

2014年12月23日

# 中国铝业 (601600)

——改革风动，涅槃重生

报告原因：调整投资评级

## 增持

维持

市场数据：2014年12月22日

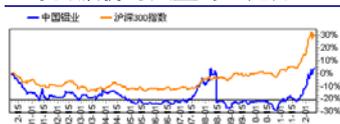
收盘价(元)	5.80
一年内最高/最低(元)	5.80/2.97
上证指数/深证成指	2938/10462
市净率	1.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	49436

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	2.89
资产负债率%	74.25
总股本/流通A股(百万)	13525/9581
流通B股/H股(百万)	-/3944

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《中国铝业(601600)——国企改革助力转型加速，维持增持评级》

2014/03/24

《中国铝业(601600)2012年半年报点评》 2012/08/27

### 证券分析师

叶培培 A0230511040055 ARG353  
yepp@swsresearch.com  
徐若旭 A0230514070002  
xurx@swsresearch.com

### 联系人

徐若旭  
(8621)23297818x7427  
[xurx@swsresearch.com](mailto:xurx@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	173,038	16	948	-	0.07	2.2	2.1	74	28
14Q1-Q3	104,786	-14	-5,412	-	-0.40	1.8	-13.9	-	-
2014E	171,751	-0.7	-6,829	-820.4	-0.50	1.4	-18.2	-10.2	38.7
2015E	183,108	6.6	102	-	0.01	5.1	0.3	682.4	19.0
2016E	192,544	5.2	457	346.7	0.03	5.9	1.2	152.7	14.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点：

● **向死而生倒逼改革提升效率。**我们认为这位昔日巨人正在醒来和重塑核心竞争力，公司易帅将加速改革进程。首先，公司战略将立足于置换不盈利资产（电解铝）和主动收缩经营范围（剥离光伏等），专注铝土矿和氧化铝生产等，不再投入回报率过低的资产有助于提升ROE水平。第二，子公司和分公司层面引入混合所有制以及市场化考核机制。从财务指标上看，中铝最主要的问题来自于过高的债务产生的利息侵蚀企业的现金流，同时公司吨铝的三费费用高居行业榜首。未来中铝降本增效将体现在：严格执行人员的分流（2013年已分流8000多人），以及子公司或孙公司负责人实行竞聘上岗，负责人抵押私人资产做担保完成子公司或孙公司的扭亏、减亏目标，若最终没有完成，公司将没收抵押物。第三，我们预计电力改革，直购电的推行也将提升吨铝盈利空间，公司旗下子公司经营状况将有比较明显改善。

● **供给紧张从氧化铝传导至铝土矿或支撑铝价。**在印尼限制铝土矿进口后，我们按铝土矿：电解铝5:1，全国月均电解铝产量180万吨计算，目前中国每月的铝土矿供给缺口依旧高达172.5万吨。2014年市场多以直接进口氧化铝替代铝土矿需求的条件下，氧化铝价格也出现了持续的上涨，而随着四季度国产氧化铝的逐步投产，产业链供需的矛盾将由氧化铝迁徙至铝土矿。根据我们草根调研的结果，按照当前172.5万吨的供给缺口计算，目前国内全行业铝土矿库存大约在6个月以上，这也就意味着到2015年中期铝土矿将出现明显的供不应求，由此对铝价形成支撑。也是基于上述逻辑，我们预判2015年LME铝均价2035美元/吨，较2014年均价预计上涨6.6%。

● **投资建议：股价弹性十足，维持增持评级。**我们预计战略转型、降本增效、电力改革、以及铝价上扬都将提升中国铝业的盈利能力和投资价值，而且弹性十分巨大！公司每股盈利对铝价的变动极为敏感（电解铝价格每变动1000元/吨的时候，静态测算每股EPS将增厚0.23元）。我们对中国铝业铝土矿和土地使用权进行净资产重估后，每股净资产达到6.23元，对应目前股价仍具有安全边际！维持增持评级！

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们认为这位昔日巨人正在醒来和重塑核心竞争力，公司易帅将加速改革进程。战略转型、降本增效、电力改革、以及铝价上扬都将提升中国铝业的盈利能力和投资价值，而且弹性十分巨大！公司每股盈利对铝价的变动极为敏感（电解铝价格每变动1000元/吨的时候，静态测算每股EPS将增厚0.23元）。我们对中国铝业铝土矿和土地使用权进行净资产重估后，公司整体每股净资产达到6.23元，对应目前股价具有安全边际！维持增持评级！

### 关键假设点

(1) 铝土矿价格2015年上涨支撑铝价上行，2015年LME铝均价2035美元/吨，较2014年均价预计上涨6.6%；(2) 公司通过出售置换盈利较差资产，完善员工激励制度、收缩产业链聚焦铝土矿与氧化铝等措施，将显著提升公司经营效率。

### 有别于大众的认识

**市场认为中国铝业财务指标不佳，不具有投资价值。**我们认为尽管中国铝业2014年依旧很难看到盈利改善的空间，而我们认为公司未来战略转型、降本增效、电力改革、以及铝价上扬等逻辑将在中长期改善其业绩和凸显投资价值。首先，公司战略将立足于置换不盈利资产（电解铝）和主动收缩经营范围（剥离光伏等），集中优势力量聚焦于利润率更高的铝土矿和氧化铝生产等，不再投入回报率过低的资产有助于提升ROE水平。第二，我们认为公司在引入民间资本，实施混合所有制方面也将有所尝试，改革力度或超预期。未来中铝降本增效将体现在：严格执行人员的分流（2013年已分流8000多人），以及子公司或孙公司负责人实行竞聘上岗，负责人抵押私人资产做担保完成子公司或孙公司的扭亏、减亏目标，若最终没有完成，公司将没收抵押物。第三，我们预计电力改革，直购电的推行也将提升吨铝盈利空间，伴随逐步改善的铝价，我们认为中铝2015年大概率将出现经营层面的好转。

**市场担忧电解铝产能过剩从而压制铝价。**根据我们上游草根调研的结果，按照目前中国全行业铝土矿供给缺口172.5万吨/月计算，全中国部分铝企的铝土矿库存仅够维持6个月左右生产，这将从原料端极大支撑电解铝价格的上行。

### 股价表现的催化剂

其它央企国企改革方案出炉，国家对国企改革方案的重大支持表态；铝价大幅上涨；电力改革降低成本。

### 核心假设风险

铝土矿供需紧张未能推动铝价如期上涨；国企改革进度低于预期

# 目 录

---

<b>1. 向死而生倒逼改革提升效率 .....</b>	<b>4</b>
1.1 出售资产，降低资本支出，企业果断瘦身 .....	5
1.2 加强激励考核机制，主动收缩战线提升经营效率 .....	6
<b>2. 供给紧张从氧化铝传导至铝土矿或支撑铝价 .....</b>	<b>7</b>
2.1 铝土矿目前每月供给缺口 172.5 万吨 .....	7
2.2 供给紧张将逐步由氧化铝传导至铝土矿 .....	8
<b>3. 铝土矿价值重估净资产增值 3.31 元，维持增持评级 .....</b>	<b>9</b>
3.1 铝土矿价值重估后每股净资产增加 2.82 元 .....	9
3.2 土地价值重估后每股净资产增值 0.49 元 .....	10
3.3 公司业绩对铝价上涨敏感性极高 .....	11
3.3 15 年盈利大概率好转，股价具有安全边际，维持增持评级！ .....	11

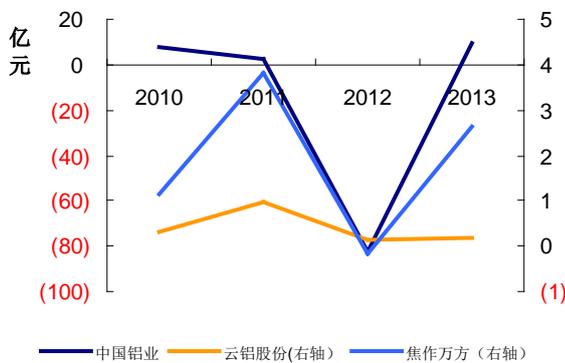
## 图表目录

图 1：中铝与云铝、焦作万方过去五年净利润对比.....	4
图 2：中铝云铝、焦作万方过去五年扣非后净利润对比.....	4
图 3：中铝资产负债率增长显著快于行业.....	4
图 4：中铝EBIT几乎不能覆盖利息支出.....	4
图 5：中铝销售费用和管理费用率行业领先.....	5
图 6：中铝吨铝三费费用高居行业榜首（2013）.....	5
图 7：中铝资本支出/折旧显示资产规模扩张被抑制.....	6
图 8：ROA出现改善， ROE依旧低位徘徊.....	6
图 9：2009-2014 年中国进口马来西亚铝土矿总量.....	8
图 10：2014 年前 10 月非印尼铝土矿进口量对比.....	8
图 11：13-14 年国内氧化铝投产进度不及电解铝产量增长.....	8
图 12：13 年 10 月份起氧化铝进口激增（峰值 70 万吨）.....	8
图 13：2015 年铝土矿将迎来一波类似 2014 年氧化铝的涨幅从而支撑铝价上行...	9
表 1：中铝近期处置资产一览.....	5
表 2：2014 年上半年中铝主要参股子公司亏损情况一览.....	6
表 3：中铝铝土矿价值重估后每股净资产增值 2.82 元.....	10
表 4：中铝出售子公司的土地使用权的溢价率.....	10
表 4：铝价对中国铝业业绩敏感性分析.....	11
表 5：利润表预测.....	12
表 6：合并现金流量表.....	12
表 7：合并资产负债表.....	13
表 8：重要财务指标.....	13

# 1. 向死而生倒逼改革提升效率

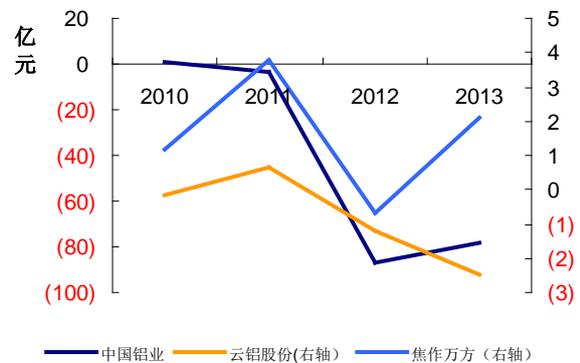
众所周知，中国铝业因这两年电解铝行业持续不景气，生产经营一直处于困难状态。在2012年巨幅亏损82亿元以后，通过出售铁矿股权和焦作万方部分股权(6.25%)才得以脱离亏损的泥潭。伴随可出售资产日渐减少，未来依靠非经常性损益度过亏损难关的日子将渐行渐远，中铝将不得不在主营方面做出转型的实际行动，尽可能提高自身的盈利水平，避免遭遇ST的尴尬（否则将极大限制未来融资行为），这也就自下而上倒逼企业生产经营管理等多方面的改革措施的提速。

图 1：中铝与云铝、焦作万方过去五年净利润对比



资料来源: wind, 申万研究

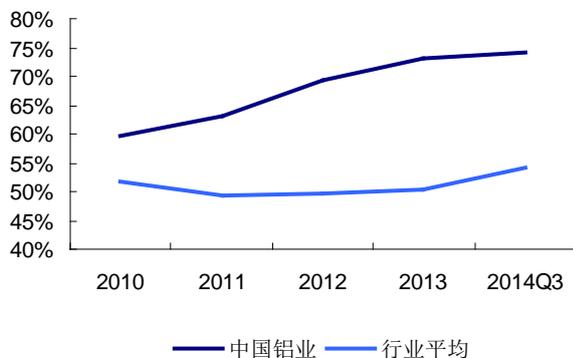
图 2：中铝云铝、焦作万方过去五年扣非后净利润对比



资料来源: wind, 申万研究

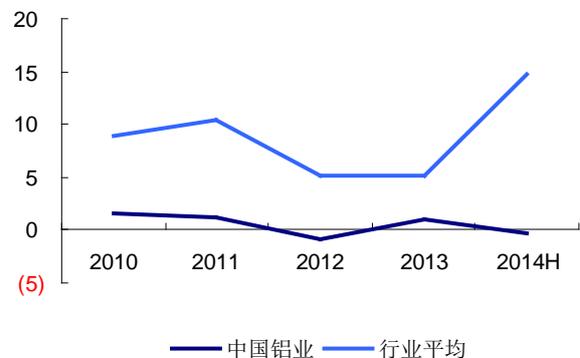
从财务指标上看，中铝最主要的问题来自于过高的债务产生的利息侵蚀企业的现金流，财务费用高企还造成了公司吨铝的三费费用高居行业榜首，这些问题未来将通过出售亏损资产、改革考核激励机制、引入民间资本改善现金收入对冲利息支出等多渠道改革手段进行解决。

图 3：中铝资产负债率增长显著快于行业



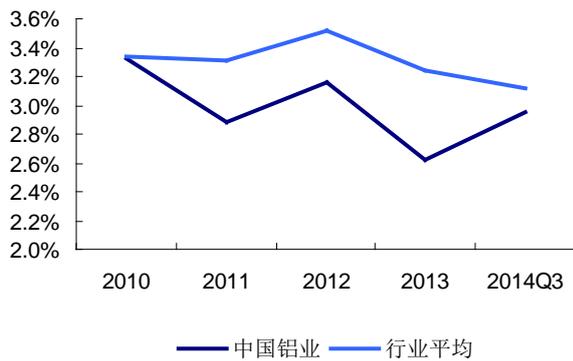
资料来源: wind, 申万研究

图 4：中铝 EBIT 几乎不能覆盖利息支出



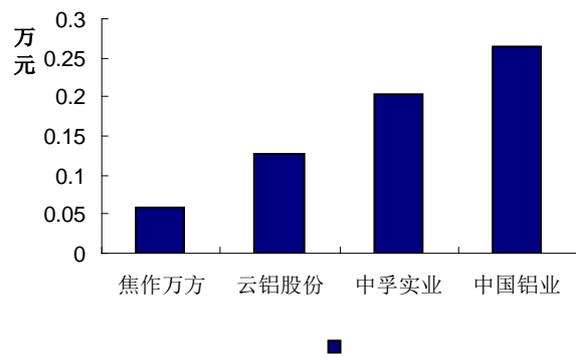
资料来源: wind, 申万研究

图 5：中铝销售费用和管理费用率行业领先



资料来源：wind, 申万研究

图 6：中铝吨铝三费费用高居行业榜首（2013）



资料来源：wind, 申万研究

## 1.1 出售资产，降低资本支出，企业果断瘦身

从中国铝业的年报中，我们可以看出，中国铝业的业务主要分为六大板块：氧化铝板块，原铝板块，铝加工板块，贸易板块，能源板块，总部及其他营运板块，而过于庞大的业务不利于企业加重了企业经营负担。从 2013 年起中铝也不断通过出售自身资产进行瘦身，已处置的包括铝铁矿股权、铝加工股权，焦作万方的股权减持等，2013 年中国铝业累计处置 110.39 亿元资产，总资产也随之下降至 1995.07 亿元。

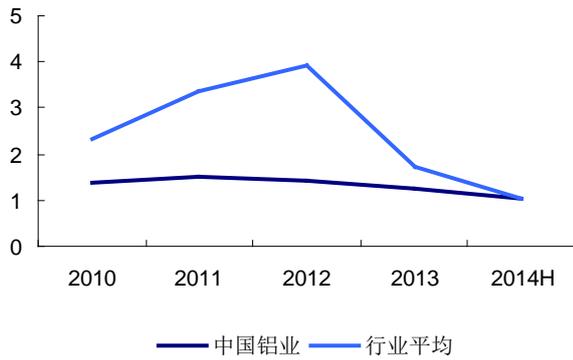
表 1：中铝近期处置资产一览

日期	出售资产	接收方	价值 (亿元)
2013-6-6	出售贵州分公司氧化铝生产线等资产	中铝公司贵州铝厂	4.43
2013-6-6	出售西北铝加工分公司资产	中铝公司西北铝加工厂	16.6
2013-6-9	出售八家铝加工企业股权	中铝公司	32.42
2013-6-9	河南铝业和青岛轻金属委托贷款债权	中铝公司	30
2013-10-18	中铝铁矿 65% 股权	中铝香港与中铝公司及其全资附属公司中铝海外控股	26.94
2014-12-19	中铝宁夏能源所属四家矽产业子公司	预计中铝公司	0
	合计		110.39

资料来源：申万研究

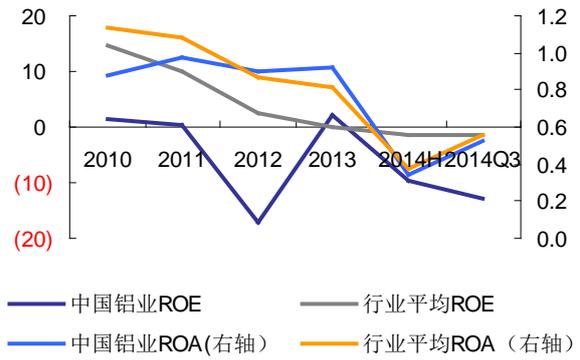
另一方面，在提高资金使用效率方面，公司紧盯经营现金流目标，加强资金预算管理提高了公司整体资金效率，同时，公司严控资本性支出，2013 年全年资本性支出已（含资源开发与资本运作）同比降低 36.06%。从资本支出/折旧摊销指标来看，公司 2012 年行业还在加速扩张的时候就已开始严控规模扩张，指标呈现平稳缓慢下滑态势。不再投入回报率过低的资产有助于企业提升总资产周转率，进而提升 ROE 的水平。

图7：中铝资本支出/折旧显示资产规模扩张被抑制



资料来源：wind, 申万研究

图8：ROA 出现改善， ROE 依旧低位徘徊



资料来源：wind, 申万研究

近期中铝打包出售旗下4家亏损的光伏企业正是新瘦身战略的代表，中铝表示若挂牌出售的限定时间内没有完成，中铝宁能将对上述4加子公司实施清算或申请破产。可以预见未来中铝继续瘦身，包括人员的分流（2013年已分流8000多人）和置换不盈利资产等，旗下山西华泽铝电、中国铝业遵义氧化铝、包头铝业、抚顺铝业等持续亏损子公司都可能成为潜在标的，2014年上半年中铝主要参股子公司合计亏损约10.43亿元（年化20.86亿元，对应每股收益0.15元）。

表2：2014年上半年中铝主要参股子公司亏损情况一览

公司名称	业务性质	主要产品及服务	总资产(亿元)	净资产(亿元)	净利润(亿元)
山西华泽铝电有限公司	制造	原铝、阳极炭素生产销售	57.68	13.44	-1.84
山西华圣铝业有限公司	制造	原铝、铝合金、炭素生产销售	22.26	8.69	-1.51
中国铝业遵义氧化铝有限公司	制造	氧化铝的生产及销售	51.07	12.39	-0.08
甘肃华阳矿业开发有限责任公司	矿业	铁矿石、生铁等批发与零售	6.8	6.78	-0.03
包头铝业有限公司	制造	铝、铝合金、炭素等生产销售	73.02	21.74	-2.14
抚顺铝业有限公司	制造	铝冶炼、有色金属制造及销售	35.71	12.32	-1.67
遵义铝业股份有限公司	制造	原铝的生产及销售	19.12	-0.61	-1.33
山东华宇铝电有限公司	制造	原铝的生产及销售	30.98	16.27	-0.5
甘肃华鹭铝业有限公司	制造	原铝的生产及销售	21.01	8.58	-1.33
<b>合计</b>			<b>317.65</b>		<b>-10.43</b>

资料来源：申万研究

## 1.2 加强激励考核机制，主动收缩战线提升经营效率

10月20日，中铝公司召开干部大会，中共中央组织部副部长王京清宣布了党中央、国务院关于中铝公司主要领导变动的决定：葛红林同志任中铝公司董事长、党组书记，免去熊维平同志中铝公司董事长、党组书记职务，另有任用。董事长职务任免按有关法律和程序办理。

领导层面的调整意味着企业战略方针的变化。2014年以来，中国铝业加强了激励考核机制——2014年中铝要求子公司或孙公司负责人实行竞聘上岗，考核3年业绩指标，负责人抵押私人资产做担保完成子公司或孙公司的扭亏、减亏目标，若最终没有完成，公司将没收抵押物。在这种激励条件下，公司旗下子公司经营状况有比较明显改善，比如遵义铝业股份有限公司在2014年上半年铝价如此低迷的情况下也仅亏损1.33亿元，远好于2013年全年的5.18亿元。

**在长远战略规划上，公司打算逐步缩减电解铝业务，专注于上游的氧化铝和铝土矿生产，专注于公司自身的优势产业，这将在未来大幅提升企业的盈利水平和经营效率。**

在运营转型、管理提升方面，公司开展了全面对标管理和建立模范工厂工作，组织企业负责人到行业先进企业观摩学习，从体制机制和劳动生产率上、从设计和投资指标上、从工艺消耗和成本费用上实行全面对标，寻找差距和潜力，梳理解决问题的方法和途径；启动矿山业务单元构建工作并已正式运行，建立相对独立的矿山业务模拟市场化管理机制。

根据公开资料显示，2014年上半年，公司氧化铝制造成本同比下降6.89%，电解铝制造成本同比下降3.46%。另外通过管理提升，公司2014年上半年氧化铝一级品率同比提高7.49个百分点，综合能耗同比降低11.08%；铝锭综合交流电耗同比降低0.81%；氧化铝热电供汽成本同比下降14.49%；设备修理费同比降低8.91%。这些成效都是经营效率提升的体现。

未来，我们认为公司在引入民间资本，实施混合所有制方面也将有所尝试，改革力度或超预期。我们预计中铝的国企改革将进一步改善公司产品生产效率，加强经营管理从而进一步降低费用率水平；在长期战略规划上，主动收缩产业链，集中优势力量聚焦于利润率更高的上游行业——铝土矿与氧化铝；保障企业ROIC，在降息周期下通过债务展期缓释利息支出的压力，伴随逐步改善的铝价，我们认为中铝2015年大概率将出现经营指标层面的好转。

## 2. 供给紧张从氧化铝传导至铝土矿或支撑铝价

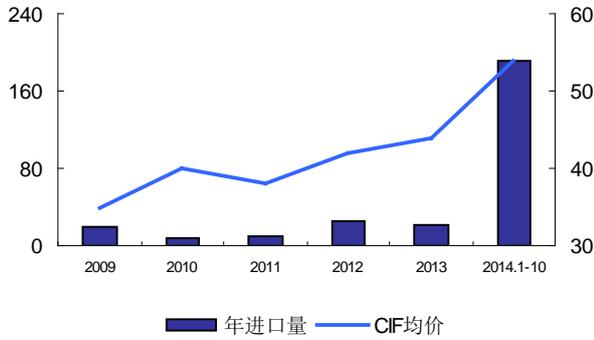
### 2.1 铝土矿目前每月供给缺口172.5万吨

2014年铝行业发生的最重要的变化是印尼正式限制铝土矿的原矿出口。在印尼限制出口前，中国约有60%-75%的铝土矿从印尼进口，路径上存在高度依赖。

在印尼铝土矿出口被限后，国内主要通过澳大利亚、马来西亚等地进行铝土矿进口的弥补。数据显示2014年1-10月中国从马来西亚进口铝土矿约190万吨，2013年全年尚不到20万吨。

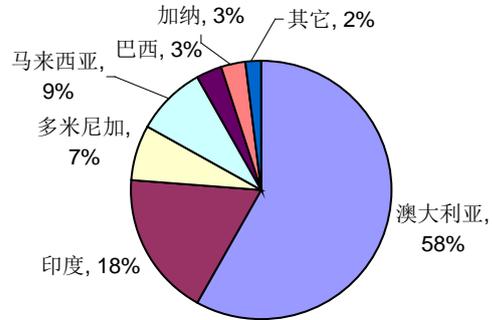
尽管如此，我们按铝土矿：电解铝 5:1，全国月均电解铝产量 180 万吨计算，目前中国每月的铝土矿供给缺口依旧高达 172.5 万吨。

图 9：2009-2014 年中国进口马来西亚铝土矿总量



资料来源：SMM，申万研究

图 10：2014 年前 10 月非印尼铝土矿进口量对比

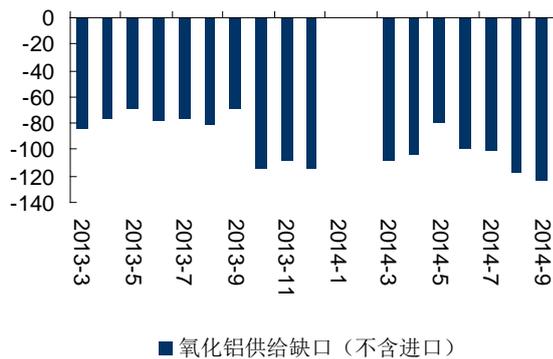


资料来源：中国海关，申万研究

## 2.2 供给紧张将逐步由氧化铝传导至铝土矿

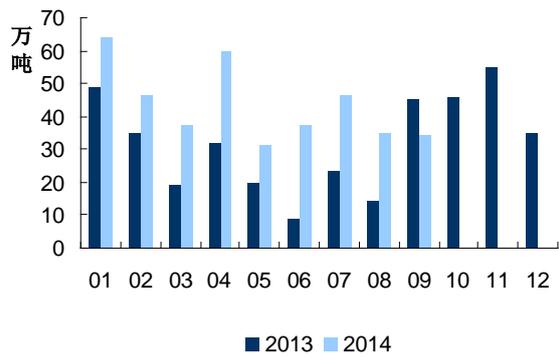
当中国铝土矿紧缺造成了氧化铝的供给缺口，加之 2013-2014 年国内氧化铝投产进度不及电解铝产量增长，从而导致氧化铝进口自 2013 年 10 月后激增。在市场多以直接进口氧化铝替代铝土矿需求的条件下，氧化铝价格也出现了持续的上涨！

图 11：13-14 年国内氧化铝投产进度不及电解铝产量增长



资料来源：SMM，申万研究

图 12：13 年 10 月份起氧化铝进口激增（峰值 70 万吨）



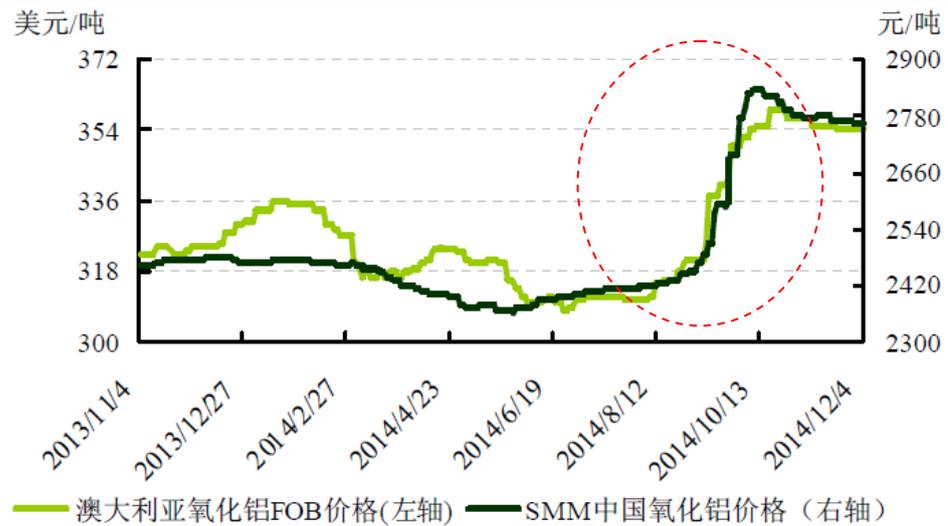
资料来源：中国海关，申万研究

我们认为，随着四季度国产氧化铝的逐步投产，产业链供需的矛盾将由氧化铝迁徙至铝土矿。根据我们草根调研的结果，按照当前 172.5 万吨的供给缺口计算，目前

国内全行业铝土矿库存大约在6个月左右，部分大型铝企如魏桥等会略多一些。这就意味着到2015年中期铝土矿将出现明显的供不应求。

所以尽管2014年铝土矿价格已经同比上涨了约20%左右，但我们认为铝土矿真正的供需矛盾格局还未到来，预计2015年铝土矿价格还将进一步上涨，由此对铝价形成支撑。也是基于上述逻辑，我们预判2015年LME铝均价2035美元/吨，较2014年均价预计上涨6.6%。

图 13：2015 年铝土矿将迎来一波类似 2014 年氧化铝的涨幅从而支撑铝价上行



资料来源：SMM 申万研究

### 3. 铝土矿价值重估净资产增值 3.31 元，维持增持评级

#### 3.1 铝土矿价值重估后每股净资产增加 2.82 元

目前中铝的 PB 约为 1.77 倍，但其每股净资产依然有潜力存在上调的空间，主要得益于其 8.7 亿吨铝土矿总储量的价值重估，目前根据 2013 年中铝的报表显示无形资产中采矿权和探矿权合计价值为 88.04 亿元；

在中性假设条件下，不考虑其它如长期股权投资，固定资产增值的条件下——我们按照最新铝土矿均价 329 元/吨，按折现率 5%，净利率 35%，46 年实际开采年限对中铝 8.7 亿吨铝土矿进行净现金流折现，得到 8.7 亿吨铝土矿重估后的价值为 211 亿元，增值约 393 亿元，按 135 亿股本计算，每股净资产增加约 2.82 元至 5.71 元，重估后公司对应 PB0.92 倍，股价目前仍具有安全边际。

**表 3：中铝铝土矿价值重估后每股净资产增值 2.82 元**

名称	数值
铝土矿（亿吨）	8.7
2014 年产量（万吨）	1713
静态开采年限（年）	50.79
实际预估开采年限（年）	46
折现率	5%
铝土矿均价（元/吨）	329
累计折现（亿元）	469
账面价值（亿元）	88.04
总股本（亿股）	135.24
<b>每股增值（元）</b>	<b>2.82</b>

资料来源：申万研究

### 3.2 土地价值重估后每股净资产增值 0.49 元

我们认为除了铝土矿之外，中铝另一块值得重估的净资产来自于公司土地使用权。我们根据中铝已经出售的 9 家公司作为参考，其出售子公司的土地使用权平均增值率为 182.75%：

**表 4：中铝出售子公司的土地使用权的溢价率**

单位：万元	无形资产中的土地使用权		
中铝子公司	土地使用权账面价值	土地使用权评估值	增值率
贵州中铝铝业	4,194.96	5,354.48	27.64%
中铝河南铝业	11,146.19	21,253.82	90.68%
华西铝业	145.8	6,624.96	4443.87%
中铝青岛轻金属	2,282.97	6,606.66	189.39%
中铝瑞闽铝板带	6,993.21	30,848.08	341.11%
中铝萨帕特种铝材	5,649.25	5,714.49	1.15%
中铝西南铝板带	2,241.01	6,401.81	185.67%
中铝西南铝冷连轧板带	915.65	12,113.39	1222.93%
总计	33,569.04	94,917.69	182.75%

资料来源：申万研究

参考上述估值溢价率，我们对 2014 年把年报中公司无形资产下披露的土地使用权 36.4 亿元进行重估，重估后增值部分将达到 66.52 亿元，对应每股净资产增值 0.49 元。

### 3.3 公司业绩对铝价上涨敏感性极高

根据我们下表的测算，当电解铝价格每变动 1000 元/吨的时候，公司净利润变化幅度极大，这给予了公司极大的业绩弹性。根据计算结果，当铝价从 13650 元/吨上涨至 14650 元/吨时，每股 EPS 将增厚 0.23 元。

表 4: 铝价对中国铝业业绩敏感性分析

	中国铝业		
	悲观	中性	乐观
电解铝产量（万吨）	320	320	320
<b>铝价（元/吨）</b>	<b>12,650</b>	<b>13,650</b>	<b>14,650</b>
增值稅率	17.0%	17.0%	17.0%
所得稅率	25.0%	25.0%	25.0%
金属价格折算系数	60.0%	60.0%	60.0%
净利润（百万）	-6,750	-3,545	-340
总股本（百万股）	13,500	13,500	13,500
每股收益	-0.50	-0.25	0.01

资料来源：申万研究

### 3.3 15 年盈利大概率好转，股价具有安全边际，维持增持评级！

我们认为尽管中国铝业 2014 年依旧很难看到盈利改善的空间，但国企改革，企业瘦身的逻辑则将在长期影响公司业绩。未来，我们认为公司在引入民间资本，实施混合所有制方面也将有所尝试，改革力度或超预期。我们预计中铝的国企改革将进一步改善公司产品生产效率，加强经营管理从而进一步降低费用率水平，主动收缩产业链，集中优势力量聚焦于利润率更高的上游行业——铝土矿与氧化铝，保障企业 ROIC，在降息周期下通过债务展期缓释利息支出的压力，伴随逐步改善的铝价，我们认为中铝 2015 年大概率将出现经营指标层面的好转。

另外，我们认为 2015 年印尼限制出口导致的供需矛盾将逐步由氧化铝迁徙至铝土矿，从而刺激铝土矿价格继续大幅上涨，边际上支撑铝价的上行。我们预判 2015 年 LME 铝均价 2035 美元/吨，较 2014 年均价预计上涨 6.6%。

我们对中国铝业铝土矿和土地使用权进行净资产重估后，认为其净资产至少增加 3.31 元，公司整体每股净资产达到 6.23 元，对应目前 5.8 元股价仍具有安全边际！考虑未来固定资产和长期股权投资仍有增值空间，且公司每股盈利对铝价的变动极为敏感，我们维持增持评级！

表 5: 利润表预测

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	149,479	173,038	171,751	183,108	192,544
营业总成本	159,584	181,592	179,608	183,015	192,140
营业成本	148,406	169,291	169,358	173,726	181,134
营业税金及附加	290	374	372	396	416
销售费用	1,968	1,935	1,921	2,048	2,153
管理费用	2,744	2,607	2,588	2,759	2,901
财务费用	4,664	5,585	6,755	6,013	5,473
资产减值损失	1,511	1,799	(1,386)	73	61
公允价值变动损益	(16)	(5)	0	0	0
投资收益	233	7,661	0	0	0
营业利润	(9,887)	(897)	(7,857)	93	404
营业外收支	795	1,959	0	0	0
利润总额	(9,092)	1,062	(7,857)	93	404
所得税	(448)	338	0	(5)	(21)
净利润	(8,644)	723	(7,857)	98	425
少数股东损益	(410)	(224)	(1,028)	(4)	(32)
归属母公司所有者净利润	(8,234)	948	(6,829)	102	457

表 6: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	(8,644)	723	(7,857)	98	425
加: 折旧摊销减值	7,896	9,187	5,482	8,128	9,280
财务费用	0	0	6,755	4,013	5,473
非经营损失	(822)	(7,534)	0	0	0
营运资本变动	(2,298)	1,130	34	(596)	(719)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,122	8,251	4,414	11,644	14,459
资本开支	9,019	7,824	10,175	9,190	8,192
其它投资现金流	(13,822)	(1,729)	(5)	0	1
投资活动现金流	(23,153)	(7,686)	(10,180)	(9,190)	(8,191)
吸收投资	4,104	194	0	0	0
负债净变化	(7,579)	(16,835)	37,064	7,713	(6,949)
支付股利、利息	5,359	7,007	6,755	4,013	5,473
其它融资现金流	(206)	348	0	0	0
融资活动现金流	20,429	1,758	30,309	3,700	(12,422)
净现金流	(1,528)	2,318	24,543	6,154	(6,154)

表 7：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	49,016	63,065	61,066	68,126	63,280
现金及等价物	10,201	12,426	9,069	15,222	9,067
应收款项	9,818	24,056	24,026	24,290	24,509
存货净额	25,596	23,536	24,924	25,567	26,657
其他流动资产	3,401	3,047	3,047	3,047	3,047
长期投资	19,213	6,985	6,985	6,985	6,985
固定资产	96,248	100,606	103,913	105,049	104,022
无形资产及其他资产	10,539	28,851	28,851	28,851	28,851
资产总计	175,017	199,507	200,815	209,010	203,138
流动负债	83,853	96,738	126,744	127,777	114,415
短期借款	51,260	58,759	88,759	89,408	75,395
应付款项	9,315	14,999	15,005	15,389	16,041
其它流动负债	16,684	15,288	15,288	15,288	15,288
非流动负债	37,392	49,067	56,131	63,195	70,259
负债合计	121,246	145,805	182,875	190,972	184,674
股本	13,524	13,524	13,524	13,524	13,524
资本公积	13,988	13,743	13,743	13,743	13,743
盈余公积	5,868	5,868	5,868	5,868	5,868
未分配利润	10,363	11,076	4,248	4,350	4,807
少数股东权益	9,936	9,344	8,316	8,312	8,280
股东权益	53,771	53,702	45,790	45,888	46,313
负债和股东权益合计	175,017	199,507	228,665	236,860	230,987

表 8：重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	-0.61	0.07	-0.50	0.01	0.03
每股经营现金流	0.08	0.61	0.33	0.86	1.07
每股净资产(重估前)	3.24	3.28	2.77	2.78	2.81
关键运营指标(%)					
ROIC	(4.6)	(2.2)	(0.8)	2.9	4.2
ROE	(18.8)	2.1	(18.2)	0.3	1.2
毛利率	0.7	2.2	1.4	5.1	5.9
EBITDA Margin	0.6	2.6	3.4	6.6	7.8
EBIT Margin	(3.6)	(1.7)	(0.6)	2.2	3.1
收入同比增长	2.5	15.8	(0.7)	6.6	5.2

净利润同比增长	(3559.9)	-	(820.4)	-	346.7
资产负债率	69.3	73.1	91.1	91.4	90.9
净资产周转率	3.41	3.90	4.58	4.87	5.06
总资产周转率	0.85	0.87	0.86	0.88	0.95
有效税率	4.8	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
估值指标(倍)					
P/E	-8.5	73.6	-10.2	682.4	152.7
P/B	1.6	1.6	1.9	1.9	1.8
EV/Sale	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	147.2	37.9	35.9	17.1	13.8

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。