

中国铝业 (601600): 上游资源有保障, 铝全产业链生产优势待显

2020年04月01日

推荐/维持

中国铝业 公司报告

- **事件:** 公司发布 2019 年度报告。公司 2019 全年实现营业收入 1901 亿元, 同比增长 5.46%; 实现归母净利润 8.51 亿元, 同比增长 2.38%; 归母扣非净利润 2.30 亿元, 同比增加 93.46%; 基本每股收益 0.037 元, 同比-10.9%。
- **公司全产业链生产及高铝土矿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, 全产业链生产模式有助维持公司经营稳定性。此外, 公司控制的铝土矿资源量约为 25.47 亿吨, 其中国内铝土矿资源 7.37 亿吨, 约占全国总储量的 42%; 国外铝土矿资源量 18.1 亿吨 (包括几内亚 BOFFA 项目, 较去年同期降 0.6 亿吨), 使用年限超 60 年, 公司铝土矿自给率远超行业平均水平并已达到 50% 以上, 铝土矿资源的高自给率有助公司资源溢价的形成。至 2019 年, 公司氧化铝/碳素/精细氧化铝产能为全球第一、原铝产能全球第二。
- **贸易板块贡献主营收入, 氧化铝板块贡献主要利润:** 贸易板块影响公司主营规模, 但氧化铝板块贡献公司主要利润。公司核心三大业务板块营收显现分化, 贸易板块营收因电铝及氧化铝贸易量的增加而明显增厚 (+11.7% 占总营收比例升至 83.5%), 但氧化铝及原铝板块因氧化铝价格下跌 (年 FOB-29.6%) 及原铝销量下降 (-9.1%) 而导致营收各出现 -0.6% 及 -8.8% 的回落, 并导致铝板块核心毛利率降至 6.95%。此外, 贸易及氧化铝板块毛利率分别 -0.86% 及 -3.99% 至 1.46% 及 10.97%, 原铝板块毛利率 +3% 至 8.32%, 主因氧化铝价格及用电成本下降。
- **公司氧化铝产量占全国 20%, 铝业务销售因行业低迷而现萎缩:** 公司 2019 年氧化铝产量 +2.5% 至 1380 万吨, 占全国氧化铝总产量 19.3%; 电解铝产量 -9.1% 至 379 万吨, 占全国电铝总产量 10.5%。氧化铝及电铝销量双双下滑反映出行业弱化对公司运营状况的负面影响, 其中公司氧化铝销量 -2.95% 至 723 万吨, 电铝销量 -11.9% 至 379 万吨, 公司电解铝库存量增长 28%, 公司电铝库存的流动性及对冲压力增大。
- **海外市场风险有限, 公司经营状态稳定:** 铝行业营收分布方面, 公司大陆地区营收占总营收比例 96.9%, 整体毛利率 7.14%; 境外地区营收仅占 3.1%, 毛利仅为 0.78%。考虑到疫情扩散导致海外营收不确定性的加大, 公司主营收入的分布特点对公司 2020 年营收形成一定安全壁垒。此外, 公司资产负债率连续 5 年下降至 65.17%, 三费占比下降 0.42pct 至 5.43%。公司年内处置中铝南海、宁夏中宁产生的投资收益及处置山西华圣电解铝指标产生的资产收益是非母净利增加的主因。
- **多项目即将投产, 盈利能力进一步提升:** 几内亚 1200 万吨/年的 BOFFA 铝土矿项目即将投产, 2020 年 3 月该项目 1 号线铝土矿输送系统重载试车成功, 第一船铝土矿已抵达日照港。广西防城港 200 万吨氧化铝项目预计在 2020 年投产, 满产后公司氧化铝产能将提升 15% 以上, 预计每年可产生 54 亿元的现金流贡献。公司铝产业链上游供给端有产量持续增长的预期, 有助公司营收规模的进一步释放。
- **铝价:** 铝价进入 2020 年在库存激增与原油价格再调整双压下跌破完全生产成本, 进入三月已有 62.5 万吨电铝产能进入减产检修, 后期铝供应显现刚性的概率加大; 境内消费因铝加工企业开工率提升而回暖, 但铝材出口因疫情扩散而弱化, 考虑到后期需求仍有集中体现预期, 铝消费或呈前低后高, 均价或为 12000 元/吨左右。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 1813.7/1967.9/2060.0 亿元; 归母净利润分别为 8.4/10.0/11.8 亿元; EPS 分别为 0.05/0.06/0.07 元, 对应 PE 分别为 58.3/49.0/41.6, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 铝价长期处于成本线之下; 下游铝需求下滑; 公司经营运输风险显现。

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)	2.92-4.06
总市值 (亿元)	497.06
流通市值 (亿元)	381.9
总股本/流通 A 股 (万股)	1702267/1307871
流通 B 股/H 股 (万股)	/394397
52 周日均换手率	0.55

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

分析师: 胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080001

分析师: 张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号:

S1480118100014

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	180,240.	190,074.	181,366.	196,792.	205,996.
归母净利润 (百万元)	870.23	851.00	840.29	1,000.12	1,179.30
增长率 (%)	-31.99%	-7.45%	-5.89%	19.02%	17.92%
每股收益	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07
PE	65.45	77.84	58.34	49.02	41.57

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位：百万元					单位：百万元						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	58895	48714	56809	61811	65133	营业收入	180240	190074	181366	196792	205997
货币资金	21296	9065	18137	19679	20600	营业成本	164310	176256	169041	183063	192172
应收账款	5206	4559	4969	5392	5644	营业税金及附加	1409	1431	1360	1476	1545
其他应收款	4890	5639	5381	5839	6112	营业费用	2497	1673	1814	1968	2060
预付款项	1550	864	1202	1568	1952	管理费用	2927	2991	2720	2952	3090
存货	20460	19515	18525	20062	21060	财务费用	4484	4720	4341	4842	4242
其他流动资产	2519	2635	2461	2769	2953	研发费用	627	941	960	979	998
非流动资产合计	141981	154357	145997	137303	128546	资产减值损失	2471.99	-1424.16	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	9757	12898	13156	13419	13687	公允价值变动收益	100.97	-9.85	0.00	0.00	0.00
固定资产	93213	90972	83571	75503	66966	投资净收益	739.99	1160.71	400.00	450.00	500.00
无形资产	13649	15805	15826	15947	16167	加：其他收益	75.88	78.63	75.00	80.00	85.00
其他非流动资产	2710	2133	2421	2480	2520	营业利润	2424	1957	1785	2142	2535
资产总计	200876	203071	202806	199113	193678	营业外收入	361.51	408.40	385.00	390.00	398.00
流动负债合计	74749	69170	83130	77968	70741	营业外支出	355.47	251.95	303.00	310.00	312.00
短期借款	39296	21238	35852	29636	21701	利润总额	2430	2114	1867	2222	2621
应付账款	8568	7858	6947	7523	7897	所得税	822	626	467	556	655
预收款项	0	19	19	19	19	净利润	1608	1488	1400	1667	1965
一年内到期的非流	6320	5071	5695	5695	5695	少数股东损益	738	637	560	667	786
非流动负债合计	58458	63176	53303	53256	53259	归属母公司净利润	870	851	840	1000	1179
长期借款	42756	35496	35496	35496	35496	主要财务比率					
应付债券	9698	16737	13217	13217	13217		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	133207	132346	136433	131224	124000	成长能力					
少数股东权益	15254	16065	16626	17292	18079	营业收入增长	0.09%	5.46%	-4.58%	8.51%	4.68%
实收资本（或股本）	14904	17023	17023	17023	17023	营业利润增长	-22.55%	-19.26%	-8.79%	20.01%	18.30%
资本公积	30105	28128	28128	28128	28128	归属于母公司净利	-36.87%	-2.21%	-1.26%	19.02%	17.92%
未分配利润	-2723	-2124	-1410	-560	443	获利能力					
归属母公司股东权	52415	54660	49747	50597	51599	毛利率(%)	8.84%	7.27%	6.80%	6.98%	6.71%
负债和所有者权益	200876	203071	202806	199113	193678	净利率(%)	0.89%	0.78%	0.77%	0.85%	0.95%
现金流量表						总资产净利润(%)		0.43%	0.42%	0.41%	0.50%
						ROE(%)	1.66%	1.56%	1.69%	1.98%	2.29%
经营活动现金流	13185	12577	14589	13172	13969	偿债能力					
净利润	1608	1488	1400	1667	1965	资产负债率(%)	66%	65%	67%	66%	64%
折旧摊销	8055.14	7882.80	9134.15	9564.42	9951.65	流动比率		0.70	0.68	0.79	0.92
财务费用	4484	4720	4341	4842	4242	速动比率		0.42	0.46	0.54	0.62
应收账款减少	-894	647	-410	-423	-252	营运能力					
预收帐款增加	-1598	19	0	0	0	总资产周转率	0.90	0.94	0.89	0.98	1.05
投资活动现金流	-5696	-13496	-3490	-3333	-3366	应收账款周转率	38	39	38	38	37
公允价值变动收益	101	-10	0	0	0	应付账款周转率	22.09	23.14	24.50	27.20	26.72
长期投资减少	0	0	-258	-263	-268	每股指标（元）					
投资收益	740	1161	400	450	500	每股收益(最新摊)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07
筹资活动现金流	-16266	-10474	-2028	-8296	-9682	每股净现金流(最)	-0.59	-0.67	0.53	0.09	0.05
应付债券增加	6494	7039	-3520	0	0	每股净资产(最新)	3.52	3.21	2.92	2.97	3.03
长期借款增加	9163	-7260	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	2119	0	0	0	P/E	65.45	77.84	58.34	49.02	41.57
资本公积增加	10536	-1977	0	0	0	P/B	0.82	0.90	0.99	0.97	0.95
现金净增加额	-8777	-11393	9072	1543	920	EV/EBITDA	8.07	8.28	7.29	6.94	6.33

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。10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，中金所股指期权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。