

## 中国铝业 A

### 基于行业估值上升提高目标价，维持“中性”评级

#### 铝行业盈利仍处于谷底

3 季度铝价小幅走高之后，在 4 季度继续走弱，目前铝价已经跌至 14000 元/吨；从 3 季度的盈利指标看，铝行业的整体收益率仍然处于谷底，与 2013 年以来我们谨慎的观点一致。

#### 铝行业可比公司中，3 家以电解铝业务为主的公司 3 季度出现了亏损

从铝行业公司比较看，中国铝业公司盈利表现徘徊在中下游；在可比的 9 家铝行业公司中，3 家电解铝业务为主体的公司在 3 季度出现陷入了亏损。

#### 9 月以来，原材料板块的反弹和国企改革概念带动电解铝公司估值上升

过去 3 个月中，以电解铝业务为主的铝行业的公司的整体股价出现了上涨，整体市净率约提升了 20%。我们认为市净率的提升主要推动是跟随了部分周期原材料股票的反弹而提升，以及多数电解铝公司控股股东为国有企业，国企改革的事件预期导致部分国企概念的相关公司估值提高，而并非铝行业自身出现了转好。

#### 估值：基于行业估值上升而提高目标价至 4.25 元，维持“中性”评级

考虑到 9 月以来 A 股周期原材料整体的上涨，和可比公司估值的上行，我们以行业平均市净率 (=1.72x) 的估值参照，采用公司 2014 年预测每股净资产 BPS (2.47 元)，得到公司新的目标价为 4.25 元 (原 3.47 元)，维持“中性”评级。

### Equities

中国  
铝业

12 个月评级 **中性**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb4.25**  
之前: Rmb3.47

股价 **Rmb3.95**

路透代码: 601600.SS 彭博代码 601600 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb5.31-3.06
市值	Rmb46.7 十亿/US\$7.66 十亿
已发行股本	9,581 百万 (ORDA)
流通股比例	58%
日均成交量(千股)	34,938
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb143.1
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb33.1 十亿
市净率 (UBS, 12/13E)	1.6x
净债务 / EBITDA	15.7x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/13E	(0.29)	(0.20)
12/14E	0.02	(0.15)
12/15E	0.04	(0.11)

林浩祥  
分析师

S1460511010014

haoxiang.lin@ubssecurities.com

+86-213-866 8897

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	120,995	145,874	149,479	123,556	121,169	124,015	133,799	134,581
息税前利润(UBS)	2,546	3,328	(4,784)	1,229	5,981	6,138	8,116	7,818
净利润 (UBS)	778	238	(8,234)	(3,869)	337	578	3,156	2,934
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.06	0.02	(0.61)	(0.29)	0.02	0.04	0.23	0.22
每股股息 (Rmb)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净债务 / (现金)	(38,907)	(72,115)	(95,487)	(102,663)	(102,883)	(105,895)	(111,582)	(116,576)

盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	2.1	2.3	-3.2	1.0	4.9	4.9	6.1	5.8
ROIC (EBIT) (%)	2.6	3.4	(4.0)	0.9	4.2	4.2	5.4	5.0
EV/EBITDA(core)x	18.7	17.2	99.8	23.5	13.7	13.6	11.8	12.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	NM	NM	(10.0)	(13.8)	NM	92.4	16.9	18.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(0.8)	(4.7)	(11.6)	(20.8)	(9.4)	(10.6)	(10.8)	(9.7)
净股息收益率(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2013 年 12 月 04 日 11 时 56 分的股价(Rmb3.95)得出。

## 投资主题

### 中国铝业 A

#### 投资理由

中国铝业为中国有色金属工业的龙头企业，是中国最大的氧化铝、电解铝厂商，综合规模居全球铝工业前列。但与同业公司比较，公司的电解铝吨成本处于高端，2010年以来公司的盈利始终处于盈亏平衡或亏损的状态。公司采取了向电力成本较低的西北区域扩张、淘汰高成本生产线、收购煤炭资源、扩建氧化铝产能的手段降低生产成本。我们中期仍然看淡电解铝行业的盈利表现，给予公司“中性”的评级，建议跟踪公司致力降低生产成本的战略动作。我们采用 PB 估值法，以行业平均市净率 1.72 倍得到 12 个月目标价为 4.25 元。瑞银预测公司 2013-15 年 EPS 分别为 -0.29/0.02/0.04 元，市场一致预期为 -0.12/-0.03/0.05 元。

#### 乐观情景

若下游需求出现强劲复苏，高成本、落后产能实现长期关闭，市场供给过剩的情况得到改善，对应 2013 年铝价保持在 0.94 美元/磅，2014/15 年铝价分别同比回升 5%，我们估算每股估值为 5.00 元。

#### 悲观情景

在悲观的预测情形下，我们假设铝价下跌至 0.87 美元/磅，我们估算公司每股估值 2.54 元。

#### 近期催化剂

若公司出售资产，资产负债表和现金流大幅改善。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb4.25

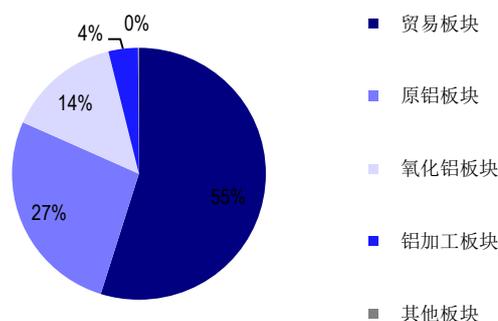
#### 公司简介

中国铝业股份有限公司（中国铝业）是全国最大的氧化铝/铝生产商，年产能分别为 1210 万吨/340 万吨。2008 年在全世界范围内公司的氧化铝及铝的产能规模分别排名第二和第四。中国铝业有两家精炼厂、12 座冶炼厂和四家综合工厂。在中国较为分散的铝业市场中，公司的氧化铝和铝产量分别占中国总产量的 49% 和 22%。

#### 行业展望

瑞银大宗商品团队预计 2013/2014 年铝行业仍将出现过剩，原铝价格将受到供给过剩压制，且 LME 潜在的政策更改亦将在短期内对铝价造成下行风险。

#### 收入按产品分布，2012 (%)



数据来源：公司公告

#### 分产品毛利

分产品毛利 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
氧化铝	-7,065	-8,822	-8,081	-9,797	-10,264
原铝	-5,700	-8,316	-5,361	-5,116	-3,730
贸易	21,868	22,268	20,249	25,468	24,986
铝加工	-680	-4,842	-1,047	0	0
其他	-658	-611	-530	-498	-498
总毛利	7,764	-323	5,230	10,058	10,493

数据来源：公司公告

## 铝行业盈利仍处于谷底

3 季度铝价小幅走高之后，在 4 季度继续走弱，目前铝价已经跌至 14000 元/吨下方；从 3 季度的盈利指标看，铝行业的整体收益率仍然处于谷底，与 2013 年以来我们的观点一致。

图片 1: 中国 SHFE 三月期铝价格 (元/吨)



来源: Wind 数据

从铝行业公司比较看，中国铝业公司盈利表现徘徊在中下游；横向比较看，电解铝业务为主体的公司在 3 季度多数陷入了亏损。

表 1:A 股铝行业公司指标比较 (3Q 财报数据)

		市值规模(亿元)	最新 PB	每股净资产(BPS, 3Q)	ROE(2013 年 3Q 的 年化净资产收益率)
601600.SH	中国铝业	534.2	1.28	3.09	-5.8
000612.SZ	焦作万方	66.5	1.51	3.62	6.7
600595.SH	中孚实业	67.0	1.33	3.47	-5.8
600219.SH	南山铝业	106.0	0.62	8.80	3.9
000807.SZ	云铝股份	127.5	2.34	3.84	-32.7
002501.SZ	利源精制	63.8	2.11	6.45	13.1
300337.SZ	银邦股份	39.6	2.36	9.00	5.2
002333.SZ	罗普斯金	25.7	1.95	5.25	7.0
002578.SZ	闽发铝业	18.7	1.97	5.52	6.2
平均			1.72	2.47	-6.7

数据来源: Wind, 采用市场一致预期。市值和估值截至 2013 年 12 月 4 日。

## 过去 3 个月中，电解铝行业公司估值出现了反弹

过去 3 个月中，以电解铝业务为主的铝行业的公司的整体股价出现了上涨，整体市净率约提升了 20%。我们认为市净率的提升主要推动是跟随了部分周期原材料股票的反弹而提升，以及多数电解铝公司控股股东为国有企业，国

企改革的事件预期导致部分国企概念的相关公司估值提高，而并非铝行业自身出现了转好。

表 2: A 股铝行业公司 PB 指标比较

	最新 PB	3 个月前	主要业务
中国铝业	1.28	1.08	氧化铝+电解铝+铝加工
焦作万方	1.51	1.34	电解铝为主
中孚实业	1.33	1.16	电解铝+铝加工
南山铝业	0.62	0.58	氧化铝+铝加工为主
云铝股份	2.34	2.46	氧化铝+电解铝+铝加工
利源精制	2.11	1.96	铝加工
银邦股份	2.36	2.82	铝加工
罗普斯金	1.95	1.70	铝加工
闽发铝业	1.97	1.86	铝加工

数据来源: Wind, 采用市场一致预期。最新 PB 截至 2013 年 12 月 4 日。

## 基于可比公司的估值参考，我们小幅调升公司目标价，维持“中性”评级

考虑到 9 月以来 A 股周期原材料整体的上涨，和可比公司估值的上行，我们以行业平均市净率 (=1.72x) 的估值参照，采用公司 2014 年预测每股净资产 BPS (2.47 元)，得到公司新的目标价格为 4.25 元。维持“中性”评级。

表 3: 瑞银最新的铜铝金属预计预测

	年份	原有预测	最新预测	新/旧比较	对比市场预期	
铜(US\$/lb)	2013E	3.29	3.29	0%	3.36	-2%
	2014E	2.90	2.90	0%	3.27	-11%
	2015E	2.85	2.85	0%	3.24	-12%
	2016E	2.85	2.85	0%	3.24	-12%
	2017E	2.81	2.85	1%	3.28	-13%
原铝 (US\$/lb)	2013E	0.84	0.84	0%	0.87	-4%
	2014E	0.85	0.85	0%	0.89	-5%
	2015E	0.90	0.90	0%	0.95	-5%
	2016E	1.00	1.00	0%	0.99	1%
	2017E	1.21	1.23	1%	1.05	17%

数据来源: 瑞银估算

## 中国铝业 A (601600.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	120,995	145,874	149,479	123,556	-17.3	121,169	-1.9	124,015	133,799	134,581
毛利	7,806	7,763	(324)	5,230	-	10,058	92.3	10,493	12,564	12,364
息税折旧摊销前利润(UBS)	9,399	10,230	1,601	6,519	307.3	11,368	74.4	11,631	13,731	13,569
折旧和摊销	(6,853)	(6,902)	(6,385)	(5,291)	-17.1	(5,387)	1.8	(5,493)	(5,615)	(5,751)
息税前利润(UBS)	2,546	3,328	(4,784)	1,229	-	5,981	386.8	6,138	8,116	7,818
联营及投资收益	879	783	292	(791)	-	(750)	5.1	(643)	(222)	(228)
其他非营业利润	492	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(2,536)	(3,294)	(4,599)	(4,143)	9.9	(4,049)	2.3	(4,187)	(4,214)	(4,180)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,380	818	(9,092)	(3,705)	59.3	1,182	-	1,308	3,679	3,409
税项	(411)	(127)	448	402	-10.3	(184)	-	(204)	(573)	(531)
税后利润	969	691	(8,644)	(3,303)	61.8	998	-	1,104	3,106	2,878
优先股股息及少数股权	(191)	(453)	410	(567)	-	(661)	-16.5	(526)	50	56
非常项目	0	0	0	1,123	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	778	238	(8,234)	(2,746)	66.6	337	-	578	3,156	2,934
净利润(UBS)	778	238	(8,234)	(3,869)	53.0	337	-	578	3,156	2,934
税率(%)	29.8	15.6	0.0	0.0	-	15.6	-	15.6	15.6	15.6
每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.06	0.02	(0.61)	(0.29)	53.0	0.02	-	0.04	0.23	0.22
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.06	0.02	(0.61)	(0.20)	66.6	0.02	-	0.04	0.23	0.22
EPS(UBS, 基本)	0.06	0.02	(0.61)	(0.29)	53.0	0.02	-	0.04	0.23	0.22
每股股息净值(Rmb)	0.01	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	4.59	1.21	3.24	2.45	-24.4	2.47	0.9	2.52	2.55	2.58
平均股数(稀释后)	13,524.49	13,524.49	13,524.49	13,524.49	0.0	13,524.49	0.0	13,524.49	13,524.49	13,524.49
资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	9,496	10,591	9,064	10,478	15.6	6,458	-38.4	7,896	5,859	2,316
其他流动资产	31,829	49,970	39,952	38,201	-4.4	37,631	-1.5	38,310	40,645	40,831
流动资产总额	41,325	60,561	49,016	48,679	-0.7	44,090	-9.4	46,206	46,504	43,147
有形固定资产净值	90,779	93,775	96,248	101,028	5.0	102,783	1.7	107,162	112,061	117,510
无形固定资产净值	5,215	6,707	6,854	4,224	-38.4	4,166	-1.4	4,166	4,142	4,122
投资/其他资产	4,004	6,682	22,899	17,376	-24.1	16,626	-4.3	15,984	15,761	15,533
总资产	141,322	167,726	175,017	171,307	-2.1	167,664	-2.1	173,517	178,469	180,312
应付账款和其他短期负债	24,647	62,360	15,938	17,557	10.2	16,743	-4.6	17,015	17,885	17,995
短期债务	20,679	46,738	67,915	55,573	-18.17	59,773	7.56	62,573	65,373	67,173
流动负债总额	45,325	109,098	83,853	73,130	-12.8	76,517	4.6	79,588	83,258	85,169
长期债务	27,724	35,969	36,636	57,568	57.1	49,568	-13.9	51,218	52,068	51,718
其它长期负债	678	0	757	4	-99.4	4	0.0	4	4	4
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	73,727	145,067	121,246	130,702	7.8	126,089	-3.5	130,811	135,330	136,891
普通股股东权益	62,016	16,330	43,808	33,113	-24.4	33,423	0.9	34,028	34,511	34,849
少数股东权益	5,579	6,329	9,963	7,492	-24.8	8,152	8.8	8,678	8,628	8,572
负债和权益总计	141,322	167,726	175,017	171,307	-2.1	167,664	-2.1	173,517	178,469	180,312
现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	778	238	(8,234)	(2,746)	66.6	337	-	578	3,156	2,934
折旧和摊销	6,853	6,902	6,385	5,291	-17.1	5,387	1.8	5,493	5,615	5,751
营运资本变动净值	(2,188)	(871)	(569)	(2,064)	-262.6	(244)	88.2	(407)	(1,465)	(76)
其他营业性现金流	1,665	(580)	3,540	196	-94.5	1,037	428.5	760	(351)	(441)
经营性现金流	7,109	5,688	1,122	677	-39.7	6,518	862.7	6,424	6,955	8,167
有形资本支出	(8,147)	(10,985)	(9,205)	(10,378)	-12.7	(10,894)	-5.0	(11,360)	(12,005)	(12,693)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	(616)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	502	(611)	(13,948)	(17)	-	318	-	354	469	559
投资性现金流	(8,260)	(11,595)	(23,153)	(10,394)	55.1	(10,576)	-1.7	(11,006)	(11,536)	(12,134)
已付股息	(3,096)	(89)	(54)	0	-	0	-	0	(1,105)	(1,027)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(2,731)	0	(1,059)	2,542	-	3,838	51.03	1,569	0	0
债务及优先股变化	0	23,521	21,542	8,590	-60.12	(3,800)	-	4,450	3,650	1,450
融资性现金流	(5,827)	23,431	20,429	11,132	-45.5	38	-99.7	6,019	2,545	423
现金流量中现金的增加/(减少)	(6,978)	17,524	(1,602)	1,415	-	(4,020)	-	1,437	(2,036)	(3,544)
外汇/非现金项目	8,615	(16,429)	74	0	-100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,637	1,096	(1,528)	1,415	-	(4,020)	-	1,437	(2,036)	(3,544)

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 中国铝业 A (601600.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	16.9	18.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	NM	NM	(10.0)	(13.8)	NM	92.4	16.9	18.2
股价/每股现金收益	20.1	18.4	NM	37.6	9.3	8.8	6.1	6.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(0.8)	(4.7)	(11.6)	(20.8)	(9.4)	(10.6)	(10.8)	(9.7)
净股息收益率(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	2.5	8.1	1.9	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.7	17.2	99.8	23.5	13.7	13.6	11.8	12.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	26.0	25.7	20.0	21.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	14.8	22.1	NM	NM	17.0	17.0	14.5	15.2
企业价值/运营投入资本	1.8	1.8	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	133,670	112,526	69,728	46,675	46,675	46,675	46,675	46,675
净债务 (现金)	39,085	61,159	83,801	99,075	102,773	104,389	108,739	114,079
少数股东权益	5,579	5,917	8,146	8,728	7,822	8,415	8,653	8,600
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>178,334</b>	<b>179,602</b>	<b>161,676</b>	<b>154,477</b>	<b>157,270</b>	<b>159,479</b>	<b>164,067</b>	<b>169,354</b>
- 非核心资产	(2,248)	(3,995)	(2,001)	(1,502)	(1,502)	(1,502)	(1,502)	(1,502)
<b>核心企业价值</b>	<b>176,086</b>	<b>175,607</b>	<b>159,674</b>	<b>152,975</b>	<b>155,767</b>	<b>157,977</b>	<b>162,565</b>	<b>167,852</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	72.2	20.6	2.5	-17.3	-1.9	2.3	7.9	0.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	NM	8.8	-84.4	NM	74.4	2.3	18.0	-1.2
息税前利润(UBS)	-	30.7	-	-	NM	2.6	32.2	-3.7
每股收益(UBS 稀释后)	-	-69.4	-	53.0	-	71.5	NM	-7.0
每股股息净值	-	-62.0	-	-	-	-	-	-
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	6.5	5.3	NM	4.2	8.3	8.5	9.4	9.2
息税折旧摊销前利润率	7.8	7.0	1.1	5.3	9.4	9.4	10.3	10.1
息税前利润率	2.1	2.3	-3.2	1.0	4.9	4.9	6.1	5.8
净利 (UBS) 率	0.6	0.2	NM	NM	0.3	0.5	2.4	2.2
ROIC (EBIT)	2.6	3.4	(4.0)	0.9	4.2	4.2	5.4	5.0
税后投资资本回报率	0.5	1.9	NM	0.9	3.8	3.8	4.6	4.3
净股东权益回报率(UBS)	1.4	0.6	(27.4)	(10.1)	1.0	1.7	9.2	8.5
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	4.1	7.0	NM	15.7	9.1	9.1	8.1	8.6
净债务/总权益	57.6	NM						
净债务/(净债务 + 权益)	36.5	76.1	64.0	71.7	71.2	71.3	72.1	72.9
净债务/企业价值	22.1	41.1	59.8	67.1	66.0	67.0	68.6	69.5
资本支出 / 折旧 %	120.2	160.8	149.9	199.6	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	6.7	7.5	6.2	8.4	9.0	9.2	9.0	9.4
息税前利润/净利息	1.0	1.0	NM	0.3	1.5	1.5	1.9	1.9
股息保障倍数 (UBS)	5.0	4.1	-	-	-	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	19.8	24.6	-	-	-	-	-	-
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	120,995	145,874	149,479	123,556	121,169	124,015	133,799	134,581
<b>总计</b>	<b>120,995</b>	<b>145,874</b>	<b>149,479</b>	<b>123,556</b>	<b>121,169</b>	<b>124,015</b>	<b>133,799</b>	<b>134,581</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	2,546	3,328	(4,784)	1,229	5,981	6,138	8,116	7,818
<b>总计</b>	<b>2,546</b>	<b>3,328</b>	<b>(4,784)</b>	<b>1,229</b>	<b>5,981</b>	<b>6,138</b>	<b>8,116</b>	<b>7,818</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+7.6%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+7.6%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	-1.7%

---

## 风险声明

我们认为，中国铝行业目前面临的风险来自对原材料进口的依赖、电力价格的上升、国内供应过剩状况突出及出口压力加大等因素。因此，价格波动、需求疲弱、成本上涨及人民币的升值成为利润下降的潜在风险，由此导致公司的盈利下降。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究: 全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	10%	19%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义:** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：林浩祥。

### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国铝业 A <sup>16</sup>	601600.SS	中性	不适用	Rmb3.89	2013 年 12 月 03 日

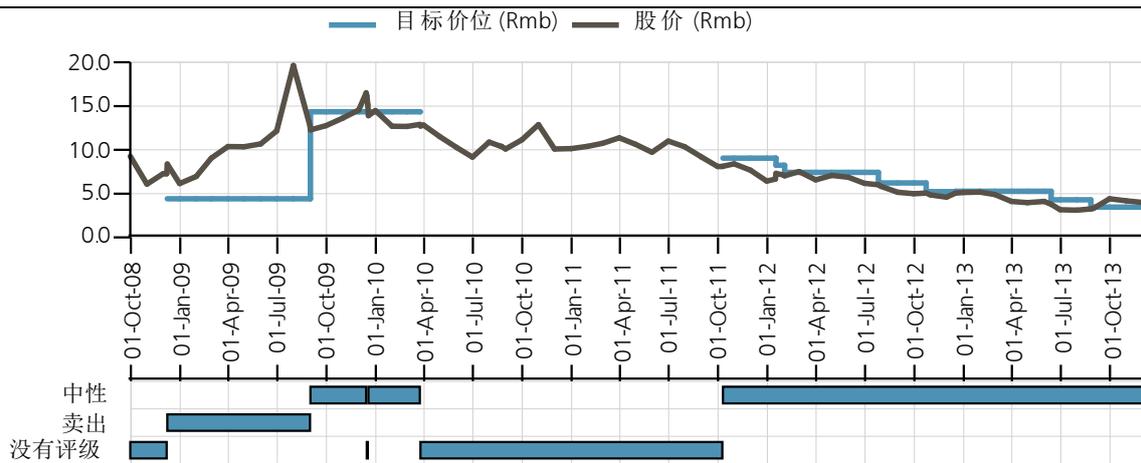
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

16. UBS Securities LLC 为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

## 中国铝业 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2013 年 12 月 3 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:** 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市公司的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。

**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd.(mica (p) 107/09/2013和Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd.仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文件的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。

本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

