

去产能背景下，强者恒强

——中国铝业（601600）点评报告

增持（首次）

日期：2018年03月26日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	1,440.66	1,800.81	1,854.83	1,947.57
增长比率(%)	16.70%	25.00%	3.00%	5.00%
净利润(亿元)	4.02	13.78	25.97	33.44
增长比率(%)	95.08%	242.47%	88.37%	28.78%
每股收益(元)	0.03	0.09	0.17	0.22
市盈率(倍)	134.79	39.36	20.89	16.22

事件：

公司近期发布了2017年度报告，报告期内，公司实现营业收入1800.81亿元，同比增加24.86%；实现归母净利润13.78亿元，同比增加274.16%；基本每股收益0.09元，同比增加350%。

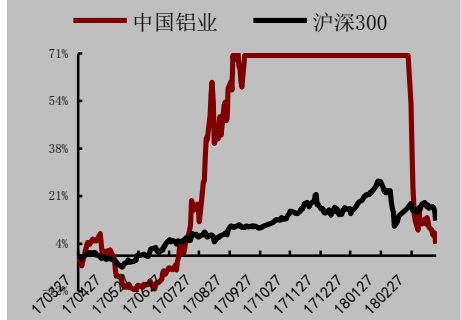
投资要点：

- **量价齐升驱动公司2017年业绩增长：**公司2017年业绩大幅增长的主要原因包括：1) 产品价格同比大幅上涨带动贸易、氧化铝和原铝板块营收增长：2017年全年SHFE铝同比上涨20.21%，河南、山西和贵阳三地氧化铝平均价格同比上涨38.74%，公司贸易、原铝和氧化铝板块营收分别同比上涨28.40%，37.09%和26.82%；2) 氧化铝价格和能源价格回升带动对应板块毛利率大幅增长，进而带动公司整体毛利率回升：2017年氧化铝板块的营业收入为380.79亿元，同比增加26.82%，但是税前盈利达到32.52亿元，同比增加257.36%，主要原系氧化铝产品毛利率由2016年9.71%大幅提升至17.51%；能源板块毛利率则由24.64%提升至30.44%；公司整体毛利率由7.28%增加至8.31%；3) 原铝和氧化铝产销量增长带动对应板块营收增长：2017年公司电解铝产量为361万吨，同比增长22%；冶金级氧化铝产量1281万吨，同比增长6%。
- **电解铝生产成本上升和管理费用大幅增加拖累业绩：**2017年对公司利润构成拖累的主要因素有：1) 原料价格和电力成本价格上涨导致电解铝板块毛利率显著下降，由2016年的12.83%下降至6.72%，使得原铝板块税前利润减少13.57亿元，同比下降62.13%；2) 2017年管理费用大幅增加，较2016年的29.1亿元增加了11.36亿元，同比增加39.04%，主要系部分人员内部退养计提了辞退福利以及研发费用增加所致；3) 由于能源板块2016年处置非流动资产而产生了收益，2017年能源板块税前利润比2016年相比减少2.04亿元。
- **业务和管理层面同时降本增效：**目前公司电解铝运行产能300-400万吨左右，随着公司广西华磊、内蒙古华云、贵州华仁等重点项目的提前投产，未来合规总产能将增加到500万吨。公司2017年氧化铝产

基础数据

收盘价(元)	4.95
市净率(倍)	1.97
流通市值(亿元)	542.51
每股净资产(元)	2.51
每股经营现金流(元)	0.88
营业利润率(%)	1.74
净资产收益率(%)	3.55
资产负债率(%)	67.27
总股本(万股)	1,490,380
流通股(万股)	1,095,983

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2018年03月23日

相关研究

- 万联证券研究所 20180322_公司点评报告
- _AAA_ 驰宏锌锗(600497) 点评报告
- 万联证券研究所 20170329_公司点评报告
- _AAA_ 东睦股份(600114) 点评报告
- 万联证券研究所 20170822_公司点评报告
- _AAA_ 明泰铝业(601677) 点评报告
- 万联证券研究所 20170824_公司点评报告
- _AAA_ 赣锋锂业(002460) 点评报告

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001
电话：02160883480
邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：程文祥

电话：021-60883481
邮箱：chengwx@wlzq.com.cn

能保持稳定，目前的权益产能为1500万吨左右。在业务层面，公司的发展方向和思路十分明确，即“科学掌控上游，优化调整中游，跨越发展下游”：1) 对上游铝土矿，在国内的具有成本优势的地区如广西、贵州、山西等继续推进铝土矿资源勘探开发，同时加大海外资源获取力度，以保证原料供应的稳定性；2) 在氧化铝端，一方面，公司未来将提升铝土矿自给率，具体措施包括矿山提质增效、加大自采力度等，另一方面，通过产品的升级，引领精细氧化铝的市场的发展，提升产品盈利能力；3) 电解铝端，针对存量产能，公司将加大自备电和局域网建设力度，提升成本竞争力，对于增量产能，公司将选择具有能源优势的区域作为生产基地，同时产品往高合金和，高纯化及材料方向发展。针对运营管理层面，2017年公司启动市场化债转股项目，已引入华融瑞通、中国人寿等8名投资者对公司的四家子公司进行增资并偿还负债，然后向8名投资者定增股份，并重新取得包头铝业25.67%股权、中铝山东30.80%股权、中州铝业36.90%股权和中铝矿业81.14%股权，目前定增事项仍在推进中。通过此次的债转股，公司资产负债率由2017年年初的70.76%降低至年底的67.27%，有效改善了公司资本结构，减轻债务负担，增强盈利能力。

- **盈利预测与投资建议：**预计公司2018-2019年EPS为0.17元和0.22元，结合2018年3月23日收盘价4.95元，对应的PE为20.89和16.22倍，鉴于公司在电解铝行业的龙头地位和对公司各项降本增效措施的看好，首次覆盖，我们给予“增持”评级。
- **风险因素：**铝价大幅下跌；下游需求不及预期；产能释放不及预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：宋江波

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，以勤勉的执业态度，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。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484