证券研究报告

半年报点评

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 08 月 25 日

中国铝业（601600）\有色金属

——氧化铝板块业绩大涨，铝业龙头地位稳固

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	7.54 元
目标价格：	8.5 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	14,904/10,960
流通 A 股市值（百万元）	82,637
每股净资产（元）	2.37
资产负债率（%）	72.27
一年内最高/最低（元）	7.90/3.71

一年内股价相对走势

马群星　　分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

叶洋

电话：0510-85611779

邮箱：yey@glsc.com.cn

相关报告

1、《中国铝业（601600）\有色金属行业》《套保拖累业绩，公司经营正走上正轨》

事件：

中国铝业发布2017年半年度报告，实现营业收入913.10亿元，同比增长83%；实现归属于上市公司股东的净利润7.51亿元，同比增长1006%；基本每股收益0.05元/股。

投资要点：

➢ **行业触底反弹，氧化铝涨幅高于电解铝涨幅**

分业务板块来看，2017年上半年氧化铝价格同比大幅上涨超过45%。公司氧化铝板块产销稳定，营收同比增加45.4%。氧化铝成本上涨20%左右，综合来看，分部收益从去年同期亏损1.98亿到今年盈利17.09亿元，改善显著。另一方面电解铝上半年价格同比上涨20%，涨幅低于氧化铝，导致板块收益从2016年上半年的11.36亿元锐减至6052.2万元。此外，公司的贸易板块营收增加112.8%，板块收益方面增加1515.2万元；能源板块营收增加37.9%，板块收益减少8410万元，主要原因是原材料的涨价。总部运营半年度亏损6.83亿元，同比减亏1.11亿。

➢ **环保限产+违法产能退出，电解铝全行业供需改善**

京津冀地区17年上半年空气指标同比变差，加上十九大和全运会的召开，一系列事件的催化或将导致环保政策趋严。范围内从铝土矿到氧化铝到电解铝全产业链供给都将受到影响。另一方面，上半年已经开始陆续发布的各地违法产能处理有望在下半年得到延续。公司最大的优势是氧化铝的自给率超过200%，在成本方面具有明显的比较优势，行业收缩将使公司显著受益。

➢ **持续加大投资力度，巩固行业龙头地位**

公司过去一年内进行了多项资产运作，主要目的就是做大做强电解铝相关产业链。2017年5月与交银国际信托合作成立20亿规模产投基金，近期更计划向几内亚一铝土矿项目投资5亿美金用于第一阶段的投资建设。公司对于铝产业链的布局更加清晰，铝业龙头的地位更加巩固。

➢ **盈利预测及估值**

预计公司2017-2019年EPS分别为0.19、0.23和0.29元，对应PE分别为37.7X、30.5X和24.2X，持续看好公司在铝产业链的发展，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示**

1）环保限产不及预期；2）产能退出不及预期；3）海外投资受阻；4）经济复苏不及预期

请务必阅读报告末页的重要声明

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	123445.87	144065.52	187285.17	206013.69	226615.06
增长率（%）	-12.93%	16.70%	30.00%	10.00%	10.00%
EBITDA（百万元）	12721.21	12968.27	15520.94	16645.92	18773.36
净利润（百万元）	206.32	402.49	2796.95	3456.73	4358.82
增长率（%）	101.27%	95.08%	594.90%	23.59%	26.10%
EPS（元/股）	0.01	0.03	0.19	0.23	0.29
市盈率（P/E）	510.71	261.79	37.67	30.48	24.17
市净率（P/B）	2.71	2.77	2.58	2.38	2.16
EV/EBITDA	15.22	14.66	12.03	11.75	9.81

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	18,871.8	21,701.6	18,728.5	20,601.3	22,661.5
应收账款+票据	14,332.9	17,783.0	23,473.9	21,908.7	28,012.2
预付账款	3,746.62	2,743.28	3,031.35	3,307.01	3,642.52
存货	20,177.0	17,903.9	20,593.5	21,662.1	24,668.0
其他	2,954.94	1,810.17	1,810.17	1,810.17	1,810.17
流动资产合计	60,085.4	61,996.8	67,692.2	69,344.2	80,849.1
长期股权投资	10,753.5	12,166.7	12,266.7	12,386.7	12,536.7
固定资产	78,287.7	74,653.7	67,761.8	60,869.9	69,342.9
在建工程	11,847.9	16,173.5	26,173.5	32,173.5	22,000.0
无形资产	10,800.7	11,587.2	11,309.3	11,031.5	10,753.7
其他非流动资产	12,047.0	7,642.69	7,321.07	6,999.45	6,872.36
非流动资产合计	123,737.	122,224.	124,832.	123,461.	121,505.
资产总计	183,822.	184,220.	192,524.	192,805.	202,354.
短期借款	34,749.2	32,154.8	35,040.1	40,586.2	43,151.6
应付账款+票据	14,506.1	11,285.3	25,657.9	14,891.8	29,567.9
其他	28,970.3	36,216.6	38,051.4	36,756.7	38,649.5
流动负债合计	**78,225.7**	**79,656.8**	**98,749.6**	**92,234.8**	**111,369.**
长期带息负债	48,580.7	42,639.1	27,854.6	29,711.9	13,900.1
长期应付款	**5,942.87**	**5,473.31**	**5,473.31**	**5,473.31**	**5,473.31**
其他	**203.54**	**189.30**	**189.30**	**189.30**	**189.30**
非流动负债合计	54,727.2	48,301.7	33,517.2	35,374.5	19,562.7
负债合计	132,952.	127,958.	132,266.	127,609.	130,931.
少数股东权益	11,457.3	17,479.8	18,678.5	20,159.9	22,028.0
股本	14,903.8	14,903.8	14,903.8	14,903.8	14,903.8
资本公积	20,252.6	18,658.4	18,658.4	18,658.4	18,658.4
留存收益	3,683.62	4,545.46	7,342.40	10,799.1	15,157.9
股东权益合计	50,297.4	55,587.4	59,583.1	64,521.3	70,748.2
负债和股东权益	183,822.	184,220.	192,524.	192,805.	202,354.

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	-4,970.08	1,285.27	2,995.64	3,918.19	5,176.88
折旧摊销	7,294.99	6,969.95	7,441.39	7,441.39	8,055.53
财务费用	5,609.39	4,651.18	2,885.36	2,760.28	2,565.32
存货减少	185.15	2,384.67	-2,689.54	-1,068.65	-3,005.84
营运资金变动	-1,425.04	-3,280.52	10,232.0	-	10,129.9
其它	**536.75**	**-593.60**	**50.00**	**50.00**	**50.00**
经营活动现金流	7,231.15	11,416.9	20,914.9	2,329.83	22,971.8
资本支出	8,864.05	6,590.82	10,000.0	6,000.00	6,000.00
长期投资	2,529.24	6,197.26	0.00	0.00	0.00
其他	**14,345.8**	**7,790.89**	**896.42**	**900.00**	**900.00**
投资活动现金流	2,952.55	-4,997.19	-9,103.58	-5,100.00	-5,100.00
债权融资	-	-3,205.94	-	7,403.31	-
股权融资	8,158.47	1,838.54	0.00	0.00	0.00
其他	667.85	-2,293.78	-2,885.36	-2,760.28	-2,565.32
筹资活动现金流	-5,814.23	-3,661.18	-	4,643.02	-
现金净增加额	4,484.24	2,950.12	-2,973.10	1,872.85	2,060.14

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**123,445.8**	**144,065.**	**187,285.**	**206,013.**	**226,615.**
营业成本	119,158.0	133,210.	173,238.	190,150.	208,485.
营业税金及附加	379.26	859.63	1,123.71	1,236.08	1,359.69
营业费用	1,775.25	2,065.45	2,247.42	2,472.16	2,719.38
管理费用	2,307.06	2,901.58	2,434.71	2,678.18	2,946.00
财务费用	5,232.63	4,236.97	4,196.36	4,202.38	4,151.63
资产减值损失	1,500.63	63.06	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收	-213.08	154.58	300.00	300.00	300.00
投资净收益	307.77	19.58	100.00	120.00	150.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-6,812.32	902.37	4,394.19	5,644.25	7,352.51
营业外净收益	7,005.61	757.25	800.00	800.00	800.00
利润总额	193.29	1,659.63	5,194.19	6,444.25	8,152.51
所得税	-230.42	404.17	1,198.55	1,506.06	1,925.63
净利润	423.71	1,255.46	3,995.64	4,938.19	6,226.88
少数股东损益	217.39	852.96	1,198.69	1,481.46	1,868.06
归属于母公司净	206.32	402.49	2,796.95	3,456.73	4,358.82

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-12.93%	16.70%	30.00%	10.00%	10.00%
EBIT	155.47%	10.54%	34.70%	13.92%	16.44%
EBITDA	650.10%	1.94%	19.68%	7.25%	12.78%
归属于母公司净	-	95.08%	594.90%	23.59%	26.10%
获利能力					
毛利率	3.47%	7.53%	7.50%	7.70%	8.00%
净利率	0.34%	0.87%	2.13%	2.40%	2.75%
ROE	0.53%	1.06%	6.84%	7.79%	8.95%
ROIC	1.25%	2.38%	4.28%	5.00%	5.39%
偿债能力					
资产负债	72.33%	69.46%	68.70%	66.19%	64.70%
流动比率	0.77	0.78	0.69	0.75	0.73
速动比率	0.47	0.53	0.46	0.50	0.49
营运能力					
应收账款周转率	23.97	19.66	20.91	23.00	21.08
存货周转率	5.91	7.44	8.41	8.78	8.45
总资产周转率	0.67	0.78	0.97	1.07	1.12
每股指标（元）					
每股收益	0.01	0.03	0.19	0.23	0.29
每股经营现金流	0.49	0.77	1.40	0.16	1.54
每股净资产	2.61	2.56	2.74	2.98	3.27
估值比率					
市盈率	510.71	261.79	37.67	30.48	24.17
市净率	2.71	2.77	2.58	2.38	2.16
EV/EBITDA	15.22	14.66	12.03	11.75	9.81
EV/EBIT	35.69	31.70	23.11	21.25	17.19

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

分公司机构销售联系方式

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064