

中国宏桥 (1378 HK)

全球铝供应紧张局面的主要受益者，估值吸引

恢复覆盖并给予买入评级。在全球铝供应紧张（中国对铝产能的控制和铝土矿供应不稳）但需求上升（电动汽车轻量化+光伏增长+中国房地产政策转变后建筑需求转趋稳定）的背景下，我们预测 2024 年电解铝/氧化铝价格将上涨 4.5%/10%，而 2025 年将保持高位。我们认为宏桥（按 2023 年电解铝产量计全球市场份额约为 9%）将受益于单位利润大幅扩张，主要由于公司具备拥有海外铝土矿参股权、自备电厂和高比例铝水产品的垂直整合模式。我们预计宏桥 2024 年/25 年盈利增长分别为 61%/5%（高于彭博预期 6%/4%）。我们预计电解铝价格每上涨 1%，宏桥的盈利将增加 4%。尽管自今年年初以来股价大幅上涨，但宏桥仍处于周期中期的估值（<6 倍 2024 年市盈率），且较全球同行大幅折让。目前的价格相当于>7%的收益率，估值具吸引力。我们的目标价 17.9 港元基于 8.5 倍 2024 年市盈率（比历史平均水平高 1 个标准差）。

- **行业产能被严控。**自 2017 年启动供给侧改革以来，中国（约占全球铝供应量的 60%）将铝产能上限限制在约 4,500 万吨。行业产能利用率于去年 9 月达到~97%的十年最高水平，并于今年 5 月高企于 96%。今年 5 月，国务院发布《2024-2025 年节能降碳行动方案》（[链接](#)），重申严格落实电解铝产能置换。在目前的高利用率下，该政策意味着未来几年中国铝产量的上升空间非常有限。
- **但需求侧有增长空间。**汽车行业约占中国和世界其他地区铝需求的 1/4。我们预计轻量化趋势将拉动汽车用铝需求增速快于铝的总需求。光伏方面，我们预测快速增长的装机量将推动光伏组件用铝对总需求占比从 2022/23 年的 2.1%/3.3% 增加至 2024/25 年的 4.1%/4.5%，使其在铝的组合中变得越来越重要。
- **预计全球铝供需将从 2024 年开始走向短缺。**我们预测 2024 年/25 年全球铝需求将增长 3.2%/2.2%，快于我们的供应增长预测（2.3%/1.7%）。我们预计 2024-25 年全球铝供需将从 2023 年的剩余状态转为短缺。
- **主要风险：**（1）全球经济放缓影响铝、氧化铝价格；（2）铝土矿、煤炭、电价等成本大幅上升。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	131,699	133,624	142,329	145,867	146,251
同比增长 (%)	15.0	1.5	6.5	2.5	0.3
调整后净利润(百万人民币)	8,702.0	11,460.7	16,110.0	16,943.5	17,089.6
每股收益(人民币)	0.94	1.21	1.95	2.05	2.07
同比增长 (%)	(47.2)	29.3	61.5	5.2	0.9
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.85	1.97	2.12
市盈率(倍)	11.8	9.1	5.7	5.4	5.3
市净率(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
股息 (%)	4.2	5.2	7.2	7.6	7.7
净负债比率 (%)	35.3	34.3	26.0	16.6	9.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 **17.90 港元**
潜在升幅 **50.4%**
当前股价 **11.90 港元**

中国 Materials

冯键嵘, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	112,758.9
3 月平均流通量(百万港元)	584.9
52 周内股价高/低(百万港元)	13.38/5.28
总股本(百万)	9475.5

资料来源：FactSet

股权结构

Shipping Trust Company (Zhang's family)	64.2%
中信	9.0%

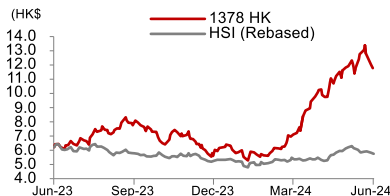
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	0.8%	7.2%
3 - 月	67.4%	58.2%
6 - 月	107.7%	89.9%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

详细报告(英文版):

China Hongqiao (1378 HK, BUY) – A key beneficiary of tight aluminum supply trading at attractive valuation – 17 Jun 2024 ([link](#))

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	114,491	131,699	133,624	142,329	145,867	146,251
销售成本	(84,038)	(113,460)	(112,669)	(116,262)	(118,699)	(119,117)
毛利	30,453	18,239	20,955	26,067	27,168	27,134
销售费用	(526)	(598)	(755)	(712)	(729)	(731)
行政费用	(5,708)	(5,934)	(4,953)	(4,982)	(5,105)	(5,119)
研发费用	(1,691)	(329)	(945)	(712)	(729)	(731)
其他收入	3,473	3,736	3,405	3,558	3,647	3,656
其他盈亏	(117)	(185)	(49)	(71)	(73)	(73)
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	62	503	1,193	1,409	1,448	1,617
EBITDA	32,483	21,836	24,619	30,416	31,673	31,833
折旧	6,482	6,721	6,912	7,196	7,422	7,624
EBIT	26,001	15,115	17,707	23,221	24,251	24,209
利息收入	234	193	308	498	561	637
利息支出	(3,626)	(3,020)	(3,268)	(3,286)	(3,291)	(3,296)
净利息收入(支出)	(3,392)	(2,826)	(2,960)	(2,788)	(2,730)	(2,659)
税前利润	22,554	12,607	15,890	21,770	22,897	23,094
所得税	(5,705)	(2,798)	(3,393)	(4,354)	(4,579)	(4,619)
非控股权益	(775)	(1,107)	(1,037)	(1,306)	(1,374)	(1,386)
调整后净利润	16,073	8,702	11,461	16,110	16,944	17,090
总股息	8,449	4,386	5,465	7,572	7,963	8,032

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	103,528	87,568	87,395	99,321	103,427	115,620
现金与现金等价物	49,227	27,385	31,721	36,905	45,017	52,877
应收账款	7,285	4,611	5,489	4,650	5,741	4,677
存货	22,705	37,268	33,958	40,577	36,171	40,847
短期银行存款	1,624	1,720	1,827	1,827	1,827	1,827
其他流动资产	22,687	16,585	14,400	15,363	14,671	15,393
非流动资产	84,892	98,174	112,925	116,653	119,694	121,703
物业及厂房及设备 (净额)	63,442	68,061	70,200	72,513	74,100	74,488
递延税项	2,617	2,605	2,990	2,990	2,990	2,990
合资及联营公司投资	6,065	10,297	11,034	12,443	13,891	15,508
无形资产	33	34	43	50	55	59
商誉	278	278	278	278	278	278
以公允价值计入损益的资产	1,059	1,543	13,127	13,127	13,127	13,127
其他非流动资产	11,399	15,356	15,253	15,253	15,253	15,253
总资产	188,421	185,742	200,320	215,974	223,121	237,323
流动负债	63,067	71,373	74,029	78,226	74,803	78,524
短期债务	29,377	43,434	49,118	49,218	49,318	49,418
应付账款	18,735	14,911	11,648	15,745	12,223	15,843
应付税款	2,720	618	2,586	2,586	2,586	2,586
其他流动负债	12,234	12,410	10,677	10,677	10,677	10,677
非流动负债	32,915	18,063	20,035	20,035	20,035	20,035
长期债务	30,973	16,236	13,792	13,792	13,792	13,792
其他非流动负债	1,942	1,827	6,243	6,243	6,243	6,243
总负债	95,982	89,436	94,064	98,260	94,838	98,559
股东权益总额	81,308	84,499	92,245	102,396	111,591	120,687
少数股东权益	11,131	11,807	14,012	15,318	16,692	18,077
总负债和股东权益	188,421	185,742	200,320	215,974	223,121	237,323

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	22,554	12,607	15,890	21,770	22,897	23,094
折旧摊销	6,482	6,721	6,912	7,196	7,422	7,624
税款	(5,001)	(6,148)	(1,686)	(4,354)	(4,579)	(4,619)
营运资金变化	376	(8,660)	(983)	(2,646)	484	(712)
其他	20,697	20,693	11,647	21,574	19,570	20,801
净经营现金流	28,650	7,622	22,402	23,345	27,504	26,429
投资现金流						
资本开支	(4,178)	(8,798)	(5,662)	(9,500)	(9,000)	(8,000)
收购与投资	(2,207)	(3,550)	(3,700)	0	0	0
其他	921	(4,425)	(8,526)	483	546	622
净投资现金流	(5,463)	(16,773)	(17,889)	(9,017)	(8,454)	(7,378)
融资现金流						
已支付股息	(7,184)	(8,226)	(3,786)	(5,959)	(7,748)	(7,994)
净借贷	(14,488)	(681)	3,240	100	100	100
发行股票所得现金	1,972	0	0	0	0	0
其他	305	(3,884)	347	(3,286)	(3,291)	(3,296)
净融资现金流	(19,396)	(12,790)	(200)	(9,145)	(10,939)	(11,190)
净现金流变动						
年初现金	45,465	49,227	27,385	31,721	36,905	45,017
汇率变动	(28)	98	22	0	0	0
年末现金	49,227	27,385	31,721	36,905	45,017	52,877
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	32.9%	15.0%	1.5%	6.5%	2.5%	0.3%
毛利润	57.3%	(40.1%)	14.9%	24.4%	4.2%	(0.1%)
EBITDA	38.8%	(32.8%)	12.7%	23.5%	4.1%	0.5%
EBIT	54.6%	(41.9%)	17.1%	31.1%	4.4%	(0.2%)
调整后净利润	53.1%	(45.9%)	31.7%	40.6%	5.2%	0.9%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	26.6%	13.8%	15.7%	18.3%	18.6%	18.6%
利息折旧及摊销前利润	28.4%	16.6%	18.4%	21.4%	21.7%	21.8%
调整后净利润率	14.0%	6.6%	8.6%	11.3%	11.6%	11.7%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1
流动比率 (倍)	1.6	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
应收账款周转天数	28.1	16.5	13.8	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	92.1	96.5	115.4	117.0	118.0	118.0
应付帐款周转天数	69.7	54.1	43.0	43.0	43.0	43.0
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	6.2	11.8	9.1	5.7	5.4	5.3
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	8.4	4.2	5.2	7.2	7.6	7.7
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。