

2012-03-19

有色金属/铝

证券研究报告

公司研究 / 年报点评

## 中国铝业 (601600)

中性/维持评级

股价: RMB7.04

### 分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

陆冰然

(0755)2380 5914

lubr@mail.htlhsc.com.cn

### 相关研究

《走出谷底》(2011/04/23)

《稀土突围》(2011/3/17)

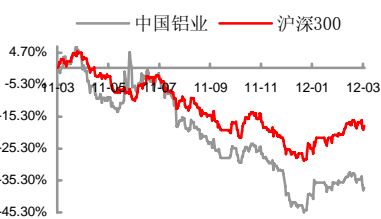
《正在走出最坏的时刻》(2011/03/02)

《貌相似、或质不同》(2011/02/01)

### 基础数据

总股本(百万股)	13,524
流通 A 股(百万股)	9,581
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	67,447

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 路漫漫其修远兮

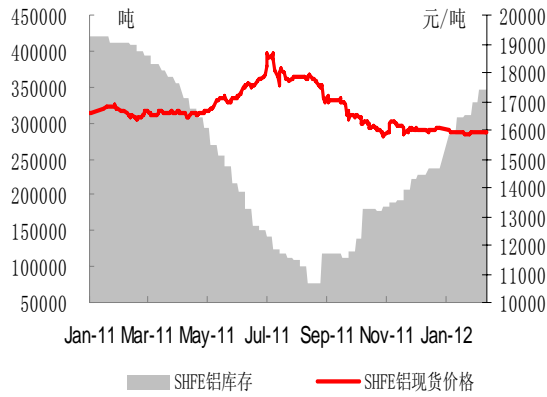
——2011 年年报点评

- 公司于 3 月 16 日发布 2011 年年报, 2011 年实现营业收入 1458.7 亿元, 同比上升 20.56%, 营业利润 6.17 亿元, 同比下降 34.68%, 归属于公司股东的净利润 2.38 亿元, 同比下降 69.41%, 实现 EPS 0.02 元/股, 业绩低于预期。
- 公司业绩低于预期的原因是: 公司在澳大利亚昆士兰州开发的奥鲁昆项目进程受挫, 项目已经终止。公司对就奥鲁昆项目开发资本性支出的账面余额, 计提减值 2.73 亿元, 同时由于四季度铝价下挫, 公司计提了存货跌价准备 3.21 亿元, 两项合计对应每股收益约 0.044 元/股。
- 就行业层面来看, 今年公司主营业务盈利面临较大挑战。首先, 两会政府工作报告再次重申地产调控政策方向不动摇, 全年投资增速下滑料是大概率事件, 下游需求增长乏力; 此外, 去年西部地区新增产能将会在今年陆续投产, 来自供需两方面的压力并存, 铝价较难出现趋势性好转。其次, 2011 年末, 全国地区平均销售电价上调约 2 分/度, 由于电解铝属于国家重点限制产能扩张的行业, 电价上浮程度应该会高于这一水平, 预计直接增加的企业吨铝电耗成本 300 元以上; 给成本端带来较大压力。
- 主营业务受行业周期性影响难有表现; 但公司全球布局, 向多金属、综合类矿业企业的发展方向并没有改变, 在铝主业方面, 公司将继续获取和开发铝土矿资源, 在有条件的地方布局氧化铝厂; 下游方面, 公司加大高精尖铝材的研发与生产; 旗下子公司西南铝业 5 万吨中厚板项目已于去年正式投产。在其他金属方面, 公司重点发展的领域将集中在铜、铁矿石、煤炭等品种, 并有进军南方稀土行业的计划; 公司未来收入增长的多元化值得期待; 但获取盈利尚待时日。
- 维持“中性”评级。**2012-2014 年铝均价假设为 16200、16500、16800 元/吨, 调整公司 2012-2014 年盈利预测: 0.01、0.05、0.08 元/股, 维持“中性”的评级。
- 风险提示: 下游需求恢复低于预期, 铝价持续走弱。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	145874.4	151692.0	156636.0	161160.0
(+/-%)	20.6	4.0	3.3	2.9
归属母公司净利润(百万元)	238.0	196.0	693.0	1104.0
(+/-%)	-69.4	-17.6	253.6	59.3
EPS(元)	0.02	0.01	0.05	0.08
P/E(倍)	400.1	484.7	137.4	86.3

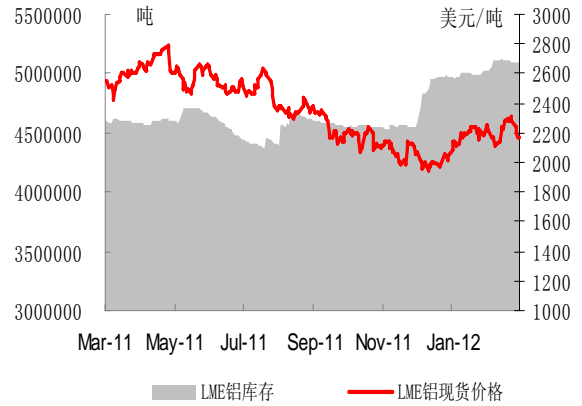
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**图 1: SHFE 铝现货价格及库存**



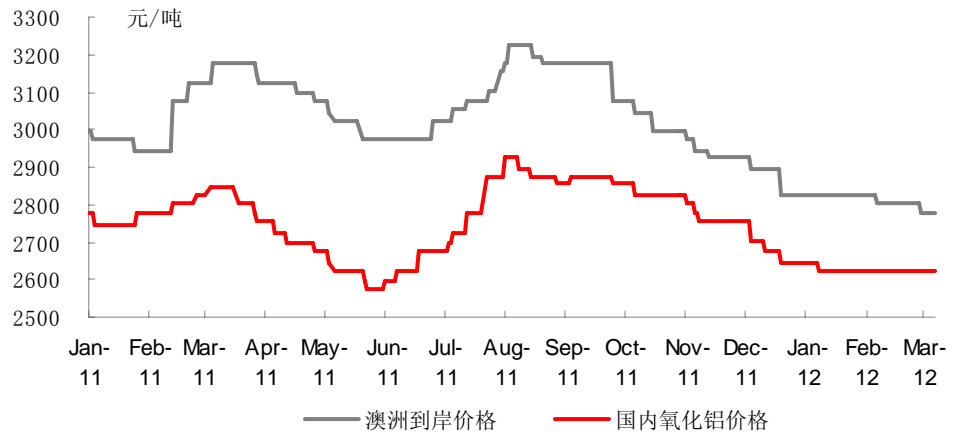
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

**图 2: LME 铝现货价格及库存**



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

**图 3: 氧化铝价格走势**



资料来源: Bloomberg, 亚洲金属网, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	49970	64195	60090	62775	<b>营业收入</b>	14587	15169	15663	16116
现金	11645	15169	15664	16116	营业成本	13779	14403	14832	15230
应收账款	1495	2395	2294	2380	营业税金及附加	360	431	425	437
其他应收款	1192	1964	1890	1917	营业费用	1623	1688	1743	1793
预付账款	4034	3453	3695	3857	管理费用	2586	2689	2777	2857
存货	24124	37591	32768	34517	财务费用	3382	3385	3406	3156
其他流动资产	7479	3622	3779	3988	资产减值损失	567	274	0	0
<b>非流动资产</b>	10716	10161	98397	94245	公允价值变动收	4	4	4	4
长期投资	3995	2903	3158	3212	投资净收益	1047	899	945	947
固定资产	77579	83546	80650	75649	<b>营业利润</b>	617	91	908	1564
无形资产	4344	4373	4404	4433	营业外收入	276	312	325	329
其他非流动资产	21246	10790	10185	10950	营业外支出	75	76	76	76
<b>资产总计</b>	15713	16580	15848	15702	<b>利润总额</b>	818	327	1157	1817
<b>流动负债</b>	62360	76015	69297	73693	所得税	127	65	233	351
短期借款	32323	42339	34146	39023	净利润	691	262	924	1467
应付账款	6511	17905	19315	19107	少数股东损益	453	65	231	363
其他流动负债	23526	15771	15836	15563	归属母公司净利	238	196	693	1104
<b>非流动负债</b>	36619	31367	29837	28673	EBITDA	9860	10289	11833	12541
长期借款	19266	17420	15467	13952	EPS (元)	0.02	0.01	0.05	0.08
其他非流动负	17353	13948	14370	14721					
<b>负债合计</b>	98979	10738	99134	10236					
少数股东权益	6301	6367	6598	6961	<b>主要财务比率</b>				
股本	13524	13524	13524	13524	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
资本公积	13793	13793	13793	13793	<b>成长能力</b>				
留存收益	24482	24769	25462	20398	营业收入	20.6%	4.0%	3.3%	2.9%
归属母公司股	51853	52058	52755	47693	营业利润	-34.7%	-85.3%	902.7	72.3%
<b>负债和股东权</b>	15713	16580	15848	15702	归属母公司净利	-69.4%	-17.5%	252.7	59.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	5.5%	5.0%	5.3%	5.5%
					净利率(%)	0.2%	0.1%	0.4%	0.7%
					ROE(%)	0.5%	0.4%	1.3%	2.3%
					ROIC(%)	3.0%	2.3%	3.1%	3.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	63.0%	64.8%	62.6%	65.2%
					净负债比率(%)	56.36	61.34	56.29	57.45
					流动比率	0.80	0.84	0.87	0.85
					速动比率	0.41	0.35	0.39	0.38
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.98	0.94	0.97	1.02
					应收账款周转率	80	71	67	69
					应付账款周转率	25.40	11.80	7.97	7.93
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.02	0.01	0.05	0.08
					每股经营现金流	0.18	0.21	1.25	0.67
					每股净资产(最	3.83	3.85	3.90	3.53
					<b>估值比率</b>				
					P/E	400.10	484.71	137.42	86.28
					P/B	1.84	1.83	1.80	2.00
					EV/EBITDA	16	15	13	13

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司