

公司研究/调研报告

2016年11月23日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 4.37
合理价格区间(元): 4.80-5.16

陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

杨欧雯 010-56793972
联系人 yangouwen@htsc.com

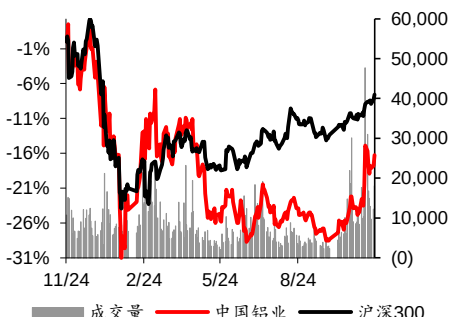
孙雪琬 010-56793961
联系人 sunxuewan@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

相关研究

- 1 《中国铝业(601600):行业持续低迷,改革尚可期待》 2015.10
- 2 《中国铝业(601600):瘦身出现效果,改革仍可期待》 2015.08

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	14,904
流通 A 股 (百万股)	10,960
52 周内股价区间 (元)	3.60-5.35
总市值 (百万元)	65,130
总资产 (百万元)	191,079
每股净资产 (元)	2.53

资料来源: 公司公告

降本有条不紊, 盈利改善持续

中国铝业(601600)

巨头转型值得期待

2016 年 11 月华泰证券参加了中国铝业组织的反路演并调研了中国铝业广西分公司, 期间参观了平果铝土矿厂和氧化铝厂, 厂区运营的自动化、专业化、效率化给我们留下了深刻的印象。作为中国铝行业的巨头, 中国铝业近年来致力于降本降耗, 绩效改革, 已取得了一些实质性效果。随着相关项目和改革的进一步推进, 以及铝行业本身的结构改善, 我们认为中国铝业未来经营业绩值得期待。

资源得天独厚, 保障长端竞争力

中铝广西分公司位于广西省百色市平果县, 当地拥有丰富的铝土矿资源, 可采储量达 1.5 亿吨, 占全国可采储量的 15% 以上。当地矿石质地较好, 铝硅比为 9, 且多为熔岩堆积型矿山, 目前中铝广西分公司的开采成本仅在 155 元/吨左右, 成本竞争力较强。我国自身铝土矿资源较为匮乏, 对外依赖度较高, 未来铝资源约束或将成为制约铝企竞争力的重要因素, 中铝坐拥丰富的铝土矿资源, 目前仍在通过勘探进一步夯实其资源地位, 公司未来长端竞争力将获保证。

成本和技术领先, 向综合性铝企不断迈进

中铝广西分公司年产铝土矿 600 万吨、氧化铝 250 万吨、铁精矿 80 万吨、金属镓 40 万吨, 其中氧化铝的生产成本在 1500 元/吨以下, 主要因公司资源自给, 且采用先进的设备和自建配套设施。依托于产品在成本和技术上的优势, 公司未来将投建 40 万吨铝合金项目和自备电厂, 同时继续推进降本降耗措施, 向综合性铝企迈进。

降本有条不紊, 静待行业回暖

中国铝业前三季度实现净利润 1.08 亿元, 同比增加 10 亿元, 成本控制是实现效益转好的最大功臣。电解铝为标准化产品, 成本是企业经营的核心竞争力, 近年中国铝业以降成本为核心, 并将成本线分解到各个企业, 量化到人员的考核之中, 同时通过裁撤冗员和资产剥离等措施进一步优化公司业务和人员结构, 已取得较好成果。再加上铝行业今年以来已出现结构性改善, 铝企盈利状况普遍好转, 中铝作为铝业巨头亦将充分获益。

盈利改善有望持续, 维持公司“增持”评级

中国铝业作为中国最大的综合性铝业公司, 本身拥有资源优势和产业协同优势, 目前公司经营目标清晰, 降本降耗以及绩效改革等措施均落在实处, 报表端已有较好体现, 我们看好公司未来盈利能力的持续。基于铝行业结构性改善以及铝价持续上行, 我们上调了价格假设, 预计 2016-2018 铝价为 12500、13000、13500 元/吨, 预计 2016-2018 年公司将实现净利润 2.24、17.53、22.02 亿元, 对应 EPS 为 0.02、0.12、0.15 元。我们选取部分国有有色企业作估值对比, 取 2017 年 40-43 倍 PE 作为估值基础, 对应公司目标价为 4.80-5.16 元/股, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不达预期, 电价上行超预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	123,446	123,616	128,775	133,665
+/-%	(13.07)	0.14	4.17	3.80
净利润 (百万元)	206.32	223.96	1,753	2,202
+/-%	101.27	8.55	682.74	25.61
EPS (元)	0.01	0.02	0.12	0.15
PE (倍)	309.90	285.49	36.47	29.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

中铝广西：坐拥优质资源，向综合型铝企迈进	4
基本情况	4
铝土矿厂：优质资源得天独厚	5
氧化铝厂：成本和技术领先	6
技术领先，开拓国内先河	7
成本优势明显	7
氧化铝价格回暖，盈利或续辉煌	8
未来规划：资源为纲，下游拓宽	9
降本有条不紊，静待行业回暖	10
船大并非掉头难	10
包头铝业：扭亏为盈，窥斑见豹	11
行业供需结构性改善，中铝将充分受益	12
维持“增持”评级	14
PE/PB - Bands	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：中国铝业广西分公司发展历程	4
图表 2：中铝广西历年产值（万元）	4
图表 3：中铝广西产品结构	4
图表 4：中国铝土矿资源储量相对较少（2014 年）	5
图表 5：铝土矿价格（元/吨）	5
图表 6：中国铝土矿资源分布（2011 年）	5
图表 7：中铝广西铝土矿皮带传输装置	6
图表 8：绿色矿山循环	6
图表 9：中铝广西分公司氧化铝厂历史沿革	6
图表 10：中国铝业广西分公司氧化铝厂各产品情况	7
图表 11：中铝广西氧化铝生产的六大工序	7
图表 12：上市公司氧化铝业务毛利率	8
图表 13：2016 年 9 月各地主要样本氧化铝企业加权平均成本（元/吨）	8
图表 14：氧化铝成本结构（2015 年）	8
图表 15：中铝广西分公司造气车间	8
图表 16：中铝广西历年利润总额（百万）	8
图表 17：中铝广西历年税费贡献（百万）	8
图表 18：2016 年下半年氧化铝价格上涨较快（单位：元/吨）	9
图表 19：中国铝业股权结构	10
图表 20：中国铝业毛利率不断提升	10

图表 21: 中国铝业降本效果 (2015H1 VS 2016H1)	10
图表 22: 中国铝业 2016 年前三季度业绩同比改善明显 (亿元)	11
图表 23: 包头铝业电解铝历年产量 (万吨)	11
图表 24: 中国铝业下属几大电解铝生产企业	11
图表 25: 包头铝业普铝制造成本下降 (单元/吨)	12
图表 26: 包头铝业利润显著改善 (单位: 亿元)	12
图表 27: 今年电解铝价格出现较大反弹	12
图表 28: 今年国内乘用车销量增速较快	12
图表 29: 国内电解铝产能净增速放缓	13
图表 30: 国内产能关停规模呈快速上涨的趋势	13
图表 31: 可比上市公司估值情况	14
图表 32: 中国铝业历史 PE-Bands	14
图表 33: 中国铝业历史 PB-Bands	14

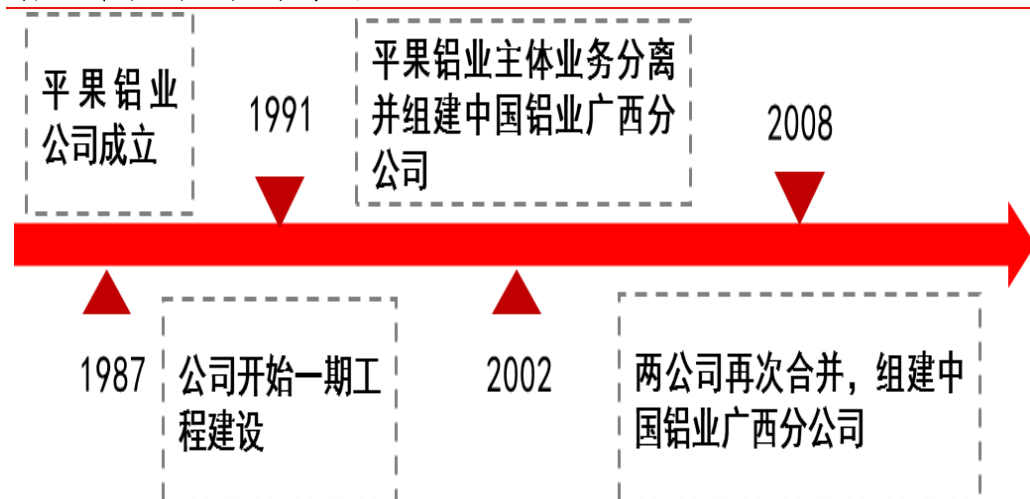
中铝广西：坐拥优质资源，向综合型铝企迈进

2016 年 11 月华泰证券参加中国铝业组织的反路演并调研了中国铝业广西分公司（以下简称中铝广西）。中国铝业作为全国规模最大的综合性铝业公司，近年来在“市场倒逼成本，成本倒逼改革”的背景之下，致力于加强成本控制及提升经营效率，已卓有成效。此次在中铝广西我们参观了铝土矿厂和氧化铝厂，厂区运营的自动化、专业化、效率化给我们留下了深刻的印象。作为中国铝行业的巨头，在一些细节的管控上，在整体战略的规划上，以及各类降本措施的执行上，中国铝业都下了苦功，出了成效。随着后续自备电厂的投建、产能迁移项目以及合金项目的推进，我们认为中国铝业未来经营业绩值得期待，将向全球铝行业执牛耳者的地位不断迈进。

基本情况

中铝广西分公司坐落广西百色市平果县，为中国铝业股份有限公司成员单位之一，是集矿山开采和氧化铝、电解铝生产于一体的国有控股大型铝冶炼联合企业。早在 1986 年，邓小平和王震同志到广西视察工作就听取了关于开发平果铝土矿问题的汇报，之后平果铝业公司于次年 7 月成立，经过一系列扩张、改组，于 2008 年合并组建成为现在的中国铝业广西分公司。

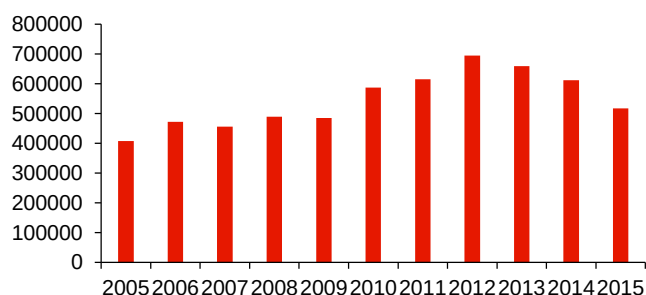
图表1：中国铝业广西分公司发展历程



资料来源：中国铝业广西分公司，华泰证券研究所

公司以平果铝土矿为依托，现已发展成为综合铝产业生产基地，目前拥有在职员工 2500 余人，实现年产铝土矿 600 多万吨，氧化铝 250 万吨，铁精矿 80 万吨、金属镓 40 万吨，此外公司还拥有热电厂等相关配套设施。自成立以来，公司产能逐年递增，年均复合增长率达 9.8%，截止 2015 年底，公司总资产已超过 80 亿元，累计实现工业总产值超过 800 亿元，利润超过 170 亿元，上交各类税费超过 120 亿元。

图表2：中铝广西历年产值（万元）



资料来源：中国铝业广西分公司，华泰证券研究所

图表3：中铝广西产品结构



资料来源：中国铝业广西分公司，华泰证券研究所

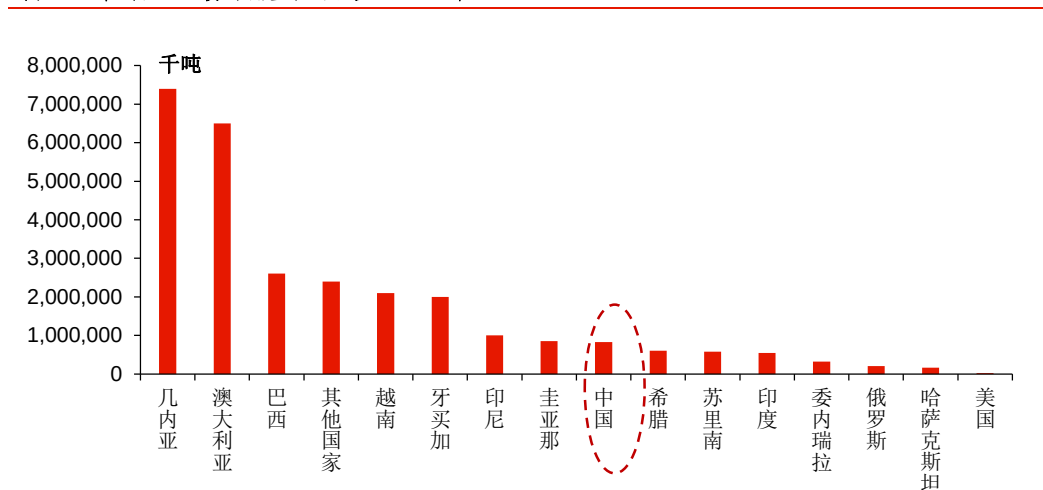
受到全球经济增长乏力、下游需求不振的影响，公司产值在 2012 后有小幅下降，但随着行业去产能、调结构等政策的推行，公司盈利情况有所好转，15 年公司利润总额再次突破 10 亿元。

铝土矿厂：优质资源得天独厚

铝土矿是用来生产氧化铝的原料，也是所有铝产品最上游的资源。中国虽然是氧化铝、电解铝以及铝材的生产消费大国，但是在铝土矿的产储方面一直不高。尽管目前国内资源自给率超过 50%，但可采年限不到 10 年，因此资源约束将成为制约未来铝企竞争力的重要因素。

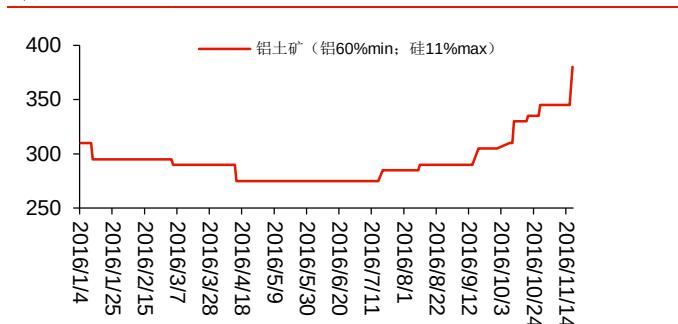
储量、品位均优。平果铝土矿是中国铝业广西分公司唯一的铝土矿原料矿山，也是国内外首次开发利用的一种新型铝土矿种——岩溶堆积型铝土矿，公司也是平果县唯一的持证采矿企业。现探明储量约为 2 亿吨，可开采量 1.53 亿吨，除去已开采部分，按目前产能 600 万吨算，可采年限还有 10 年。截止 2015 年，我国铝土矿基础储量为 9.56 亿吨，而平果铝土矿就占据了约两成，远高于其他典型矿床。而且我国高质量铝土矿存量较少，可利用资源的质量也在逐年下降。铝硅比在 5 以下的矿石占资源总量的 70% 以上，经过多年的消耗，我国铝硅比在 8 以上高品位铝土矿已濒临枯竭。而平果铝土矿为中铝低洼高铁一水硬铝石矿，铝硅比之前是 13，现在尽管有所下降，但依旧为 9，仍属于高品位矿。

图表4： 中国铝土矿资源储量相对较少（2014 年）



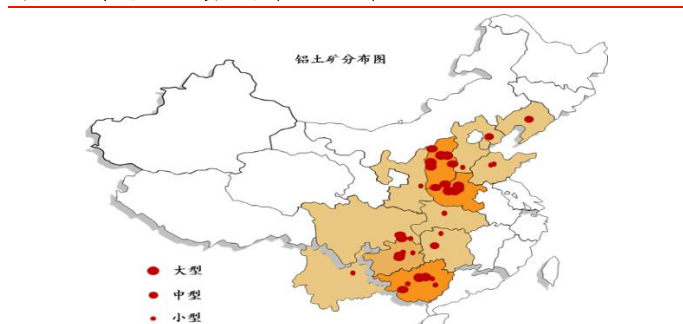
资料来源：USGS，华泰证券研究所

图表5： 铝土矿价格（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，华泰证券研究所

图表6： 中国铝土矿资源分布（2011 年）



资料来源：矿产资源网，华泰证券研究所

中国铝土矿多以一水硬铝石为主，铝硅普遍较低，因此开采成本高。但由于平果铝土矿多为堆积矿，采用露天开采，开采成本仅约 155 元/吨，相比国内行业平均 250 元/吨的开采成本几乎低了 100 元/吨，而目前市场上铝土矿价格基本在 350 元/吨以上，平果铝土矿成本的优势较为明显。

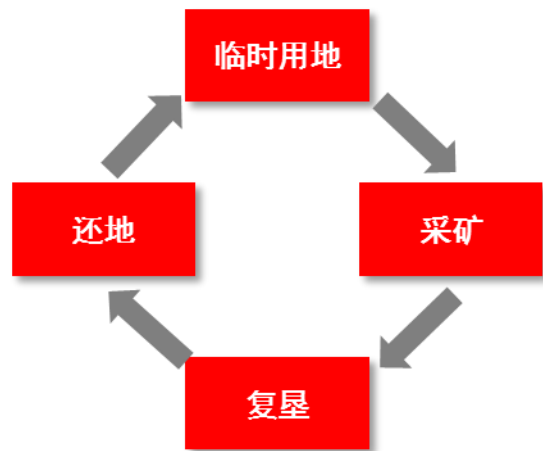
自动化设备提高运输效率。公司铝土矿厂和氧化铝厂之间有数公里的距离，公司之前采用的是公路运输的方式，但是道路比较曲折，存在安全隐患。之后公司投资 8000 余万，建设了长度达 3.8 公里、速度达每秒 3.5 米、日运输量 2 万吨的皮带，并于 2015 年 7 月投用，一方面提升了安全性和环保性，另一方面也使得公司每吨运输成本降低 1-2 元，每年成本节省近千万元。

绿色矿山建设。公司注重环保，坚持“矿山生态文明、生态文化建设和绿色矿山发展”的理念，是国家“矿产资源综合利用示范基地”和“国家级绿色矿山试点单位”。目前建成了剥离—采矿—复垦一体化联合工艺系统，复垦率达到 93.16%，复垦每亩地后会有 2 万元的财政补贴。同时，公司成功推行了采矿用地“变征地为临时用地”的改革，完成了“临时用地—采矿—复垦—还地”的完整循环。

图表7：中铝广西铝土矿皮带传输装置



图表8：绿色矿山循环



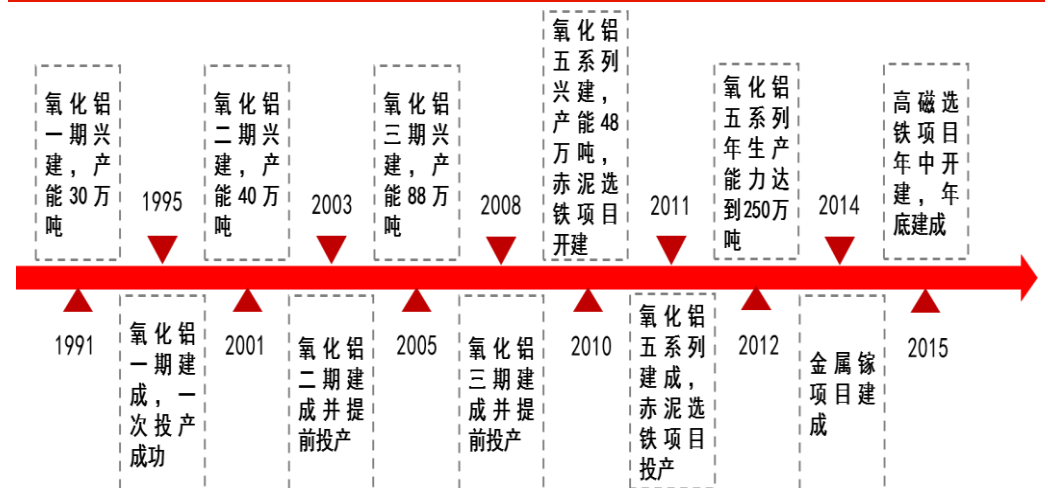
资料来源：华泰证券研究所

资料来源：华泰证券研究所

氧化铝厂：成本和技术领先

中铝广西的氧化铝厂首期工程于 1991 年 9 月动工兴建，彼时公司引进了法国、德国、荷兰等国家的先进技术和设备，填补了国内砂状氧化铝生产技术的空白。截止目前公司已实现五条氧化铝溶出生产线，经过数年的挖潜提产，目前已实现年产氧化铝 250 万吨，铁精矿 80 万吨，金属镓 40 万吨。

图表9：中铝广西分公司氧化铝厂历史沿革



资料来源：中国铝业广西分公司，华泰证券研究所

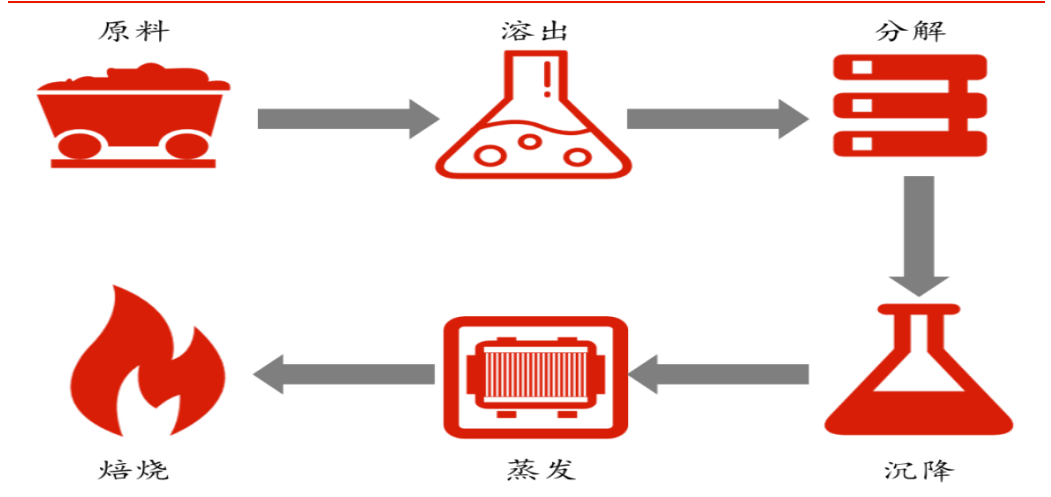
图表10： 中国铝业广西分公司氧化铝厂各产品情况

品种	现有产量	情况
氧化铝	250 万吨	全部为冶金级砂状氧化铝，主要技术指标达到世界先进水平
铁精矿	80 万吨	品位为 55%，今年 1-10 月已生产铁精矿 53.96 万吨
金属镓	40 吨	2014 年 4 月，金属镓项目建成，产品纯度为 Ga4N

资料来源：中国铝业广西分公司，华泰证券研究所

技术领先，开拓国内先河

与普通氧化铝相比，砂状氧化铝具有流动性好、吸附能力强、环保节能等特点，国外发达国家已很少生产普通氧化铝。但我国由于在资源端有一些先天的劣势，多为低品位一水硬铝石，在生产砂状氧化铝上困难重重，成本亦居高不下。但平果氧化铝厂迎难而上，通过引进国外先进设备及加强自身研发，于 1995 年 9 月建成氧化铝一期项目，并用创纪录的达产速度陆续完成了后续投产，产品质量和各项指标上达到国际先进指标，弥补了国内砂状氧化铝产品空白，更是为我国以一水硬铝石为原料的氧化铝生产提供了有效的技术成果，为我国铝工业跻身于世界先进水平树立了范例和先导。

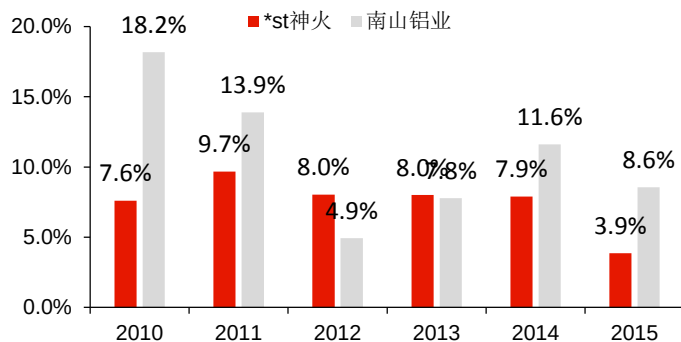
图表11： 中铝广西氧化铝生产的六大工序

资料来源：华泰证券研究所

成本优势明显

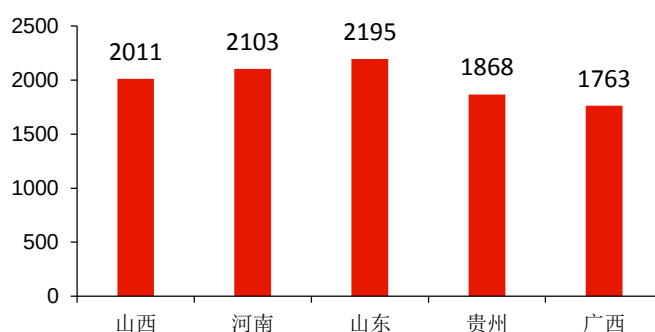
氧化铝整体行业的利润水平并不高，主要在于 1) 作为铝锭生产的上游和铝土矿的下游，其位于行业“微笑曲线”中段偏上，由产业链位置特性决定；2) 由于国内铝土矿资源较少，资源对外依存度较高，国内氧化铝生产商利润留存较少。但中铝广西分公司的氧化铝厂资源完全自给以及积极实施降本降耗工作，目前氧化铝的吨完全含税成本仅不到 1500 元/吨，成本端优势较为明显。

图表12: 上市公司氧化铝业务毛利率



资料来源: 南山铝业年报, *st神火年报, 华泰证券研究所

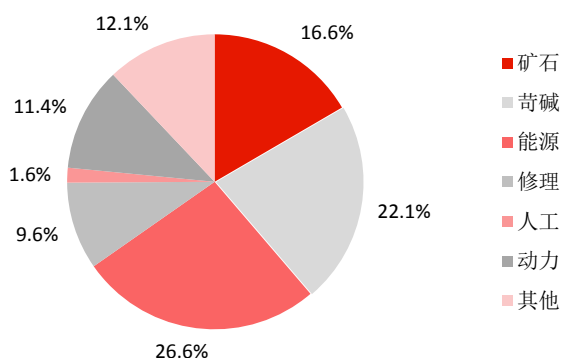
图表13: 2016 年 9 月各地主要样本氧化铝企业加权平均成本 (元/吨)



资料来源: 阿拉丁, 华泰证券研究所

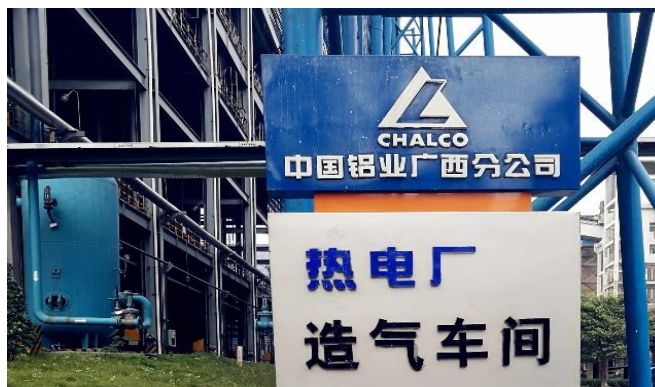
具体而言, 氧化铝成本主要来自矿石、苛碱以及能源, 公司在矿石和能源环节已基本实现完全自给, 因此成本端本身较低, 具备竞争力, 另一方面经营受外部原料价格变动影响较小, 经营抗风险能力较强。平果氧化铝厂年产氧化铝 250 万吨, 吨原矿消耗为 2.6 吨, 意味着每年需要消耗 650 万吨原矿, 自有矿山基本可以满足氧化铝的消耗。此外, 中铝广西分公司拥有自建的热电造气车间, 是中铝总部基于降低氧化铝能源成本而大力倡导的节能建设项目, 项目设计产能为 20 万 m^3/h , 煤气生产成成本能基本控制在 270 元/ km^3 以内, 能源成本方面具有一定优势。

图表14: 氧化铝成本结构 (2015 年)



资料来源: 《轻金属》, 华泰证券研究所

图表15: 中铝广西分公司造气车间

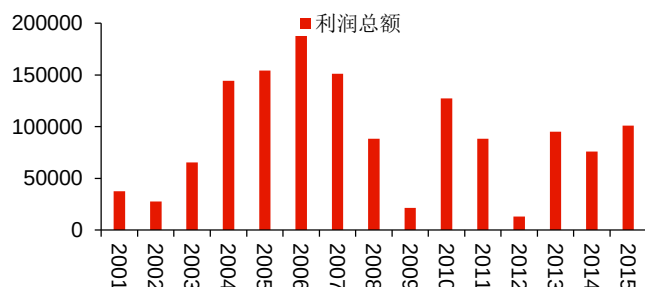


资料来源: 中国铝业广西分公司, 华泰证券研究所

氧化铝价格回暖, 盈利或续辉煌

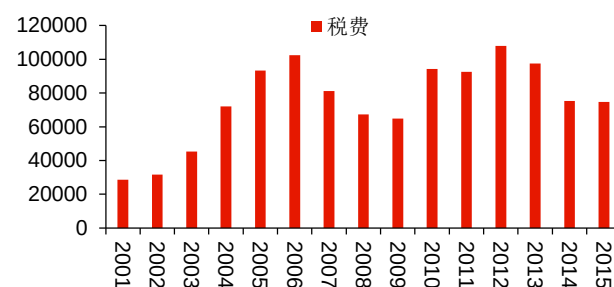
由于成本端具有优势, 公司盈利能力一直较好。2006 年中铝广西分公司曾实现利润总额 18.8 亿元, 贡献税费 10 亿元以上。08 年金融危机之后, 受制于宏观经济放缓, 企业效益有所下降, 但近年来随着降本控费、挖潜增效等措施的实施, 公司效益又有回升, 2015 利润总额再次超过 10 亿元。

图表16: 中铝广西历年利润总额 (百万)



资料来源: 中国铝业广西分公司, 华泰证券研究所

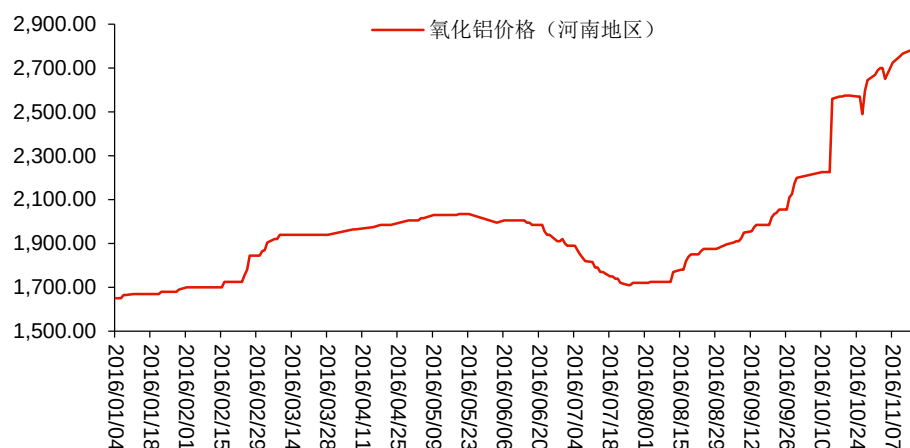
图表17: 中铝广西历年税费贡献 (百万)



资料来源: 中国铝业广西分公司, 华泰证券研究所

获益氧化铝价格快速上涨，业绩持续增长。由于去年四季度电解铝产能大幅去化，氧化铝需求端下降较大，今年上半年氧化铝价格（河南地区）均价在 2000 元/吨以下。但进入下半年，一方面因为部分氧化铝厂出现减产和停产，一方面随着电解铝复产产能释放，氧化铝需求增加，氧化铝价格出现上涨。目前河南地区氧化铝价格已经涨超 2800 元/吨，在当前价格下，公司盈利较为丰厚。

图表18： 2016 年下半年氧化铝价格上涨较快（单位：元/吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

未来规划：资源为纲，下游拓宽

中铝广西的核心优势在于其坐拥中国为数不多的铝土矿资源，以及基于此投建的一系列铝产品综合利用项目。针对未来，公司制定了“一个目标”、“两个转变”、“三个突破”、“四个提升”、“五个一流”的未来五年发展目标。总资产力争突破 100 亿元，人均职工收入年增长率力争突破 5%，建成竞争力强的一流的综合性铝产业基地。

夯实资源优势。资源方面公司将继续在广西周边拓展其资源储量，根据调研反馈，公司现在矿山的勘察工作在持续推进，目前在地下已找到丰富的沉积型铝土矿资源，初步勘察的铝硅比超过 20 以上。

投建铝合金项目，开拓下游。公司未来将投建 40 万吨铝合金项目，同时为了降低铝产品生产过程的成本，公司正在建设自备电厂，目前正在洽谈局域网问题，完成之后公司的用电成本将从之前的 0.6 元/度降到 0.3 元/度左右，盈利能力将大幅提升。

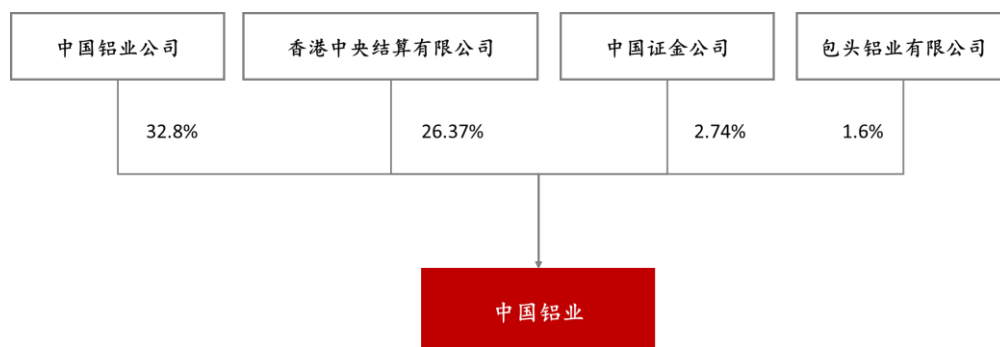
降本有条不紊，静待行业回暖

自 2014 年中国铝业创下 160 亿元巨额亏损之后，市场对电解铝行业以及龙头企业中国铝业未来的前景偏悲观。但随着各项成本控制举措的推进，中铝经营业绩已出现明显好转。体现在报表层面，公司 2015 年营业利润亏损额度已从 168 亿元缩减至 38.3 亿元，而截止目前三季度末，公司营业利润亏损额仅为 6.6 亿元，再叠加近期铝行业自身已出现结构性改善，我们认为中铝重回盈利轨道已渐行渐近。

船大并非掉头难

中国铝业拥有 380 万吨电解铝产能和 1600 万吨氧化铝产能，规模上均处国内前茅。在铝行业最为景气的 06-07 年，中铝年均能实现 100 亿元以上的归母净利润，但随着金融危机到来以及国内宏观经济的放缓，中铝经营开始下滑，2014 年录得 160 亿元亏损。

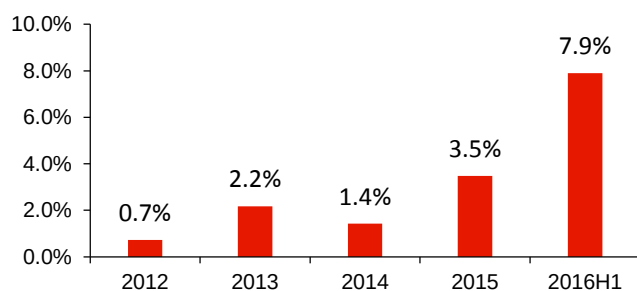
图表19：中国铝业股权结构



资料来源：中国铝业公告，华泰证券研究所

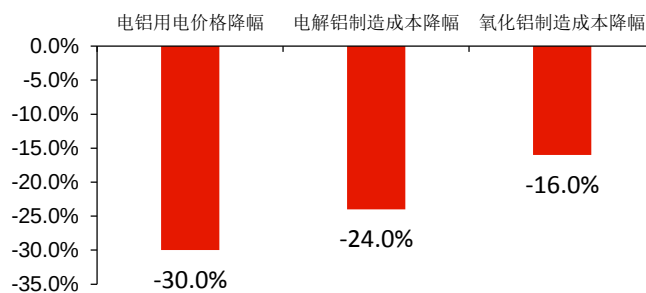
市场普遍认为，以中铝庞大的体量和国企的背景，短时间内欲扭转其经营状况较为困难。尽管 2015 年中铝实现扭亏，但市场认为其多赖投资收益和营业外收入的助力，而在经营端仍是困难重重，难以盈利。事实上，2015 年电解铝行业遭遇寒冬，多数铝企原铝业务毛利率均有下滑，但中铝当年销售毛利率却从 14 年的 1.43% 上升到 15 年的 3.47%，说明公司业绩经营实有好转。今年以来，中铝降本的效果愈更明显，上半年中铝电解铝制造成本下降 24%，氧化铝制造成本下降 16%。到今年三季度，中铝累计实现净利润 1.08 亿元，同比增加 10 亿元以上，成本端的下降是实现增长的最重要因素。

图表20：中国铝业毛利率不断提升



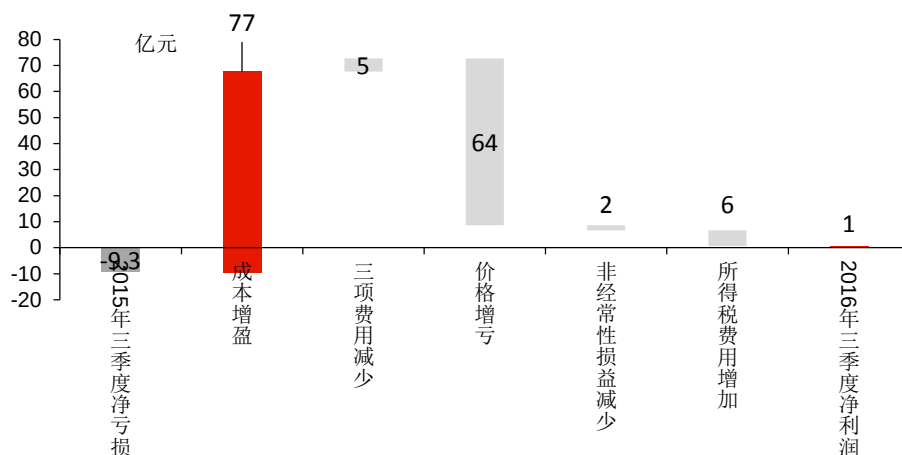
资料来源：中国铝业财报，华泰证券研究所

图表21：中国铝业降本效果（2015H1 VS 2016H1）



资料来源：中国铝业，华泰证券研究所

图表22： 中国铝业 2016 年前三季度业绩同比改善明显（亿元）



资料来源：中国铝业，华泰证券研究所

电费下降是中国铝业成本端下降的重要因素。电力成本在电解铝成本占比中约 30%，中铝由于多用电网电，电力成本常年居高不下，平均在 0.4 元/度以上。煤炭均价下移是电价下降的宏观背景，但中铝在自备电方面的投入，以及煤炭板块的布局亦是未来可以持续期待的地方。此外，通过加强技术改造，部分铝厂交流电耗降至 12300KWH/吨左右，技术指标也正持续优化，成本下降仍具空间。

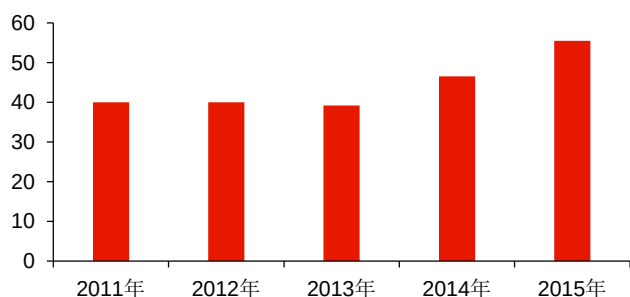
裁撤冗员，绩效与成本挂钩。企业活力在人，但人员过多也易造成企业运行效率低下。2013 年年初中铝拥有 10 万员工，随着近年对人员的平稳分流，优胜劣汰，目前职工人数已控制在 7 万以下，人力成本得以节省。绩效考核方面，中铝切实以成本考核为核心，并将成本线分解到各个企业，将成本降幅量化到人员的考核之中，考核结果与企业领导班子成员任职、薪酬及企业工资总额“三挂钩”。

包头铝业：扭亏为盈，窥斑见豹

2016 年 7 月华泰证券曾参加了中国铝业组织的调研包头铝业和华兴铝业的活动，其中包头铝业是中国铝业单体产能最大的电解铝企业，其曾在 12-14 年连续亏损，但经过一系列降本增效行动，到 2015 年包头铝业彻底扭亏为盈，而从包头铝业的经营历程中可“窥一斑而见全豹”，了解中铝在经营和成本端所做的努力。

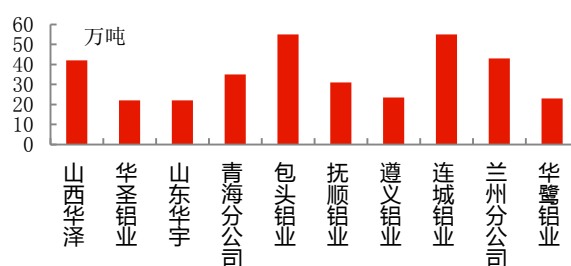
中国铝业单体产能最大的电解铝企业。包头铝业始建于 1958 年，是新中国第一家投产出铝的电解铝企业，在 2003 之前隶属于内蒙古自治区，由政府管理，此后签订资产划转协议，成为中国铝业的全资子公司。公司目前资产总额 82 亿元，在岗员工 3900 人；拥有 2 台 33 万千瓦热电联产机组；200KA、240KA、400KA 三条电解铝生产线。公司目前电解铝总产能 55 万吨，是中国铝业单体产能最大的一个企业。此外，公司还配套 12 万吨炭素材料产能，并能够生产高纯度 99.996% 纯铝，产能在 2 万吨左右。

图表23： 包头铝业电解铝历年产量（万吨）



资料来源：包头铝业，华泰证券研究所

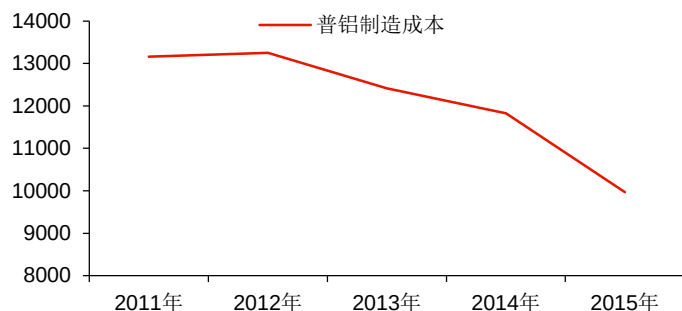
图表24： 中国铝业下属几大电解铝生产企业



资料来源：中国铝业，华泰证券研究所

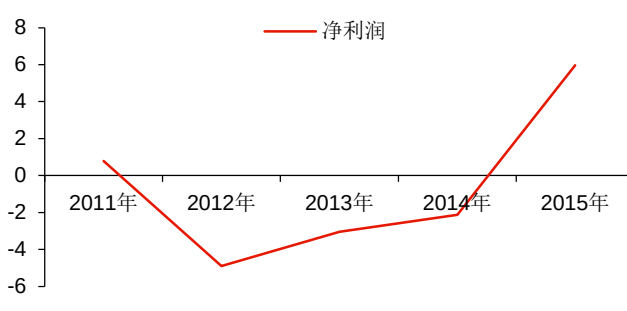
降本增效实现扭亏为盈。受制行业整体下行，2012 年包头铝业大幅亏损近 5 亿元，之后公司开始积极进行内部调整和改革，普铝制造成本显著下滑，降幅超过了铝价下跌幅度。公司采取的一系列降本增效行动包括匹配自备热电厂、改善激励机制以及通过减员降低人力成本等途径。从 2014 年下半年开始，包头铝业结束 2012 年以来连续 33 个月的大幅亏损局面，到 2015 年彻底扭亏为盈，成为中国铝业最具成本竞争力的企业。

图表25： 包头铝业普铝制造成本下降（单元/吨）



资料来源：中国铝业，华泰证券研究所

图表26： 包头铝业利润显著改善（单位：亿元）



资料来源：中国铝业，华泰证券研究所

自备热电厂降低供电成本。公司 2016 年上半年自供电成本大幅降低。2016 年上半年最主要的变化是自发电供电成本大幅同比下降，从 2015 年上半年的 0.2017 元/kWh 下降到 0.1209 元/kWh，同比下降幅度达 40.1%，同时相比于 0.35 元的上网电价具备明显的竞争优势；普铝制造成本从 2015 年上半年的 1.04 元/kWh 下降到 0.81 元/kWh，同比下降 22.4%。

管理机制改善提高经营效率。公司采取市场倒逼成本，成本倒逼改革的经营策略，在年初确定了电解铝 10000 元/吨的成本底线，并以此为标准进行成本考核，将生产成本与任职周期挂钩，将企业利润与管理层薪酬挂钩，通过每月对标和每季度集中考核倒逼子公司开展降本增效，持续推进企业生产经营改革。公司在过去 3 年间通过提前内退、清退临时劳务人员等方式陆续分流了 37000 余人，将人均生产率提高了 7 倍。

充分利用区位优势。公司地处内蒙古包头地区，当地具备雄厚的工业基础，并拥有丰富的煤炭资源。公司厂区距离山西省的煤炭资源储地仅 100-200 公里，运距短、运输成本低；当地电网属蒙西电网，由自治区单独管理，具备相对较大的谈判空间；此外，内蒙古自治区属于少数民族地区，在地区发展上有可能获得更多的政策倾斜。

行业供需结构性改善，中铝将充分受益

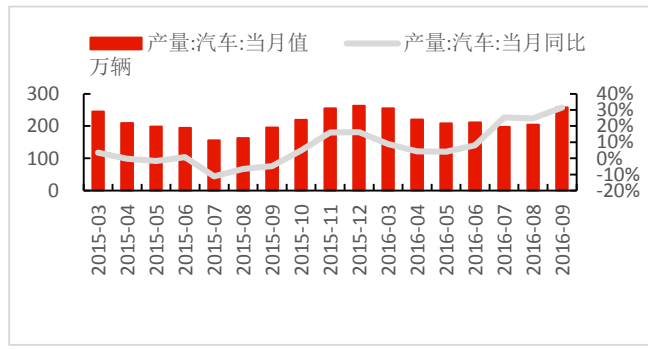
今年以来电解铝的表现可圈可点，铝价从去年最低点反弹幅度超过 45%，主要得益于前期行业产能的大幅收缩。从供给端来看，去年年末，国内建成电解铝产能约为 3890 万吨，而运行产能仅为 3020 万吨，大部分产能伴随铝价的大幅下滑而关停，而需求侧却并未出现大幅滑落，共同构成了今年以来铝价上行的大背景。

图表27： 今年电解铝价格出现较大反弹



资料来源：长江有色市场，华泰证券研究所

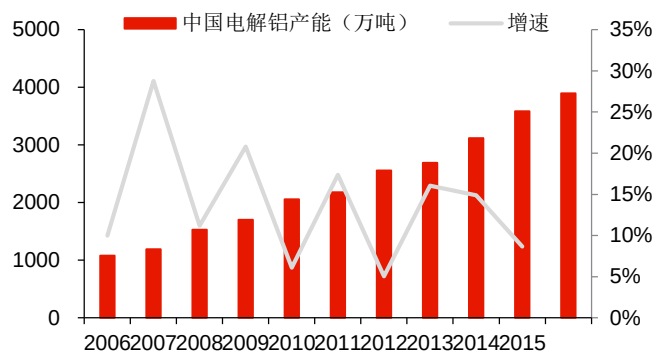
图表28： 今年国内乘用车销量增速较快



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

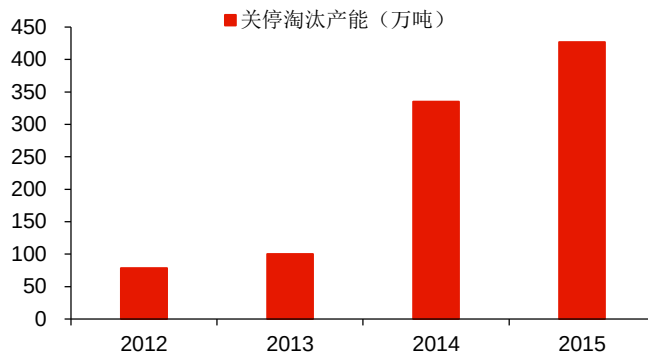
市场化出清终至，行业显结构性改善。铝行业产能过剩已非新议题，从经济长周期的运行阶段来看，行业早已应到产能出清之时；但前期地方处于稳增长，保就业的压力，迟迟未能使得行业亏损产能实现关停淘汰，导致行业整体的资产负债水平持续恶化。但随着政府补贴和电价下滑空间已近极限，经济下滑倒逼对供给侧改革的呼吁，市场化趋势终无法阻挡，原有的政策阻力亦大大弱化，行业真正意义上开启了产能出清的过程。

图表29：国内电解铝产能净增速放缓



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

图表30：国内产能关停规模呈快速上涨的趋势



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

供需改善，看好盈利到资产负债表的修复进程。今年6月，国务院办公厅印发了《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，其中点名了电解铝的过剩问题。10月，有色十三五规划发布，再度点名电解铝行业，指出要严控电解铝产能，维持产能利用水平至80%以上。政策端进行产能限制的意愿仍强，再叠加基建和轨道交通未来增长的稳定性，供需格局仍有可期待空间。电解铝企业普遍资产负债率较高，主要是经济景气时期大额的资本支出在之后没有得到盈利兑现所致。但今年以来铝企盈利向好，这一负向逻辑正在逐渐逆转，再叠加铝冶炼业务资本性支出步入尾声，可以初步判断，铝企的盈利修复向资产负债表修复的传导路径正开启。

行业转暖，巨头受益，资源优势将保障长端竞争力。在供给侧改革的推进之下，铝行业未来的结构性改善仍可以期待。而中国铝业作为全球铝业巨头，亦将充分受益于行业结构性的好转。中国现在已是全球电解铝的主产地和主消费地，产销占比均在50%左右，但国内资源储量仅有9亿吨，能支撑的可采年限不会超过10年，往中长期看，资源约束会成为制约铝企竞争力的核心因素，中铝在资源端得天独厚的优势亦将保障其长端的竞争力。

维持“增持”评级

基于铝行业结构性改善以及铝价持续上行，我们将 2016 年价格从之前的 11500 元/吨上调至 12500 元/吨，预计 2016-2018 铝价为 12500、13000、13500 元/吨。成本方面，由于中国铝业的降本措施不断发力，上半年氧化铝成本下降了 16%，我们看好降本的可持续性，因此下调了未来几年氧化铝成本假设，预计 2016-2018 年氧化铝单位成本分别为 1800、1850、1900 元/吨。

预计 2016-2018 年公司将实现净利润 2.24、17.53、22.02 亿元，对应 EPS 为 0.02、0.12、0.15 元。我们选取部分国有有色企业作估值对比，取 2017 年 40-43 倍 PE，对应公司目标价为 4.80-5.16 元/股，维持“增持”评级。

图表31：可比上市公司估值情况

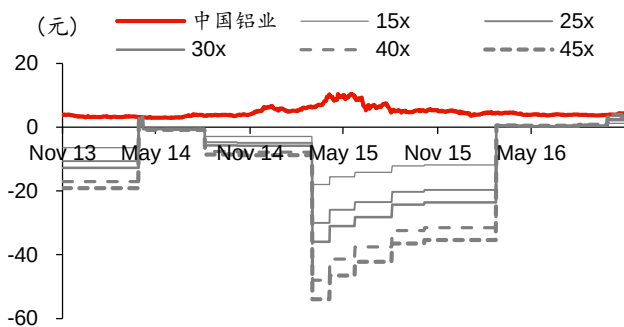
代码	公司简称	股价	EPS (Wind 一致预期)			PE		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018
600961	株冶集团	12.05	0.11	0.23	0.39	112.20	52.60	30.91
600362	江西铜业	20.89	0.31	0.40	0.54	67.04	52.57	38.94
000060	中金岭南	12.55	0.15	0.27	0.26	84.28	47.00	47.41
000758	中色股份	9.20	0.26	0.39	0.52	34.90	23.31	17.71
平均值						74.61	43.87	33.74

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们没有直接选取铝行业相关上市公司作为对比，原因在于中国铝业目前的盈利水平与同行仍有较大差距，中铝正处转型改革的关口，盈利回暖尚需时日，因此直接用这些企业的 PE 均值稍欠合理。我们选取的样本为当下经营状况欠佳但有逐步回暖迹象的国有有色上市公司，根据 Wind 一致预期，其 2017 年 PE 均值为 43.87，取 40-43 倍为估值基础，对应公司的合理价格区间为 4.80-5.16 元，维持“增持”评级。

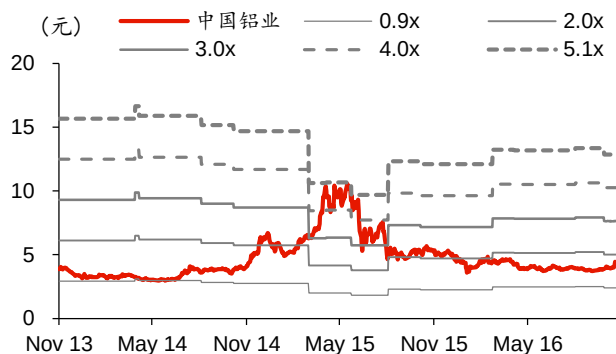
PE/PB - Bands

图表32：中国铝业历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33：中国铝业历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

下游需求不达预期

下游需求下降将影响公司销售收入进而影响利润。

电价上行超预期

电费在铝产品生产过程中所占成本较高，电价上行过多不利公司经营业绩。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	64,169	59,276	62,042	62,657
现金	22,488	19,292	20,131	20,244
应收账款	3,884	3,271	3,494	3,691
其他应收账款	9,182	8,032	8,446	8,948
预付账款	3,747	3,412	3,454	3,590
存货	20,177	18,896	19,575	20,013
其他流动资产	4,691	6,373	6,942	6,171
非流动资产	125,100	123,207	119,469	115,728
长期投资	10,754	8,982	9,303	9,438
固定投资	78,027	79,851	78,388	75,805
无形资产	10,801	11,398	11,263	11,155
其他非流动资产	25,519	22,976	20,514	19,330
资产总计	189,269	182,483	181,511	178,386
流动负债	80,937	77,307	72,193	65,581
短期借款	34,749	26,560	21,166	14,924
应付账款	7,786	7,749	8,043	8,131
其他流动负债	38,402	42,998	42,985	42,526
非流动负债	58,034	54,508	56,767	57,938
长期借款	27,765	28,160	29,554	30,448
其他非流动负债	30,269	26,348	27,213	27,489
负债合计	138,972	131,815	128,960	123,519
少数股东权益	11,457	11,675	11,892	12,110
股本	14,904	14,904	14,904	14,904
资本公积	20,253	20,253	20,253	20,253
留存公积	1,190	3,908	5,661	7,862
归属母公司股	38,840	38,993	40,659	42,757
负债和股东权益	189,269	182,483	181,511	178,386

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	7,231	12,076	11,810	12,986
净利润	423.71	441.35	1,970	2,419
折旧摊销	7,295	7,169	7,726	8,155
财务费用	5,233	4,460	4,160	3,909
投资损失	(3,289)	(2,415)	(1,528)	(640.40)
营运资金变动	(1,240)	6,787	(2,185)	(687.59)
其他经营现金	(1,191)	(4,366)	1,667	(169.43)
投资活动现金	2,953	(805.73)	(3,126)	(3,828)
资本支出	8,864	3,953	4,014	3,988
长期投资	482.50	(1,797)	324.52	137.31
其他投资现金	12,299	1,350	1,212	296.89
筹资活动现金	(5,814)	(14,466)	(7,845)	(9,045)
短期借款	(6,235)	(8,189)	(5,394)	(6,241)
长期借款	2,392	395.25	1,393	894.35
普通股增加	1,379	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6,481	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(9,831)	(6,672)	(3,844)	(3,698)
现金净增加额	4,485	(3,196)	838.50	113.34

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	123,446	123,616	128,775	133,665
营业成本	119,158	116,782	119,185	121,812
营业税金及附加	379.27	326.28	349.65	367.51
营业费用	1,775	1,631	1,733	1,808
管理费用	2,307	2,717	2,869	2,885
财务费用	5,233	4,460	4,160	3,909
资产减值损失	1,501	1,300	1,039	1,126
公允价值变动收益	(213.09)	(70.59)	(87.95)	(103.02)
投资净收益	3,289	2,415	1,528	640.40
营业利润	(3,831)	(1,256)	878.80	2,296
营业外收入	4,291	1,897	1,200	806.39
营业外支出	266.71	227.39	232.69	236.59
利润总额	193.29	413.51	1,846	2,866
所得税	(230.42)	(27.84)	(124.29)	446.68
净利润	423.71	441.35	1,970	2,419
少数股东损益	217.39	217.39	217.39	217.39
归属母公司净利润	206.32	223.96	1,753	2,202
EBITDA (倍)	8,697	10,372	12,764	14,360
EPS (元)	0.01	0.02	0.12	0.15

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	(13.07)	0.14	4.17	3.80
营业利润	77.21	67.21	169.95	161.28
归属母公司净利润	101.27	8.55	682.74	25.61
获利能力 (%)				
毛利率	3.47	5.53	7.45	8.87
净利率	0.17	0.18	1.36	1.65
ROE	0.53	0.57	4.31	5.15
ROIC	2.82	3.33	5.35	5.38
偿债能力				
资产负债率 (%)	73.43	72.23	71.05	69.24
净负债比率 (%)	54.50	50.89	49.02	46.91
流动比率	0.79	0.77	0.86	0.96
速动比率	0.51	0.50	0.56	0.62
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.67	0.71	0.74
应收账款周转率	30.19	29.80	32.27	31.64
应付账款周转率	13.02	15.04	15.09	15.06
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.02	0.12	0.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.81	0.79	0.87
每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.62	2.73	2.87
估值比率				
PE (倍)	309.90	285.49	36.47	29.04
PB (倍)	1.65	1.64	1.57	1.50
EV_EBITDA (倍)	15.59	13.07	10.62	9.44

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com