

推进业务结构调整，期待盈利能力提升

2011年10月27日

中性/首次

中国铝业

财报点评

——中国铝业（601600）三季度财报点评

林阳	有色金属行业首席分析师	执业证书编号：S1480510120003
李晨辉	lich@dxzq.net.cn 010-66554028	

事件：

公司公布2011年三季度报，前三季度营业收入1076.15亿元，同比增长21.49%；净利润14.51亿元，同比增长108.6%。单季度实现营业收入416.4亿元，同比增长了44.63%，环比增长10.36%；净利润7.59亿元，环比增长198.9%。前三季度每股收益0.072元，单季每股收益0.042元。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	29059.02	30719.45	28794.26	32422.12	28233.54	37736.21	41644.99
增长率（%）	108.42%	118.77%	68.62%	28.62%	-2.84%	22.84%	44.63%
毛利率（%）	8.30%	5.38%	4.57%	7.49%	7.53%	5.65%	6.12%
期间费用率（%）	5.61%	5.52%	5.13%	5.43%	5.79%	4.81%	4.61%
营业利润率（%）	2.98%	0.01%	-0.50%	0.68%	2.01%	0.59%	2.33%
净利润（百万元）	736.87	62.11	-103.40	273.56	437.80	254.03	759.30
增长率（%）	-135.91%	-103.60%	-167.54%	-125.78%	-40.59%	309.03%	—
每股盈利（季度，元）	0.046	-0.007	-0.009	0.027	0.024	0.006	0.041
资产负债率（%）	60.10%	60.25%	59.38%	59.53%	61.11%	60.81%	61.94%
净资产收益率（%）	1.31%	0.11%	-0.18%	0.48%	0.76%	0.44%	1.29%
总资产收益率（%）	0.52%	0.04%	-0.07%	0.19%	0.30%	0.17%	0.49%

评论：

积极因素：

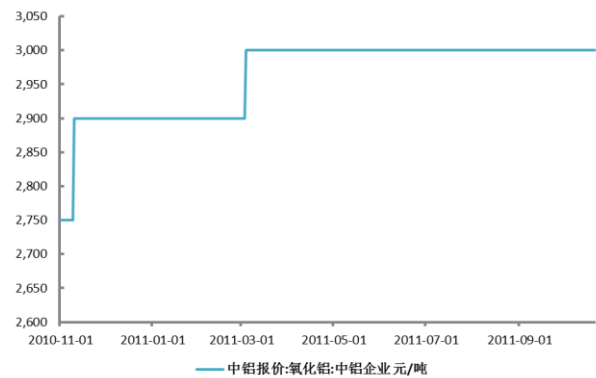
- **公司受益产品价格上涨，业绩增长符合预期：**公司主营产品电解铝和氧化铝价格在3季度阶段性上涨，其中铝价从5月份16640元/吨上涨至8月份18140元/吨，而且由于公司电解铝的重要原材料氧化铝50%以上自己。公司三季度业绩受益铝价上涨。416.4亿元，同比增长了44.63%，环比增长10.36%；净利润7.59亿元，环比增长198.9%。
- **投资铝土矿资源，提高公司资源优势：**公司计划新增5亿吨铝土矿资源，保持公司在行业上游铝土矿资源方面的优势。随着印尼政府收回包括铝土矿矿产资源在内的审批权力，印尼将从2014年开始禁止出口所有的矿产及金属矿石，中国氧化铝企业严重依赖印尼铝土矿进口。相比于国内同业公司，公司的资源优势明显。

图 1：国内现货铝价格



资料来源：长江有色金属网，东兴证券

图 2：中铝氧化铝价格



资料来源：中国铝业，东兴证券

- **收购煤炭资源，推进煤电铝一体化运营：**公司在确定了国际多元金属矿业公司战略后，积极发展与传统铝行业最为紧密相关的电铝一体化，开拓国内外煤炭资源。公司积极参与山西介休煤炭资源的整合，同时与山西、新疆、内蒙古、甘肃、青海等省份都在洽谈煤炭项目，争取今年煤炭资源占有量达50亿吨。公司将贵州列为重要产业基地，将投资345亿元建设贵阳、遵义煤电铝一体化循环经济工业基地。
- **优化产品结构，培育主导产品：**公司与萨帕集团成立合资公司，在重庆建立集铝合金研发、挤压和车体模具加工为一体的铝型材生产实体企业。项目初期预计投资6亿元人民币，项目投产后预计年产轨道交通专用铝型材及车体模组2万吨，以满足国内快速增长的高端轨道交通用铝型材市场，中高端铝加工业务的提升将显著改善公司的盈利能力。
- **推动技术创新，降低生产成本：**公司重点开展高效强化拜耳法技术研究及产业化应用，预计每年节省7500万元，公司新型结构铝 电解槽技术创新、无效应低电压高效节能技术产业化和新型阴极钢棒结构铝电解槽节能技术获得国家财政资助。除此以外，公司在山东、广西投资赤泥回收铁项目，投产后每年将减排赤泥100万吨以上，增加铁精矿业产品85万吨。

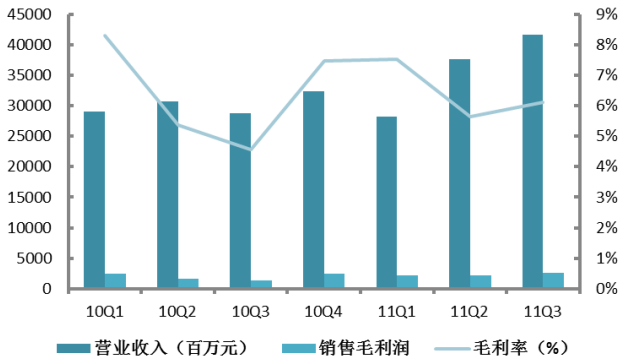
消极因素：

- **主营业务毛利率低，盈利能力有待提升：**受原材料和电力价格上涨和行业竞争加剧影响，公司主营业务毛利率偏低，铝价虽在今年三季度出现阶段性上涨，公司3季度盈利水平环比有所改善，但受国内外宏观经济影响，短期内工业需求难以出现快速增长，预计年内铝价将在1.5—1.75万元/吨之间波动。公司前三个季度实现净利润9.6亿元，其中投资收益8.2亿元，且投资收益中对联营企业的投资收益仅占50%。

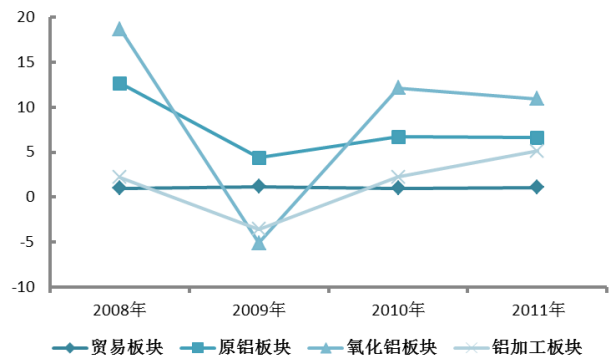
表 1：2008 年—2011 年公司主营业务毛利率（单位：%）

项目	2008	2009	2010	2011E
贸易板块	—	1.19	1	1.07
原铝板块	12.63	4.4	6.71	6.63
氧化铝板块	18.69	-5.08	12.15	10.92
铝加工板块	2.2	-3.59	2.23	5.11

资料来源：公司公告，东兴证券

图 1：单季度营业收入、销售利润和销售毛利率变化情况


资料来源：公司公告，东兴证券

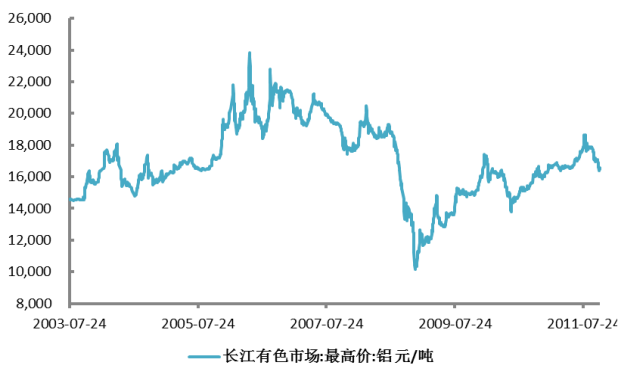
图 2：公司主营产品毛利率


资料来源：公司公告，东兴证券

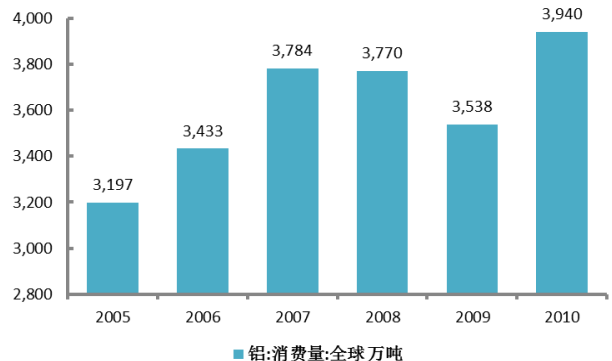
- **公司财务费用高企，债务结构尚需优化：**公司综合费用率保持在5%左右，前三季度公司销售费用、管理费用及财务费用共计53.7亿元，其中财务费用约占23.4亿元，较去年同期增长21.8%，主要用于偿还银行贷款利息。公司长短期银行贷款达到528亿元，占总债务的67%，公司债务结构尚需优化。
- **铝价波动对公司业绩影响较大：**目前公司产品主要为氧化铝、铝锭和铝加工产品，主营收入对铝价较为敏感，如果市场发生变化，铝产品出现销售困难或价格下降，将会对公司的经营业绩产生较大的不利影响，因此存在铝价波动的风险。

业务展望：

- **推进业务结构调整，期待盈利能力提升：**1) 公司确定了国际多元金属矿业公司战略，积极发展与传统铝行业最为紧密相关的电铝一体化，开拓国内外煤炭资源，同时投资铝土矿项目、铁矿石项目，提高公司资源优势，推进业务结构调整；2) 电解铝行业竞争激烈，产能相对过剩，行业整体盈利能力不强，因此公司需要在未来业务结构调整的同时提升核心竞争力，提高主营业务的盈利能力；3) 随着国家对电解铝行业的产能调控和限制，铝价有稳缓慢回升，商品研究机构CRU表示，在众多工业金属中，铝金属每年的需求增长幅度最大，因此我们看好铝价未来表现。公司因此也将受益铝价上涨带来的业绩增长。

图 3：2003—2011 年国内长江有色市场铝价变化


资料来源：长江有色市场，东兴证券

图 4：2005—2011 年全球铝消费量（单位：万吨）


资料来源：CRU，东兴证券

盈利预测与投资建议:

- 我们预计公司2011年~2013年的EPS分别为:0.108元、0.139元、0.186元,对应的动态PE分别为77.33、60.26、44.94倍,公司明确了国际多元金属矿业公司战略,积极发展与传统铝行业最为紧密相关的电铝一体化,开拓国内外煤炭资源,推进业务结构调整。但电解铝行业竞争激烈,产能相对过剩,行业整体盈利能力不强,因此公司需要在未来业务结构调整的同时提升核心竞争力,提高主营业务的盈利能力,首次给予公司“中性”投资评级。

风险提示:

- 铝产品价格大幅波动对业绩造成的影响
- 电解铝行业竞争激烈,产能相对过剩,国家产业调控政策的变化对公司业绩的影响

表 2: 盈利预测及关键指标

万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	120,994.85	144,454.25	153,367.60	163,859.30
(+/-)%	72.19%	19.39%	6.17%	6.84%
经营利润 (EBIT)	9,496.90	15,109.09	15,572.22	16,132.83
(+/-)%	256.64%	59.09%	3.07%	3.60%
净利润	778.01	1,491.28	1,913.78	2,566.00
(+/-)%	-116.75%	91.68%	28.33%	34.08%
每股净收益 (元)	0.060	0.108	0.139	0.186

资料来源: 东兴证券

利润表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	120,994.85	144,454.25	19.39%	153,367.60	6.17%	163,859.30	6.84%
营业成本	113,188.36	135,765.60	19.95%	143,972.05	6.04%	153,664.39	6.73%
营业费用	1,573.30	1,877.91	19.36%	1,993.78	6.17%	2,130.17	6.84%
管理费用	2,454.11	2,932.42	19.49%	3,113.36	6.17%	3,326.34	6.84%
财务费用	2,536.00	2,362.53	-6.84%	2,270.41	-3.90%	1,898.28	-16.39%
投资收益	879.07	580.00	-34.02%	658.00	13.45%	798.00	21.28%
营业利润	945.18	1,691.32	78.94%	2,246.57	32.83%	3,179.31	41.52%
利润总额	1,380.35	2,159.32	56.43%	2,764.57	28.03%	3,697.31	33.74%
所得税	411.22	643.05	56.38%	823.29	28.03%	1,101.06	33.74%
净利润	969.14	1,516.28	56.46%	1,941.28	28.03%	2,596.25	33.74%
归属母公司所有者的净利润	778.01	1,491.28	91.68%	1,913.78	28.33%	2,566.00	34.08%
NOPLAT	2,444.12	2,846.61	16.47%	3,171.82	11.42%	3,565.48	12.41%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	9,495.65	10,111.80	6.49%	10,735.73	6.17%	11,470.15	6.84%
交易性金融资产	17.21	104.00	504.37%	104.00	0.00%	104.00	0.00%
应收帐款	1,288.40	1,721.58	33.62%	1,827.81	6.17%	1,952.84	6.84%
预付款项	2,151.42	2,803.10	30.29%	3,494.16	24.65%	4,231.75	21.11%
存货	21,780.05	26,037.24	19.55%	27,611.08	6.04%	29,469.88	6.73%
流动资产合计	41,324.55	48,398.54	17.12%	51,783.18	6.99%	55,697.59	7.56%
非流动资产	99,997.49	89,829.25	-10.17%	78,074.02	-13.09%	67,018.78	-14.16%
资产总计	141,322.04	138,227.79	-2.19%	129,857.20	-6.06%	122,716.37	-5.50%
短期借款	20,589.68	20,812.59	1.08%	17,932.29	-13.84%	8,861.25	-50.58%
应付帐款	4,339.30	4,835.49	11.43%	5,127.77	6.04%	5,472.98	6.73%
预收款项	988.74	1,017.63	2.92%	1,048.30	3.01%	1,081.08	3.13%
流动负债合计	55,733.55	51,610.75	-7.40%	42,255.77	-18.13%	33,801.69	-20.01%
非流动负债	28,401.64	28,375.45	-0.09%	28,375.45	0.00%	28,375.45	0.00%
少数股东权益	5,578.71	5,603.71	0.45%	5,631.21	0.49%	5,661.46	0.54%
母公司股东权益	51,608.15	52,565.30	1.85%	53,522.19	1.82%	54,805.19	2.40%
净营运资本	(14,409.00)	(3,212.22)	N/A	9,527.41	N/A	21,895.90	129.82%
投入资本 IC	104,098.63	105,129.46	0.99%	95,609.62	-9.06%	89,414.41	-6.48%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	969.14	1,516.28	56.46%	1,941.28	28.03%	2,596.25	33.74%
折旧摊销	6,015.72	0.00	N/A	11,055.24	N/A	11,055.24	0.00%
净营运资金增加	(10,713.02)	11,196.78	N/A	12,739.63	13.78%	12,368.49	-2.91%

经营活动产生现金流	7,103.86	3,595.76	-49.38%	12,373.53	244.11%	12,188.75	-1.49%
投资活动产生现金流	(8,260.32)	(509.76)	N/A	1,358.00	N/A	798.00	-41.24%
融资活动产生现金流	2,717.55	(2,469.85)	N/A	(13,107.59)	N/A	(12,252.33)	N/A
现金净增（减）	1,561.10	616.15	-60.53%	623.93	1.26%	734.42	17.71%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所基础工业组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011年加盟东兴证券研究所。

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。

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。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。