

中國宏橋 (1378 HK)

上半年盈利能力強勁；受鋁價支持，下半年盈利將再創新高

中國宏橋上半年淨利潤人民幣 81.43 億元，同比增長 187.5%，大致符合我們預期。受強勁的鋁價支持，公司上半年實現毛利率高達 30.0%，同比增加 13.8 個百分點，顯著優於我們預測（上半年毛利率 27.7%）。展望下半年，我們預期公司電解鋁銷售均價有望進一步增長 11.5%，對下半年盈利帶來更進一步貢獻。基於更加樂觀的鋁價展望，我們對公司 2021-23 年盈利預測分別上調 17.4-19.8%。公司目前估值僅為 2021 年 4 倍市盈率，同時全年股息收益率可達 11.7%，我們認為估值極具吸引力。我們維持對於中國宏橋確信買入觀點，目標價維持每股 15 港元。

- 上半年盈利能力超預期。** 收入同比增長 31.4% 至人民幣 525 億元，主要受鋁價同比增長 33.5% 所驅動。毛利率同比擴張 13.8 個百分點至 30.0%，顯著高於我們 27.7% 的預期。管理費用較去年同期顯著增加 37.3%，主要受公司將檢修工作安排於上半年所影響。財務成本同比下降 14.5% 至人民幣 18.9 億元。公司上半年還確認了公允值損失 11.7 億元，主要來自非現金及非運營相關的可轉債價值影響。公司實現期間利潤人民幣 84.24 億元，同比增長 200.4%，符合此前盈喜指引。若除去公允值變動影響，上半年核心盈利達人民幣 93 億元，顯著超出我們預期。
- 下半年盈利受鋁價支持更加高漲。** 上半年電解鋁銷售量與去年同期大致相若。我們測算含稅銷售均價則顯著躍升至人民幣 1.74 萬元/噸。展望下半年，結合目前電解鋁價格強勢表現（超過人民幣 2.02 萬元/噸），我們預期公司的電解鋁銷售均價將更進一步增長 11.5% 至人民幣 1.94 萬噸。在中國政府對碳排放指標實行嚴控政策背景下，產能釋放將受制約，我們對於 2022-23 年電解鋁價格持更為樂觀展望。
- 債務償還如期進行；將具備潛力降低負債成本。** 中國宏橋應付短期中票及票據上半年減少了約人民幣 145 億元。公司已重獲境內債券投資人的認可，在近期的循環票據發行利率僅為 4.16%。我們認為公司強勁的基本面表現已經扭轉了市場過往對於公司的印象。我們相信宏橋的股票及債券將獲得市場追逐及熱捧。
- 估值極具吸引力，維持確信買入評級。** 基於更高的電解鋁銷售均價展望，我們將公司 2021-23 年盈利預測上調 17.4-19.8% 至人民幣 190/204/214 億元。中國宏橋目前估值僅為 2021/22 年預測市盈率的 4/3.8 倍，同時公司派息慷慨（股息分派率達 48%），潛在股息收益率分別高達 11.7%/12.6%。基於公司強勁的基本面，我們對公司維持確信買入評級，目標價維持每股 15.0 港元。

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	109,768	112,659	114,443
淨利潤 (百萬人民幣)	6,095	10,496	19,099	20,375	21,448
每股收益 (人民幣)	0.71	1.22	2.12	2.23	2.35
每股收益變動 (%)	14.0	72.3	73.8	5.3	5.3
市場每股盈利預測 (人民幣)	n/a	n/a	1.94	2.22	2.57
市盈率(x)	12.0	7.0	4.0	3.8	3.6
市帳率(x)	0.87	0.80	0.67	0.59	0.53
股息率 (%)	3.29	6.30	11.7	12.6	13.3
權益收益率 (%)	9.6	15.2	22.2	20.6	19.4
淨負債率(x)	56.5	39.7	19.9	3.7	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	+45.3%
當前股價	HK\$10.32

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)	94,132
3 月平均流通量(百萬港元)	251.57
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%

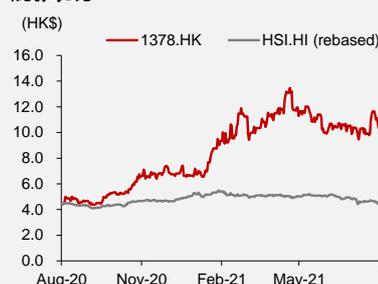
資料來源：公司公告

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.8%	10.7%
3-月	-11.4%	1.4%
6-月	3.1%	25.8%
12-月	132.8%	135.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：萬得

審計師：信永中和

圖 1: 上半年業績匯總

(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

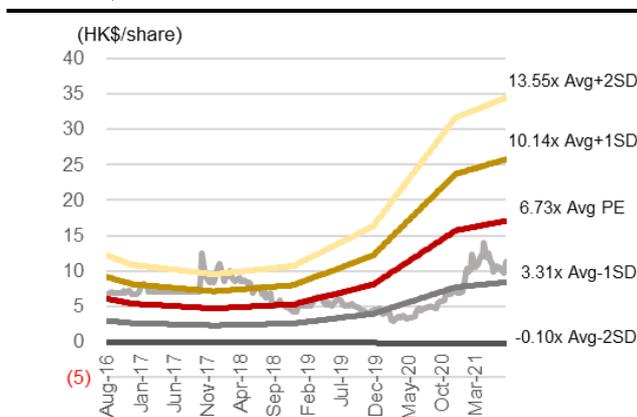
資料來源: 公司資料, 招銀國際預測

圖 2: 盈利預測調整

	原預測			新預測			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%

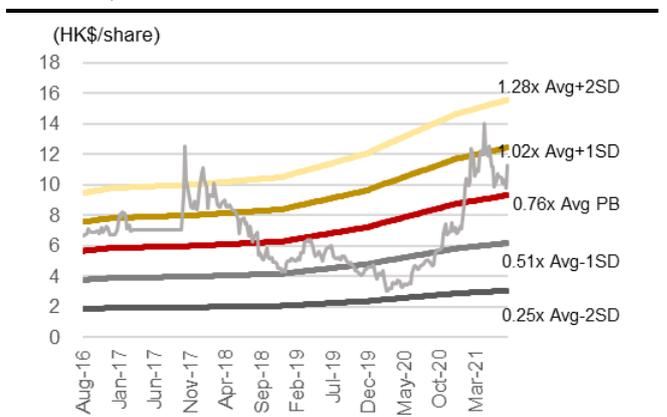
資料來源: 招銀國際預測

圖 3: 5年PE估值區間



資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 4: 5年PB估值區間



資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 5: 我們的核心假設及預測

	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	16,600	15,894	15,894
收入 - 百萬人民幣	71,516	61,891	63,257	82,888	84,426	84,834
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	19,090	18,278	18,278
收入 - 百萬人民幣	7,135	9,105	8,781	13,062	13,756	15,132
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	7,744	8,131	8,131
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	13,158	13,816	13,816
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	1,398	1,848	1,893
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	575	575
綜合鋁礱土成本 - 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	10,223	9,901	9,451	10,280	9,962	9,769
電力成本	3,995	3,912	3,814	4,269	3,991	3,824
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
收入	84,179	86,145	109,768	112,659	114,44
鋁產品	61,891	63,257	82,888	84,426	84,834
鋁加工產品	9,105	8,781	13,062	13,756	15,132
氧化鋁	12,521	13,487	13,158	13,816	13,816
蒸汽	663	619	661	661	661
銷售成本	(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
銷售費用	(449)	(400)	(549)	(563)	(572)
管理費用	(3,646)	(4,052)	(4,720)	(4,844)	(4,921)
其它支出	(2,167)	(617)	(365)	(419)	(422)
財務成本	(5,220)	(4,506)	(3,945)	(3,578)	(3,334)
公允價值變動	138	(291)	(1,200)	130	130
聯營利潤分享	509	515	364	639	666
出售子公司損益	-	-	-	-	-
稅前利潤	8,771	12,704	27,090	29,211	31,083
所得稅	(2,316)	(2,260)	(6,773)	(7,303)	(7,771)
減: 少數股東權益	360	(51)	1,219	1,534	1,865
淨利潤	6,095	10,496	19,099	20,375	21,448

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	80,771	78,419	76,199
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	5,606	6,245	6,911
其它非流動資產	5,521	4,520	6,158	6,312	6,396
流動資產	92,657	95,345	112,577	126,110	136,92
現金及等價物	41,857	45,465	48,317	60,515	71,119
應收賬款	21,451	19,493	27,659	28,388	28,608
其它應收	6,075	9,126	10,428	10,703	10,872
存貨	21,847	19,718	24,795	25,660	25,734
其它流動資產	1,427	1,542	1,377	845	589
流動負債	65,319	73,351	61,417	56,318	43,101
應付帳款	18,216	13,377	15,028	15,551	15,596
其它應付	13,380	12,106	14,276	13,996	14,037
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	40,421	43,727	51,882
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	1,393	1,440	1,465
所有者權益	66,016	76,802	94,097	107,072	120,72
少數股東權益	2,852	5,606	6,825	8,358	10,223
歸母所有者權益	63,164	71,196	87,273	98,714	110,50

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	27,090	29,211	31,083
利息開支	5,220	4,506	3,945	3,578	3,334
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)	(10,440)	(1,091)	(123)
稅項	(2,484)	(2,882)	(8,038)	(7,411)	(7,831)
其它	(5,701)	1,258	154	(2,118)	(3,037)
經營活動所得現金流	14,541	17,779	20,454	30,123	31,618
資本開支	(11,912)	(5,921)	(3,277)	(5,447)	(5,886)
其它	4,216	(1,053)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(6,263)	(6,974)	(3,277)	(5,447)	(5,886)
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)	(8,934)	(9,660)
利息開支	(5,220)	(4,506)	(3,945)	(3,578)	(3,334)
其它	(4,808)	4,014	1,219	1,534	1,865
融資活動所得現金淨額	(11,816)	(7,150)	(13,748)	(12,478)	(15,128)
現金變動淨額	(3,537)	3,655	3,430	12,198	10,604
年初現金及現金等價物	45,380	41,857	44,887	48,317	60,515
匯兌	13	(625)	-	-	-
年末現金及現金等價物	41,857	44,887	48,317	60,515	71,119
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%	75.5%	74.9%	74.1%
鋁加工產品	10.8%	10.2%	11.9%	12.2%	13.2%
氧化鋁	14.9%	15.7%	12.0%	12.3%	12.1%
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	31.5	31.0	31.9
運營利率	16.6	20.0	28.3	29.1	30.1
淨利潤率	7.2	12.2	17.4	18.1	18.7
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	1.83	2.24	3.18
速動比率(x)	112.3	114.5	108.1	118.4	120.3
現金比率(x)	86.6	86.7	78.4	90.8	90.9
平均應收款周轉天數	94.0	87.0	69.0	71.8	72.9
債務/股本比率(%)	63.2	57.7	52.0	48.3	44.0
淨負債率(%)	56.5	39.7	19.9	3.7	N.C
回報率(%)					
資本回報率	9.6	14.7	21.9	20.6	19.4
資產回報率	3.4	5.8	9.7	9.8	9.9
每股數據(港元)					
每股盈利(人民幣)	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
每股帳面價值(人民幣)	7.37	8.02	9.57	10.82	12.11

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》(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。