

业绩符合预期, 行业边际向好, 看好未来盈利能力

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年三季度报, 前三季度实现营业收入1,257.2亿元, 同比下降10.25%; 实现归母净利润15.0亿元, 同比增加11.02%; 实现扣非归母净利润7.6亿元, 同比下降40.12%。
- **贸易板块业务收缩导致营收减少, 产销增加带动氧化铝原铝板块。** (1) 前三季度公司大幅缩减利润率较低的贸易业务, 将重心逐步转移至高附加值产品, 由于以前年度公司营业收入较大比重来自贸易板块, 因此导致本期营收有所下降; (2) 受产销增加且价格上涨等因素, 公司总的毛利率水平同比增加0.73个百分点。
- **政府补助带动非经常性损益大增, 扣非净利润同比下降。** 公司前三季度, 非经常性损益达到7.39亿元, 主要由于计入当期损益的政府补助金额高达5.97亿元。扣非净利润同比减少40.12%, 主要由于以下原因: (1) 前三季度收入同比下降导致毛利同比下降了2个亿。(2) 会计口径方面的调整。例如公司前三季度套期保值约有1.5亿元的利润, 该项目被划入非经常损益等。(3) 公司前三季度研发费用2.55亿元, 较去年同期增加1.76亿元。
- **市场化债转股有望降低公司资产负债率。** 7月31日公司公布了《发行股份购买资产暨关联交易报告书》(草案), 拟定向发行约21.19亿股股份, 以127.13亿的交易对价, 向华融瑞通、中国人寿、招平投资、中国信达等8家知名机构购回中铝山东等4家子公司股权。交易完成后, 公司将再次持有4家子公司100%股权, 当前的高资产负债率有望得到缓解, 同时财务费用也将因债务转化而有所降低。此次债转股对公司改善经营业绩, 优化资产结构轻装上阵具有重要意义, 一定程度上将提升公司净资产与净利润。
- **长期看好公司氧化铝、电解铝板块发展。** 氧化铝板块: 海外供应趋紧叠加国内环保限产, 氧化铝供应紧平衡, 有望高位持稳; 电解铝板块: 随着铝锭库存持续下降叠加电力、原材料价格不断攀升导致的成本上升的共振, 电解铝价格未来有望迎来上涨。公司作为国内氧化铝龙头且全产业链布局, 有望持续受益。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.14、0.17、0.20元, 对应PE分别为27、21、18倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 电解铝价格或大幅波动、重点在建项目进度或不及预期的风险。

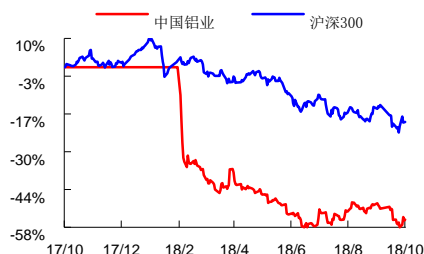
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	180080.75	169407.54	178839.39	189054.78
增长率	25.00%	-5.93%	5.57%	5.71%
归属母公司净利润(百万元)	1378.44	2018.49	2562.46	3039.63
增长率	242.47%	46.43%	26.95%	18.62%
每股收益EPS(元)	0.09	0.14	0.17	0.20
净资产收益率ROE	3.61%	5.23%	6.26%	6.96%
PE	40	27	21	18
PB	0.83	0.83	0.78	0.73

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)	3.43-8.09
总市值(亿元)	546.97
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): 量价齐升, 做高质量产品的龙头 (2018-08-17)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	180080.75	169407.54	178839.39	189054.78	净利润	2363.95	3461.61	4394.49	5212.83
营业成本	165111.00	152743.72	160347.50	169377.62	折旧与摊销	7121.13	8363.50	8363.50	8363.50
营业税金及附加	1342.13	1054.98	1179.01	1304.48	财务费用	4559.01	5651.68	5564.77	5204.44
销售费用	2342.48	2317.45	2426.02	2554.24	资产减值损失	179.35	100.00	100.00	100.00
管理费用	4045.64	3567.93	3822.86	4055.73	经营营运资本变动	4191.93	-2983.98	-13.06	-159.43
财务费用	4559.01	5651.68	5564.77	5204.44	其他	-5287.59	484.07	-1038.99	247.55
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	15076.88	17370.72	18968.89
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	4108.58	5536.04	6595.08	短期借款	-1320.38	2056.15	-10595.87	-12367.23
其他非经营损益	-123.95	350.00	100.00	100.00	长期借款	6618.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	3006.22	4458.58	5636.04	6695.08	股权融资	911.03	0.00	0.00	0.00
所得税	642.27	996.98	1241.55	1482.25	支付股利	0.00	-275.69	-403.70	-512.49
净利润	2363.95	3461.61	4394.49	5212.83	其他	-8044.60	-29956.57	-5564.77	-5204.44
少数股东损益	985.51	1443.12	1832.03	2173.19	筹资活动现金流净额	-1835.88	-28176.11	-16564.34	-18084.16
归属母公司股东净利润	1378.44	2018.49	2562.46	3039.63	现金流量净额	3936.95	-12962.42	943.19	1021.54
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	29903.18	16940.75	17883.94	18905.48	成长能力				
应收和预付款项	15116.58	18642.21	18693.11	19528.78	销售收入增长率	25.00%	-5.93%	5.57%	5.71%
存货	20346.71	18384.17	20197.24	20974.61	营业利润增长率	2749.72%	31.26%	34.74%	19.13%
其他流动资产	2982.84	2806.62	2962.34	3131.01	净利润增长率	88.29%	46.43%	26.95%	18.62%
长期股权投资	12942.65	12942.65	12942.65	12942.65	EBITDA 增长率	33.56%	22.37%	7.40%	3.59%
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%	9.84%	10.34%	10.41%
无形资产和开发支出	14373.65	12977.54	11581.43	10185.31	三费率	6.08%	6.81%	6.61%	6.25%
其他非流动资产	7089.58	7041.13	6992.68	6944.22	净利率	1.31%	2.04%	2.46%	2.76%
资产总计	200146.62	180207.56	174806.94	169246.69	ROE	3.61%	5.23%	6.26%	6.96%
短期借款	30834.44	32890.59	22294.72	9927.49	ROA	1.18%	1.92%	2.51%	3.08%
应付和预收款项	15848.66	16582.44	16797.02	17728.09	ROIC	5.10%	6.39%	7.74%	8.78%
长期借款	33593.19	33593.19	33593.19	33593.19	EBITDA/销售收入	8.22%	10.70%	10.88%	10.67%
其他负债	54356.44	30947.29	31937.18	33112.75	营运能力				
负债合计	134632.74	114013.52	104622.11	94361.52	总资产周转率	0.92	0.89	1.01	1.10
股本	14903.80	14903.80	14903.80	14903.80	固定资产周转率	2.24	2.05	2.36	2.74
资本公积	19569.43	19569.43	19569.43	19569.43	应收账款周转率	37.91	34.04	34.44	35.01
留存收益	2499.46	4242.26	6401.02	8928.16	存货周转率	8.38	7.63	8.13	8.16
归属母公司股东权益	39478.45	38715.49	40874.25	43401.39	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	27478.55	29310.58	31483.77	资本结构				
股东权益合计	65513.88	66194.04	70184.83	74885.16	资产负债率	67.27%	63.27%	59.85%	55.75%
负债和股东权益合计	200146.62	180207.56	174806.94	169246.69	带息债务/总负债	50.23%	61.12%	56.48%	49.52%
					流动比率	0.76	0.82	1.00	1.26
					速动比率	0.53	0.55	0.66	0.84
					股利支付率	0.00%	13.66%	15.75%	16.86%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	14810.31	18123.76	19464.31	20163.02	每股收益	0.09	0.14	0.17	0.20
PE	39.68	27.10	21.35	17.99	每股净资产	4.40	4.44	4.71	5.02
PB	0.83	0.83	0.78	0.73	每股经营现金	0.88	1.01	1.17	1.27
PS	0.30	0.32	0.31	0.29	每股股利	0.00	0.02	0.03	0.03
EV/EBITDA	7.00	5.34	4.38	3.57					
股息率	0.00%	0.50%	0.74%	0.94%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn