

中国宏桥 (1378 HK)

上半年盈利能力强劲；受铝价支持，下半年盈利将再创新高

中国宏桥上半年净利润人民币 81.43 亿元，同比增长 187.5%，大致符合我们预期。受强劲的铝价支持，公司上半年实现毛利率高达 30.0%，同比增加 13.8 个百分点，显著优于我们预测（上半年毛利率 27.7%）。展望下半年，我们预期公司电解铝销售均价有望进一步增长 11.5%，对下半年盈利带来更进一步贡献。基于更加乐观的铝价展望，我们对公司 2021-23 年盈利预测分别上调 17.4-19.8%。公司目前估值仅为 2021 年 4 倍市盈率，同时全年股息收益率可达 11.7%，我们认为估值极具吸引力。我们维持对于中国宏桥确信买入观点，目标价维持每股 15 港元。

- **上半年盈利能力超预期。**收入同比增长 31.4% 至人民币 525 亿元，主要受铝价同比增长 33.5% 所驱动。毛利率同比扩张 13.8 个百分点至 30.0%，显著高于我们 27.7% 的预期。管理费用较去年同期显著增加 37.3%，主要受公司将检修工作安排于上半年所影响。财务成本同比下降 14.5% 至人民币 18.9 亿元。公司上半年还确认了公允值损失 11.7 亿元，主要来自非现金及非运营相关的可转换价值影响。公司实现期间利润人民币 84.24 亿元，同比增长 200.4%，符合此前盈喜指引。若除去公允值变动影响，上半年核心盈利达人民币 93 亿元，显著超出我们预期。
- **下半年盈利受铝价支持更加高涨。**上半年电解铝销售量与去年同期大致相若。我们测算含税销售均价则显著跃升至人民币 1.74 万元/吨。展望下半年，结合目前电解铝价格强势表现（超过人民币 2.02 万元/吨），我们预期公司的电解铝销售均价将更进一步增长 11.5% 至人民币 1.94 万/吨。在中国政府对碳排放指标实行严控政策背景下，产能释放将受制约，我们对于 2022-23 年电解铝价格持更为乐观展望。
- **债务偿还如期进行；将具备潜力降低负债成本。**中国宏桥应付短期中票及票据上半年减少了约人民币 145 亿元。公司已重获境内债券投资人的认可，在近期的循环票据发行利率仅为 4.16%。我们认为公司强劲的基本面表现已经扭转了市场过往对于公司的印象。我们相信宏桥的股票及债券将获得市场追逐及热捧。
- **估值极具吸引力，维持确信买入评级。**基于更高的电解铝销售均价展望，我们将公司 2021-23 年盈利预测上调 17.4-19.8% 至人民币 190/204/214 亿元。中国宏桥目前估值仅为 2021/22 年预测市盈率的 4/3.8 倍，同时公司派息慷慨（股息分派率达 48%），潜在股息收益率分别高达 11.7%/12.6%。基于公司强劲的基本面，我们对公司维持确信买入评级，目标价维持每股 15.0 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额 (百万人民币)	84,179	86,145	109,768	112,659	114,443
净利润 (百万人民币)	6,095	10,496	19,099	20,375	21,448
每股收益 (人民币)	0.71	1.22	2.12	2.23	2.35
每股收益变动 (%)	14.0	72.3	73.8	5.3	5.3
市场每股盈利预测 (人民币)	n/a	n/a	1.94	2.22	2.57
市盈率(x)	12.0	7.0	4.0	3.8	3.6
市帐率(x)	0.87	0.80	0.67	0.59	0.53
股息率 (%)	3.29	6.30	11.7	12.6	13.3
权益收益率 (%)	9.6	15.2	22.2	20.6	19.4
净负债率(x)	56.5	39.7	19.9	3.7	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$15.00
(此前目标价)	HK\$15.00)
潜在升幅	+45.3%
当前股价	HK\$10.32

中国电解铝行业

萧小川

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

公司数据

市值(百万港元)	94,132
3 月平均流通量(百万港元)	251.57
52 周内股价高/低(港元)	13.8/3.08
总股本(百万)	9,121

资料来源：彭博

股权结构

宏桥控股	66.62%
中信集团	9.62%
流通股	23.66%

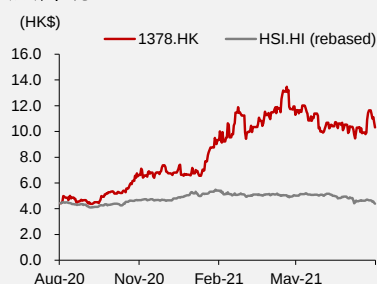
资料来源：公司公告

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.8%	10.7%
3-月	-11.4%	1.4%
6-月	3.1%	25.8%
12-月	132.8%	135.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万得

审计师：信永中和

图 1: 上半年业绩汇总

(百万人民币)	1H20	2H20	FY20	1H21A	2H21E	FY21E	1H21 YoY	FY21E YoY	1H21E	Act vs. Est.
收入	39,939	46,206	86,145	52,481	57,288	109,768	31.4%	27.4%	51,051	2.8%
电解铝	29,042	34,215	63,257	38,356	44,532	82,888	32.1%	31.0%	n/a	n/a
铝挤压产品	4,134	4,647	8,781	5,779	7,282	13,062	39.8%	48.7%	n/a	n/a
氧化铝	6,391	7,095	13,487	7,921	5,238	13,158	23.9%	-2.4%	n/a	n/a
蒸汽	370	249	619	424	236	661	14.5%	6.6%	n/a	n/a
					11.5%					
销售成本	(33,470)	(33,319)	(66,789)	(36,745)	(38,393)	(75,138)	9.8%	12.5%	(36,909)	-0.4%
毛利	6,468	12,887	19,355	15,736	18,895	34,631	143.3%	78.9%	14,142	11.3%
毛利率	16.2%	27.9%	22.5%	30.0%	33.0%	31.5%	13.8ppt	9.1ppt	27.7%	2.3ppt
其它收益	1,076	1,625	2,701	1,506	1,368	2,874	40.0%	6.4%	1,334	12.9%
销售费用	(153)	(247)	(400)	(260)	(288)	(549)	70.7%	37.2%	(206)	26.5%
管理费用	(1,858)	(2,194)	(4,052)	(2,552)	(2,168)	(4,720)	37.3%	16.5%	(1,992)	28.1%
其它支出	(362)	(254)	(617)	(104)	(260)	(365)	-71.3%	-40.9%	(277)	-62.4%
财务成本	(2,211)	(2,295)	(4,506)	(1,890)	(2,055)	(3,945)	-14.5%	-12.5%	(2,246)	-15.9%
公允价值变动	86	(377)	(291)	(1,166)	(34)	(1,200)	-1452.6%	312.0%	39	-3088.5%
联营利润分享	354	160	515	12	352	364	-96.7%	-29.3%	446	-97.4%
出售子公司损益	-	-	-	(5)	5	-	n/a	n/a	-	#DIV/0!
税前利润	3,400	9,304	12,704	11,277	15,814	27,090	231.7%	113.2%	11,240	0.3%
所得税	(596)	(1,664)	(2,260)	(2,853)	(3,920)	(6,773)	379.0%	199.7%	(2,248)	26.9%
有效税率	17.5%	17.9%	17.8%	25.3%	24.8%	25.0%	7.8ppt	7.2ppt	20.0%	5.3ppt
期间利润	2,804	7,640	10,445	8,424	11,894	20,318	200.4%	94.5%	8,992	-6.3%
少数股东权益	(27)	(24)	(51)	281	938	1,219	-1127.4%	-2481.7%	415	-32.3%
净利润	2,832	7,664	10,496	8,143	10,956	19,099	187.5%	82.0%	8,577	-5.1%
净利润率	7.1%	16.6%	12.2%	15.5%	19.1%	17.4%	8.4ppt	5.2ppt	16.8%	-1.3ppt

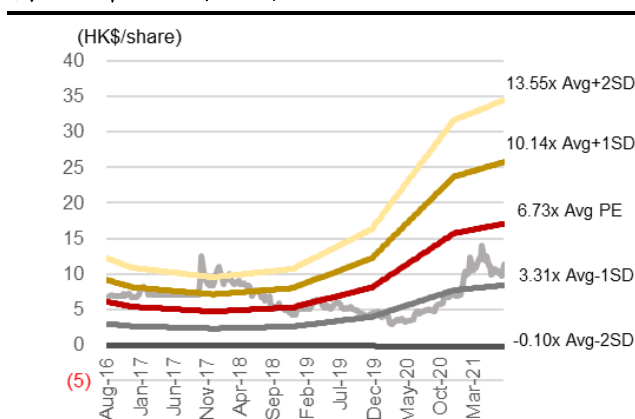
资料来源: 公司资料, 招银国际预测

图 2: 盈利预测调整

	原预测			新预测			变化-%		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
电解铝销售量(千吨)	5,095	5,420	5,446	5,095	5,420	5,446	0.0%	0.0%	0.0%
销售均价(人民币/吨, 不含税)	17,600	17,000	17,000	18,800	18,000	18,000	6.8%	5.9%	5.9%
收入(百万人民币)	102.92	102.92	102.92	109.77	112.66	114.44	6.6%	9.5%	11.2%
净利润(百万人民币)	16,268	17,009	18,035	19,099	20,375	21,448	17.4%	19.8%	18.9%
每股盈利(人民币)	1.81	1.86	1.98	2.12	2.23	2.35	17.4%	19.8%	18.9%

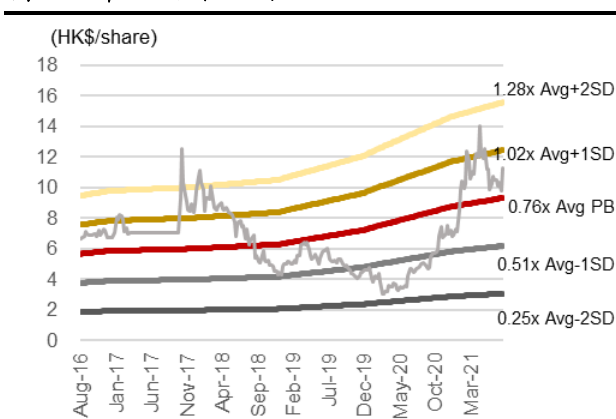
资料来源: 招银国际预测

图 3: 5 年 PE 估值区间



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 4: 5 年 PB 估值区间



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 5: 我们的核心假设及预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
铝产品						
产量-千吨	6,282	5,644	5,622	5,900	6,300	6,400
销售量 -千吨	5,865	5,058	5,060	5,095	5,420	5,446
产销率	93%	90%	90%	86%	86%	85%
销售均价 - 人民币/吨, 不含税	12,194	12,236	12,501	16,600	15,894	15,894
收入 - 百万人民币	71,516	61,891	63,257	82,888	84,426	84,834
铝加工产品						
产量-千吨	503	630	622	684	753	828
销售量 -千吨	493	623	601	671	738	811
产销率	98%	99%	98%	98%	98%	98%
销售均价 - 人民币/吨, 不含税	14,470	14,607	14,877	19,090	18,278	18,278
收入 - 百万人民币	7,135	9,105	8,781	13,062	13,756	15,132
产量-千吨	14,403	14,650	14,650	15,150	15,650	15,650
销售量 -千吨	4,090	5,277	6,734	7,744	8,131	8,131
销售均价 - 人民币/吨, 不含税	2,700	2,373	2,078	2,124	2,124	2,124
收入 - 百万人民币	11,045	12,521	13,487	13,158	13,816	13,816
内部消耗量 - 千吨	11,261	9,711	9,715	9,783	10,407	10,457
外部采购量 - 千吨	451	284	828	1,398	1,848	1,893
自给率 - %	87.2%	89.1%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
煤炭成本 - 人民币/吨, 不含税	543	515	509	619	575	575
综合铝矾土成本 - 人民币/吨, 不含税	418	403	353	378	375	375
预焙阳极 - 人民币/吨, 不含税	3,151	2,868	2,676	3,163	3,074	2,986
电解铝成本结构 - 人民币/吨						
电力成本	3,995	3,912	3,814	4,269	3,991	3,824
氧化铝成本	3,791	3,643	3,372	3,499	3,490	3,492
预焙阳极成本	1,512	1,377	1,285	1,518	1,476	1,433
其它	925	969	981	994	1,006	1,019

资料来源: 公司资料, 招银国际预测

财务分析

损益表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	84,179	86,145	109,768	112,659	114,44
铝产品	61,891	63,257	82,888	84,426	84,834
铝加工产品	9,105	8,781	13,062	13,756	15,132
氧化铝	12,521	13,487	13,158	13,816	13,816
蒸汽	663	619	661	661	661
销售成本	(67,715)	(66,789)	(75,138)	(77,757)	(77,982)
毛利	16,464	19,355	34,631	34,902	36,461
其它收益	3,141	2,701	2,874	2,946	3,075
销售费用	(449)	(400)	(549)	(563)	(572)
管理费用	(3,646)	(4,052)	(4,720)	(4,844)	(4,921)
其它支出	(2,167)	(617)	(365)	(419)	(422)
财务成本	(5,220)	(4,506)	(3,945)	(3,578)	(3,334)
公允价值变动	138	(291)	(1,200)	130	130
联营利润分享	509	515	364	639	666
出售子公司损益	-	-	-	-	-
税前利润	8,771	12,704	27,090	29,211	31,083
所得税	(2,316)	(2,260)	(6,773)	(7,303)	(7,771)
减: 少数股东权益	360	(51)	1,219	1,534	1,865
净利润	6,095	10,496	19,099	20,375	21,448

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	86,416	81,598	80,771	78,419	76,199
固定资产	71,019	64,750	63,458	60,112	56,941
使用权资产	5,152	5,647	5,549	5,750	5,950
联营公司投资	4,723	6,681	5,606	6,245	6,911
其它非流动资产	5,521	4,520	6,158	6,312	6,396
流动资产	92,657	95,345	112,577	126,110	136,92
现金及等价物	41,857	45,465	48,317	60,515	71,119
应收账款	21,451	19,493	27,659	28,388	28,608
其它应收	6,075	9,126	10,428	10,703	10,872
存货	21,847	19,718	24,795	25,660	25,734
其它流动资产	1,427	1,542	1,377	845	589
流动负债	65,319	73,351	61,417	56,318	43,101
应付账款	18,216	13,377	15,028	15,551	15,596
其它应付	13,380	12,106	14,276	13,996	14,037
短期负债	31,971	45,577	29,797	24,429	11,102
其它流动负债	1,753	2,291	2,316	2,341	2,366
非流动负债	47,119	30,163	40,421	43,727	51,882
长期负债	45,568	28,131	37,839	41,039	49,106
可转债衍生负债	280	550	578	606	637
递延收入	549	582	611	641	674
其它非流动负债	722	900	1,393	1,440	1,465
所有者权益	66,016	76,802	94,097	107,072	120,72
少数股东权益	2,852	5,606	6,825	8,358	10,223
归母所有者权益	63,164	71,196	87,273	98,714	110,50

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
税前利润	8,771	12,704	27,090	29,211	31,083
利息开支	5,220	4,506	3,945	3,578	3,334
折旧和摊销	7,413	7,565	7,743	7,954	8,192
运营资金变动	1,323	(5,372)	(10,440)	(1,091)	(123)
税项	(2,484)	(2,882)	(8,038)	(7,411)	(7,831)
其它	(5,701)	1,258	154	(2,118)	(3,037)
经营活动所得现金流	14,541	17,779	20,454	30,123	31,618
资本开支	(11,912)	(5,921)	(3,277)	(5,447)	(5,886)
其它	4,216	(1,053)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(6,263)	(6,974)	(3,277)	(5,447)	(5,886)
股份发行	(379)	1,007	1,898	-	-
借贷变动	511	(3,831)	(8,000)	(1,500)	(4,000)
股息	(1,921)	(3,833)	(4,920)	(8,934)	(9,660)
利息开支	(5,220)	(4,506)	(3,945)	(3,578)	(3,334)
其它	(4,808)	4,014	1,219	1,534	1,865
融资活动所得现金净额	(11,816)	(7,150)	(13,748)	(12,478)	(15,128)
现金变动净额	(3,537)	3,655	3,430	12,198	10,604
年初现金及现金等价物	45,380	41,857	44,887	48,317	60,515
汇兑	13	(625)	-	-	-
年末现金及现金等价物	41,857	44,887	48,317	60,515	71,119
资产负债表现金	-	-	-	-	-

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
铝产品	73.5%	73.4%	75.5%	74.9%	74.1%
铝加工产品	10.8%	10.2%	11.9%	12.2%	13.2%
氧化铝	14.9%	15.7%	12.0%	12.3%	12.1%
蒸汽	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率(%)					
毛利率	19.6	22.5	31.5	31.0	31.9
运营利率	16.6	20.0	28.3	29.1	30.1
净利润率	7.2	12.2	17.4	18.1	18.7
有效税率	26.4	17.8	25.0	25.0	25.0
资产负债比率					
流动比率(X)	1.43	1.33	1.83	2.24	3.18
速动比率(X)	112.3	114.5	108.1	118.4	120.3
现金比率(X)	86.6	86.7	78.4	90.8	90.9
平均应收款周转天数	94.0	87.0	69.0	71.8	72.9
债务/股本比率(%)	63.2	57.7	52.0	48.3	44.0
净负债率(%)	56.5	39.7	19.9	3.7	N.C
回报率(%)					
资本回报率	9.6	14.7	21.9	20.6	19.4
资产回报率	3.4	5.8	9.7	9.8	9.9
每股数据(港元)					
每股盈利(人民币)	0.71	1.22	2.12	2.23	2.35
每股股息(港元)	0.34	0.65	1.20	1.30	1.37
每股账面价值(人民币)	7.37	8.02	9.57	10.82	12.11

资料来源:公司及招银国际证券预测

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。

披露

招银国际证券或其他关联机构曾在过去12个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银证券”)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。招银国际证券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。招银国际证券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定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招银国际证券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，未经招银国际证券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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有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员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。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(招银国际证券G)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。招银国际证券G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。招银国际证券G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属制的报告。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，则招银国际证券G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)联系招银国际证券G，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。