

量价齐升，做高质量产品的龙头

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年半年报，上半年实现营业收入 820.6 亿元，同比下降 10.24%；实现归母净利润 8.5 亿元，同比增加 15.13%；实现扣非归母净利润 0.98 亿元，同比下降 82.0%。
- **贸易板块业务减少拖累整体营收，主要板块业务量价齐升。**（1）公司上半年主动减少资金占用量大且利润率不高的贸易板块业务，导致贸易板块营收同比降低 16.9%，拖累整体营收水平，但贸易板块利润与去年基本持平。（2）公司上半年主要业务板块氧化铝、原铝量价齐升。上半年公司自产外销氧化铝、原铝价格分别同比增 7.06%、4.21%，外销量分别同比增 1.56%、36.39%。
- **会计调整导致扣非净利润大幅下降。**上半年扣非净利润较低主要原因是：（1）原材料价格上涨幅度大于产品售价上涨幅度。（2）会计口径方面的调整。例如公司上半年套期保值约有 1 亿元的利润，该项目被划入非经常损益等。（3）公司上半年研发费用 1.36 亿元，较去年增加 1.07 亿元。
- **产品高端化，高附加值产品助力公司利润增长。**公司定位产品高端化转型，加大研发投入，效果出现。公司上半年精细氧化铝产量达 153 万吨，同比增 13.33%。其中，包头铝业目前已能产出高质量氧化铝替代进口，相比之前进口氧化铝价格下降 1500 元/吨，大幅度降低生产原铝的成本。
- **长期看好公司氧化铝、电解铝板块发展。**根据安泰科数据显示，2018 年中国氧化铝、原铝产量将分别达到 7290、3720 万吨，消费量分别达到 7478、3750 万吨，供需紧平衡。2019-2020 年，供给端铝土矿新增产量有限，氧化铝、电解铝供给或将出现缺口，推动氧化铝、电解铝上行。此外，随着国家电力体制改革，发电合法合规政策落实，中铝长期以来在电力成本方面的劣势将逐渐缩小。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.10、0.14、0.17 元，对应 PE 分别为 35、26、21 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**电解铝价格或大幅波动、电解铝用辅料价格或大幅波动、重点在建项目进度或不及预期的风险。

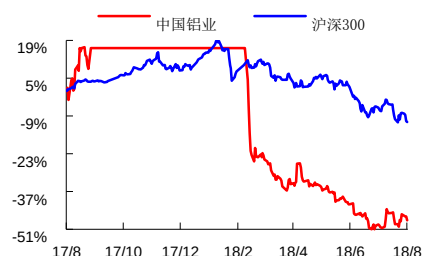
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	180080.75	179984.72	189719.53	200262.91
增长率	25.00%	-0.05%	5.41%	5.56%
归属母公司净利润（百万元）	1378.44	1549.65	2107.57	2544.06
增长率	242.47%	12.42%	36.00%	20.71%
每股收益 EPS（元）	0.09	0.10	0.14	0.17
净资产收益率 ROE	3.61%	4.06%	5.26%	6.01%
PE	40	35	26	21
PB	0.83	0.83	0.79	0.75

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘岗
 执业证号：S1250517100001
 电话：010-57631191
 邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	149.04
流通 A 股(亿股)	109.60
52 周内股价区间(元)	3.43-8.12
总市值(亿元)	542.50
总资产(亿元)	2,046.91
每股净资产(元)	3.42

相关研究

1. 中国铝业（601600）：清理违规产能进入攻坚期，龙头最受益（2017-09-01）

1 公司概况：向高附加值产品转型的龙头企业

公司是中国有色金属行业的龙头企业，综合实力位居全球铝行业前列，也是目前中国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，火力及新能源发电于一体的大型生产经营企业。公司构建了以铝土矿、氧化铝、电解铝产品为主体的产业链经营模式，业务涵盖了从矿产勘探、资源开采、铝土矿冶炼、电解铝生产、高新技术开发与推广、国际贸易、流通服务、能源电力等多个环节。

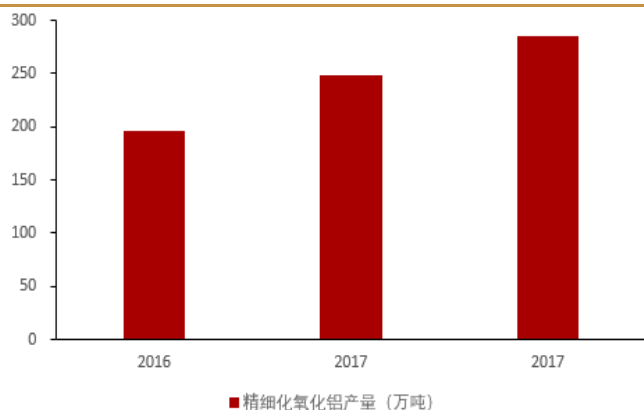
表 1：公司业务情况

板块业务情况	
氧化铝板块	包括开采并购买铝土矿和其他原材料，将铝土矿生产为氧化铝，并将氧化铝销售给本集团内部的电解铝企业和贸易企业以及集团外部的客户。该板块还包括生产销售精细氧化铝和金属镓。
原铝板块	包括采购氧化铝、原辅材料和电力，将氧化铝进行电解生产为原铝，销售给集团内部的贸易企业和集团外部客户。该板块还包括生产销售炭素产品、铝合金产品及其他电解铝产品
贸易板块	主要从事向内部生产企业及外部客户提供氧化铝、原铝、其它有色金属产品和煤炭等原燃材料、原辅材料贸易及物流服务的业务。
能源板块	主要业务包括煤炭、火力发电、风力发电、光伏发电及新能源装备制造等。主要产品中，煤炭销售给集团内部生产企业及集团外部客户，公用电厂、风电及光伏发电销售给所在区域的电网公司
总部	涵盖总部及集团其他有关铝业务的研究开发及其他活动

数据来源：公司公告，西南证券整理

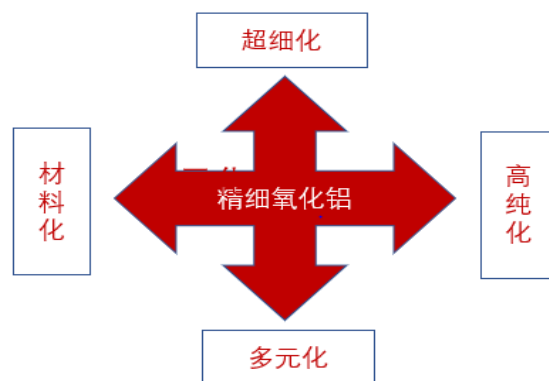
近年来，公司定位生产重心逐渐向高附加值产品转移。2018 年上半年，公司精细氧化铝产量达到 153 万吨，同比增长 13.33%。目前包头铝业已经开始生产高质量氧化铝、电解铝。其中，高质量氧化铝已经能部分实现进口替代。

图 1：公司 2014-2017 精细氧化铝情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 2：公司精细氧化铝特点方向

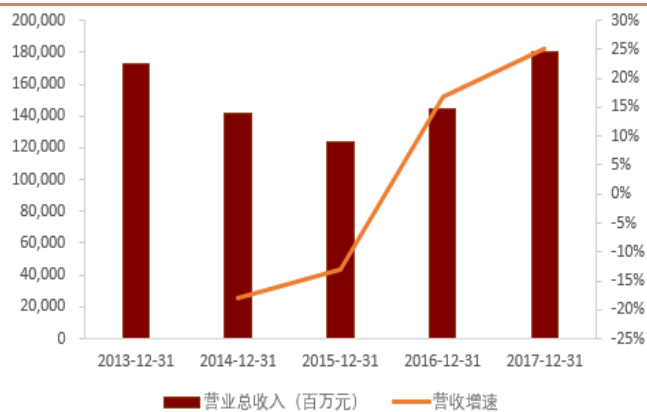


数据来源：WIND，西南证券整理

2 公司业绩：扭亏为盈，稳步上升

2014 年公司业绩下滑严重，业绩亏损，主要原因是集团对氧化铝板块的部分长期资产计提了大额减值准备，对内部退养和协商解除劳动关系人员计提了辞退及内退福利费用，从而导致该板块税前亏损 59.68 亿元，拖累整体业绩。随后 3 年，公司营业状况逐渐好转，2016、2017 年营收同比增速均超过 10%。

图 3：公司 2013-2017 年营业收入



数据来源：WIND，西南证券整理

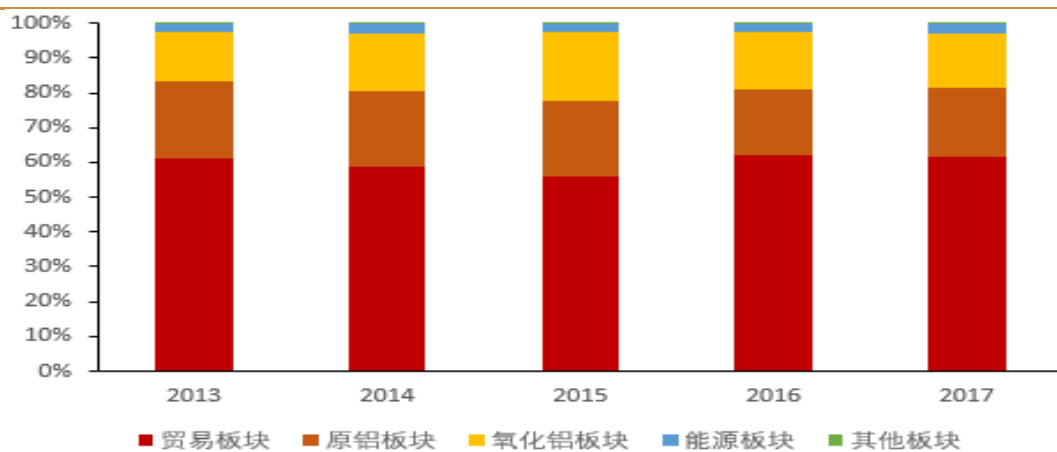
图 4：公司 2013-2017 年归母净利润



数据来源：WIND，西南证券整理

公司营收占比最高的三大板块是贸易、原铝与氧化铝。其中，氧化铝板块毛利率最高。2017 年氧化铝板块毛利率为 17.51%。

图 5：公司 2013-2017 年营业收入



数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：量价齐升，做高质量产品的龙头

2018 年上半年公司实现营业收入 820.6 亿元，同比下降 10.24%；实现归母净利润 8.5 亿元，同比增加 15.13%；实现扣非归母净利润 0.98 亿元，同比下降 82.0%。

贸易板块业务减少拖累整体营收，主要板块业务量价齐升。①公司上半年主动减少资金占用量大且利润率不高的贸易板块业务，导致贸易板块营收同比降低 16.9%，拖累整体营收

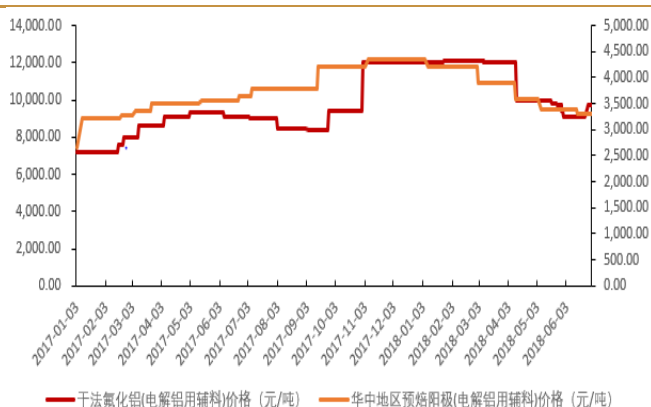
水平，但贸易板块利润与去年基本持平。②公司上半年主要业务板块氧化铝、原铝量价齐升。上半年公司自产外销氧化铝、原铝价格分别同比增 7.06%、4.21%，外销量分别同比增 1.56%、36.39%。

图 6：2017-2018 上半年氧化铝价格



数据来源：WIND，西南证券整理

图 7：2017-2018 上半年年氟化盐、阳极碳价格



数据来源：WIND，西南证券整理

（2）会计调整导致扣非净利润大幅下降。上半年扣非净利润较低主要原因是：①原材料价格上涨幅度大于产品售价上涨幅度。②会计口径方面的调整。例如公司上半年套期保值约有 1 亿元的利润，该项目被划入非经常损益等。③公司上半年研发费用 1.36 亿元，较去年增加 1.07 亿元。

（3）产品高端化，高附加值产品助力公司利润增长。公司定位产品高端化转型，加大研发投入，效果出现。公司上半年精细氧化铝产量达 153 万吨，同比增 13.33%。其中，包头铝业目前已能产出高质量氧化铝替代进口，相比之前进口氧化铝价格下降 1500 元/吨，大幅度降低生产原铝的成本。

4 盈利预测与估值

关键假设：

公司主要三大业务板块分别是贸易、原铝与氧化铝。

假设 1：受益于高端产品转型，原铝板块毛利率在 2018-2020 年有所上升，分别为 7.0%、7.0%、7.0%。

假设 2：氧化铝在 2018-2020 年毛利率有所上升，分别为 18%、18.5%、18.5%。

假设 3：其它业务涵盖总部及集团其他有关铝业务的研究开发及其他活动。假设增速保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
贸易板块	收入	150399.4	132351.4	133675.0	135011.7
	增速	31.5%	-12.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
原铝	收入	47787.3	62123.5	68335.9	75169.4
	增速	38.7%	30.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%
氧化铝	收入	38262.3	40940.7	42987.7	45137.1
	增速	28.4%	7.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	17.5%	18.0%	18.5%	18.5%
能源板块	收入	6234.5	7793.1	8572.4	9429.7
	增速	37.9%	25.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	30.4%	28.0%	27.0%	27.0%
其他板块	收入	474.3	483.8	493.5	503.3
	增速	-6.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	6.1%	5.5%	5.0%	5.0%
其它业务	收入	(63077.1)	(63707.8)	(64344.9)	(64988.4)
	增速		1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	-1.1%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
合计	收入	180080.8	179984.7	189719.5	200262.9
	增速	25.0%	-0.1%	5.4%	5.6%
	毛利率	8.3%	9.4%	9.5%	9.6%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 1800.0、1897.2、2002.6 亿元，归母净利润分别为 15.5、21.1、25.4 亿元，EPS 分别为 0.10、0.14、0.17 元，对应 PE 分别为 35、26、21 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000933.SZ	神火股份	4.53	0.35	0.46	0.47	12.9799	9.7882	9.663
600219.SH	南山铝业	2.65	0.22	0.26	0.32	11.9369	10.2159	8.3967
000807.SZ	云铝股份	5.05	0.30	0.50	0.72	16.9463	10.1304	7.0119
平均值						13.95	10.04	8.36
601600.SH	中国铝业	3.64	0.10	0.14	0.17	35	26	21

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	180080.75	179984.72	189719.53	200262.91	净利润	2363.95	2657.58	3614.38	4362.95
营业成本	165111.00	163092.50	171648.84	181054.33	折旧与摊销	7121.13	8363.50	8363.50	8363.50
营业税金及附加	1342.13	1120.85	1250.73	1381.81	财务费用	4559.01	5732.34	5692.18	5358.19
销售费用	2342.48	2462.15	2573.61	2705.67	资产减值损失	179.35	100.00	100.00	100.00
管理费用	4045.64	3790.70	4055.44	4296.17	经营营运资本变动	4191.93	-3333.01	55.98	-151.88
财务费用	4559.01	5732.34	5692.18	5358.19	其他	-5287.59	639.61	-1039.74	250.97
资产减值损失	179.35	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	13127.78	14160.02	16786.30	18283.72
投资收益	341.02	200.00	200.00	200.00	资本支出	-7029.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-131.07	-63.19	-63.19	-63.19	其他	-104.28	136.81	136.81	136.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7133.38	136.81	136.81	136.81
营业利润	3130.17	3822.99	4535.53	5503.54	短期借款	-1320.38	4111.39	-9947.51	-11586.49
其他非经营损益	-123.95	-400.00	100.00	100.00	长期借款	6618.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	3006.22	3422.99	4635.53	5603.54	股权融资	911.03	0.00	0.00	0.00
所得税	642.27	765.41	1021.15	1240.59	支付股利	0.00	-275.69	-309.93	-421.51
净利润	2363.95	2657.58	3614.38	4362.95	其他	-8044.60	-30037.23	-5692.18	-5358.19
少数股东损益	985.51	1107.93	1506.81	1818.88	筹资活动现金流净额	-1835.88	-26201.53	-15949.63	-17366.19
归属母公司股东净利润	1378.44	1549.65	2107.57	2544.06	现金流量净额	3936.95	-11904.71	973.48	1054.34
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	29903.18	17998.47	18971.95	20026.29	成长能力				
应收和预付款项	15116.58	19814.84	19844.32	20702.22	销售收入增长率	25.00%	-0.05%	5.41%	5.56%
存货	20346.71	19687.82	21620.88	22445.54	营业利润增长率	2749.72%	22.13%	18.64%	21.34%
其他流动资产	2982.84	2981.25	3141.99	3316.07	净利润增长率	88.29%	12.42%	36.00%	20.71%
长期股权投资	12942.65	12942.65	12942.65	12942.65	EBITDA 增长率	33.56%	20.99%	3.75%	3.41%
投资性房地产	1332.37	1332.37	1332.37	1332.37	获利能力				
固定资产和在建工程	96059.05	89140.12	82221.19	75302.25	毛利率	8.31%	9.39%	9.52%	9.59%
无形资产和开发支出	14373.65	12977.54	11581.43	10185.31	三费率	6.08%	6.66%	6.49%	6.17%
其他非流动资产	7089.58	7041.13	6992.68	6944.22	净利率	1.31%	1.48%	1.91%	2.18%
资产总计	200146.62	183916.19	178649.45	173196.93	ROE	3.61%	4.06%	5.26%	6.01%
短期借款	30834.44	34945.83	24998.32	13411.83	ROA	1.18%	1.44%	2.02%	2.52%
应付和预收款项	15848.66	17692.63	17955.06	18923.16	ROIC	5.10%	6.22%	7.06%	7.99%
长期借款	33593.19	33593.19	33593.19	33593.19	EBITDA/销售收入	8.22%	9.96%	9.80%	9.60%
其他负债	54356.44	32294.53	33408.42	34632.86	营运能力				
负债合计	134632.74	118526.19	109954.99	100561.04	总资产周转率	0.92	0.94	1.05	1.14
股本	14903.80	14903.80	14903.80	14903.80	固定资产周转率	2.24	2.17	2.50	2.91
资本公积	19569.43	19569.43	19569.43	19569.43	应收账款周转率	37.91	35.05	34.42	34.98
留存收益	2499.46	3773.43	5571.07	7693.62	存货周转率	8.38	7.89	8.14	8.15
归属母公司股东权益	39478.45	38246.65	40044.30	42166.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.13%	—	—	—
少数股东权益	26035.43	27143.36	28650.17	30469.05	资本结构				
股东权益合计	65513.88	65390.01	68694.46	72635.89	资产负债率	67.27%	64.45%	61.55%	58.06%
负债和股东权益合计	200146.62	183916.19	178649.45	173196.93	带息债务/总负债	50.23%	60.53%	56.20%	49.93%
					流动比率	0.76	0.82	0.97	1.19
					速动比率	0.53	0.55	0.64	0.79
					股利支付率	0.00%	17.79%	14.71%	16.57%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.10	0.14	0.17
					每股净资产	4.40	4.39	4.61	4.87
					每股经营现金	0.88	0.95	1.13	1.23
					每股股利	0.00	0.02	0.02	0.03
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	14810.31	17918.83	18591.22	19225.23					
PE	39.57	35.20	25.88	21.44					
PB	0.83	0.83	0.79	0.75					
PS	0.30	0.30	0.29	0.27					
EV/EBITDA	6.99	5.45	4.67	3.86					
股息率	0.00%	0.51%	0.57%	0.77%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn