

, 金属, 采矿, 制品/原材料

中国铝业 (601600)

俄铝事件持续发酵, 氧化铝龙头腾飞在即

-公司 2018Q1 业绩点评

	刘华峰 (分析师)	汤冀 (研究助理)	鄢华宇 (研究助理)
	0755-23976751	0755-23976656	021-38674938
	liuhuafeng@gtjas.com	tangyan@gtjas.com	wuhuayu@gtjas.com
证书编号	S0880515060003	S0880117020028	S0880117050005

本报告导读:

公司 2018Q1 归母净利润 3.1 亿元, 表现符合预期。我们认为俄铝事件持续发酵将促使氧化铝价格快速上涨, 公司作为氧化铝龙头将充分受益价格上涨, 看好后续盈利释放。
投资要点:

维持增持评级: 公司 2018 年第一季度归母净利润 3.1 亿(-19.4%), 考虑到 Q1 电解铝及氧化铝价格均处于相对低位, 公司业绩表现符合预期。而近期俄铝事件促使海外氧化铝价格出现明显上涨, 有望带动国内价格跟涨甚至打开出口盈利空间, 公司作为国内氧化铝龙头将充分受益于价格上涨。维持 2018-2020 年 EPS0.19/0.28/0.30 元, 维持目标价 6.7 元, 维持增持评级。

俄铝事件持续发酵, 氧化铝价格持续快速上涨。 我们估算俄铝受制裁将影响其约 400 万吨氧化铝生产 (主要分布在俄罗斯境外, 原料供给将受到影响), 叠加海德鲁因环保停产的 320 万吨产能, 海外氧化铝产量将收缩约 700 万吨量级 (约占 2017 年海外总供给的 13%), 海外氧化铝短缺几成定局促使价格大幅攀升: 截至 4 月 23 日澳大利亚 FOB 价格及国内山东出厂价已约 710 美元/吨及 3130 元/吨, 较 4 月初分别上涨 61%/18%。我们判断海内外巨大价差下氧化铝出口盈利空间业已打开, 考虑到之前中国一直为氧化铝净进口国且 2018 年新增产能难以弥补海外缺口, 中国氧化铝出口或将加剧国内氧化铝短缺, 有望促使国内氧化铝价格快速上涨。

氧化铝业绩弹性巨大, 龙头企业腾飞在即。 公司目前具备氧化铝产能约 1700 万吨, 2017 年生产量 1281 万吨, 假设电解铝价格随氧化铝成本波动 (价格顺利传导), 则以 2017 年产量估算氧化铝价格每上涨 100 元/吨, 公司归母净利润将增加约 7 亿元, 业绩弹性巨大, 后续业绩可期。

催化剂: 氧化铝价格加速上涨

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	144,066	180,081	183,380	189,453	191,247
(+/-)%	17%	25%	2%	3%	1%
经营利润 (EBIT)	5,028	7,240	11,276	15,303	15,817
(+/-)%	2994%	44%	56%	36%	3%
净利润 (归母)	402	959	2,904	4,127	4,541
(+/-)%	95%	138%	203%	42%	10%
每股净收益 (元)	0.03	0.06	0.19	0.28	0.30
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	3.5%	4.0%	6.1%	8.1%	8.3%
净资产收益率 (%)	1.1%	2.6%	7.2%	9.3%	9.3%
投入资本回报率 (%)	3.7%	5.1%	7.4%	10.2%	10.9%
EV/EBITDA	11.7	9.5	7.5	5.5	4.7
市盈率	190.0	79.7	26.3	18.5	16.8
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 6.70

上次预测: 6.70

当前价格: 5.02

2018.04.23

交易数据

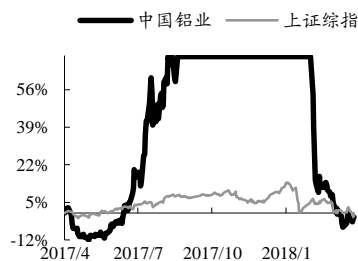
52 周内股价区间 (元)	4.04-8.32
总市值 (百万元)	74,817
总股本/流通 A 股 (百万股)	14,904/10,960
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,944
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	197.73
日均成交值 (百万元)	1003.67

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	39,478
每股净资产	2.65
市净率	1.9
净负债率	150.76%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.03	0.02
Q2	0.01	0.03
Q3	0.04	0.08
Q4	-0.01	0.06
全年	0.06	0.19

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-38%	6%
相对指数	4%	-24%	8%

相关报告

《业绩基本符合预期, 看好后续盈利释放》
2018.03.24

《表现符合预期, Q4 业绩有望加速释放》
2017.10.28

《铝价加速上行将助力业绩充分释放》
2017.08.20

《铝价持续上行, 业绩成长空间巨大》
2017.04.27

《降本增效持续推进, 业绩拐点已至》
2017.03.20

模型更新时间: 2018.04.23

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

中国铝业 (601600)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **6.70**

上次预测: 6.70

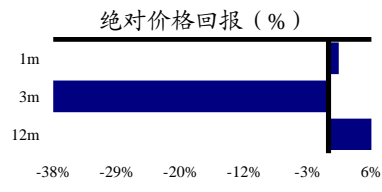
当前价格: 5.02

公司网址

www.chalco.com.cn

公司简介

中国铝业股份有限公司是中国有色金属行业的龙头企业,综合实力位居全球铝行业前列,也是中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源勘探开采,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,火力发电、新能源发电于一体的大型生产经营企业。
现有所属企业 39 户,其中:全资子公司 18 户,控股子公司 21 户。



52 周价格范围 4.04-8.32
市值 (百万) 74,817

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业总收入	144,066	180,081	183,380	189,453	191,247
营业成本	133,211	165,111	164,867	166,674	167,883
税金及附加	860	1,342	1,367	1,412	1,425
销售费用	2,065	2,342	2,385	2,464	2,488
管理费用	2,902	4,046	3,484	3,600	3,634
EBIT	5,028	7,240	11,276	15,303	15,817
公允价值变动收益	155	-131	0	0	0
投资收益	-1,001	341	385	139	255
财务费用	4,237	4,559	3,894	4,459	3,997
营业利润	-118	2,711	7,767	10,984	12,075
所得税	404	642	1,529	2,172	2,390
少数股东损益	853	986	3,210	4,561	4,561
净利润	402	959	2,904	4,127	4,541
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	25,950	29,913	31,002	33,276	35,497
其他流动资产	2,046	2,973	3,271	3,434	3,537
长期投资	14,943	16,464	16,464	16,464	16,464
固定资产合计	90,827	96,528	94,336	91,634	87,955
无形及其他资产	16,454	17,202	14,912	14,964	15,015
资产合计	190,077	200,147	196,577	197,134	196,137
流动负债	82,945	89,977	88,151	80,020	69,462
非流动负债	51,545	44,656	3,680	36,798	36,798
股东权益	36,088	37,459	40,364	44,490	49,032
投入资本(IC)	103,918	107,543	121,770	119,709	116,300
现金流量表					
NOPLAT	3,804	5,442	9,021	12,242	12,654
折旧与摊销	6,970	7,121	7,985	8,965	9,945
流动资金增量	-1,918	5,729	-168	-424	-116
资本支出	-6,319	-8,836	-3,627	-6,440	-6,440
自由现金流	2,536	9,456	13,211	14,343	16,042
经营现金流	11,519	13,128	5,117	21,508	23,152
投资现金流	-4,997	-7,133	-3,242	-6,300	-6,185
融资现金流	-3,661	-1,836	-786	-12,933	-14,747
现金流净增加额	2,860	4,159	1,089	2,275	2,220
财务指标					
成长性					
收入增长率	16.7%	25.0%	1.8%	3.3%	0.9%
EBIT 增长率	2994.0%	44.0%	55.8%	35.7%	3.4%
净利润增长率	95.1%	138.4%	202.7%	42.1%	10.0%
利润率					
毛利率	7.5%	8.3%	10.1%	12.0%	12.2%
EBIT 率	3.5%	4.0%	6.1%	8.1%	8.3%
净利润率	0.3%	0.5%	1.6%	2.2%	2.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	1.1%	2.6%	7.2%	9.3%	9.3%
总资产收益率(ROA)	0.2%	0.5%	1.5%	2.1%	2.3%
投入资本回报率(ROIC)	3.7%	5.1%	7.4%	10.2%	10.9%
运营能力					
存货周转天数	52	42	42	42	42
应收账款周转天数	10	9	9	9	9
总资产周转天数	481	395	395	379	375
净利润现金含量	28.62	13.68	1.76	5.21	5.10
资本支出/收入	4%	5%	2%	3%	3%
偿债能力					
资产负债率	71.5%	68.0%	64.2%	59.9%	54.7%
净负债率	178.2%	159.1%	170.2%	130.3%	91.8%
估值比率					
PE	190.0	79.7	26.3	18.5	16.8
PB	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.7	9.5	7.5	5.5	4.7
P/S	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

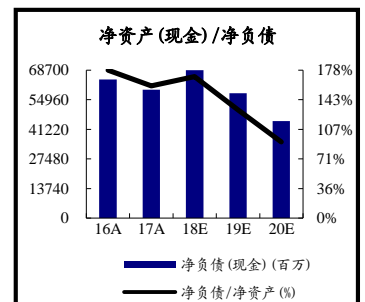
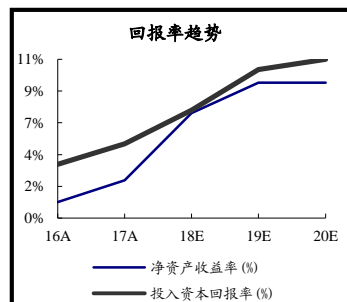
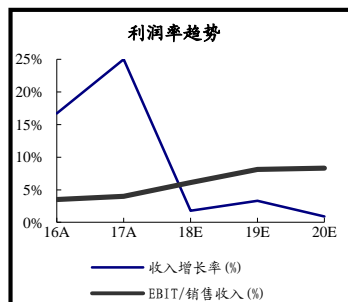
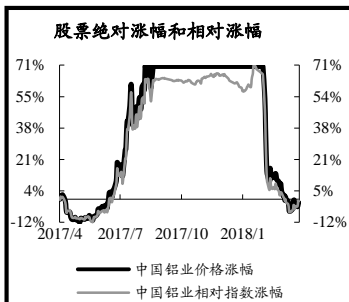


表 1: 2016 年俄铝海外氧化铝权益产量约 486 万吨, 总权益产量约 756 万吨

资产	位置	权益占比	产能 (万吨)	2016 年产能利用率
Achinsk	俄罗斯	100%	106.9	86.0%
Boksitogorsk	俄罗斯	100%	16.5	0.0%
Bogoslovsk	俄罗斯	100%	103	93.0%
Urals	俄罗斯	100%	86.4	93.0%
Friguia	几内亚	100%	65	0.0%
QAL	澳洲	20%	405.8	95.0%
Eurallumina	意大利	100%	108.5	0.0%
Aughinish	爱尔兰	100%	199	99.0%
Windalco	牙买加	100%	121	50.0%
Nikolaev	乌克兰	100%	163	93.0%
总计			1375.1	77.0%
权益合计			1050.5	72.0%

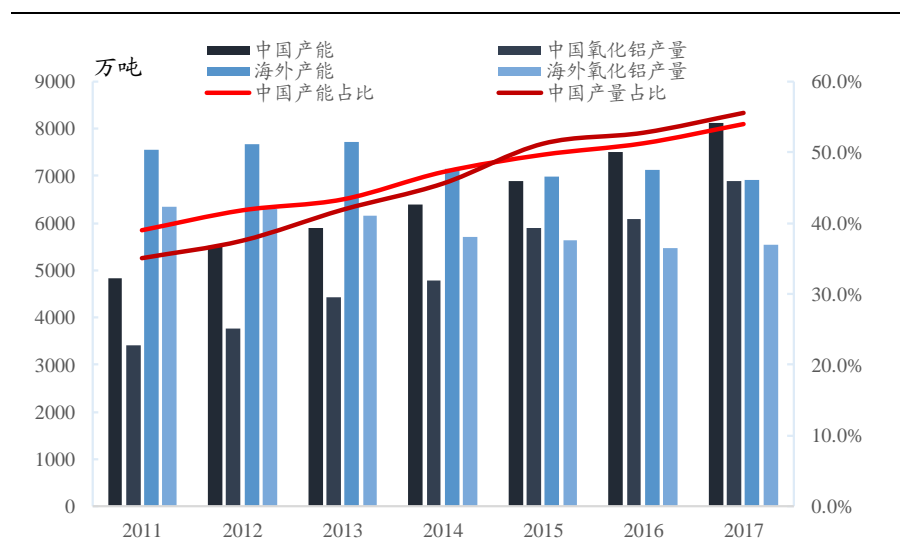
数据来源: 俄铝 2016 年年报, 国泰君安证券研究

表 2: 预计俄铝事件及海德鲁事件将影响氧化铝产量约 700 万吨, 占比 2017 海外供给约 13%

海外产量	世界产量	俄铝+海德鲁影响量	占比海外	占比世界
5530	12431	700	13%	6%

数据来源: 国家统计局, 安泰科, 国泰君安证券研究

图 1: 中国氧化铝产能/产量全球占比逐年提升, 地位越发举足轻重



数据来源: 国家统计局, 阿拉丁, 安泰科, 国泰君安证券研究

表 3: 预计 2018/2019 中国将新增氧化铝产能约 550/300 万吨, 但集中于 2018 下半年及 2019 年投产, 短期内难以弥补海外氧化铝短缺缺口 (单位: 万吨)

省份	企业	2018	2019
山西	山西信发化工氧化铝	100	
	山西华庆铝业公司	30	
	山西孝义田园化工公司	40	
	山西同德铝业公司		100
山东	魏桥铝电	200	
贵州	国电投务正道氧化铝项目	100	
广西	广西靖西天桂铝业有限公司	80	
	广西华晟新材料有限公司		100
	广西龙州新翔生态铝业有限公司		100
产能增加总计		550	300

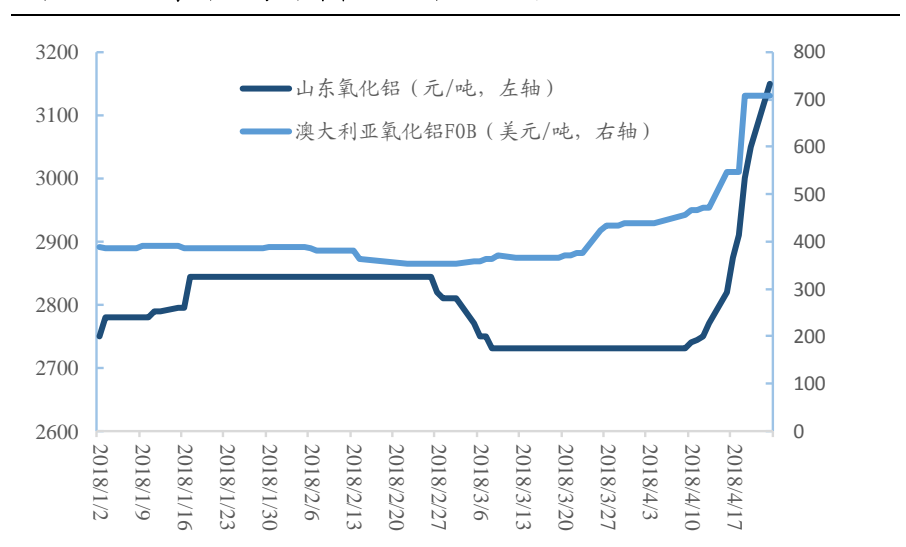
数据来源: 安泰科, 国泰君安证券研究

表 4: 俄铝事件前中国为氧化铝净进口国, 预计海外高价格刺激下中国出口空间将打开, 国内氧化铝短缺或将进一步加剧

单位: 万吨	2015	2016	2017	2018E	2019E
产量	5865	6016	7025	7290	7650
净进口	436	292.2	281	-100	200
供应	6301	6308	7306	7190	7850
需求	6144	6474	7249	7478	7889
其中: 冶金级	5944	6269	7039	7258	7661
非冶金级	200	205	210	220	228
平衡	157	-166	57	-288	-39

数据来源: 安泰科, 国泰君安证券研究

图 2: 俄铝事件后海内外氧化铝价格出现快速上涨



数据来源: 百川资讯, 国泰君安证券研究

表 5: 中铝氧化铝产能分布

省份	公司	持股比例	2015 产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
河南	河南分公司	100%	241.0	241.0
山西	山西分公司	100%	260.0	260.0
广西	广西分公司	100%	221.0	221.0
重庆	重庆分公司	100%	80.0	80.0
山东	中铝山东	100%	227.0	227.0
河南	中州铝业	100%	305.0	305.0
贵州	遵义氧化铝	73%	100.0	73.3
贵州	贵州华锦	60%	160.0	96.0
山西	山西华兴	50%	80.0	40.0
河南	郑州有色研究院	100%	2.0	2.0
合计			1676.0	1545.3

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		