



何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

行业景气度低迷导致大幅亏损

——中国铝业（601600）点评报告

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期: 2012年11月2日

报告关键要素:

作为全球第二大氧化铝、第三大原铝生产商，在全球经济放缓，以及各种成本特别是能源刚性成本上升的背景，公司经营出现较大困境。要走出低迷，提高盈利能力，增强竞争力，除了对现有资产降本增效以外，还需要额外的非铝优质资产。

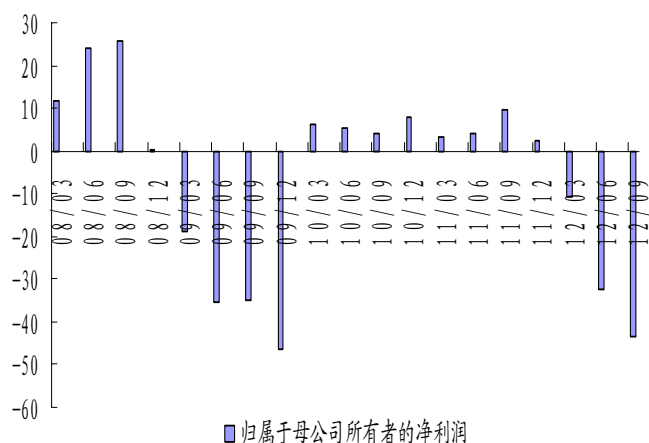
事件:

- 中国铝业(601600)公布三季报。

点评:

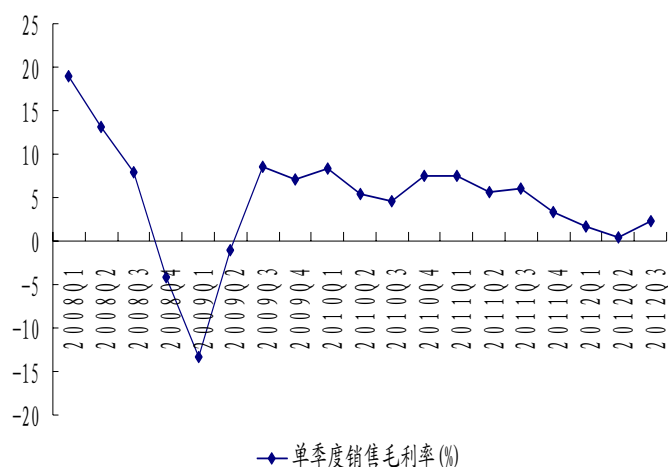
- **前三季度大幅亏损。**2012年前三季度实现营业收入1088.33亿元，同比增长1.13%；营业成本1072.77亿元，同比增长6.42%；营业利润亏损-58.65亿元，同期盈利17.59亿元；归属上市公司股东净利润亏损43.35亿元，同期为盈利9.68亿元。
- **铝行业景气度大幅下滑导致公司大幅亏损。**2012年前三季度公司大幅亏损，归属上市公司股东净利润亏损43.35亿元，创历史之最，与2009年全年亏损46.46亿元相当。铝行业景气度大幅下滑导致公司大幅亏损，2012年前三季度公司综合毛利率水平为2.25%，较二季度回升1.92个百分点，扭转了2011年三季度以来连续下滑势头。从公司主要产品氧化铝和电解铝毛利率水平来看，2012年上半年毛利率水平分别为-1.72%和-1.37%，预计三季度氧化铝和电解铝毛利率有所改善。总得来说，金融危机以来公司主打产品进入低毛利率阶段，而2012年中国经济增速放缓，加剧了行业经营困境，导致公司出现大幅亏损。

图1: 归属上市公司股东净利润 单位: 亿元



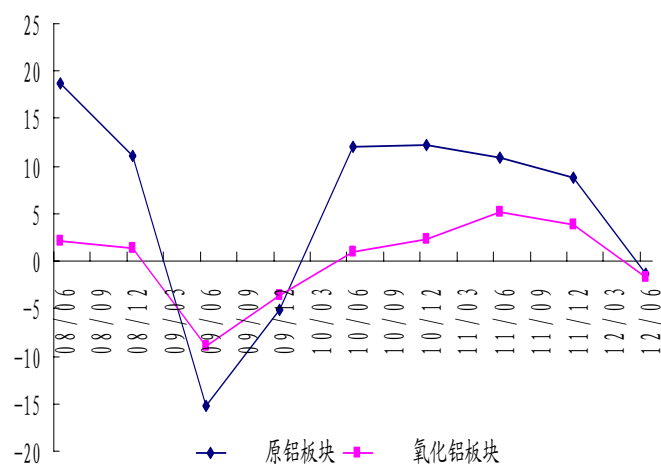
资料来源: 公司公告

图2: 公司单季度销售毛利率水平 单位: %



资料来源: 公司公告

图3: 公司主要产品氧化铝和电解铝毛利率 单位: %

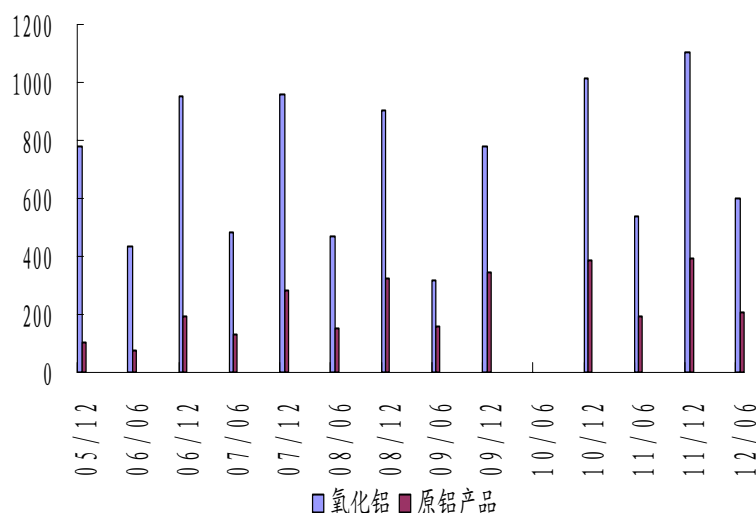


资料来源: 公司公告

2012年以来, 整个铝行业经营环境不景气, 公司氧化铝和原铝产量保持平稳, 上半年氧化铝产量597万吨, 同比增长11.17%, 受印尼出口政策变化, 公司自5月份暂停了170万吨氧化铝产能, 原铝产量204万吨, 同比增长7.37%。

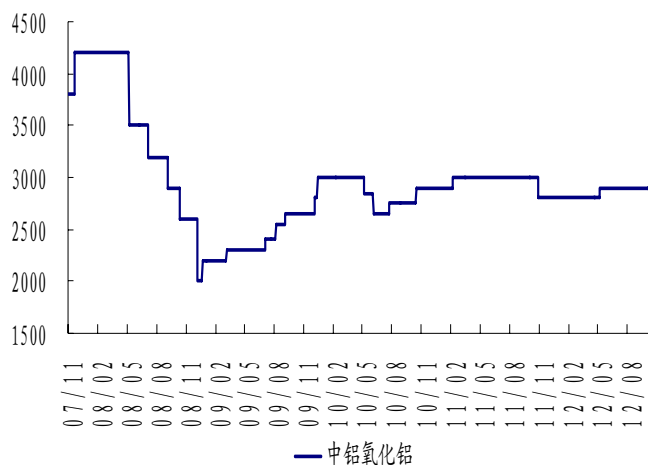
受经济放缓影响, 氧化铝和电解铝价格低迷, 2012年前三季度中铝氧化铝平均报价为2844元/吨, 同比下降4.45%, 前三季度中铝原铝华东市场平均报价为15941元/吨, 同比下降7.35%。考虑到三季度煤炭等能源价格回落, 三季度氧化铝和原铝业绩有所改善, 从上半年来看, 氧化铝业务亏损15.6亿元, 原铝业务亏损12.16亿元。

图4: 公司氧化铝和电解铝产量 单位: 万吨



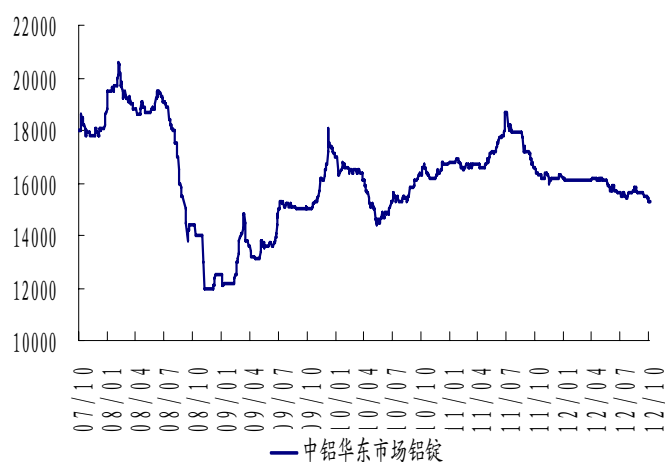
资料来源: 公司公告

图5: 中铝氧化铝报价 单位: 元/吨



资料来源: wind资讯

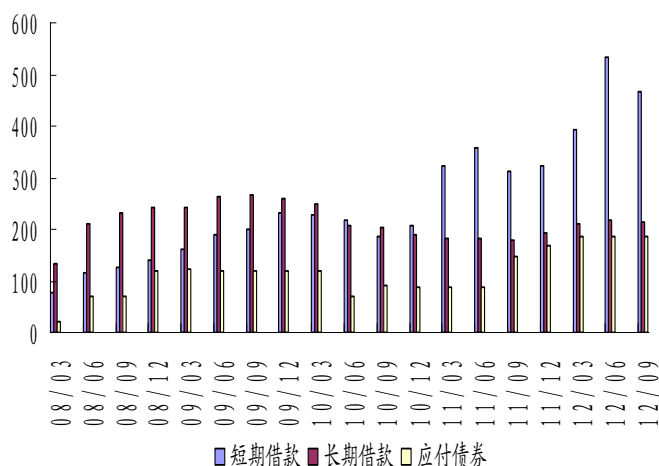
图6: 中铝电解铝华东市场报价 单位: 元/吨



资料来源: wind资讯

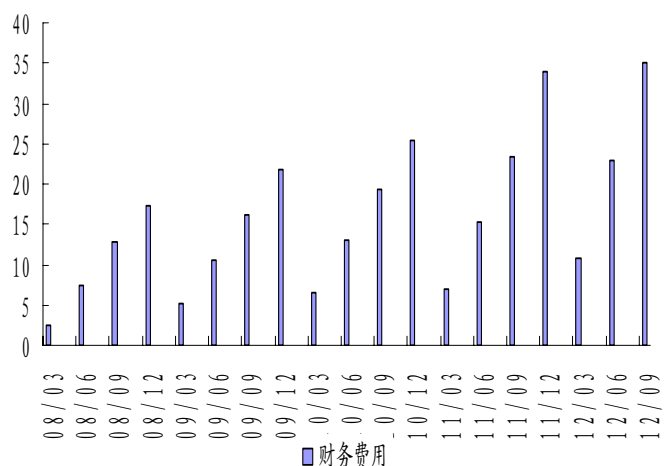
随着公司产能产量扩大和资产收购, 公司长短期贷款和债务规模大幅度上升, 短期贷款规模466亿元, 同比上升48.41%; 长期贷款规模215亿元, 同比上升19.44%; 债券融资规模为187亿元, 同比上升27.21%。负债增加带来了财务费用上升, 前三季度财务费用为34.97亿元, 同比增加49.32%。

图7: 公司长短期贷款和债券 单位: 亿元



资料来源: 公司公告

图8: 公司财务费用 单位: 亿元



资料来源: 公司公告

- **行业景气度短期难以回升。**铝行业整体产能过剩较大, 截止6月底, 全球氧化铝开工率为79%, 中国开工率为81.6%; 全球电解铝开工率为82%, 中国开工率约为79.9%。与此同时, 中国西部电解铝计划新增产能超过1300万吨, 中东部电解铝企业在地方政府支持下继续运行。在中国经济放缓, 行业需求低迷背景下, 产能扩张和地方保护使得铝行业景气度短期难以回升。
- **给予公司“增持”评级。**公司2012-2013年出现亏损, 明年业绩有所改善, 但是难以摆脱亏损, 预测每股收益-0.37元和-0.10元, 考虑未来公司可能增加非铝资产以改善经营资产结构, 给予“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 行业景气度继续下滑, 公司亏损扩大。

盈利预测

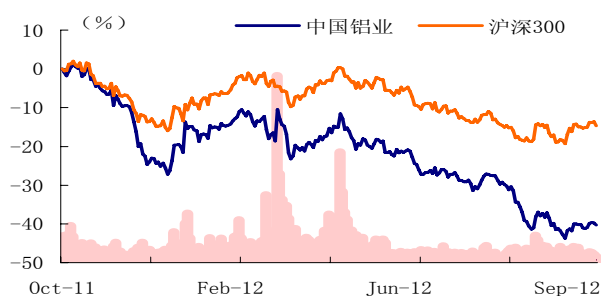
	2010	2011	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	1,209.95	1,458.74	1467.78	1555.85
增长比率 (%)	72.19	20.56	0.62	5.00
净利润 (亿元)	7.78	2.38	-50.03	-13.52
增长比率 (%)		(69.41)	--	--
每股收益 (元)	0.08	0.03	-0.37	-0.10
市盈率 (倍)	62.96	204.00	--	--

市场数据 (2012年11月1日)

收盘价 (元)	4.95
一年内最高/最低 (元)	8.71/4.72
沪深300 指数	2297.88
市净率 (倍)	1.38
流通市值 (亿元)	474.25

基础数据 (2012年06月30日)

每股净资产 (元)	3.60
每股经营现金流 (元)	(.19)
毛利率 (%)	1.00
净资产收益率 (%)	(6.68)
资产负债率 (%)	69.54
总股本/流通股 (万股)	958,052/958,052
B股/H股 (万股)	/3,943,966

个股相对沪深 300 指数走势

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望： 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出： 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。