

大幅计提影响利润，业绩基本符合预期

增持（维持）

——中国铝业（601600）点评报告

日期：2019年04月15日

事件：

中国铝业2018年报公布：公司实现营业收入1,802亿元，同比下降了0.43%；实现归属于母公司股东的净利润为8.70亿元，同比下降了38.41%。

投资要点：

- **氧化铝板块量利齐增：**2018年，氧化铝产销量分别为1451吨、745吨，同比增长5.46%、4.93%；该板块营业收入、税前盈利分别为441.51亿元、35.60亿元同比增长12.98%、8.2%。
- **原铝板块主营业务增加 毛利有所下滑：**2018年，电解铝产销量分别为417吨、429吨，同比增长15.51%、20.17%；原铝板块营业收入、税前盈利分别为538.02亿元、-8.68亿元，同比增长13.9%、-151.2%。销量增加，铝价下行，公司毛利润不及预期。
- **存货跌价损失计提较大 拖累业绩提升：**根据公司年报披露，2018年第四季度营业收入为545.23亿元，归母净利润为-6.26亿元，净利润的负增长主要由于公司计提了大量的减值损失。
- **矿产资源充裕 新项目逐渐投产：**目前公司拥有海外铝土矿资源18.7亿吨，使用年限超过60年。2018年，新增几内亚和广西防城港建设200万吨氧化铝项目，其中几内亚Boffa铝土矿，预计建设规模为年产铝土矿1200万吨项目，单Boffa矿区可利用资源储量约为17.5亿吨，其氧化铝含量约39.1%。

盈利预测与投资建议：预计2019-2021年EPS分别为0.12、0.13、0.17元，对应4月8日收盘价4.64元的PE为32.68、30.28、23.96倍，维持增持评级。

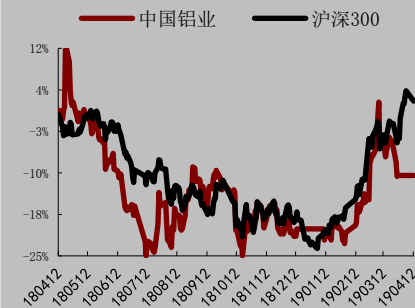
风险因素：铝价超预期波动；下游产业需求不足；行业政策调整；开采成本升高。

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1802.40	1892.52	1987.15	2157.44
增长比率(%)	-0.43%	5.00%	5.00%	8.57%
归母净利润(亿元)	8.70	21.16	22.83	28.87
增长比率(%)	-38.41%	143.19%	7.91%	26.40%
每股收益(元)	0.06	0.12	0.13	0.17
市盈率(倍)	60.80	32.68	30.28	23.96

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	中国铝业公司 /38.56%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	17,022.67
流通A股(百万股)	10,959.83
收盘价(元)	4.09
总市值(亿元)	696.23
流通A股市值(亿元)	448.26

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：2019年04月12日

相关研究

分析师： 宋江波
执业证书编号：S0270516070001
电话：02160883490
邮箱：song.jb@wlzq.com.cn

研究助理： 夏振荣
电话：01056508505
邮箱：xia.zr@wlzq.com.cn

1、投资要点

1.1 氧化铝板块量利齐增

2018年，氧化铝产销量分别为1451吨、745吨，同比增长5.46%、4.93%；该板块营业收入、税前盈利分别为441.51亿元、35.60亿元同比增长12.98%、8.2%。税前盈利增加的主要原因是氧化铝价格上涨和销量上升所致。2018年，国内氧化铝最高价为3,291元/吨，最低价为2,691元/吨，平均价为2,992元/吨，同比上涨2.85%。

1.2 原铝板块主营业务增加 毛利有所下滑

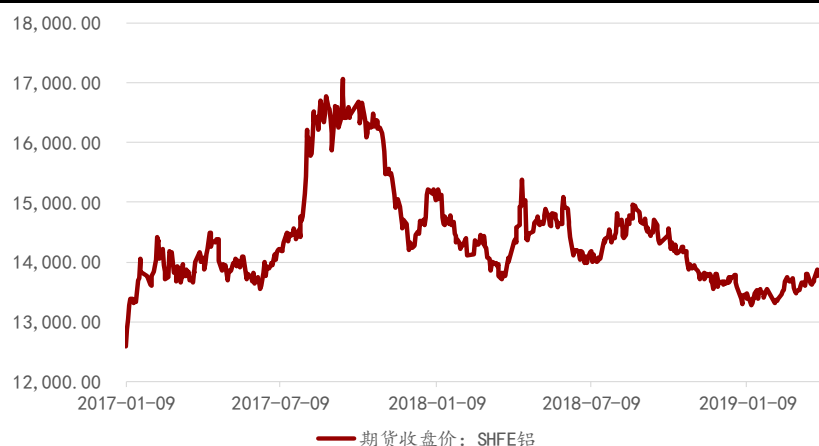
2018年，电解铝产销量分别为417吨、429吨，同比增长15.51%、20.17%；原铝板块营业收入、税前盈利分别为538.02亿元、-8.68亿元，同比增长13.9%、-151.2%。上半年，俄铝受到制裁，国际铝价出现大幅震动，4月份三月期铝价飙至顶峰；下半年，中美贸易摩擦不断升级，铝价下行。2018年，国内铝价低迷，国内铝价下行，因此，受到氧化铝和阳极价格提升，铝价下跌影响，原铝板块业绩不及预期。

图表1：LME铝现货结算价（美元/吨）



资料来源：Wind、万联证券

图表2：SHFE铝期货收盘价（元/吨）



资料来源：Wind、万联证券

1.3 存货跌价损失计提较大 拖累业绩提升

根据公司年报披露，2018年第四季度营业收入为545.23亿元，归母净利润为-6.26亿元，净利润的负增长主要由于公司计提了大量的减值损失。由于产品价格波动较大，月度计提跌价准备增加，2018年末计提存货跌价损失22.5亿

元，上年发生额为1.05亿，约为上年发生额的21倍，因此，我们认为公司此后可通过降低库存提高存货周转率，抵抗产品价格超预期波动风险。

1.4 矿产资源充裕 新项目逐渐投产

目前公司拥有海外铝土矿资源18.7亿吨，使用年限超过60年。2018年，新增几内亚和广西防城港建设200万吨氧化铝项目，其中几内亚Boffa铝土矿预计建设后规模为年产1200万吨项目，单Boffa矿区可利用资源储量约为17.5亿吨，其氧化铝含量约39.1%。另一方面，公司积极寻求战略合作，子公司遵义氧化铝有限公司与遵义铝业股份有限公司合并重组；收购山西华兴铝业有限公司50%股权；与中铝集团共同出资设立中铝海外发展有限公司，一系列的强强合作有利于扩大企业经营，提高规模效益，有效拉动业绩增长。

2、盈利预测与投资建议

预计2019-2021年EPS分别为0.12、0.13、0.17元，对应4月8日收盘价4.64元的PE为32.68、30.28、23.96倍，维持增持评级。

3、风险因素

铝价超预期波动；下游产业需求不足；行业政策调整；开采成本升高。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	58895.23	59375.70	65275.78	75562.65
货币资金	21295.94	7133.17	10518.30	16299.27
应收及预付	9650.71	32747.59	34378.24	37318.96
存货	20459.67	14267.12	14921.80	16153.69
其他流动资产	7472.77	5111.68	5241.30	5474.58
非流动资产	141980.88	141750.39	141209.75	140413.06
长期股权投资	9756.81	9756.81	9756.81	9756.81
固定资产	94073.65	89413.98	84616.19	79680.28
在建工程	12980.26	17868.26	22756.26	27644.26
无形资产	13649.02	13190.20	12559.35	11810.58
其他长期资产	11521.14	11521.14	11521.14	11521.14
资产总计	200876.11	201126.09	206485.53	215975.71
流动负债	74748.56	70403.71	69679.01	72385.34
短期借款	39296.19	39496.19	39696.19	39896.19
应付及预收	14007.60	11461.59	12847.43	13597.78
其他流动负债	21444.77	19445.93	17135.38	18891.37
非流动负债	58458.36	59973.94	62245.07	64245.07
长期借款	42756.34	42756.34	42756.34	42756.34
应付债券	9698.13	11698.13	13698.13	15698.13
其他非流动负债	6003.88	5519.46	5790.59	5790.59
负债合计	133206.91	130377.65	131924.07	136630.41
股本	14903.80	14903.80	14903.80	14903.80
资本公积	30104.97	30104.97	30104.97	30104.97
留存收益	22309.92	24205.09	26488.86	29375.53
归属母公司股东权益	52414.89	54310.06	56593.83	59480.50
少数股东权益	15254.31	16438.38	17967.63	19864.80
负债和股东权益	200876.11	201126.09	206485.53	215975.71

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	13185.49	2441.16	12939.30	15647.77
净利润	1607.83	2116.28	2283.77	2886.67
折旧摊销	10527.13	8507.71	8626.37	8920.23
营运资金变动	-2961.98	-13212.35	-3355.43	-1921.56
其它	4012.51	5029.52	5384.59	5762.42
投资活动现金流	-5695.68	-7377.11	-7313.92	-7345.51
资本支出	-6287.23	-8077.11	-8013.92	-8045.51
投资变动	134.72	-100.00	-100.00	-100.00
其他	456.82	800.00	800.00	800.00
筹资活动现金流	-16266.48	-9226.82	-2240.26	-2521.28
银行借款	-20658.12	200.00	200.00	200.00
债券融资	0.00	2000.00	2000.00	2000.00
股权融资	907.51	0.00	0.00	0.00
其他	3484.14	-11426.82	-4440.26	-4721.28
现金净增加额	-8776.67	-14162.77	3385.13	5780.97
期初现金余额	27835.87	21295.94	7133.17	10518.30
汇率变动影响	71.46	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	19130.65	7133.17	10518.30	16299.27

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	180240.15	189252.00	198714.60	215743.78
营业成本	164309.72	173583.23	181548.52	196536.59
营业税金及附加	1408.66	1069.72	1371.43	1464.85
销售费用	2496.93	2621.78	2752.87	2988.78
管理费用	2927.40	3073.77	3227.45	3504.04
财务费用	4484.39	4456.58	4629.35	4600.32
研发费用	626.87	502.74	585.47	633.92
资产减值损失	2471.99	256.08	127.78	134.00
公允价值变动收益	100.97	100.00	100.00	100.00
投资净收益	739.99	700.00	700.00	700.00
营业利润	2424.29	4548.11	5331.73	6741.29
营业外收入	361.51	361.51	361.51	361.51
营业外支出	355.47	355.47	355.47	355.47
利润总额	2430.33	4554.15	5337.76	6747.33
所得税	822.50	1253.80	1524.75	1963.48
净利润	1607.83	3300.35	3813.01	4783.85
少数股东损益	737.60	1184.07	1529.24	1897.17
归属母公司净利润	870.23	2116.28	2283.77	2886.67
EBITDA	7.85	9.38	8.75	7.81
EPS (元)	0.05	0.12	0.13	0.17

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-0.43%	5.00%	5.00%	8.57%
营业利润	-23.20%	87.61%	17.23%	26.44%
归属于母公司净利润	-38.41%	143.19%	7.91%	26.40%
获利能力				
毛利率	8.84%	8.28%	8.64%	8.90%
净利率	1.35%	2.41%	2.69%	3.13%
ROE	1.66%	3.90%	4.04%	4.85%
ROIC	3.88%	3.86%	4.11%	4.66%
偿债能力				
资产负债率	66.31%	64.82%	63.89%	63.26%
净负债比率	196.85%	184.28%	176.93%	172.20%
流动比率	0.79	0.84	0.94	1.04
速动比率	0.49	0.62	0.70	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.94	0.98	1.02
应收账款周转率	22.38	6.08	6.08	6.08
存货周转率	8.01	12.17	12.17	12.17
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.14	0.15	0.19
每股经营现金流	0.88	0.16	0.87	1.05
每股净资产	3.52	3.64	3.80	3.99
估值比率				
P/E	60.80	32.68	30.28	23.96
P/B	1.01	1.27	1.22	1.16
EV/EBITDA	7.85	9.38	8.75	7.81

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

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。

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 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场