



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月1日

金属及采掘

研究部

蔡宏宇 CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

中性

中国铝业 (601600.SH)

业绩扭亏为盈, 盈利有望提升

主要财务信息

(人民币千元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	76,728,147	70,268,005	120,994,847	98,696,890	108,129,353
(+/- %)	-10%	-8%	72%	-18%	10%
主营业务利润	6,535,302	942,971	7,468,299	9,312,184	11,378,166
(+/- %)	-67%	-86%	n.a.	25%	22%
净利润	8,812	-4,646,068	778,008	2,103,258	3,223,788
(+/- %)	-100%	n.a.	n.a.	170%	53%
每股收益(元)	0.00	-0.34	0.06	0.16	0.24
(+/- %)	-100%	n.a.	n.a.	170%	53%
每股经营现金流(元)	0.37	-0.05	0.35	1.26	17.46
市盈率(倍)	16498.9	n.a.	186.9	69.1	45.1
市净率(倍)	2.6	2.9	2.8	2.8	2.6
股价/经营现金	29.1	-205.9	30.4	8.5	0.6
EV/EBITDA (倍)	20.8	67.4	54.1	36.0	26.5
净资产收益率(%)	0.0%	-9.2%	1.5%	4.0%	5.8%
已动用资本回报率(%)	2.3%	-2.6%	2.9%	4.3%	5.8%
股息收益率(%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%

股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	2600.HK	601600.CH
当前股价	7.69	10.75
日成交量(百万股)	28.34	26.09
52周最高价/最低价	9.09/5.66	14.08/8.42
发行股数(百万股)	3,943.97	9,580.52
其中: 流通股(百万股)	3,943.97	3,931.31
主要股东(持股比例)		中国铝业公司(41.82%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
[601600.CH]	-4.70	3.46	6.44	6.02
[上证指数]	-0.93	4.10	3.01	3.45

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2010 年业绩略低于预期:

中国铝业 2010 年实现收入 1,210 亿元, 同比增长 72.19%, 归属母公司净利润 7.78 亿元, 折合每股收益 0.06 元, 同比扭亏为盈, 低于我们 0.07 元的预测及市场的一致预期(港股市场为 0.08 元, A 股市场为 0.09 元)。其中, 四季度每股收益 0.02 元, 环比扭亏。

正面: 1) 铝产品产量稳步增长。2010 年公司氧化铝、化学氧化铝、原铝以及铝加工产品产量分别同比增长 30.3%、16.3%、11.6%以及 43.9%。**2) 4Q 毛利率环比有所提升。**4Q 毛利率为 7.2%, 环比上升 2.9 个百分点, 主要由于四季度铝价环比上涨 7%。

负面: 1) 资产减值损失上升明显。四季度公司资产减值损失环比上升接近 6 亿元, 折合减少每股收益约 0.04 元。**2) 有效税率上升显著。**四季度公司有效税率达到 49%, 环比上升 48.7 个百分点, 主要因为四季度公司环比扭亏为盈。

发展趋势:

毛利率有继续向好趋势。年初至今 LME 铝现货价格上涨 3%, 同比涨幅达 16%, 受成本推动和全球流动性充裕影响, 铝价有望继续得到支撑。公司直购电去年由于节能减排而被停止, 今年直购电项目有望恢复, 公司也一直努力争取获得新的直购电试点, 预计电力成本上升势头将趋缓。

重启 A 股定向增发, 提升规模和资源优势。公司拟通过非公开发行人方式募集资金, 主要用于旗下兴县 80 万吨氧化铝项目与中州分公司选矿拜耳法系统 70 万吨扩建项目。募投项目有助于提高公司在国内氧化铝市场的份额并使公司占据资源优势。

进军上游且谋求多元化利于公司长远发展。公司近期参与山西介休煤炭资源整合、收购西芒杜铁矿石资产, 另外与萨帕公司组建合资公司, 受益于下游快速增长的轨道交通市场。虽然上述项目对业绩做出实质性贡献尚需时日, 但将有利于公司长期发展。

估值与建议:

我们维持 2011 年和 2012 年盈利预测 0.16 元和 0.24 元, 对应 2011/2012 年 PE 为 69/45 倍。维持对公司的中性评级。

风险: 铝价大幅下跌, 项目进展速度慢于预期。

图表 1: 历史季度财务数据

(单位: 百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ %	YoY %	2009	2010	YoY %
营业收入	13,943	14,042	17,076	25,207	29,059	30,719	28,794	32,422	12.6%	28.6%	70,268	120,995	72.2%
营业成本	15,809	14,188	15,609	23,440	26,648	29,067	27,479	29,995	9.2%	28.0%	69,046	113,188	63.9%
营业税金及附加	42	65	75	98	80	80	80	81	1.2%	-17.0%	279	322	15.1%
毛利润	-1,908	-211	1,392	1,670	2,331	1,573	1,235	2,346	90.0%	40.5%	943	7,485	693.8%
营业费用	243	311	312	398	386	402	369	416	12.5%	4.4%	1,265	1,573	24.4%
管理费用	522	600	526	1,168	600	639	483	732	51.4%	-37.3%	2,816	2,454	-12.9%
财务费用	513	536	568	552	645	654	624	613	-1.8%	11.0%	2,169	2,536	16.9%
资产减值损失	-666	662	-0	674	0	303	-2	590	n.a	-12.4%	670	891	33.0%
其他经营收益	182	97	121	58	136	377	123	244	99.0%	321.8%	458	879	92.0%
营业利润	-2,339	-2,223	108	-1,065	865	7	-145	222	n.a	n.a	-5,520	949	n.a
营业外收支净额	48	68	4	9	43	37	41	314	659.0%	3357.1%	129	435	236.3%
利润总额	-2,291	-2,156	112	-1,056	908	39	-104	536	n.a	n.a	-5,391	1,380	n.a
所得税	-239	-433	-41	6	172	-23	-0	263	n.a	4612.5%	-708	411	n.a
净利润	-2,052	-1,723	153	-1,061	737	62	-103	274	n.a	n.a	-4,683	969	n.a
少数股东损益	-163	-90	132	84	-110	-159	14	63	336.1%	-25.6%	-37	-191	n.a
归属母公司净利润	-1,889	-1,633	21	-1,146	627	-97	-89	336	n.a	n.a	-4,646	778	n.a
每股收益 (元)	(0.140)	(0.121)	0.002	(0.085)	0.046	(0.007)	(0.007)	0.025	n.a	n.a	-0.34	0.06	n.a
毛利率	-13.7%	-1.5%	8.2%	6.6%	8.0%	5.1%	4.3%	7.2%	2.9%	0.6%	1.3%	6.2%	4.8%
营业利润率	-16.8%	-15.8%	0.6%	-4.2%	3.0%	0.0%	-0.5%	0.7%	1.2%	4.9%	-7.9%	0.8%	8.6%
净利润率	-14.7%	-12.3%	0.9%	-4.2%	2.5%	0.2%	-0.4%	0.8%	1.2%	5.1%	-6.7%	0.8%	7.5%
营业费用率	1.7%	2.2%	1.8%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0.0%	-0.3%	1.8%	1.3%	-0.5%
管理费用率	3.7%	4.3%	3.1%	4.6%	2.1%	2.1%	1.7%	2.3%	0.6%	-2.4%	4.0%	2.0%	-2.0%
财务费用率	3.7%	3.8%	3.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%	1.9%	-0.3%	-0.3%	3.1%	2.1%	-1.0%
有效税率	10.5%	20.1%	-36.9%	-0.5%	18.9%	-57.6%	0.3%	49.0%	48.7%	49.5%	13.1%	29.8%	16.7%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

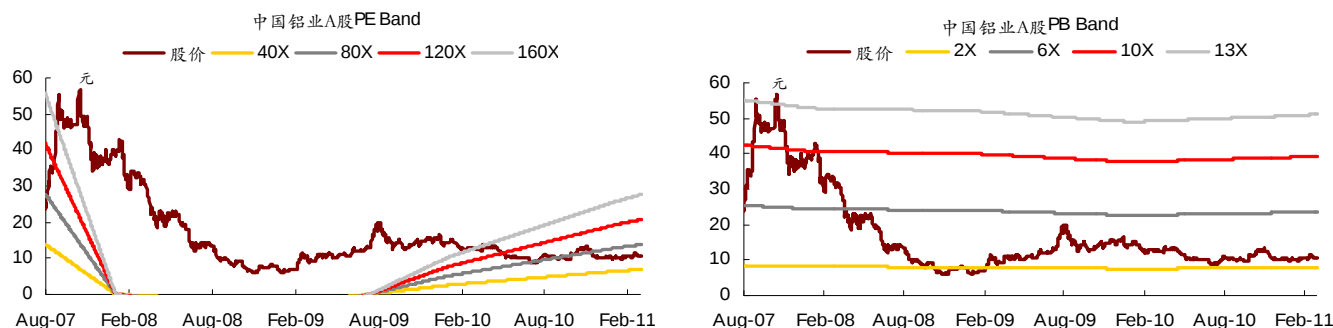
图表 2: 中金覆盖金属类公司估值与历史中值比较 (自 2000 年或上市以来)

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份
中值+1倍标准差	119.1	40.0	36.5	41.9	59.1	33.9	42.9	67.6	88.5	39.5	107.0	54.7
中值	55.4	22.3	27.6	30.1	35.5	22.5	30.4	45.9	83.3	32.0	103.2	42.2
中值-1倍标准差	n.a	4.7	18.7	18.2	11.9	11.1	18.0	24.3	78.2	24.6	99.3	29.8
目前水平	69.1	24.8	16.9	42.1	33.5	34.4	50.5	57.2	44.1	33.1	71.5	148.2
相对中值	25%	11%	-39%	40%	-6%	53%	66%	25%	-47%	3%	-31%	251%

	西藏矿业	东方钽业	辰州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	洛阳钼业	金钼股份	云南锗业	驰宏锌锗	章源钨业
中值+1倍标准差	97.6	78.3	78.4	33.8	19.1	17.5	30.5	29.0	71.5	25.4	35.9	77.8
中值	81.1	64.8	54.1	23.5	10.3	11.5	20.1	20.3	52.2	21.1	28.4	66.5
中值-1倍标准差	64.3	51.3	29.8	13.2	1.6	5.5	9.7	11.5	32.8	16.8	20.9	55.3
目前水平	107.7	85.2	34.0	27.4	41.2	12.2	10.9	23.4	76.2	95.8	43.5	82.4
相对中值	33%	31%	-37%	17%	300%	6%	-46%	15%	46%	354%	53%	17%

*厦门钨业采用市场一致预期

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 历史 P/E 和 P/B 区间


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 国际可比公司估值

Company name	Code	Currency	Price	Market Cap	P/E			P/B			EV/EBITDA			ROE		
			11-2-28	(Mn USD)	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
Intl Diversified																
CVRD	VALE5 BZ	BRL	49.26	171,260	8.5	6.3	6.4	2.2	1.7	1.7	17.1	5.1	5.0	10.7	27.9	24.3
BHP Billiton	BHP AU	AUD	46.11	241,047	20.2	11.6	9.9	4.6	4.1	3.1	10.0	6.5	5.5	28.8	39.6	36.5
Rio Tinto	RIO LN	GBP	43.41	143,003	9.5	7.1	7.2	2.3	1.8	1.5	6.9	4.8	4.8	28.0	29.3	23.4
Xstrata plc	XTA LN	GBP	14.23	67,498	14.1	8.2	7.7	1.7	1.4	1.2	7.2	5.1	4.7	12.7	21.4	19.0
Anglo American PLC	AAL LN	GBP	33.35	70,473	9.8	9.0	7.8	2.1	1.7	1.5	7.6	5.1	4.6	21.7	22.3	21.6
Vedanta Resources	VED LN	GBP	23.95	10,172	17.5	11.7	5.4	2.2	1.9	1.5	9.1	5.0	2.6	15.4	18.7	35.7
Average					13.3	9.0	7.4	2.5	2.1	1.7	9.6	5.2	4.6	19.6	26.5	26.8
Aluminun(Intl)																
Alcoa	AA US	USD	16.68	17,726	n.a.	12.9	11.0	1.3	1.2	1.0	10.6	6.8	6.3	9.9	9.9	9.9
National Aluminum	NACL IN	INR	424.45	5,986	33.6	22.0	17.4	2.6	2.6	2.4	21.3	14.0	11.3	10.5	10.5	13.5
Hindalco Industries	HNDL IN	INR	201.35	8,437	9.1	12.2	9.8	1.8	n.a.	n.a.	6.8	6.9	6.0	13.6	13.6	14.6
Century Aluminum	CENX US	USD	16.16	1,499	n.a.	12.4	9.1	1.3	1.1	1.0	n.a.	6.6	5.0	10.4	10.4	13.6
Alumina LTD	AWC AU	AUD	2.38	5,819	n.a.	23.8	18.0	2.1	1.9	1.8	n.a.	26.7	20.5	7.7	7.7	9.9
Average					21.3	16.7	13.1	1.8	1.7	1.6	12.9	12.2	9.8	10.4	10.4	12.3
Copper(Intl)																
Antofagasta PLC	ANTO LN	GBP	14.16	22,343	33.5	19.4	10.3	4.0	4.0	3.6	12.8	7.5	4.0	19.7	19.7	30.2
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	MXN	45.42	29,392	16.3	9.5	8.1	3.9	3.8	2.9	7.4	4.8	4.3	42.5	42.5	40.4
Southern Copper	SCCO US	USD	42.41	36,049	23.2	12.2	10.2	9.3	7.3	5.7	12.3	7.2	6.1	71.8	71.8	77.7
Sterlite Industries	STLT IN	INR	164.05	12,068	14.0	11.1	7.3	1.5	1.3	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	12.0	12.0	15.5
Freeport Mcmoran C&G FCX US	FCX US	USD	52.45	49,395	22.5	9.1	8.6	7.9	2.8	2.2	5.1	4.2	4.0	35.5	35.5	29.2
FIRST QUANTUM	FM CN	CAD	116.40	10,159	19.0	15.5	9.4	4.5	4.5	3.2	10.0	10.1	4.9	9.3	9.3	34.2
Average					21.4	12.8	9.0	5.2	4.0	3.1	9.5	6.8	4.6	31.8	31.8	37.9
Gold(Intl)																
America																
Barrick Gold	ABX CN	CAD	50.79	51,361	15.3	11.9	11.6	2.7	2.2	1.9	9.7	7.2	6.8	18.3	18.3	17.8
Kinross Gold	K CN	CAD	15.68	17,997	16.7	23.3	17.5	1.3	1.3	1.2	12.3	8.8	7.3	6.6	6.6	8.3
Agnico-Eagle	AEM CN	CAD	67.76	11,589	33.1	23.5	21.1	3.1	2.9	2.7	20.4	12.2	10.8	13.3	13.3	14.0
Goldcorp	GG US	CAD	46.98	37,963	22.0	22.6	18.8	1.9	1.8	1.7	18.3	12.3	10.4	7.9	7.9	9.4
IAMGold	IMG CN	CAD	20.50	7,741	27.3	15.0	16.3	2.8	2.3	2.0	14.3	7.8	8.8	14.7	14.7	13.5
Eldorado Gold	ELD CN	CAD	16.22	9,006	42.7	22.6	17.0	3.0	2.7	2.3	21.3	13.5	10.2	10.3	10.3	13.1
Royal Gold	RGLD US	USD	48.87	2,630	99.7	36.9	27.0	1.8	1.8	1.7	29.4	14.3	11.5	4.7	4.7	7.6
Newmont Mining	NEM US	USD	54.46	26,932	11.8	11.8	11.0	2.0	1.7	1.5	5.8	5.6	5.2	15.3	15.3	15.1
Buenaventura	BVN US	USD	45.63	12,577	n.a.	12.0	12.6	n.a.	3.5	3.0	n.a.	n.a.	n.a.	35.2	35.2	28.9
Yamana Gold Inc	AUY US	USD	12.60	9,341	0.3	13.0	12.3	n.a.	1.2	1.1	10.6	7.1	6.6	7.6	7.6	9.4
Average					29.9	19.3	16.5	2.3	2.1	1.9	15.8	9.9	8.6	13.4	13.4	13.7
South Africa																
AngloGold Ashanti	ANG SJ	ZAR	337.04	17,781	n.a.	13.0	12.6	4.7	3.5	2.9	-57.6	6.3	6.3	31.3	31.3	26.3
Gold Fields	GFI SJ	ZAR	123.78	12,258	24.0	18.1	12.8	2.1	1.8	1.7	8.6	5.8	4.9	11.0	11.0	12.9
Harmony Gold	HAR SJ	ZAR	81.07	4,784	-176.2	27.4	12.2	1.2	1.1	1.1	20.5	9.5	5.8	4.3	4.3	7.6
Average					-76.1	19.5	12.5	2.6	2.2	1.9	-9.5	7.2	5.7	15.5	15.5	15.6
Nickel																
MMC Norilsk Nickel	GMKN RU	USD	234.00	44,607	15.7	8.6	7.4	3.1	2.4	2.1	10.3	6.1	5.5	30.0	30.0	29.1
PT Inco Indonesia	INCO IJ	INR	5050.00	5,616	12.8	13.1	12.0	3.6	2.8	2.6	18.8	7.8	7.3	22.8	22.8	22.8
Average					14.3	10.9	9.7	3.3	2.6	2.3	14.6	7.0	6.4	26.4	26.4	26.0
Molybdenum																
Thompson Creek	TC US	USD	13.59	2,231	n.a.	12.2	13.9	n.a.	1.4	1.2	n.a.	5.9	6.4	15.5	15.5	29.9
Average					n.a.	12.2	13.9	n.a.	1.4	1.2	n.a.	5.9	6.4	15.5	15.5	29.9

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED