



# 中國鋁業 ( 601600.SH/2600.HK )

## A/H 股投資評等及目標價

A 股	持有
	601600.SH
	目標價：12 RMB
H 股	持有
	2600.HK
	目標價：8 HKD

## 基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價	7.29	10.61
股票代碼	2600.HK	601600.SH
日成交量(百萬股)	29	22
52周最高價/最低價	3.36/10.66	5.9/20.83
發行股數(百萬股)	3943	9581
其中：流通股(百萬股)	3943	3931
第一大股东	中國鋁業公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
601600.SH	0%	1%	6%	4%
000001.SH	2%	4%	2%	2%

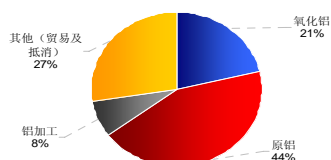
資料來源：元富上海

## 股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

## 產品主結構



資料來源：元富上海

## 元富上海代表處

分析師：Sarah Wang

電郵：sara.sh@masterlink-cn.com

## 2010 年業績扭虧為盈 期待盈利增長

- **2010年業績扭虧為盈，符合預期。**公司全年實現主營業務收入1,209.94億元，同比增長72.19%；實現歸屬於母公司淨利潤7.78億元，與去年同期的虧損46.19億元相比，盈利出現大幅回升，全年每股收益為0.06元。其中，4Q10每股收益為0.027元，環比扭虧。
- **收入增長主要得益於產品價格及產銷量的雙增長。**據統計，LME三月期鋁2010年均價達2,272美元/噸，同比增長34.5%，SHFE三月期鋁均價達16,186元/噸，同比增加20.3%，同時全球氧化鋁及原鋁產量增幅均達到10%以上，而國內兩種產品產量增速超過20%，出現明顯的進口替代現象。在整個行業景氣轉好的背景下，2010年公司自產鋁產品產量亦保持高速增長，價格出現大幅上漲。
- **國內外需求好轉支持鋁行業景氣向上。**截止2011年3月1日，LME鋁價報于2,610美元/噸，較年初上漲5%，較去年同期上漲21%，滬鋁表現弱於外盤。近期出臺的美國經濟資料好於市場預期，2011年發達國家對鋁需求仍將繼續增長，此外成本推動和流動性充裕的影響也使鋁價獲得支撐，預計2011年LME鋁均價為2,500美元/噸，滬鋁均價為17,500元/噸，YoY分別達到10%和8%。
- **評價及投資建議：**我們上調公司2011年EPS預測至0.14元，對應動態PE為78倍，PB為2.65倍，估值處於行業高位，考慮到電力成本上漲可能抵消公司提價帶來的收益增長，維持公司A股及H股“持有”評級，A股及H股目標價分別為12元及8港元。

## 主要財務分析

	2008	2009	2010	2011(F)
主營業務收入	76,725.94	70,268.01	120,994.85	168,758.66
年增率(%)	93.92%	-8.42%	72.19%	39.48%
主營業務利潤	(26.58)	(5,977.84)	9.67	1,794.74
年增率(%)	-100.48%	22388.26%	-100.16%	18459.85%
淨利潤	9.23	(4,646.07)	778.01	1,859.79
年增率(%)	-99.76%	-50452.00%	-116.75%	139.05%
每股收益	0.00	(0.34)	0.06	0.14
市盈率(倍)	10,250.00	(42.12)	176.27	78.68
市淨率(倍)	1.38	3.75	2.58	2.65
股價/經營現金	11.85	(35.60)	49.48	33.27
ROA(%)	0.12%	-3.52%	0.70%	1.33%
ROE(%)	0.26%	-8.97%	1.82%	3.73%
現金股利率	5.26%	0.00%	0.00%	2.96%

資料來源：元富上海



2010年業績扭虧為盈 貿易業務貢獻最大

中國鋁業於2011年3月1日發佈2010年報，公司全年實現主營業務收入1,209.94億元，同比增長72.19%；實現歸屬於母公司股東淨利潤7.78億元，與去年同期的虧損46.19億元相比，盈利出現大幅回升，全年每股收益為0.06元，並按每股0.0114元（含稅）以現金方式向股東分配股息。其中，4Q10每股收益為0.027元，環比扭虧，公司全年業績基本符合我們預期。

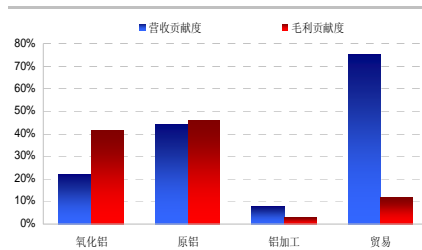
中國鋁業分季度及年度業績一覽

	單位	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	2009	2010	YoY
營業收入	百萬元	25,207	29,059	30,719	28,794	32,422	13%	70,268	120,995	72%
營業成本	百萬元	23,440	26,648	29,067	27,479	29,995	9%	69,046	113,188	64%
毛利率		7.0%	8.3%	5.4%	4.6%	7.5%		1.7%	6.5%	
管理費用	百萬元	1,168	600	639	483	732	51%	2,816	2,454	-13%
銷售費用	百萬元	398	386	402	369	416	13%	1,265	1,573	24%
財務費用	百萬元	552	645	654	624	613	-2%	2,169	2,536	17%
母公司淨利潤	百萬元	-1,146	627	-97	-118	365		-4,646	778	
EPS	元	-0.085	0.046	-0.007	-0.009	0.027		-0.34	0.058	

資料來源：元富上海

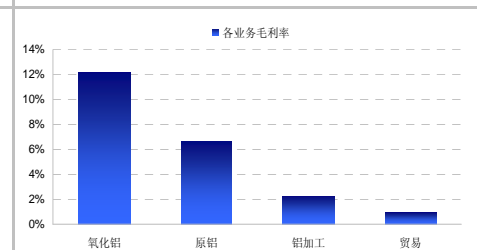
分板塊來看，公司貿易板塊收入上升幅度較大，營收YoY+134.20%，我們推測是公司氧化鋁和原鋁產品在今年有較大部分進入自有貿易公司進行銷售；氧化鋁板塊營收同比升63.89%至261.08億元，毛利率達12.15%，較去年同期上升17.24個百分點；原鋁板塊營收同比升24.18%至525億元，產品毛利率達6.71%，較去年增加2.3個百分點；鋁加工板塊營收同比升42.4%至92.43億元，毛利率為2.23%。若不扣除內部抵消收入，公司貿易板塊營收占總營收比重達75%，按毛利貢獻度排名依次是原鋁板塊（46%）、氧化鋁板塊（40%）、貿易板塊（11%）。

公司各產品營收及毛利貢獻度對比



資料來源：元富上海

公司各產品毛利率對比



資料來源：元富上海

費用方面，公司在2010年嚴格控制費用開支，減少辭退福利的計提及從年中開始執行新的固定資產折舊政策，使公司三項費用率從2009年的8.9%下降至2010年的5.42%。

收入增長主要得益於產品價格及產銷量的雙增長

2010年公司整體收入增加主要得益於主導產品市場價格回升、產銷量雙雙增加。據統計，LME三月期鋁2010年均價達2,272美元/噸，同比增長34.5%，SHFE三月期鋁均價達16,186元/噸，同比增加20.3%，同時全球氧化鋁及原鋁產量增



幅均達到10%以上，而國內兩種產品產量增速超過20%，出現明顯的進口替代現象。在整個行業景氣轉好的背景下，2010年公司自產鋁產品產量亦保持高速增长，價格出現大幅上漲。

中國鋁業各產品量價資料

產量 (萬噸)	2010年	2009年	YoY	銷量 (萬噸)	2010年	2009年	YoY
氧化鋁	1,013	778	30.2%	自產	352	283	24.4%
原鋁	384	344	11.6%	自產	364	345	5.5%
鋁加工	59	41	43.9%		56	40	40.0%
銷售均價 (元/噸)							
氧化鋁	2,787	2,287	21.9%				
原鋁	15,793	13,809	14.4%				
鋁加工	16,505	15,829	4.3%				

資料來源：元富上海

### 2011年公司氧化鋁及原鋁產銷量將保持小幅增長

公司遵義及重慶合計160萬噸氧化鋁項目目前已完成投產，預計在2011年釋放產能，按照初始產能利用率50%計算，2011年貢獻產量80萬噸，是2010年產量的7.8%。原鋁產能在2011年基本無增加，按照行業增速推測公司產量將增長5%左右，鋁材2010年投產50萬噸新產能，預計2011年貢獻產量25萬噸，是2010年產量的42%。公司還擬非公開發行10億A股募集資金，應用於興縣80萬噸氧化鋁項目與中州分公司選礦拜耳法系統70萬噸擴建專案，此舉有利於進一步提高市場份額，同時提升自采鋁土礦的規模，保證資源供應。

中國鋁業非募集資金專案情況

項目名稱	專案進度	新增產能	專案收益情況
重慶分公司80萬噸氧化鋁項目	98.0%	氧化鋁80萬噸	2010年投產
遵義分公司80萬噸氧化鋁項目	97.1%	氧化鋁80萬噸	2010年投產
甘肅華鷺電解鋁炭素系統節能環保技術改造專案	79.8%	電解鋁7萬噸	2010年投產
連城分公司淘汰落後環保節能技改項目	64.3%	電解鋁38.8萬噸	2011年投產
中鋁西南鋁冷連軋項目	70.9%	鋁加工25萬噸	2010年投產
中鋁瑞閩高精鋁板帶項目	70.9%	鋁加工25萬噸	2010年投產
西北鋁加工分公司鋁箔項目	63.0%	鋁加工3.5萬噸	2011年投產

資料來源：元富上海

中國鋁業 2011年產量預測表

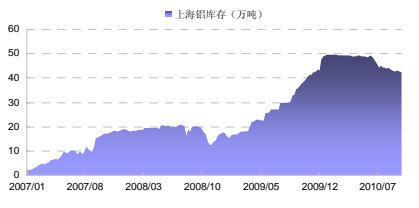
	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	當前產能
氧化鋁產量 (萬噸)	952	957	902	778	1013	1104	1,287
YOY		22.0%	0.5%	-5.7%	-13.7%	30.2%	9.0%
原鋁產量 (萬噸)	186	247	325	344	364	385	397
YOY		77.0%	32.6%	31.6%	5.8%	5.8%	5.8%
鋁材產量 (萬噸)			35	41	56	85.3	100
YOY				17.1%	36.6%	52.2%	
合計	1,139	1,204	1,262	1,163	1,433	1,574	1,784
YOY			5.7%	4.8%	-7.8%	23.2%	9.8%

資料來源：元富上海

### 國內外需求好轉支持鋁行業景氣向上

截止2011年3月1日，LME鋁價報于2,610美元/噸，較年初上漲5%，較去年同期上漲21%；滬鋁表現弱於外盤，收於17,100元/噸，僅較年初上漲0.05%，滬

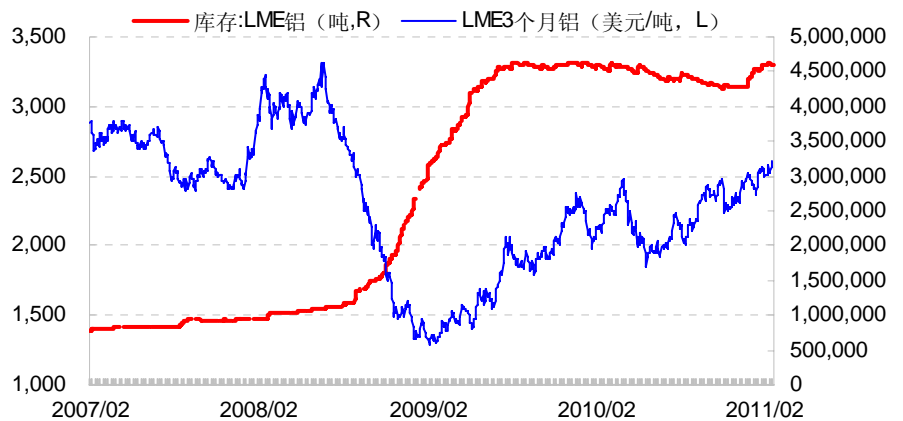
上海三個月期鋁庫存變化圖



資料來源：元富上海

倫比繼續縮小。目前LME鋁庫存於今年2月下旬開始小幅上漲，已接近2009年中的高位，對鋁價上行形成一定阻礙，不過近期出臺的美國經濟資料好於市場預期，表明2011年發達國家對鋁需求仍將繼續增長，此外成本推動和流動性充裕的影響也使鋁價獲得支撐，預計2011年LME鋁均價為2,500美元/噸，滬鋁均價為17,500元/噸，YoY分別達到10%和8%。

LME 鋁價及總庫存走勢圖



資料來源：元富上海

2011年公司計畫資本支出為225億元，主要應用于鋁土礦資源的獲取，包括合作開發合作開發澳大利亞亞魯昆項目、越南多農專案、幾內亞鋁土礦勘探專案、巴西ABC專案，遠期資源目標為5億噸；推進煤電一體化，參加與山西介休煤炭資源整合；推進與力拓合作的西芒杜鐵礦石項目。公司進軍上游且進入鐵礦石領域有利於提升公司盈利水準，儘管短期對公司業績無貢獻，但長期仍有利於公司發展。

投資建議

我們上調公司2011年EPS預測至0.14元，對應動態PE為78倍，PB為2.65倍，估值處於行業高位，考慮到電力成本上漲可能抵消公司提價帶來的收益增長，維持公司A股及H股“持有”評級，A股及H股目標價分別為12元及8港元。

中國鋁業 PE band



資料來源：元富上海

中國鋁業 PB band



資料來源：元富上海



大陸 A 股鋁冶煉及加工相關上市公司業績及估值對比 (股價截止 3 月 2 日)

	P/E	股價	2009	2010E	2011E	EPS	2009	2010E	2011E
601600.SH	中國鋁業	10.82	N/A	188.17	77.29	-0.34	0.06	0.14	
600219.SH	南山鋁業	10.48	20.96	29.11	20.15	0.50	0.36	0.52	
600595.SH	中孚實業	11.47	24.40	31.86	17.65	0.47	0.36	0.65	
000612.SZ	焦作萬方	20.71	51.52	86.29	24.95	0.40	0.24	0.83	
000807.SZ	雲鋁股份	12.45	296.43	207.50	36.62	0.04	0.06	0.34	
	P/B		2009	2010E	2011E	NAVPS	2009	2010E	2011E
601600.SH	中國鋁業		2.90	2.83	2.97		3.73	3.82	3.64
600219.SH	南山鋁業		1.49	1.39	1.31		7.02	7.52	8.00
600595.SH	中孚實業		2.84	4.66	4.17		4.04	2.46	2.75
000612.SZ	焦作萬方		5.03	4.87	4.15		4.12	4.25	4.99
000807.SZ	雲鋁股份		3.71	3.62	3.30		3.36	3.44	3.77

資料來源：元富上海，中國鋁業和焦作萬方均已披露 2010 年年報



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2009	2010	2011(F)
營業收入	29,059	30,719	28,794	32,422	37,398	41,947	43,615	45,798	76,726	70,268	120,995	168,759
營業成本	26,648	29,067	27,479	29,995	35,095	39,015	40,562	42,657	69,865	69,046	113,188	157,329
營業毛利	2,411	1,653	1,315	2,427	2,303	2,932	3,053	3,141	6,861	1,222	7,806	11,430
營業費用	1,711	2,090	1,556	2,440	1,967	2,391	2,434	2,844	6,888	7,200	7,797	9,635
營業利潤	701	-437	-241	-13	336	542	620	297	-27	-5,978	10	1,795
營業外收入	212	502	151	586	180	180	180	320	555	657	1,451	860
營業外支出	4	25	14	38	20	20	20	20	404	70	80	80
利潤總額	908	39	-104	536	496	702	780	597	125	-5,391	1,380	2,575
所得稅	172	-23	0	263	99	140	156	119	-34	-708	411	515
少數股東損益	110	159	14	-92	50	50	50	50	149	-37	191	200
歸屬母公司淨利潤	627	-97	-118	365	347	511	574	428	9	-4,646	778	1,860
每股收益	0.05	-0.01	-0.01	0.03	0.03	0.04	0.04	0.03	0.00	-0.34	0.06	0.14
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2,010	2011(F)
營業收入	15.28	5.71	(6.27)	12.60	15.35	12.17	3.98	5.01	93.92	(8.42)	72.19	39.48
營業利潤	(162.43)	(162.42)	(44.90)	(94.76)	(2,759.48)	61.18	14.42	(52.03)	(100.48)	22,388.26	(100.16)	18,459.85
利潤總額	(186.06)	(95.66)	(363.16)	(617.03)	(7.49)	41.45	11.13	(23.40)	(97.75)	(4,418.89)	(125.61)	86.53
歸屬母公司淨利潤	(154.75)	(115.41)	21.89	(410.01)	(5.03)	47.42	12.22	(25.44)	(99.76)	(50,452.00)	(116.75)	139.05
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2008	2,009	2,010	2011(F)
毛利率	8.30	5.38	4.57	7.49	6.16	6.99	7.00	6.86	8.94	1.74	6.45	6.77
營業利潤率	2.41	(1.42)	(0.84)	(0.04)	0.90	1.29	1.42	0.65	(0.03)	(8.51)	0.01	1.06
總利潤率	3.13	0.13	(0.36)	1.65	1.33	1.67	1.79	1.30	0.16	(7.67)	1.14	1.53
歸屬母公司淨利率	2.16	(0.31)	(0.41)	1.13	0.93	1.22	1.32	0.93	0.01	(6.61)	0.64	1.10

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
貨幣資產	16,296	7,401	8,983	13,381
短期投資	58	10	60	70
應收帳款	2,035	3,203	3,270	4,688
存貨	19,876	20,423	21,780	26,221
其他流動資產	3,843	4,406	6,607	6,700
流動資產	42,108	35,443	40,700	51,060
長期投資	807	787	532	332
固定資產	65,129	70,200	72,722	74,722
其他資產	27,483	26,541	25,066	28,740
<b>總資產</b>	<b>135,528</b>	<b>132,971</b>	<b>139,021</b>	<b>154,854</b>
短期借款	14,188	22,993	20,590	21,000
應付帳款	4,762	6,172	6,376	7,866
其他流動負債	19,501	12,853	27,772	32,049
流動負債	38,451	42,019	54,738	60,915
長期負債	24,169	26,305	21,537	26,137
其他長期負債	12,710	12,465	9,594	12,590
<b>總負債</b>	<b>75,331</b>	<b>80,788</b>	<b>85,869</b>	<b>99,642</b>
普通股股本	13,524	13,524	13,524	13,524
資本公積金	13,324	13,324	13,324	13,324
累計留存收益	28,150	20,173	20,951	22,811
少數股權	5,198	5,162	5,353	5,553
<b>股東權益</b>	<b>60,197</b>	<b>52,183</b>	<b>53,152</b>	<b>55,212</b>

資料來源：元富上海

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
淨利潤	224	(4,683)	969	2,060
折舊與攤銷	5,457	6,075	6,084	7,000
投資收入	(305)	(492)	(879)	(560)
營運資金變化	(1,112)	1,865	1,316	(769)
其他	602	(386)	804	0
<b>來自營運之現金流量</b>	<b>4,866</b>	<b>2,380</b>	<b>8,294</b>	<b>7,731</b>
資本支出	17,328	9,906	8,380	9,000
長投增減	70	20	254	200
其他	(4,947)	408	(135)	404
<b>來自投資之現金流量</b>	<b>(22,204)</b>	<b>(9,477)</b>	<b>(8,260)</b>	<b>(8,396)</b>
自由現金流量	(17,338)	(7,097)	34	(665)
借款增(減)	28,763	5,426	5,843	8,200
現金股利支出	4,376	3,331	3,096	3,100
其他	0	518	30	30
<b>來自融資之現金流量</b>	<b>24,388</b>	<b>1,577</b>	<b>2,718</b>	<b>5,070</b>
匯率調整	(30)	24	20	(7)
<b>本期產生之現金流量</b>	<b>7,020</b>	<b>(5,497)</b>	<b>2,771</b>	<b>4,398</b>
<b>Ratio Analysis</b>				
Year-end Dec. 31				
ROA(%)	0.12%	-3.52%	0.70%	1.33%
ROE(%)	0.26%	-8.97%	1.82%	3.73%
ROCE(%)	0.42%	-11.76%	2.76%	5.19%

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考慮投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			