

2010年6月11日

中国铝业

艰难时期

A

持有 (↕买入)
 601600.SS - 人民币 10.18
 目标价格: 人民币 9.68 (↕26.94)

H

卖出 (↕持有)
 2600.HK - 港币 5.90
 目标价格: 港币 4.58 (↕9.11)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现 (A 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(30)	(3)	(20)	(20)
相对新华富时A50指数(%)	(2)	4	(0)	(4)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (人民币 百万)	41,304
3个月日均交易额 (人民币 百万)	219
净负债比率 (%) (2010E)	107
主要股东 (%)	
中铝公司	36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*陈蓓蓓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

尽管 5 月中旬国家发改委宣布取消对产能过剩行业的优惠电价后中国铝业的股价已下跌了 18%, 但我们认为, 向下重估尚未结束, 因为电价上涨的影响尚未完全反映在盈利中。我们预计, 中报前将出现一轮盈利预测下调以反映 6 月铝价的大幅下跌。成本压力上升是影响股价表现的一大因素。短期可能起到催化剂作用的是成功在海外收购上游业务, 但鉴于国外严格的政府监管, 这并不容易实现。我们将 A 股评级由买入下调为持有, 将 H 股评级由持有下调为卖出。

支撑评级的要点

- 今年铝价窄幅震荡;
- 今年没有重大并购项目。

评级面临的主要风险

- 金属价格回升速度快于预期;
- 更加有效的成本节约措施;
- 终端用户需求复苏快于预期。

估值

- 我们的 A 股目标价是基于 2.5 倍 2010 年预期市净率, H 股目标价 4.58 港币是基于 1 倍 2010 年预期市净率。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	76,728	70,268	80,313	94,355	101,452
变动 (%)	(10)	(8)	14	17	8
净利润 (人民币 百万)	9	(4,646)	1,991	2,638	4,599
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.001	(0.344)	0.147	0.195	0.340
变动 (%)	(99.9)	n.m.	n.m.	32.5	74.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	(0.105)	0.268	0.428	0.910
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.249	0.354	0.461
变动 (%)	-	-	(41.0)	(44.8)	(26.2)
核心每股收益 (人民币)	0.001	(0.344)	0.147	0.195	0.340
变动 (%)	(99.9)	n.m.	n.m.	32.5	74.4
全面摊薄市盈率 (倍)	15,624.1	n.m.	69.2	52.2	29.9
核心市盈率 (倍)	15,624.1	n.m.	69.2	52.2	29.9
每股现金流量 (人民币)	0.15	(0.36)	1.08	0.50	0.93
价格/每股现金流量 (倍)	67.9	n.m.	9.4	20.6	10.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	19.8	66.6	17.2	16.1	12.4
每股股息 (人民币)	0.052	0.000	0.022	0.029	0.051
股息率 (%)	0.5	0.0	0.2	0.3	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(31)	(19)	(27)	(30)
相对恒生中国企业指数 (%)	(18)	(14)	(19)	(31)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数 (百万)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (港币 百万)	23,938
3 个月日均交易额 (港币 百万)	289
净负债比率 (%) (2010E)	105

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	76,728	70,268	80,313	94,355	101,452
变动 (%)	(10)	(8)	14	17	8
净利润 (人民币 百万)	19	(4,643)	1,991	2,638	4,599
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.001	(0.343)	0.147	0.195	0.340
变动 (%)	(99.8)	n.m.	n.m.	32.5	74.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	(0.146)	0.381	0.512	0.725
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.249	0.354	0.461
变动 (%)	-	-	(41.0)	(44.8)	(26.2)
核心每股收益 (人民币)	0.001	(0.343)	0.147	0.195	0.340
变动 (%)	(99.8)	n.m.	n.m.	32.5	74.4
全面摊薄市盈率 (倍)	3707.1	n.m.	35.1	26.5	15.2
核心市盈率 (倍)	3707.1	n.m.	35.1	26.5	15.2
每股现金流量 (人民币)	0.19	(0.29)	0.33	0.50	0.94
价格/每股现金流量 (倍)	27.1	n.m.	15.9	10.4	5.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	16.1	38.9	11.3	10.6	8.1
每股股息 (人民币)	0.052	0.000	0.022	0.029	0.051
股息率 (%)	1.0	0.0	0.4	0.6	1.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

预计 2 季度盈利下滑

从今年 4 月 1 日到目前,国内平均铝价为 15,700 元/吨(含增值税),较 1 季度的 16,554 元/吨下跌了 5%。我们估计,中国铝业的生产成本(含增值税和折旧)为 15,500 元/吨,高于当前的现货价格 14,080 元/吨。我们预计 6 月份国内铝价将保持在 14,500 元/吨上下的水平,因此中国铝业 2 季度利润可能还不到 1 亿人民币,较 1 季度的 6.27 亿人民币明显下滑。我们预计,铝和氧化铝将分别占今年净利润的 68%和 32%。

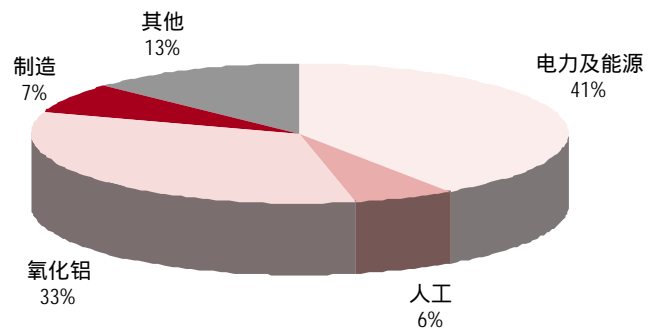
在当前价格水平下处于亏损状态

展望未来,我们认为,鉴于今年国内有 1,950 万吨的过剩产能,因此国内铝价很难超过 18,000 元/吨。我们估计,今年国内铝的供给量为 1,700 万吨左右,而需求只有 1,500 万吨。国内炼铝企业的平均生产成本为 15,300 元/吨(含增值税)。我们认为,在当前的价格水平下,约有一半的炼铝企业都处于亏损状态。我们预计,如果铝价下跌至 14,000 元/吨(含增值税)以下,炼铝企业将开始削减产量。

成本压力

未来,中国铝业面临着严峻的成本上升压力。炼铝是高耗能产业,我们估计,中国铝业每生产 1 吨铝需要 14,200 千瓦时电力。电力和氧化铝分别占公司生产成本的 40%和 33%。

图表 2.中国铝业的成本构成



资料来源：中银国际研究预测

图表 3.对 7 月 1 日起取消优惠电价影响的情景分析

电价上涨 (元/千瓦时)	2010 年盈利减少 (7 个月影响)	2010 年盈利下滑% 基本情境
0.01	313	(15.7)
0.02	626	(31.4)
0.03	939	(47.2)
0.04	1,252	(62.9)
0.05	1,565	(78.6)
0.06	1,878	(94.3)
0.07	2,191	(110.0)
0.08	2,504	(125.8)
0.09	2,817	(141.5)
0.10	3,130	

资料来源：中银国际研究预测

电价上涨

09 年中国铝业的平均电价在 0.384-0.385 元/千瓦时。我们估计，今年 1 季度的电价为 0.405 元/千瓦时，而当前电价已上涨至 0.417 元/千瓦时。我们认为，鉴于地方政府将取消优惠电价政策，因此今年下半年中国铝业的电价还将进一步上涨。

国家发改委宣布，作为政府推动节能减排工作的一部分，5 月 12 日起将取消对高耗能企业用电的价格优惠。此外，国家发改委还宣布该政策针对的八大行业包括电解铝、铁合金、水泥、钢铁和锌冶炼等，2010 年 6 月 1 日起开始实行。根据通知，限制类企业执行的电价加价标准由现行的每千瓦时 0.05 元提高到 0.10 元，淘汰类企业执行的电价加价标准由现行的每千瓦时 0.2 元提高到 0.3 元。我们预计，对于在限制类中的大部分炼铝企业，每吨成本将增加 100 美元左右。尽管该政策的定义和执行标准仍存在一定的不确定性，但我们认为，中国铝业将受到一定的负面影响，因为公司旗下的一些冶炼厂目前在享受优惠电价。由于公司并未给出优惠条款的具体信息，因此我们很难判断优惠电费的具体数额。因此，我们认为，中国铝业的短期盈利面临下行压力。基于取消优惠政策后，中国铝业的整体电价每千瓦时上涨 0.01 元的假设，我们将 2010 年盈利预测下调 3.13 亿人民币。

电力自给率 25%

目前，自有电厂能供给中国铝业电力需求的 25%左右，另有 25%来自直购电协议。公司计划通过建设新电厂以及就甘肃省的煤电项目和云南省的水电项目进行谈判等积极手段来提高电力自给率。然而，这些举措的效果显现需要几年的时间，因此我们预计，今年电力自给率仍将保持在当前水平。

短期内很难提高矾土自给率

截至 09 年末，中国铝业的矾土自给率在 66%左右，我们预计今年矾土自给率将保持在这一水平。公司拥有的矾土资源总量约为 9 亿吨。公司计划通过国内和海外并购在 2013 年以前将矾土自给率提高至 90%。我们预计，09 年进口矾土的平均价格在 35.8 美元/吨。今年 1 季度，进口矾土价格环比上涨 17%至 41.9 美元/吨，而 4 月进口价格进一步上涨至 43.1 美元/吨。

下调 2010-12 年盈利预测

由于成本上升（主要是电力和矾土成本）以及 2010-2012 年间铝销量由 390 万吨下降至 370 万吨的假设，我们将 2010、2011 和 2012 年盈利预测分别下调 41%、45%和 26%。今年下半年取消优惠电价的政策将从 2011 年起产生全年影响。

海外扩张存在风险

我们认为，公司的未来增长动力将来自海外扩张，但扩张步伐尚无法确定。由于各种意料之外的原因，近几年公司的海外扩张步伐低于预期。其中一个典型的例子就是澳大利亚的奥茹昆项目。中国铝业 2006 年就从昆士兰州政府手中取得了奥茹昆矾土矿的独家开采权，并计划投资 22 亿澳元建设一家氧化铝冶炼厂。据估计，奥茹昆项目拥有 5 亿吨矾土储量（中国铝业目前的矾土资源总量为 9 亿吨），每年能够生产 210 万吨氧化铝。中国铝业将于今年 6 月 30 日之前提交该项目的可行性研究报告（去年底公司曾要求将提交可行性研究报告的时间延长半年）。

然而，据本周的《澳大利亚金融评论报》报道，由于成本上升以及澳洲政府可能开征高达 40%的资源税，因此中国铝业可能取消在奥茹昆矾土矿建设氧化铝冶炼厂的计划。中国铝业的管理层此后否认了这一消息，称公司仍在积极推动这一项目。我们尚未看到最终结果，但目前为止，由于环境变化，奥茹昆项目的进度已慢于预期。

A 股增发

公司 09 年 7 月 2 日宣布计划向包括共同基金、券商、保险公司和合格境外投资者在内的不超过 10 家机构投资者增发不超过 10 亿人民币 A 股，该计划仍有待证监会批准。公司将在获批后的六个月之内进行增发，新股将有 12 个月的锁定期。增发价格将在之后决定。考虑到各个环节，我们认为增发有望在今年年底之前完成。我们认为此次增发表现出公司对于 A 股市场的看好。公司表示募集资金将用于多个生产项目，包括预计在 2010 年投产的 80 万吨重庆氧化铝项目、预计在 2011 年投产的 80 万吨山西氧化铝项目以及预计在 2011 年投产的 70 万吨河南铁矿石加工厂。氧化铝产能的扩张将使公司的现有产能提高 19%。在不计入新增产能贡献的假设下，预计增发将最多稀释 2011 年盈利 7.4%。

图表 4.增发募集资金用途

项目	设计铝年产能(吨)	所需资本性支出 (十亿元)	动用首发募集资金(十亿元)
重庆氧化铝项目	800,000	4.76	2.3
山西氧化铝项目	800,000	5.23	3.7
河南氧化铝生产铁 矿石加工项目	700,000	2.99	2.0
运营资本		2.0	2.0
总计	2,300,000	14.98	10.0

资料来源：公司数据

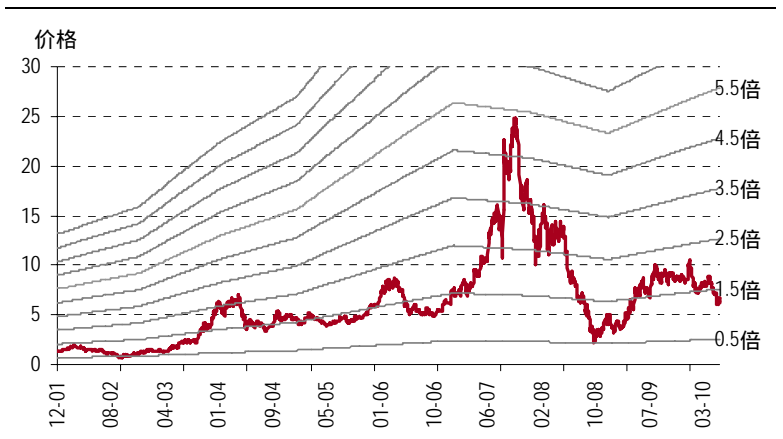
估值

该股基本面仍然疲软，我们认为，由于下半年起电价将开始上涨，因此 2 季度公司盈利将出现大幅下滑。问题在于这一负面消息已经多大程度上反映在股价中，因为自 5 月中旬国家发改委宣布取消对产能过剩行业的优惠电价后中国铝业的股价已下跌了 18%。对于 A 股，我们将目标价由 26.94 人民币下调至 9.68 人民币（基于 2.5 倍 2010 年预期市净率）。我们将 H 股目标价由 9.11 港币（基于 1.99 倍 2010 年预期市净率）下调至 4.58 港币（基于 1.0 倍 2010 年预期市净率）。

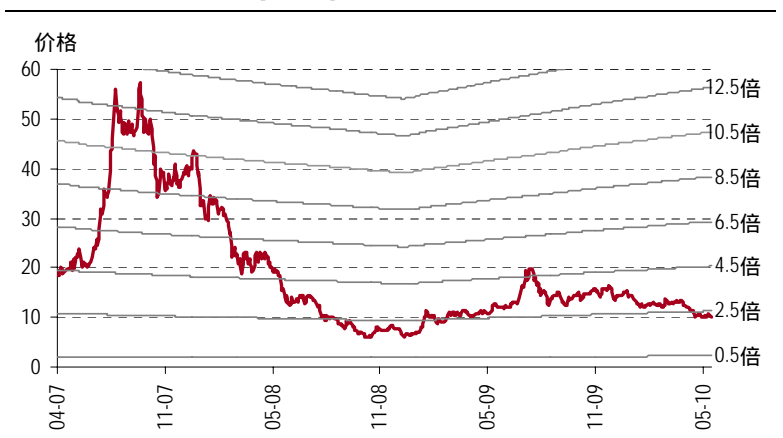
图表 5.全球同业估值对比

公司名称	股票代码	货币	收盘价	市值 (美元百万)	市盈率(倍)		企业价值/息 税折旧前利 润(倍)		市净率(倍)		股息率(%)		股价/现金流 (倍)		净资产 收益率 (%) 2010E
					2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
美铝	AA.UN	美元	10.80	10,996	14.8	9.8	7.6	6.2	0.8	0.8	1.1	1.2	5.5	4.4	3.8
印度铝工业有限 公司	HNDL.IN	卢比	138.90	5,395	12.6	9.3	7.6	6.4	1.3	1.1	1.0	1.1	5.1	4.6	11.0
中国铝业	2600.HK	港币	5.90	10,256	35.1	26.5	11.3	10.6	1.3	1.3	0.0	0.0	15.8	10.4	3.9
挪威铝业公司	NHY.NO	克朗	37.36	6,727	18.5	9.7	6.3	4.3	0.9	0.8	1.7	3.0	7.9	6.0	5.4
俄罗斯联合铝业	0486.HK	港币	6.91	13,263	10.4	7.3	10.5	8.9	1.4	1.1	0.0	0.0	8.7	6.3	16.4
平均					18.3	12.5	8.7	7.3	1.1	1.0	1.3	1.8	8.6	6.7	8.1

资料来源：彭博、中银国际研究预测

图表 6.远期市净率 (H 股)


资料来源：彭博、公司数据

图表 7.远期市净率 (A 股)


资料来源：彭博、公司数据

损益表 — A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	76,728	70,268	80,313	94,355	101,452
销售成本	(70,193)	(69,325)	(72,246)	(85,544)	(89,139)
经营费用	1,791	1,819	3,807	4,051	4,173
经营利润(息税前利润)	2,586	(3,138)	4,786	5,498	8,984
折旧及摊销	(5,740)	(5,900)	(7,088)	(7,364)	(7,502)
息税折旧前利润	8,326	2,762	11,874	12,862	16,486
净利息收入/(费用)	(1,735)	(2,169)	(2,927)	(3,045)	(3,045)
其他收益/(损失)	(731)	(83)	169	225	253
税前利润	121	(5,391)	2,027	2,678	6,192
所得税	37	708	0	0	(1,548)
少数股东权益	(149)	37	(37)	(40)	(44)
净利润	9	(4,646)	1,991	2,638	4,599
核心净利润	9	(4,646)	1,991	2,638	4,599
每股收益(人民币)	0.001	(0.344)	0.147	0.195	0.340
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.344)	0.147	0.195	0.340
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.022	0.029	0.051
收入增长(%)	(10)	(8)	14	17	8
息税前利润增长(%)	(84)	(221)	(252)	15	63
息税折旧前利润增长(%)	(59)	(67)	330	8	28
每股收益增长(%)	(100)	(52,824)	(143)	32	74
核心每股收益增长(%)	(100)	(52,824)	(143)	32	74

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

资产负债表 — A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	16,355	7,859	7,849	5,123	8,362
应收帐款	1,320	1,417	2,149	2,525	2,714
库存	19,910	20,423	20,502	24,277	25,293
其他流动资产	4,972	6,634	0	0	0
流动资产总计	42,557	36,334	30,500	31,925	36,370
固定资产	85,953	89,661	91,613	93,289	94,827
无形资产	4,719	4,993	3,009	2,969	2,929
其他长期资产	2,387	2,987	19,639	19,444	19,444
长期资产总计	93,058	97,641	114,262	115,703	117,201
总资产	135,615	133,975	144,762	147,628	153,571
应付帐款	4,825	6,172	4,969	5,884	6,130
短期债务	14,188	22,993	26,820	26,820	26,820
其他流动负债	19,608	10,864	7,976	7,976	9,524
流动负债总计	38,622	40,030	39,765	40,679	42,474
长期借款	24,169	25,899	42,804	42,804	42,804
其他长期负债	12,639	12,465	4,584	4,156	4,056
股本	13,525	13,525	13,525	13,525	13,525
储备	41,462	36,876	38,867	41,206	45,410
股东权益	54,986	50,401	52,392	54,730	58,934
少数股东权益	5,198	5,180	5,217	5,257	5,302
总负债及权益	135,615	133,975	144,762	147,627	153,571
每股帐面价值(人民币)	4.07	3.73	3.87	4.05	4.36
每股有形资产(人民币)	3.72	3.36	3.65	3.83	4.14
每股净负债/(现金)(人民币)	1.63	3.03	4.57	4.77	4.53

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

现金流量表 — A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	121	(5,391)	2,027	2,678	6,192
折旧与摊销	5,740	5,900	7,088	7,364	7,502
净利息费用	1,735	2,169	2,927	3,045	3,045
运营资本变动	(903)	(4,337)	5,559	(3,235)	588
税金	(1,509)	(201)	0	0	(1,548)
其他经营现金流	(3,157)	(3,057)	(2,955)	(3,154)	(3,177)
经营活动产生的现金流	2,026	(4,917)	14,646	6,698	12,602
购买固定资产净值	(17,250)	(10,297)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
投资减少/增加	(4,611)	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(21,860)	(10,297)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
净增权益	(119)	0	0	0	0
净增债务	28,579	5,291	5,000	0	0
支付股息	(1,844)	(59)	0	(299)	(396)
其他融资现金流	461	1,544	(10,656)	(125)	33
融资活动产生的现金流	27,077	6,776	(5,656)	(424)	(363)
现金变动	7,243	(8,438)	(10)	(2,726)	3,239
期初现金	9,055	16,297	7,859	7,849	5,123
公司自由现金流	(19,834)	(15,214)	5,646	(2,302)	3,602
权益自由现金流	8,745	(9,923)	10,646	(2,302)	3,602

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率 — A 股

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	10.9	3.9	14.8	13.6	16.3
息税前利润率	3.4	(4.5)	6.0	5.8	8.9
税前利润率	0.2	(7.7)	2.5	2.8	6.1
净利率	0.0	(6.6)	2.5	2.8	4.5
流动性(倍)					
流动比率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率	1.5	(1.4)	1.6	1.8	3.0
净权益负债率(%)	36.7	73.8	107.2	107.5	95.4
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3
估值(倍)					
市盈率	15,624.1	n.m.	69.2	52.2	29.9
核心业务市盈率	15,624.1	n.m.	69.2	52.2	29.9
目标价对应核心业务市盈率	14,863.7	n.m.	65.8	49.7	28.5
市净率	2.5	2.7	2.6	2.5	2.3
价格/现金流	67.9	n.m.	9.4	20.6	10.9
企业价值/息税折旧前利润	19.8	66.6	17.2	16.1	12.4
周转率					
存货周转天数	91.7	106.2	103.4	95.5	101.5
应收帐款周转天数	12.0	7.1	8.1	9.0	9.4
应付帐款周转天数	22.2	28.6	25.3	21.0	21.6
回报率(%)					
股息支付率	7,980.9	n.a.	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	0.0	(8.8)	3.9	4.9	8.1
资产收益率	2.1	(2.3)	3.4	3.8	4.5
已运用资本收益率	2.7	(3.1)	4.1	4.3	6.8

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表 — H股 (人民币百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	76,728	70,268	80,313	94,355	101,452
销售成本	(70,961)	(69,079)	(71,927)	(85,169)	(88,736)
经营费用	1,474	2,158	3,630	3,874	3,997
经营利润(息税前利润)	1,832	(3,279)	4,928	5,696	9,210
折旧及摊销	(5,410)	(6,626)	(7,088)	(7,364)	(7,502)
息税折旧前利润	7,242	3,346	12,016	13,060	16,712
净利息收入/(费用)	(1,710)	(2,138)	(2,927)	(3,045)	(3,045)
其他收益/(损失)	12	27	27	27	27
税前利润	134	(5,391)	2,028	2,678	6,192
所得税	34	711	0	0	(1,548)
少数股东权益	(149)	37	(37)	(40)	(44)
净利润	19	(4,643)	1,991	2,638	4,599
核心净利润	19	(4,643)	1,991	2,638	4,599
每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.147	0.195	0.340
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.147	0.195	0.340
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.022	0.029	0.051
收入增长(%)	(10)	(8)	14	17	8
息税前利润增长(%)	(88)	(279)	(250)	16	62
息税折旧前利润增长(%)	(64)	(54)	259	9	28
每股收益增长(%)	(100)	(24,705)	(143)	32	74
核心每股收益增长(%)	(100)	(24,705)	(143)	32	74

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

资产负债表 — H股 (人民币百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	16,297	7,859	7,849	5,123	8,362
应收帐款	2,052	3,203	3,662	4,302	4,626
库存	19,910	20,423	21,265	25,180	26,235
其他流动资产	4,298	4,849	8,501	8,501	8,501
流动资产总计	42,557	36,334	41,276	43,106	47,723
固定资产	85,989	89,661	91,613	93,289	94,827
无形资产	2,988	3,049	3,009	2,969	2,929
其他长期资产	4,078	4,931	4,931	4,931	4,931
长期资产总计	93,055	97,641	99,553	101,189	102,687
总资产	135,612	133,975	140,830	144,295	150,410
应付帐款	4,825	6,172	6,427	7,610	7,929
短期债务	22,290	25,820	25,820	25,820	25,820
其他流动负债	11,506	8,038	7,976	7,976	9,524
流动负债总计	38,622	40,030	40,222	41,406	43,272
长期借款	36,043	37,804	42,804	42,804	42,804
其他长期负债	766	560	194	194	194
股本	13,524	13,524	13,524	13,524	13,524
储备	41,459	36,876	38,867	41,109	45,313
股东权益	54,983	50,401	52,392	54,633	58,837
少数股东权益	5,198	5,180	5,217	5,257	5,302
总负债及权益	135,612	133,975	140,830	144,295	150,410
每股帐面价值(人民币)	4.07	3.73	3.87	4.04	4.35
每股有形资产(人民币)	3.84	3.50	3.65	3.82	4.13
每股净负债/(现金)(人民币)	3.11	4.12	4.49	4.70	4.46

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

现金流量表 — H股 (人民币百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	134	(5,391)	2,028	2,678	6,192
折旧与摊销	5,410	6,626	7,088	7,364	7,502
净利息费用	1,710	2,138	2,927	3,045	3,045
运营资本变动	(731)	(4,337)	(4,760)	(3,372)	489
税金	(1,509)	(201)	0	0	(1,548)
其他经营现金流	(2,429)	(2,706)	(2,872)	(3,005)	(3,002)
经营活动产生的现金流	2,585	(3,872)	4,410	6,710	12,678
购买固定资产净值	(17,250)	(10,297)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
投资减少/增加	(4,587)	39	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(21,837)	(10,259)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
净增权益	(119)	0	0	0	0
净增债务	28,579	5,291	5,000	0	0
支付股息	(1,844)	(59)	0	(299)	(396)
其他融资现金流	(121)	460	(420)	(138)	(43)
融资活动产生的现金流	26,495	5,692	4,580	(436)	(439)
现金变动	7,243	(8,439)	(10)	(2,726)	3,239
期初现金	9,055	16,297	7,859	7,849	5,123
公司自由现金流	(19,252)	(14,131)	(4,590)	(2,290)	3,678
权益自由现金流	9,327	(8,839)	410	(2,290)	3,678

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率 — H股

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.4	4.8	15.0	13.8	16.5
息税前利润率	2.4	(4.7)	6.1	6.0	9.1
税前利润率	0.2	(7.7)	2.5	2.8	6.1
净利率	0.0	(6.6)	2.5	2.8	4.5
流动性(倍)					
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
利息覆盖率	1.0	(1.4)	1.7	1.9	3.0
净权益负债率(%)	69.8	100.3	105.5	106.0	94.0
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5
估值(倍)					
市盈率	3,707.1	n.m.	35.1	26.5	15.2
核心业务市盈率	3,707.1	n.m.	35.1	26.5	15.2
目标价对应核心业务市盈率	2,879.6	n.m.	27.3	20.6	11.8
市净率	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2
价格/现金流	27.1	n.m.	15.9	10.4	5.5
企业价值/息税折旧前利润	16.1	38.9	11.3	10.6	8.1
周转率					
存货周转天数	90.7	106.6	105.8	99.5	105.7
应收帐款周转天数	13.7	13.6	15.6	15.4	16.1
应付帐款周转天数	22.1	28.6	28.6	27.1	28.0
回报率(%)					
股息支付率	3,726.9	n.a.	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	0.0	(8.8)	3.9	4.9	8.1
资产收益率	1.5	(1.8)	3.6	4.0	4.7
已运用资本收益率	1.9	(2.7)	4.0	4.5	7.1

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；及(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员。中银国际集团在过去12个月内与俄罗斯联合铝业存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照2010年6月9日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果閣下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2) 因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371