

铝价下跌拉低毛利，转型升级前景可期

——中国铝业（601600）点评报告

增持（维持）

日期：2020年03月31日

事件：

公司发布2019年年度报告。报告期内，公司实现营业收入1900.74亿元，同比增长5.46%；实现归母净利润8.51亿元，同比增长2.38%；实现扣非归母净利润2.30亿元，同比增长93.46%；对应EPS为0.05元/股。

投资要点：

- **主要产品产销量有所下滑，铝价下降拉低毛利：**2019年，氧化铝生产1380万吨，同比增长2.15%，但销售量下滑，销售723万吨，同比下滑2.95%。电解铝生产379万吨，同比下滑9.11%，销售379万吨，同比下滑11.89%。根据wind数据，2019年全国原铝均价1.39万元/吨，同比降255元/吨，铝价下跌压低毛利，氧化铝毛利同比下降约4%。
- **拟通过定增扩大产能，国际布局逐渐形成：**2019年，贵州华仁、内蒙古华云实现达产达标，广西、包头、山西产业基地逐步形成，山西新材料拟薄水铝石项目实现建成即盈利。2020年，几内亚博法铝土矿项目和广西防城港200万吨氧化铝项目投产，进一步扩大公司产能，国际化布局步伐加快。
- **推动产品转型升级，发展高附加值深加工产品：**2019年1月，公司控股子公司山东华宇年产约20万吨电解铝生产线已实行了弹性生产，5月子公司山西华胜与溢鑫铝业签署协定，转让年产19万吨电解铝产能指标，山东华宇、山西华胜产能退出。同时，公司以增持云铝股份非公开发行股份、向云铝股份所属云铝溢鑫增资等方式投资水电铝项目，积极参与绿色水电铝基地建设，推动公司产品转型升级。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到国内铝材需求长期向好，公司作为行业龙头将充分受益，预计20-22年公司归母净利润分别为8.73亿元、9.45亿元和9.98亿元，EPS分别为0.05、0.06和0.06元/股，对应近期收盘价2.92元的PE分别为56.92、52.59和49.80倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**铝价格下跌、宏观经济下行、产能增长不及预期。

基础数据

行业	有色金属
公司地址	
大股东/持股	中国铝业公司 /38.56%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	17,022.67
流通A股(百万股)	13,078.71
收盘价(元)	2.88
总市值(亿元)	490.25
流通A股市值(亿元)	376.67

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年03月30日

相关研究

万联证券研究所 20190415_中国铝业年报点评_AAA
万联证券研究所 20180326_公司点评报告_AAA_中国铝业(601600)点评报告

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1900.74	2089.58	2237.94	2394.03
增长比率(%)	5.46%	9.94%	7.10%	6.97%
归母净利润(亿元)	8.51	8.73	9.45	9.98
增长比率(%)	2.38%	2.62%	8.24%	5.60%
每股收益(元)	0.05	0.05	0.06	0.06
市盈率(倍)	70.81	56.92	52.59	49.80

数据来源：WIND，万联证券研究所

至12月31日	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	48,713.76	51,220.18	69,693.98	85,113.86
货币资金	9,064.97	9,205.48	25,369.24	37,870.13
应收及预付	10,297.53	12,837.76	13,749.24	14,708.18
存货	19,515.42	22,084.48	23,425.10	25,303.94
其他流动资产	9,835.84	7,092.46	7,150.40	7,231.60
非流动资产	154,356.92	142,647.75	144,716.82	136,384.76
长期股权投资	12,897.98	12,897.98	12,897.98	12,897.98
固定资产	91,268.87	91,325.87	84,482.87	77,577.87
在建工程	12,359.95	11,683.90	11,007.85	10,331.80
无形资产	15,804.89	15,053.89	14,302.89	13,551.89
其他长期资产	22,025.22	11,686.10	22,025.22	22,025.22
资产总计	203,070.67	193,867.93	214,410.80	221,498.62
流动负债	69,169.73	66,355.99	74,780.97	74,688.36
短期借款	21,238.17	14,883.83	21,486.51	18,866.41
应付及预收	22,975.99	26,173.43	27,762.27	29,988.97
其他流动负债	24,955.57	25,298.73	25,532.19	25,832.98
非流动负债	63,175.88	55,491.52	65,956.52	71,391.52
长期借款	35,496.20	35,496.20	35,496.20	35,496.20
应付债券	16,736.76	16,063.00	26,528.00	31,963.00
其他非流动负债	10,942.93	3,932.32	3,932.32	3,932.32
负债合计	132,345.61	121,847.51	140,737.49	146,079.88
股本	17,022.67	17,022.67	17,022.67	17,022.67
资本公积	28,127.65	28,127.65	28,127.65	28,127.65
留存收益	26,531.99	27,173.57	28,118.82	29,117.00
归属母公司股东权益	54,659.63	55,301.22	56,246.47	57,244.64
少数股东权益	16,065.43	16,719.20	17,426.84	18,174.10
负债和股东权益	203,070.67	193,867.93	214,410.79	221,498.63

至12月31日	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12,407.11	12,353.41	14,864.03	13,980.64
净利润	1,488.08	873.29	945.25	998.18
折旧摊销	9,306.96	10,251.00	11,021.00	9,011.00
营运资金变动	-1,821.03	-1,880.17	-969.66	-447.85
其它	3,433.09	3,109.28	3,867.43	4,419.31
投资活动现金流	-13,495.67	-5,384.80	1,429.20	1,490.20
资本支出	-7,952.78	-5,974.95	839.05	900.05
投资变动	-5,811.58	0.00	0.00	0.00
其他	268.69	590.15	590.15	590.15
筹资活动现金流	-10,474.04	-5,522.32	-129.47	-2,969.94
银行借款	-42,522.24	-1,169.00	-1,270.00	-965.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	711.11	0.00	0.00	0.00
其他	31,337.09	-4,353.32	1,140.53	-2,004.94
现金净增加额	-11,371.65	1,446.29	16,163.76	12,500.90
期初现金余额	19,130.84	7,759.19	9,205.48	25,369.24
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	7,759.19	9,205.48	25,369.24	37,870.13

至12月31日	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	190,074.16	208,958.45	223,794.49	239,403.07
营业成本	176,256.08	194,747.52	206,569.50	223,137.61
营业税金及附加	1,431.02	1,573.19	1,684.89	1,802.40
销售费用	1,673.14	1,839.37	1,969.96	2,107.36
管理费用	2,990.76	3,287.89	3,521.33	3,766.93
财务费用	4,720.25	3,410.67	4,030.90	4,421.93
研发费用	940.83	880.53	1,025.39	1,052.86
资产减值损失	-1,424.16	2,500.00	3,270.00	1,260.00
公允价值变动收益	-9.85	-9.85	-9.85	-9.85
投资净收益	1,160.71	600.00	600.00	600.00
营业利润	1,957.35	2,009.17	2,272.91	2,404.38
营业外收入	408.40	430.00	430.00	430.00
营业外支出	251.95	270.00	355.00	355.00
利润总额	2,113.80	2,169.17	2,347.91	2,479.38
所得税	625.72	642.11	695.02	733.94
净利润	1,488.08	1,527.06	1,652.89	1,745.44
少数股东损益	637.08	653.77	707.64	747.26
归属母公司净利润	851.00	873.29	945.25	998.18
EBITDA	14,665.15	14,380.94	16,774.42	15,286.91
EPS (元)	0.05	0.05	0.06	0.06

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	5.46%	9.94%	7.10%	6.97%
营业利润	-17.94%	2.65%	13.13%	5.78%
归属于母公司净利润	2.38%	2.62%	8.24%	5.60%
获利能力				
毛利率	7.27%	6.80%	7.70%	6.79%
净利率	0.45%	0.42%	0.42%	0.42%
ROE	1.56%	1.58%	1.68%	1.74%
ROIC	3.49%	3.57%	4.76%	4.23%
偿债能力				
资产负债率	65.17%	62.85%	65.64%	65.95%
净负债比率	187.13%	169.18%	191.03%	193.69%
流动比率	0.70	0.77	0.93	1.14
速动比率	0.41	0.42	0.61	0.79
营运能力				
总资产周转率	0.94	1.05	1.10	1.10
应收账款周转率	30.02	30.02	30.02	30.02
存货周转率	8.82	8.82	8.82	8.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.05	0.06	0.06
每股经营现金流	0.73	0.73	0.87	0.82
每股净资产	3.21	3.25	3.30	3.36
估值比率				
P/E	70.81	56.92	52.59	49.80
P/B	1.10	0.90	0.88	0.87
EV/EBITDA	8.85	7.79	6.73	6.75

资料来源: Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场