入季節性下降通道所支持。
- **股息收益率將成為中期業績的另一驚喜**。參考中國宏橋2020年上半年的股息分派水準，我們預期公司將維持穩定的派息政策，即公司將維持約47.5%的中期業績股息分派率。我們測算公司2021年上半年的股息水準將達每股0.538港元，對應目前股價水準將帶來約5%的股息收益率。
- **電解鋁行業目前正處於非典型週期通道**。隨著中國進入節能發展和脫碳階段，我們希望提示投資人目前電解鋁行業正處於非典型週期之中，日益增長的電解鋁需求將面對較為有限的供應增量，我們預計存量產能將能夠在短期到中期內維持較為可觀的盈利能力。中國宏橋擁有全球最大的電解鋁產能，並正在將其超過30%產能轉移至水電豐富地區以獲得低碳清潔的電力供應。目前公司估值水準僅為4.9倍前瞻市盈率，我們認為公司的估值水準非常吸引。目標價維持每股15.0港元不變，維持買入評級。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬人民幣)	84,179	86,145	102,925	106,455	108,185
淨利潤(百萬人民幣)	6,095	10,496	16,268	17,009	18,035
每股收益(人民幣)	0.71	1.22	1.81	1.86	1.98
每股收益變動(%)	14.0	72.3	48.0	3.2	6.0
市場每股盈利預測(人民幣)	n/a	n/a	1.88	2.19	2.53
市盈率(x)	12.5	7.2	4.9	4.7	4.5
市帳率(x)	0.87	0.80	0.69	0.62	0.56
股息率(%)	3.17	6.06	9.57	10.14	10.76
權益收益率(%)	9.6	15.2	19.5	18.1	17.4
淨負債率(x)	56.5	39.7	21.2	7.1	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

### 買入(維持)

目標價	HK\$15.00
(此前目標價)	HK\$15.00)
潛在升幅	+38.1%
當前股價	HK\$10.72

### 中國電解鋁行業

#### 蕭小川

(852) 3900 0849  
robinxiao@cmbi.com.hk

#### 公司資料

市值(百萬港元)	103,983
3月平均流通量(百萬港元)	431.7
52周內股價高/低(港元)	13.8/3.08
總股本(百萬)	9,121

資料來源：彭博

#### 股東結構

宏橋控股	66.62%
中信集團	9.62%
流通股	23.66%

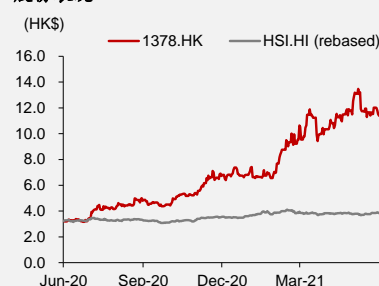
資料來源：公司公告

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.9%	-3.0%
3-月	7.2%	10.5%
6-月	69.4%	56.4%
12-月	259.2%	201.7%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：信永中和

請登錄2021年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

圖 1: 我們預測上半年淨利潤將達人民幣 85.77 億元

(百万人民币)	1H20	2H20	FY20	1H21E	2H21E	FY21E
收入	39,939	46,206	86,145	51,051	51,874	102,925
销售成本	(33,470)	(33,319)	(66,789)	(36,909)	(36,909)	(73,818)
毛利	6,468	12,887	19,355	14,142	14,965	29,107
毛利率	16.2%	27.9%	22.5%	27.7%	28.8%	28.3%
其它收益	1,076	1,625	2,701	1,334	1,445	2,779
销售费用	(153)	(247)	(400)	(206)	(309)	(515)
管理费用	(1,858)	(2,194)	(4,052)	(1,992)	(2,434)	(4,426)
其它支出	(362)	(254)	(617)	(277)	(277)	(554)
财务成本	(2,211)	(2,295)	(4,506)	(2,246)	(1,838)	(4,084)
公允价值变动	86	(377)	(291)	39	91	130
联营利润分享	354	160	515	446	191	637
出售子公司损益	-	-	-	-	-	-
税前利润	3,400	9,304	12,704	11,240	11,835	23,075
所得税	(596)	(1,664)	(2,260)	(2,248)	(3,521)	(5,769)
有效税率	17.5%	17.9%	17.8%	20.0%	29.7%	25.0%
期间利润	2,804	7,640	10,445	8,992	8,314	17,306
少数股东权益	(27)	(24)	(51)	415	623	1,038
净利润	2,832	7,664	10,496	8,577	7,691	16,268
净利润率	7.1%	16.6%	12.2%	16.8%	14.8%	15.8%

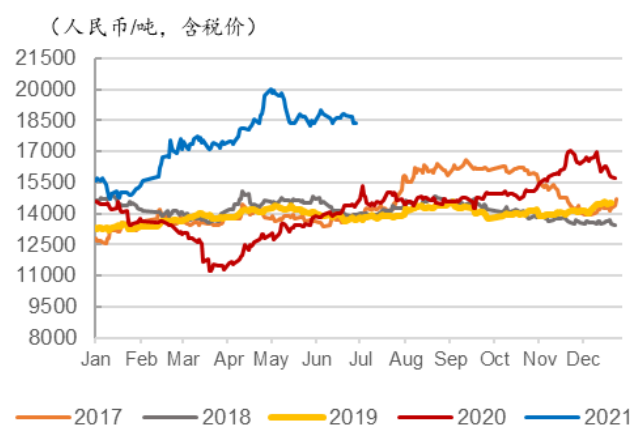
資料來源: 公司資料, 招銀國際預測

圖 2: 儘管價格歷經一些回檔, 長江現貨鋁價仍處於 5 年期高位



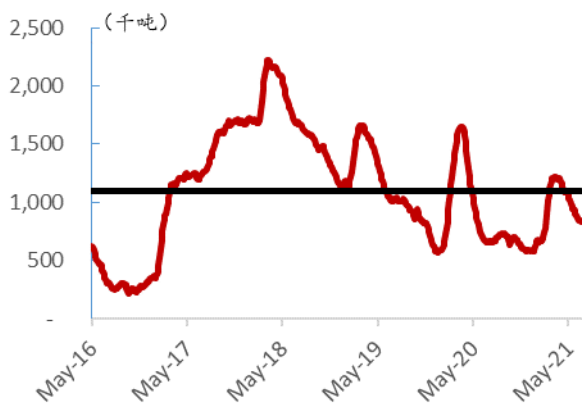
資料來源: 安泰科, 彭博, 招銀國際證券

圖 3: 我們認為現貨鋁價將維持在人民幣 1.8 萬元/噸附近



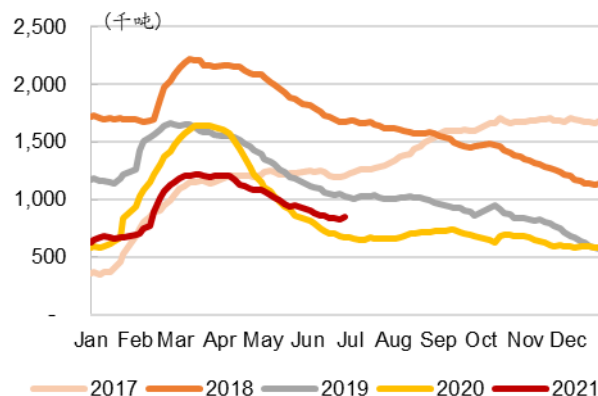
資料來源: 安泰科, 彭博, 招銀國際證券

圖 4: 商業庫存回落至 1 百萬噸下方



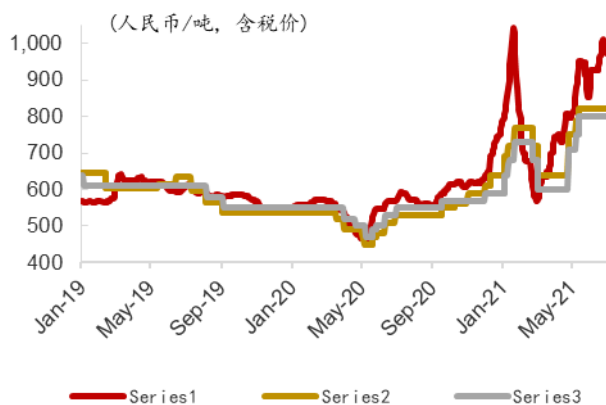
資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

圖 5: 季節性趨勢上, 目前商業鋁庫存處於下降軌



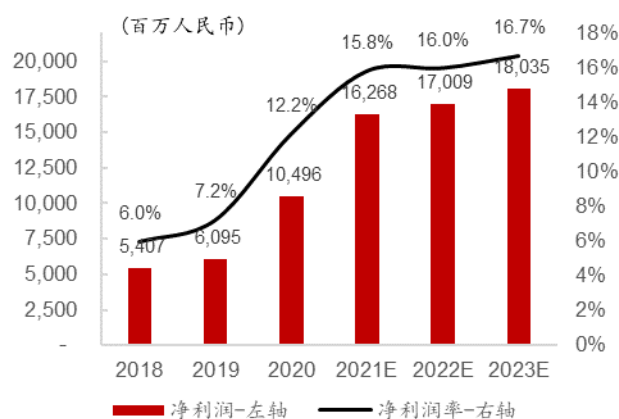
資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

圖 6: 鋁價上漲足以覆蓋煤炭成本增加



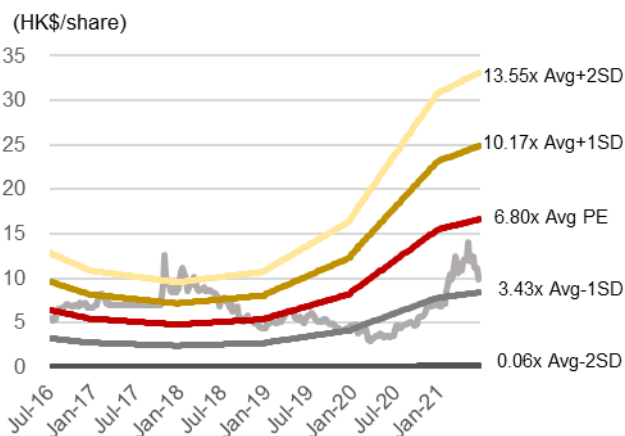
資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

圖 7: 我們預測 2021 年盈利同比增長 48%



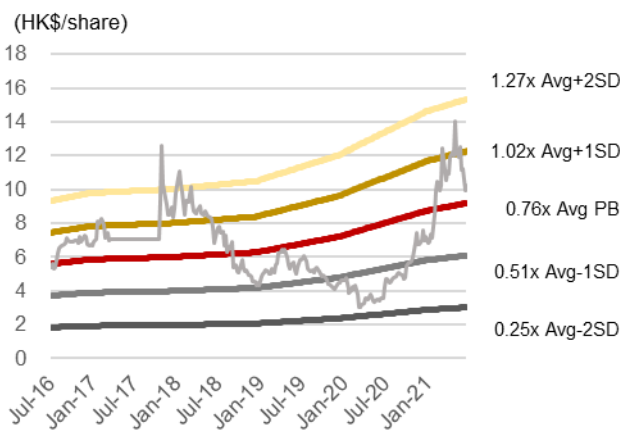
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 8: 5 年期市盈率通道



資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

圖 9: 5 年期市淨率通道



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 10: 我們的主要假設及預測

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>鋁產品</b>						
產量-千噸	6,282	5,644	5,622	5,900	6,300	6,400
銷售量 -千噸	5,865	5,058	5,060	5,095	5,420	5,446
產銷率	93%	90%	90%	86%	86%	85%
銷售均价 - 人民幣/噸, 不含稅	12,194	12,236	12,501	15,541	15,011	15,011
收入 - 百萬人民幣	71,516	61,891	63,257	77,597	79,736	80,121
<b>鋁加工產品</b>						
產量-千噸	503	630	622	684	753	828
銷售量 -千噸	493	623	601	671	738	811
產銷率	98%	99%	98%	98%	98%	98%
銷售均价 - 人民幣/噸, 不含稅	14,470	14,607	14,877	18,493	17,863	17,863
收入 - 百萬人民幣	7,135	9,105	8,781	12,653	13,444	14,788
產量-千噸	14,403	14,650	14,650	15,150	15,650	15,650
銷售量 -千噸	4,090	5,277	6,734	7,071	7,424	7,424
銷售均价 - 人民幣/噸, 不含稅	2,700	2,373	2,078	2,124	2,124	2,124
收入 - 百萬人民幣	11,045	12,521	13,487	12,014	12,615	12,615
內部消耗量 - 千噸	11,261	9,711	9,715	9,783	10,407	10,457
外部採購量 - 千噸	451	284	828	725	1,141	1,186
自給率 - %	87.2%	89.1%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
煤炭成本 - 人民幣/噸, 不含稅	543	515	509	619	566	566
綜合鋁礪土成本 - 人民幣/噸, 不含稅	418	403	353	378	375	375
預培陽極 - 人民幣/噸, 不含稅	3,151	2,868	2,676	3,163	3,074	2,986
<b>電解鋁成本結構 - 人民幣/噸</b>	<b>10,223</b>	<b>9,901</b>	<b>9,451</b>	<b>10,280</b>	<b>9,922</b>	<b>9,729</b>
電力成本	3,995	3,912	3,814	4,269	3,950	3,785
氧化鋁成本	3,791	3,643	3,372	3,499	3,490	3,492
預培陽極成本	1,512	1,377	1,285	1,518	1,476	1,433
其它	925	969	981	994	1,006	1,019

資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

## 財務分析

### 損益表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>收入</b>	<b>84,179</b>	<b>86,145</b>	<b>102,925</b>	<b>106,455</b>	<b>108,18</b>
鋁產品	61,891	63,257	77,597	79,736	80,121
鋁加工產品	9,105	8,781	12,653	13,444	14,788
氧化鋁	12,521	13,487	12,014	12,615	12,615
蒸汽	663	619	661	661	661
<b>銷售成本</b>	<b>(67,715)</b>	<b>(66,789)</b>	<b>(73,818)</b>	<b>(76,254)</b>	<b>(76,457)</b>
毛利	16,464	19,355	29,107	30,201	31,728
其它收益	3,141	2,701	2,779	2,855	2,977
銷售費用	(449)	(400)	(515)	(532)	(541)
管理費用	(3,646)	(4,052)	(4,426)	(4,578)	(4,652)
其它支出	(2,167)	(617)	(554)	(560)	(562)
財務成本	(5,220)	(4,506)	(4,084)	(3,806)	(3,645)
公允價值變動	138	(291)	130	130	130
聯營利潤分享	509	515	637	674	703
出售子公司損益	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>8,771</b>	<b>12,704</b>	<b>23,075</b>	<b>24,385</b>	<b>26,138</b>
所得稅	(2,316)	(2,260)	(5,769)	(6,096)	(6,534)
減: 少數股東權益	360	(51)	1,038	1,280	1,568
<b>淨利潤</b>	<b>6,095</b>	<b>10,496</b>	<b>16,268</b>	<b>17,009</b>	<b>18,035</b>

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>非流動資產</b>	<b>86,416</b>	<b>81,598</b>	<b>80,356</b>	<b>77,935</b>	<b>75,767</b>
固定資產	71,019	64,750	63,458	60,112	56,941
使用權資產	5,152	5,647	5,549	5,750	5,950
聯營公司投資	4,723	6,681	5,879	6,553	7,257
其它非流動資產	5,521	4,520	5,469	5,519	5,619
<b>流動資產</b>	<b>92,657</b>	<b>95,345</b>	<b>109,259</b>	<b>120,478</b>	<b>129,12</b>
現金及等價物	41,857	45,465	47,809	57,532	65,979
應收賬款	21,451	19,493	25,935	26,824	27,044
其它應收	6,075	9,126	9,778	10,113	10,278
存貨	21,847	19,718	24,360	25,164	25,231
其它流動資產	1,427	1,542	1,377	845	589
<b>流動負債</b>	<b>65,319</b>	<b>73,351</b>	<b>60,903</b>	<b>55,746</b>	<b>42,522</b>
應付帳款	18,216	13,377	14,764	15,251	15,291
其它應付	13,380	12,106	14,025	13,726	13,762
短期負債	31,971	45,577	29,797	24,429	11,102
其它流動負債	1,753	2,291	2,316	2,341	2,366
<b>非流動負債</b>	<b>47,119</b>	<b>30,163</b>	<b>40,215</b>	<b>43,489</b>	<b>51,649</b>
長期負債	45,568	28,131	37,839	41,039	49,106
可轉債衍生負債	280	550	578	606	637
遞延收入	549	582	611	641	674
其它非流動負債	722	900	1,187	1,202	1,232
<b>所有者權益</b>	<b>66,016</b>	<b>76,802</b>	<b>91,086</b>	<b>101,765</b>	<b>113,30</b>
少數股東權益	2,852	5,606	6,644	7,924	9,492
<b>歸母所有者權益</b>	<b>63,164</b>	<b>71,196</b>	<b>84,442</b>	<b>93,841</b>	<b>103,81</b>

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>稅前利潤</b>	<b>8,771</b>	<b>12,704</b>	<b>23,075</b>	<b>24,385</b>	<b>26,138</b>
利息開支	5,220	4,506	4,084	3,806	3,645
折舊和攤銷	7,413	7,565	7,743	7,954	8,192
運營資金變動	1,323	(5,372)	(8,145)	(1,309)	(118)
稅項	(2,484)	(2,882)	(6,552)	(6,132)	(6,605)
其它	(5,701)	1,258	335	(1,865)	(2,741)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>14,541</b>	<b>17,779</b>	<b>20,539</b>	<b>26,840</b>	<b>28,511</b>
資本開支	(11,912)	(5,921)	(3,549)	(5,483)	(5,923)
其它	4,216	(1,053)	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(6,263)</b>	<b>(6,974)</b>	<b>(3,549)</b>	<b>(5,483)</b>	<b>(5,923)</b>
股份發行	(379)	1,007	1,898	-	-
借貸變動	511	(3,831)	(8,000)	(1,500)	(4,000)
股息	(1,921)	(3,833)	(4,920)	(7,609)	(8,064)
利息開支	(5,220)	(4,506)	(4,084)	(3,806)	(3,645)
其它	(4,808)	4,014	1,038	1,280	1,568
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(11,816)</b>	<b>(7,150)</b>	<b>(14,068)</b>	<b>(11,635)</b>	<b>(14,140)</b>
<b>現金變動淨額</b>	<b>(3,537)</b>	<b>3,655</b>	<b>2,922</b>	<b>9,722</b>	<b>8,448</b>
年初現金及現金等價物	45,380	41,857	44,887	47,809	57,532
匯兌	13	(625)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>41,857</b>	<b>44,887</b>	<b>47,809</b>	<b>57,532</b>	<b>65,979</b>
<b>資產負債表現金</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

### 主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
<b>銷售組合(%)</b>					
鋁產品	73.5%	73.4%	75.4%	74.9%	74.1%
鋁加工產品	10.8%	10.2%	12.3%	12.6%	13.7%
氧化鋁	14.9%	15.7%	11.7%	11.8%	11.7%
蒸汽	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>合計</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>盈利能力比率(%)</b>					
毛利率	19.6	22.5	28.3	28.4	29.3
運營利率	16.6	20.0	26.4	26.5	27.5
淨利潤率	7.2	12.2	15.8	16.0	16.7
有效稅率	26.4	17.8	25.0	25.0	25.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	1.43	1.33	1.80	2.16	3.04
速動比率(x)	112.3	114.5	109.0	118.5	120.3
現金比率(x)	86.6	86.7	80.6	90.4	90.9
平均應收款周轉天數	94.0	87.0	69.6	71.8	72.9
債務/股本比率(%)	63.2	57.7	52.6	49.4	45.4
淨負債率(%)	56.5	39.7	21.2	7.1	-5.56
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	9.6	14.7	19.3	18.1	17.4
資產回報率	3.4	5.8	8.5	8.5	8.7
<b>每股數據(港元)</b>					
每股盈利(人民幣)	0.71	1.22	1.81	1.86	1.98
每股股息(港元)	0.34	0.65	1.03	1.09	1.15
每股帳面價值(人民幣)	7.37	8.02	9.26	10.29	11.38

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 披露

招銀國際證券或其他關聯機構曾在過去12個月內與報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

## 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳聞，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招銀國際證券G) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。招銀國際證券G是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。招銀國際證券G可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則招銀國際證券G僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400) 聯繫招銀國際證券G，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。