

# 中国铝业 (601600)

证券研究报告

2019年03月30日

## 电解铝&存货减值拖累业绩，库存去化盈利修复可期

公司发布 2018 年年报，实现营业收入 1802.4 亿元，同比降低 0.43%，利润总额 24.3 亿元，同比下滑 20.3%，归母净利润 8.7 亿元，同比下滑 38.4%，扣非归母净利润 1.58 亿元，同比下滑 80%。其中 Q4 归母净亏损 6.26 亿元，低于市场预期。

**量价齐升氧化铝盈利保持增长。**2018 年公司氧化铝销量 745 万吨，同比增长 5%，平均售价约 3035 元/吨，同比增长 2%。氧化铝板块实现毛利 61.3 亿元，税前利润 35.6 亿元，同比增长 8.2%，主要源于量价齐升。2018 年 4 月挪威海德鲁氧化铝关停推升全球氧化铝价格，公司氧化铝自给率超过 100% 的优势凸显。

**成本上浮/铝价降低导致电解铝亏损。**尽管 2018 年公司电解铝销量 429 万吨，同比增长 20%，但受制于全年电解铝价格下跌 8.44%，尤其 2018 年 Q4 电解铝均价 13806 元/吨，同比跌幅 9%，而氧化铝均价仍在 3101 元/吨高位，产品价格下跌叠加成本高位双重压力，电解铝板块全年税前利润亏损 8.68 亿元，拖累公司业绩。

**资产减值大幅拖累业绩，强强联合有望开启改革新纪元。**公司 2018 年债转股落地，资产负债率再度改善下降到 66%，财务费用持平，管理费用大幅下滑，但资产减值损失 24.72 亿元大幅拖累业绩（存货跌价 22.5 亿元）。报告期内公司大股东全资子公司中国铜业集团目前已经无偿受让云南冶金集团 51% 股权，集团承诺在 2019 年内开始筹划中国铝业与云铝股份同业竞争业务整合工作，目前山西华圣拟转让的 19 万吨电解铝产能给成本优势地区云铝控股鹤庆溢鑫铝业可能逐渐拉开整合序幕。伴随整合实质性落地，公司氧化铝的原料优势和云铝股份水电优势有望发挥协同作用，进一步优化成本，提高盈利能力。

**减产进行到库存去化，电解铝盈利修复可期。**2018 年底受制于低价电解铝再度出现了超过 200 万吨关停产能，2019 年前两个月电解铝价格仍在低位震荡，因为电价谈判/原料成本问题等进一步关停产能约 40 万吨。但同时受制于春节因素影响，Q1 为传统库存上涨时间，2019 年国内库存前两个月上涨 45 万吨至约 175 万吨水平，同比下滑 20%。现在时点来看，货币以及财政政策边际的宽松可能逐步落实，基建投资大概率回暖，电解铝需求较去年来看回暖概率较高，同时铝价低位下新增产能投产进展可能不断放缓，铝行业可能逐渐迎来库存去化、盈利改善的过程。

**盈利预测：**考虑 2019Q1 以来电解铝跌幅 4.6%，氧化铝 Q1 较 2018 年均价下跌 8%，价格震荡低于预期水平，我们下调 2019-2021 年归母净利润为 22.2 亿、29.4 亿（前值为 41.1 亿元、57.8 亿元）、43 亿元，按目前股本对应 EPS 分别为 0.13 元/股、0.17 元/股（前值为 0.28 元/股、0.39 元/股）、0.25 元/股，对应现价 PE 分别 31、23 和 16 倍。维持“增持”评级。

**风险提示：**电解铝需求大幅低于预期，海外氧化铝复产大幅高于预期，资产减值损失超预期

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	4.19 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	13,078.71
流通 A 股股本(百万股)	10,959.83
A 股总市值(百万元)	54,799.78
流通 A 股市值(百万元)	45,921.70
每股净资产(元)	3.25
资产负债率(%)	66.31
一年内最高/最低(元)	5.21/3.33

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《中国铝业-季报点评:氧化铝价格高位，龙头盈利持续增长可期》2018-10-28
- 2 《中国铝业-半年报点评:量价齐升助力业绩稳增长，预期有望逐渐修复》2018-08-16
- 3 《中国铝业-季报点评:铝价低位实现盈利，全年有望逐季提升》2018-04-25

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	180,080.75	180,240.15	198,264.17	208,177.38	218,586.25
增长率(%)	25.00	0.09	10.00	5.00	5.00
EBITDA(百万元)	14,263.44	15,391.40	14,855.42	16,229.56	17,909.12
净利润(百万元)	1,378.44	870.23	2,218.95	2,942.00	4,307.67
增长率(%)	242.47	(36.87)	154.98	32.58	46.42
EPS(元/股)	0.08	0.05	0.13	0.17	0.25
市盈率(P/E)	50.14	79.42	31.15	23.49	16.04
市净率(P/B)	1.75	1.32	1.32	1.25	1.16
市销率(P/S)	0.38	0.38	0.35	0.33	0.32
EV/EBITDA	13.89	8.90	10.20	8.22	7.27

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	29,903.18	21,295.94	15,861.13	16,654.19	17,486.90
应收账款	10,455.78	10,096.24	19,342.89	8,156.78	8,972.46
预付账款	946.58	1,550.18	3,666.15	538.74	3,840.59
存货	20,346.71	20,459.67	25,854.00	20,783.00	29,593.34
其他	6,697.05	5,493.21	6,645.26	6,266.58	6,981.35
<b>流动资产合计</b>	<b>68,349.31</b>	<b>58,895.23</b>	<b>71,369.43</b>	<b>52,399.29</b>	<b>66,874.63</b>
长期股权投资	12,942.65	9,756.81	9,756.81	9,756.81	9,756.81
固定资产	86,645.19	94,073.65	94,058.26	92,805.61	90,671.87
在建工程	9,845.32	12,943.13	9,410.19	6,937.13	5,205.99
无形资产	12,027.72	13,649.02	13,220.11	12,791.20	12,362.29
其他	10,336.42	11,558.27	10,315.72	10,217.79	10,381.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>131,797.31</b>	<b>141,980.88</b>	<b>136,761.10</b>	<b>132,508.54</b>	<b>128,378.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>200,146.62</b>	<b>200,876.11</b>	<b>208,130.53</b>	<b>184,907.83</b>	<b>195,252.79</b>
短期借款	30,834.44	39,296.19	37,861.81	44,286.66	43,983.83
应付账款	17,684.44	16,670.55	21,270.37	17,664.46	23,633.58
其他	41,458.02	18,781.82	36,294.88	31,384.70	31,223.10
<b>流动负债合计</b>	<b>89,976.90</b>	<b>74,748.56</b>	<b>95,427.06</b>	<b>93,335.82</b>	<b>98,840.51</b>
长期借款	33,593.19	42,756.34	26,049.82	2,501.12	0.00
应付债券	3,204.58	9,698.13	9,522.25	7,474.99	8,898.46
其他	7,858.06	6,003.88	7,589.19	7,150.38	6,914.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>44,655.84</b>	<b>58,458.36</b>	<b>43,161.27</b>	<b>17,126.48</b>	<b>15,812.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>134,632.74</b>	<b>133,206.91</b>	<b>138,588.33</b>	<b>110,462.30</b>	<b>114,653.45</b>
少数股东权益	26,035.43	15,254.31	17,144.53	19,105.86	20,952.01
股本	14,903.80	14,903.80	17,022.67	17,022.67	17,022.67
资本公积	19,569.43	30,104.97	30,104.97	30,104.97	30,104.97
留存收益	22,068.89	33,156.05	35,375.00	38,317.00	42,624.67
其他	(17,063.67)	(25,749.92)	(30,104.97)	(30,104.97)	(30,104.97)
<b>股东权益合计</b>	<b>65,513.88</b>	<b>67,669.20</b>	<b>69,542.20</b>	<b>74,445.53</b>	<b>80,599.35</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>200,146.62</b>	<b>200,876.11</b>	<b>208,130.53</b>	<b>184,907.83</b>	<b>195,252.79</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,363.95	1,607.83	2,218.95	2,942.00	4,307.67
折旧摊销	7,121.13	8,055.14	4,988.38	5,162.42	5,299.25
财务费用	5,006.91	4,882.50	4,147.94	4,101.36	3,810.27
投资损失	(341.02)	(739.99)	(540.50)	(640.25)	(590.38)
营运资金变动	(2,904.46)	(13,697.78)	(992.93)	11,156.01	(5,740.42)
其它	1,881.26	13,077.80	1,930.71	1,961.35	1,832.63
<b>经营活动现金流</b>	<b>13,127.78</b>	<b>13,185.49</b>	<b>11,752.54</b>	<b>24,682.89</b>	<b>8,919.02</b>
资本支出	14,957.23	19,905.06	(585.31)	1,438.81	1,235.89
长期投资	775.92	(3,185.84)	0.00	0.00	0.00
其他	(22,866.53)	(22,414.90)	104.47	(1,779.94)	(1,650.83)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,133.38)</b>	<b>(5,695.68)</b>	<b>(480.83)</b>	<b>(341.12)</b>	<b>(414.93)</b>
债权融资	89,431.35	98,070.48	87,961.73	68,478.37	64,570.04
股权融资	(4,084.76)	8,443.65	(6,054.57)	(3,735.79)	(3,397.49)
其他	(87,182.47)	(122,780.60)	(98,613.68)	(88,291.28)	(68,843.93)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,835.88)</b>	<b>(16,266.48)</b>	<b>(16,706.52)</b>	<b>(23,548.71)</b>	<b>(7,671.38)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>4,158.52</b>	<b>(8,776.67)</b>	<b>(5,434.81)</b>	<b>793.06</b>	<b>832.71</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>180,080.75</b>	<b>180,240.15</b>	<b>198,264.17</b>	<b>208,177.38</b>	<b>218,586.25</b>
营业成本	165,111.00	164,309.72	181,411.72	190,274.12	198,913.48
营业税金及附加	1,342.13	1,408.66	1,486.98	1,353.15	1,420.81
营业费用	2,342.48	2,496.93	2,722.71	2,816.92	2,995.90
管理费用	4,045.64	2,927.40	2,775.70	2,706.31	2,623.03
财务费用	4,559.01	4,484.39	4,147.94	4,101.36	3,810.27
资产减值损失	179.35	2,471.99	581.01	600.00	600.00
公允价值变动收益	(131.07)	100.97	40.49	0.02	(13.51)
投资净收益	341.02	739.99	540.50	640.25	590.38
其他	(838.97)	(1,124.18)	(1,161.99)	(1,280.54)	(1,153.73)
<b>营业利润</b>	<b>3,130.17</b>	<b>2,424.29</b>	<b>5,719.11</b>	<b>6,965.79</b>	<b>8,799.61</b>
营业外收入	129.11	361.51	245.31	245.31	284.04
营业外支出	253.06	355.47	229.27	206.34	165.07
<b>利润总额</b>	<b>3,006.22</b>	<b>2,430.33</b>	<b>5,735.15</b>	<b>7,004.75</b>	<b>8,918.58</b>
所得税	642.27	822.50	1,625.97	2,101.43	2,764.76
<b>净利润</b>	<b>2,363.95</b>	<b>1,607.83</b>	<b>4,109.17</b>	<b>4,903.33</b>	<b>6,153.82</b>
少数股东损益	985.51	737.60	1,890.22	1,961.33	1,846.15
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,378.44</b>	<b>870.23</b>	<b>2,218.95</b>	<b>2,942.00</b>	<b>4,307.67</b>
每股收益(元)	0.08	0.05	0.13	0.17	0.25

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.00%	0.09%	10.00%	5.00%	5.00%
营业利润	-2749.72%	-22.55%	135.91%	21.80%	26.33%
归属于母公司净利润	242.47%	-36.87%	154.98%	32.58%	46.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.31%	8.84%	8.50%	8.60%	9.00%
净利率	0.77%	0.48%	1.12%	1.41%	1.97%
ROE	3.49%	1.66%	4.23%	5.32%	7.22%
ROIC	5.34%	3.90%	5.18%	5.75%	7.28%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.27%	66.31%	66.59%	59.74%	58.72%
净负债率	27.99%	22.61%	19.90%	46.70%	31.43%
流动比率	0.76	0.79	0.75	0.56	0.68
速动比率	0.53	0.51	0.48	0.34	0.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	14.36	17.54	13.47	15.14	25.52
存货周转率	9.42	8.83	8.56	8.93	8.68
总资产周转率	0.92	0.90	0.97	1.06	1.15
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.08	0.05	0.13	0.17	0.25
每股经营现金流	0.77	0.77	0.69	1.45	0.52
每股净资产	2.32	3.08	3.08	3.25	3.50
<b>估值比率</b>					
市盈率	50.14	79.42	31.15	23.49	16.04
市净率	1.75	1.32	1.32	1.25	1.16
EV/EBITDA	13.89	8.90	10.20	8.22	7.27
EV/EBIT	27.26	18.34	15.36	12.05	10.33

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com