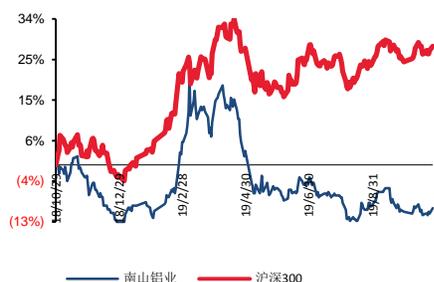


材料 材料 II

毛利率回落但主要营运指标普遍改善——中国铝业跟踪点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	690/393
总市值/流通(百万元)	7,762/4,424
12个月最高/最低(元)	12.19/6.84

相关研究报告:

中国铝业(601600)《氧化铝一枝独秀,下半年三大看点——中国铝业2018年半年报点评》—2018/08/17
 中国铝业(601600)《看好公司改革红利兑现及行业竞争格局改善——中国铝业2017年年报点评》—2018/03/24

证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

■ 事件:

公司发布三季报, 2019 前三季度实现营收 1457.08 亿元, 同比增长 15.91%; 实现归母净利润 8.08 亿元, 同比减少 44.66%; 扣非后净利润 9256 万元, 同比大幅减少 87.18%。

■ 点评:

1、增收降利, 氧化铝拖累致三季度业绩: 公司前三季度收入增长而利润明显下降的原因主要是两点: 一是氧化铝价格的显著回落。前三季度氧化铝价格同比回落超 15%, 直接影响净利润 5.6 亿元。尽管氧化铝下行使得电解铝板块成本改善, 相应增利但规模上难以完全对冲。第二是公司加快结构调整, 对山东华宇和山西华圣等实施转型升级, 有较大的安置职工等支出, 但这部分主要是一次性支出, 并没有持续性。

2、毛利率回落, 但主要营运指标普遍改善: 公司前三季度销售毛利率 7.33%, 同比下降 1.13 个百分点, 主要是公司整合托管平台销售, 导致低毛利贸易业务规模大幅增加超过 20% 所致。但同时主要营运指标, 包括资产周转、三项费用率、工艺环节能耗等普遍改善, 显示出公司在降本增效中取得的可观成果。这种主观性改善, 对可观的行业下行周期可以起到有效防御。

3、投资看点: 未来主要看点是几内亚博法铝土矿项目、和广西防城港 200 万吨氧化铝项目在 2020 年的投产; 同时公司在产能布局上, 从低成本环保受制区域的转移, 尽管会带来一次性支出, 但长远看对公司盈利能力有利。此外由于铝价的大幅回落, 2018 年四季度计提较多减值准备, 而从今年四季度铝价看, 资产减值因素将有所改善。预计公司 2019-21 年归母净利 11.22/14.91/20.69 亿元, EPS 为 0.07/0.09/0.12 元, 维持公司增持评级。

4、风险提示: 铝价波动风险、贸易战局势恶化。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	180240	191191	203355	218544
(+/-%)	(0.43)	6.08	6.36	7.47
净利润(百万元)	870	1122	1491	2069
(+/-%)	(38.41)	28.94	32.89	38.76
摊薄每股收益(元)	0.05	0.07	0.09	0.12
市盈率(PE)	69.44	51.88	39.04	28.14

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	30004	21296	25378	33328	44877	营业收入	181020	180240	191191	203355	218544
应收和预付款项	8009	8101	8538	9081	9760	营业成本	165733	164310	176382	186571	199385
存货	20548	20460	21499	22921	24431	营业税金及附加	1310	1409	1494	1589	1708
其他流动资产	10084	9039	3983	4143	4226	销售费用	2373	2497	2617	2775	2993
流动资产合计	68644	58895	59398	69473	83294	管理费用	3546	2927	3105	3303	3550
长期股权投资	12943	9757	10398	11038	11678	财务费用	4572	4484	4968	5236	5516
投资性房地产	1332	1156	1106	1106	1106	资产减值损失	190	2472	82	457	371
固定资产	86176	94074	96035	98658	100180	投资收益	341	740	700	700	700
在建工程	9883	12980	15965	18951	21936	公允价值变动	-131	101	-50	0	0
无形资产开发支出	11869	13649	12251	12700	13649	营业利润	3157	2424	2933	3922	5467
长期待摊费用	485	668	668	668	668	其他非经营损益	-108	6	-50	-50	-50
其他非流动资产	8485	9697	12353	13294	13759	利润总额	3049	2430	2883	3872	5417
资产总计	199817	200876	208175	225888	246270	所得税	644	822	810	1117	1595
短期借款	31041	39296	26227	25378	25378	净利润	2405	1608	2073	2755	3823
应付和预收款项	12360	14008	14980	15846	16934	少数股东损益	992	738	951	1264	1754
长期借款	33593	42756	50646	58536	66426	归母股东净利润	1413	870	1122	1491	2069
其他负债	57079	37147	46800	53852	61433						
负债合计	134074	133207	138653	153612	170171	预测指标					
股本	14904	14904	14904	14904	14904		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	19741	30105	30105	30105	30105	毛利率	8.44%	8.84%	7.75%	8.25%	8.77%
留存收益	2535	3051	4173	5664	7733	销售净利率	0.78%	0.48%	0.59%	0.73%	0.95%
归母公司股东权益	39688	52415	53316	54807	56876	销售收入增长率	25.51%	-0.43%	6.08%	6.36%	7.47%
少数股东权益	26055	15254	16205	17469	19223	EBIT 增长率	50.89%	12.05%	-18.22	21.39%	20.68%
股东权益合计	65743	67669	69521	72276	76099	净利润增长率	283.55	-38.41	28.94%	32.89%	38.76%
负债和股东权益	199817	200876	208175	225888	246270	ROE	3.56%	1.66%	2.10%	2.72%	3.64%
						ROA	0.71%	0.43%	0.54%	0.66%	0.84%
						ROIC	9.34%	7.57%	6.60%	6.73%	7.25%
						EPS (X)	0.08	0.05	0.07	0.09	0.12
						PE (X)	0.00	69.44	51.88	39.04	28.14
						PB (X)	0.00	1.15	1.09	1.06	1.02
						PS (X)	0.00	0.29	0.27	0.25	0.23
						EV/EBITDA (X)	4.09	7.85	8.23	7.61	6.87

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。