

中国铝业 (601600): 全产业链优势或提振铝业巨头的利润释放

——中国铝业 (601600) 2019 中报点评

- **事件:** 公司发布 2019 年半年度报告。公司 2019H1 实现营业收入 949.4 亿元, 同比增长 15.2%; 实现归母净利润 7.06 亿元, 同比下降 14.1%; 归母扣非净利润 1.15 亿元, 同比增加 61.9%; 基本每股收益 0.035 元。
- **公司全产业链生产及高资源自给率形成竞争优势:** 公司是中国铝业唯一具备由铝土矿开采至铝合金生产, 由物流贸易至新能源发电完整一体化的铝产业链巨型生产企业。公司拥有包括几内亚 BOFFA 项目在内的海外铝土矿资源量 18.7 亿吨, 可用年限超 60 年, 公司**铝土矿资源的高自给率意味着公司未来会获得一定程度的资源溢价**。此外, 公司氧化铝和碳素产能为全球第一、原铝产能全球第二。惠誉将公司主体评级从“BBB+”升至“A-”, 为全球有色金属行业最高评级之一, 这将有助公司后期融资成本的下降。
- **贸易板块贡献营收增量, 氧化铝及电解铝板块营收待发力:** H1 公司营收 949.4 亿 (+15.2%), 综合毛利率 7.84%。公司氧化铝产量+3.8%至 764 万吨 (拟合数据), 公司三大板块中, **贸易板块**同期营收+22.7%至 781.5 亿元 (占总营收 82.3%), 利润+83.8%至 5.3 亿元, 贸易量增加及价格趋势有效捕捉是推动盈利增长主因。**氧化铝**营收+0.43%至 218.7 亿 (预估产量+3.8%至 764 万吨), 但利润-53.9%至 8.9 亿元, 主要与产品毛利下降 (均价-0.9%)、研发支出增加 (+78%) 及去年同期收到 1.77 亿土地补偿款所导致的高基数有关。**原铝**营收-9.8%至 239.2 亿元, 销量(-5.8%拟合数据)、价格(-4.3%)的双降导致原铝营收承压, 但利润受原铝毛利同比上升而+103%至 4.04 亿元。主营业务外, 公司 H1 投资收益 5.8 亿元 (处置中铝南海、宁夏中宁股权), 资产处置收益 5.6 亿元 (山西华圣处置电解铝指标)。考虑到公司全产业链运行所带来的生产成本优势及铝土矿、氧化铝及原铝的供给稳定性所带来的产量稳定优势, 我们预计公司氧化铝及原铝业务的营收规模有望升至 110 亿元左右, 毛利率有望从 9.7%升至 13.4%。
- **增资中国稀有稀土, 有望增强公司营收规模:** 公司以所持金属镓生产线相关资产及负债净额向中国稀有稀土增资 35.3 亿, 从而持有中国稀有稀土 23.94% 股权。这有利提升中国稀有稀土盈利能力并盘活非主业资产及扩大其相应营收规模, 我们预计该收购或对公司带来 8.45 亿左右现金流入。
- **铝供需或季节性改善, 价格有望震荡回升:** 铝价弱势格局有望告一段落。山东魏桥等企业停产带来供给端收缩, 减弱价格下行压力。年内电解铝库存维持季节性低位, 金九银十消费季将至, 预计光伏、线缆、汽车等相关行业需求量或环比回升, 供需环境季节性改善将对铝价提供阶段性支撑。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 1843.7 亿元、1951.5 亿元、2153.5 亿元; 归母净利润分别为 17.12 亿元、24.93 亿元和 33.51 亿元; EPS 分别为 0.06 元、0.15 元和 0.2 元, 对应 PE 分别为 64.7、25.3 和 18.8, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 1、铝价下跌风险; 2、需求下滑风险; 3、产量低于预期风险。

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	180,080.	180,240.	184,367.	195,147.	215,349.
增长率 (%)	25.00%	0.09%	2.29%	5.85%	10.35%
净利润 (百万元)	2,363.95	1,607.83	1,711.73	2,493.23	3,351.19
增长率 (%)	88.29%	-31.99%	6.46%	45.66%	34.41%
净资产收益率 (%)	3.49%	1.66%	2.12%	7.08%	16.18%
每股收益 (元)	0.09	0.04	0.06	0.15	0.20
PE	41.11	84.09	64.66	25.26	18.79
PB	1.40	1.05	1.37	1.79	2.89

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

2019 年 08 月 29 日

推荐/首次

中国铝业 公司报告

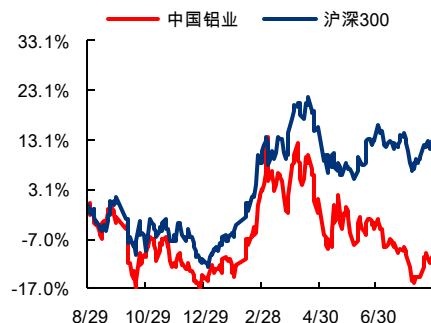
公司简介:

公司是全球最大的氧化铝、精细氧化铝、高纯铝生产供应商, 是集铝土矿、煤炭等资源开采, 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。

交易数据

52 周股价区间 (元)	3.7-4.16
总市值 (亿元)	629.84
流通市值 (亿元)	405.51
总股本/流通 A 股 (万股)	1702267/1095983
流通 B 股/H 股 (万股)	/394397
52 周日均换手率	0.67

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师:

郑阅钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080001

研究助理: 张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号:

S1480118100014

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	68349	58895	59500	58966	57227	营业收入	180081	180240	184368	195148	215349						
货币资金	29903	21296	21784	23057	25444	营业成本	165111	164310	168748	178919	196143						
应收账款	4312	5206	5325	5637	6220	营业税金及附加	1342	1409	1441	1525	1683						
其他应收款	6144	4890	5002	5295	5843	营业费用	2342	2497	2618	2810	3079						
预付款项	947	1550	2170	2827	3548	管理费用	4046	2927	3568	3473	3833						
存货	20347	20460	21012	22279	24423	财务费用	4559	4484	4960	4668	4704						
其他流动资产	2586	2519	784	-3749	-12242	资产减值损失	179.35	2471.99	968.00	580.80	774.40						
非流动资产合计	131797	141981	134781	126367	117979	公允价值变动收益	-131.07	100.97	41.49	71.23	56.36						
长期股权投资	12943	9757	9757	9757	9757	投资净收益	341.02	739.99	540.50	640.25	380.00						
固定资产	86214	93213	92845	88875	83201	营业利润	3130	2424	2646	3884	5569						
无形资产	12028	13649	12284	11056	9950	营业外收入	129.11	361.51	245.31	240.00	300.00						
其他非流动资产	2344	2710	2710	2710	2710	营业外支出	253.06	355.47	304.27	355.00	550.00						
资产总计	200147	200876	194280	185333	175206	利润总额	3006	2430	2587	3769	5319						
流动负债合计	89977	74749	87750	85085	81023	所得税	642	822	876	1275	1968						
短期借款	30834	39296	53420	51275	47086	净利润	2364	1608	1712	2493	3351						
应付账款	7752	8568	8679	9202	10088	少数股东损益	986	738	738	0	0						
预收款项	1598	0	-920	-2272	-3556	归属母公司净利润	1378	870	974	2493	3351						
一年内到期的非流	21799	6320	6320	6320	6320	EBITDA	14311	14432	15771	16965	18661						
非流动负债合计	44656	58458	44569	49061	57479	EPS (元)	0.09	0.04	0.06	0.15	0.20						
长期借款	33593	42756	42756	42756	42756	主要财务比率											
应付债券	3205	9698	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
负债合计	134633	133207	132319	134146	138502	成长能力											
少数股东权益	26035	15254	15992	15992	15992	营业收入增长	25.00%	0.09%	2.29%	5.85%	10.35%						
实收资本(或股本)	14904	14904	17023	17023	17023	营业利润增长	-2749.72%	-22.55%	9.16%	46.76%	43.40%						
资本公积	19569	30105	30105	30105	30105	归属于母公司净利	11.94%	155.94%	11.94%	155.94%	34.41%						
未分配利润	-3368	-2723	-12238	-30492	-51677	获利能力											
归属母公司股东权	39478	52415	45969	35195	20713	毛利率(%)	8.31%	8.84%	8.47%	8.32%	8.92%						
负债和所有者权益	200147	200876	194280	185333	175206	净利率(%)	1.31%	0.89%	0.93%	1.28%	1.56%						
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)										
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)											
经营活动现金流	13128	13185	13947	16732	21033	偿债能力											
净利润	2364	1608	1712	2493	3351	资产负债率(%)	67%	66%	68%	72%	79%						
折旧摊销	6622	7523	8164	8414	8388	流动比率	0.76	0.79	0.68	0.69	0.71						
财务费用	4559	4484	4960	4668	4704	速动比率	0.53	0.51	0.44	0.43	0.40						
应付帐款的变化	0	-894	-119	-311	-583	营运能力											
预收帐款的变化	0	-1598	-920	-1352	-1283	总资产周转率	0.92	0.90	0.93	1.03	1.19						
投资活动现金流	-7133	-5696	-1311	131	-338	应收账款周转率	42	38	35	36	36						
公允价值变动收益	-131	101	41	71	56	应付账款周转率	24.95	22.09	21.38	21.83	22.33						
长期股权投资减少	0	5347	-964	0	0	每股指标(元)											
投资收益	341	740	541	640	380	每股收益(最新摊	0.09	0.04	0.06	0.15	0.20						
筹资活动现金流	-1836	-16266	-12147	-15589	-18308	每股净现金流(最新	0.28	-0.59	0.03	0.07	0.14						
应付债券增加	0	6494	-9698	0	0	每股净资产(最新摊	2.65	3.52	2.70	2.07	1.22						
长期借款增加	0	9163	0	0	0	估值比率											
普通股增加	0	0	2119	0	0	P/E	41.11	84.09	64.66	25.26	18.79						
资本公积增加	911	10536	0	0	0	P/B	1.40	1.05	1.37	1.79	2.89						
现金净增加额	4159	-8777	488	1274	2387	EV/EBITDA	8.01	9.14	8.19	8.27	7.16						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3年证券从业经验，2019年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018年9月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。