

中国宏桥 (01378.HK)

成本企稳+铝行业高景气，电解铝龙头扬帆起航

2024年06月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

李怡然（分析师）

温佳贝（分析师）

liyiran@kysec.cn

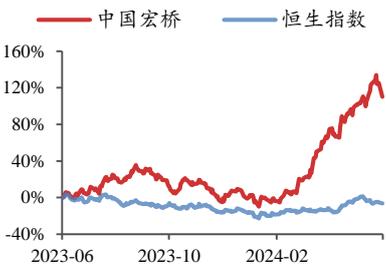
wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790524040009

| | |
|------------|--------------|
| 日期 | 2024/6/11 |
| 当前股价(港元) | 12.020 |
| 一年最高最低(港元) | 13.560/5.170 |
| 总市值(亿港元) | 1,138.96 |
| 流通市值(亿港元) | 1,138.96 |
| 总股本(亿股) | 94.76 |
| 流通港股(亿股) | 94.76 |
| 近3个月换手率(%) | 33.27 |

股价走势图



数据来源：聚源

● 成本企稳+铝行业高景气，电解铝龙头扬帆起航

公司拥有电解铝产能 646 万吨/年，是当之无愧的电解铝龙头，同时向上布局原材料降低风险敞口，向下布局铝加工、进军轻量化提高产品附加值，战略规划清晰，此外，公司最大的风险敞口预焙阳极和煤炭价格低位运行，相较同行而言，公司除了能够享受铝行业高景气带来的利润增厚外，还能够享受原材料价格下行带来的利润空间增厚。我们预计公司 2024-2026 年实现收入 1441.0、1467.4、1490.5 亿元，同比分别变动+5.8%、+1.8%、+1.6%，实现归母公司净利润 195.3、195.7、195.8 亿元，同比分别变动+70.4%、+0.2%、+0.02%，EPS 分别为 2.06、2.07、2.07 元/股。对应 2024 年 6 月 11 日收盘价的 PE 分别为 5.8、5.8、5.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 铝产业链一体化布局，调整能源结构顺应双碳时代

公司建立了以电解铝为核心的上下游一体化布局产业链，布局电解铝产能 646 万吨/年；（1）**向前一体化布局**：公司参股 SMB 于几内亚布局铝土矿产能，同时布局澳大利亚铝土矿采购渠道，配套山东氧化铝产能，此外，公司于印尼布局铝土矿-氧化铝一体化产能，整体氧化铝自给率超 100%；（2）**向后一体化布局**：公司于山东滨州布局 117 万吨铝加工材，并致力于轻量化材料研发，提高整体抗波动能力。（3）**产业配套**：公司此前电解铝产能均集中在山东，以煤电为主，为顺应双碳时代，公司规划将部分产能搬迁至云南，调整能源结构，待搬迁项目全部落地，云南地区电解铝产能达 396 万吨/年，占比达 61.3%。

● 分红比例领先同行，彰显公司中长期投资价值

公司自 2011 年上市以来，累计实现净利润 1025.62 亿人民币，分红率高达 37.4%，2023 年股息率达 9.86%，领先同行，投资价值彰显。

● **风险提示**：（1）煤炭和预焙阳极价格大幅波动；（2）铝价和氧化铝价格大幅下跌；（3）几内亚铝土矿生产、运输受突发事件扰动不能提供稳定供应；（4）云南枯水期限电力度超预期。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 131699.43 | 133623.63 | 144103.27 | 146743.00 | 149047.27 |
| YOY(%) | 15.48 | 1.00 | 5.83 | 1.83 | 1.57 |
| 净利润(百万元) | 8701.95 | 11460.68 | 19525.71 | 19572.29 | 19577.03 |
| YOY(%) | -45.86 | 31.70 | 70.37 | 0.24 | 0.02 |
| 毛利率(%) | 13.85 | 15.68 | 27.26 | 26.85 | 26.53 |
| 净利率(%) | 6.61 | 8.58 | 13.55 | 13.34 | 13.13 |
| ROE(%) | 10.30 | 12.42 | 17.47 | 14.90 | 12.97 |
| EPS(摊薄/元) | 0.92 | 1.21 | 2.06 | 2.07 | 2.07 |
| P/E(倍) | 8.0 | 5.3 | 5.8 | 5.8 | 5.8 |
| P/B(倍) | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 30 年积淀打造铝业龙头 | 4 |
| 1.1、 历经 30 年积淀，实现全产业链布局..... | 4 |
| 1.2、 公司股权结构集中且稳定 | 5 |
| 1.3、 电解铝是公司利润的主要来源，原材料成本波动带来业绩弹性..... | 6 |
| 2、 铝产业链一体化布局，调整能源结构顺应双碳时代..... | 9 |
| 2.1、 向前一体化开拓资源匹配，降低原材料风险敞口 | 10 |
| 2.2、 向后一体化布局加工配套，高附加值轻量化项目抬升整体抗波动能力 | 11 |
| 2.3、 公司布局再生铝+调整能源结构，顺应双碳时代 | 12 |
| 2.4、 研发高效电解槽降低单耗，煤价回落增厚盈利空间..... | 13 |
| 2.5、 公司分红比例领先同行，彰显公司中长期投资价值..... | 14 |
| 3、 盈利预测与投资建议 | 14 |
| 3.1、 成本企稳+铝行业高景气，电解铝龙头扬帆起航 | 14 |
| 3.2、 联营公司：ABM 和滨能能源贡献主要利润，西芒杜投产有望增厚..... | 16 |
| 3.3、 盈利预测与业务拆分 | 17 |
| 3.4、 业绩敏感性测算 | 18 |
| 4、 风险提示 | 19 |
| 附：财务预测摘要 | 20 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 中国宏桥历经 30 年积淀，成为电解铝行业领军企业..... | 4 |
| 图 2： 公司实现全产业链布局 | 5 |
| 图 3： 张士平家族为实际控制人，海内外设立子公司实现铝产业链多环节布局..... | 6 |
| 图 4： 公司营业收入受铝价影响大 | 7 |
| 图 5： 公司归母净利润受原材料成本影响大..... | 7 |
| 图 6： 铝价波动影响公司营业收入 | 7 |
| 图 7： 预焙阳极影响原材料成本 | 7 |
| 图 8： 供给侧改革后电解铝产量减少（万吨） | 7 |
| 图 9： 氧化铝外销量不断增长（万吨） | 7 |
| 图 10： 电解铝贡献主要的营业收入（百万元） | 8 |
| 图 11： 电解铝贡献主要的毛利（百万元） | 8 |
| 图 12： 中国宏桥三项费用率整体呈下降趋势..... | 9 |
| 图 13： 中国宏桥资产负债率不断优化（单位：%） | 9 |
| 图 14： 中国宏桥以电解铝为核心，已实现上下游一体化布局..... | 10 |
| 图 15： 中国宏桥多渠道布局原材料 | 10 |
| 图 16： 中国宏桥通过赢联盟布局几内亚铝土矿..... | 11 |
| 图 17： 山东渔光互补光伏发电项目助力能源结构调整..... | 12 |
| 图 18： 中国宏桥自备电率降低 | 13 |
| 图 19： 年初至今秦皇岛煤价不断下降（元/吨） | 13 |
| 图 20： 中国宏桥股利支付率整体呈稳步上升趋势..... | 14 |
| 图 21： 中国宏桥股利支付率领先同行（%） | 14 |
| 图 22： 中国宏桥股价通常与铝价呈正相关..... | 15 |

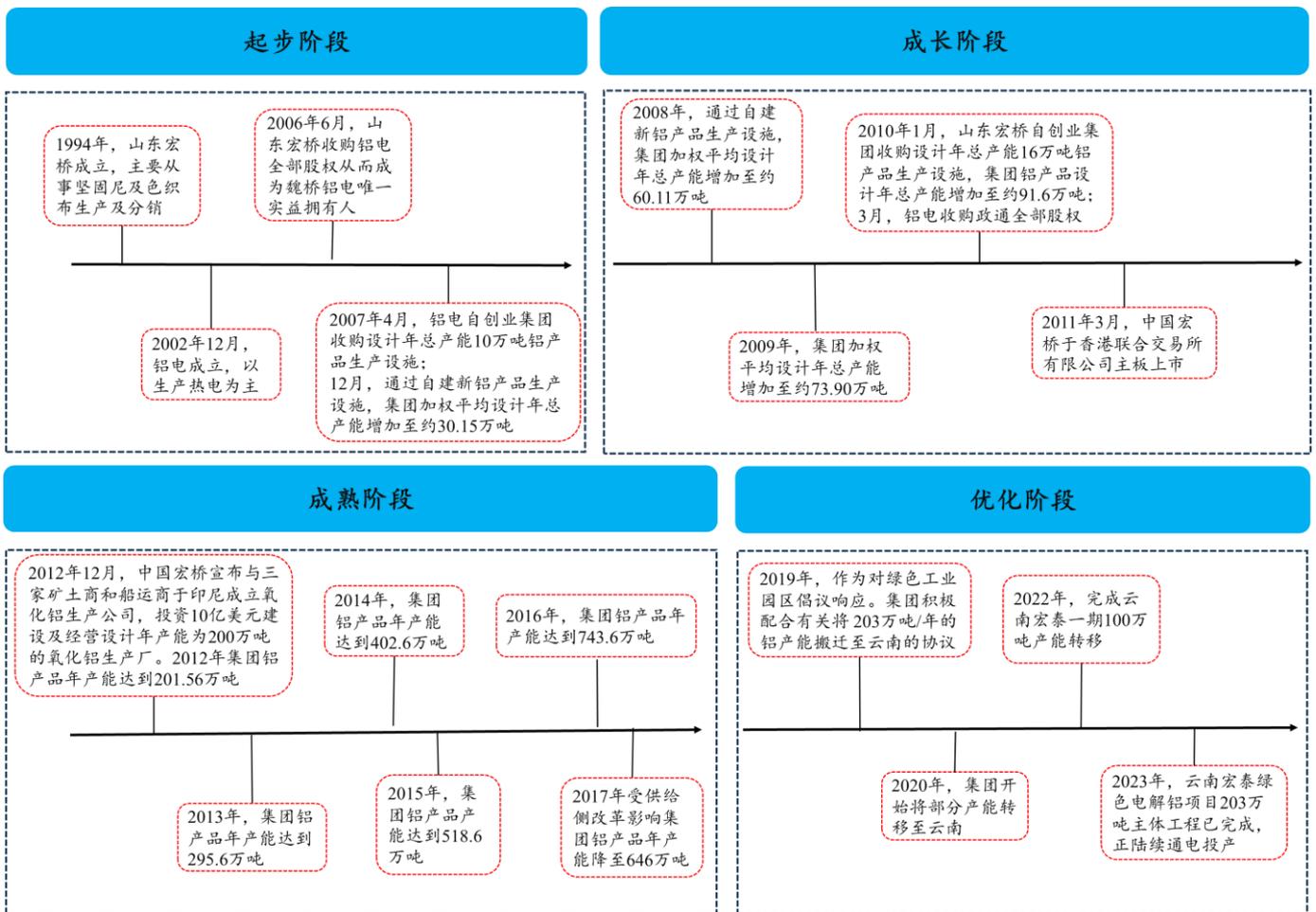
| | |
|---|----|
| 图 23: 中国宏桥股价通常与氧化铝价格呈正相关..... | 15 |
| 图 24: 中国宏桥股价通常与煤炭价格呈负相关..... | 16 |
| 图 25: 中国宏桥股价通常与预焙阳极价格呈负相关..... | 16 |
| 图 26: 中国宏桥旗下联营公司收益多由 ABM 和滨能能源贡献 (单位: 亿元) | 16 |
| 表 1: 中国宏桥通过搬迁产能+建立光伏电站实现对能源结构调整 (截至 2023Q1) | 13 |
| 表 2: 中国宏桥致力于 600KA 电解槽研发, 从技术上降低成本 | 14 |
| 表 3: 上涨行情下主要价格复盘 | 15 |
| 表 4: 中国宏桥旗下多个联营公司 | 16 |
| 表 5: 公司主要业务盈利预测拆分 | 17 |
| 表 6: 与可比公司相比, 中国宏桥估值较低..... | 18 |
| 表 7: 2024 年铝价每上涨 500 元, 公司归母净利润增厚 18.2 亿; 氧化铝每上涨 100 元, 公司归母净利润增厚 3.6 亿 | 18 |
| 表 8: 2024 年预焙阳极每下跌 500 元, 归母净利润增厚 9.5 亿; 煤价每下跌 100 元, 归母净利润增厚 7.1 亿 | 19 |

1、30 年积淀打造铝业龙头

1.1、历经 30 年积淀，实现全产业链布局

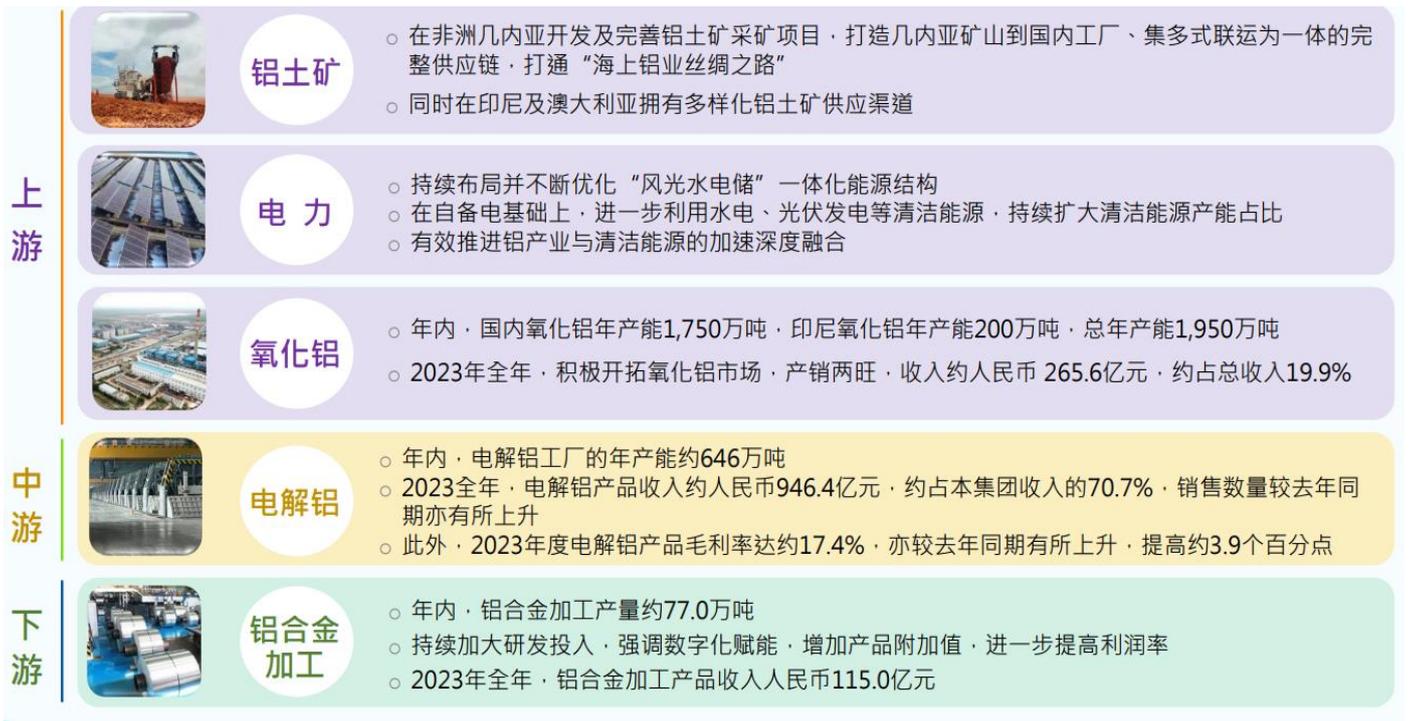
电力起家布局电解铝，30 年积淀实现全产业链布局。中国宏桥于 1994 年 7 月成立，彼时主要从事纺织业务，2002 年成立铝电公司，2007 年自创业集团收购 110 万吨电解铝生产设施，着手布局电解铝业务，之后通过自建产线不断扩大产能，2011 年 3 月于中国香港联交所上市，上市之后中国宏桥陆续布局铝土矿、氧化铝、铝加工项目，完善产业链布局；2019 年，为响应绿色工业园区倡议，公司开始向云南转移部分产能，提高绿色能源占比。整体来看，公司稳扎稳打，逐步形成国际领先的上下游一体化配套供应链。

图1：中国宏桥历经 30 年积淀，成为电解铝行业领军企业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2：公司实现全产业链布局



资料来源：公司官网、开源证券研究所

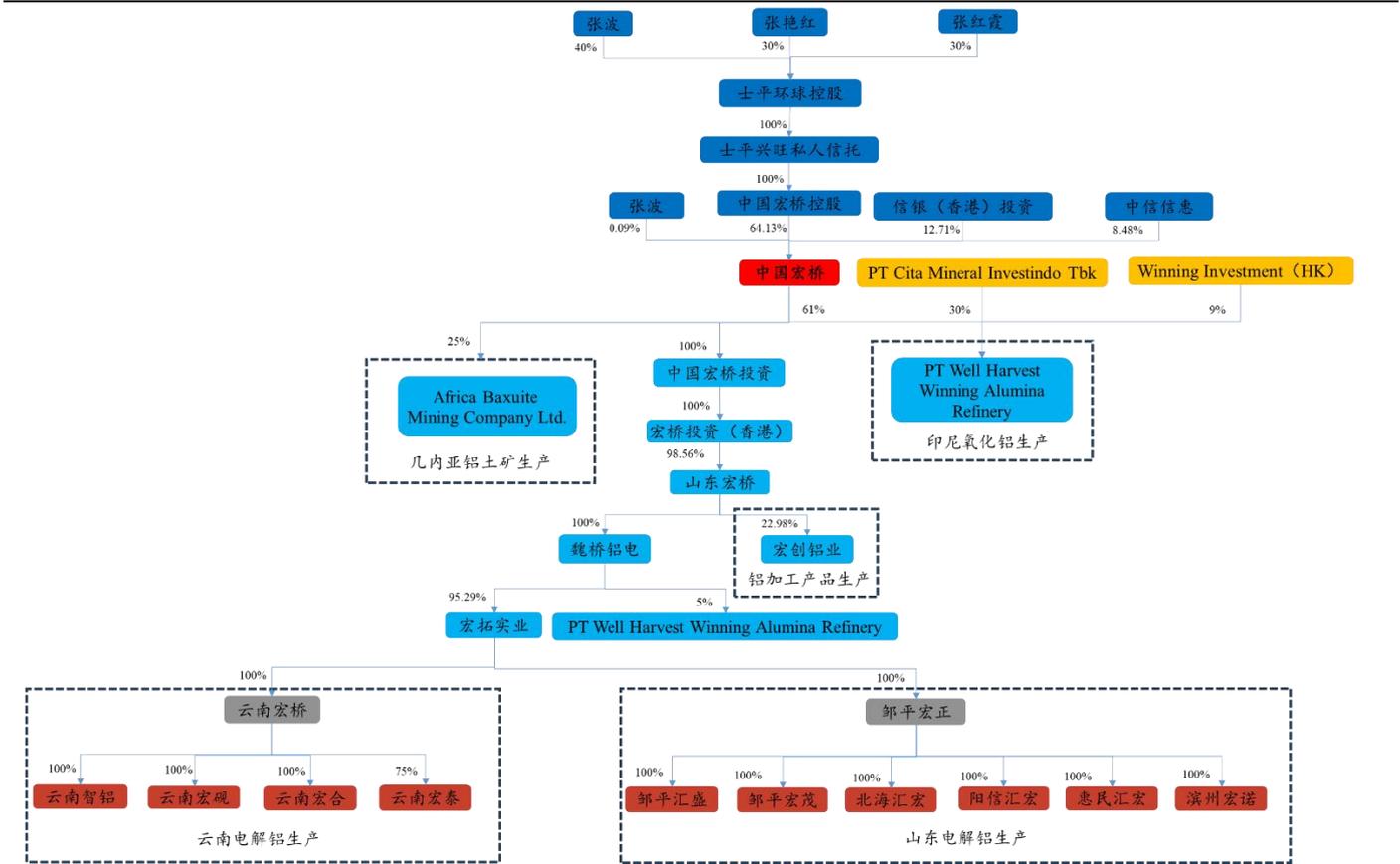
注：上述所列信息均为 2023 年数据

1.2、公司股权结构集中且稳定

张氏家族集中控股，山东宏桥为公司开展业务的核心主体。张氏家族（张波、张艳红、张红霞）通过家族信托持有中国宏桥 64.13% 股权，其中张波为实际控制人。子公司来看，公司控股的山东宏桥是开展业务的核心主体，主要开展山东、云南两地电解铝业务、再生铝业务、氧化铝业务以及铝加工材业务；此外，中国宏桥通过自身和魏桥铝电合计持有宏发韦立 61% 的股份，该公司主要负责开展印度尼西亚的铝土矿开发及氧化铝业务。参股公司来看：（1）山东宏创：该公司是中国宏桥的参股公司，参股比例为 22.98%，主要进行铝板带箔的生产，于 2010 年在深交所上市；（2）ABM：公司参股 25%，主要业务包括几内亚铝土矿、航运、贸易及港口等。

行使购股权，中国宏桥对山东宏桥持股比例增加。2024 年 3 月，中国宏桥公告对长浙宏基和长浙宏叶行使购股权，上市公司回购长浙宏基持有山东宏桥 3.25% 股权和长浙宏叶持有山东宏桥 0.79% 股权，回购完成后上市公司对山东宏桥持股比例由 94.52% 上升至 98.56%。

图3：张士平家族为实际控制人，海内外设立子公司实现铝产业链多环节布局

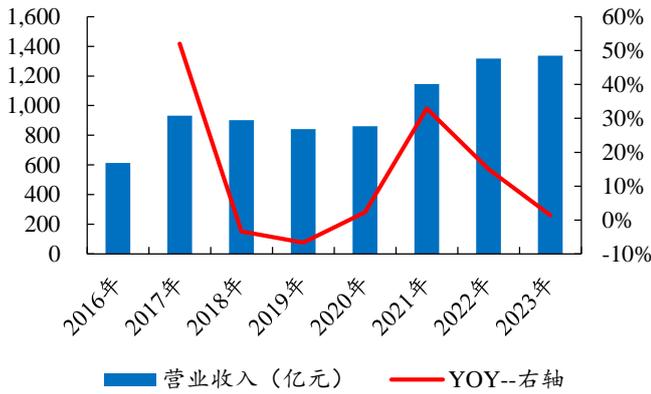


资料来源：Wind、PT Well Harvest Winning Alumina Refinery 官网、开源证券研究所

1.3、电解铝是公司利润的主要来源，原材料成本波动带来业绩弹性

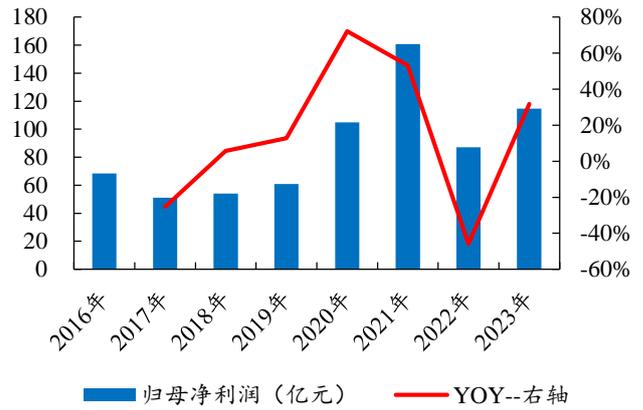
铝价影响营收，原材料波动影响利润。从公司产业链布局来看，除了铝价最大的风险敞口为煤炭和预焙阳极，电解铝生产成本主要为电力、氧化铝和预焙阳极。其中公司氧化铝海内外产能达1950万吨，按照单吨电解铝消耗量1.95万吨粗算，公司氧化铝自给率超100%，但公司国内氧化铝生产集中在山东地区，为减少运输成本，公司山东地区氧化铝除山东电解铝产区自用外，剩余氧化铝就近外销，云南电解铝产区主要从附近外采，伴随电解铝产能向云南搬迁，公司山东地区氧化铝外销量将不断增长；电力来看，山东地区以火电为主，电力成本受煤炭影响较大。业绩层面来看，2016~2023年，公司营业收入年复合增速达11.75%，铝价年复合增速达7.63%，整体来看，铝价和营业收入波动较为同频，2021年铝价大涨33%，公司营业收入同步实现同比约33%的高增；从归母净利润角度来看，虽然2018~2020年公司营业收入增速表现不佳，但归母净利润却实现连年增长，2020年同比增速高达72%，主要系生产成本下降以及减值亏损减少等因素影响，此外，2022年营业收入虽实现15%的增长，但归母净利润却有46%的下滑，主要系2022年预焙阳极、电力等原材料价格上涨，挤占盈利空间，2023年伴随预焙阳极和煤炭价格回落，虽铝价略微下滑，公司盈利能力仍得到一定幅度改善。

图4：公司营业收入受铝价影响大



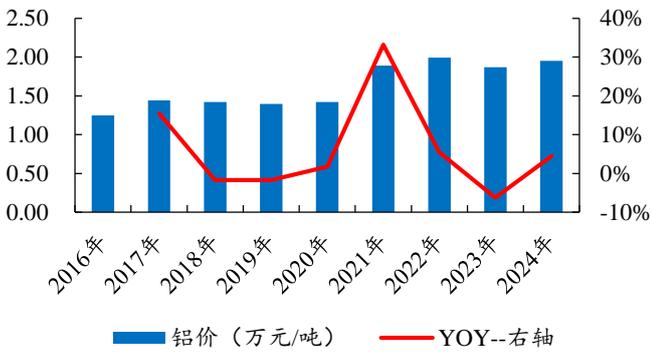
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司归母净利润受原材料成本影响大



数据来源：Wind、开源证券研究所

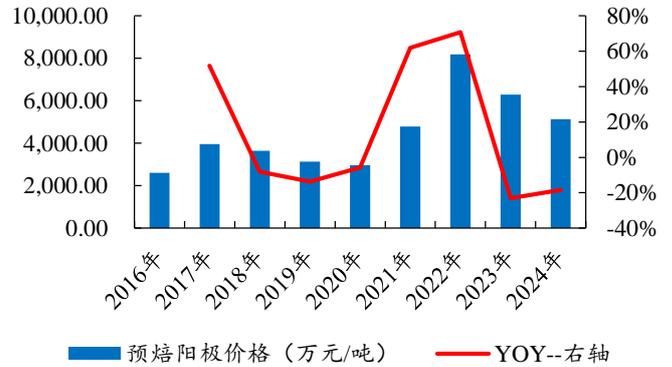
图6：铝价波动影响公司营业收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

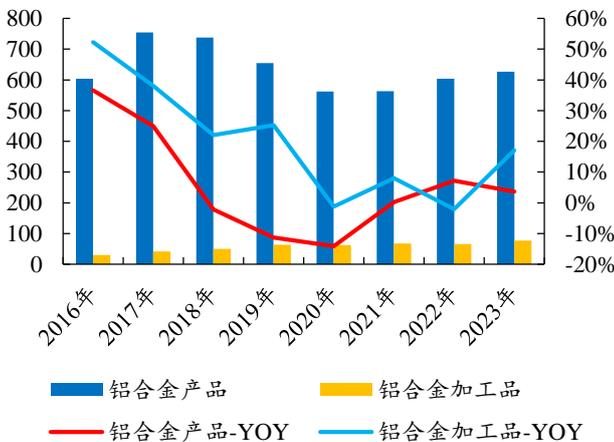
注：2024年价格为年初至今均价

图7：预焙阳极影响原材料成本



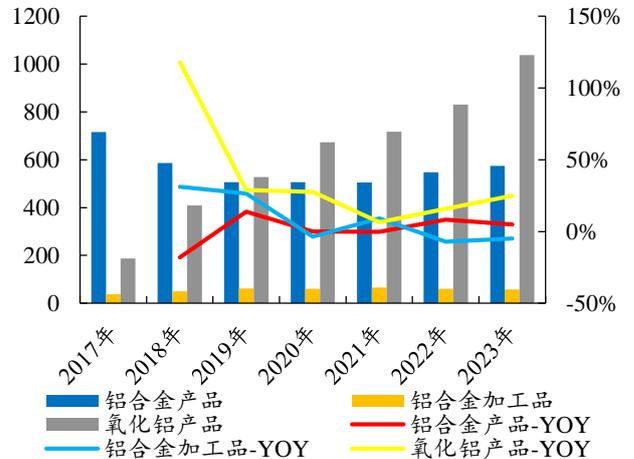
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：供给侧改革后电解铝产量减少（万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：氧化铝外销量不断增长（万吨）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

电解铝是主要的收入和毛利来源。公司主营业务包括电解铝、氧化铝和铝加工材，其中电解铝是主要的收入和毛利来源，2016~2023年，虽伴随氧化铝和铝加工销量的不断增长，电解铝业绩贡献比例一定程度上被挤占，但其营收和毛利占比维持在70%以上。

图10：电解铝贡献主要的营业收入（百万元）

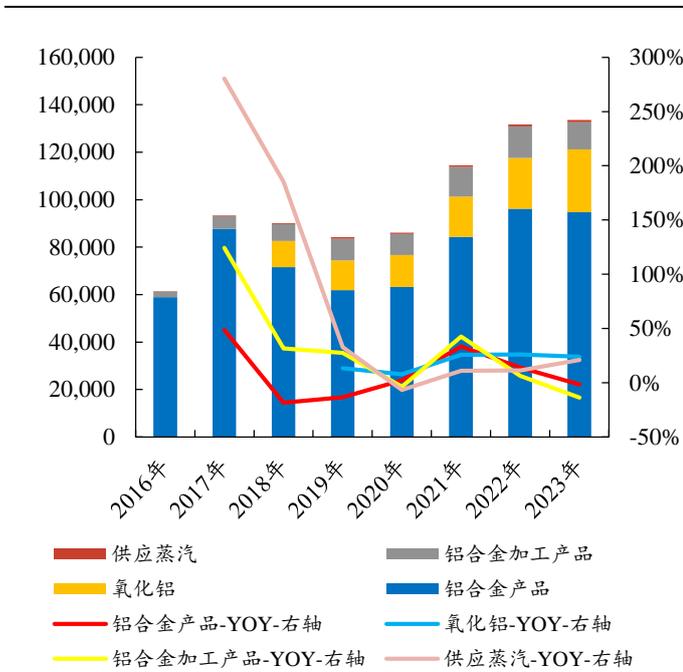
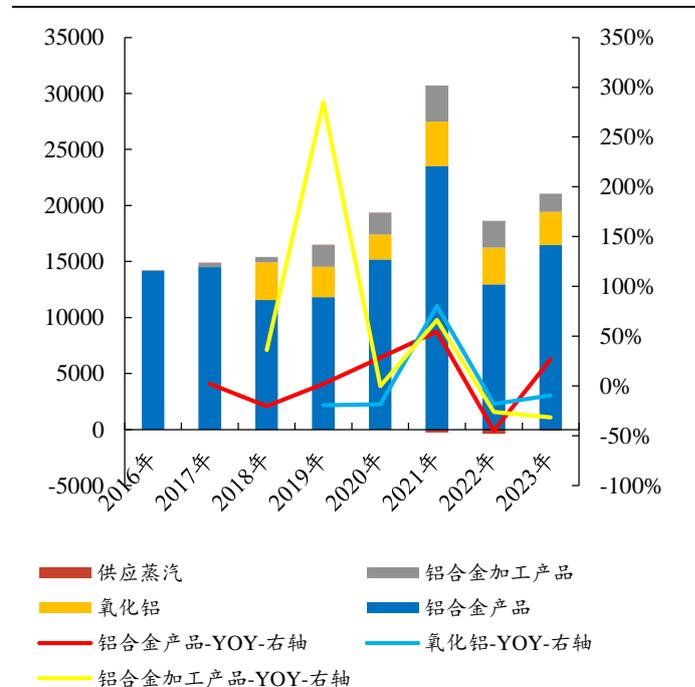


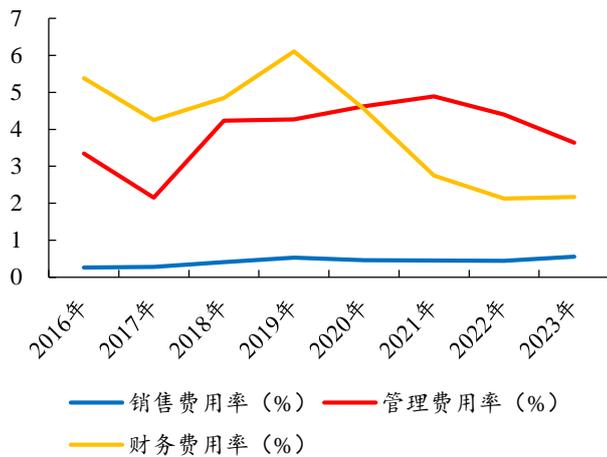
图11：电解铝贡献主要的毛利（百万元）



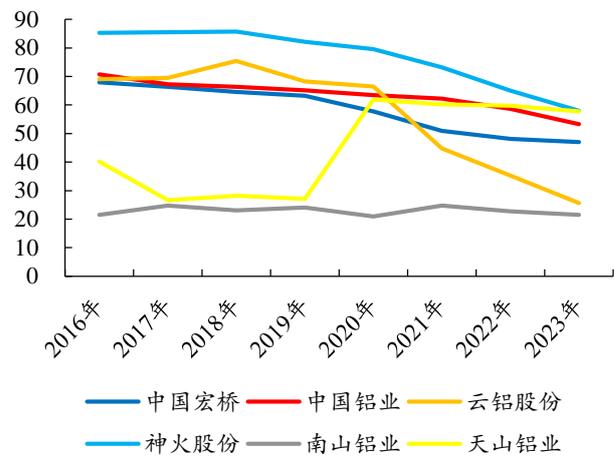
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

资产结构不断优化，财务费用大幅降低。2016年以来，公司资产结构不断优化，资产负债率由2016年的67.94%降至2023年的46.96%；三项费用率整体处于下降趋势，其中财务费用率降幅明显，2016~2023年数据来看，财务费用率最高达2019年的6.11%，最低降至2022年的2.13%。主要系营业利润持续兑现带动现金流持续增长，公司长期借款逐步偿还所致。

图12：中国宏桥三项费用率整体呈下降趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：中国宏桥资产负债率不断优化 (单位：%)


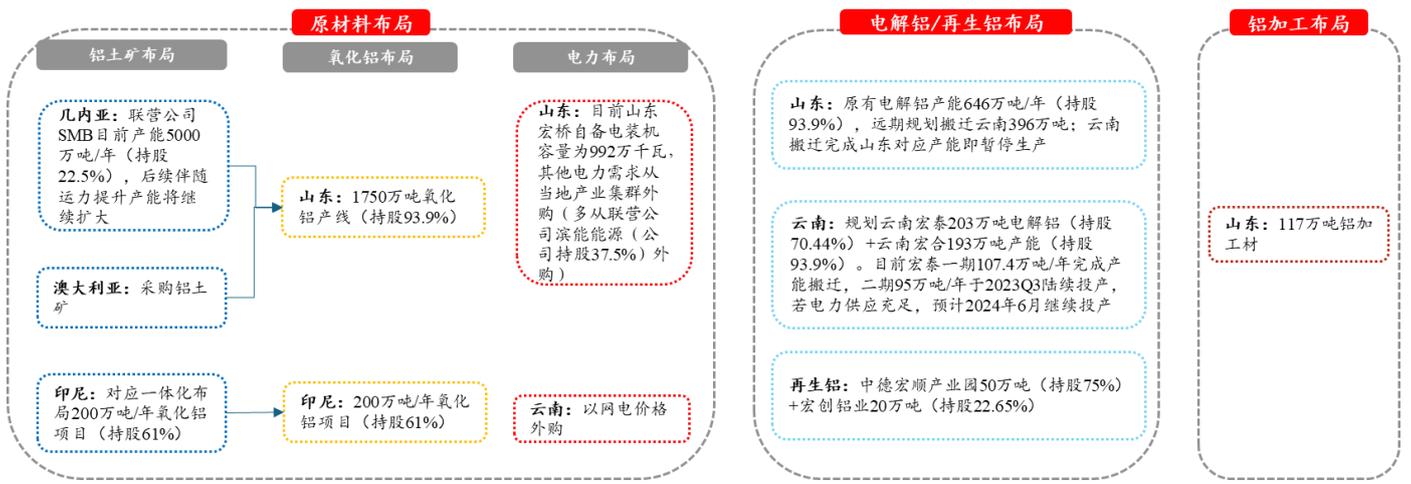
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、铝产业链一体化布局，调整能源结构顺应双碳时代

公司以电解铝为核心展开业务布局，目前已形成上下游一体化布局。中国宏桥建立了以电解铝为核心的上下游一体化布局产业链，布局电解铝产能 646 万吨/年；向上游来看，公司参股 SMB 位于几内亚布局铝土矿产能，同时布局澳大利亚铝土矿采购渠道，于山东和印尼布局氧化铝产能，其中山东产线消纳公司从几内亚和澳大利亚采购的铝土矿，印尼氧化铝产线为一体化项目，整体来看，公司氧化铝产品多实现就近消耗，主要用于山东电解铝产区，剩余部分进行外销。而公司云南地区电解铝所需氧化铝多采用就近购买的方式。下游来看，公司在山东滨州布局 117 万吨铝加工材，进一步实现铝全产业链的布局。

部分产能搬迁至云南，调整能源结构顺应双碳时代。2019 年开始，公司与云南省文山州开展 203 万吨的电解铝产能转移规划，另外，公司 193 万吨云南红河电解铝项目正处于规划落地推进中，待项目全部落地，云南地区电解铝产能达 396 万吨/年，占比达 61.3%。公司通过搬迁产能至云南大幅提高绿电占比。

图14：中国宏桥以电解铝为核心，已实现上下游一体化布局



资料来源：Wind、PT Well Harvest Winning Alumina Refinery 官网、公司官网等、开源证券研究所

2.1、向前一体化开拓资源匹配，降低原材料风险敞口

电解铝生产的主要原材料成本包括氧化铝、电力和预焙阳极，公司于几内亚和印尼布局铝资源，同时开拓澳洲铝土矿原料来源，降低原材料风险敞口。目前几内亚具备铝土矿产能 5000 万吨，后续伴随达比隆港区扩建落地，有望继续增长，几内亚铝土矿配套山东氧化铝产线，氧化铝产能主要集中在邹平、北海、沾化，合计产能 1750 万吨，同时印尼目前具备 200 万吨氧化铝生产能力。公司氧化铝产能合计高达 1950 万吨，自给率超 100%，但考虑到云南距山东较远，云南地区所需氧化铝以当地产业集群内企业采购为主，山东多余的氧化铝就地销售，伴随云南搬迁项目的不断落地，公司氧化铝外销量将不断增加。

图15：中国宏桥多渠道布局原材料



资料来源：公司官网、开源证券研究所

几内亚铝土矿资源优质，中国宏桥通过持股联盟获取稳定原材料供给。几内亚铝土矿储量位居全球前列，且矿脉埋藏浅，覆土层薄，甚至无需剥离表土即可露天出矿，此外当地铝土矿矿石品位高，氧化铝平均含量高达 45-62%，二氧化硅含量低，仅为 1-3.5%，矿石品质优异。2014 年，韦立国际集团、中国魏桥集团、中国山

东省港口集团烟台港集团和法国 UMS 组成三国四方“赢联盟”(中国宏桥持股 22.5%)，进入几内亚从事铝土矿开发，目前每年出矿近 5000 万吨。

(1) **矿山开采**：SMB 的业务活动主要集中在几内亚西部的博凯地区，开采活动主要在 SMB 的三个矿区进行：Santou 和 Houda、Malapouya 和 Dabiss。

(2) **矿石运输**：采矿作业结束后，铝土矿被运往 Katougouma 和 Dapilon 的河港，再用驳船将压碎的矿石运往公海，然后用浮吊将铝土矿转运到货轮上，再由货轮将铝土矿出口到目的地。赢联盟于 2019 年 3 月动工修建达圣铁路，并于 2021 年 6 月竣工通车，全长 125 公里，年运能 4500 万吨左右，连接圣图宏达矿区和 Dapilon 码头，服务于铁路沿线的各大矿区，此外，**达比隆港区二期三个泊位正在建设中，预计增加吞吐量 1500 万吨。**

图16：中国宏桥通过赢联盟布局几内亚铝土矿



资料来源：GoogleMaps、SMB 官网、开源证券研究所

2.2、向后一体化布局加工配套，高附加值轻量化项目抬升整体抗波动能力

中国宏桥铝精深加工生产采用国际先进的铝液直接熔炼铸锭—热连轧—冷轧—精整生产工艺，并全面引进全球领先的高精度、高自动化轧机，在工艺技术和自动化控制上均达到了国际领先水平。**中国宏桥的熔铸生产线是目前世界最大的熔铸车间之一，最大可铸造重量达 42 吨。**中国宏桥在铝箔生产中的各项工艺技术指标和产品质量都走在了行业前列，可完成装饰箔、家用箔、热封箔、糖果箔、食品箔、双零箔等产品的开发和生产。

深度介入汽车轻量化发展，提高产品附加值。2020 年宏桥围绕“三新一高”材料战略，规划汽车轻量化结构件项目、全铝车身项目、汽车零部件项目等轻量化项目。2022 年一系列聚焦加速轻量化产业发展的项目有序进行，其中，山东省重大科技创新工程“基于铝基的交通轻量化”科技示范工程成功启动；2023 年 4 月，魏桥（苏州）轻量化研究院正式成立，在研究院完成中试、小试后送往邹平，在魏桥轻量化基地进行大规模应用，目前魏桥轻量化基地具备年产锻件 300 万件、铸件 1700 万件、冲压 50 万套，车身及总成件 100 万台件的生产能力，产品附加值得到提升。

2.3、公司布局再生铝+调整能源结构，顺应双碳时代

中国宏桥与德国 Scholz 成立合资公司，布局再生铝业务降低碳排放。2020 年宏桥与德国 ScholzChinaGmbH 合作成立合资公司，其中中国宏桥持股 75%，在滨州共同建设中德宏顺回收技术合作项目，业务主要涵盖汽车拆解、金属回收、资源回收再生技术和工艺的研发等，**每吨再生铝实现节能 95%、碳减排 85% 以上**。2021 年 4 月，中德宏顺循环科技产业园项目开工建设，总投资 15 亿元，总体规划年再生铝加工规模 50 万吨，主要围绕“3+N”模式，即报废机动车回收拆解、再生铝、动力电池再生利用三大板块建设，同时从原料端开始搭建可持续的再生资源产业集群，打造绿色拆解、高值回收的循环经济体系。

布局清洁能源+搬迁产能，推进能源结构调整。公司此前能源消耗以煤炭发电为主，为响应国家号召，在云南政府支持下，公司计划将部分产能搬迁至云南，充分利用当地水电优势，另一方面公司在云南、山东均大力投资开发光伏等清洁能源项目，提高清洁能源占比。

山东地区发电方式以煤电为主，公司陆续投入光伏电站降低碳排放。2019 年，使用 300 兆瓦分布式光伏发电项目生产的光伏电力，年可节约标煤 10.34 万吨；2023 年 11 月，滨州北部沿海地区建设的 2GW 渔光互补光伏电站成功发电并接入公司电网；近日滨州沾化区 2GW 渔光互补光伏发电项目并网容量成功达到 650MW，预计到 2024 年 10 月将达 1.2GW，届时年供电量将达 16.8 亿 kWh，可节约标煤 50.4 万吨，减少碳排放约 136 万吨。

图17：山东渔光互补光伏发电项目助力能源结构调整



资料来源：魏桥创业微信公众号

公司计划搬迁超 6 成产能至云南，提升公司绿电铝产品结构占比。2019 年公司获批将 203 万吨/年电解铝产能由山东转移至云南省文山州，项目分两期建设，每期建设总规模的 1/2，总投资 112.14 亿元，一期规模 108 万吨/年，二期 95 万吨/年，项目采取边建设边投产形式，根据建设情况分步骤分阶段地落实产能指标，待云南项目投产后，关停山东对应数量的产能，截至 2023 年 9 月底，云南文山电解铝项目一期已经建成投产，设计产能 107.40 万吨/年，已于 2022 年达产；云南文山电解铝项目二期 95 万吨/年产能已于 2023 年三季度陆续搬迁投产，若电力供应充足，预计 2024 年 6 月剩余未搬迁产能将继续搬迁；此外，公司还有 193 万吨/年电解铝产能计划搬迁至云南省红河州，项目已于 2024 年年内开工，待项目全部搬迁完成，公司将合计

向云南转移 396 万吨/年产能，占全部产能的 61.3%，同时公司加速建设光伏发电等新能源项目，并配合风光水储能持续协同布局，应对云南枯水期限电影响。

表1：中国宏桥通过搬迁产能+建立光伏电站实现对能源结构调整（截至 2023Q1）

| 项目名称 | 计划投资金额 (亿元) | 已投金额(亿 元) | 未来三年投资计划 | | |
|---------------|----------------|--------------|--------------|-------|-------|
| | | | 2023年(4~12月) | 2024年 | 2025年 |
| 云南文山项目 | 112.14 | 94.30 | 10.70 | 3.57 | 3.57 |
| 云南红河项目 | 120.00 | 0.22 | 83.85 | 17.97 | 17.97 |
| 云南螺丝塘光伏电站项目 | 3.85 | 0.04 | 3.29 | 0.52 | - |
| 云南开远老寨村光伏电站项目 | 3.17 | 0.05 | 2.52 | 0.60 | - |
| 云南大麦潭光伏电站项目 | 5.06 | 0.00 | 4.05 | 1.01 | - |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、研发高效电解槽降低单耗，煤价回落增厚盈利空间

山东地区以自备电厂+外购电力为主，云南地区外购水电。公司拥有自备电厂和自建输电网络，除云南基地外其他所有生产基地由自建电网连接，集中供电，运营效率高，截至 2023 年 9 月底，公司电力自给率为 54.94%，整体处于下滑趋势，主要系山东电解铝产能部分搬迁至云南，导致外购电占比增加，我们预计伴随电解铝产能持续由山东向云南搬迁，公司电力自给率将持续下降。目前公司电力结构如下：

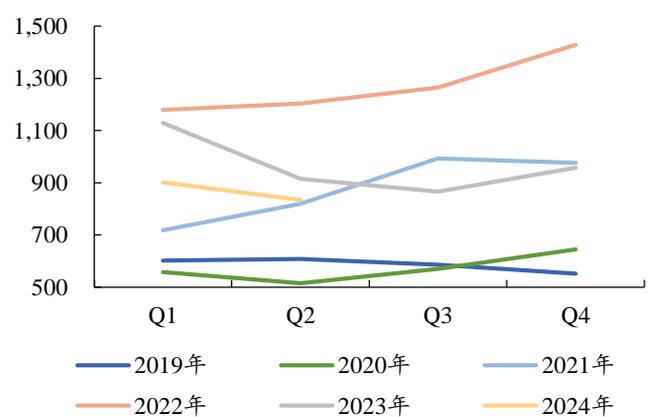
(1) **山东自备电厂**：山东宏桥于 2005 年开始新建自备热电厂，目前装机容量为 992 万千瓦，发电所需主要原材料为煤炭，因此自备电发电成本受煤炭价格影响较大，煤炭价格对公司业绩也有不可小觑的影响；

(2) **山东外购电**：为解决缺口电力供给问题，中国宏桥对邹平滨能能源投资 22.5 亿元，并与其达成长期供应电力的战略合作，2020-2022 年，公司分别外购电力 298.7 亿度、308.9 亿度和 383.4 亿度；

(3) **云南外购电**：云南地区以水电为主，电价受枯水期和丰水期影响较大。电力成本占据电解铝成本项大头，从公司电力布局结构来看，煤炭是最大的风险敞口，煤炭价格低位运行有望增厚公司利润。

图18：中国宏桥自备电率降低


数据来源：信用评级报告、开源证券研究所

图19：年初至今秦皇岛煤价不断下降（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

中国宏桥研发 600KA 电解槽，从技术上降本提质。公司使用的 400KA-600KA

四端进电预焙槽阳极电解生产工艺，电流效率达到 96%左右，该工艺既能节约能源又能提高液态铝的纯度，其全球首条全系列 600KA 特大型阳极预焙电解槽于 2014 年 12 月投产运行，具有单槽容量最大、吨铝投资最少、液态铝质量最好、能耗最低、生产环境最优、自动化程度最高、用工最少的优势，优化生产技术降低单耗，降低生产成本，此外，600KA 电解槽带来的较低单耗水平满足《关于完善电解铝行业阶梯电价政策的通知》文件中“电解铝企业不加价”的单耗要求。

表2：中国宏桥致力于 600KA 电解槽研发，从技术上降低成本

| | 中国宏桥（600KA 电解槽） | 行业平均水平 | 中国宏桥优势 |
|------------|-----------------|--------|--------|
| 单吨电耗 (KWh) | 12443 | 13500 | 8% |
| 氟化盐单耗 (kg) | 12.50 | 25.00 | 100% |
| 阳极毛耗 (kg) | 473.00 | 500.00 | 6% |
| 氧化铝 (吨) | 1.95 | 1.95 | 0% |

数据来源：上期所发布微信公众号、《NEUI600KA 级高效电解槽技术开发与产业化应用》-张波、开源证券研究所

2.5、公司分红比例领先同行，彰显公司中长期投资价值

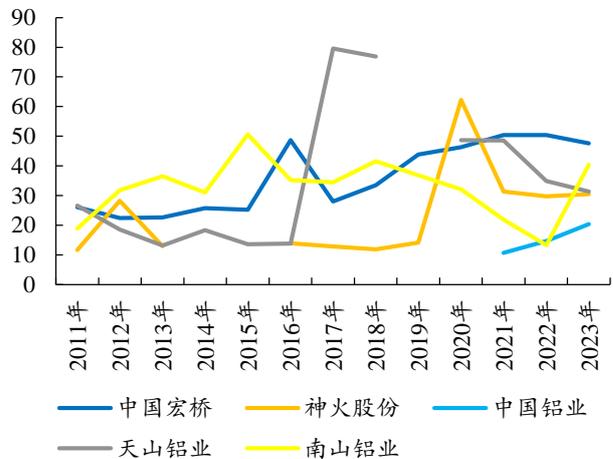
公司自 2011 年上市以来，累计实现净利润 1025.62 亿人民币，实施现金分红 13 次，累计现金分红 383.59 亿元，分红率高达 37.4%，2023 年股息率达 9.86%，领先同行，公司凭借稳健经营业绩保持稳定增长，并维持较高的分红比例回馈投资者，投资价值彰显。

图20：中国宏桥股利支付率整体呈稳步上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：中国宏桥股利支付率领先同行 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、成本企稳+铝行业高景气，电解铝龙头扬帆起航

复盘前两轮股价上涨周期，我们发现公司股价上涨行情通常伴随着产品价格的上涨或者原材料价格的下跌，复盘 2021 年 1 月底~5 月中和 2022 年 10 月底~2023 年 1 月底的两轮行情，我们发现前者主要由产品价格上涨驱动、后者主要由原材料价格下跌驱动，再看本轮行情，产品价格稳步上涨，原材料价格低位震荡运行，公司利润空间有望大幅增厚，我们认为本轮行情的时间维度和涨幅都将更久、更高。

(1) 2021 年 1 月底~5 月中：股价涨幅达 97%，同期铝价涨幅达 35%、氧化铝

价格跌幅 1%、煤炭价格涨幅 21%、预焙阳极价格涨幅 21%，此轮上涨多为公司主产品铝价上行带来的行情，主要外购原材料煤炭和预焙阳极价格并未下跌，但涨幅远不及电解铝和氧化铝价格涨幅。

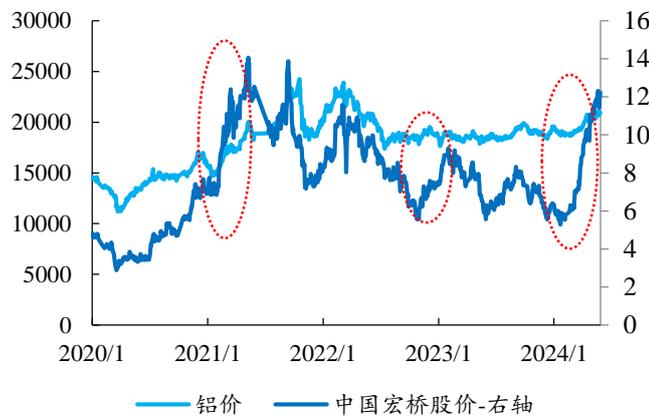
(2) 2022 年 10 月底~2023 年 1 月底：股价涨幅达 63%，同期铝价涨幅达 5%、氧化铝价格涨幅达 6%、煤炭价格跌幅达 26%、预焙阳极价格跌幅达 9%，此轮上涨多为外购原材料煤炭、预焙阳极价格下跌带来的行情，铝价和氧化铝价格涨幅有限。

(3) 2024 年 2 月初至今：股价涨幅高达 111%，同期铝价涨幅达 10%，氧化铝价格涨幅达 17%，煤炭价格下跌 3%，预焙阳极价格涨幅 3%，此轮上涨由铝价和氧化铝价格上涨以及主要外购原材料煤炭、预焙阳极价格低位运行带来的行情，是价格上涨和成本降低的共振，在铝价和氧化铝价格高位运行、煤炭和预焙阳极价格低位震荡的背景下，我们认为本轮行情的时间维度和涨幅都将更久、更高。

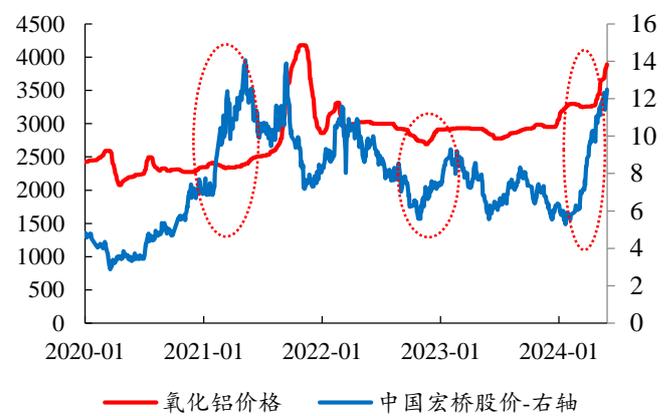
表3：上涨行情下主要价格复盘

| 涨跌幅 | 中国宏桥股价 | 铝价 | 氧化铝价格 | 煤炭价格 | 预焙阳极价格 |
|--------------------------|--------|-----|-------|------|--------|
| 2021 年 1 月底~5 月中 | 97% | 35% | -1% | 21% | 21% |
| 2022 年 10 月底~2023 年 1 月底 | 63% | 5% | 6% | -26% | -9% |
| 2024 年 2 月初至今 | 111% | 10% | 17% | -3% | 3% |

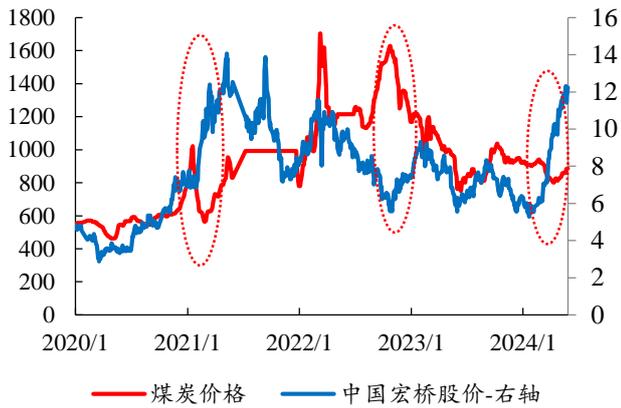
资料来源：Wind、开源证券研究所

图22：中国宏桥股价通常与铝价呈正相关


数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：中国宏桥股价通常与氧化铝价格呈正相关


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：中国宏桥股价通常与煤炭价格呈负相关


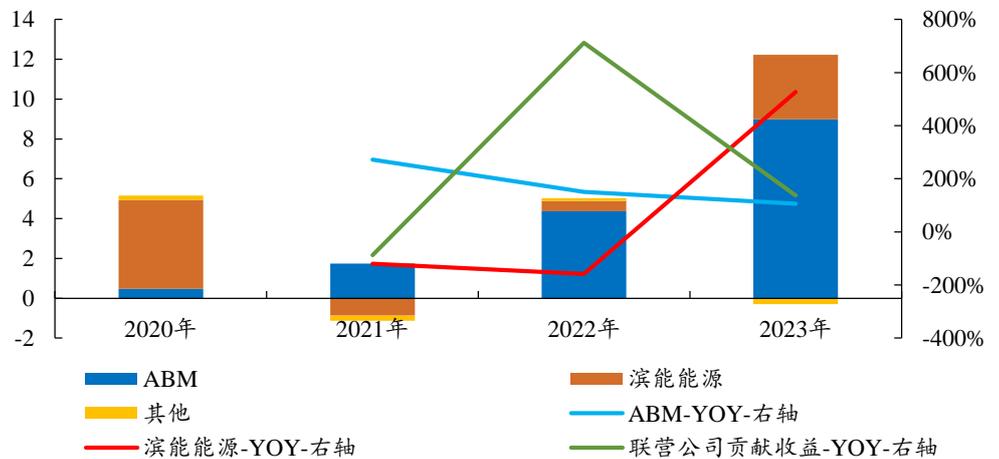
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：中国宏桥股价通常与预焙阳极价格呈负相关


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、联营公司：ABM和滨能能源贡献主要利润，西芒杜投产有望增厚

ABM和滨能能源贡献联营公司主要收益。2023年联营公司实现收益11.93亿元，同比增长137%，主要由主营铝土矿贸易的ABM公司和主营发电业务的滨能能源贡献；其中ABM公司2023年实现营业收入158亿元，净利润35.9亿元，中国宏桥持股比例达25%，对应收益约9亿元，滨能能源2023年实现营业收入143亿元，净利润8.6亿元，中国宏桥持股比例达37.5%，对应收益3.2亿元。

图26：中国宏桥旗下联营公司收益多由ABM和滨能能源贡献（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：中国宏桥旗下多个联营公司

| 联营公司名称 | 注册地 | 2023年权益 | 主要业务 |
|--------|-----|---------|-------|
| SMB | 几内亚 | 22.50% | 铝土矿开采 |
| WAP | 几内亚 | 22.50% | 港口运输 |
| ABM | 新加坡 | 25% | 铝矾土贸易 |
| GTS | 新加坡 | 25% | 铝矾土贸易 |
| 创新炭材料 | 中国 | 20% | 炭贸易 |

| 联营公司名称 | 注册地 | 2023 年权益 | 主要业务 |
|--------|-----|----------|------|
| 滨能能源 | 中国 | 37.50% | 电力业务 |

资料来源：Wind、开源证券研究所

宝武集团主导西芒杜北铁矿项目建设，预计 2026 年投产。西芒杜铁矿位于几内亚东南部，由北至南包含 1、2、3、4 号区块，已探获标准资源量 44.1 亿吨，平均全铁品位 TFe65% 以上，西芒杜铁矿初期具有年产 1.2 亿吨高品质铁矿能力，其中北部区块（1、2 号）由赢联盟西芒杜矿山公司持有，铁矿储量达 18 亿吨，宝武集团主导开发，预计 2026 年建设投产。

中国宏桥通过赢联盟控股西芒杜北铁矿项目，项目投产后有望增厚投资收益。WCS 和 WCSI 控股股东将根据合营安排由 WCH 拥有 51% 及由宝武资源（或其联属公司）拥有 49%，WCS 和 WCSI 分别主要从事参与矿山项目和基建项目，魏桥铝电持股 WCH 50% 股权，中国宏桥通过控股魏桥铝电进而持有西芒杜北项目部分股权。

3.3、盈利预测与业务拆分

商品产销量：（1）电解铝：公司目前电解铝 646 万吨产能已全部投产，部分产能正在往云南搬迁中，我们预计受云南枯水期影响，云南地区产能利用率将略低于山东地区，我们预计 2024~2026 年电解铝外销量分别为 565.9、563.9、562.3 万吨；

（2）氧化铝：伴随云南电解铝产能的置换，山东地区氧化铝外销量或将提高，我们预计 2024~2026 年氧化铝外销量分别为 1027.7、1127.5、1213.5 万吨；**（3）铝加工：**预计公司将继续维持目前的销售情况，我们预计 2024~2026 年铝加工材销量分别为 60、60、60 万吨。

商品价格：在电解铝产能天花板限制下，海内外矿端供给扰动频出，国内铝土矿受晋豫矿山停产影响，几内亚铝土矿生产和运输接连受罢工、红海事件影响，导致电解铝、氧化铝价格齐涨。目前市场对于铝价最大的担忧在于地产板块，但近期地产政策频出，铝板块是典型的“弱预期、强现实”品种，我们认为铝价在地产悲观预期修复、新能源需求增长的支撑下有望高位运行，我们预计 2024~2026 年**电解铝价格**分别为 20000、20000、20000 元/吨；**氧化铝价格**方面，由于目前国内晋豫铝土矿复产进度低于预期，氧化铝价格最高已突破 4000 元/吨，我们认为当下在国内环保趋严、海外供给易受扰动的背景下，氧化铝价格或难回到此前 3000 元/吨以下的水平，我们预计公司 2024~2026 年氧化铝价格分别为 3400、3400、3400 元/吨。

表5：公司主要业务盈利预测拆分

| | 2024E | 2025E | 2026E | |
|-------|---------|-----------|----------|----------|
| 氧化铝业务 | 销量（万吨） | 1027.66 | 1127.51 | 1213.50 |
| | 价格（元/吨） | 3400.00 | 3400.00 | 3400.00 |
| | 收入（亿元） | 30920.62 | 33924.95 | 36512.41 |
| | 毛利（亿元） | 8121.62 | 8841.66 | 9460.40 |
| 电解铝业务 | 销量（万吨） | 565.92 | 563.86 | 562.26 |
| | 价格（元/吨） | 20000.00 | 20000.00 | 20000.00 |
| | 收入（亿元） | 100163.19 | 99798.58 | 99515.40 |
| | 毛利（亿元） | 29280.45 | 28726.45 | 28251.73 |
| 铝加工业务 | 销量（万吨） | 60.00 | 60.00 | 60.00 |
| | 价格（元/吨） | 22825.00 | 22825.00 | 22825.00 |
| | 收入（亿元） | 12119.47 | 12119.47 | 12119.47 |

| | | | |
|---------|---------|---------|---------|
| 毛利 (亿元) | 4002.45 | 4079.79 | 4165.58 |
|---------|---------|---------|---------|

数据来源: Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年实现收入 1441.0、1467.4、1490.5 亿元，同比分别变动+5.8%、+1.8%、+1.6%，实现归母公司净利润 195.3、195.7、195.8 亿元，同比分别变动+70.4%、+0.2%、+0.02%，EPS 分别为 2.06、2.07、2.07 元/股。考虑到中国宏桥电解铝盈利占比较大，同时氧化铝自给率超 100%，我们选取中国铝业、云铝股份、神火股份、南山铝业作为可比公司，以 2024 年 6 月 11 日股价为基准，2024~2026 年可比公司平均估值分别为 11.5、10.3、9.3 倍，中国宏桥分别为 5.8、5.8、5.8 倍。公司拥有电解铝产能 646 万吨/年，是当之无愧的电解铝龙头，同时向上布局原材料降低风险敞口，向下布局铝加工、进军轻量化提高产品附加值，抬升整体抗波动能力，战略规划清晰，此外，公司最大的风险敞口预焙阳极和煤炭价格低位运行，相较同行而言，公司除了能够享受铝行业高景气带来的利润增厚外，还能够享受原材料价格下行带来的利润空间进一步扩大。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 与可比公司相比，中国宏桥估值较低

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价(元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 601600.SH | 中国铝业 | 7.7 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 14.4 | 14.7 | 12.2 | 10.5 |
| 000807.SZ | 云铝股份 | 14.6 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 10.7 | 11.2 | 10.0 | 9.2 |
| 000933.SZ | 神火股份 | 22.6 | 2.6 | 2.8 | 3.1 | 3.3 | 8.4 | 8.6 | 8.1 | 7.4 |
| 600219.SH | 南山铝业 | 3.8 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 9.9 | 11.4 | 10.9 | 10.0 |
| 可比公司平均 PE | | | | | | | 10.9 | 11.5 | 10.3 | 9.3 |
| 1378.HK | 中国宏桥 | 12.9 | 1.2 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 5.3 | 5.8 | 5.8 | 5.8 |

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 中国宏桥、神火股份盈利预测来自于开源证券研究所预测，其他盈利预测均来自于 Wind 一致预期 (数据截至 2024 年 6 月 11 日)

3.4、业绩敏感性测算

铝及氧化铝价格对公司业绩影响: 电解铝是公司盈利的主要贡献业务，电解铝价格波动对公司盈利能力影响较大；同时 2023 年公司外售氧化铝超过 1000 万吨，伴随对外销量的增加，氧化铝价格波动对公司盈利能力的影响也日趋明显，尤其是 2024 年以来氧化铝价格中枢出现较为明显的抬升，2017~2023 年氧化铝价格基本都在 3000 元/吨以下波动，2024 年至今的上涨行情中最高达到 4266 元/吨，氧化铝价格的大幅上涨将增厚公司业绩。

表7: 2024 年铝价每上涨 500 元，公司归母净利润增厚 18.2 亿；氧化铝每上涨 100 元，公司归母净利润增厚 3.6 亿

| | | 沪铝价 (元/吨) | | | | | | |
|-------------|------|-----------|----------|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 归母净利润 (百万元) | | 19000 | 19500 | 20000 | 20500 | 21000 | 21500 | 22000 |
| 氧化铝价格 (元/吨) | 3000 | 14446.65 | 16268.44 | 18090.56 | 19912.92 | 21735.46 | 23558.14 | 25380.93 |
| | 3100 | 14805.78 | 16627.46 | 18449.47 | 20271.73 | 22094.19 | 23916.8 | 25739.53 |
| | 3200 | 15164.8 | 16986.37 | 18808.29 | 20630.48 | 22452.86 | 24275.41 | 26098.08 |
| | 3300 | 15523.72 | 17345.2 | 19167.04 | 20989.15 | 22811.47 | 24633.96 | 26456.57 |
| | 3400 | 15882.54 | 17703.94 | 19525.71 | 21347.76 | 23170.02 | 24992.46 | 26815.03 |
| | 3500 | 16241.28 | 18062.61 | 19884.32 | 21706.31 | 23528.52 | 25350.91 | 27173.44 |
| | 3600 | 16599.93 | 18421.21 | 20242.86 | 22064.8 | 23886.97 | 25709.31 | 27531.8 |

| | | | | | | | | |
|--|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 3700 | 16958.5 | 18779.73 | 20601.34 | 22423.24 | 24245.37 | 26067.67 | 27890.13 |
| | 3800 | 17317 | 19138.19 | 20959.77 | 22781.63 | 24603.72 | 26425.99 | 28248.41 |
| | 3900 | 17675.43 | 19496.6 | 21318.14 | 23139.96 | 24962.02 | 26784.27 | 28606.66 |
| | 4000 | 18033.8 | 19854.94 | 21676.45 | 23498.26 | 25320.29 | 27142.5 | 28964.87 |
| | 4100 | 18392.1 | 20213.23 | 22034.72 | 23856.5 | 25678.51 | 27500.7 | 29323.05 |
| | 4200 | 18750.35 | 20571.47 | 22392.95 | 24214.71 | 26036.69 | 27858.87 | 29681.2 |

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

煤价和预焙阳极价格对公司利润影响：煤价和预焙阳极作为公司主要的原材料风险敞口，价格变动对公司业绩影响不容小觑。

表8：2024年预焙阳极每下跌500元，归母净利润增厚9.5亿；煤价每下跌100元，归母净利润增厚7.1亿

| | | 预焙阳极价格（元/吨） | | | | | | |
|-----------------|------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 归母净利润（百万元） | | 3000 | 3500 | 4000 | 4500 | 5000 | 5500 | 6000 |
| 煤价 （元 /吨） | 700 | 23350.1 | 22404.2 | 21458.3 | 20512.5 | 19566.6 | 18620.7 | 17674.9 |
| | 800 | 22643.6 | 21697.7 | 20751.8 | 19806.0 | 18860.1 | 17914.2 | 16968.4 |
| | 900 | 21937.1 | 20991.2 | 20045.4 | 19099.5 | 18153.6 | 17207.8 | 16261.9 |
| | 1000 | 21230.6 | 20284.7 | 19338.9 | 18393.0 | 17447.2 | 16501.3 | 15555.5 |
| | 1100 | 20524.1 | 19578.3 | 18632.4 | 17686.5 | 16740.7 | 15794.9 | 14849.0 |

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

4、风险提示

- (1) 煤炭、预焙阳极价格大幅波动。煤炭和预焙阳极是公司原材料端最大的风险敞口，价格的大幅波动对公司业绩影响较大。
- (2) 铝价、氧化铝价格大幅下跌。电解铝和氧化铝是公司的主营产品，若价格大幅下跌将对公司营业收入、净利润产生影响。
- (3) 几内亚铝土矿生产、运输受突发事件扰动不能提供稳定供应。公司铝土矿来源主要依赖几内亚进口，供应的稳定性容易受到罢工、红海事件影响。
- (4) 云南枯水期限电力度超预期。云南地区每年枯水期都会对当地高耗能的电解铝行业实施限产政策，若政策超预期将会对公司电解铝产量造成一定影响。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 87,568 | 87,395 | 138,983 | 176,696 | 223,467 |
| 现金 | 27,385 | 31,721 | 54,668 | 76,513 | 103,705 |
| 应收账款 | 21,193 | 19,889 | 44,245 | 34,637 | 52,080 |
| 存货 | 37,268 | 33,958 | 37,360 | 62,616 | 64,955 |
| 其他流动资产 | 1,722 | 1,827 | 2,710 | 2,929 | 2,728 |
| 非流动资产 | 98,174 | 112,925 | 113,003 | 98,557 | 88,156 |
| 固定资产及在建工程 | 68,060 | 70,200 | 64,435 | 45,938 | 29,362 |
| 无形资产及其他长期资产 | 377 | 381 | 382 | 274 | 207 |
| 资产总计 | 185,742 | 200,320 | 251,986 | 275,253 | 311,624 |
| 流动负债 | 71,373 | 74,029 | 99,163 | 98,149 | 111,236 |
| 短期借款 | 43,434 | 49,118 | 51,820 | 54,522 | 57,224 |
| 应付账款 | 14,911 | 11,648 | 26,632 | 21,828 | 35,399 |
| 其他流动负债 | 13,028 | 13,263 | 20,711 | 21,799 | 18,613 |
| 非流动负债 | 18,063 | 20,035 | 23,235 | 24,765 | 24,765 |
| 长期借款 | 16,236 | 13,792 | 16,992 | 18,522 | 18,522 |
| 其他非流动负债 | 1,827 | 6,243 | 6,243 | 6,243 | 6,243 |
| 负债合计 | 89,436 | 94,064 | 122,397 | 122,914 | 136,001 |
| 股本 | 619 | 619 | 619 | 619 | 619 |
| 储备 | 83,557 | 91,199 | 110,725 | 130,297 | 149,874 |
| 归母所有者权益 | 84,499 | 92,245 | 111,770 | 131,343 | 150,920 |
| 少数股东权益 | 1,107 | 1,037 | 2,714 | 3,046 | 3,421 |
| 负债和股东权益总计 | 185,742 | 200,320 | 250,893 | 274,028 | 310,113 |

| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 7,622 | 22,402 | 25,716 | 11,856 | 20,954 |
| 税前利润 | 1,107 | 11,461 | 22,152 | 22,769 | 23,090 |
| 折旧和摊销 | 6,903 | 7,141 | 7,069 | 5,837 | 3,973 |
| 营运资本变动 | -8,660 | -983 | -6,210 | -19,582 | -9,195 |
| 其他 | 677 | 4,783 | 5,332 | 6,029 | 6,599 |
| 投资活动现金流 | -16,773 | -17,889 | -4,917 | 9,837 | 7,811 |
| 资本开支 | -10,281 | -7,271 | -212 | 12,900 | 12,956 |
| 其他 | -2,726 | -1,259 | 1,137 | 1,096 | 1,097 |
| 融资活动现金流 | -12,790 | -200 | 2,147 | 153 | -1,573 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 银行借款 | -348 | 2,630 | 3,200 | 1,530 | 0 |
| 其他 | -12,442 | -2,830 | -1,053 | -1,377 | -1,573 |
| 汇率变动对现金的影响 | 98 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -21,843 | 4,337 | 22,947 | 21,846 | 27,192 |
| 期末现金总额 | 27,385 | 31,721 | 54,668 | 76,513 | 103,705 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 131699.43 | 133623.63 | 144103.27 | 146743.00 | 149047.27 |
| 营业成本 | 113460.13 | 112669.03 | 104825.37 | 107337.41 | 109511.93 |
| 营业费用 | 597.68 | 755.27 | 710.19 | 739.55 | 670.71 |
| 管理费用 | 5933.76 | 4952.88 | 5764.13 | 4989.26 | 4769.51 |
| 其他收入/费用 | 1090.37 | 1133.26 | 1639.99 | 2181.30 | 2139.04 |
| 营业利润 | 14766.62 | 17706.30 | 31163.59 | 31495.47 | 31956.08 |
| 净财务收入/费用 | 2875.87 | 2961.23 | 3437.58 | 3532.42 | 3510.26 |
| 其他利润 | 503.33 | 1193.26 | 1184.82 | 1144.10 | 1145.28 |
| 除税前利润 | 12606.56 | 15890.46 | 28862.96 | 29059.29 | 29543.23 |
| 所得税 | 2797.58 | 3392.71 | 6623.27 | 6440.93 | 6545.32 |
| 少数股东损益 | 1107.02 | 1037.07 | 2713.98 | 3046.07 | 3420.89 |
| 归母净利润 | 8701.95 | 11460.68 | 19525.71 | 19572.29 | 19577.03 |
| EBITDA | 20739.91 | 23923.08 | 38359.21 | 37459.11 | 36056.41 |
| 扣非后净利润 | 8701.95 | 11460.68 | 19525.71 | 19572.29 | 19577.03 |
| EPS(元) | 0.92 | 1.21 | 2.06 | 2.07 | 2.07 |

| 主要财务比率 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 15.48 | 1.00 | 5.83 | 1.83 | 1.57 |
| 营业利润(%) | -44.03 | 19.91 | 76.00 | 1.06 | 1.46 |
| 归属于母公司净利润(%) | -45.86 | 31.70 | 70.37 | 0.24 | 0.02 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 13.85 | 15.68 | 27.26 | 26.85 | 26.53 |
| 净利率(%) | 6.61 | 8.58 | 13.55 | 13.34 | 13.13 |
| ROE(%) | 10.30 | 12.42 | 17.47 | 14.90 | 12.97 |
| ROIC(%) | 6.90 | 7.80 | 12.22 | 10.98 | 10.00 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 48.15 | 46.96 | 48.57 | 44.65 | 43.64 |
| 净负债比率(%) | 35.42 | 35.23 | 15.87 | 1.84 | -12.47 |
| 流动比率 | 1.23 | 1.18 | 1.40 | 1.80 | 2.01 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.70 | 1.00 | 1.13 | 1.40 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.69 | 0.64 | 0.56 | 0.51 |
| 应收账款周转率 | 9.09 | 13.12 | 7.34 | 6.14 | 5.39 |
| 应付账款周转率 | 6.84 | 8.60 | 5.55 | 4.49 | 3.88 |
| 存货周转率 | 3.84 | 3.21 | 2.98 | 2.18 | 1.74 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.92 | 1.21 | 2.06 | 2.07 | 2.07 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.80 | 2.36 | 2.71 | 1.25 | 2.21 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.92 | 9.74 | 11.80 | 13.86 | 15.93 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 8.0 | 5.3 | 5.8 | 5.8 | 5.8 |
| P/B | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn