

中國宏橋 (1378 HK)

乘風破浪正當時

中國宏橋是全球最大的電解鋁生產商，公司建立了成本領先的產能，並形成了上下游一體化的全球供應鏈，覆蓋鋁礬土，氧化鋁，電解鋁，以及鋁擠壓產品。中國宏橋在 2017 年受做空報告及政府主導的產能壓減，發展歷經了一些阻礙。公司通過合理恰當的回應已重振市場信心。展望 2021 年，在經濟恢復及鋁價強勁的表現之下，我們認為中國宏橋將擁抱價值重估的機遇。首次覆蓋中國宏橋，我們給予買入評級，目標價每股 11.37 港元。

- **電解鋁供需環境正持續改善。**我們對電解鋁供需環境展望樂觀，基於 1) 全球經濟正在從疫情影響中復蘇，2) 中國房地產將加速竣工；3) 汽車輕量化需求將隨新能源汽車滲透率增加而快速提升；以及 4) 我們認為新建產能將有序釋放。我們預料中國電解鋁年均現貨價格將較 2020 年同比增長 6.5% 至人民幣 15,138/噸，並在 2022 年維持高位。我們的價格判斷體現電解鋁行業正處於上行週期。
- **成本領先。**在公司低成本的自備電站以及全球上下游一體化供應鏈的支持下，公司具備了非常顯著的電解鋁生產成本優勢。我們測算公司的電解鋁綜合成本較全國按產能加權平均的成本水準低，人民幣 1,500-1,600 元/噸。
- **擺脫歷史泥沼。**中國宏橋在 2017 年遭遇了做空報告以及政府供給側改革帶來的去產能的連續影響。我們認為公司已對上述的因素進行了合理恰當的回應，並已經重新獲得市場的認可。展望 2021 年，我們認為市場短期關注將會是公司將如何應對債價高峰。我們相信公司擁有充沛的財務資源來過渡財務集中償還的高峰年份，公司已經完全擺脫過去幾年的陰霾。
- **2020-22 年盈利複合增速可達 16.7%。**我們預測中國宏橋 2020-22 年的年均收入增長率為 7%。受強勁的鋁價支持，我們測算 2020-22 年鋁產品的毛利率分別為 23.2/24.8/24.3%。根據公司對 2020 年全年業績的盈喜指引，我們預測 2020 年業績為人民幣 92.69 億元。我們預測 2021/22 年淨利潤分別為人民幣 117.13/126.13 億元，對應 2020-22 年盈利年均增速為 16.9%。
- **首次覆蓋給與買入評級，目標價 11.37 港元。**基於公司過去 5 年平均 PE 為 7.15 倍，我們推導目標價為每股 11.37 港元。伴隨強勁的電解鋁價格，我們認為公司將擁抱價值重估機遇。
- **主要風險：**鋁價下跌；政府推進自備電交叉補貼及政府性基金徵收；以及潛在的碳排放成本。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額 (百萬人民幣)	90,195	84,179	87,362	96,745	103,994
淨利潤 (百萬人民幣)	5,407	6,095	9,269	11,713	12,613
每股收益 (人民幣)	0.62	0.71	1.08	1.32	1.42
每股收益變動 (%)	-11.0	14.0	52.2	22.3	7.7
市場每股盈利預測 (人民幣)	n/a	n/a	1.12	1.33	1.50
市盈率(x)	10.3	9.1	6.0	4.9	4.5
市帳率(x)	0.93	0.87	0.81	0.73	0.66
股息率 (%)	2.75	3.89	5.96	7.77	8.60
權益收益率 (%)	9.0	9.6	13.6	14.9	14.7
淨負債率(x)	52.8	56.5	43.4	26.2	16.3

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$11.37
潛在升幅	+30.1%
當前股價	HK\$8.73

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)	77,597
3月平均流通量(百萬港元)	165.52
52周內股價高/低(港元)	8.80/2.55
總股本(百萬)	8,878

資料來源：彭博

股東結構

宏橋控股	68.44%
中信集團	9.88%
流通股	21.58%

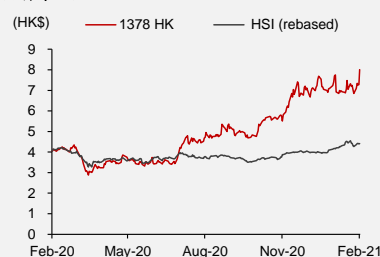
資料來源：公司公告

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.7%	-5.0%
3-月	26.6%	8.2%
6-月	55.6%	33.3%
12-月	81.5%	66.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：信永中和

目錄

投資概要.....	3
焦點圖表.....	5
全球最大的電解鋁生產商.....	6
行業展望：供需平衡正逐步改善.....	8
需求側：2021年電解鋁需求將同比增長5%.....	8
供應端：產能有序釋放.....	11
庫存水準處於5年期低位.....	12
電解鋁均價將同比增加6.5%.....	13
業務發展三部曲.....	14
鋁電網一體化.....	14
上下游及全球一體化.....	17
綠色和高端化發展.....	19
擺脫歷史泥沼.....	21
做空報告和產能核減擔憂.....	21
交叉補貼及政府性基金及附加.....	21
債務償還壓力集中於2021年.....	22
業務及財務預測.....	23
收入將伴隨電解鋁銷量及鋁價同步增長.....	23
毛利主要受鋁價驅動.....	25
資產減值將告一段落.....	25
利息開支具有改善空間.....	26
2020-22年應收賬款周轉率將維持穩定.....	27
2020-22年利潤年均增速可達16.7%.....	27
派息慷慨.....	28
主要假設及預測.....	29
財務分析.....	30
估值.....	31
主要風險.....	32

投資概要

中國宏橋集團是全球最大的電解鋁生產商。公司建立了成本領先的地位，並形成了涵蓋鋁土礦、氧化鋁、電解鋁、和鋁加工產品的上下一體化全球供應鏈。由於2017年公司遭遇了做空報告和中國政府對電解鋁行業去產能影響，公司的發展遇到了一些阻礙。我們認為公司作出了適當的反應並重新獲得了市場認可。展望2021年，由於經濟復蘇帶動預料鋁價將表現良好，我們認為公司將迎來價值重估機會。我們首次覆蓋予以買入評級，目標價每股11.37港元。

電解鋁行業供需平衡正持續改善

我們對中國電解鋁行業的供需展望感到樂觀，並與供需情況將處於持續改善的狀態。根據國家統計局資料，2020年全國電解鋁產出3,708萬噸，同比增長4.9%。儘管受到疫情影響，產出增速在2019年歷經下跌過後恢復增長。在需求端，我們亦觀測到需求增速有較好的支援，主要的依據是國內市場電解鋁庫存水準降低以及電解鋁現貨市場在2020年4季度表現強勁。

展望2021-22年，結合以下四個主要判斷，1) 全球經濟將在疫情後逐漸復蘇，2) 中國房地產市場將進入竣工加速週期，3) 新能源汽車銷售滲透率提升將加速汽車輕量化發展，以及4) 新建產能將有序釋放，我們預期2021年中國電解鋁現貨市場均價將同比提升6.5%至人民幣15,138元/噸，並有望於2022年維持高位。我們的價格預判體現了行業景氣週期上行判斷。

業務發展三部曲建立了成本和供應鏈優勢

在公司業務早期發展階段，公司通過“鋁電網一體化”策略驅動了公司電解鋁產能快速增長，並建立了非常顯著的成本優勢。在公司產能逐步擴大後，為了進一步優化成本結構，實現規模效益並確保鋁礬土的長期穩定供應，公司適時在2015-2019年間執行了“上下游和全球一體化策略”。在此期間，公司的在中國和印尼兩地實現了氧化鋁產能擴張，並在幾內亞投資了鋁土礦及運輸資產。自2017年開始，中國宏橋成為了全球最大的電解鋁生產商，擁有合規產能646萬噸。結合電解鋁行業供給側改革以及中國市場日益增加的碳強度考核，我們認為公司已進入下一步“綠色和高端化發展”階段，並在2020年啟動將部分產能搬遷至雲南，並積極培育新的高端鋁擠壓產品以及再生鋁業務。

中國巨集橋的主要收入來自於液態鋁合金產品銷售，並隨著公司的產能和供應量日益提升在濱州市形成了鋁加工產業集群，使公司的銷售產出比在2012-19年維持高水準運行。我們測算公司的噸鋁電耗成本在2012-19年間較外購電成本低人民幣631-1,356元/噸（不含增值稅）。我們測算公司2012-19年的綜合氧化鋁成本為為人民幣1,741-1,933元，較市場參考價格低人民幣63-611元/噸。反應到噸電解鋁層面，我們測算公司自產的氧化鋁在2012-19年帶來成本節約區間為人民幣121-1,172元/噸。將各個層面的成本優勢加總，我們測算中國宏橋的綜合電解鋁成本較中國市場按產能加權平均的成本低約人民幣1,500-1,600元/噸。

擺脫歷史泥沼

中國宏橋的發展在2017年開始，由於受到做空報告以及政府強制實施電解鋁產能壓減帶來了一系列影響使公司的發展遇到了一些阻礙。我們認為公司通過合適的反應已經重獲市場信心。展望2021年，我們認為市場的短期焦點將會置於公司的債務償還。我們認為公司擁

有足夠的財務資源來過渡償債高峰所帶來的壓力。基於我們對於中國電解鋁行業將進入上行週期的判斷，我們相信公司已完全擺脫歷史發展過程中曾陷入的泥沼。

2020-22 年利潤增速將可達 16.7%

我們測算中國宏橋的收入端在 2020-22 年期間維持溫和增長，同時公司在電解鋁，鋁加工產品，氧化鋁和蒸汽的銷售收入比重將大致維持穩定。我們預測 2020-22 年收入分別為人民幣 874/967/1040 億元，年均複合增長率為 7%。

受強勁的電解鋁價格支持，我們測算 2020-22 年鋁產品的毛利率分別為 23.2%/24.8%/24.3%。

中國宏橋較早前已發佈盈喜，2020 年淨利潤將同比增長超過 50%。我們測算 2020 年淨利潤將達到人民幣 92.69 億。展望 2021-22 年，在 1) 電解鋁銷售量價齊升，及 2) 利息開支有所下降的基礎上，我們預測淨利潤將分別增加至人民幣 117.13 億及 126.13 億元。我們的盈利預測體現 2020-22 年利潤年均複合增長率為 16.7%。

首次覆蓋給與買入評級，目標價 11.37 港元

我們認為公司的估值主要受到了歷史做空報告及供給側改革所觸及的產能壓減所影響。時至今日，我們認為公司已徹底擺脫歷史的包袱，我們認為公司將擁抱鋁價表現強勁所帶來的價值重估機遇。基於中國宏橋過去五年平均 7.15 倍前瞻市盈率，我們推導公司的目標價為每股 11.37 港元。我們首次覆蓋公司，給予買入評級，我們的目標價對應 30.1% 漲幅。

風險因素

中國宏橋或受以下幾項風險事項制約：1) 受預期外的經濟不景氣影響導致電解鋁價格下行；2) 政府對自備電站的交叉補貼和政府性基金實施征繳；以及 3) 潛在碳排放交易帶來成本增加。

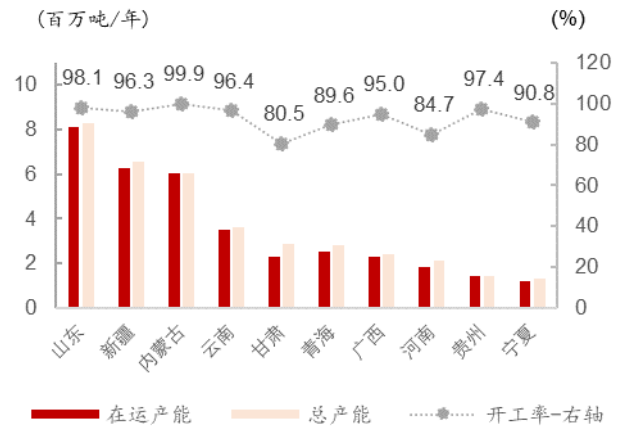
焦點圖表

圖 1: 電解鋁長江現貨市場價格處於 5 年期高位區間



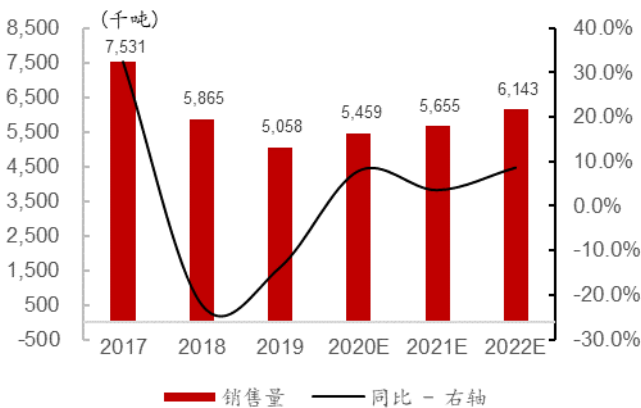
資料來源: 安泰科, 彭博, 招銀國際證券

圖 2: 2020 年 12 月, 主要電解鋁產區的產能開工率均處於高位



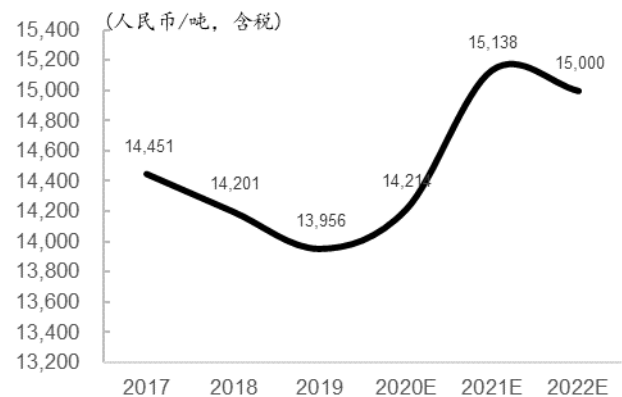
資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

圖 3: 我們預期公司電解鋁銷售量大致穩定並維持溫和增長態勢



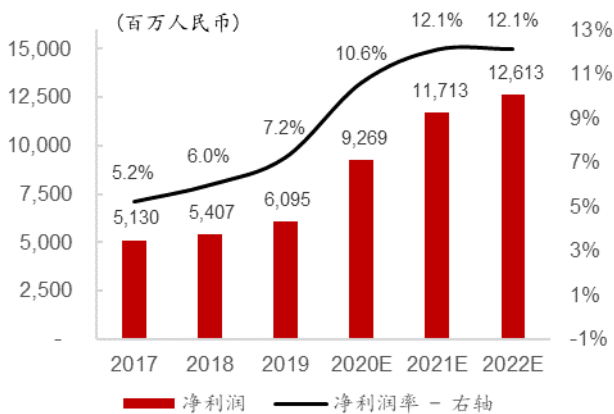
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 4: 電解鋁銷售均價提升將是盈利增長的主要驅動力



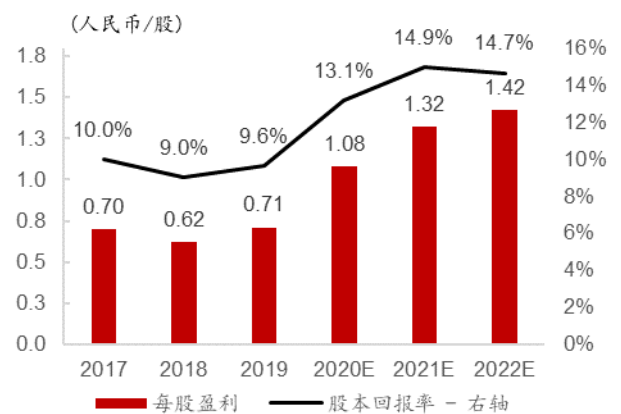
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 5: 我們預測 2020-22 年盈利年均增速為 16.7%



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 6: 每股盈利和股本回報率



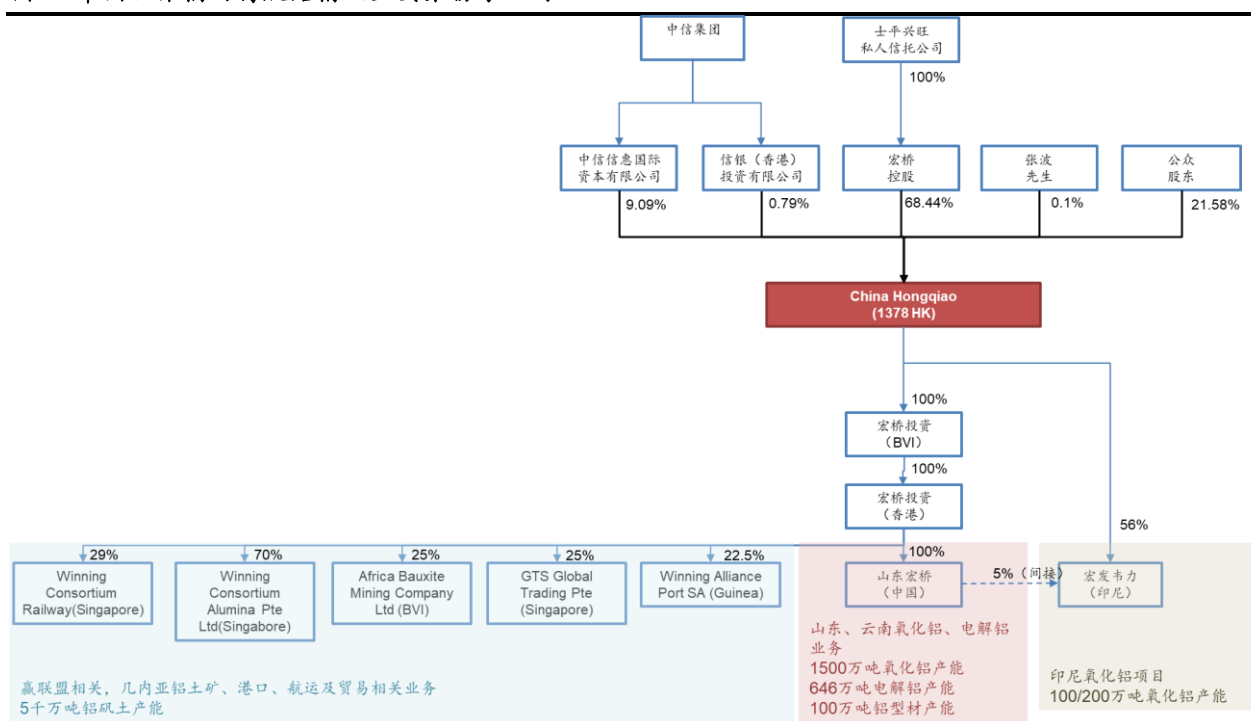
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

全球最大的電解鋁生產商

中國巨集橋集團有限公司（以下簡稱中國宏橋）成立於1994年。公司自2015年起成為全球最大的電解鋁生產商，並在行業領先地位維持多年。公司是集熱電、採礦、鋁產品生產為一體，並擁有多元的產品結構，包括鋁土礦、氧化鋁、液態鋁合金、鋁合金錠、鋁合金鑄軋產品、鋁母線、高精鋁板帶箔、新材料於一體的鋁全產業鏈特大型企業。截止2020年底，中國宏橋已在中國擁有646萬噸電解鋁產能，並形成了一體化供應鏈，在中國擁有1500萬噸氧化鋁產能，在印尼擁有100萬噸氧化鋁產能，並在幾內亞投資佔股5千萬噸鋁礬土產能。

中國宏橋2011年在港交所主機板上市。已故創始人張士平及其家族通過士平興旺私人信託公司持股68.44%，擁有控股權。張波先生，已故創始人張士平之子繼任為董事會主席，並持有公司0.1%股份。中信集團作為主要的戰略投資人共計持有公司9.88%股權。

圖7：中國巨集橋的持股結構及主要業務子公司

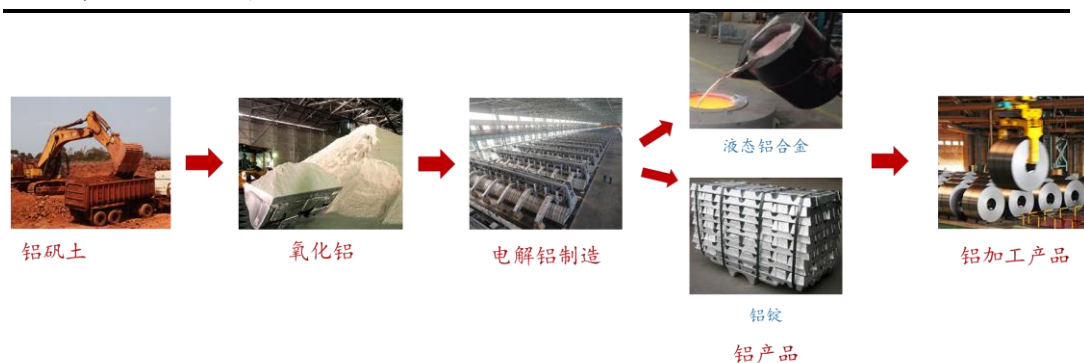


資料來源：公司資料，招銀國際證券

業務結構

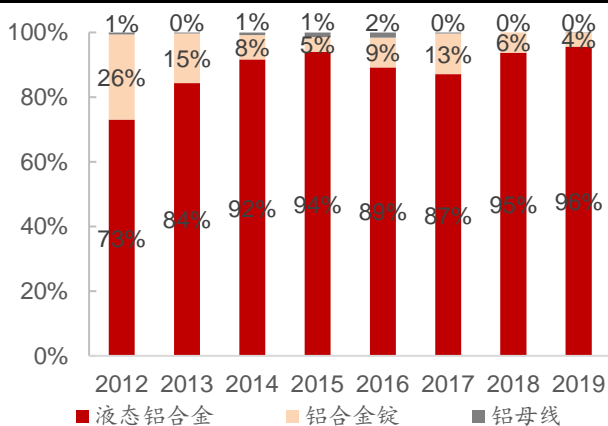
中國宏橋建立了上下游一體化供應鏈以覆蓋公司產品價值鏈上的主要材料及產品。公司的產品銷售主要分四大類，分別為：鋁合金產品，鋁合金加工產品，氧化鋁和蒸汽。鋁合金產品為主要的銷售專案，2019年銷售收入佔比73.5%。在鋁合金產品類別內，公司主要的銷售是通過液態鋁合金的出貨實現的。2019年液態鋁合金銷售量佔總收入比重為70.5%。過去幾年，公司也著力將業務發展向上游氧化鋁以及下游鋁合金加工產品進行擴張，氧化鋁和加工產品的收入貢獻也呈逐年提升態勢。

圖 8: 中國巨集橋電解鋁產品價值鏈



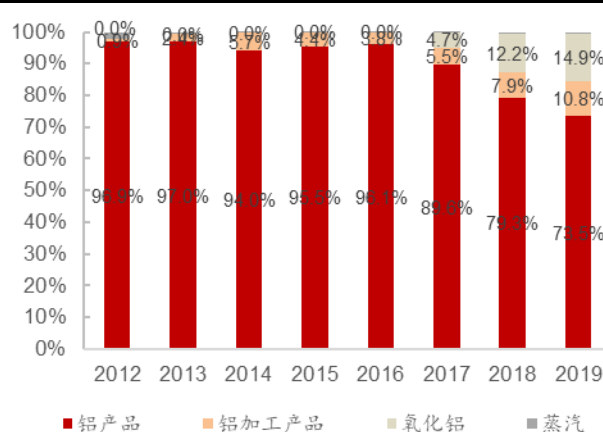
資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 9: 鋁合金產品產出比例



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 10: 中國巨集橋各類產品的收入佔比



資料來源：公司資料，招銀國際證券

行業展望：供需平衡正逐步改善

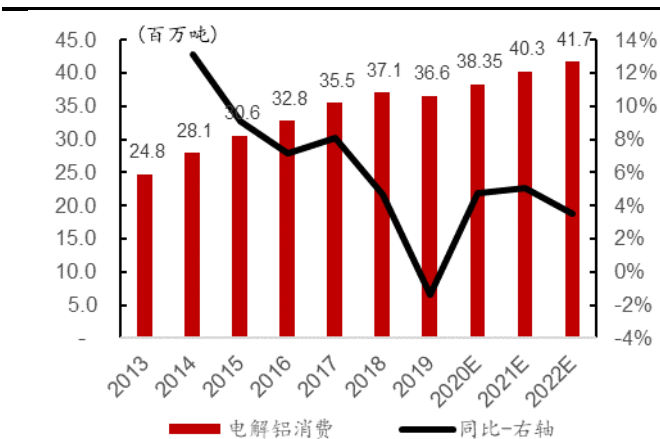
我們對中國電解鋁行業的供需展望持樂觀展望，對於未來幾年，我們預見行業的供需情況將呈持續改善態勢。根據國家統計局資料，2020年全國電解鋁產量3,708萬噸，同比增長4.9%。儘管2020年行業受疫情影響衝擊明顯，較2019年產出下降相比，產量仍舊恢復增長態勢。在需求端，我們也觀察到積極的支持，在電解鋁庫存端呈顯著下降，同時電解鋁現貨市場價格在2020年四季度表現強勁。根據長江有色現貨市場鋁價（含稅價），原鋁現貨價格自2020年3月份低位人民幣11,210/噸反彈至11月高末位人民幣17,070/噸，年內均價人民幣14,214元/噸。

展望2021-22年，基於1) 全球經濟將在疫情後逐步復蘇；2) 中國的房地產市場竣工將呈加速態勢；3) 新能源汽車銷售滲透率的提升將帶動汽車輕量化快速發展；以及4) 新增電解鋁產能將有序釋放，我們預判中國電解鋁先說市場均價將同比上漲6.5%至人民幣15,138元，並在2022年維持高位。我們的鋁價判斷體現行業將處於景氣上行週期。

需求側：2021年電解鋁需求將同比增長5%

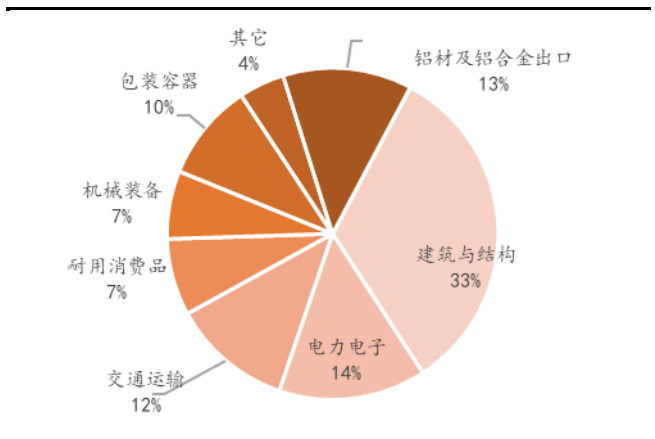
2020年中國電解鋁消費強勁。儘管上半年受疫情及封城措施影響使需求受到了一定制約，我們預測全年電解鋁表觀消費量將同比增長4.7%至3,835萬噸。建築及房地產仍然是原鋁市場消費的最大構成，佔比超過33%，而電力和交通運輸相關原鋁消費需求則分別佔比14%和12%。展望2021年，我們對原鋁消費需求增速持樂觀展望，主要基於1) 住宅物業將進入加速竣工週期，以及2) 中國汽車銷售量將重回增長軌道，並且新能源汽車的銷售滲透率將顯著提升。我們預測2021年原鋁消費將同比增長4%，而補庫存將帶來另外1%的需求增量。整體而言，我們預測原鋁需求將在2021年同比將擴張5%。

圖 11: 中國原鋁表觀消費量



資料來源：安泰科，招銀國際證券預測

圖 12: 中國電解鋁消費結構

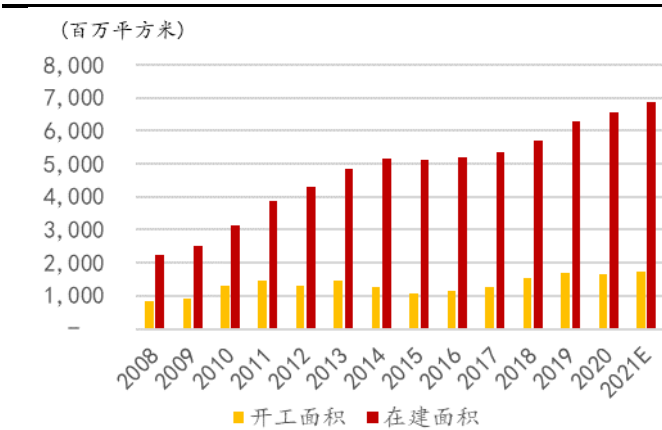


資料來源：招銀國際證券

住宅物業將進入竣工週期

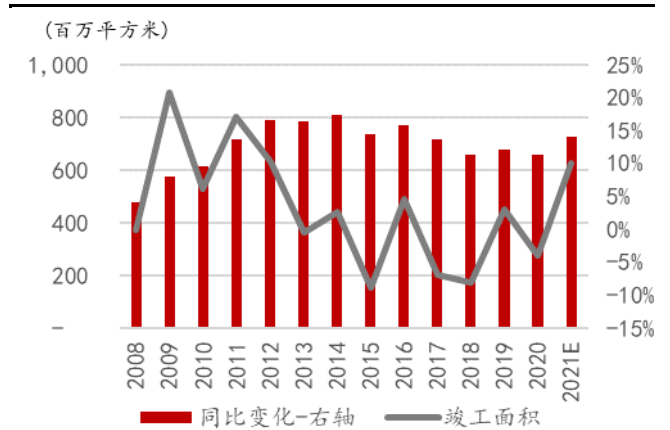
中國住宅物業開發主要分文三個階段，分別是開工，在建以及竣工。建築用鋁需求主要體現在竣工階段。2016-19年，中國住宅物業開發面積經歷了較快的增長，但竣工面積則相對穩定。因此，住宅物業累積在建面積呈顯著增加態勢。基於房地產一般開發週期為3年，疊加政府對房地產企業收緊了信用支持，我們預期住宅物業將加速進入竣工週期。市場此前預期住宅物業竣工量增長將從2020年開始，但受疫情擾動竣工節奏有一定的延遲。根據國家統計局資料，2020年竣工面積同比下跌了4%。我們預料竣工面積增長將在2021年到來。根據招銀國際房地產團隊預測，住宅物業竣工面積2021年將同比增長10%。我們認為竣工面積的大幅增加將帶動中國原鋁需求消費增長。

圖 13: 住宅物業的開工和在建面積資料



資料來源：國家統計局，招銀國際證券預測

圖 14: 我們預期 2021 年住宅物業竣工面積將同比增加 10%

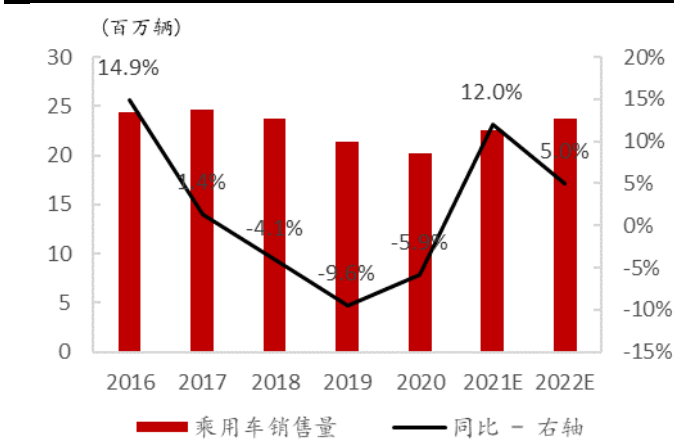


資料來源：國家統計局，招銀國際證券預測

中國汽車銷售將促進交通運輸原鋁消費

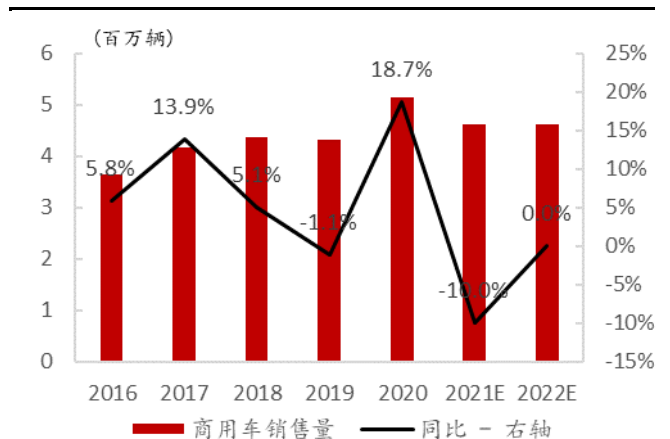
我們認為汽車銷售作為中國原鋁消費增長的主要驅動力之一。根據 SMM 資料，2018 年中國汽車行業消費電解鋁 380 萬噸，其中 72% 的需求來自於乘用車。未來幾年，我們預期汽車行業將持續帶動電解鋁消費增長，主要通過 1) 乘用車銷售量重回增長軌道，2) 單車用鋁量隨著汽車輕量化發展趨勢以及新能源汽車滲透率提升明顯增加。對於 2021 年，招銀國際汽車行業研究團隊預測全年中國乘用車銷量同比將增長 12%，將帶來 242 萬輛汽車銷售增量。

圖 15: 我們預期乘用車銷售量將在 2021 年實現反彈



資料來源: 中國汽車工業協會, 招銀國際證券預測

圖 16: 我們預計商用車銷售量在 2020 年高基數基礎上有所回落



資料來源: 中國汽車工業協會, 招銀國際證券預測

圖 17: 單車用鋁量趨勢 (公斤/車)

	2016	2017	2018	2019	2020	2016-20	2020-25E	
						CAGR	2025E	CAGR
乘用車	110.4	115.9	119.7	129.1	138.6	5.9%	187.1	6.2%
同比	N/A	5.0%	3.3%	7.9%	7.4%	N/A	5.5%	N/A
燃油車	110.3	115.7	118.7	127.6	136.4	5.5%	179.8	5.7%
同比	N/A	4.9%	2.6%	7.5%	6.9%	N/A	5.0%	N/A
純電車	107.1	117.9	128.4	143	157.9	10.2%	226.8	7.5%
同比	N/A	10.1%	8.9%	11.4%	10.4%	N/A	5.2%	N/A
混动车	147.4	160	179.6	188.8	198.1	7.7%	238.3	3.8%
同比	N/A	8.5%	12.3%	5.1%	4.9%	N/A	2.3%	N/A
商用車	76.5	87	99.3	110.9	122.6	12.5%	180.1	8.0%
同比	N/A	13.7%	14.1%	11.7%	10.6%	N/A	8.6%	N/A
巴士	60.5	62.8	65.3	67.8	70.3	3.8%	84.6	3.8%
同比	N/A	3.8%	4.0%	3.8%	3.7%	N/A	3.8%	N/A
新能源	189	196.4	210.1	220.8	232.2	5.3%	303.6	5.5%
同比	N/A	3.9%	7.0%	5.1%	5.2%	N/A	5.7%	N/A
卡車	73.8	86.4	99.9	112	123.9	13.8%	181.4	7.9%
同比	N/A	17.1%	15.6%	12.1%	10.6%	N/A	8.5%	N/A
特种車輛	53.2	58.6	61.6	67.7	74	8.6%	110.5	8.3%
同比	N/A	10.2%	5.1%	9.9%	9.3%	N/A	7.9%	N/A

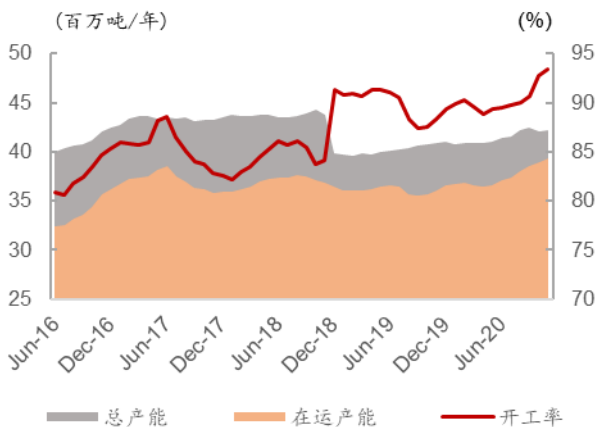
資料來源: 上海有色網, 南山鋁業, 招銀國際證券

供應端：產能有序釋放

在供應端，在2017年中國政府實施供給側改革以後，電解鋁總產能在2018年呈顯著下降。有效在產產能亦隨各地政府的環保要求和碳強度控制而有所調整，使部分產能需要進行置換和搬遷。受上述措施影響，產能開工率有明顯改善。2020年四季度，受強勁的市場需求所驅動，產能開工率已超過90%。根據阿拉丁資料，到2020年末，中國擁有電解鋁產能4,215萬噸，其中3,935萬噸在產，開工率超過93%。年內，新增運行產能約270萬噸。中國的電解鋁需求對應產能自給自足。

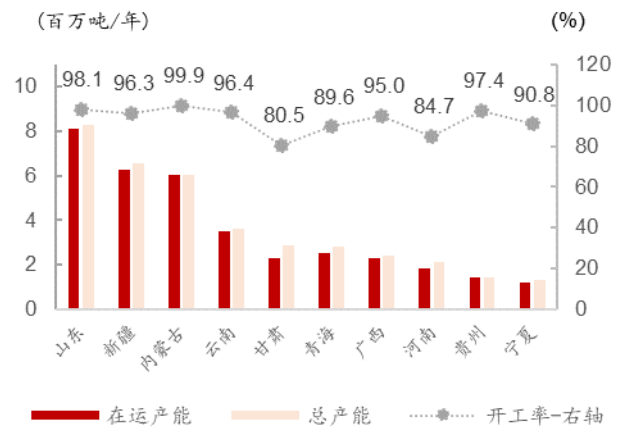
電解鋁主要產出省份如山東、新疆、內蒙古、雲南和廣西等在2020年12月均錄得較高的產能開工率，隱含較低的產能冗餘量。在山東和內蒙古，地方政府就經濟發展碳強度已開始實施控制，這些地區的產能天花板已現。主要的電解鋁生產商則通過將產能指標轉移到水電成本較低的地區，利用碳足跡較低的綠色電力來實現產能重新佈局。基於中國政府對於電解鋁產能規劃，我們認為總產能規模將在2025年內控制在4500萬噸左右。預料2021-22年，產能遷移仍將繼續，這將表明新增產能供應將尺度增長。我們預計2021-22年新增產能分別為140/130萬噸。

圖 18: 中國電解鋁產能運行率自 2018 年起顯著改善



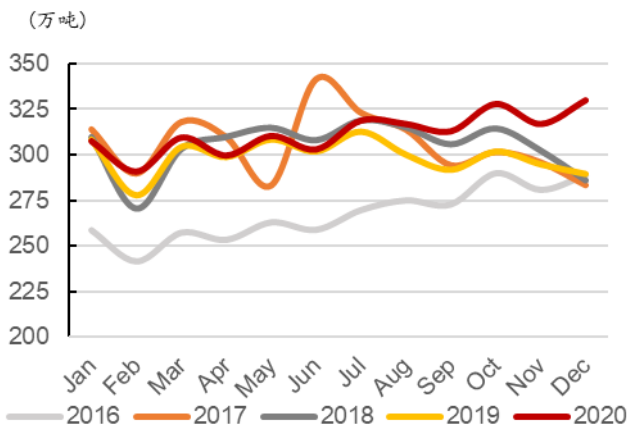
資料來源：阿拉丁，萬得資訊，招銀國際證券

圖 19: 主要省份的電解鋁產能及開工率情況



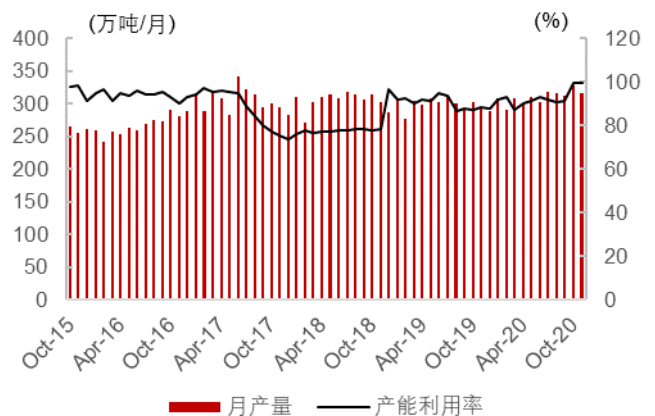
資料來源：萬得資訊，招銀國際證券

圖 20: 近 5 年的電解鋁月度產量情況



資料來源：萬得資訊，招銀國際證券

圖 21: 電解鋁月產量及產能利用率



資料來源：萬得資訊，招銀國際證券

圖 22: 2020 年 12 月不同產區的電解鋁成本情況

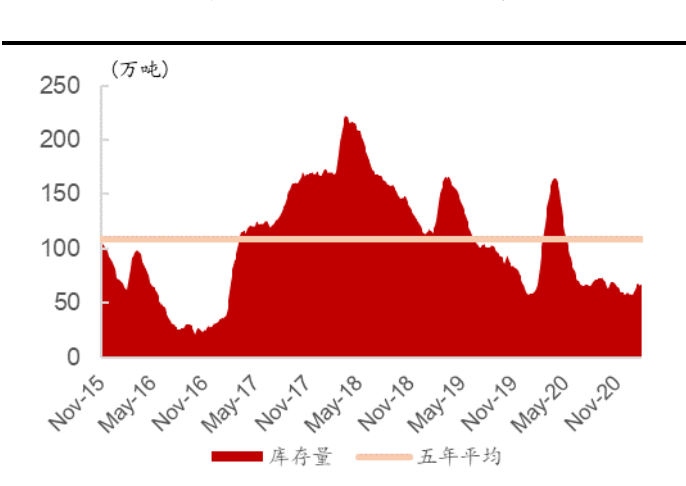
产区	在运产能 百万吨/年	累计产能 百万吨/年	成本百分位 %	产本情况 人民币/吨 含税
云南	3.38	3.38	8.8%	10,734
新疆	6.08	9.46	24.7%	11,342
陕西	0.9	10.36	27.0%	11,653
山东	8.3	18.66	48.6%	12,007
广西	2.355	21.02	54.8%	12,538
内蒙古	5.945	26.96	70.3%	12,694
甘肃	2.38	29.34	76.5%	12,731
四川	0.95	30.29	78.9%	12,843
贵州	1.36	31.65	82.5%	12,908
山西	0.527	32.18	83.8%	13,386
青海	2.437	34.61	90.2%	13,530
湖北	0.093	34.71	90.4%	13,587
重庆	0.5	35.21	91.7%	13,696
宁夏	1.14	36.35	94.7%	13,765
辽宁	0.4	36.75	95.8%	13,867
河南	1.555	38.30	99.8%	14,404
福建	0.075	38.38	100.0%	15,119
合计	38.377		平均	12,989
			按产能加权平均	12,334

資料來源: 卓創資訊, 招銀國際證券

庫存水準處於 5 年期低位

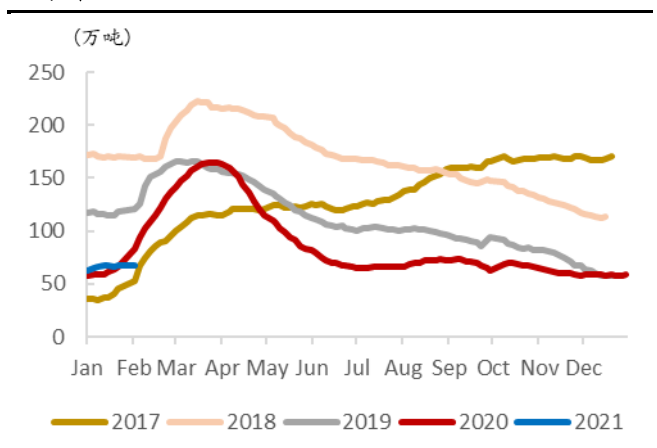
我們認為電解鋁庫存水準也是衡量供需平衡的一個主要指標。截止至 2021 年 1 月，中國電解鋁庫存僅為 67 萬噸。庫存水準顯著低於過去 5 年平均的 108 萬噸水準。基於過去幾年的庫存季節性波動，我們預料電解鋁將在 1-3 月春節假期需求量較低期間累庫。全年來看，我們認為電解鋁將進行 40-50 萬噸的補庫存，以在 2021 年內回到過去 5 年平均庫存水準。我們預測補庫存動作將帶來約 1% 的需求增長。

圖 23: 目前的電解鋁庫存水準顯著低於 5 年平均線



資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

圖 24: 月度庫存情況變化顯示電解鋁庫存水準具有明顯的季節性

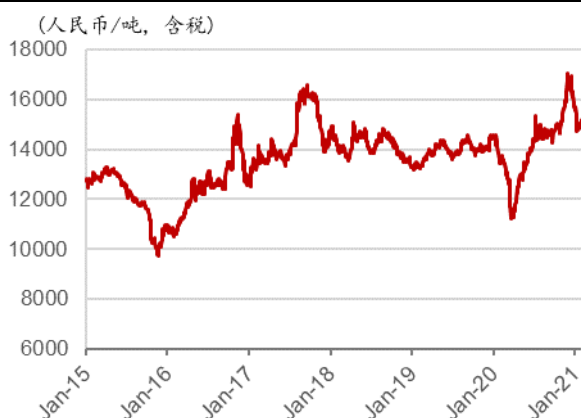


資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

電解鋁均價將同比增加 6.5%

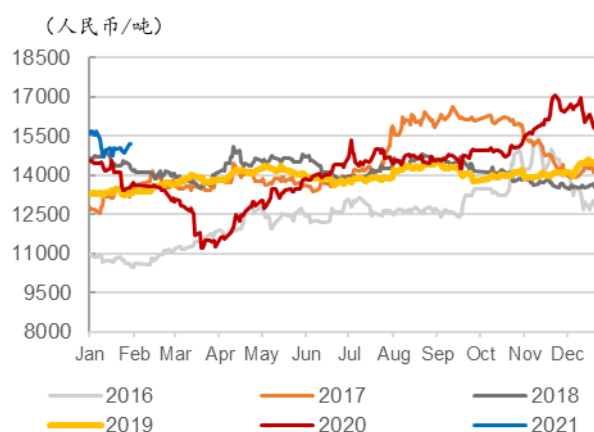
2020年，中國市場電解鋁現貨價格受疫情影響在3月份快速下跌至年內低點人民幣11,210/噸，隨後在11月份強勁反彈至5年高點人民幣17,070元/噸。基於過去5年的價格波動趨勢，我們認為電解鋁的價格波動季節性並不明顯。根據我們的供需平衡和庫存變化展望，我們認為中國電解鋁現貨市場價格將在2021-22年維持高位。我們預測電解鋁的現貨市場均價將自2020年14,214元/噸同比增加6.5%至人民幣15,138元/噸，並在2022年維持人民幣1,5000元/噸高位。

圖 25: 上海長江現貨鋁價走勢



資料來源: 安泰科, 彭博, 招銀國際證券

圖 26: 電解鋁價格波動的季節性效應並不明顯

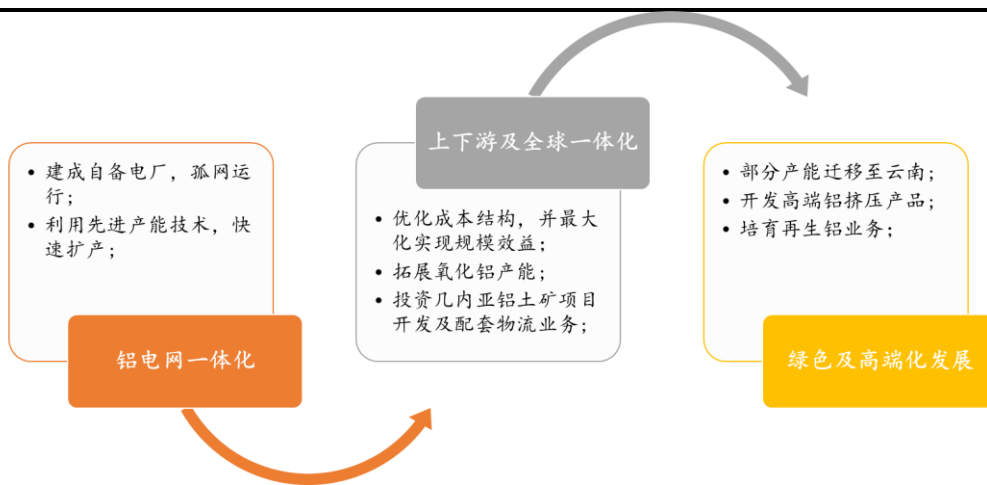


資料來源: 安泰科, 彭博, 招銀國際證券

業務發展三部曲

縱觀中國宏橋的發展歷史，我們總結出三個主要的發展階段。在早期的發展階段，中國宏橋採用“鋁電網一體化”戰略快速推動電解鋁產能增長，並建立了成本領先地位。為了優化成本結構，實現規模經濟並確保鋁土礦資源長期穩定供應，公司在 2015-19 年間實施了“上下游和全球一體化”戰略。在此期間，中國宏橋擴大了中國和印尼的氧化鋁產能，並對幾內亞的鋁土礦開採和運輸資產進行了大量投資。自 2017 年開始，中國宏橋已成為全球最大的電解鋁生產商，擁有合規產能 646 萬噸。有鑒於中國的電解鋁行業供給側改革以及碳排放強度控制等措施，我們認為公司已進入“綠色和高端化發展”階段。公司目前已確立分批次將部分產能搬遷至雲南，並通過高附加值的鋁合金加工產品的開發以及再生鋁業務來培育新的增長點。

圖 27: 業務發展三部曲



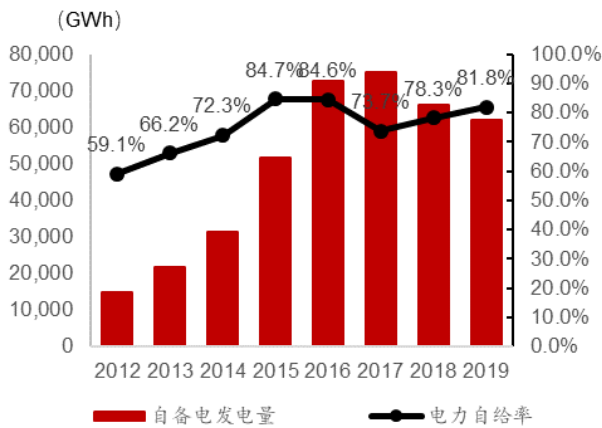
資料來源：招銀國際證券

鋁電網一體化

中國宏橋是中國電解鋁行業中率先擁有高比例自備電的企業之一。我們認為公司的自備電發展歷程具備其歷史獨特性並且不可複製。中國宏橋自備電廠發展最早源於山東省電力產出無法滿足公司巨大的電力需求增長，而公司則通過自建電廠和孤網運行方式來解決電力供應問題，其解決方式沒有先例。公司因此在發展的早期免繳納過網費、交叉補貼、以及政府性基金，從而節省了大量的電力成本。此外，由於電力需求巨大，公司的自備電廠運行效率更高（顯著高於國家平均電廠利用小時數）。我們測算公司噸鋁內部供電成本較外購電低約人民幣 631-1,356 元（不含稅），巨幅成本的節約形成了宏橋的核心競爭力。

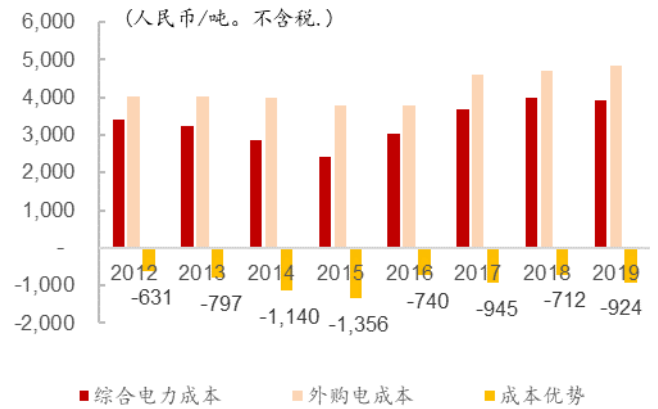
除了電力成本以外，公司也引領了大型電解槽（400-600KA）更新換代的潮流，使得公司整體的電解鋁生產能耗始終處於領先水準。利用成本領先的優勢，中國宏橋在 2012-16 年間加速產能擴張，直到政府啟動供給側改革。截止至 2017 年末，公司成為全球最大的電解鋁生產商，並擁有合規產能 646 萬噸。我們認為未來幾年公司的產能規模將保持穩定。

圖 28: 中國巨集橋的自備電發電情況及電力自給率



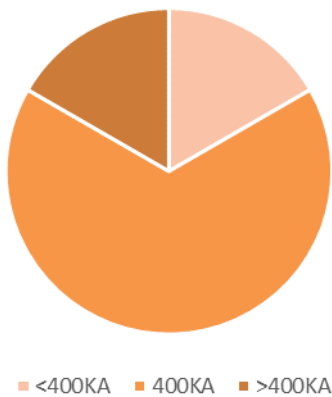
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測
注: 電力自給率資料來源於公司境內債券評級報告, 自備電發電量資料來源於招銀國際證券預測。

圖 29: 中國宏橋的自備電產能帶來顯著的噸鋁成本優勢



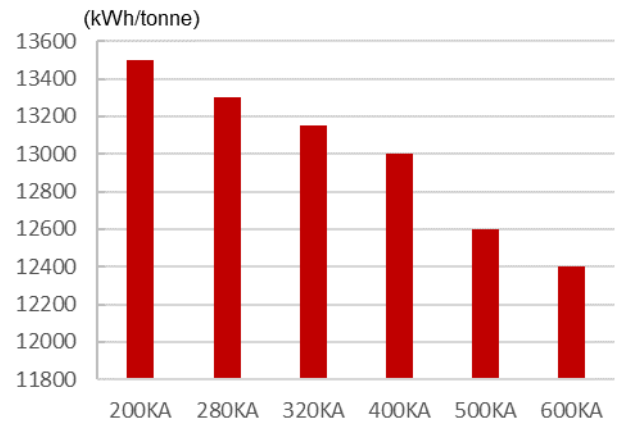
資料來源: 招銀國際證券預測

圖 30: 中國巨集橋的電解鋁產線結構



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 31: 不同電解槽的噸鋁耗電量差異

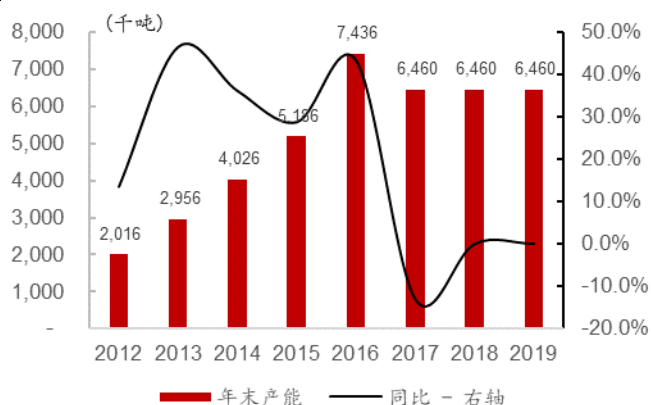


資料來源: 招銀國際證券

形成產業集群以及獨特的液態鋁合金銷售模式

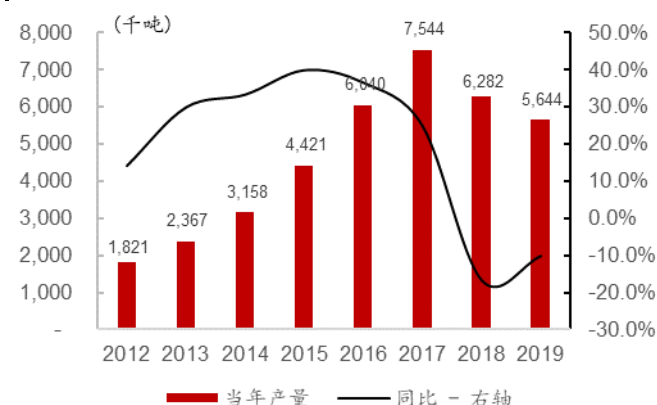
在中國宏橋迅速增加的電解鋁供應支援下, 濱州市逐漸形成鋁加工產業集群。根據《濱州日報》報導, 該市聚集了 60 多家鋁相關製造商, 製造能力超過年產 700 萬噸, 產品覆蓋了各種鋁應用領域, 例如活塞, 輪轂和汽車輕量化材料等。由於大多數下游客戶都位於中國巨集橋半徑 30 公里以內, 因此公司能夠通過獨特的液態鋁合金出貨進行銷售。公司的液態鋁合金產品在下游客戶中很受歡迎, 因為與鋁錠相比, 它可以說明客戶節省約 2-300 元/噸的重熔成本, 同時也說明中國宏橋節省約 40 元/噸的鑄錠費用。因此, 公司大部分收入是通過液態鋁合金銷售所獲, 並在 2012-19 年間實現了較高的產銷率。在 2018-19 年間, 產銷率略有下降, 主要是由於公司自身鋁加工產品所需的消耗量增加所致。若將公司的鋁加工及液態鋁銷售加總, 我們測算公司的產銷率接近 100%。

圖 32: 中國宏橋電解鋁年末產能



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 33: 中國宏橋電解鋁產量



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 34: 液態鋁合金通過“茶壺狀”容器對外出貨運輸



資料來源: <http://www.hydeb.com/product/3.html>, 招銀國際證券

圖 35: 中國巨集橋的鋁產品產銷率穩定於高水準

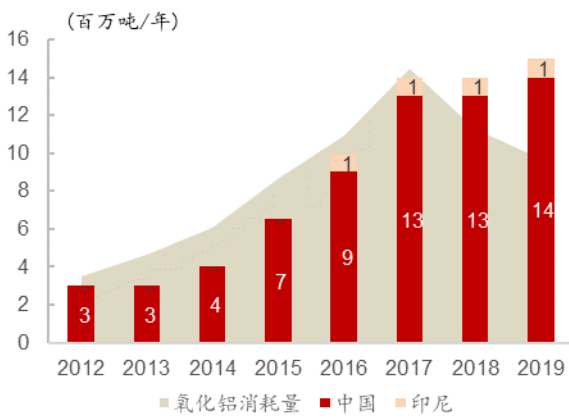


資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

上下游及全球一體化

氧化鋁是電解鋁生產過程中重要的上游原料，每噸電解鋁需要消耗約 1.92 噸氧化鋁。而氧化鋁的生產過程則需蒸汽作為熱源輔助。在氧化鋁的生產過程中，中國宏橋可以充分利用其自備電廠所產生的蒸汽副產品，大大節約其氧化鋁的生產成本。為了進一步優化成本結構並擴大規模經濟，公司從 2014 年啟動了上下游一體化戰略。公司分別在山東和印尼增加了氧化鋁產能。到 2020 年底，公司在中國山東和印尼加里曼丹省的氧化鋁產能分別為年產 1500 萬噸以及 100 萬噸。我們預計公司山東氧化鋁產能將穩定於 1500 萬噸，而在印尼將有另外 100 萬噸的氧化鋁產能在 2021 年投運。

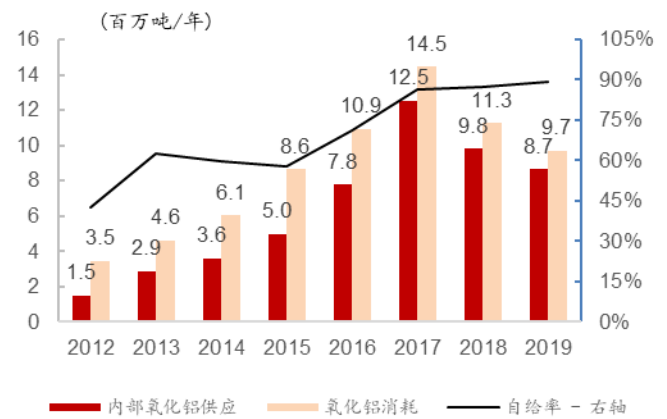
圖 36: 中國宏橋的氧化鋁產能足以覆蓋其內部氧化鋁消耗需求



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

注: 氧化鋁的消耗量資料由招銀國際證券測算所得。

圖 37: 中國宏橋的氧化鋁自給率將維持於 90% 以實現成本結構最優化

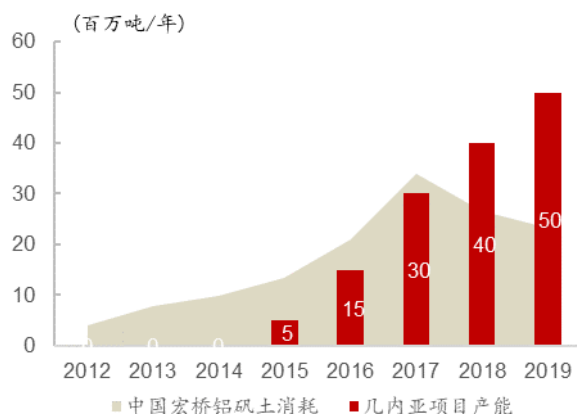


資料來源: 招銀國際證券預測

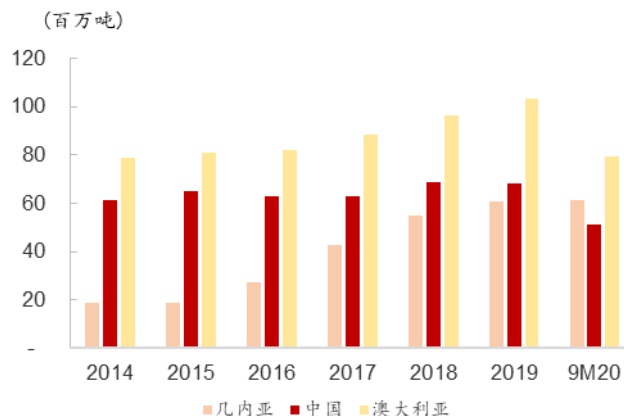
注: 氧化鋁自給率資料來源於中國巨集橋境內債券評級報告, 氧化鋁消耗量資料由招銀國際證券測算所得。

鋁土礦投資是公司向氧化鋁原料的進一步延伸。每生產一噸氧化鋁，消耗約 2.7 噸鋁礬土。國內鋁礬土供應僅足以覆蓋約 35% 的電解鋁生產，這使得鋁土礦的進口成為國內產能擴張的原材料供應關鍵。為了確保鋁土礦的供應，中國宏橋與中國煙臺港集團，新加坡韋力集團和幾內亞 UMS 公司合作，組成了贏聯盟(SMB Wining Consortium)，以投資和開發幾內亞的鋁土礦開採，鐵路和港口基礎設施以及鋁土礦運輸業務。該項目在 2016-19 年鋁礬土產量分別達到 1,500 / 3,000 / 4,000 / 5,000 萬噸的產能里程碑，該項目的產出大部分運往宏橋位於山東氧化鋁生產基地。

隨著公司成功實施其上下游和全球一體化戰略，中國宏橋的氧化鋁和鋁土礦的自給率均能達到 100%。考慮到原材料供應的靈活性和成本的最優化，公司仍然維持 10%/ 20% 的氧化鋁/鋁土礦外部採購比例。

圖 38: 幾內亞贏聯盟鋁土礦產能足以覆蓋中國宏橋氧化鋁消耗需求


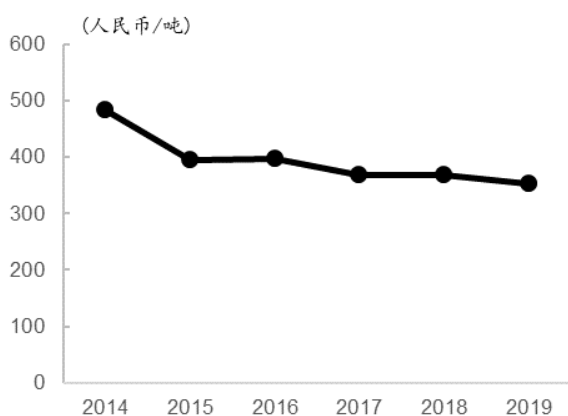
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 39: 主要國家鋁土礦的產量情況: 國內鋁土礦供應量有限


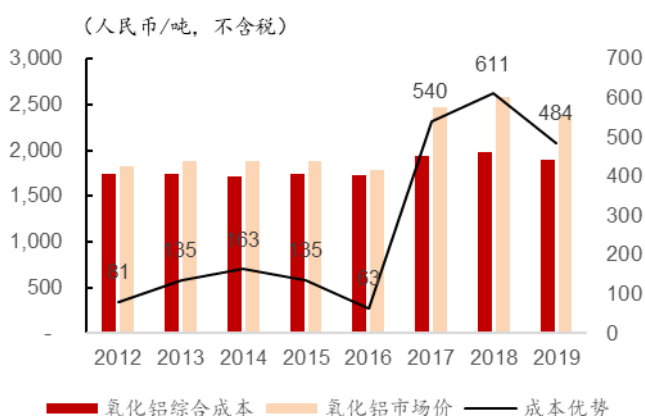
資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

公司對幾內亞鋁土礦的進口定價相對穩定。我們預計鋁土礦的價格基本固定在 35 美元/噸，而主要的進口成本變化來自運輸成本隨國際原油價格的波動。在 2019-20 年，我們估計幾內亞鋁土礦進口到岸價為 48-51 美元/噸。我們認為公司的鋁土礦成本比同業更穩定。

我們估計 2012-19 年，公司的氧化鋁綜合成本在 1,741-1,933 元/噸之間，在此期間，我們測算氧化鋁的綜合成本比市場參考價格低 63-611 元/噸。換算成噸鋁成本，我們估計 2012-19 年度公司自供氧化鋁的成本較市場參考價格低約人民幣 121-1172 元（不含增值稅）。

圖 40: 我們測算公司的綜合鋁土礦成本（不含稅）維持穩定


資料來源: 招銀國際證券預測

圖 41: 隨著公司的鋁土礦和氧化鋁產能提升，公司的氧化鋁成本優勢也明顯增加


資料來源: 招銀國際證券預測

綠色和高端化發展

產能搬遷至雲南

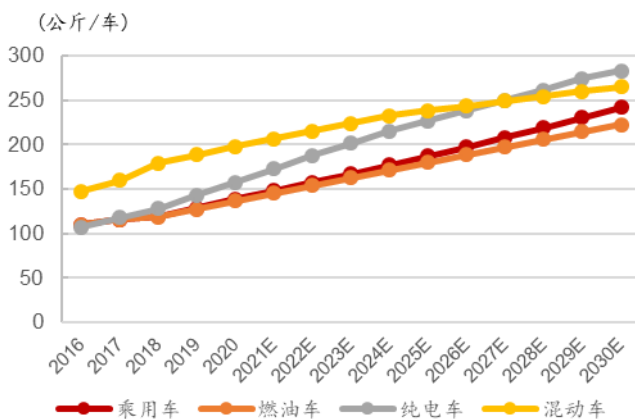
考慮到日益收緊的環保措施以及地方政府對經濟發展的碳強度控制，公司主動調整並優化電解鋁生產的能源結構。公司計畫分批次將山東省 203 萬噸電解鋁產能遷移至雲南。雲南省擁有豐沛的水電資源，並為中國宏橋的產能指標遷移提供了優惠的電價政策，水電價格前 5 年為人民幣 0.25/千瓦時（含稅），其後逐年微調，封頂價為人民幣 0.3 元/千瓦時。雲南省的水電價格較公司山東自備電成本更具競爭力，同時公司在搬遷過程可以利用 2017 年被核減的閒置產能進行同步生產，從而在搬遷期間維持穩定的電解鋁產出。截止到 2020 年年底，公司已完成 100 萬噸的產能搬遷，其中 33 萬噸已投產運行。我們預料公司將隨著下游需求啟動陸續增加雲南產能投放。

一旦雲南電解鋁產能實現滿產，公司的總運行規模中將有 31.4% 比例將由可再生能源所支持，而這將顯著緩解投資者對於公司碳強度問題的擔憂。借助雲南省成本低廉的水電，我們認為公司整體的電力成本優勢還能獲得進一步加強。

培育新的增長點

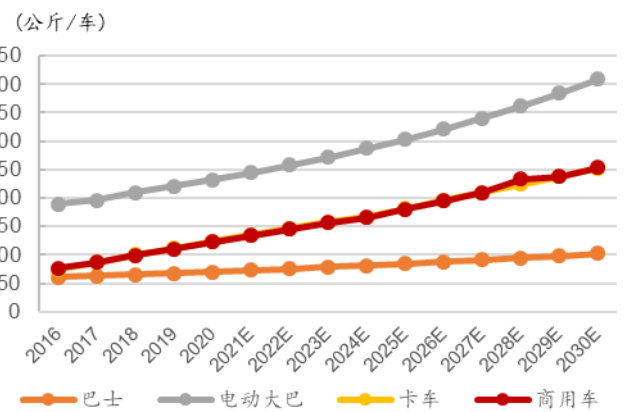
由於公司在中國的電解鋁產能已觸 646 萬噸封頂線，為了維持業務增長，公司選擇向下游拓展開發高附加值的鋁加工產品。我們認為汽車輕量化鋁合金產品將成為公司的重點產品方向。公司於 2019 年推出了多款汽車輕量化產品，並與一汽集團和北汽福田汽車等主要汽車製造商簽署了戰略合作協定，吸引了市場關注。到 2020 年底，公司的鋁加工能力約為年產 100 萬噸，產品產量為 60-70 萬噸。隨著新能源汽車銷售滲透率提升推動中國汽車輕量化產品的需求增長，我們預計公司的鋁加工產品銷售未來幾年在銷售量和銷售均價兩方面均具備增長潛力。

圖 42: 乘用車單車用鋁消費量



資料來源: 上海有色網, 南山鋁業, 招銀國際證券

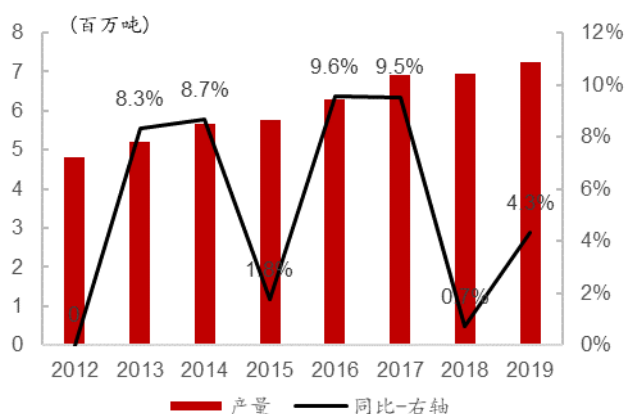
圖 43: 商用車單車用鋁消費量



資料來源: 上海有色網, 南山, 招銀國際證券

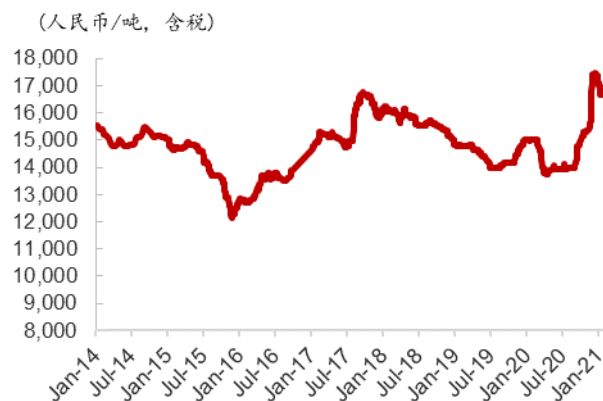
除了鋁加工產品外，中國巨集橋也進入了再生鋁業務的開發，從而增加其整體的鋁產品供應能力。我們認為再生鋁業務是公司對於政府環保低碳發展號召的響應。中國目前擁有約700萬噸的年再生鋁需求量（約佔全國鋁消費比例的17%），市場規模約700億人民幣。根據財華社資訊，再生鋁市場結構零散，截止2019年，規模前五的企業合計總的市場佔有率不超過25%。

圖 44: 中國再生鋁產量情況



資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

圖 45: 再生鋁 ACC12 價格在 2020 年下半年大幅上漲



資料來源: 萬得資訊, 招銀國際證券

擺脫歷史泥沼

受到做空報告以及中國政府對電解鋁行業啟動供給側改革的系列影響，公司的發展自 2017 年開始受到了一些阻礙。我們認為公司已做出了適當的回應並重新獲得了市場信心。2021 年，我們認為市場的短期關注焦點將是公司的債務償還問題。我們相信公司有足夠的財務資源來過渡債務償還的短期壓力。基於我們對於電解鋁行業將處於上行週期的判斷，我們認為公司已完全擺脫發展中所遭遇的困難，走出歷史陰霾。

做空報告和產能核減擔憂

中國宏橋的快速發展趨勢在 2017 年遇到了阻礙，主要受 1) 艾默生 (Emerson Analytics) 做空報告質疑中國宏橋的電力成本優勢以及通過關聯交易隱藏氧化鋁成本，以及 2) 山東省政府實施電解鋁供給側改革，核減了公司 268 萬噸產能。公司歷經了多年快速發展過程中累積了較高的債務負擔，在做空報告和政府實施產能核減後導致市場對公司收緊流動性支持，使公司在運營和財務兩端都受到沉重的壓力。

在我們看來，公司就做空報告以及政府主導的產能核減均進行了冷靜且透明的回應。

一方面，公司暫停股票交易，並委任協力廠商天職風控就做空報告中所列的指控內容進行獨立調查。公司發佈了具有說服力的澄清報告（詳見[連結](#)）並解釋了許多具體的運營資訊以及成本優勢來源。另一方面，在調查期間，公司就其 7 億美元債務取得了債券持有人的違約豁免，並在同期引入了中信集團作為戰略投資人（截止 2020 年底持股 9.88%，入股價格為每股 6.80 港元）以增強市場信心。控股股東也在年內多次增持股票以增強股東信心。在產能核減方面，公司遵照山東省政府要求核減產能，並取得政府產能置換需求，以新的高電流電解槽對老舊產能進行置換。

交叉補貼及政府性基金及附加

中國宏橋因免繳交叉補貼和政府性基金和附加從而累積了非常顯著的電價優勢成本因而飽受市場質疑。電解鋁同行大多均追隨公司的自備電一體化發展策略降低成本，直到政府喊停產能擴張。對於政府對自備電交叉補貼和政府性基金的政策態度，市場一直有所擔憂，因山東省政府在 2018 年發佈政策，明確對自備電徵收 1) 政府性基金和附加度電人民幣 2.91 分，以及 2) 交叉補貼度電人民幣 10.16 分。對於交叉補貼，山東的政策在 2018 年 7 月至 2019 年 12 月給予寬限期，期間徵收的過渡性交叉補貼為度電人民幣 5 分。根據政策，若交叉補貼和政府性基金實施全額徵收，我們測算公司的綜合電解鋁成本將因此增加人民幣 1,249 元/噸（不含稅），將大幅降低公司目前的成本優勢。

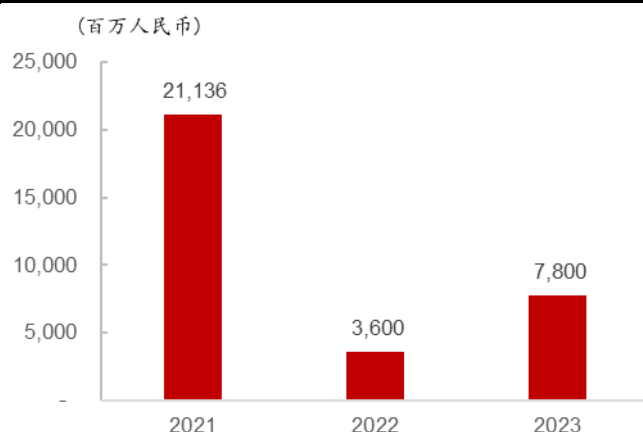
然而實際上，這些政府性基金和交叉補貼費用並沒有被執行，因為地方政府也在努力爭取提振地方經濟的競爭力。與此同時，在中央政府產能限制的要求下，各地政府均提供具備吸引力的電價政策來吸引有指標的企業和產能落地。對於山東省來說，中國宏橋是一家重要的民營企業，為山東省的地方稅收及就業帶來了顯著的貢獻。公司已全力配合地方政府的電解鋁及自備電產能核減政策，並付出了巨大的經濟代價。由於公司已計畫將 203 萬噸產能搬遷至雲南，我們認為山東省將不會進一步出臺舉措以降低公司的競爭優勢。

債務償還壓力集中於 2021 年

中國巨集橋有較多的中期票據和公司債券集中在 2021 年到期。受近期境內市場多家企業債券違約影響，公司的在境內市場債券再融資的活動面臨不確定性。公司在 2020 年 12 月及 2021 年 1 月份已提前贖回了近 60 億人民幣債券以增強市場信心。截止至 2021 年 2 月 5 日，我們測算公司仍有約人民幣 325 億中票和企業債等未嘗債務，其中約人民幣 211 億將在 2021 年內到期，有較為顯著的債務償還壓力。我們認為 2021 年一季度將是公司償債壓力的關鍵季度。

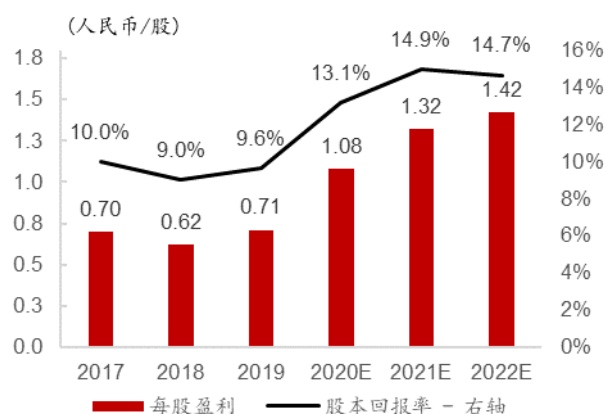
我們相信中國宏橋已為 2021 年償債高峰做好了準備。公司自 2017 年開始已提升了現金儲備水準，並在 2020 年中期持有超過人民幣 410 億現金。其次，目前鋁價表現較強指向行業上行週期，我們預期公司在 2021/22 年將產生人民幣 154/235 億運營現金流，與此同時，公司的資本開支水準則大幅壓減至人民幣 40 億元左右。此外，公司在近期還通過港股市場配售及發行可轉債分別募集了 19 億港元/3 億美元以增強資本實力。我們相信中國宏橋具備充沛的財務資源來過渡償債高峰年份。

圖 46: 公司的存量中票和企業債將在 2021 年集中到期



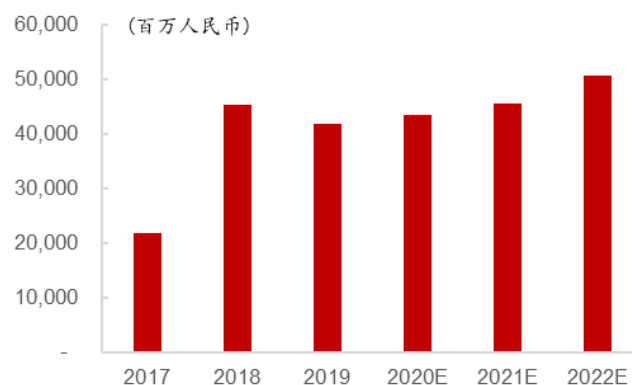
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 47: 2021 年一季度為債券償還的關鍵季度



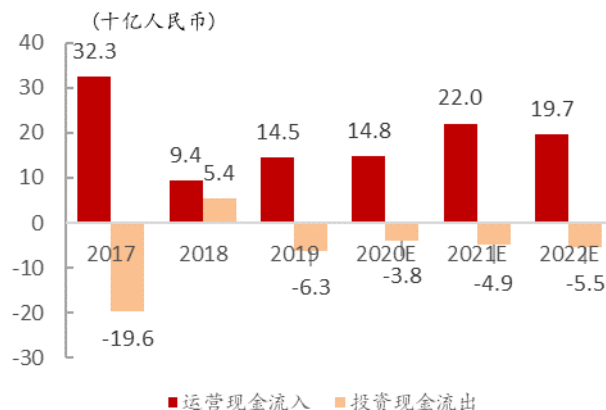
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 48: 公司自 2017 年開始顯著提升現金儲備



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 49: 公司的運營現金流入及投資現金支出情況



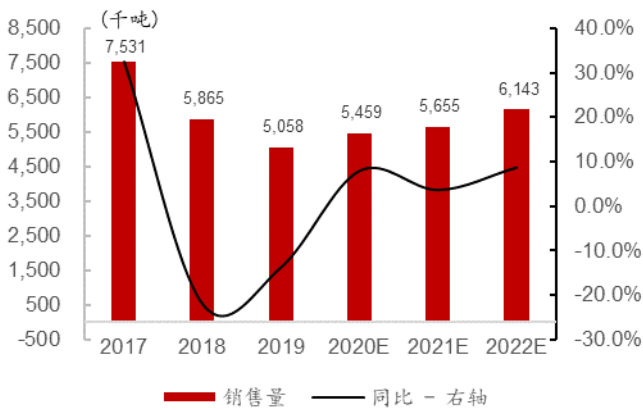
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測
注: 公司 2018 年錄得淨投資現金流入

業務及財務預測

收入將伴隨電解鋁銷量及鋁價同步增長

由於2017年產能削減，公司在2017-19年度的鋁產品銷量下降，而颱風利奇馬則在2019年帶來額外的減產。在2020年，儘管上半年受到疫情影響，我們預計鋁產品銷量將反彈至546萬噸。基於我們對於原鋁市場需求維持可觀增長展望，以及公司的雲南項目將逐步釋放產能預期，我們預測公司的鋁產品銷售在2021/22年分別同比增長3.6%/8.6%至566萬/614萬噸。參考長江現貨鋁價趨勢，我們預測2020-22年的噸鋁銷售價（含稅）為人民幣14,214/15,138/15,000元/噸。

圖 50: 電解鋁銷量及同比變化



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 51: 電解鋁銷售均價（含稅價）



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

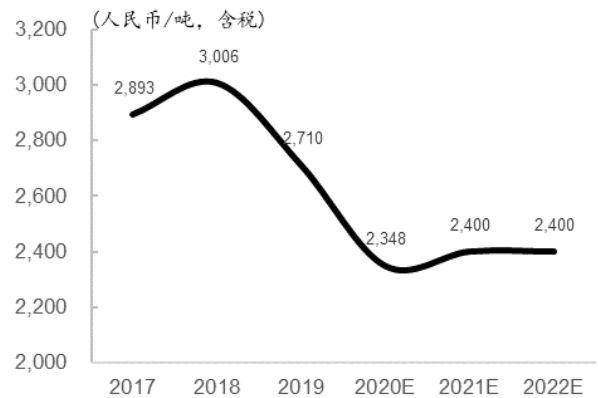
隨著公司氧化鋁產能的增加，公司擁有富餘的產能供應外部銷售。2020-22年，由於氧化鋁產能趨於穩定同時由於電解鋁產出增加需要消耗更多的內部氧化鋁供應，我們預期氧化鋁銷售增速將放緩。目前由於國內市場氧化鋁供應過剩，我們預期氧化鋁的銷售價格將在2020-22年維持低位於人民幣2,300-2,400元每噸。

圖 52: 氧化鋁銷售量及同比變化



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

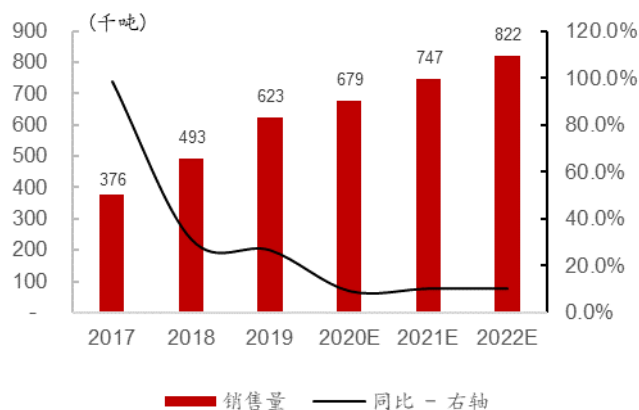
圖 53: 氧化鋁銷售均價



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

公司的鋁加工產品銷量在 2017-19 年呈增長趨勢。到 2020 年底，公司擁有年產約 100 萬噸的鋁加工能力。展望未來，隨著公司業務發展進一步向輕量化汽車零部件延伸，我們預期鋁加工產品的銷售將維持增長態勢。我們預測 2020-22 年鋁加工產品的銷量為 67.9/74.7/82.2 萬噸。

圖 54: 鋁加工產品銷售量及同比變化



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

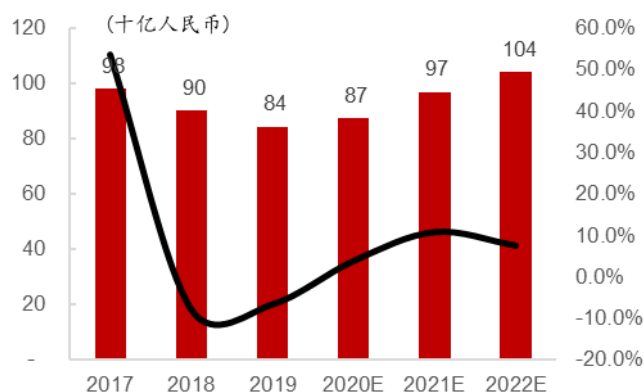
圖 55: 鋁加工產品銷售均價



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

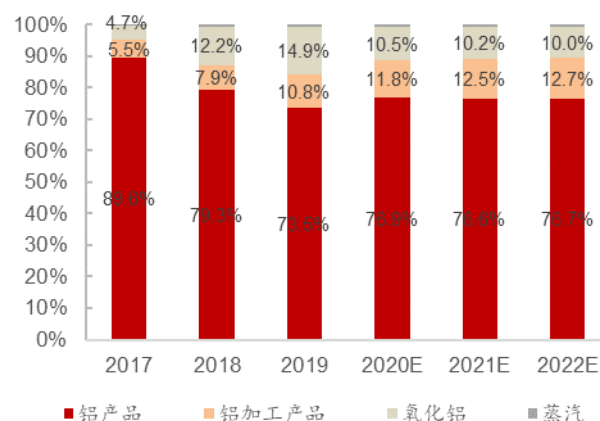
我們測算公司的總體收入水準在 2020-22 年維持溫和增長，並且公司在電解鋁、鋁加工、氧化鋁以及蒸汽的銷售收入結構上將大致保持穩定。我們對 2020-22 年的收入預測分別為人民幣 874/967/1,040 億元，對應三年的複合增長率為 7%。

圖 56: 中國宏橋的收入及收入增速



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 57: 中國巨集橋的收入結構



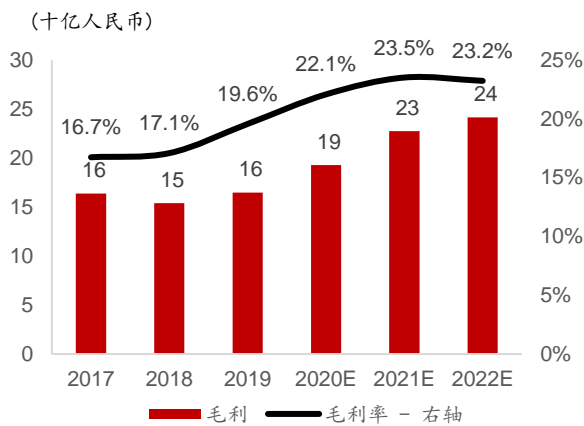
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

毛利主要受鋁價驅動

中國宏橋的整體毛利率在 2017-19 年度因電解鋁的平均售價上升而增加。根據我們對公司的電力和氧化鋁成本優勢的估計，我們預計 2020 / 21E 年噸鋁綜合成本為人民幣 9,449 / 9,852 元（不含增值稅），較卓創資訊 2020 年 12 月份全國產能加權平均價低約人民幣 1,500-1,600 元/噸。我們預計主要成本差異將來自煤炭價格上漲，因為山東最近的動力煤價格由於供應吃緊而出現了飆升。在較好的鋁價支援下，我們估計公司 2020-22 年鋁產品的毛利率分別為 23.2 / 24.8% / 24.3%。

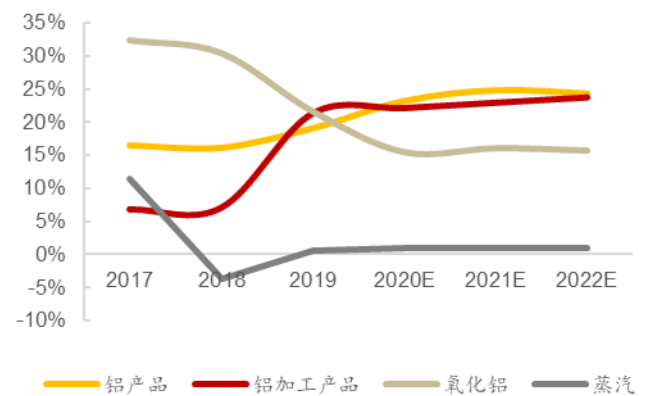
對於鋁加工產品，由於公司計畫開發高端輕質汽車零部件市場，我們預計毛利率也將逐漸增加。對於氧化鋁的銷售，我們預計平均售價和成本結構將在很大程度上保持穩定，預料公司 2020-22 年的毛利率將維持穩定。

圖 58: 中國宏橋的毛利潤及毛利率



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 59: 不同產品的毛利率情況



資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

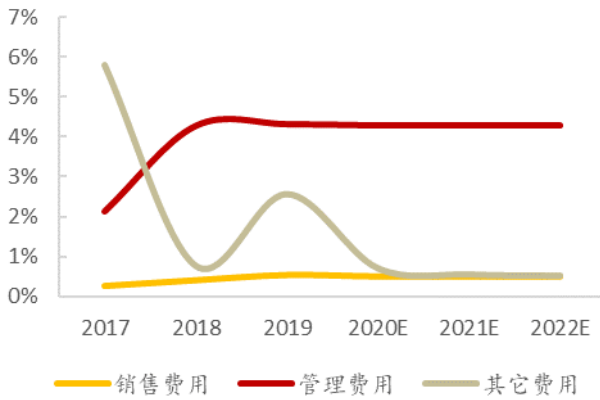
資產減值將告一段落

由於公司的液態鋁合金產品在濱州市很受歡迎，而且下游客戶大多聚集在公司產基地半徑 50 公里範圍內，公司的銷售和分銷成本佔收入比重大致維持穩定。

在行政費用開支方面，由於公司將外匯相關費用進行重新劃分使公司的行政費用率在 2018 年呈顯著增長。2019 年，行政開支佔收入比率穩定於約 4.3%，我們預計 2020-22 年該比率將保持穩定。

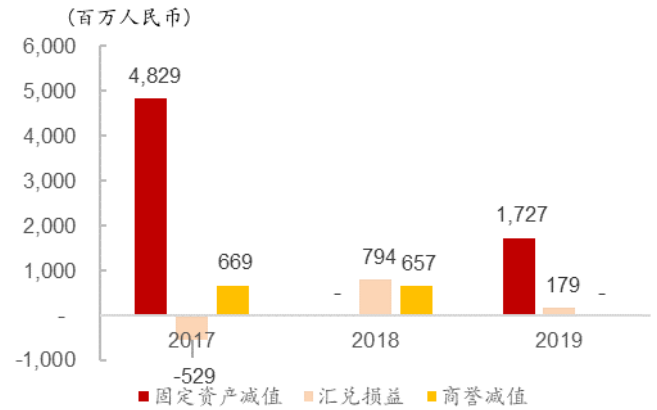
其他支出在 2017 年和 2019 年大幅攀升，主要是由於中國宏橋在 2017 年因產能核減確認了大幅資產減值人民幣 48.3 億元，以及 2019 年受颱風利奇馬影響確認資產減值 17.3 億元。公司還在 2017/2018 年分別確認商譽減值人民幣 6.69/6.57 億，主要受產能核減影響。展望 2020-22 年，由於公司已基本完成電解鋁和自備電力資產的核減，我們預計資產減值損失將告一段落。

圖 60: 主要支出佔收入比重



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 61: 中國宏橋 2017-19 年非經常性損益資訊匯總

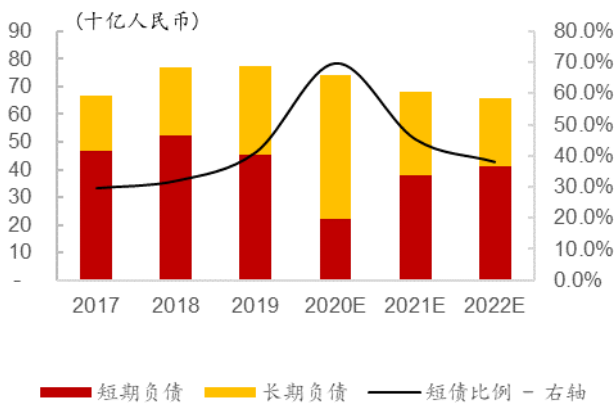


資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

利息開支具有改善空間

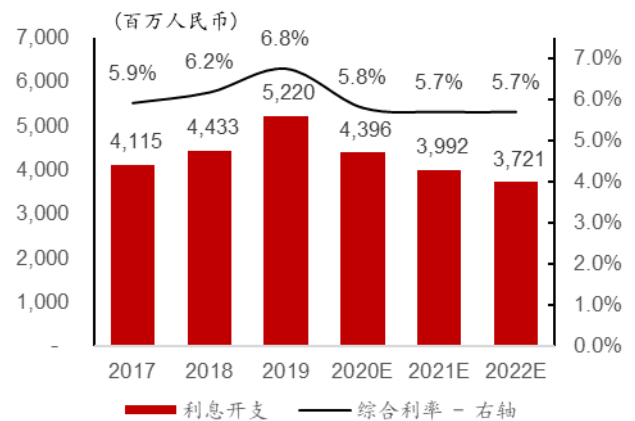
2017-19 年, 公司的總借貸規模為人民幣 665/770/775 億元。由於境內債券持有人執行贖回條款, 使公司在 2019 年錄得了部分非經常性利息成本的增加, 導致 2019 年的綜合利息成本上漲了約 60 個基點。結合 2020 年上半年的利息開支情況來看, 利息支出恢復正常, 同比從 2019 年上半年的 29 億人民幣下降至的 22 億人民幣。我們預計 2020 年全年的利息費用為 43.96 億元人民幣, 綜合利率為 5.8%。由於公司計畫在 2021 年將借貸總額減少 100 億元人民幣, 我們認為公司在利息支出方面具備改善空間, 並且隨著公司的財務狀況愈發健康, 公司的借貸成本將有望獲得下降。

圖 62: 公司的短債及長債及比例



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 63: 利息支出和綜合利率情況

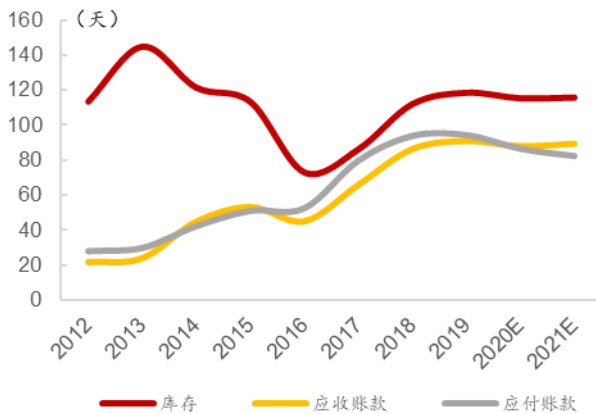


資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測
注: 利息支出資料中含利息開支資本化部分

2020-22年應收賬款周轉率將維持穩定

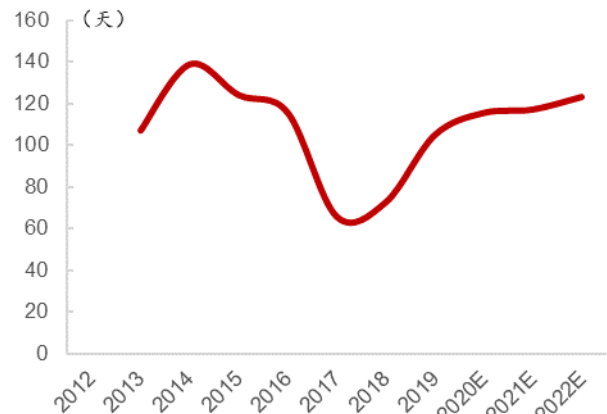
由於公司的液態鋁產品在濱州很受歡迎，從歷史上看，公司的銷售賬期較短，甚至採用先款後貨的銷售方式。2012-2017年，應收賬款周轉天數為21.6-45.1天。從2018年開始，隨著公司在氧化鋁和鋁加工產品方面的產品銷量增加，以及公司對電解鋁客戶的銷售賬期有所放寬，2018/19年的應收賬款天數分別增加至66.0和86.6天。我們對應收賬款周轉天數的增加並不擔憂，因為90天的賬期屬於行業的正常水準，同時公司的應付帳款天數也隨著應收賬款趨勢的增長而延長。根據2020上半年的財務資料，我們預計中國巨集橋的應收款和應付帳款周轉率將保持穩定。

圖 64: 存貨、應付帳款及應收賬款周轉天數



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 65: 現金迴圈週期

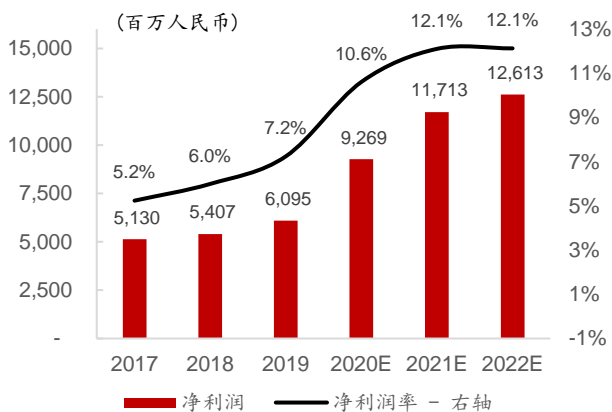


資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

2020-22年利潤年均增速可達16.7%

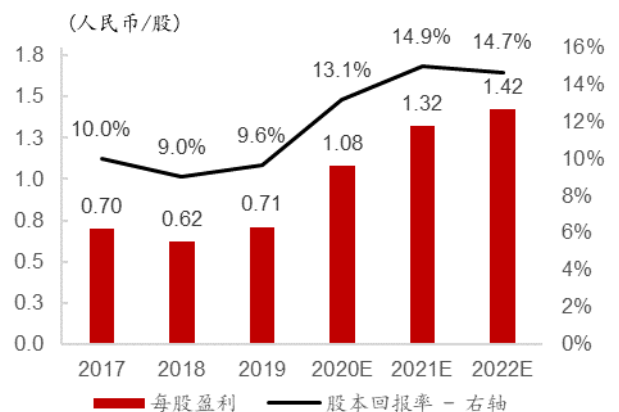
公司較早前已就2020年全年業績發佈盈喜，指引淨利潤增長將達50%以上。我們預測公司2020年全年利潤達人民幣92.69億元。展望2021-22年，受1) 電解鋁銷售量和售價增長，以及2) 利息開支減少所驅動，我們預測公司的淨利潤分別為人民幣117.13億/126.13億元。我們的盈利預測顯示2020-22年淨利潤的年均增速為16.7%。

圖 66: 淨利潤及淨利潤率



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 67: 每股盈利及股本回報率

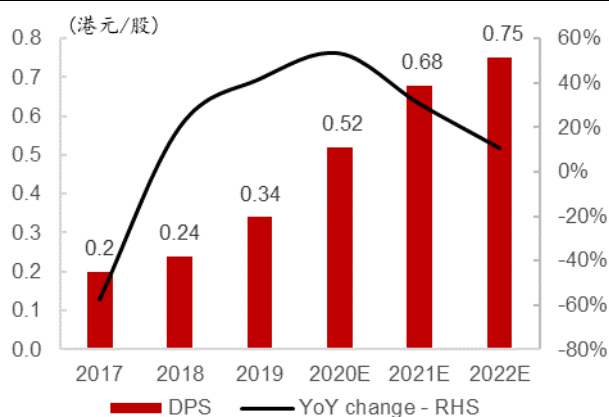


資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

派息慷慨

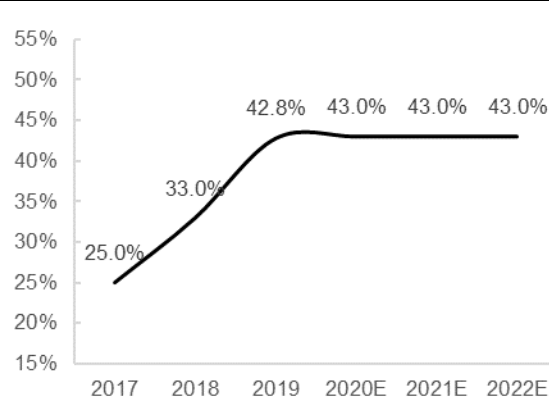
公司一直以來為資本市場留下派息率慷慨的印象。公司將派息率自 2017 年的 25% 提升至 2018/19 年分別為 33.0%/42.8%。2020 年公司將股息分配方案從年末一次性派息調整為分中期和末期聯繫派息。我們預計中國宏橋在 2020-22 年的派息率將維持在 43% 左右。隨著公司有息負債的減少以及現金儲備量的增加，我們預計公司將有進一步提升派息的空間。

圖 68: 每股派息及同比變化



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

圖 69: 派息率



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

主要假設及預測

圖 70: 我們的主要假設和預測

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
鋁產品						
產量-千噸	7,544	6,282	5,644	5,600	5,800	6,300
銷售量 -千噸	7,531	5,865	5,058	5,459	5,655	6,143
產銷率	100%	93%	90%	97%	97%	98%
銷售均价 - 人民幣/噸, 不含稅	11,647	12,194	12,236	12,551	13,367	13,245
收入 - 百萬人民幣	87,721	71,516	61,891	67,142	74,073	79,737
鋁加工產品						
產量-千噸	376	493	623	679	747	822
銷售量 -千噸	376	493	623	679	747	822
產銷率	91%	98%	99%	98%	98%	98%
銷售均价 - 人民幣/噸, 不含稅	14,399	14,470	14,607	14,935	15,906	15,761
收入 - 百萬人民幣	5,417	7,135	9,105	10,350	12,125	13,216
產量-千噸	13,814	14,403	14,650	14,650	15,150	15,650
銷售量 -千噸	1,877	4,090	5,277	5,541	5,818	6,109
銷售均价 - 人民幣/噸, 不含稅	2,466	2,700	2,373	2,078	2,124	2,124
收入 - 百萬人民幣	4,629	11,045	12,521	9,210	9,885	10,380
內部消耗量 - 千噸	14,460	11,261	9,711	10,481	10,857	11,795
外部採購量 - 千噸	1,081	451	284	324	439	1,074
自給率 - %	86.6%	87.2%	89.1%	90.0%	90.0%	90.0%
煤炭成本 - 人民幣/噸, 不含稅	505	543	515	509	566	566
綜合鋁礱土成本 - 人民幣/噸, 不含稅	419	418	403	353	361	364
預培陽極 - 人民幣/噸, 不含稅	3,360	3,151	2,868	2,676	2,986	2,986
電解鋁成本結構 - 人民幣/噸						
電力成本	3,670	3,995	3,912	3,812	4,002	3,950
氧化鋁成本	3,711	3,791	3,643	3,372	3,422	3,437
預培陽極成本	1,613	1,512	1,377	1,285	1,433	1,433
其它	730	925	969	981	994	1,006

資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

財務分析

損益表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	90,195	84,179	87,362	96,745	103,99
鋁產品	71,516	61,891	67,142	74,073	79,737
鋁加工產品	7,135	9,105	10,350	12,125	13,216
氧化鋁	11,045	12,521	9,210	9,885	10,380
蒸汽	499	663	661	661	661
銷售成本	(74,794)	(67,715)	(68,082)	(74,009)	(79,85)
毛利	15,401	16,464	19,280	22,735	24,142
其它收益	2,135	3,141	2,225	2,293	2,406
銷售費用	(371)	(449)	(437)	(484)	(520)
管理費用	(3,867)	(3,646)	(3,757)	(4,160)	(4,472)
其它支出	(707)	(2,167)	(630)	(545)	(556)
財務成本	(4,433)	(5,220)	(4,396)	(3,992)	(3,721)
公允價值變動	398	138	130	130	130
聯營利潤分享	430	509	593	637	674
出售子公司損益	(649)	-	-	-	-
稅前利潤	8,336	8,771	13,009	16,615	18,084
所得稅	(2,549)	(2,316)	(3,252)	(4,154)	(4,521)
減: 少數股東權益	379	360	488	748	949
淨利潤	5,407	6,095	9,269	11,713	12,613

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	86,927	86,416	83,635	81,100	78,751
固定資產	76,361	71,019	67,156	63,458	60,112
使用權資產	-	5,152	5,347	5,549	5,750
聯營公司投資	1,895	4,723	5,264	5,879	6,553
其它非流動資產	8,671	5,521	5,867	6,214	6,336
流動資產	89,800	92,657	98,403	105,067	114,15
現金及等價物	45,380	41,857	43,427	45,490	50,551
應收賬款	18,477	21,451	22,190	24,573	26,518
其它應收	4,747	6,075	8,736	9,191	9,879
存貨	19,806	21,847	22,467	24,423	26,351
其它流動資產	1,389	1,427	1,583	1,390	854
流動負債	54,669	65,319	84,123	63,995	58,744
應付帳款	16,661	18,216	17,021	18,132	17,967
其它應付	11,841	13,380	13,616	14,062	14,373
短期負債	24,686	31,971	51,714	30,009	24,593
其它流動負債	1,480	1,753	1,772	1,792	1,811
非流動負債	53,981	47,119	24,071	39,727	43,057
長期負債	52,341	45,568	22,325	37,959	41,206
可轉債衍生負債	415	280	294	309	324
遞延收入	554	549	577	605	636
其它非流動負債	671	722	876	854	891
所有者權益	62,619	66,016	73,844	82,445	91,104
少數股東權益	2,654	2,852	3,340	4,087	5,037
歸母所有者權益	59,965	63,164	70,504	78,357	86,068

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	8,336	8,771	13,009	16,615	18,084
利息開支	4,433	5,220	4,396	3,992	3,721
折舊和攤銷	7,347	7,413	7,565	7,743	7,954
運營資金變動	(5,299)	1,323	(5,124)	(3,043)	(3,881)
稅項	(2,465)	(2,484)	(3,515)	(4,521)	(4,607)
其它	(2,992)	(5,701)	(1,578)	1,244	(1,553)
經營活動所得現金流	9,360	14,541	14,753	22,029	19,179
資本開支	421	(11,912)	(4,436)	(4,861)	(5,483)
其它	(446)	4,216	590	-	-
投資活動所得現金淨額	5,449	(6,263)	(3,847)	(4,861)	(5,483)
股份發行	5,096	(379)	1,905	-	-
借貸變動	10,505	511	(3,500)	(8,000)	(1,500)
股息	(1,698)	(1,921)	(3,833)	(3,860)	(4,903)
利息開支	(4,433)	(5,220)	(4,396)	(3,992)	(3,721)
其它	(867)	(4,808)	488	748	949
融資活動所得現金淨額	8,603	(11,816)	(9,337)	(15,105)	(9,175)
現金變動淨額	23,412	(3,537)	1,570	2,063	5,061
年初現金及現金等價物	21,948	45,380	41,857	43,427	45,490
匯兌	21	13	-	-	-
年末現金及現金等價物	45,380	41,857	43,427	45,490	50,551
資產負債表現金	45,380	41,857	43,427	45,490	50,551

主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
鋁產品	79.3%	73.5%	76.9%	76.6%	76.7%
鋁加工產品	7.9%	10.8%	11.8%	12.5%	12.7%
氧化鋁	12.2%	14.9%	10.5%	10.2%	10.0%
蒸汽	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率(%)					
毛利率	17.1	19.6	22.1	23.5	23.2
運營利率	14.2	16.6	19.9	21.3	21.0
淨利潤率	6.0	7.2	10.6	12.1	12.1
有效稅率	30.6	26.4	25.0	25.0	25.0
資產負債比率					
流動比率(x)	1.56	1.43	1.17	1.64	1.94
速動比率(x)	86.4	112.3	118.8	115.6	116.0
現金比率(x)	66.0	86.6	91.2	88.2	89.7
平均應收款周轉天數	79.8	94.0	94.5	86.7	82.5
債務/股本比率(%)	64.6	63.2	59.4	55.7	52.8
淨負債率(%)	52.8	56.5	43.4	26.2	16.3
回報率(%)					
資本回報率	9.0	9.6	13.1	14.9	14.7
資產回報率	3.1	3.4	5.1	6.3	6.5
每股數據(港元)					
每股盈利(人民幣)	0.62	0.71	1.08	1.32	1.42
每股股息(港元)	0.24	0.34	0.52	0.68	0.75
每股帳面價值(人民幣)	6.91	7.37	7.94	8.83	9.69

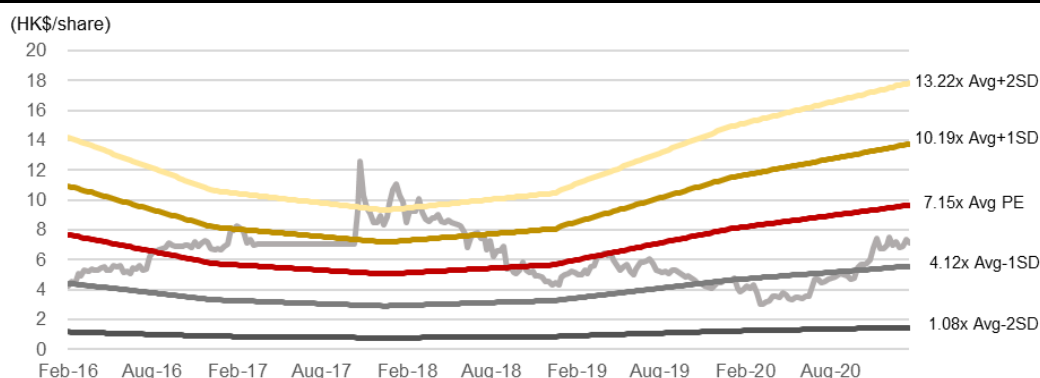
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

估值

首次覆蓋給予買入評級，目標價 11.37 港元。

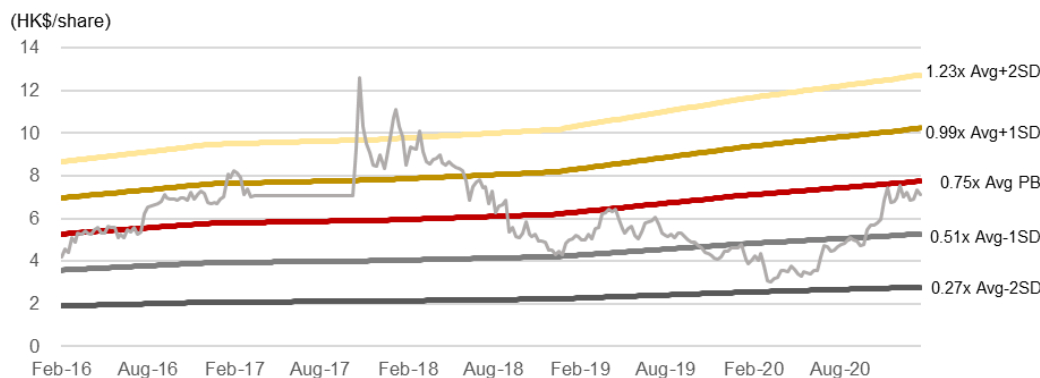
過去五年，中國宏橋的平均市場前瞻市盈率和市淨率分別為 7.15 倍/0.75 倍，標準差分別為 3.05 倍/0.24 倍。與同業估值相比，公司的市場估值具有顯著折讓。我們認為估值折讓的原因主要是受到做空報告和產能核減等因素的影響。時至今日，由於我們相信公司已經徹底擺脫了歷史困境，在鋁價強勁表現的帶動下我們認為公司將迎來價值重估的機會。基於 7.15 倍的前瞻市盈率，我們推導中國巨集橋的目標價為每股 11.37 港元。首次覆蓋公司，我們給予買入評級。我們的目標價對目前股價具有 30% 的上漲空間。

圖 71: 公司過去 5 年的市盈率通道



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 72: 公司過去 5 年的市淨率通道



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 73: 同業估值對比

Company	Ticker	Closing Price (HK\$)	Mkt cap (HK\$m)	EPS				19-21E CAGR	PER			PB Ratio		
				19A	20E	21E	FY0		FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	
CHINA HONGQIAO	1378 HK	7.93	70,760	0.71	0.96	1.14	26.6%	8.8	6.9	5.8	0.90	0.84	0.77	
RUSAL	486 HK	3.53	53,479	0.06	0.05	0.16	58.4%	n/a	9.1	2.9	n/a	0.98	0.75	
ALUMINUM CORP-H	2600 HK	2.50	61,856	0.04	0.05	0.12	77.1%	389.5	41.8	18.0	0.72	0.64	0.61	
ALUMINUM CORP-A	601600 CH	3.33	61,856	0.04	0.05	0.11	74.0%	n/a	62.8	29.7	1.14	1.02	0.99	
SHANDONG NANSH-A	600219 CH	3.78	53,950	0.14	0.16	0.18	11.8%	25.8	23.9	21.6	1.13	1.11	1.06	
HENAN SHENHUO-A	000933 CH	6.62	17,663	0.71	0.33	0.49	-16.7%	n/a	20.1	13.4	2.68	1.51	1.40	
Average								141.4	27.4	15.2	1.3	1.0	0.9	

資料來源: 彭博, 招銀國際證券

主要風險

電解鋁價格波動

中國宏橋的盈利水準對鋁價波動非常敏感。在 2020-22 年，我們預計電解鋁現貨均價為人民幣 14,214/15,138/15,000 元/噸。若經濟復蘇若於預期而導致鋁價顯著偏離我們的預期，亦或者疫情影響重臨，將使公司整體的盈利能力受到影響。

交叉補貼及政府性基金和附加政策

儘管我們預計山東省政府不太可能對中國宏橋的自備電徵收交叉補貼和政府性基金及附加，但這一懸念仍然存在。如果中央政府決定執行這些額外的成本措施，我們估計公司的噸鋁綜合成本將增加每噸 1,249 元人民幣，這將大大降低公司的成本優勢。

潛在的碳排放費用將增加成本

中國政府正朝著實現碳排放峰值的目標邁進，並計畫到 2060 年實現碳中和。並且，中國將在 2021 年從發電行業開始啟動碳排放交易機制。電解鋁行業作為自備電覆蓋率較高的高耗能行業，顯然是碳排放交易市場焦點之一。目前，對於電解鋁行業的交易機制的細節和潛在影響尚不清楚，但我們建議投資者將其納入影響因數進行跟蹤，因為碳排放交易將可能為行業帶來額外的成本。

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。

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士。

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。