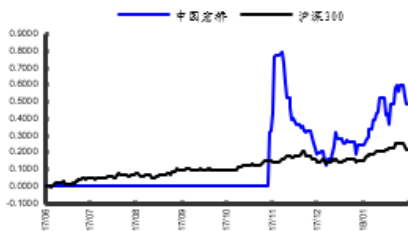


研究所  
证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：李浩  
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn  
联系人：郝思行  
02168930175 haosx@ghzq.com.cn

## 柳暗花明，低成本电解铝行业龙头利润逐渐修复 ——中国宏桥（1378HK）动态研究

### 最近一年走势



### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
沪深 300	5.6	6.2	25.6

### 市场数据

当前价格（人民币）	8.13
52 周价格区间（人民币）	5.31-10.16
总市值（百万人民币）	71369
流通市值（百万人民币）	71369
总股本（万股）	877843.23
流通股（万股）	877843.23
日均成交额（百万人民币）	162.85
近一月换手（%）	10.79

### 相关报告

### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

### 投资要点：

- **全球产能规模最大的行业龙头。** 2017 年公司响应国家供给侧改革的号召，关停 268 万吨电解铝产能，目前公司拥有 646 万吨电解铝产能，大约占比国内总运行产能的 18%，全球总运行产能的 10%。其中 2017 年上半年公司电解铝产量为 399.5 万吨，同比增长 47.6%。
- **多项竞争优势铸就低成本电解铝龙头。** 2013 年-2016 年中国宏桥归母净利润分别为 56 亿人民币、53 亿人民币、37 亿人民币和 69 亿人民币，同时期中国铝业的归母净利润分别为 9 亿人民币、-162 亿人民币、2 亿人民币和 4 亿人民币，盈利能力差异巨大，究其原因在于中国宏桥巨大的成本优势。我们认为宏桥具备以下七点竞争优势：

(1) 自备电厂、孤网运行，无需缴纳系统备用费和过网费，电力成本优势显著。

(2) 公司热电厂生产电力的同时产生大量蒸汽，可满足氧化铝生产过程中的蒸汽需求，降低了氧化铝的生产成本。

(3) 公司电厂较高的平均利用小时数提高了电厂的运营效率。

(4) 公司严格控制电厂建设成本，建设成本的减少降低了公司电力的单位折旧成本。

(5) 公司拥有几内亚铝土矿资源，同时氧化铝、预焙阳极自给率高，降低了原材料的成本和波动风险。

(6) 公司具有战略性地理位置优势，凭借滨州市铝行业产业集群的地理及协同优势，公司可以以液态铝合金而非铝锭的形式向下游客户供货，节省铸造装运成本每吨约 150 元人民币，并将液态铝产品装运成本节省至每吨约 10 元人民币。此外，公司可从上游供货商处采购散装氧化铝，能节省每吨约 150-300 元人民币的包装、装卸及装运成本。

(7) 公司不断提高技术工艺，降低成本。公司氧化铝生产采用低温低压拜耳法生产工艺，降低烧碱使用量和能耗；此外，公司是全球首家应用 600KA 铝生产线的电解铝企业，600KA 生产线成功降低了公司单吨电解铝

的耗电量，进而降低电力成本。

- **宏桥电解铝产能大概率不会被进一步关停。**其一，中国宏桥与当地下游的铝材企业形成完整庞大的产业链，一衣带水唇亡齿寒，考虑到宏桥与下游企业的高负债，继续强制关停投资规模巨大的电解铝产能，容易对当地的银行系统与就业造成极大的冲击，形成系统性风险。其二，电解铝下游需求增长良好，需求的增长可以逐步修复供需关系，无需进一步借助政行政性手段去产能。
- **从长逻辑来看，电解铝行业利润触底，未来 2 年利润将逐步回升。**目前电解铝行业整体利润水平接近于 0，在全球经济复苏、海外电解铝缺口继续扩大、国内供给侧改革、降低钢铁有色企业杠杆率的大背景下，超低利润水平不可持续，未来 2-3 年在需求稳步增长的带动下，行业整体的利润水平将逐步抬升。在现有成本水平下，我们预计 2018 年电解铝的含税均价将达到 15500 元人民币/吨，2019 年均价将达到 16500 元人民币/吨。
- **电解铝置换新规出台，未来 2-3 年行业潜在总供给大概率被确定。**置换新规要求所有合规指标需要在 2018 年完成置换，逾期指标作废，目前国内总合规指标在 4100-4200 万吨之间。根据“阿拉丁”和“我的钢铁网”电解铝产量及库存的数据，经过我们测算，2013-2017 年我国电解铝的表观需求增速大约为 12.6%、11.2%、9.2%、6.8%和 8.2%，在汽车轻量化、包装、建筑环保化等进程的不断推动下，未来 2-3 年电解铝的需求有望维持 8%的增长。预计 2019 年总需求将消化掉绝大部分合规指标，电解铝的价格将沿着供给成本曲线逐渐爬升，行业的利润水平也将逐步抬升。
- **从短逻辑来看，春节后传统消费旺季即将来临，库存有望逐步去化。**2 季度将迎来电解铝消费旺季，春节后下游铝材厂将积极备货，1 月淡季库存没有累加，旺季来临，显性库存有望快速去化，市场对库存关注度极高，库存回落将刺激铝价回升。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**在现有成本水平下，我们预计 2018 年电解铝的含税均价将达到 15500 元人民币/吨，2019 年均价将达到 16500 元人民币/吨。采用 1 港元=0.808 元人民币的汇率计算股价、EPS 和 PE，我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.72 元人民币，1.13 元人民币，1.55 元人民币，对应当前股价的 PE 分别为 11.35 倍，7.22 倍，5.23 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**公司产品电解铝价格波动的风险，煤炭、烧碱等原材料价格继续上涨，公司产能被关停，宏观经济大幅下滑，国内合规产能总量继续增加，海外电解铝产能大幅增加，政府强制公司缴纳系统备用费等电网相关费用。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万人民币）	62213	91179	87547	92934
增长率(%)	39%	47%	-4%	6%
净利润（百万人民币）	6850	5775	9881	13636
增长率(%)	88%	-16%	71%	38%
摊薄每股收益（人民币）	0.94	0.72	1.13	1.55
ROE(%)	14.99%	11.26%	16.16%	18.23%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所，单位：人民币

表：中国宏桥盈利预测表

证券代码:	8.13				投资评级:	买入	2018-01-3			
	1378HK	股价:	CNY				日期:	1		
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	15%	11%	16%	18%	EPS	0.94	0.72	1.13	1.55	
毛利率	24%	18%	22%	27%	BVPS	6.17	6.28	6.89	8.44	
期间费率	9%	6%	6%	6%	<b>估值</b>					
销售净利率	11%	6%	11%	15%	P/E	8.62	11.35	7.22	5.23	
<b>成长能力</b>					P/B	1.32	1.30	1.18	0.96	
收入增长率	39%	47%	-4%	6%	P/S	0.95	0.72	0.82	0.77	
利润增长率	88%	-16%	71%	38%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.44	0.55	0.51	0.50	营业收入	62213	91179	87547	92934	
应收账款周转率	3.38	3.64	3.64	3.64	营业成本	47199	74341	67989	67989	
存货周转率	2.75	2.81	2.81	2.81	营业税金及附加	0	0	0	0	
<b>偿债能力</b>					销售费用	675	536	536	536	
资产负债率	68%	69%	65%	60%	管理费用	1576	1251	1251	1251	
流动比	0.98	0.98	1.20	1.48	财务费用	3241	3788	3788	3788	
速动比	0.74	0.62	0.86	1.14	其他费用/(-收入)	129	190	190	190	
					<b>营业利润</b>	<b>9650</b>	<b>11073</b>	<b>13794</b>	<b>19181</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	115	(3170)	0	0	
现金及现金等价物	12843	18738	34847	52757	<b>利润总额</b>	<b>9764</b>	<b>8284</b>	<b>14174</b>	<b>19561</b>	
应收款项	18384	25071	24073	25554	所得税费用	2949	2485	4252	5868	
存货净额	12235	26436	24177	24177	<b>净利润</b>	<b>6816</b>	<b>5799</b>	<b>9922</b>	<b>13693</b>	
其他流动资产	410	916	880	933	少数股东损益	(34)	24	41	57	
<b>流动资产合计</b>	<b>48780</b>	<b>71161</b>	<b>83976</b>	<b>103421</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6850</b>	<b>5775</b>	<b>9881</b>	<b>13636</b>	
固定资产	86659	85518	79766	74014						
权益性投资	182	1188	1188	1188	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	312	1949	1949	1949	<b>经营活动现金流</b>	<b>12829</b>	<b>7679</b>	<b>16108</b>	<b>17910</b>	
其他长期投资	777	167	167	167	净利润	6850	5775	9881	13636	
<b>资产总计</b>	<b>142522</b>	<b>166276</b>	<b>173339</b>	<b>187032</b>	少数股东权益	(34)	24	41	57	
短期借款	28811	39094	39094	39094	折旧摊销	5650	5752	5752	5752	
应付款项	7506	11995	10970	10970	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	(3317)	(3872)	435	(1535)	
其他流动负债	13336	21461	19627	19627	<b>投资活动现金流</b>	<b>(29249)</b>	<b>(7125)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>49653</b>	<b>72550</b>	<b>69691</b>	<b>69691</b>	资本支出	(21622)	(4612)	0	0	
长期借款及应付债券	46487	41547	41547	41547	长期投资	(399)	(395)	0	0	
其他长期负债	693	693	693	693	其他	(7229)	(2119)	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>47180</b>	<b>42240</b>	<b>42240</b>	<b>42240</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>20589</b>	<b>5342</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>负债合计</b>	<b>96833</b>	<b>114789</b>	<b>111930</b>	<b>111930</b>	债务融资	21356	5342	0	0	
股本	7260	8058	8778	8778	权益融资	2279	0	0	0	
股东权益	45688	51487	61409	75101	其它	(3046)	0	0	0	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>142522</b>	<b>166276</b>	<b>173339</b>	<b>187032</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>4354</b>	<b>5896</b>	<b>16108</b>	<b>17910</b>	

资料来源: Wind、国海证券研究所, 货币单位: 人民币, 按 1 港元=0.808 元人民币计算股价, EPS, PE

## 【煤炭钢铁有色组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

李浩，工商管理硕士，十年钢铁行业工作经验，七年钢铁市场研究经验，曾就职武钢股份。目前从事钢铁行业及上市公司研究。

郝思行，美国德雷塞尔大学金融硕士，1年投资和咨询经验，现从事有色金属行业研究。

邓聿轲，澳麦考瑞大学经济学硕士，经济学学士，2年证券及其相关行业从业经历，2016年进入国海证券从事公用事业行业上市公司研究与创新发展服务工作。

## 【分析师承诺】

代鹏举，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。