

中國宏橋 (1378 HK)

志存高遠，意守平常

中國宏橋股價在 3-5 月間經歷了區間震盪。投資者對政府應對通脹的價格管制措施表示關切，期間股價主要跟隨現貨鋁價波動。我們建議投資者不應過分關注短期鋁價波動趨勢，而應將關注點轉向公司的長期增長。我們認為 1) 中國政府的碳排放控制將延長電解鋁行業強週期存續時間；2) 面對日益增加的環境及碳排放要求，中國宏橋處於有利地位；3) 公司正通過輕量化及再生鋁業務為未來增長蓄力；以及 4) 短期債務償還壓力已獲得顯著緩解。根據我們調整後的全年鋁價展望，我們將公司 2021-23 年的每股收益上調 16.6-19.4%。維持買入評級，目標價維持 15.00 港元。

- 碳排放控制將延長電解鋁強勢週期。**我們認為中國政府對於碳減排的強烈意願將在短期到中期對於電解鋁產能釋放帶來影響，這將使 2021-23 年中國原鋁市場供應持續呈偏緊狀態，而原鋁需求預料將維持可觀增長。儘管政府近期努力抑制大宗材料價格，我們仍預計現貨鋁價將維持在人民幣 1.8 萬元/噸附近。我們將 2021-23 年銷售均價假設分別上調 8.0%/6.3%/6.3% 至人民幣 1.76/1.7/1.7 萬元以反應我們對於原鋁市場將長期處於強勢週期的判斷。
- 綠色發展處於有利地位。**在綠色發展方面，我們認為公司目前處於領先地位，公司已規劃將 203 萬噸電解鋁產能（佔總產能的 31.4%）搬遷至雲南以利用當地的低碳水電資源。截至目前，公司在雲南已有 30 萬噸項目實現投產，且有關產能並不受近期雲南水電供應緊張導致區域性電解鋁項目限產影響。我們預計公司將在 2023 年完成產能搬遷及爬坡，屆時，公司將能夠更從容地面對日益收緊的環境要求。
- 加快新的增長步伐。**由於原鋁新增產能供應受限，我們對於中國宏橋的再生鋁業務發展持更為樂觀展望。中國巨集橋主要鋁加工業務子公司宏創控股（002379 CH，未評級，公司並表，並持股 28.2%）目前已投產再生鋁一期產能 20 萬噸，並計畫新增二期產能 20 萬噸。此外，中國宏橋與舒爾茨已成立合資公司，通過拆解報廢汽車回收再生鋁，規劃年產 50 萬噸，並將於 2022 年啟動一期專案投產運營。我們認為再生鋁銷售將為公司貢獻新的盈利增長。
- 財務狀況獲得改善。**根據我們與公司近期更新，公司已償還超過人民幣 200 億元到期債券，下半年尚餘下 50 億元企業債及 78 億元可回售債券。我們認為公司的短期償債壓力已基本釋放，公司的財務狀況改善以及對於未來的發展規劃正在獲得越來越多的市場認可。公司於 6 月 1 日完成 5 億美元無抵押優先票據發行，利率定價 6.25%，是今年來最低水準，並獲得了 6.9 倍的超額認購。

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	1.12	1.60	1.77	2.26
市盈率(x)	12.6	7.3	5.0	4.8	4.5
市帳率(x)	0.87	0.80	0.69	0.62	0.56
股息率 (%)	3.13	5.99	9.45	10.01	10.62
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\$10.86

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%

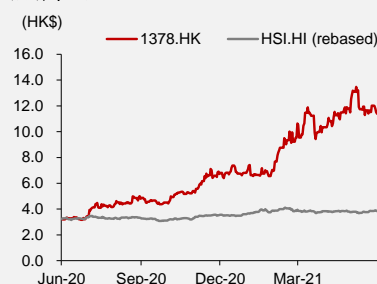
資料來源：公司公告

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>

■ **上調 2021-23 年盈利預測 16.6-19.4%**。基於我們調整後的銷售均價及成本展望，我們對公司的 2021-23 年盈利預測上調 16.6-19.4% 至人民幣 163/170/180 億元。我們建議投資人勿將關注點過多聚焦於短期鋁價波動，而應關注長期供需局面及公司未來增長邏輯。公司目前估值處於 2021 年預測市盈率的 5.0 倍，潛在股息收益率可達 9.5%，我們認為公司目前估值非常吸引。維持買入評級，目標價維持 15 港元不變。

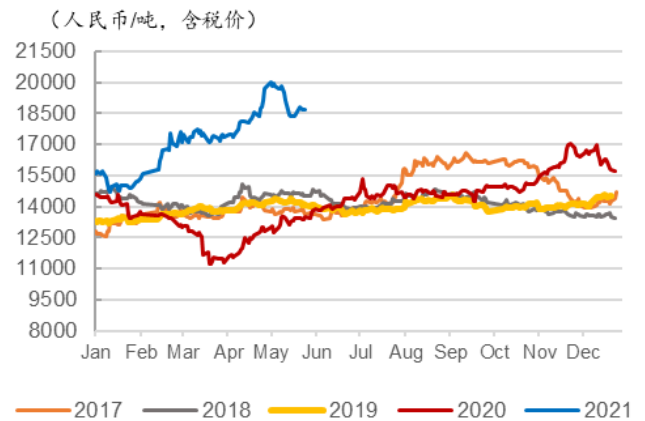
■ **主要風險：國儲釋放庫存。**

圖 1：儘管價格歷經一些回檔，長江現貨鋁價仍處於 5 年期高位



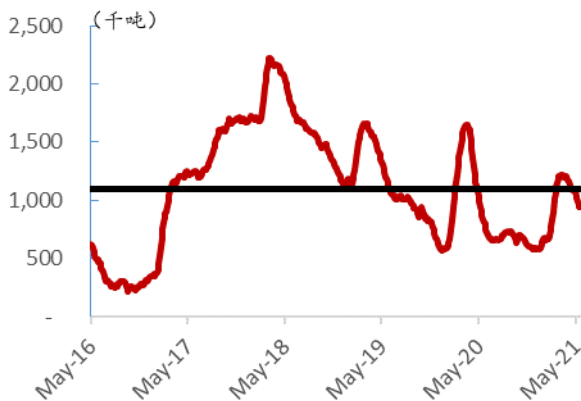
資料來源：安泰科，彭博，招銀國際證券

圖 2：我們認為現貨鋁價將維持在人民幣 1.8 萬元/噸附近



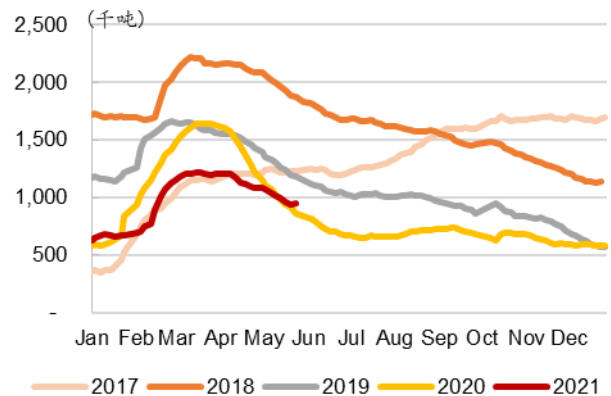
資料來源：安泰科，彭博，招銀國際證券

圖 3：商業庫存回落至 1 百萬噸下方



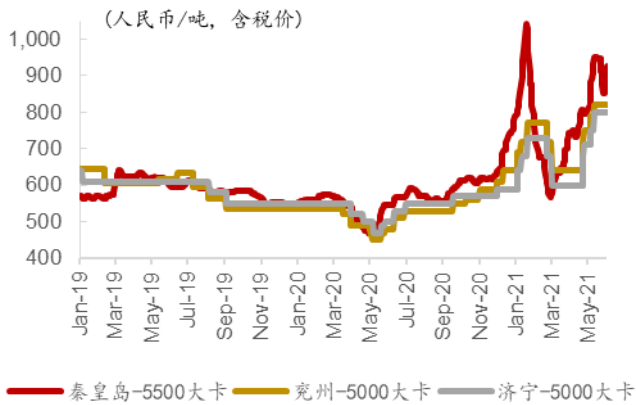
資料來源：萬得資訊，招銀國際證券

圖 4：季節性趨勢上，目前商業鋁庫存處於下降軌



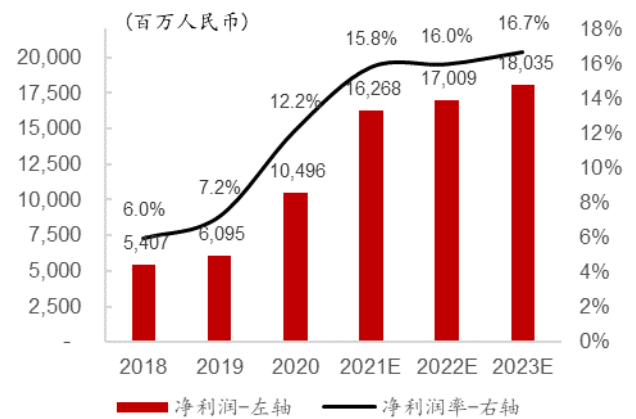
資料來源：萬得資訊，招銀國際證券

圖 5: 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 6: 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 7: 中國宏橋 6 月份發行 5 億美元優先無抵押票據, 票面利率定價處於近幾年低位

发行日	到期年份	发行规模	票据利率	发行价
(US\$ mn)				
2021/06	2025	500	6.250%	100.00
2021/09	2023	200	7.375%	99.99
2019/07	2022	300	7.125%	100.00
2018/04	2019	450	6.850%	100.00
2014/10	2018	300	6.875%	100.00
2014/06	2017	400	6.625%	100.00

資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 8: 雲南省限電產能影響

	建成产能	运行产能	限产情况
云南铝业	20.00	18.00	10%
云铝永鑫	30.00	25.50	15%
云铝涌鑫	38.00	34.20	10%
云铝泽鑫	30.00	25.50	15%
云铝润鑫	25.00	21.50	15%
云铝海鑫	70.00	32.00	20%
云铝文山	50.00	42.50	10%
云铝溢鑫	45.00	35.70	15%
云南神火	90.00	63.75	15%
云南宏泰	30.00	22.50	25%
云南其压	13.00	11.70	10%
合计	441.00	332.85	-25%

資料來源: 中鋁協, 招銀國際證券

圖 9: 我們的主要假設及預測

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
鋁產品						
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
鋁加工產品						
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
其他						
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%
成本						
煤炭成本 - 人民幣/噸, 不含稅	543	515	509	619	566	566
綜合鋁礬土成本 - 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
電解鋁成本結構 - 人民幣/噸						
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

圖 10: 盈利調整

	原預測			新預測			變化-%		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
電解鋁銷售量(千噸)	5,095	5,420	5,446	5,095	5,420	5,446	0.0%	0.0%	0.0%
銷售均价(人民幣/噸, 不含稅)	16,300	16,000	16,000	17,600	17,000	17,000	8.0%	6.3%	6.3%
收入(百萬人民幣)	96,259	100,974	102,602	102,925	106,455	108,185	6.9%	5.4%	5.4%
淨利潤(百萬人民幣)	13,951	14,247	15,114	16,268	17,009	18,035	16.6%	19.4%	19.3%
每股盈利(人民幣)	1.55	1.56	1.66	1.81	1.86	1.98	16.6%	19.4%	19.3%

資料來源: 招銀國際證券預測

圖 11: 同業估值比較: 中國宏橋目前估值水準非常吸引

	代號	收盤價 (港元)	市值 (百萬港元)	每股盈利				20-22E CAGR	市盈率			市淨率		
				20A	21E	22E	FY0		FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	
中國宏橋	1378 HK	10.86	99,058	1.22	1.76	1.94	26.1%	7.36	5.10	4.62	1.12	0.95	0.86	
俄羅斯鋁業	486 HK	48.40	111,998	2.31	2.66	2.92	12.5%	21.00	18.20	16.56	3.09	2.85	2.59	
中國鋁業-II	2600 HK	141.70	160,032	5.59	6.43	7.31	14.3%	20.95	18.21	16.02	4.31	3.71	3.20	
中國鋁業-A	601600 CH	6.76	58,533	0.70	0.87	0.62	-6.3%	22.76	6.45	9.08	0.90	0.95	0.90	
南山鋁業-A	600219 CH	5.04	14,963	0.50	0.57	0.61	10.8%	10.20	8.87	8.29	0.72	0.71	0.68	
河南生活 -A	000933 CH	8.45	8,481	1.04	1.02	1.14	4.7%	6.67	6.85	6.12	1.49	1.27	1.09	
行業平均								14.8	10.6	10.1	1.9	1.7	1.6	

資料來源: 彭博、招銀國際證券

財務分析

損益表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	84,179	86,145	102,925	106,455	108,18
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
銷售成本	(67,715)	(66,789)	(73,818)	(76,254)	(76,45)
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	-	-	-	-	-
稅前利潤	8,771	12,704	23,075	24,385	26,138
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
淨利潤	6,095	10,496	16,268	17,009	18,035

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	86,416	81,598	80,356	77,935	75,767
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
流動資產	92,657	95,345	109,259	120,478	129,12
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
流動負債	65,319	73,351	60,903	55,746	42,522
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
非流動負債	47,119	30,163	40,215	43,489	51,649
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
所有者權益	66,016	76,802	91,086	101,765	113,30
少數股東權益	2,852	5,606	6,644	7,924	9,492
歸母所有者權益	63,164	71,196	84,442	93,841	103,81

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
稅前利潤	8,771	12,704	23,075	24,385	26,138
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)
經營活動所得現金流	14,541	17,779	20,539	26,840	28,511
資本開支	(11,912)	(5,921)	(3,549)	(5,483)	(5,923)
其它	4,216	(1,053)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(6,263)	(6,974)	(3,549)	(5,483)	(5,923)
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
融資活動所得現金淨額	(11,816)	(7,150)	(14,068)	(11,635)	(14,140)
現金變動淨額	(3,537)	3,655	2,922	9,722	8,448
年初現金及現金等價物	45,380	41,857	44,887	47,809	57,532
匯兌	13	(625)	-	-	-
年末現金及現金等價物	41,857	44,887	47,809	57,532	65,979
資產負債表現金	-	-	-	-	-

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
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%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率(%)					
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
資產負債比率					
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
回報率(%)					
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
每股數據(港元)					
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。而過去表現亦不代表未來的表現，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閱，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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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。

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制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(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。