

铝
潜龙跃于渊

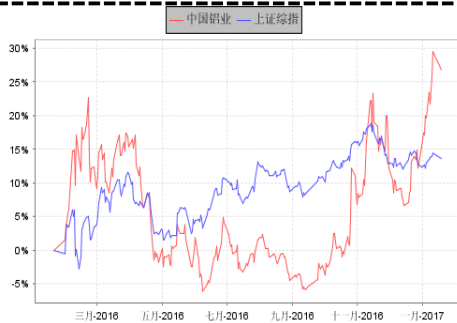
报告日期:	2017-02-05
评级:	推荐
上次评级:	推荐
合理区间:	无
上次预测:	0
当前价格 (元)	5.02
52 周价格区间 (元)	3.72-5.13
总市值 (百万)	74817.07
流通市值 (百万)	55018.36
总股本 (万股)	1490379.82
流通股 (万股)	1095983.23
公司网址	www.chalco.com.cn

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	123,446	119,293	125,058
归母净利润 (百万元)	206	381	2458
每股收益 (元)	0.01	0.03	0.16
每股净资产 (元)	2.61	2.49	2.65
市盈率	362.6	196.4	30.4
P/B	1.9	2.0	1.9

资料来源: 财富证券

投资要点

- **铝行业首屈一指龙头央企, 降本增效显著, 迎经营拐点。** 公司是国内最大的铝土矿和氧化铝生产商。近年来公司挖潜降耗、优化工艺、处置与关停落后产能, 并积极开展自备电厂建设及争取电价优惠政策, 降低企业用电成本, 使得公司电解铝与氧化铝成本大幅下降, 分别较 2012 年下降 28%、32%, 已经从行业的成本曲线的尾端跃居至中间部分, 达到了平均水平。
- **氧化铝自给率最高, 价格弹性最大。** 公司目前具备约 1800 万吨铝土矿、1600 万吨氧化铝与 380 万吨电解铝产能, 公司铝土矿自给率超过 50%, 氧化铝自给率约 200%, 氧化铝价格每上涨 100 元, 公司年化归母净利润增加约 3 亿, EPS 提高约 0.02 元。
- **2017 年氧化铝仍然供给紧张, 价格或持续强势。** 供给: 1) 2017 年氧化铝供给新增产能约为 615 万吨, 而这些新建产能投放大概在二季度, 短期仍不能满足供给缺口; 2) 目前产能利用率已到近 6 年历史高位, 依靠继续提升开工率来提升产量的空间已非常有限; 3) 关停产能已经复产 760 万吨, 再加上环保高压限产因素, 未来复产空间有限。
- **氧化铝价格的回暖, 归母净利占比提升。** 一季报、半年报、三季报显示少数股东损益占比 (少数股东损益/净利润) 分别为 51%、83% 与 78%, 根据近期披露的业绩预告推算, 四季度占比约为 50%, 全年约为 63%, 比例有所改善, 随着氧化铝价格回升至高位, 受少数股东损益影响相对较小的氧化铝板块业绩上升, 归母净利占比将明显改善。
- **盈利预测与评级:** “推荐” 评级, 保守假设 2017 年原铝与氧化铝价格分别为 12500 元/吨、2700 元/吨, 2016/2017 年 EPS 分别为 0.03/0.16 元, 对应市盈率为 196X、30X。
- **风险提示:** 新增及重启产能超预期, 电解铝价格超预期下跌

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
中国铝业	18.40	27.09	24.26
上证综指	0.14	0.36	14.64

财富证券研究发展中心

龙靓	李翔
0731-84403365	
longliang@cfzq.com	lixiang2@cfzq.com
S0530516040001	研究助理

相关研究报告:

《公司研究*中国铝业 (601600) 点评: 最优氧化铝布局, 价格涨弹性最大》2017-01-13

目 录

一、中国铝业——龙头央企，经营拐点，充分受益氧化铝弹性.....	- 4 -
1.1 铝行业首屈一指的龙头央企.....	- 4 -
1.2 降本增效显著，迎经营拐点.....	- 5 -
1.3 氧化铝自给率最高，价格弹性最大.....	- 6 -
1.4 氧化铝价格回暖，归母净利占比将提升.....	- 7 -
二、行业分析：氧化铝供给或将持续紧张.....	- 9 -
2.1 国内铝土矿资源有限，全球供给充裕.....	- 9 -
2.2 氧化铝供给紧张，价格或维持强势.....	- 10 -
三、投资建议.....	- 13 -
四、风险提示.....	- 13 -

图表目录

图表 1: 公司主要电解铝及氧化铝资产	- 4 -
图表 2: 公司股权结构	- 5 -
图表 3: 电解铝与氧化铝价格走势	- 5 -
图表 4: 公司电解铝与氧化铝板块毛利情况	- 5 -
图表 5: 公司电力成本测算	- 6 -
图表 6: 公司近年员工数量	- 6 -
图表 7: 公司电解铝生产成本测算	- 6 -
图表 8: 公司氧化铝生产成本测算	- 6 -
图表 9: 公司氧化铝板块业绩弹性测算	- 7 -
图表 10: 公司电解铝板块业绩弹性测算	- 7 -
图表 11: 公司 2016 年业绩状况	- 7 -
图表 12: 公司主要控股公司业绩情况	- 8 -
图表 13: 公司发行高级永续债券计提利息测算	- 8 -
图表 14: 公司少数股东损益测算	- 9 -
图表 15: 2011 年中国进口铝土矿格局	- 9 -
图表 16: 2016 年中国进口铝土矿格局	- 9 -
图表 17: 中国企业近年来境外投资情况	- 10 -
图表 18: 全球铝土矿供需平衡状况	- 10 -
图表 19: 中国历年氧化铝产能及产量情况	- 11 -
图表 20: 2016 年中国各省份生产氧化铝占比情况	- 11 -
图表 21: 中国历年氧化铝进口情况	- 11 -
图表 22: 2016 年中国进口氧化铝情况	- 11 -
图表 23: 2016 年氧化铝价格走势	- 11 -
图表 24: 2016 年国内氧化铝开工率以及产能利用率	- 11 -
图表 25: 国内 2016 年新建氧化铝产能	- 12 -
图表 26: 国内 2016 年关停及重启产能情况	- 12 -
图表 27: 氧化铝供需平衡表	- 13 -

一、中国铝业——龙头央企，经营拐点，充分受益氧化铝弹性

1.1 铝行业首屈一指的龙头央企

中国铝业是铝行业首屈一指的龙头央企，综合实力位居全球铝行业前列，主营业务围绕“铝土矿-氧化铝-电解铝”产业链，还涉及包括贸易、能源等板块。是国内铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源勘探开采，氧化铝、原铝和铝合金产品生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力发电、新能源发电于一体的大型生产经营企业。现有所属企业 39 户，其中：全资子公司 18 户，控股子公司 21 户，公司目前具备约 1800 万吨铝土矿、1600 万吨氧化铝与 380 万吨电解铝产能，是国内最大的铝土矿和氧化铝生产商，第二大电解铝生产商。

图表 1：公司主要电解铝及氧化铝资产

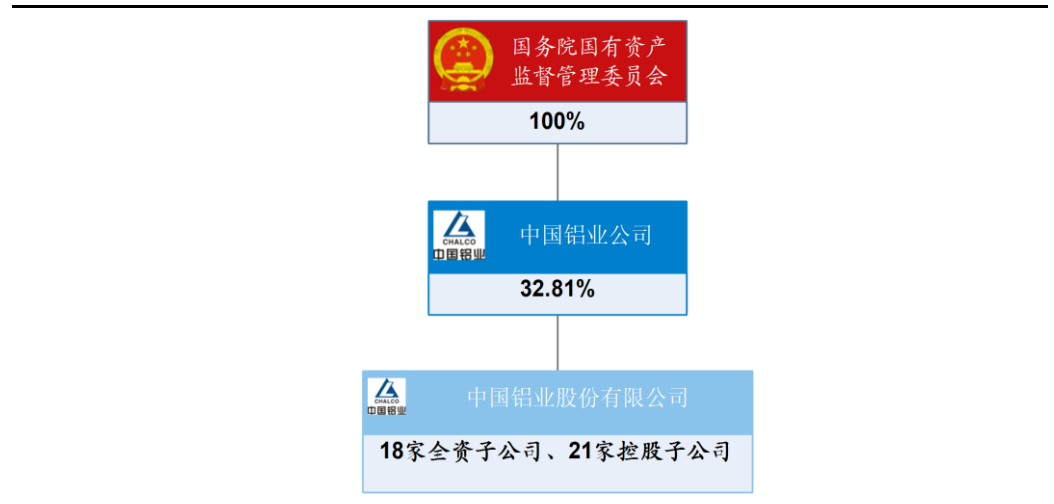
公司	类型	主要产品	持股比例	产能（万吨）
河南分公司	分公司	氧化铝	100%	241
贵州分公司	分公司	电解铝	100%	33
山西分公司	分公司	氧化铝	100%	260
广西分公司	分公司	氧化铝	100%	22
青海分公司	分公司	电解铝	100%	37
兰州分公司	分公司	电解铝	100%	39
连城分公司	分公司	电解铝	100%	52
重庆分公司	分公司	氧化铝	100%	80
中铝山东	全资子公司	氧化铝	100%	227
中铝中州	全资子公司	氧化铝	100%	305
包头铝业	全资子公司	电解铝	100%	54
抚顺铝业	全资子公司	电解铝	100%	33
遵义氧化铝	控股子公司	氧化铝	73%	100
山东华宇	控股子公司	电解铝	55%	20
遵义铝业	控股子公司	电解铝	62%	24
山西华泽	控股子公司	电解铝	60%	42
山西华圣	控股子公司	电解铝	51%	22
甘肃华鹭	控股子公司	电解铝	51%	23
贵州华锦	控股子公司	氧化铝	60%	160
山西华兴	参股子公司	氧化铝	50%	80

资料来源：公司官网及公告等资料，财富证券，注：山西华兴 40% 由中铝香港持有

公司控股股东为中国铝业公司，持有近 33% 股权，中国铝业公司隶属于国资委，是中央直接管理的国有重要骨干企业。公司主要从事矿产资源开发、有色金属冶炼加工、相关贸易及工程技术服务等，公司的中长期发展战略是做强铝业，做优铜业，做精稀有稀土，其他相关业务为三大核心主业提供服务和保障，加快向产业链前端

和价值链高端转型，提高国家战略性矿产资源和国防军工材料的保障能力，建设具有国际竞争力的世界一流企业。

图表 2: 公司股权结构

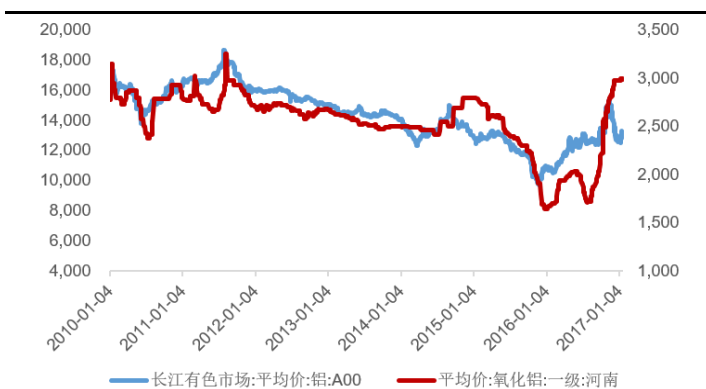


数据来源: 公司官网, 财富证券

1.2 降本增效显著，迎经营拐点

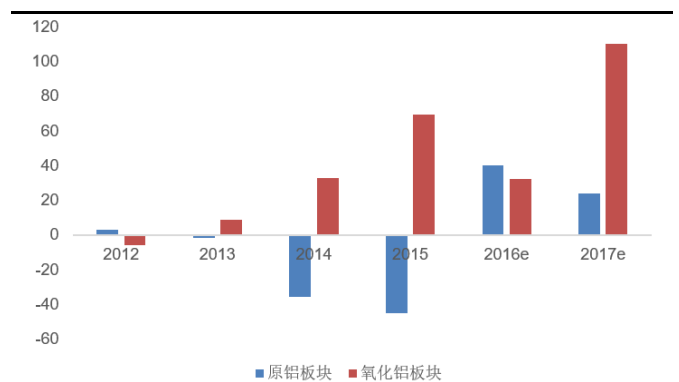
公司业务主要业务板块为电解铝与氧化铝，氧化铝板块是通自采、外购铝土矿与其他原材料生产氧化铝，再将氧化铝出售给公司内部和外部电解铝企业；电解铝业务为公司电解铝企业采购氧化铝与其他原材料进行电解，生产电解铝而后外售。2011 年铝价自相对高位回落，单边下跌持续至 2015 年底，价格持续低迷，公司原铝板块利润持续亏损，虽氧化铝价格同样表现出弱势，但得益于公司氧化铝产销量的提升，近年来公司利润主要来源于氧化铝板块。

图表 3: 电解铝与氧化铝价格走势



资料来源: Wind, 财富证券

图表 4: 公司电解铝与氧化铝板块毛利情况

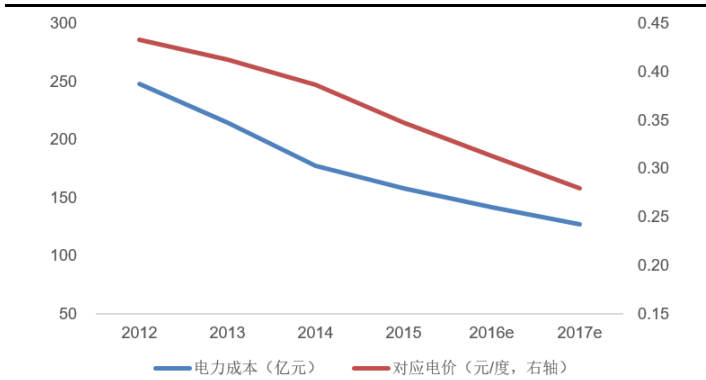


资料来源: 公司公告, 财富证券

公司电解铝和氧化铝成本下降卓有成效，摆脱落后产能标签，在行业中颇具成本优势，焕然一新。在电解铝与氧化铝价格低迷的行业背景下，公司积极强化与精细化生产运营管理，挖潜降耗、优化工艺、处置与关停落后产能，并且积极开展自备电厂建设及争取电价优惠政策，降低企业用电成本，目前已经降至 0.3 元/度以下，

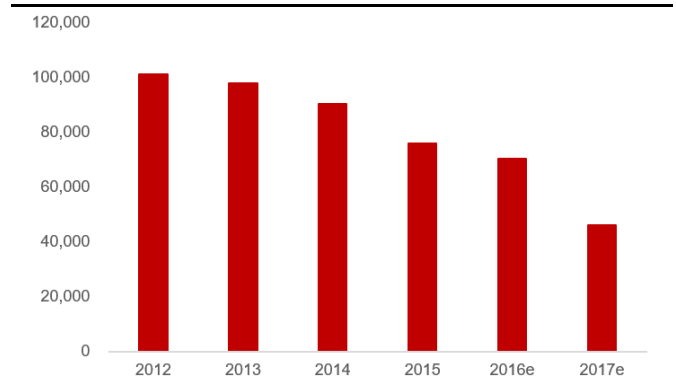
降本增效成效明显，使得公司电解铝与氧化铝成本大幅下降，经过我们测算，直接体现在电解铝吨现金成本为 9658 元(不含税)，氧化铝吨现金成本 1624 元(不含税)，分别较 2012 年下降 28%、32%，已经从行业的成本曲线的尾端跃居至中间部分，达到了平均水平。

图表 5: 公司电力成本测算



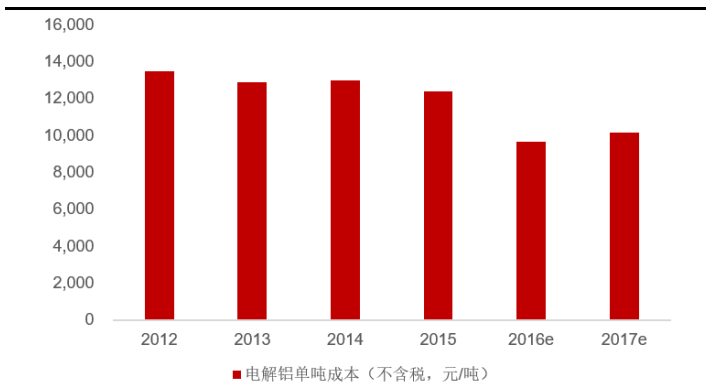
资料来源: 公司年报, 财富证券

图表 6: 公司近年员工数量



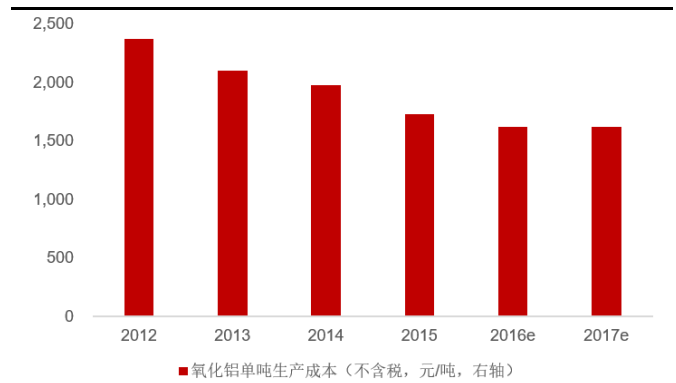
资料来源: 公司公告, 财富证券

图表 7: 公司电解铝生产成本测算



资料来源: 公司年报, 财富证券

图表 8: 公司氧化铝生产成本测算



资料来源: 公司年报, 财富证券

根据 Woodmac 研究数据，中国电解铝冶炼商近年来通过提高效率，成本都有了不同程度的下降，整体从全球范围上来看，中国产能竞争能力明显提高，从成本曲线的尾端移动到全球产能的中间部分，也就是说达到了行业平均水平。就中国铝业而言，降本增效更为显著，从全球后 80%分位跃居至全球与国内的平均水平，也就是 1400 美元/吨一线。

1.3 氧化铝自给率最高，价格弹性最大

公司目前具备约 1800 万吨铝土矿、1600 万吨氧化铝与 380 万吨电解铝产能，是国内最大的铝土矿和氧化铝生产商，第二大电解铝生产商。其中铝土矿自给率超过 50%，氧化铝自给率约 200%，也就是说公司生产的氧化铝大约有一半为对外销售。我们假设氧化铝对外销售产量为 677 万吨，电解铝 335 万吨，保守假设电解铝均价为 12500 元/吨（目前电解铝现货价格为 13350 元/吨）、氧化铝均价 2700 元/吨（目前

氧化铝价格为 3000 元/吨), 经过我们测算, 利润总额达到约 62 亿, 归属母公司净利润约 24 亿, 氧化铝价格每上涨 100 元, 公司年化归母净利增加约 3 亿, EPS 提高约 0.03 元, 电解铝价格每上涨 500 元, EPS 提高约 0.04 元。

图表 9: 公司氧化铝板块业绩弹性测算

价格假设(含税, 元/吨)	2700	2800	2900	3000	3100	3200
生产成本(含税, 元/吨)	1900	1900	1900	1900	1900	1900
对外销量(万吨)	677	677	677	677	677	677
对应归母净利(亿)	23.33	26.45	29.57	32.69	35.80	38.92
EPS	0.16	0.18	0.20	0.22	0.24	0.26

资料来源: 公司公告, 财富证券, 注: 目前氧化铝价格为 3000 元/吨, 电解铝价格保守假设为 12500 元/吨

图表 10: 公司电解铝板块业绩弹性测算

价格假设(含税, 元/吨)	12000	12500	13000	13500	14000	14500
生产成本(含税, 元/吨)	11300	11300	11300	11300	11300	11300
对外销量(万吨)	335	335	335	335	335	335
对应归母净利(亿)	17.08	20.21	29.58	35.84	42.09	48.34
EPS	0.11	0.16	0.20	0.24	0.28	0.32

资料来源: 公司公告, 财富证券, 注: 目前电解铝价格 13350 元/吨, 氧化铝价格保守假设为 2700 元/吨

1.4 氧化铝价格回暖, 归母净利占比将提升

根据公司 2016 年业绩预告, 2016 年实现利润总额为 16 亿, 归母净利润为 3.8 亿, 归母净利润占比较少, 除了所得税的影响, 还有一个比较关键的影响因素是少数股东损益占比较大, 这需从中国铝业的业务框架体系中去梳理。

图表 11: 公司 2016 年业绩状况

	2016Q1	2016H	2016Q1-3	2016E
利润总额(亿)	1.87	4.98	8.00	16.00
净利润(亿)	0.39	3.46	4.99	-
少数股东损益(亿)	0.20	2.88	3.91	-
归属母公司所有者净利润(亿)	0.19	0.57	1.08	3.80

资料来源: 公司公告, 财富证券

中国铝业拥有全资子公司 18 户, 控股子公司 21 户, 在氧化铝与电解铝业务体系中盈利贡献或者影响比较大的不乏较多的控股公司, 比如贵州华锦、山西华泽、山西华圣、山东华宇等成本较低的优质公司, 尤其是电解铝业务, 根据我们大致统计, 权益产能/总产能占比为 85%, 相较氧化铝业务 92% 占比, 少数股东权益更大。因此, 在 2016 年电解铝价格回暖(年度均价上涨约 4%)、氧化铝价格低迷(年度均价下跌 14%, 氧化铝价格上涨主要出现在第四季度)背景下, 少数股东损益占比较多, 一季报、半年报、三季报显示少数股东损益占比(少数股东损益/净利润)分别为 51%、83% 与 78%, 根据近期披露的业绩预告推算, 四季度占比约为 50%, 全年约为 63%, 比例有所改善, 究其原因, 氧化铝价格在四季度出现明显的回暖, 而这

块资产少数股东权益相对较少。

图表 12: 公司主要控股公司业绩情况

公司	主要业务	持股比例	2015 净利润 (亿)	2016H 净利 润 (亿)	2016H 少数 股东损益
贵州华锦	氧化铝	60%	0.78	0.40	0.16
遵义氧化铝	氧化铝	73%	1.15	-0.25	-0.07
遵义铝业	电解铝	62%	-1.55	-0.60	-0.23
山西华泽	电解铝	60%	-3.11	1.02	0.41
山西华圣	电解铝	51%	-1.12	0.51	0.25
甘肃华鹭	电解铝	51%	0.62	-1.07	-0.52
山东华宇	电解铝	55%	-0.48	0.79	0.35
中铝宁夏能源	能源	71%	-0.52	1.56	0.46
合计					0.81

资料来源: 公司公告, 财富证券, 注: 公司子公司(全资或控股)旗下二级子公司亦存在合资情况, 此不完全统计供参考

此外, 公司高级永续债计提利息为少数股东损益重要组成部分。永续债自 2013 年推出后, 此块利息计入少数股东损益当中, 公司于 2013 年、2014 年与 2016 年分别发行 3.5 亿、4 亿和 5 亿美元的高级永续债券, 合计 12.5 亿美元, 我们估计 2016 年/2017 年公司该部分计提利息大致分别为 3.44 亿元、4.79 亿元。

图表 13: 公司发行高级永续债券计提利息测算

年份	发行时间	发行规模 (亿美元)	利率	汇率均值	测算计提利 息 (亿元)
2013	2013/10/22	3.5	6.63%	6.15	0.24
2014	2014/04/10	4	6.25%	6.16	2.07
2015	-	-	-	6.29	3.03
2016	2016/11/11	5	4.25%	6.65	3.44
2017	-	-	-	6.90	4.79

资料来源: 公司公告, 财富证券

所以我认为随着氧化铝价格的回暖, 受少数股东损益影响相对较小的氧化铝板块业绩上升, 归母净利占比将有所提高。少数股东损益包括合资公司部分与高级永续债部分, 根据我们测算, 2016 年合资公司部分的少数股东损益约为 3.16 亿元, 占净利润 30%, 高级永续债计提利息部分占净利润约 33%, 整体来说, 少数股东损益/净利润比例为 63%。我们保守假设 2017 年合资公司部分的少数股东损益占净利润比例维持不变, 则该部分少数股东损益约为 12.29 亿元, 高级永续债计提利息部分为 4.79 亿, 少数股东损益合计为 17.08 亿, 则少数股东损益/净利润比例为 42%, 该比例大幅下降, 归母净利占比明显提高。

图表 14: 公司少数股东损益测算

单位: 亿元	2016H	2016E	2017E
净利润	3.46	10.40	40.42
少数股东损益	2.88	6.60	17.08
合资公司部分	1.31	3.16	12.29
高级永续债部分	1.58	3.44	4.79
合资公司部分/净利润	38%	30%	30%
少数股东损益/净利润	83%	63%	42%
归母净利润	0.57	3.80	23.33

资料来源: 公司公告, 财富证券, 保守假设 2017 年合资公司部分/净利润占比保持不变

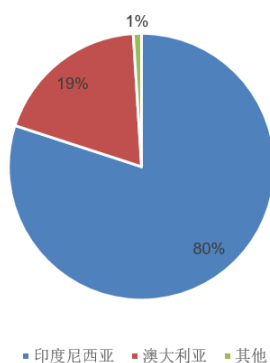
二、行业分析: 氧化铝供给或将持续紧张

2.1 国内铝土矿资源有限, 全球供给充裕

中国铝土矿储量约 8.6 亿吨, 占世界铝土矿储量的 2.95%, 铝土矿对外依存度高, 根据安泰科数据, 中国 2016 年氧化铝产量 6000 万吨, 总供给 6300 万吨 (含进口 300 万吨), 按照生产 1 吨氧化铝需要 1.95 吨铝土矿计算, 2016 年铝土矿需求为 11700 万吨, 铝土矿进口量为 5000 万吨, 对外依存度 (进口量/需求量) 约为 43%。

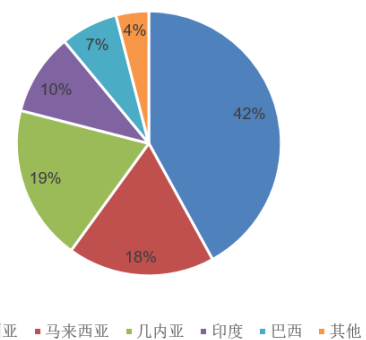
2014 年之前铝土矿海运贸易主要集中在印度尼西亚和澳大利亚, 自 2014 年 1 月份开始实施出口禁令之后, 进口格局发生了很大的变化, 渠道变得多元, 同时中国铝制造商近年在境外购买勘探开采权, 并修建配备电厂和码头一体化的氧化铝精炼厂。

图表 15: 2011 年中国进口铝土矿格局



资料来源: 海关总署, 财富证券

图表 16: 2016 年中国进口铝土矿格局



资料来源: 海关总署, 财富证券

中国的铝土矿类型主要是一水型, 氧化铝含量高, 但是铝硅比低, 加工成本高, 随着国内矿石品级下降, 中国氧化铝厂可能将寻求更多铝土矿进口来源。根据澳大利亚 Alumina Ltd., 中国使用进口矿石的氧化铝产出比例预计在 2030 年将提升至 60%。

图表 17: 中国企业近年来境外投资情况

企业名称	投资国家	项目
中国铝业	印度尼西亚	新建氧化铝厂
锦江集团	印度尼西亚	新建氧化铝厂
山东宏桥集团	印度尼西亚	新建氧化铝厂
南山铝业	印度尼西亚、澳大利亚	新建氧化铝厂、获取铝土矿资源
山东信发	澳大利亚、斐济	获取铝土矿资源
青岛鄂尔多斯资源投资公司	柬埔寨	新建氧化铝厂
博赛矿业	圭亚那、加纳	新建氧化铝厂、获取铝土矿资源
云铝股份	老挝	新建氧化铝厂、获取铝土矿资源
开拓者基金	菲律宾	获取铝土矿资源
魏桥	几内亚	投资码头建设等

资料来源: 我的有色网, 财富证券

整体上来看, 中国铝土矿虽然对境外矿石依存度较高, 但从全球范围出发, 并不短缺, 根据 Morgan Stanley 研究数据, 2016 年全球铝土矿供需大体上平衡, 2017 年全球铝土矿供给充裕, 并不会出现供给缺口。但从国内角度来看, 铝资源稀缺, 对于拥有铝土矿资源的企业来说, 盈利能力会更强。

图表 18: 全球铝土矿供需平衡状况

单位: 百万吨	2013	2014	2015	2016E	2017E
全球铝土矿产量	308	275	311	296	332
全球氧化铝产量	108	112	117	119	123
全球铝土矿需求量	270	280	293	298	308
供需平衡	38	-5	18	-2	24

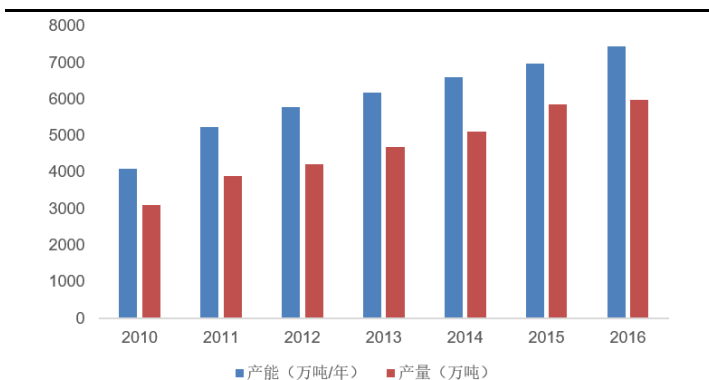
资料来源: IPAI, WBMS, Wood Mackenzie, Morgan Stanley, 财富证券

2.2 氧化铝供给紧张, 价格或维持强势

近五年中国氧化铝产能产量均处于扩张阶段, 根据安泰科研究数据, 2010 年中国氧化铝产能为 4092 万吨, 产量为 3119 万吨, 到 2016 年, 产能为 7445 万吨, 产量为 6000 万吨, 产能、产量年均复合增速分别为 10.5%、11.5%。产区主要集中在山东、山西、河南、广西、贵州等省份, 此五省占比合计达到 96%。

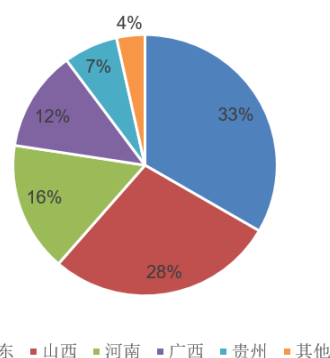
中国不仅进口铝土矿, 而且进口少量氧化铝, 主要是从澳大利亚、印度等国进口, 其中澳大利亚占比达到 58%, 近年来进口数量大概在 300-500 万吨区间, 2016 年进口量约为 300 万吨, 较 2015 年进口量 436 万吨, 同比下降 31%。

图表 19: 中国历年氧化铝产能及产量情况



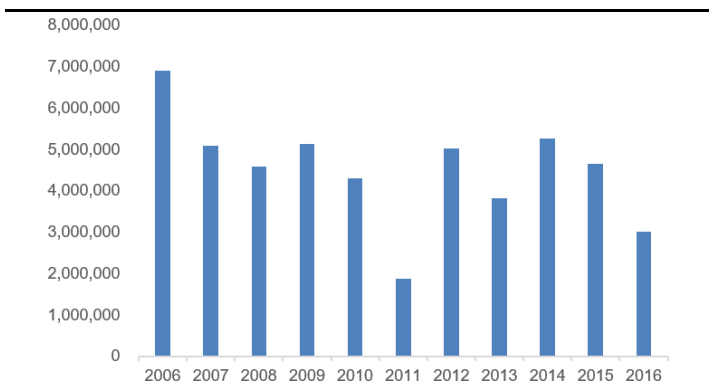
资料来源: 安泰科, 财富证券

图表 20: 2016 年中国各省份生产氧化铝占比情况



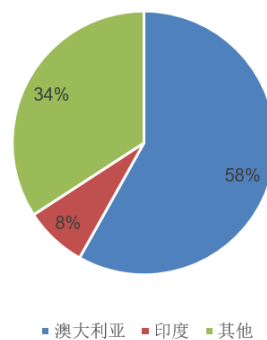
资料来源: 安泰科, 财富证券

图表 21: 中国历年氧化铝进口情况



资料来源: Wind, 财富证券

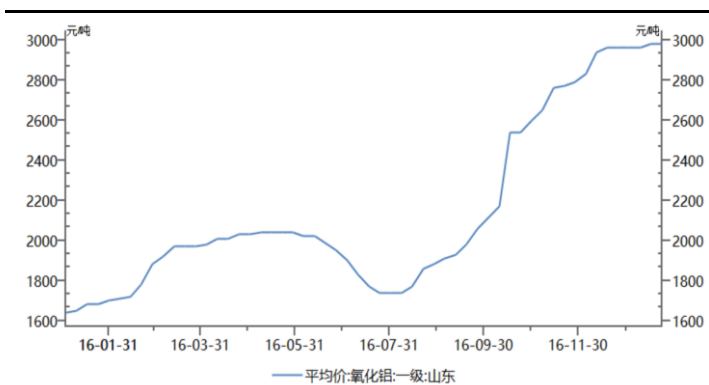
图表 22: 2016 年中国进口氧化铝情况



资料来源: Wind, 财富证券

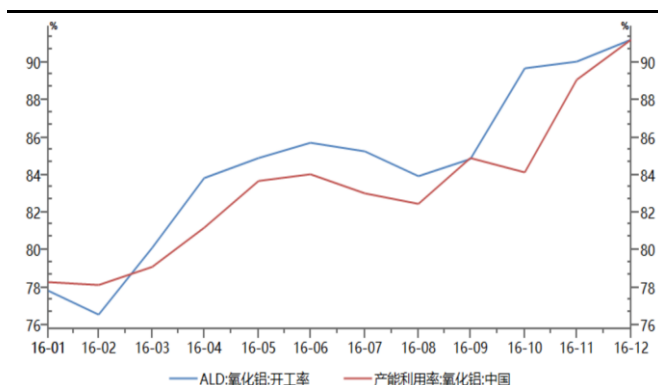
2016 年初我国共有 1070 万吨氧化铝产能因为价格低迷而关停, 随着氧化铝的价格回暖, 氧化铝企业逐步开始复产, 重启产能合计 760 万吨, 新增产能方面, 合计 460 万吨, 因此粗略匡算产能净增加 150 万吨。伴随氧化铝价格自 2016 年四季度初 2000 元/吨回升至 3000 元/吨, 开工率也从 82% 上升至 90% 以上, 2016 产量较 2015 年增加 135 万吨, 小幅增长 2.3%。

图表 23: 2016 年氧化铝价格走势



资料来源: Wind, 财富证券

图表 24: 2016 年国内氧化铝开工率以及产能利用率



资料来源: Wind, 阿拉丁, 财富证券

图表 25: 国内 2016 年新建氧化铝产能

氧化铝厂	省份	新增产能 (万吨)	备注
山西华兴	山西	100	已投产
东方希望	山西	100	已投产
山东魏桥	山东	200	已投产
云铝文山	云南	60	形成产能
合计		460	

资料来源: 安泰科, 财富证券

图表 26: 国内 2016 年关停及重启产能情况

地区	关停产能 (万吨)	重启产能 (万吨)
河南	330	130
山东	380	380
山西	240	210
广西	80	20
重庆	20	-
贵州	20	20
合计	1070	760

资料来源: 安泰科, 财富证券

我国氧化铝 2016 年进口量下降 136 万吨, 国内产量净增加 135 万吨, 因此整体来看供给量基本保持不变, 约为 6300 万吨, 而根据安泰科数据, 2016 年氧化铝总需求量较 2015 年增加约 258 万吨, 约为 6402 万吨, 供给缺口为 102 万吨。

2017 年氧化铝供给方面: 1) 新增产能约为 615 万吨, 而这些新建产能投放大概在二季度, 短期仍不能满足供给缺口; 2) 目前开工率以及产能利用率已到近 6 年历史高位, 依靠继续提升开工率来提升产量的空间已非常有限; 3) 关停产能已经复产 760 万吨, 未来复产空间有限, 再加上环保限产因素, 比如近期《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》征求意见稿中涉及削减山东、河南和山西 3 省氧化铝生产企业产能的 50%, 对应国内 30% 以上产能, 如果严格按照此执行, 必然供给将大幅短缺, 由于环保高压, 相关复产或者新建产能投放面临较大阻力; 4) 进口氧化铝方面, 由于国内氧化铝价格高企, 预计进口氧化铝量将从 2016 年 300 万吨上升至 350 万吨。

而氧化铝需求方面, 电解铝新建产能持续推进, 我们预计如果按照预期计划投放, 2017 新增电解铝产能 310 万吨, 对应 600 万吨氧化铝需求增量。综合来看, 我们预计 2017 年氧化铝仍然供给紧张, 缺口大约为尤其是在新建产能投放之前。

图表 27: 氧化铝供需平衡表

单位: 万吨		2015	2016	2017	2017vs2016
供应	总计	6301	6300	7045	11.8%
	产量	5865	6000	6715	11.9%
	净进口量	436	300	350	16.7%
需求	总计	6144	6402	7127	11.3%
	冶金	5944	6202	6912	11.5%
	非冶金	200	200	215	7.5%
供需平衡		157	-102	-82	

资料来源: 安泰科, 财富证券

至于氧化铝下游环节电解铝, 我们认为最值得期待的是供给侧改革对其供需格局产生的深远影响, 详见参考我们的报告《有色金属 2017 年投资策略: 起承转合, 方兴未艾》。

三、投资建议

预计公司 2016 年、2017 年 EPS 分别为 0.03、0.16 元, 对应当前股价的 PE 分别为 196 倍和 30 倍, 综合考虑行业趋势向好、公司经营拐点、电解铝供给侧改革与国企改革等积极因素共振, 给予“推荐”评级。

四、风险提示

风险提示: 新增及重启产能超预期, 电解铝价格超预期下跌

财务报表及主要财务比率

单位: 百万元

资产负债表					利润表				
	2014	2015	2016E	2017E		2014	2015	2016E	2017E
流动资产	63474	64169	48884	66915	营业收入	141772	123446	119293	125058
现金	17932	22488	12400	29712	营业成本	139751	119158	110058	109676
交易性投资	121	2	2	2	营业税金及附加	316	379	367	384
应收票据	2333	1267	1551	1626	营业费用	1753	1775	1716	1798
应收款项	2980	3884	2612	2738	管理费用	4307	2307	2229	2337
其它应收款	6734	9182	8873	9302	财务费用	5781	5233	4658	4630
存货	22441	20177	16677	16619	资产减值损失	7459	1501	(200)	0
其他	10933	7169	6768	6916	公允价值变动收益	110	(213)	0	0
非流动资产	129158	125100	126470	126979	投资收益	668	3289	(340)	0
长期股权投资	7367	10754	11410	11410	营业利润	(16818)	(3831)	125	6232
固定资产	83652	78027	79156	80516	营业外收入	1024	4291	1508	0
无形资产	11907	10801	9721	8749	营业外支出	181	267	44	0
其他	26232	25519	26183	26305	利润总额	(15975)	193	1589	6232
资产总计	192632	189269	175354	193895	所得税	1075	(230)	559	1994
流动负债	104236	80937	66054	77472	净利润	(17049)	424	1029	4238
短期借款	40793	34749	28500	40000	少数股东损益	(833)	217	649	1780
应付账款	10514	7786	7044	7019	归属于母公司净利润	(16217)	206	381	2458
预收账款	2697	1654	1541	1535	EPS (元)	(1.20)	0.01	0.03	0.16
其他	50231	36748	28970	28917					
长期负债	48768	58034	58034	61034	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E
长期借款	25373	27765	27765	30765	年成长率				
其他	23394	30269	30269	30269	营业收入	-18%	-13%	-3%	5%
负债合计	153003	138972	124089	138506	营业利润	1774%	-77%	-103%	4896%
股本	13524	14904	14904	14904	净利润	-1811%	-101%	85%	545%
资本公积金	13772	20628	20628	20628	获利能力				
留存收益	978	1289	1608	3952	毛利率	1.4%	3.5%	7.7%	12.3%
少数股东权益	11353	11457	12106	13886	净利率	-11.4%	0.2%	0.3%	2.0%
归属于母公司所有者权益	28275	38840	37140	39483	ROE	-57.4%	0.5%	1.0%	6.2%
负债及权益合计	192631	189269	173334	191875	ROIC	-10.0%	1.0%	3.1%	5.7%
					偿债能力				
现金流量表	2014	2015	2016E	2017E	资产负债率	79.4%	73.4%	70.8%	71.4%
经营活动现金流	13773	7231	18634	15866	净负债比率	40.3%	40.0%	34.9%	39.1%
净利润	(16217)	206	381	2458	流动比率	0.6	0.8	0.7	0.9
折旧摊销	7469	7295	7759	7734	速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6
财务费用	6102	5609	4658	4630	营运能力				
投资收益	(668)	(3289)	340	0	资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
营运资金变动	9927	(1831)	5384	(814)	存货周转率	6.1	5.6	6.0	6.6
其它	7159	(759)	112	1857	应收帐款周转率	40.5	36.0	36.7	46.7
投资活动现金流	(4921)	2953	(9184)	(8310)	应付帐款周转率	14.5	13.0	14.8	15.6
资本支出	(8486)	(8864)	(8310)	(8310)	每股资料 (元)				
其他投资	3565	11817	(874)	0	每股收益	-1.20	0.01	0.03	0.16

筹资活动现金流	(3971)	(5814)	(19538)	9756	每股经营现金	1.02	0.49	1.25	1.06
借款变动	7790	(9356)	(14477)	14500	每股净资产	2.09	2.61	2.49	2.65
普通股增加	0	1379	0	0	每股股利	0.70	0.00	0.01	0.05
资本公积增加	29	6856	0	0	估值比率				
股利分配	(8115)	(9467)	(62)	(114)	PE	-4.2	362.6	196.4	30.4
其他	(3675)	4774	(4998)	(4630)	PB	2.4	1.9	2.0	1.9
现金净增加额	4881	4370	(10087)	17312	EV/EBITDA	-23.6	11.7	7.7	5.2

资料来源：公司公告，财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438