

中国铝业 (601600)  
增持/维持评级  
股价: RMB10.39

# 貌相似 或质不同

## ——2011年1月非公开发行预案点评

**分析师**  
叶洮  
SAC 执业证书编号:S1000510120008  
(0755)8249 2171  
yetao@mail.htlhsc.com.cn

王茜  
SAC 执业证书编号:s1000510120021  
(0755)8236 4392  
wangqianys@mail.htlhsc.com.cn

**联系人**  
孙浩中  
(021)6849 8635  
sunhz@mail.htlhsc.com.cn

**相关研究**

《迎接黎明》(2010/10/27)  
《复苏之路依然坎坷》(2010/08/26)  
《从中国铝业到“中国金属”》(2010/07/30)  
《撇清包袱 轻装上阵》(2010/03/28)  
《复苏之路坎坷》(2010/02/05)

中国铝业于1月30日晚公告非公开发行预案,拟发行不超过10亿股,发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价的90%;本次发行拟募集不超过人民币90亿元,募集资金扣除发行费用后将用于公司兴县氧化铝项目、中州分公司选矿拜耳法系统扩建项目,以及补充流动资金。

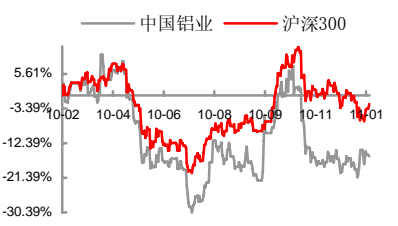
### 点评:

- 募投项目对公司影响偏正面,符合公司整体战略,亦表明公司继续做大做强铝业主业的决心。公司于2009年7月曾发布非公开发行预案,但后期因市场环境不利,最终未能实施。与前次预案相比,公司本次募投项目剔除了重庆80万吨/年氧化铝项目,仍涉及兴县与中州分公司项目,合计将新增氧化铝产能150万吨/年,并配套建设总计224万吨/年的铝土矿产能。
- 公司目前拥有氧化铝产能约1000万吨/年(约占国内总产能25%),部分具备较强成本优势,特别是后期新建的产能盈利能力相对较强。拟募投项目若建成将进一步提升公司原料自给率,在进一步完善产业链的基础上,增强经营稳定性、提升盈利能力;同时,权益性资金的补充将一定程度上改善公司财务状况。
- 维持盈利预测。目前中铝氧化铝报价为2900元/吨(含税),假设新建产能平均成本为2000元/吨,则静态测算,募投项目投产后,有望增厚公司EPS约为0.07元/股(考虑增发摊薄因素)。因预案能否核准与实施、项目具体盈利水平以及建设进度仍存在不确定性,我们暂维持公司2010-2012年预测EPS为0.05、0.10、0.18元/股。
- 维持“增持”评级。我们认为公司的经营状况正在得到改善,估计盈利低点已过。而业务范围(如收购西芒杜铁矿股权等)的成功拓展,令其从单一铝业公司走向多金属、综合类矿业公司,盈利点的多元化和经营稳定性有望明显提升,而且我们认为这种趋势存在进一步深化的可能。我们维持“增持”评级。

**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)	99,542

### 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

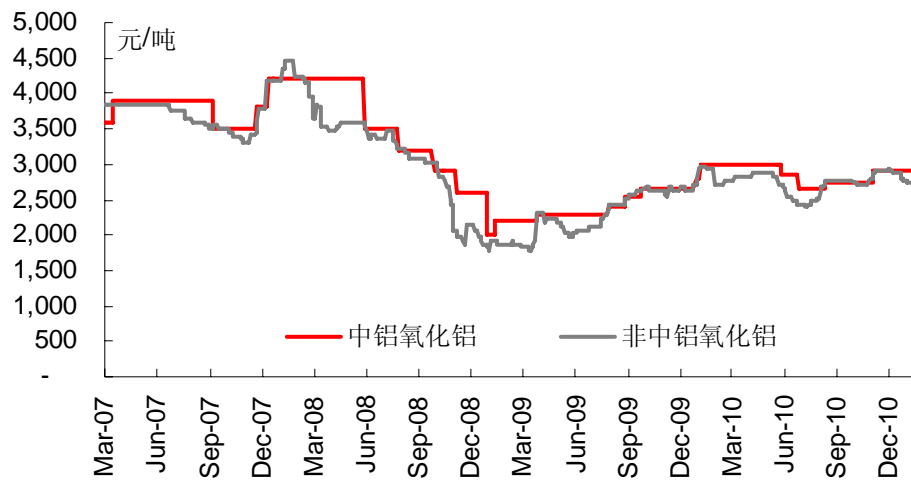
经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	70268.0	72044.0	77733.0	80268.0
(+/-%)	-8.4	2.5	7.9	3.3
归属母公司净利润(百万元)	-4646.1	632.0	1328.0	2432.0
(+/-%)	-52824.3	113.6	110.1	83.1
EPS(元)	-0.34	0.05	0.10	0.18
P/E(倍)	-30.2	222.2	105.8	57.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- 就目前市况而言，本次 9 元/股左右的拟增发价格及一年的锁定期，对投资者的吸引力恐难言足够，为确保预案的顺利推进，我们认为，后续的正面和积极因素或为必需。
- **风险提示：**因市场原因致预案未能成功实施，以及氧化铝、铝价明显下跌。

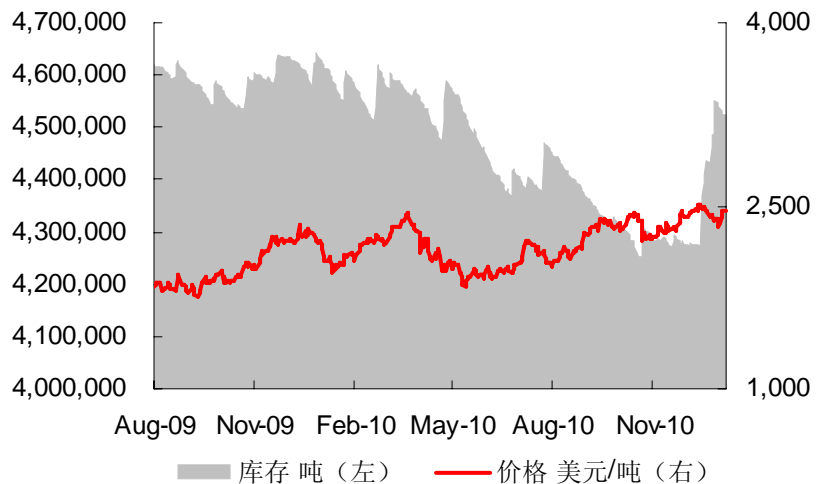
## 附图

图 1：氧化铝价格走势



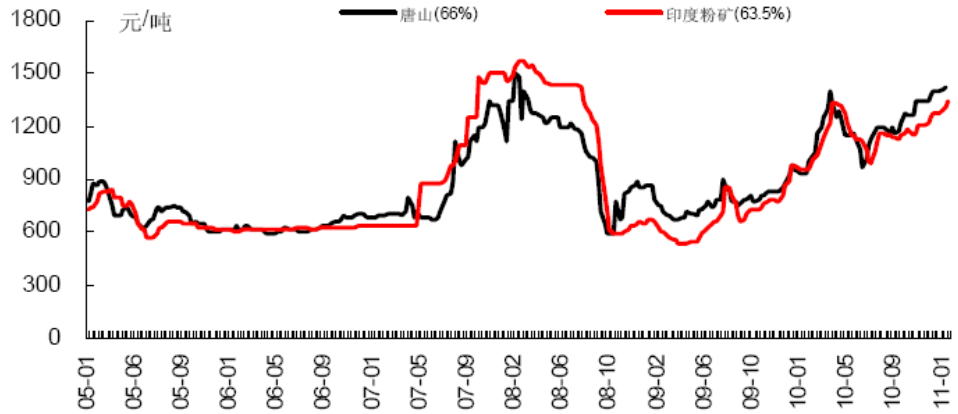
数据来源：中铝网站，中华商务网，华泰联合证券研究所

图 2：LME 三月铝价与库存



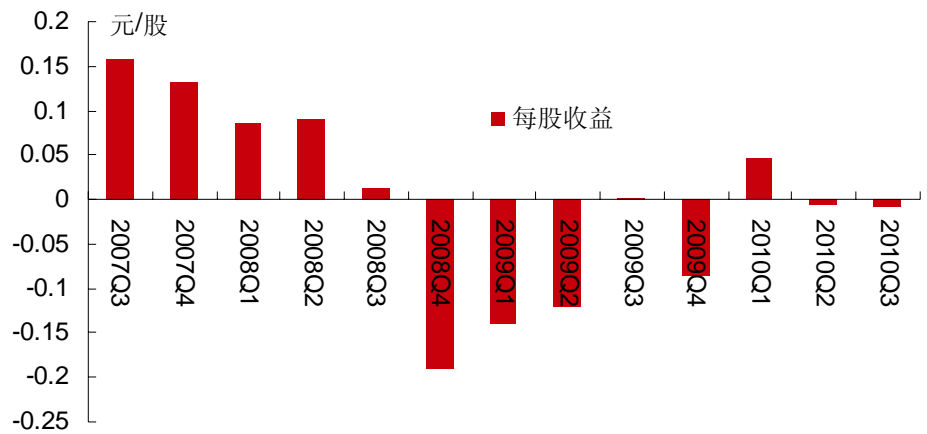
数据来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 3：现货铁矿石价格



数据来源: Mysteel, Wind, 华泰联合证券研究所

图 4：公司单季度 EPS 走势



数据来源: Wind, 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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	36334	36117	37724	35868	<b>营业收入</b>	70268	72044	77733	80268
现金	7859	8515	9187	9487	营业成本	69046	64128	68565	69917
应收账款	1417	2161	2076	2236	营业税金及附加	279	360	346	359
其他应收款	1183	1873	1709	1825	营业费用	1265	1441	1555	1284
预付账款	1241	1221	1192	1268	管理费用	2816	2637	2721	2988
存货	20423	19238	20570	17759	财务费用	2169	3015	3176	2896
其他流动资产	1982	3108	2990	3294	资产减值损失	670	10	0	0
<b>非流动资产</b>	97641	10547	10555	10271	公允价值变动收	-34	0	0	0
长期投资	937	978	907	941	投资净收益	492	450	450	464
固定资产	70200	81767	85645	85283	<b>营业利润</b>	-5520	903	1820	3287
无形资产	2630	3000	3350	3677	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	238	19727	15656	12817	营业外支出	70	0	0	0
<b>资产总计</b>	13397	14158	14328	13858	<b>利润总额</b>	-5391	903	1820	3287
<b>流动负债</b>	40030	48308	48508	41118	所得税	-708	181	328	592
短期借款	22993	30508	28729	21324	净利润	-4683	723	1492	2695
应付账款	4441	4017	4323	4428	少数股东损益	-37	90	164	263
其他流动负债	110	13784	15456	15366	归属母公司净利	-4646	632	1328	2432
<b>非流动负债</b>	38364	36922	36922	36922	EBITDA	-3351	10546	12839	14836
长期借款	25899	25899	25899	25899	EPS (元)	-0.48	0.05	0.10	0.18
其他非流动负	477	11023	11023	11023					
<b>负债合计</b>	78394	85230	85430	78040	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	5153	5271	5435	5697	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	13524	13524	13524	13524	<b>成长能力</b>				
资本公积	13282	13282	13282	13282	营业收入	-8.4%	2.5%	7.9%	3.3%
留存收益	23620	24281	25610	28042	营业利润	0.0%	-83.6%	101.4	80.7%
归属母公司股	50428	51088	52416	54849	归属母公司净利	0.0%	-86.4%	110.1	83.1%
<b>负债和股东权</b>	13397	14158	14328	13858	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	0.0%	11.0%	11.8%	12.9%
					净利率(%)	-6.6%	0.9%	1.7%	3.0%
					ROE(%)	-9.2%	1.2%	2.5%	4.4%
					ROIC(%)	-2.7%	2.7%	3.6%	4.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	58.5%	60.2%	59.6%	56.3%
					净负债比率(%)	113.43	69.62	67.67	64.52
					流动比率	0.91	0.75	0.78	0.87
					速动比率	0.40	0.35	0.35	0.44
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.52	0.52	0.55	0.57
					应收账款周转率	51	36	37	37
					应付账款周转率	15.61	15.16	16.44	15.98
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	-0.48	0.05	0.10	0.18
					每股经营现金流	-0.07	0.85	0.96	1.19
					每股净资产(最)	5.80	3.78	3.88	4.06
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-21.42	222.23	105.79	57.77
					P/B	1.79	2.75	2.68	2.56
					EV/EBITDA	-46	19	16	14

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  $\pm 10\%$  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

**免责声明**

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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,还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**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