

业绩符合预期，生产布局持续优化

中国铝业 (601600.SH)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司发布 2019 年报。报告期内，公司实现营业收入 1900.74 亿元，同比增长 5.46%；归母净利润 8.51 亿元，同比增长 2.38%；营业利润 19.57 亿元，同比减少 17.94%；基本每股收益为 0.037 元/股。第四季度，公司实现营业收入 443.66 亿元，同比减少 18.64%；环比下降 12.61%；归母净利润 0.43 亿元，同比增长 106.77%，环比下降 58.46%。

2. 我们的分析与判断

(一) 氧化铝价格下行拖累板块业绩

报告期内，公司氧化铝板块营业收入为 439 亿元，较上年同期减少 2.51 亿元；税前盈利 8.45 亿元，较上年同期减少 27.15 亿元。公司氧化铝全年生产量 1380 万吨，比上年增加 2.15%，但销量较上年同比下降 2.95%，即 723 万吨。价格方面，国内氧化铝全年均价 2696 元/吨，同比下降 9.9%。此种价格下行局面或由氧化铝产能增量不断累积叠加因电解铝产量下降而递减的下游需求所致。因此我们认为主要由于氧化铝价格下跌导致氧化铝板块利润不佳。

(二) 原铝、贸易、能源板块利润均增，但整体利润下降

原铝板块，公司营收 490.89 亿元，较上年同期减少 47.13 亿元全年产量 379 万吨，同比下降 9.11%，原因或为公司集团部分企业经历转型升级导致原铝产销量均同比下降（YOY-9.11%、YOY-11.89%）。但得益于原材料氧化铝价格及用电成本下降，公司原铝板块税前利润较上年同期增利 15.55 亿元，达 6.87 亿元。贸易板块收益于电解铝、氧化铝、进口焦煤等产品贸易量增加及利润增加，实现税前利润 9.53 亿元，较上年同期增 2.13 亿元。能源板块税前利润亦由去年同期 0.27 亿元增至 3.76 亿元。然而公司整体营业利润为 19.57 亿元，同比减少 17.94%，因此我们认为主要原因是氧化铝价格下跌导致的利润下滑超出其他板块盈利效果所致。

(三) 项目如期推进，生产布局持续优化

公司项目方面，几内亚博法铝土矿（1200 万吨/年）、防城港氧化铝（200 万吨）等项目进展顺利。前者投产在即，第一船铝土矿已达日照港；后者计划年中启动运行。若进展顺利，公司铝土矿自给率将大幅提升，氧化铝产能亦可能超 2000 万吨。布局方面，公司对盈利能力较弱的企业进行升级改造或关停，产能指标进行转让。如山东华宇、山西华圣等企业均被关停。生产布局优化配合公司严格的成本控制及现金流保证举措，公司未来盈利或可期待。

分析师

华立

☎: (8621) 20252629

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

联系人

吴建璋

✉: wujianzhang_yj@chinastock.com.cn

叶肖鑫

✉: yexiaoxin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2020.03.27

A 股收盘价(元)	2.92
A 股一年内最高价(元)	3.20
A 股一年内最低价(元)	2.92
上证指数	2772
市净率	0.91
总股本(亿股)	170
实际流通 A 股(亿股)	131
限售的流通 A 股(亿股)	39
A 股总市值(亿元)	438

相关研究

3. 投资建议

公司为铝行业龙头，自备电、自产矿使其具有较强竞争力。且公司积极跟进市场变化，调整生产布局，保证生产项目顺利进行，其龙头地位得到巩固。然而当前行业库存高企，截至 3 月 27 日，铝锭库存已达 173 万吨（百川盈孚）。叠加氧化铝价格下降，企业成本及产品价格缺乏有力支撑。因此我们预计公司 2020、2021 年 EPS 分别为 0.03、0.06 元，对应 PE 为 96.7X、45.5X，并给予“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示

- 1) 下游需求不及预期；
- 2) 供给端由于上游扩产遭到冲击；
- 3) 项目推进不及预期。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

华立，有色金属行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn