

氧化铝拖累业绩，扣非净利不达预期

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营收1457.08亿元(同比+15.91%)，归母净利8.08亿元(同比-44.06%)，扣非净利0.93亿元(同比-87.18%)。Q3单季度实现营收507.69亿元(同比+17.21%，环比-0.12%)，归母净利1.02亿元(同比-83.94%，环比-60.66%)，扣非净利-0.22亿元。
- **Q3主营业务业绩不达预期。** 公司净利润主要来自于非经常性损益，归母净利润和扣非净利润的差异主要来自公司处置非流动资产产生的收益。公司主营业务表现不达预期，氧化铝利润的减少超过电解铝利润的增加，Q3单季度扣非净利甚至出现亏损。
- **Q3氧化铝均价大幅度下滑拖累业绩。** 2018Q3/Q4/2019Q1/Q2/Q3 国产氧化铝均价(含税)为3080/3068/2857/2897/2556元/吨，2019Q3同比-17%，环比-12%，导致氧化铝行业平均出现大幅度亏损。公司铝土矿自给率能够达到50%，拥有成本优势，基本处于盈亏平衡状态，但是整体表现仍然不佳。公司氧化铝产能规模庞大，截止至2018年年末有1886万吨产能，位居全球第一位。公司氧化铝除了满足电解铝的生产需求之外，还有很大一部分是直接对外出售。
- **Q3电解铝均价环比持平，电解铝利润明显修复。** 2018Q3/Q4/2019Q1/Q2/Q3 国产电解铝均价(含税)为1.43/1.38/1.35/1.41/1.41万元/吨，2019Q3同比-2%，环比持平，但是成本端氧化铝价格的下滑使得电解铝利润出现明显修复。截止至2018年年末，公司电解铝产能478万吨，Q3电解铝利润的修复不足以弥补氧化铝价格下跌造成的利润的减少。
- **债务结构持续优化。** 2019Q3公司应付债券增加69%(相比于2018Q4增加约67亿元)，短期借款减少36%(相比于2018Q4减少约140亿元)，一方面公司把握资本市场窗口，发行中长期债券，优化债务结构；另一方面公司偿还高利率借款，降低融资成本。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.07元、0.14元和0.19元，对应PE分别为50倍、24倍和18倍。考虑到电解铝处于去库周期，铝价中枢有望稳步抬升，间接带动氧化铝价格中枢抬升，同时增厚公司氧化铝以及电解铝利润，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 公司产量释放或不及预期；铝价上涨不及预期。

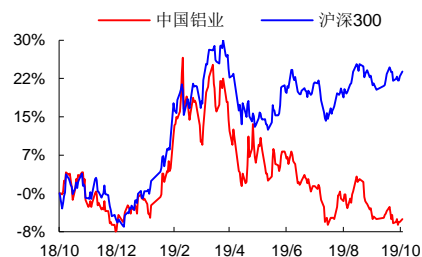
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	180240.15	191574.31	201510.89	210057.88
增长率	0.09%	6.29%	5.19%	4.24%
归属母公司净利润(百万元)	870.23	1169.31	2428.57	3195.71
增长率	-36.87%	34.37%	107.69%	31.59%
每股收益EPS(元)	0.05	0.07	0.14	0.19
净资产收益率ROE	2.38%	2.67%	5.26%	6.47%
PE	68	50	24	18
PB	1.12	0.95	0.91	0.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟峦
执业证号: S1250519060005
电话: 15210216914
邮箱: lml@swsc.com.cn
联系人: 杨耀洪
电话: 18659008657
邮箱: yyhong@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)	170.23
流通A股(亿股)	109.60
52周内股价区间(元)	3.43-4.69
总市值(亿元)	588.98
总资产(亿元)	2,070.96
每股净资产(元)	2.89

相关研究

1. 中国铝业(601600): 单位利润收缩拖累业绩，铝价中枢有望稳步抬升 (2019-08-29)

关键假设：

假设 1：2019-2021 年公司氧化铝产量分别为 1450 万吨、1550 万吨和 1650 万吨；

假设 2：2019-2021 年公司氧化铝单位售价同比增长-1.3%、4.4%和 3.0%，单位成本同比增长 2.2%、1.9%和 2.3%；

假设 3：2019-2021 年公司电解铝产量分别为 420 万吨、440 万吨和 460 万吨；

假设 4：2019-2021 年公司电解铝单位售价同比增长 2.8%、5.0%和 3.0%，单位成本同比增长 0.7%、0.7%和 0.9%；

假设 5：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利

	指标	2018A	2019E	2020E	2021E
氧化铝板块					
产量	万吨	1,351.0	1,450.0	1,550.0	1,650.0
单位售价	不含税，元/吨	2,645.8	2,611.1	2,725.7	2,807.4
单位成本	元/吨	2,250.1	2,300.4	2,344.3	2,398.7
单位毛利	元/吨	395.7	310.7	381.4	408.8
电解铝板块					
产量	万吨	417.0	420.0	440.0	460.0
单位售价	不含税，元/吨	12,256.6	12,601.1	13,231.1	13,628.0
单位成本	元/吨	11,607.4	11,693.7	11,778.4	11,883.4
单位毛利	元/吨	649.2	907.4	1,452.7	1,744.7
合计					
营业收入	亿元	1,802.4	1,915.7	2,015.1	2,100.6
营业成本	亿元	1,643.1	1,764.3	1,822.9	1,883.7
综合毛利率	——	8.8%	7.9%	9.5%	10.3%

数据来源：公司公告，西南证券

中国铝业氧化铝和电解铝产能分布

表 2：中国铝业氧化铝产能分布（单位：万吨）

氧化铝	地点	2018 年末			2020 年末		
		持股比例	产能	权益产能	持股比例	产能	权益产能
控股公司							
山西新材料	山西河津市	85.98%	260.0	223.5	85.98%	260.0	223.5
山西华兴	山西吕梁市	50%	200.0	100.0	100%	200.0	200.0
兴华科技	山西吕梁市	66%	90.0	59.4	66%	90.0	59.4
中铝矿业	河南郑州市	100%	241.0	241.0	100%	241.0	241.0
中铝中州	河南焦作市	100%	305.0	305.0	100%	305.0	305.0
郑州研究院	河南郑州市	100%	2.0	2.0	100%	2.0	2.0
中铝山东	山东淄博市	100%	227.0	227.0	100%	227.0	227.0
广西分公司	广西百色市	100%	221.0	221.0	100%	221.0	221.0
广西华昇新材料	广西防城港	51%	0.0	0.0	51%	200.0	102.0
遵义铝业	贵州遵义市	67.45%	100.0	67.4	67.45%	100.0	67.4
贵州华锦铝业	贵州贵阳市	60%	160.0	96.0	60%	160.0	96.0
重庆分公司	重庆南川区	100%	80.0	80.0	100%	80.0	80.0
总计			1886.0	1622.4		2086.0	1824.4
参股公司							
广西华银铝业	广西百色市	33%	220.0	72.6	33%	220.0	72.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：中国铝业电解铝产能分布（单位：万吨）

电解铝	地点	2018 年末			2020 年末		
		持股比例	产能	权益产能	持股比例	产能	权益产能
控股公司							
山西华圣	山西永济市	51%	24.0	12.2	51%	5.0	2.6
山西新材料	山西河津市	85.98%	42.4	36.5	85.98%	42.4	36.5
山西中润	山西吕梁市	40%	10.0	4.0	40%	50.0	20.0
包头铝业	内蒙古包头市	100%	60.0	60.0	100%	60.0	60.0
内蒙古华云	内蒙古包头市	50%	78.0	39.0	50%	78.0	39.0
贵州分公司	贵州贵阳市	100%	17.0	17.0	100%	17.0	17.0
贵州华仁	贵州清镇市	40%	48.0	19.2	40%	50.0	20.0
遵义铝业	贵州遵义市	67.445%	37.5	25.3	67.445%	37.5	25.3
甘肃铝电	甘肃兰州市	100%	45.0	45.0	100%	45.0	45.0
甘肃连城铝业	甘肃连城县	100%	55.0	55.0	100%	55.0	55.0
青海分公司	青海西宁市	100%	42.0	42.0	100%	42.0	42.0
山东华宇	山东临沂市	55%	20.0	11.0	55%	20.0	11.0
总计			478.9	366.2		501.9	373.3

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	180240.15	191574.31	201510.89	210057.88	净利润	1607.83	2088.05	4336.72	5706.62
营业成本	164309.72	176430.34	182287.94	188368.20	折旧与摊销	8055.14	8029.05	8349.50	8675.07
营业税金及附加	1408.66	1341.02	1410.58	1470.41	财务费用	4484.39	4980.93	5239.28	5461.50
销售费用	2496.93	2873.61	3022.66	3150.87	资产减值损失	2471.99	1100.00	600.00	600.00
管理费用	2927.40	3448.34	3627.20	3781.04	经营营运资本变动	-8151.78	-4332.28	-211.48	-697.35
财务费用	4484.39	4980.93	5239.28	5461.50	其他	4717.93	-2536.27	-1916.10	-790.88
资产减值损失	2471.99	1100.00	600.00	600.00	经营活动现金流净额	13185.49	9329.48	16397.93	18954.96
投资收益	739.99	800.00	600.00	600.00	资本支出	-12065.85	-9000.00	-8000.00	-7000.00
公允价值变动损益	100.97	-50.00	0.00	0.00	其他	6370.16	1550.00	700.00	700.00
其他经营损益	0.00	100.00	100.00	100.00	投资活动现金流净额	-5695.68	-7450.00	-7300.00	-6300.00
营业利润	2424.29	3050.07	6123.23	8025.86	短期借款	8461.75	-1075.45	-2864.99	-6338.76
其他非经营损益	6.04	-150.00	-100.00	-100.00	长期借款	9163.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	2430.33	2900.07	6023.23	7925.86	股权融资	10535.54	12713.25	0.00	0.00
所得税	822.50	812.02	1686.50	2219.24	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1607.83	2088.05	4336.72	5706.62	其他	-44426.91	-15655.79	-5239.28	-5461.50
少数股东损益	737.60	918.74	1908.16	2510.91	筹资活动现金流净额	-16266.48	-4017.99	-8104.27	-11800.26
归属母公司股东净利润	870.23	1169.31	2428.57	3195.71	现金流量净额	-8705.21	-2138.51	993.66	854.70
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	21295.94	19157.43	20151.09	21005.79	成长能力				
应收和预付款项	14540.90	16696.56	16905.22	17677.30	销售收入增长率	0.09%	6.29%	5.19%	4.24%
存货	20459.67	22165.54	23596.25	24024.37	营业利润增长率	-22.55%	25.81%	100.76%	31.07%
其他流动资产	2598.73	2761.13	2903.51	3025.97	净利润增长率	-31.99%	29.87%	107.69%	31.59%
长期股权投资	9756.81	9756.81	9756.81	9756.81	EBITDA 增长率	1.04%	7.33%	22.74%	12.43%
投资性房地产	1156.01	1156.01	1156.01	1156.01	获利能力				
固定资产和在建工程	106156.24	107647.76	107818.83	106664.33	毛利率	8.84%	7.91%	9.54%	10.33%
无形资产和开发支出	17159.66	16705.86	16252.07	15798.28	三费率	5.50%	5.90%	5.90%	5.90%
其他非流动资产	7752.17	7685.39	7618.62	7551.84	净利率	0.89%	1.09%	2.15%	2.72%
资产总计	200876.11	203732.50	206158.40	206660.69	ROE	2.38%	2.67%	5.26%	6.47%
短期借款	39296.19	38220.74	35355.76	29017.00	ROA	0.80%	1.02%	2.10%	2.76%
应付和预收款项	16111.78	16652.49	17198.77	17909.81	ROIC	3.43%	3.92%	5.40%	6.38%
长期借款	42756.34	42756.34	42756.34	42756.34	EBITDA/销售收入	8.30%	8.38%	9.78%	10.55%
其他负债	35042.60	27987.47	28395.36	28818.74	营运能力				
负债合计	133206.91	125617.04	123706.23	118501.90	总资产周转率	0.90	0.95	0.98	1.02
股本	14903.80	17022.67	17022.67	17022.67	固定资产周转率	2.01	2.06	2.18	2.29
资本公积	30104.97	40699.34	40699.34	40699.34	应收账款周转率	33.69	32.66	33.48	33.15
留存收益	3051.08	4220.38	6648.95	9844.66	存货周转率	7.81	8.00	7.85	7.85
归属母公司股东权益	52414.89	61942.40	64370.97	67566.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.20%	—	—	—
少数股东权益	15254.31	16173.05	18081.21	20592.12	资本结构				
股东权益合计	67669.20	78115.45	82452.18	88158.80	资产负债率	66.31%	61.66%	60.01%	57.34%
负债和股东权益合计	200876.11	203732.50	206158.40	206660.69	带息债务/总负债	68.88%	72.18%	70.98%	68.75%
					流动比率	0.79	0.91	0.97	1.09
					速动比率	0.51	0.57	0.61	0.69
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	14963.82	16060.05	19712.01	22162.43	每股收益	0.05	0.07	0.14	0.19
PE	67.68	50.37	24.25	18.43	每股净资产	3.08	3.64	3.78	3.97
PB	1.12	0.95	0.91	0.87	每股经营现金	0.77	0.55	0.96	1.11
PS	0.33	0.31	0.29	0.28	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	7.87	7.46	5.88	4.91					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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