

公司研究

成本上涨拖累业绩，资产负债率降至 2012 年以来新低

——中国宏桥（1378.HK）公告点评

要点

事件：公司发布2022年上半年业绩，实现收入687.4亿元，同比增长31%；毛利149.6亿元，同比下降5%；公司股东应占净利润78.5亿元，同比下降3.6%。同时，公司拟每股派41港仙。

点评：

量价齐升难敌原材料成本上升。上半年公司收入同比持续增长，但综合毛利率为21.8%，同比下滑8.2个百分点，主要系成本上升。其中：1) 铝合金产品产量293.1万吨，同比增长7%，平均售价同比上升23%，毛利率下降11.1个百分点，主要系煤炭、阳极等原材料价格同比大幅上升；其中预焙阳极上半年均价6798元/吨，同比上涨64%。2) 铝合金加工产品产量36.2万吨，同比下滑0.8万吨；毛利率同比下降2.3个百分点，主要为铝合金产品成本上涨所致。3) 氧化铝业务受益于价格上涨毛利率同比提升2个百分点。

资产负债率继续降低，财务指标持续改善。截至2022年二季度末，资产负债率已降至49.5%，较2021年末下降1.4个百分点。上半年财务费用16.5亿元，同比下降12.6%，主要系有息负债规模下降及债务成本下降。上半年经营性现金流96.8亿元，资本开支27.3亿元，自2017年以来二者差值持续为正。

低碳转型进行中，水电铝和再生铝项目逐步落地：公司云南产能搬迁项目合计396万吨，将逐步在2022-2023年投放，全部达产后水电铝产能将占公司总产能646万吨的61.3%。同时，公司与德国顺尔茨环保集团合作的中德宏顺循环科技项目主要致力于再生金属回收和资源再利用，其第一条废铝回收生产线已于2021年年底安装完毕，再生铝项目将逐步落地。

供给扰动，需求环比有望改善，看好铝价四季度上涨。国内电解铝企业年内新增投产与复产基本完成；同时，能源价格高企，欧洲铝企减产不断，海外产能继续下降。截至8月29日，全国电解铝现货库存68.2万吨，较3月7日的库存高点下降46.2万吨，较去年同期减少7.1万吨；而7-8月为传统下游淡季，9月将进入旺季，下游铝加工开工率有望回升。供给持续扰动，需求有望改善，看涨四季度铝价。

盈利预测、估值与评级：考虑原材料价格的上涨，成本端上涨超出预期，我们下调公司2022-2024年盈利预测，预计2022/2023/2024年归母净利润分别为164.5/173.3/182.4亿元（较前次预测分别下调39.0%/38.9%/38.7%），同比增长2.4%/5.3%/5.3%，对应当前股价的PE分别为3.8/3.6/3.4倍，考虑前期股价的回调已经反映对业绩的悲观预期，维持“增持”评级。

风险提示：铝价大幅波动；交叉性补贴和政府性基金征缴风险；需求不及预期风险。

增持（维持）

当前价：7.53 港元/股

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

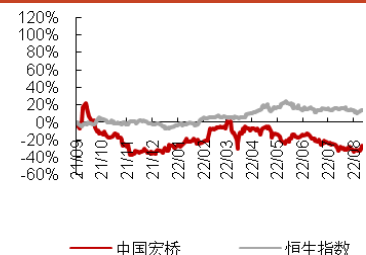
021-52523823

fangyutao@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	93.34
总市值(亿港元)	702.85
一年最低/最高(元)	6.88-14.34
近3月换手率	17.5%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.6	165.5	1.3
绝对	-4.2	140.8	-26.3

资料来源：Wind

相关研报

净利润创历史新高，资产负债率降至 2013 年以来新低——中国宏桥（1378.HK）公告点评（2022-03-22）

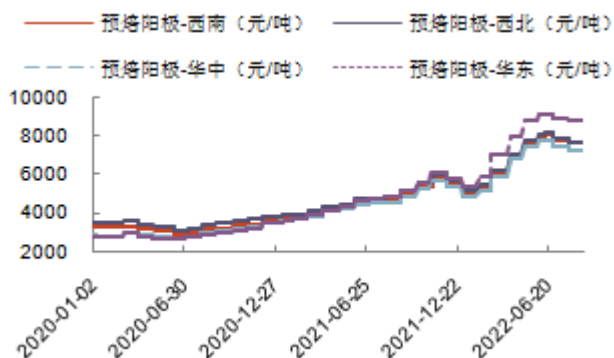
半年度利润创历史新高，继续看好铝价扇形带来利润增长——中国宏桥（1378.HK）2021 年中报点评（2021-08-24）

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	86,145	114,491	136,564	143,392	149,127
营业收入增长率	2.33%	32.91%	19.28%	5.00%	4.00%
净利润（百万元）	10,496	16,073	16,452	17,326	18,243
净利润增长率	72.2%	53.1%	2.36%	5.31%	5.29%
EPS（元）	1.22	1.77	1.76	1.86	1.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.7%	18.99%	15.58%	13.90%	13.26%
P/E	5.44	3.75	3.76	3.57	3.39
P/B	0.74	0.65	0.52	0.47	0.43

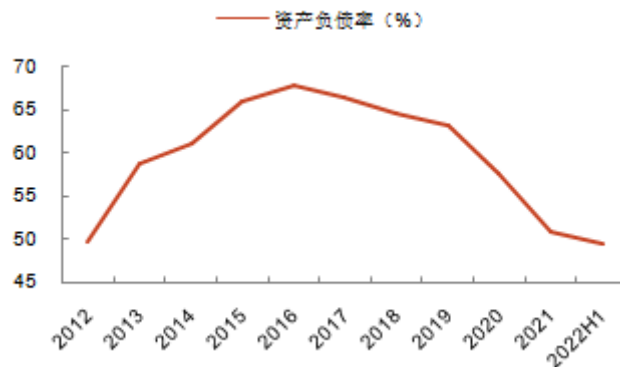
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-09-07（对应1人民币=1.1351港币）

图 1: 国内主要地区预焙阳极价格变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2020/1/2-2022/8/29)

图 2: 公司资产负债率创 2012 年以来新低



资料来源: Wind、公司财务报告, 光大证券研究所

利润表 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	84,179	86,145	114,491	136,564	143,392	149,127
营业成本	67,715	66,794	84,038	107,765	113,110	117,589
毛利	16,464	19,351	30,453	28,799	30,282	31,538
其他收入	3,141	2,701	3,707	4,916	5,162	5,369
销售费用	-449	-400	-526	-615	-645	-671
财务费用	-5,220	-4,506	-3,626	-3,360	-3,495	-3,361
行政费用	-3,646	-4,052	-5,708	-6,145	-6,453	-6,711
其他支出	-2,167	-617	-1,691	-683	-717	-746
税前利润	8,770	13,198	22,554	23,085	24,311	25,599
税收支出	-2,316	-2,259	-5,705	-5,839	-6,150	-6,475
净利润	6,454	10,939	16,849	17,246	18,162	19,123
少数股东损益	360	443	775	794	836	880
归母公司净利润	6,095	10,496	16,073	16,452	17,326	18,243
核心净利润	6,095	10,496	16,073	16,452	17,326	18,243

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	43,281	45,465	49,228	86,593	96,890	108,363
存货	21,847	19,718	22,705	33,673	34,964	35,954
应收账款	21,451	10,336	7,285	31,802	33,393	34,728
预付账款	6,075	9,126	10,768	9,243	9,655	9,996
交易性金融资产	4	0	0	27	29	30
流动资产合计	93,189	97,425	89,987	161,339	174,930	189,071
物业、厂房及设备	71,019	64,750	64,764	63,138	61,297	59,906
预付租赁款项	0	0	0	0	0	0
有使用权资产	5,152	5,647	5,718	8,194	8,604	8,948
于联营公司的投资	6,723	6,681	6,065	9,559	11,471	11,930
其他非流动资产	3,521	7,019	3,875	5,268	5,516	5,723
非流动资产合计	86,415	84,097	80,422	86,159	86,887	86,507
总资产	179,604	181,522	170,409	247,498	261,817	275,578
应付账款	31,599	13,377	18,735	40,438	42,240	43,731
短期借款	31,942	22,777	21,011	33,506	33,792	33,735
其他流动负债	51	34,910	23	27	29	30
税项负债	1,727	2,269	1,717	2,048	2,151	2,237
流动负债合计	65,319	73,333	41,486	76,019	78,212	79,733
长期借款	45,506	11,483	15,371	25,428	24,428	23,428
非流动负债其他项目	2,763	19,894	26,333	27,313	28,678	29,825
非流动负债合计	48,269	31,378	41,704	52,741	53,106	53,253
总负债	113,588	104,711	83,190	128,760	131,319	132,986
普通股股本	559	579	595	609	609	609
储备	62,605	72,936	82,553	113,265	124,190	135,403
总权益	66,016	76,802	92,439	118,738	130,499	142,592

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	14,541	17,779	28,650	14,020	23,267	24,301
净利润	6,095	10,496	16,073	16,452	17,326	18,243
折旧、摊销	7,391	8,967	8,013	7,772	7,577	7,356
其他非现金调整	5,318	4,827	4,942	-1,393	-248	-208
非现金营运资本变动	-4,263	-6,511	-380	-8,811	-1,388	-1,090
投资活动产生现金流	-6,263	-6,974	-5,463	-11,135	-6,692	-5,621
固定及无形资产变动	-2,998	-3,446	-5,999	-6,145	-5,736	-5,965
长期投资净变动	-2,848	-452	544	-5,970	-2,322	-803
其他投资活动	-417	-3,076	352	980	1,366	1,147
融资活动现金流	-11,816	-7,150	-1,940	16,965	-6,278	-7,207
债务变动	-4,470	-43,187	2,121	22,552	-713	-1,057
股本变动	-525	20	16	14	0	0
支付的股利合计	-1,921	-4,513	-5,465	-6,581	-6,930	-7,297
其他筹资活动	-4,900	40,530	-16,429	980	1,366	1,147
净现金流	-3,538	3,655	21,246	19,849	10,297	11,473

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE