

## 三季度业绩环比改善

## 增持 维持

### 投资要点:

- 净利润同比减少 124.30%
- 电价上涨以及电解铝价格低迷是公司业绩下滑的主要原因
- 文山氧化铝投产, 铝加工项目有序推进

### 报告摘要:

- **净利润同比减少 124.30%**。前三季度, 公司实现营业收入 66.00 亿元, 同比增长 11.40%; 实现营业利润-1.46 亿元, 同比下降 242.80%; 实现归属于母公司净利润-2194.57 万元, 同比下降 124.30%, 对应每股收益-0.014 元; 其中第三季度实现净利润 496.39 万元, 单季度每股收益 0.002 元, 环比大幅改善。
- **电价上涨以及电解铝价格低迷是公司业绩下滑的主要原因**。由于受国外经济不景气, 国内经济增长放缓影响, 电解铝价格持续低迷, 今年前三季度, 上海期货交易所和 LME 电解铝均价为 15800 元/吨和 2064 美元/吨, 同比分别下跌约 7.2% 和 18.4%。另外, 由于国家自去年年底上调各省销售电价, 公司今年电力平均电价上升 0.0211 元, 电价的上涨导致公司电解铝成本增长。在成本上涨而价格下跌的背景下, 公司盈利能力大幅减弱, 电解铝和铝加工毛利率均出现下滑。
- **文山氧化铝正式投产, 铝加工项目有序推进**。文山 80 万吨氧化铝项目上半年正式试车生产, 三季度因为氧化铝投产以及云南丰水期电价影响, 单季度业绩环比改善。明年氧化铝产量有望大幅增长。另外涌鑫 30 万吨铝加工项目一期和本部 8 万吨铝加工项目也陆续进行试生产, 其余 5 个下游铝加工项目也在有序推进, 目前基本处于设备调试阶段, 未来产能增长较为明显。
- **预计 2012 年 EPS 为-0.006 元, 维持“增持”评级**。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别-0.01 元、0.15 元和 0.26 元, 对应动态市盈率分别为-807 倍、35 倍和 20 倍, 考虑到未来进口氧化铝价格可能呈现上涨趋势, 作为国内少有的拥有铝土矿资源的电解铝企业, 以及正在推进的“铝电一体化”战略, 我们维持公司“增持”评级。

主要经营指标	2010	2010	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	7325.79	8006.13	7898.50	8423.08	8551.28
同比增长率	40.62%	9.29%	-1.34%	6.64%	1.52%
净利润	30.48	96.72	-9.72	224.41	396.43
同比增长率	-34.26%	217.35%	-1.10	2408.15%	76.65%
每股收益(元)	0.02	0.06	-0.006	0.15	0.26

### 分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

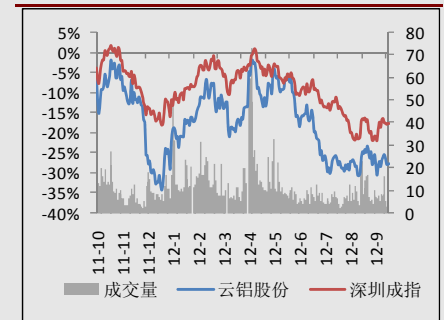
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

### 市场表现



### 基本情况

总股本: 亿	15.39
流通股本: 亿	15.39
第一大股东	云南冶金集团股份有限公司
第一大股东持股比例	49.13

数据来源: 宏源证券

### 相关研究

价格低迷与电价上涨拖累公司业绩	2012.08.29
氧化铝达产倒计时	2012.06.18
铝电一体化战略清晰可见	2012.02.19
业绩爆发尚待明年	2011.08.15

附表：盈利预测

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8006.13	7898.50	8423.08	8551.28
增长率 (%)	9.29%	-1.34%	6.64%	1.52%
归属母公司股东净利润	96.72	(9.72)	224.41	396.43
增长率 (%)	217.35%	-110.05%	2408.15%	76.65%
<b>每股收益 (EPS)</b>	<b>0.06</b>	<b>-0.01</b>	<b>0.15</b>	<b>0.26</b>
每股经营现金流	0.56	0.47	1.21	0.72
销售毛利率	10.23%	9.32%	12.38%	14.44%
销售净利率	1.50%	-0.15%	3.33%	5.79%
净资产收益率 (ROE)	2.42%	-0.24%	5.43%	9.03%
投入资本回报率 (ROIC)	2.93%	1.79%	4.07%	6.19%
市盈率 (P/E)	81	(807)	35	20
市净率 (P/B)	2	2	2	2

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8006.13	7898.50	8423.08	8551.28
减：营业成本	7187.46	7162.63	7380.21	7316.41
营业税金及附加	16.83	16.59	17.69	17.96
营业费用	173.17	170.61	181.94	184.71
管理费用	293.81	292.24	311.65	316.40
财务费用	240.63	305.00	245.12	176.38
资产减值损失	1.17	4.00	4.00	4.00
加：投资收益	4.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.10	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>97.00</b>	<b>-52.57</b>	<b>282.47</b>	<b>535.43</b>
加：其他非经营损益	50.30	47.55	47.55	47.55
利润总额	147.31	-5.02	330.02	582.98
减：所得税	27.14	7.13	49.50	87.45
<b>净利润</b>	<b>120.17</b>	<b>-12.15</b>	<b>280.52</b>	<b>495.53</b>
减：少数股东损益	23.45	-2.43	56.10	99.11
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>96.72</b>	<b>-9.72</b>	<b>224.41</b>	<b>396.43</b>

资料来源：宏源证券研究所

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2469.61	2369.55	2526.92	2565.38
应收和预付款项	726.97	1029.23	787.06	1018.29
存货	1121.03	1635.82	1204.77	1611.26
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	114.18	114.18	114.18	114.18
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	10221.22	9325.12	8429.02	7532.92
无形资产和开发支出	341.17	316.46	291.75	267.03
其他非流动资产	78.28	14.61	14.61	14.61
<b>资产总计</b>	<b>15072.47</b>	<b>14804.97</b>	<b>13368.31</b>	<b>13123.69</b>
短期借款	1918.70	2222.12	2546.35	2863.73
应付和预收款项	1318.93	1623.57	1404.53	1600.84
长期借款	4646.44	3787.36	2045.79	934.65
其他负债	2210.09	2205.77	2205.77	2205.77
<b>负债合计</b>	<b>10094.17</b>	<b>9838.82</b>	<b>8202.44</b>	<b>7604.99</b>
股本	1539.17	1539.17	1539.17	1539.17
资本公积	1888.24	1888.24	1888.24	1888.24
留存收益	573.47	563.74	707.37	961.08
归属母公司股东权益	4000.88	3991.16	4134.78	4388.50
少数股东权益	977.42	974.99	1031.09	1130.20
<b>股东权益合计</b>	<b>4978.30</b>	<b>4966.15</b>	<b>5165.88</b>	<b>5518.70</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15072.47</b>	<b>14804.97</b>	<b>13368.31</b>	<b>13123.69</b>

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	867.56	722.93	1858.52	1109.18
投资性现金净流量	-2330.74	36.09	40.42	40.42
筹资性现金净流量	1506.47	-859.08	-1741.57	-1111.14
现金流量净额	43.28	-100.06	157.37	38.46

### 分析师简介:

**闵丹:** 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所，期间 2011-2012 年获得《今日投资》“天眼”分析师第五名和第三名。

**刘喆:** 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，4 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

**主要研究覆盖公司:** 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

### 机构销售团队

机构销售团队					
华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jjahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18682185141 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。