

中国铝业 (601600)

公司研究/点评报告

扣非利润增长稳健，业绩有望持续改善

—中国铝业 (601600) 中报点评

点评报告/有色金属

2019 年 08 月 28 日

一、事件概述

公司 2019 年上半年实现营收 949.40 亿元，同比增长 15.23%；归母净利润 7.06 亿元，调整后同比下滑 14.1%；归母扣非净利润 1.14 亿元，调整后同比增长 61.9%。

二、分析与判断

➤ 经营整体稳定，非经常性损益减少导致利润下滑

2019H1 综合毛利率 7.84%，同比下滑 0.12pct；主要是低毛利贸易业务提升拖累和铝价下滑影响。上半年 SHFE 铝现货均价 13777 元/吨，同比下跌 4.3%，原铝业务收入与毛利均同比小幅下滑 10%；氧化铝业务整体平稳。公司 2018 年上半年因同一控制下企业合并确认 12.37 亿元利得，使得 2019H1 归母净利润同比下滑而扣非净利润提升。同时，2019H1 投资收益 5.84 亿元（处置子公司股权），资产处置收益 5.57 亿元（对山西华圣铝业处置电解铝指标净收益），对业绩贡献较大。

➤ 销售费用率小幅抬升，财务费用率有望继续下降

三费率（6.06%）上升 0.25pct，其中销售费用率（1.72%）提升 0.45pct，因煤炭销量增长带来运费上升；管理费用率（1.73%）、财务费用率（2.61%）小幅下滑。上半年公司共发行低成本债券 200 亿元置换存量债务，使加权平均利率降低 31bp；惠誉已将公司主体评级从“BBB+”提至“A-”，后续融资成本有望下降。

➤ 增资中国稀有稀土，盘活非主业资产

中国稀有稀土为公司控股股东中铝集团的控股子公司（52.96%），公司持有 14.62% 股权。公司以所持金属镓生产线相关资产净额向中国稀有稀土进行增资，增资金额约 35.28 亿元。增资后，公司对中国稀有稀土的持股比例将提升至 23.94%。金属镓资产作为公司非主业资产，注入中国稀有稀土后协同性更强，有利于提升中国稀有稀土的盈利能力，利于公司长期回报。

三、投资建议

考虑公司主营稳定及 2018 年计提 24.72 亿元资产减值损失影响，2019 年业绩将大幅改善。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.11/0.13/0.16 元，对应当前股价 PE 分别为 32/28/24X。目前公司 PB1.29 倍（近五年 15% 分位数以内），维持“推荐”评级。

四、风险提示：

铝价下跌风险，产能投放进度不及预期，下游需求超预期下滑风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	180,240	208,649	247,779	290,016
增长率（%）	0.1%	15.8%	18.8%	17.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	870	1,713	1,959	2,310
增长率（%）	-36.9%	96.8%	14.4%	17.9%
每股收益（元）	0.04	0.11	0.13	0.16
PE（现价）	84.1	32.2	28.1	23.9
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

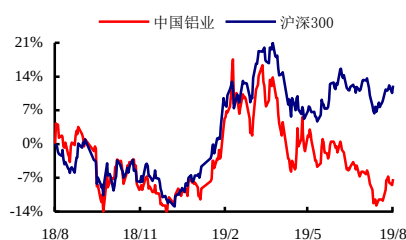
当前价格： 3.7 元

交易数据

2019-8-27

近 12 个月最高/最低(元)	4.69/3.43
总股本（百万股）	17,023
流通股本（百万股）	10,960
流通股比例（%）	64.38
总市值（亿元）	630
流通市值（亿元）	406

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：方驭涛

执业证号： S0100519070001

电话： 021-60876718

邮箱： fangyutao@mszq.com

研究助理：薛绍阳

执业证号： S0100117100002

电话： 021-60876718

邮箱： xueshaoyang@mszq.com

相关研究

1.【民生有色】中国铝业（601600）一季报点评：业绩恢复增长，2019 年将明显改善

2.【民生有色】中国铝业（601600）2017 年中报点评：行业改善，公司业绩快速增长

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	180,240	208,649	247,779	290,016
营业成本	164,310	192,820	229,920	269,911
营业税金及附加	1,409	1,461	1,734	2,030
销售费用	2,497	3,025	3,469	4,060
管理费用	2,927	3,130	3,593	4,060
研发费用	627	522	619	725
EBIT	8,471	7,691	8,444	9,230
财务费用	4,484	4,638	4,790	4,796
资产减值损失	2,472	600	100	100
投资收益	740	900	600	600
营业利润	2,424	3,953	4,354	5,134
营业外收支	6	(60)	0	0
利润总额	2,430	3,893	4,354	5,134
所得税	822	1,012	1,089	1,284
净利润	1,608	2,881	3,266	3,851
归属于母公司净利润	870	1,713	1,959	2,310
EBITDA	16,526	15,626	16,367	17,141
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	21296	24687	42258	41223
应收账款及票据	8101	10432	12389	14501
预付款项	1550	2892	3449	4049
存货	20460	27745	29735	37743
其他流动资产	2519	2519	2519	2519
流动资产合计	58895	80727	98580	116004
长期股权投资	9757	10657	11257	11857
固定资产	94074	94074	94074	94074
无形资产	13649	13240	12842	12457
非流动资产合计	141981	132497	125174	117863
资产合计	200876	213224	223754	233867
短期借款	39296	39296	39296	39296
应付账款及票据	14008	15426	18394	21593
其他流动负债	2398	2398	2398	2398
流动负债合计	74749	77585	82950	88737
长期借款	42756	42656	42556	42456
其他长期负债	12260	17260	19260	21260
非流动负债合计	58458	63358	65258	67158
负债合计	133207	140944	148208	155896
股本	14904	14904	14904	14904
少数股东权益	15254	16422	17729	19269
股东权益合计	67669	70550	73816	77666
负债和股东权益合计	200876	211494	222024	233562

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	0.1%	15.8%	18.8%	17.0%
EBIT 增长率	17.0%	-9.2%	9.8%	9.3%
净利润增长率	-36.9%	96.8%	14.4%	17.9%
盈利能力				
毛利率	8.8%	7.6%	7.2%	6.9%
净利润率	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%
总资产收益率 ROA	0.4%	0.8%	0.9%	1.0%
净资产收益率 ROE	1.7%	3.2%	3.5%	4.0%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.7	0.8	0.9
现金比率	0.3	0.3	0.5	0.5
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	9.5	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	44.7	45.0	45.0	45.0
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.0	0.1	0.1	0.2
每股净资产	3.5	3.6	3.8	3.9
每股经营现金流	0.9	(0.0)	1.4	0.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	84.1	32.2	28.1	23.9
PB	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.1	8.7	7.4	7.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,608	2,881	3,266	3,851
折旧和摊销	10,635	8,535	8,023	8,011
营运资金变动	(2,962)	(15,601)	5,082	(12,672)
经营活动现金流	13,293	(281)	20,684	3,597
资本开支	6,287	(3,518)	100	100
投资	135	0	0	0
投资活动现金流	(5,696)	3,518	(100)	(100)
股权募资	908	0	0	0
债务募资	(7,372)	4,898	1,900	475
筹资活动现金流	(16,266)	154	(3,013)	(4,532)
现金净流量	(8,669)	3,392	17,571	(1,035)

分析师与研究助理简介

方驭涛，执业证号S0100519070001，民生证券有色金属行业分析师，3年行研经验，曾就职于华安证券研究所，2019年加入民生证券。

薛绍阳，澳洲莫纳什大学精算学士及金融数学硕士，从事有色金属行业及公司研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。