

公司研究/年报点评

2017年03月26日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 4.84  
合理价格区间(元): 5.69~6.26

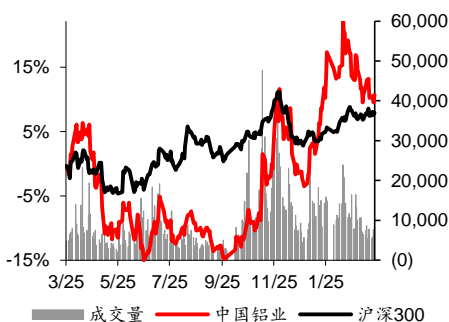
陈雳 执业证书编号: S0570512070041  
研究员 010-56793977  
chenli8305@htsc.com

黄孚 010-56793948  
联系人 huangfu@htsc.com

相关研究

- 1 《中国铝业(601600,增持): 一叶乃知春》2017.02
- 2 《中国铝业(601600):降本有条不紊, 盈利改善持续》2016.11
- 3 《中国铝业(601600):降本增效实施有力, 业绩改善预期增强》2016.07

股价走势图



资料来源: Wind

## 迎来业绩反转的序曲

### 中国铝业(601600)

#### 公司 2016 年实现归母净利润 4.02 亿元, 略高于此前业绩预增值

公司全年实现归属于母公司净利润 4.02 亿元, 同比上升 95.08%; 基本每股收益 0.020 元, 同比上升 100.00%; 其中第 4 季度实现归属于母公司净利润 2.95 亿元, 环比上升 487.90%, 对应基本每股收益 0.0198 元, 环比上升 0.016 元、同比下降 0.057 元。此前公布的业绩预增值约 3.8 亿, 实际值略高于预增值, 表现绝对量上符合市场预期, 但细究结构, 报表中实有众多超预期之处。

#### Q4 单季实现净利 2.95 亿元, 但背后是套保的大亏和 2.37 亿的资产减值

公司 2016 年四季度实现归母净利润约 2.95 亿元, 按照四季度的铝价水平来看, 中铝净利润不应只如此。但需看到, Q4 公司计提了 2.37 亿资产减值损失, 而前三季度此值合计却为 -1.75 亿元。公司 Q4 扣非净利润为 5.04 亿元, 因此实际盈利情况比直观看上去的要好。此外, Q4 公司投资净收益为 -6.61 亿元, 亏损预计是受套期保值所致, 公司 Q2 的时候此项也出现亏损, 而 Q2、Q4 季度铝价均较前季度有明显上升, 因此亦可印证此项亏损与公司套保有关。

#### 永续债息以及非全资子公司盈利情况较好形成较高的少数股东损益

公司有 2013 年、2014 年、2016 年美元高级永续证券, 合计 12.5 亿美元, 按照息票率和起息周期结合人民币汇率测算, 2016 年票息约 3.2 亿人民币, 此项支出计入少数股东损益。其中, 2016 年美元永续债 2017 年开始计息, 意味着 2017 年此项支出或将更多, 估计约 4.7 亿人民币。此外, 由于公司非全资子公司中有较多资产质地较优质的公司, 2016 年盈利尚佳, 典型如华锦 (占 60% 股权) 盈利 3.6 亿元, 华泽 (占 60% 股权) 盈利 3.4 亿元, 华圣 (占 51% 股权) 盈利 2.1 亿元, 亦造成了少数股东损益部分偏多。

#### 期待氧化铝业务在 2017 年的发力

2016 年公司共生产电解铝 295 万吨, 氧化铝 1203 万吨。原铝板块实现税前利润 21.84 亿元, 比上年同期的税前亏损 13.87 亿元增盈 35.71 亿元, 主要原因为铝产品成本较去年同期下降约 17%, 原铝板块的盈利是 2016 年净利润大幅改善的核心驱动力。氧化铝板块的税前盈利为 9.45 亿元, 比去年同期的 19.11 亿元减少 9.66 亿元, 主要是因为氧化铝价格降低约 15%。实际上, 当前氧化铝价格显著高于 2015 年, 根据我们统计的电解铝和氧化铝产能投放规模和进度来看, 2017 年氧化铝供需格局仍较好, 2017 年公司氧化铝业务强力推动公司业绩反转值得期待。

#### 看好业绩反转, 维持“增持”评级

预计公司 2017-2019 年净利润分别为 39.41 亿元、43.17 亿元、46.76 亿元, 对应 EPS 分别为 0.26、0.29、0.31 元, 对应 PE 分别为 18.30 倍、16.71 倍、15.43 倍, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 氧化铝需求不达预期, 电解铝需求不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	14,904
流通 A 股 (百万股)	10,960
52 周内股价区间 (元)	3.72-5.34
总市值 (百万元)	72,134
总资产 (百万元)	190,077
每股净资产 (元)	2.56

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	123,475	144,066	150,142	149,651	150,932
+/-%	(13.05)	16.68	4.22	(0.33)	0.86
净利润 (百万元)	148.62	402.49	3,941	4,317	4,676
+/-%	100.92	170.82	879.24	9.54	8.32
EPS (元)	0.01	0.03	0.26	0.29	0.31
PE (倍)	485.35	179.22	18.30	16.71	15.43

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1：中国铝业全资子公司盈利情况较好致少数股东损益较高(不完全统计)**

子公司	少数股权比例	2016年净利润(亿元)	少数股东损益(亿元)
宁夏能源	29%	1.848	0.539
山东华宇	45%	1.772	0.798
山西华泽	40%	3.374	1.350
山西华圣	49%	2.129	1.043
遵义氧化铝	27%	0.140	0.037
遵义铝业	38%	1.848	0.700
贵州华锦铝业	40%	3.629	1.452
兴华科技	34%	0.569	0.193
<b>合计(不完全统计)</b>			<b>6.11</b>

资料来源：中国铝业2016年年报，华泰证券研究所

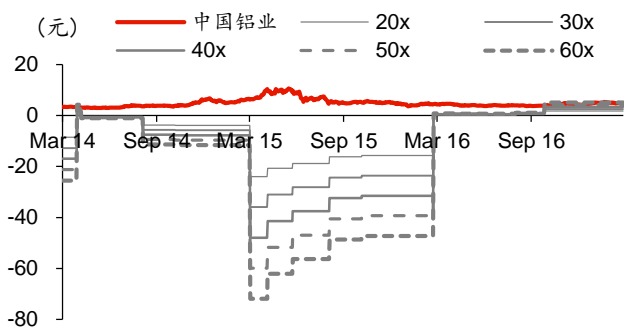
**图表2：中国铝业永续证券发行情况**

证券名称	发行时间	票息率	金额(亿美元)	2016年票息(亿美元)	2017年票息(亿美元)	计息周期
2013年美元高级永续证券	2013年10月22日	6.63%	3.50	0.23	0.23	于每年4月29日和10月29日每半年按照票息率支付息票款
2014年美元高级永续证券	2014年4月10日	6.25%	4.00	0.25	0.25	付息日为每年的10月29日
2016年美元高级永续证券	2016年10月30日	4.25%	5.00	0.00	0.21	从2017年4月29日起，于每年4月29日和10月29日每半年按照票息率支付息票款
<b>合计</b>			<b>12.5</b>	<b>0.48</b>	<b>0.69</b>	

资料来源：中国铝业2016年年报，华泰证券研究所

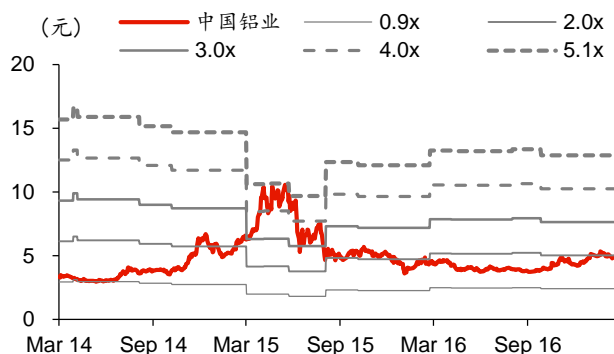
**PE/PB - Bands**

**图表3：中国铝业历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表4：中国铝业历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	64,462	66,426	68,633	68,290	68,430
现金	22,557	25,895	23,456	24,119	24,194
应收账款	3,877	4,164	4,276	4,370	4,366
其他应收账款	9,198	10,456	10,435	10,716	10,729
预付账款	3,742	2,743	3,291	3,252	3,206
存货	20,341	17,904	20,320	19,979	19,927
其他流动资产	4,747	5,263	6,857	5,854	6,007
非流动资产	127,596	123,651	121,477	117,606	113,196
长期投资	10,754	12,167	10,896	11,296	11,308
固定投资	78,944	74,352	77,433	77,087	74,697
无形资产	11,544	11,587	11,163	10,732	10,324
其他非流动资产	26,354	25,545	21,985	18,492	16,868
资产总计	192,058	190,077	190,110	185,897	181,626
流动负债	81,807	82,945	75,331	65,436	55,090
短期借款	35,064	32,155	23,281	14,355	3,599
应付账款	7,992	6,682	8,004	7,707	7,697
其他流动负债	38,751	44,108	44,046	43,375	43,794
非流动负债	58,358	51,545	54,026	54,061	54,048
长期借款	28,006	26,975	27,776	27,661	28,004
其他非流动负债	30,351	24,570	26,250	26,400	26,044
负债合计	140,165	134,489	129,356	119,498	109,138
少数股东权益	11,938	17,480	18,680	19,980	21,345
股本	14,904	14,904	14,904	14,904	14,904
资本公积	21,472	18,658	18,658	18,658	18,658
留存公积	1,086	1,379	8,487	12,804	17,480
归属母公司股	39,956	38,108	42,074	46,419	51,144
负债和股东权益	192,058	190,077	190,110	185,897	181,626

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	7,297	11,519	11,256	17,582	17,739
净利润	367.01	1,255	5,141	5,617	6,041
折旧摊销	7,375	6,969	7,117	7,786	8,286
财务费用	5,244	4,237	4,091	3,719	3,180
投资损失	(3,289)	1,001	200.00	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(1,223)	(895.85)	(7,198)	880.23	623.24
其他经营现金	(1,176)	(1,048)	1,904	(220.18)	(191.35)
投资活动现金	2,393	(4,997)	(2,313)	(4,293)	(3,873)
资本支出	9,372	6,591	3,974	3,994	3,994
长期投资	482.50	(1,053)	(1,919)	511.22	64.21
其他投资现金	12,248	541.07	(257.60)	212.29	184.73
筹资活动现金	(5,426)	(3,661)	(11,383)	(12,625)	(13,790)
短期借款	(5,920)	(2,909)	(8,874)	(8,926)	(10,756)
长期借款	2,633	(1,031)	800.82	(115.15)	342.83
普通股增加	1,379	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,700	(2,814)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(11,218)	3,093	(3,310)	(3,584)	(3,377)
现金净增加额	4,379	3,052	(2,440)	663.61	74.85

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	123,475	144,066	150,142	149,651	150,932
营业成本	119,214	133,211	133,501	133,178	134,375
营业税金及附加	380.63	859.63	657.98	702.46	724.81
营业费用	1,784	2,065	2,110	2,127	2,140
管理费用	2,318	2,902	3,212	3,073	3,133
财务费用	5,244	4,237	4,091	3,719	3,180
资产减值损失	1,501	63.06	300.00	300.00	300.00
公允价值变动收益	(213.09)	154.59	24.64	28.33	48.14
投资净收益	3,289	(1,001)	(200.00)	200.00	200.00
营业利润	(3,890)	(118.13)	6,095	6,780	7,327
营业外收入	4,293	1,857	800.00	800.00	800.00
营业外支出	266.71	79.27	39.64	90.69	71.77
利润总额	136.87	1,660	6,855	7,490	8,055
所得税	(230.15)	404.17	1,714	1,872	2,014
净利润	367.01	1,255	5,141	5,617	6,041
少数股东损益	218.39	852.96	1,200	1,300	1,365
归属母公司净利润	148.62	402.49	3,941	4,317	4,676
EBITDA (倍)	8,729	11,088	17,303	18,285	18,792
EPS (元)	0.01	0.03	0.26	0.29	0.31

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(13.05)	16.68	4.22	(0.33)	0.86
营业利润	76.86	96.96	5,259	11.25	8.06
归属母公司净利润	100.92	170.82	879.24	9.54	8.32
获利能力 (%)					
毛利率	3.45	7.53	11.08	11.01	10.97
净利率	0.12	0.28	2.63	2.88	3.10
ROE	0.37	1.06	9.37	9.30	9.14
ROIC	3.27	3.01	7.29	7.83	8.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.98	70.76	68.04	64.28	60.09
净负债比率 (%)	54.45	55.46	50.33	47.20	42.20
流动比率	0.79	0.80	0.91	1.04	1.24
速动比率	0.51	0.59	0.63	0.73	0.87
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.75	0.79	0.80	0.82
应收账款周转率	30.23	33.54	34.17	32.31	32.61
应付账款周转率	12.88	18.16	18.18	16.95	17.45
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.03	0.26	0.29	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.77	0.76	1.18	1.19
每股净资产(最新摊薄)	2.68	2.56	2.82	3.11	3.43
估值比率					
PE (倍)	485.35	179.22	18.30	16.71	15.43
PB (倍)	1.81	1.89	1.71	1.55	1.41
EV_EBITDA (倍)	15.83	12.47	7.99	7.56	7.36

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com