

中国宏桥 (1378 HK)

志存高远，意守平常

中国宏桥股价在 3-5 月间经历了区间震荡。投资者对政府应对通胀的价格管制措施表示关切，期间股价主要跟随现货铝价波动。我们建议投资者不应过分关注短期铝价波动趋势，而应将关注点转向公司的长期增长。我们认为 1) 中国政府的碳排放控制将延长电解铝行业强周期存续时间；2) 面对日益增加的环境及碳排放要求，中国宏桥处于有利地位；3) 公司正通过轻量化及再生铝业务为未来增长蓄力；以及 4) 短期债务偿还压力已获得显著缓解。根据我们调整后的全年铝价展望，我们将公司 2021-23 年的每股收益上调 16.6%-19.4%。维持买入评级，目标价维持 15.00 港元。

- 碳排放控制将延长电解铝强势周期。**我们认为中国政府对于碳减排的强烈意愿将在短期到中期对于电解铝产能释放带来影响，这将使 2021-23 年中国原铝市场供应持续呈偏紧状态，而原铝需求预料将维持可观增长。尽管政府近期努力抑制大宗材料价格，我们仍预计现货铝价将维持在人民币 1.8 万元/吨附近。我们将 2021-23 年销售均价假设分别上调 8.0%/6.3%/6.3% 至人民币 1.76/1.7/1.7 万元以反应我们对于原铝市场将长期处于强势周期的判断。
- 绿色发展处于有利地位。**在绿色发展方面，我们认为公司目前处于领先地位，公司已规划将 203 万吨电解铝产能（占总产能的 31.4%）搬迁至云南以利用当地的低碳水电资源。截至目前，公司在云南已有 30 万吨项目实现投产，且有关产能并不受近期云南水电供应紧张导致区域性电解铝项目限产影响。我们预计公司将在 2023 年完成产能搬迁及爬坡，届时，公司将能够更从容地面对日益收紧的环境要求。
- 加快新的增长步伐。**由于原铝新增产能供应受限，我们对于中国宏桥的再生铝业务发展持更为乐观展望。中国宏桥主要铝加工业务子公司宏创控股（002379 CH，未评级，公司并表，并持股 28.2%）目前已投产再生铝一期产能 20 万吨，并计划新增二期产能 20 万吨。此外，中国宏桥与舒尔茨已成立合资公司，通过拆解报废汽车回收再生铝，规划年产 50 万吨，并将于 2022 年启动一期项目投产运营。我们认为再生铝销售将为公司贡献新的盈利增长。
- 财务状况获得改善。**根据我们与公司近期更新，公司已偿还超过人民币 200 亿元到期债券，下半年尚余下 50 亿元企业债及 78 亿元可回售债券。我们认为公司的短期偿债压力已基本释放，公司的财务状况改善以及对于未来的发展规划正在获得越来越多的市场认可。公司于 6 月 1 日完成 5 亿美元无抵押优先票据发行，利率定价 6.25%，是今年以来最低水平，并获得了 6.9 倍的超额认购。

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	102,925	106,455	108,185
净利润(百万人民币)	6,095	10,496	16,268	17,009	18,035
每股收益(人民币)	0.71	1.22	1.81	1.86	1.98
每股收益变动(%)	14.0	72.3	48.0	3.2	6.0
市场每股盈利预测(人民币)	n/a	1.12	1.60	1.77	2.26
市盈率(x)	12.6	7.3	5.0	4.8	4.5
市帐率(x)	0.87	0.80	0.69	0.62	0.56
股息率(%)	3.13	5.99	9.45	10.01	10.62
权益收益率(%)	9.6	15.2	19.5	18.1	17.4
净负债率(x)	56.5	39.7	21.2	7.1	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	+38.1
当前股价	HK\$10.86

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)	103,983
3月平均流通量(百万港元)	431.7
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

股东结构

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	-0.9%	-3.0%
3-月	7.2%	10.5%
6-月	69.4%	56.4%
12-月	259.2%	201.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：信永中和

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研发团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

■ **上调 2021-23 年盈利预测 16.6-19.4%**。基于我们调整后的销售均价及成本展望，我们对公司的 2021-23 年盈利预测上调 16.6-19.4% 至人民币 163/170/180 亿元。我们建议投资人勿将关注点过多聚焦于短期铝价波动，而应关注长期供需局面及公司未来增长逻辑。公司目前估值处于 2021 年预测市盈率的 5.0 倍，潜在股息收益率可达 9.5%，我们认为公司目前估值非常吸引。维持买入评级，目标价维持 15 港元不变。

■ **主要风险：国储释放库存。**

图 1: 尽管价格历经一些回调，长江现货铝价仍处于 5 年期高位



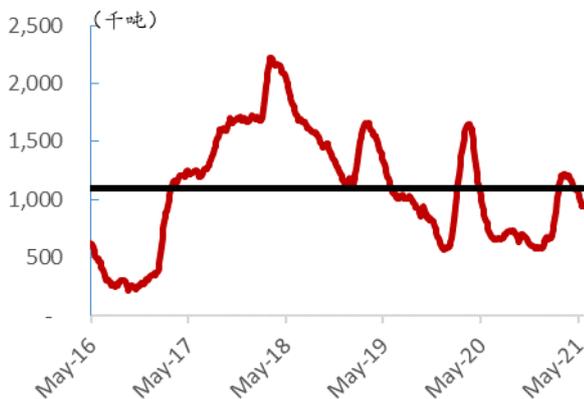
资料来源: 安泰科, 彭博, 招银国际证券

图 2: 我们认为现货铝价将维持在人民币 1.8 万元/吨附近



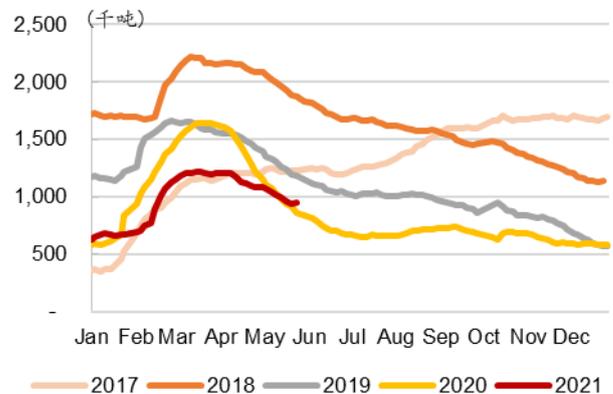
资料来源: 安泰科, 彭博, 招银国际证券

图 3: 商业库存回落至 1 百万吨下方



资料来源: 万得资讯, 招银国际证券

图 4: 季节性趋势上，目前商业铝库存处于下降轨



资料来源: 万得资讯, 招银国际证券

图 5: 铝价上涨足以覆盖煤炭成本增加



资料来源: 万得资讯, 招银国际证券

图 6: 我们预测 2021 年盈利同比增长 48%



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 7: 中国宏桥 6 月份发行 5 亿美元优先无抵押票据, 票面利率定价处于近几年低位

发行日	到期年份	发行规模 (US\$ mn)	票据利率	发行价
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

资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 8: 云南省限电产能影响

	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%

资料来源: 中铝协, 招银国际证券

图 9: 我们的主要假设及预测

	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	15,541	15,011	15,011
收入 - 百万人民币	71,516	61,891	63,257	77,597	79,736	80,121
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	18,493	17,863	17,863
收入 - 百万人民币	7,135	9,105	8,781	12,653	13,444	14,788
氧化铝						
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	7,071	7,424	7,424
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	12,014	12,615	12,615
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	725	1,141	1,186
自给率 - %	87.2%	89.1%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
成本						
煤炭成本 - 人民币/吨, 不含税	543	515	509	619	566	566
综合铝矾土成本 - 人民币/吨, 不含税	418	403	353	378	375	375
预培阳极 - 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						
10,223	9,901	9,451	10,280	9,922	9,729	
电力成本	3,995	3,912	3,814	4,269	3,950	3,785
氧化铝成本	3,791	3,643	3,372	3,499	3,490	3,492
预培阳极成本	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, 招银国际证券预测

图 10: 盈利调整

	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)	16,300	16,000	16,000	17,600	17,000	17,000	8.0%	6.3%	6.3%
收入(百万人民币)	96,259	100,974	102,602	102,925	106,455	108,185	6.9%	5.4%	5.4%
净利润(百万人民币)	13,951	14,247	15,114	16,268	17,009	18,035	16.6%	19.4%	19.3%
每股盈利(人民币)	1.55	1.56	1.66	1.81	1.86	1.98	16.6%	19.4%	19.3%

资料来源: 招银国际证券预测

图 11: 同业估值比较: 中国宏桥目前估值水平非常吸引

	代号	收盘价 (港元)	市值 (百万港元)	每股盈利				20-22E CAGR	市盈率			市净率		
				20A	21E	22E	FY0		FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	
中国宏桥	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	
俄罗斯铝业	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	
中国铝业-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	
中国铝业-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	
南山铝业-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	
行业平均								14.8	10.6	10.1	1.9	1.7	1.6	

资料来源: 彭博、招银国际证券

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	102,925	106,455	108,18
铝产品	61,891	63,257	77,597	79,736	80,121
铝加工产品	9,105	8,781	12,653	13,444	14,788
氧化铝	12,521	13,487	12,014	12,615	12,615
蒸汽	663	619	661	661	661
销售成本	(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
销售费用	(449)	(400)	(515)	(532)	(541)
管理费用	(3,646)	(4,052)	(4,426)	(4,578)	(4,652)
其它支出	(2,167)	(617)	(554)	(560)	(562)
财务成本	(5,220)	(4,506)	(4,084)	(3,806)	(3,645)
公允价值变动	138	(291)	130	130	130
联营利润分享	509	515	637	674	703
出售子公司损益	-	-	-	-	-
税前利润	8,771	12,704	23,075	24,385	26,138
所得税	(2,316)	(2,260)	(5,769)	(6,096)	(6,534)
减: 少数股东权益	360	(51)	1,038	1,280	1,568
净利润	6,095	10,496	16,268	17,009	18,035

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	80,356	77,935	75,767
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	5,879	6,553	7,257
其它非流动资产	5,521	4,520	5,469	5,519	5,619
流动资产	92,657	95,345	109,259	120,478	129,12
现金及等价物	41,857	45,465	47,809	57,532	65,979
应收账款	21,451	19,493	25,935	26,824	27,044
其它应收	6,075	9,126	9,778	10,113	10,278
存货	21,847	19,718	24,360	25,164	25,231
其它流动资产	1,427	1,542	1,377	845	589
流动负债	65,319	73,351	60,903	55,746	42,522
应付账款	18,216	13,377	14,764	15,251	15,291
其它应付	13,380	12,106	14,025	13,726	13,762
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	40,215	43,489	51,649
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	1,187	1,202	1,232
所有者权益	66,016	76,802	91,086	101,765	113,30
少数股东权益	2,852	5,606	6,644	7,924	9,492
归母所有者权益	63,164	71,196	84,442	93,841	103,81

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	23,075	24,385	26,138
利息开支	5,220	4,506	4,084	3,806	3,645
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)	(8,145)	(1,309)	(118)
税项	(2,484)	(2,882)	(6,552)	(6,132)	(6,605)
其它	(5,701)	1,258	335	(1,865)	(2,741)
经营活动所得现金流	14,541	17,779	20,539	26,840	28,511
资本开支	(11,912)	(5,921)	(3,549)	(5,483)	(5,923)
其它	4,216	(1,053)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(6,263)	(6,974)	(3,549)	(5,483)	(5,923)
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)	(7,609)	(8,064)
利息开支	(5,220)	(4,506)	(4,084)	(3,806)	(3,645)
其它	(4,808)	4,014	1,038	1,280	1,568
融资活动所得现金净额	(11,816)	(7,150)	(14,068)	(11,635)	(14,140)
现金变动净额	(3,537)	3,655	2,922	9,722	8,448
年初现金及现金等价物	45,380	41,857	44,887	47,809	57,532
汇兑	13	(625)	-	-	-
年末现金及现金等价物	41,857	44,887	47,809	57,532	65,979
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%	75.4%	74.9%	74.1%
铝加工产品	10.8%	10.2%	12.3%	12.6%	13.7%
氧化铝	14.9%	15.7%	11.7%	11.8%	11.7%
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	28.3	28.4	29.3
运营利率	16.6	20.0	26.4	26.5	27.5
净利润率	7.2	12.2	15.8	16.0	16.7
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	1.80	2.16	3.04
速动比率(x)	112.3	114.5	109.0	118.5	120.3
现金比率(x)	86.6	86.7	80.6	90.4	90.9
平均应收款周转天数	94.0	87.0	69.6	71.8	72.9
债务/股本比率(%)	63.2	57.7	52.6	49.4	45.4
净负债率(%)	56.5	39.7	21.2	7.1	-5.56
回报率(%)					
资本回报率	9.6	14.7	19.3	18.1	17.4
资产回报率	3.4	5.8	8.5	8.5	8.7
每股数据(港元)					
每股盈利(人民币)	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
每股账面价值(人民币)	7.37	8.02	9.26	10.29	11.38

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于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错误、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或不时自行及/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业务相关业务联系。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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规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。

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撰写的报告。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。