证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属冶炼

中国宏桥(01378)

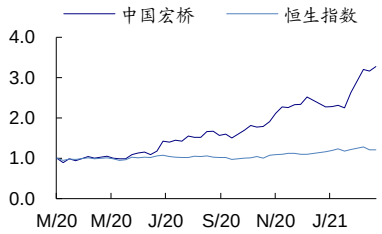
买入

2020 年业绩点评

（维持评级）

2021 年 03 月 08 日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	8,878/8,878
总市值/流通(百万港元)	88,428/88,428
上证综指/深圳成指	3,502/14,412
12 个月最高/最低(港元)	11.92/2.55

证券分析师：刘孟峦
电话： 010-88005312
E-MAIL： liumengluan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040001
证券分析师：杨耀洪
电话： 021-60933161
E-MAIL： yangyaohong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040005
联系人：焦方冉
电话： 021-60933177
E-MAIL： jiaofangran@guosen.com.cn

财报点评

电解铝龙头，对铝价具有高业绩弹性

- **全年业绩超预期，盈利增长主要依靠铝合金业务**

中国宏桥公布 2020 年业绩，2020 年公司实现营业收入 861.45 亿元，同比增长 2.3%；2020 年实现归母净利润 104.96 亿元，同比增长 72.2%，超市场预期。

报告期内公司盈利大增主要受益于公司核心业务铝合金产品价格较去年同期上涨，且生产成本如铝土矿、动力煤价格有所下降。2020 年公司实现毛利 193.55 亿元，同比增加 28.91 亿元，其中铝合金产品毛利增加 33.72 亿元，氧化铝产品由于市场低迷毛利同比减少 4.98 亿元。其次是公司本年度减值损失大幅缩小，主因“物业、厂房及设备确认减值损失”比去年同期减少 15.65 亿元。

- **公司财务费用和资产负债率下降**

报告期内，公司期间费用率较上一年度下降。由于 2020 年公司债务总额和债务平均利率同比减少，公司财务费用同比下降 13.7%，财务费用率较 2019 年明显下降；管理费用率增加主因公司部分生产线集中检修，检修费用增加所致。自 2016 年以来公司资产负债率逐年下降，截至 2020 年末公司资产负债率降至 57.7%。

- **提前布局云南水电铝，顺应铝行业碳减排趋势**

公司在云南 100 万吨电解铝项目今年有望达产。公司在云南电解铝产能享受优惠电价，税后 0.25 元/度，低于山东本部用电成本，并且是清洁水电。今年一期项目有望达产，公司电解铝清洁能源占比可提升至 15.5%。

- **投资建议：维持“买入”评级**

预计公司 2021-2023 年营收分别为 1026/1066/1069 亿元，同比增速 19.1/3.9/0.3%，归母净利润分别为 169.5/186.1/192.3 亿元，同比增速 61.5/9.8/3.3%；EPS= 1.97/2.17/2.24 元，当前股价对应 PE=4.2/3.8/3.7X。公司是国内低成本电解铝龙头企业，在铝价重心显著高于去年的情况下，对铝价具有较高的业绩弹性和盈利兑现确定性。

- **风险提示：**铝价高位大幅波动；动力煤价格上涨；云南项目投产进度低于预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	84,179	86,145	102,600	106,611	106,911
(+/-%)	-6.7%	2.3%	19.1%	3.9%	0.3%
净利润(百万元)	6095	10496	16953	18612	19233
(+/-%)	12.7%	72.2%	61.5%	9.8%	3.3%
摊薄每股收益(元)	0.69	1.22	1.97	2.17	2.24
EBITDA Margin	14.7%	17.3%	24.6%	25.6%	26.1%
净资产收益率(ROE)	9.6%	13.3%	19.1%	18.8%	17.6%
市盈率(PE)	12.1	6.8	4.2	3.8	3.7
市净率(PB)	1.17	0.90	0.81	0.72	0.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

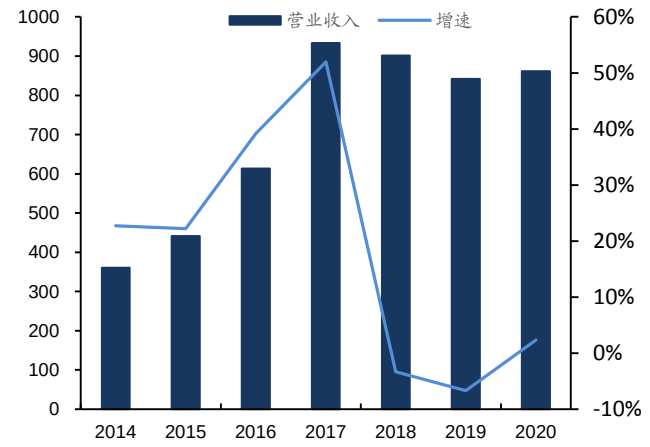
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

受益铝价上涨，2020 年公司业绩大增 72.2%

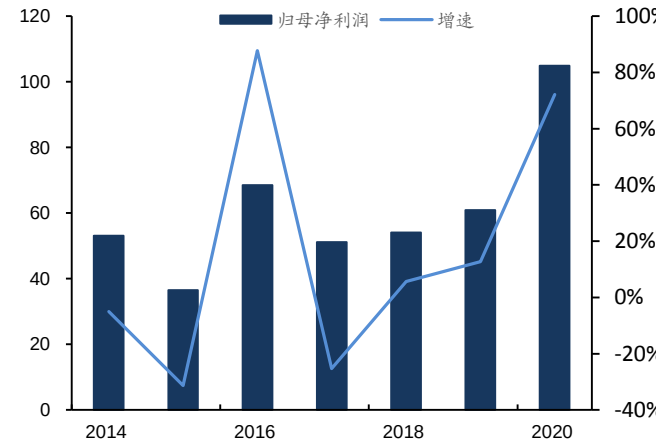
公司公布 2020 年业绩，2020 年实现营业收入 861.45 亿元，同比增长 2.3%；2020 年实现归母净利润 104.96 亿元，同比增长 72.2%。

图 1：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

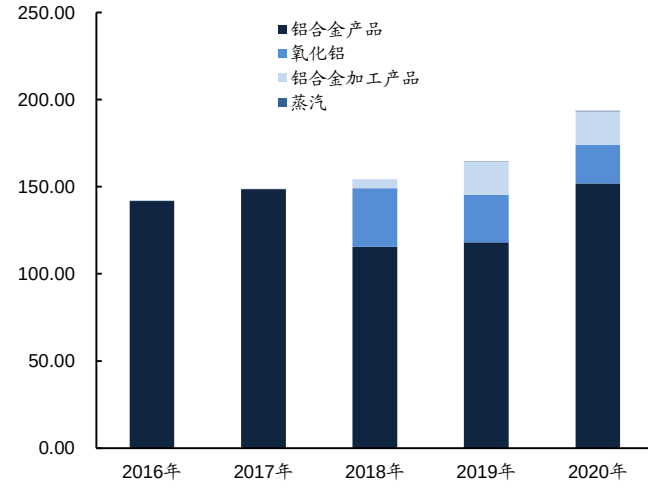
图 2：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

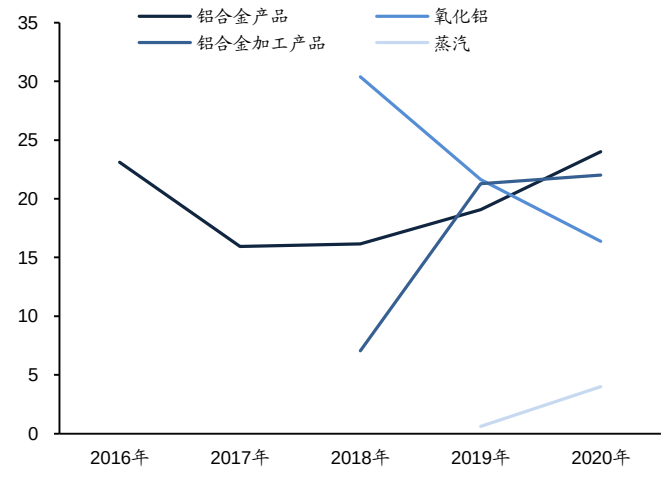
报告期内公司盈利大增主要受益于公司核心业务铝合金产品价格较去年同期上涨，且生产成本如铝土矿、动力煤价格有所下降。2020 年公司实现毛利 193.55 亿元，同比增加 28.91 亿元，其中铝合金产品毛利增加 33.72 亿元，氧化铝产品由于市场低迷毛利同比减少 4.98 亿元。其次是公司本年度减值损失大幅缩小，主因“物业、厂房及设备确认减值损失”比去年同期减少 15.65 亿元。

图 3：公司毛利分产品构成（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司毛利率分产品（%）

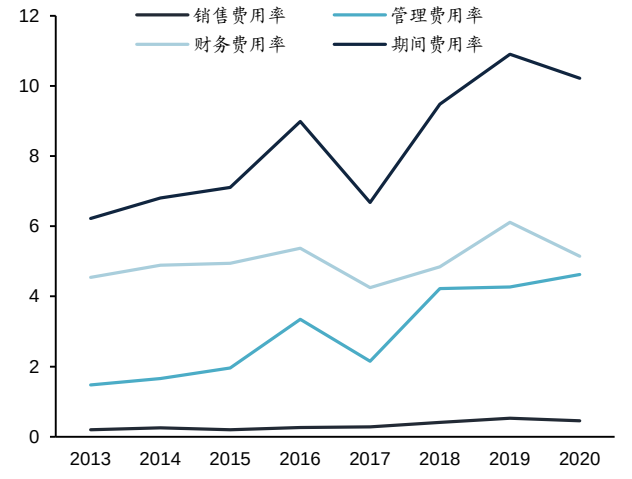


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司财务费用和资产负债率下降

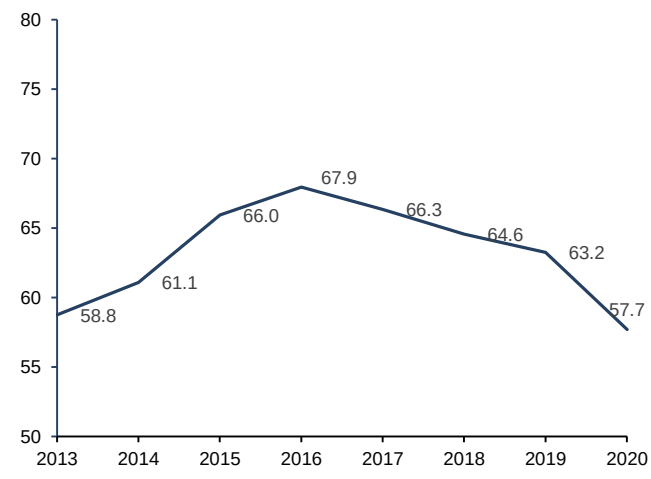
报告期内，公司期间费用率较上一年度下降。由于 2020 年公司债务总额和债务平均利率同比减少，公司财务费用同比下降 13.7%，财务费用率较 2019 年明显下降；管理费用率增加主因公司部分生产线集中检修，检修费用增加所致。自 2016 年以来公司资产负债率逐年下降，截至 2020 年末公司资产负债率降至 57.7%。2021 年借助电解铝行业盈利周期，公司资产负债结构有望进一步优化。

图 5：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司资产负债率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

提前布局云南水电铝，顺应铝行业碳减排趋势

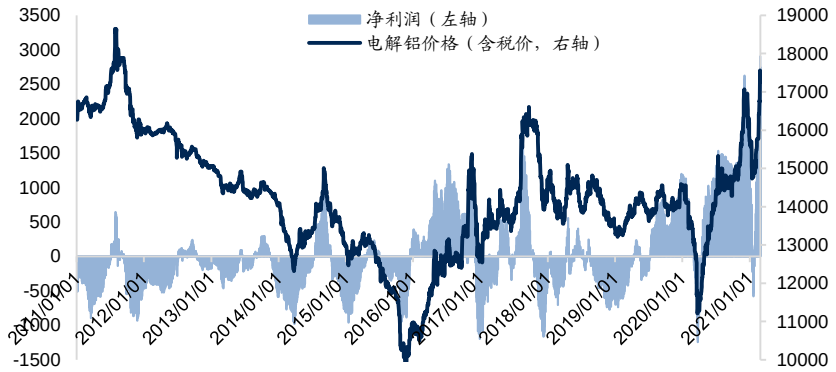
公司拥有 646 万吨合规产能，2020 年之前全部位于山东滨州，且全部使用火力发电。由于在山东面临较大的环保压力和煤炭消费减量压力，公司决定将 200 万吨产能迁往云南文山州，分两期建设，目前一期 100 万吨中的 33 万吨产能正在投产，一期剩余部分有望在年内达产。公司在云南享受优惠电价，税后 0.25 元/度，低于山东本部用电成本，并且是清洁水电。待年底一期项目达产，公司电解铝清洁能源占比 15.5%，达到电解铝行业平均水平。未来二期项目达产后，公司电解铝清洁能源占比 31%，明显高于行业平均水平。

碳排放逐渐对铝供应构成实质影响。2 月末，内蒙古工信厅公布《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施（征求意见稿）》，提到控制高耗能行业产能规模，自 2021 年起不再审批电解铝等高耗能行业的新增产能项目。2 月末内蒙古为完成一季度能耗双控目标任务，对电解铝企业能耗消费总量进行压减，据百川资讯统计，蒙东地区有三家企业受此影响减产，减产总量在 15 万吨左右。随着各地对碳排放硬性约束增加，电解铝作为高耗能行业首当其冲，蒙东地区压减电解铝产能可能只是一个开端，后期各地电解铝生产面临越来越多的政策阻力。公司提前布局云南低碳水电铝产能，在降低用电成本的同时，将大大降低公司面临的政策风险。

电解铝行业处于高利润周期

我们看好铝冶炼利润主要基于几个原因：一是国内电解铝供应弹性减弱，电解铝开工率维持高位，几乎没有有效的闲置产能，只能依靠新增产能，而中国电解铝两个扩产地内蒙古和云南，内蒙古面临碳减排压力，新增项目可能大幅后延，云南地区新建项目均有延后，今年新增产能可能大幅不及预期；二是依靠地产后周期和交通工具轻量化的推动，铝消费有很强的韧性，消费弹性远大于供给弹性。在没有大量过剩的预期之下，低库存是铝价的有力支撑。而成本端氧化铝产能过剩，很难挤占电解铝利润，因此电解铝高利润状态有望维持较长的时间。

图 7：电解铝价格与冶炼利润



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

低成本铝龙头对铝价有高业绩弹性

公司与同行业其他公司相比，具备两个突出优势，一是从源头铝土矿到下游铝加工**全产业链优势**，使公司无惧全球铝土矿和氧化铝价格波动，长期盈利的确定性高，并且今年公司在印尼继续投放低成本氧化铝产能，公司富余的氧化铝正在成为新的盈利点。二是**区位优势**，公司国内氧化铝产能全部位于山东沿海地区，在使用进口矿的情况下，相比内陆氧化铝厂节约大量内陆运费，是国内氧化铝成本最低的地区之一；公司电解铝产能主要位于山东地区，是距离消费地最近的特大型铝厂，且氧化铝和电解铝产能位于同一产业集群，相比新疆电解铝企业，公司节约的氧化铝进疆运费和铝锭出疆运费，可以抵消大部分用电成本差异。

出于审慎考虑，我们假定 2021-2023 年电解铝现货含税价均为 15500 元/吨，氧化铝现货含税价均为 2400 元/吨，预焙阳极现货含税价 3600 元/吨，公司自备电发电成本维持现有水平，预计公司 2021-2023 年营收分别为 1026/1066/1069 亿元，同比增速 19.1/3.9/0.3%，归母净利润分别为 169.5/186.1/192.3 亿元，同比增速 61.5/9.8/3.3%；EPS= 1.97/2.17/2.24 元，当前股价对应 PE=4.2/3.8/3.7X。公司是国内低成本电解铝龙头企业，在铝价重心显著高于去年的情况下，对铝价具有较高的业绩弹性和盈利兑现确定性，我们维持公司“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	45465	44234	53691	69021
应收款项	19493	23460	24377	24446
存货净额	19718	21573	22060	21893
其他流动资产	10757	9860	11243	11633
流动资产合计	97434	101127	113371	128993
固定资产	64750	61246	57437	53377
无形资产及其他	5674	5447	5220	4993
投资性房地产	13673	13673	13673	13673
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	181531	181494	189701	201036
短期借款及交易性金融负债	45552	41583	37527	39388
应付款项	25483	30037	31519	30098
其他流动负债	2317	1997	2045	2031
流动负债合计	73351	73617	71091	71517
长期借款及应付债券	29287	19287	19287	19287
其他长期负债	2091	2201	2388	2390
长期负债合计	31378	21488	21675	21677
负债合计	104729	95105	92766	93194
少数股东权益	5606	6095	6633	7188
股东权益	79213	88537	98773	109351
负债和股东权益总计	189548	189737	198172	209734

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.22	1.97	2.17	2.24
每股红利	0.55	0.89	0.97	1.01
每股净资产	9.22	10.30	11.49	12.72
ROIC	8%	14%	16%	16%
ROE	13%	19%	19%	18%
毛利率	22%	30%	31%	31%
EBIT Margin	17%	25%	26%	26%
EBITDA Margin	26%	31%	32%	33%
收入增长	2%	19%	4%	0%
净利润增长率	72%	62%	10%	3%
资产负债率	58%	53%	50%	48%
息率	6.6%	10.7%	11.7%	12.1%
P/E	6.8	4.2	3.8	3.7
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.9	5.2	4.8	4.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	86145	102600	106611	106911
营业成本	66789	72098	73778	73470
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	400	476	495	496
管理费用	4052	4826	5015	5029
财务费用	4506	4104	3998	3742
投资收益	515	515	515	515
资产减值及公允价值变动	(291)	82	(24)	(78)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	10620	21692	23816	24610
营业外净收支	2084	11	11	11
利润总额	12704	21703	23827	24622
所得税费用	2260	3860	4238	4379
少数股东损益	(51)	890	977	1010
归属于母公司净利润	10496	16953	18612	19233

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	10496	16953	18612	19233
资产减值准备	(594)	(10)	(12)	(12)
折旧摊销	7414	6596	6797	6995
公允价值变动损失	291	(82)	24	78
财务费用	4506	4104	3998	3742
营运资本变动	(7786)	(590)	(1082)	(1738)
其它	566	500	549	568
经营活动现金流	10387	23367	24888	25123
资本开支	(260)	(3000)	(3000)	(3000)
其它投资现金流	(1998)	0	0	0
投资活动现金流	(2258)	(3000)	(3000)	(3000)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(17370)	(10000)	0	0
支付股利、利息	(4723)	(7629)	(8375)	(8655)
其它融资现金流	39665	(3969)	(4056)	1862
融资活动现金流	(4521)	(21598)	(12431)	(6793)
现金净变动	3608	(1231)	9457	15330
货币资金的期初余额	41857	45465	44234	53691
货币资金的期末余额	45465	44234	53691	69021
企业自由现金流	11621	23724	25178	25207
权益自由现金流	33916	9754	21122	27069

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任; 如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032