



中国铝业

成本大幅下降，长期业绩拐点已现，上调至推荐

观点聚焦

投资建议

上调中国铝业 A/H 股评级至推荐，上调 A/H 股目标价 20%/58% 至 6 元/5 港币。理由如下：

- ▶ **公司经营大幅改善，成本控制超预期。**2014 年以来公司员工数量从 9 万人减少至 4.6 万人。同时平均用电成本下降约 40%，今年上半年电解铝制造成本同比下降约 20%，从行业最高的 25% 提升至平均水平，超过市场预期。
- ▶ **量价齐升推动业绩增长：氧化铝价格上升+电解铝产量增长。**四季度电解铝产量回升+运输受阻带动氧化铝价格大幅上涨，公司外销氧化铝业务将直接受益。电解铝方面，2015 年底公司总产能约为 380 万吨，目前产能利用率仅为 74%，未来会将部分高成本产能转移至有成本优势的区域，预计明年产量增长 20% 以上。
- ▶ **长期拐点已经出现。**我们预计公司四季度将实现经营性净利润 5 亿元，这是自 2011 年四季度以来首次大幅扭亏，公司长期业务拐点即将出现。

我们与市场的最大不同？由于公司之前几年持续亏损，电解铝成本远高于行业平均水平，市场对其缺乏关注，**目前市场 2016/17 年 EPS 共识仅为 0.01/0.07 元。**我们持续跟踪公司基本面的变化，认为经营情况已经发生转变，成本大幅下降，同时叠加价格上涨，今年将是公司经营和业绩的拐点，最差的时候已经过去。

潜在催化剂：氧化铝价格上涨为公司股价提供催化剂。公司氧化铝产量 1400 万吨，其中外销量约为 680 万吨，氧化铝价格每上升 100 元/吨，公司年化净利润增加 4 亿元。四季度以来氧化铝价格累计上涨 1000 元/吨，超市场预期。

盈利预测与估值

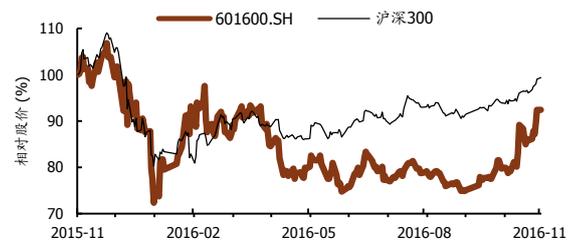
考虑到成本进一步下降，以及氧化铝价格超预期，**上调 2016/17 年盈利预测 51%/119% 至 0.04 元/0.23 元。**长期业绩拐点已经出现，氧化铝和电解铝涨价为股价提供催化剂。公司股价年初至今 -3%，滞后于板块的 +20%。**上调 A 股目标价 20% 至 6 元，对应 25x 2017e P/E，上调评级至推荐。上调 H 股目标价 58% 至 5 港币，对应 19x 2017e P/E，上调评级至推荐。**

风险

电解铝价格超预期下跌，公司成本控制不及预期。

上调至推荐

股票代码	601600.SH	02600.HK
评级	↑ 推荐	↑ 推荐
最新收盘价	人民币 4.84	港币 3.64
目标价	人民币 6.00	港币 5.00
52 周最高价/最低价	人民币 5.38~3.49	港币 3.74~2.13
总市值(亿)	人民币 659	港币 738
30 日日均成交额(百万)	人民币 772.64	港币 119.62
发行股数(百万)	14,904	14,904
其中：自由流通股(%)	74	26
30 日日均成交量(百万股)	179.54	36.21
主营业务		有色金属



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	141,772	123,446	146,275	153,097
增速	-18.1%	-12.9%	18.5%	4.7%
归属母公司净利润	-16,217	206	609	3,446
增速	N.M.	N.M.	195.3%	465.5%
每股净利润	-1.09	0.01	0.04	0.23
每股净资产	1.90	2.47	2.51	2.74
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.92	0.49	0.79	1.24
市盈率	N.M.	349.6	118.4	20.9
市净率	2.6	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	51.8	22.1	14.8	8.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	-8.3%	0.1%	0.3%	1.7%
平均净资产收益率	-44.7%	0.6%	1.6%	8.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈彦

分析师
yan3.chen@cicc.com.cn
SAC 执业编号：S0080515060002
SFC CE Ref: ALZ159

董宇博

分析师
yubo.dong@cicc.com.cn
SAC 执业编号：S0080515080001
SFC CE Ref: BFE045



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
利润表									
营业收入	141,772	123,446	146,275	153,097	成长能力				
营业成本	139,751	119,158	140,713	139,988	营业收入	-18.1%	-12.9%	18.5%	4.7%
营业税金及附加	316	379	281	280	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
营业费用	1,753	1,775	1,686	1,703	EBITDA	-49.9%	128.6%	53.0%	76.1%
管理费用	4,307	2,307	2,192	2,236	净利润	N.M.	N.M.	195.3%	465.5%
财务费用	5,781	5,233	3,947	4,447	盈利能力				
其他	0	0	0	0	毛利率	1.4%	3.5%	3.8%	8.6%
营业利润	-16,818	-3,831	-844	4,943	营业利润率	-11.9%	-3.1%	-0.6%	3.2%
营业外收支	1,511	7,313	3,500	1,300	EBITDA 利润率	2.2%	5.8%	7.4%	12.5%
利润总额	-15,975	193	956	5,743	净利润率	-11.4%	0.2%	0.4%	2.3%
所得税	1,075	-230	239	1,436	偿债能力				
少数股东损益	833	217	-108	-861	流动比率	1.00	1.00	1.00	1.00
归属母公司净利润	-16,217	206	609	3,446	速动比率	0.78	0.75	0.64	0.64
EBITDA	3,115	7,121	10,897	19,185	现金比率	0.17	0.28	0.30	0.40
资产负债表					资产负债率	79.4%	73.4%	74.1%	73.5%
货币资金	17,932	22,488	24,878	33,030	净债务资本比率	145.3%	89.8%	70.9%	36.8%
应收账款及票据	12,275	14,522	7,314	7,655	回报率分析				
预付款项	3,266	3,747	3,518	3,500	总资产收益率	-8.3%	0.1%	0.3%	1.7%
存货	22,441	20,177	29,550	29,397	净资产收益率	-44.7%	0.6%	1.6%	8.8%
其他流动资产	48,321	20,004	17,144	9,007	每股指标				
流动资产合计	104,236	80,937	82,404	82,589	每股净利润 (元)	-1.09	0.01	0.04	0.23
固定资产及在建工程	83,652	78,027	81,723	84,686	每股净资产 (元)	1.90	2.47	2.51	2.74
无形资产及其他长期资产	11,907	10,801	10,459	10,117	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	129,158	125,100	128,606	131,311	每股经营现金流 (元)	0.92	0.49	0.79	1.24
资产合计	192,632	189,269	197,289	208,451	估值分析				
短期借款	52,224	47,977	47,977	47,977	市盈率	N.M.	349.6	118.4	20.9
应付账款及票据	17,725	16,765	8,443	8,399	市净率	2.6	2.0	1.9	1.8
其他流动负债	34,287	16,195	25,984	26,213	EV/EBITDA	51.8	22.1	14.8	8.4
流动负债合计	104,236	80,937	82,404	82,589	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款和应付债券	43,609	48,581	54,418	61,087					
非流动负债合计	25,373	27,765	37,765	47,765					
负债合计	153,003	138,972	146,275	153,130					
股东权益合计	28,276	36,821	37,430	40,876					
少数股东权益	11,353	11,457	11,565	12,426					
负债及股东权益合计	192,632	189,269	197,289	208,451					
现金流量表									
净利润	-17,049	424	717	4,307					
折旧和摊销	7,327	7,211	9,494	10,295					
营运资本变动	9,711	-1,734	-657	-120					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	13,773	7,231	11,801	18,430					
投资活动现金流入	9,173	14,346	1,700	500					
投资活动现金流出	-14,095	-11,393	-13,000	-13,000					
投资活动现金流	-4,921	2,953	-11,300	-12,500					
股权融资	695	8,158	0	0					
银行借款	95,226	76,556	10,000	10,000					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-3,971	-5,814	1,890	2,222					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	4,887	4,485	2,390	8,152					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

中国铝业的控股股东为中国铝业公司, 是目前中国铝行业唯一集铝土矿、煤炭、铁矿石资源勘探、开采, 氧化铝、原铝和铝加工生产、销售, 技术研发于一体的大型铝生产经营企业, 是中国最大的氧化铝、原铝和铝加工生产商, 是全球第二大氧化铝生产商、第三大原铝生产商。中国铝业企业信用等级连续多年被标准普尔评为 BBB+ 级。公司产品以氧化铝、电解铝为主, 业务遍布全球 20 多个国家和地区。公司于 2001 年 12 月 11 日、12 日分别在纽约证券交易所和香港联合交易所有限公司挂牌上市, 在换股吸收合并山东铝业、兰州铝业后, 公司又实现上海证券交易所上市, 成为在纽约、香港、上海三地上市的企业之一。



目录

经营不断改善，业绩拐点到来	5
“铝土矿-氧化铝-电解铝”一体化的行业龙头	5
经营绩效不断改善，成本大幅下降	6
未来发展规划：将业务集中在有优势的区域，形成铝产业链一体化	8
长期业绩拐点已经出现	8
未来盈利将受益于价格上涨+产量扩张	8
电解铝基本面继续改善，氧化铝短期供应偏紧	10
中国铝土矿资源相对稀缺，对外依存度超过 50%	10
氧化铝短期供应偏紧，价格仍将维持高位	11
电解铝供需局面继续改善，原材料涨价对价格形成支撑	14
上调盈利预测和目标价，上调评级至推荐	17
三季度业绩环比继续改善	17
上调盈利预测，上调 A/H 股评级至推荐	17

图表

图表 1：中国铝业氧化铝资产分布（2015 年底）	5
图表 2：中国铝业电解铝资产分布（2015 年底）	5
图表 3：公司铝土矿自给率约为 55%	6
图表 4：公司氧化铝自给率超过 200%	6
图表 5：中国铝业员工数量累计减少 50%（单位：人）	6
图表 6：公司平均用电成本累计减少 40%	7
图表 7：自备电比例约为 37%	7
图表 8：1H2016 公司电解铝成本同比下降 24%	7
图表 9：1H2016 公司氧化铝成本同比下降 16%	7
图表 10：2014 年中国铝业电解铝成本处于行业最高 25%	7
图表 11：1H2016 年公司电解铝成本处于行业平均水平	7
图表 12：扣除投资收益和减值损失之后的营业利润有望于 4Q2016 转正	8
图表 13：中国铝业电解铝产量（万吨）	9
图表 14：2017 年中国铝业业绩弹性测算	9
图表 15：主要产品及成本价格假设	10
图表 16：中国铝资源对外依存度达 50%	10
图表 17：2012 年中国铝土矿主要来自于印尼	11
图表 18：2015 年中国铝土矿进口自马来西亚和澳洲	11
图表 19：全球前十大铝土矿生产商	11
图表 20：中国历史氧化铝产量（千吨）	12
图表 21：中国氧化铝产量分布	12
图表 22：中国历史氧化铝进口量（千吨）	12
图表 23：中国氧化铝进口结构	12
图表 24：全球前十大氧化铝生产商	12
图表 25：主要产区氧化铝价格	13
图表 26：2016~18 年中国氧化铝新建及拟建产能（万吨）	13
图表 27：中国氧化铝行业供需平衡表（千吨）	13
图表 28：全球铝下游需求结构（左图）；中国铝下游需求结构（右图）	14



图表 29: 铝主要下游应用领域需求增速加快.....	14
图表 30: 秦皇岛煤价走势.....	15
图表 31: 氧化铝价格走势.....	15
图表 32: 国内电解铝供需平衡表	16
图表 33: 主要盈利预测假设	17
图表 34: 可比公司估值表.....	18
图表 35: 中国铝业 A 股 P/E bands	18
图表 36: 中国铝业 A 股 P/B bands	18



经营不断改善，业绩拐点到来

“铝土矿-氧化铝-电解铝”一体化的行业龙头

拥有完整的铝产业链，是国内最大的铝土矿和氧化铝生产商，以及第二大的电解铝生产商。中国铝业于 2001 年注册成立，并于当年赴纽约和香港上市，2007 年回归 A 股，是集“铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工”完整产业链于一身的行业龙头公司。成立以来，公司氧化铝产能从 406 万吨增长 3.7 倍到 1496 万吨，电解铝运行产能从 67 万吨增长 4.6 倍到 309 万吨，是国内第一大的氧化铝和铝土矿生产商，市场份额超过 20%；电解铝产量仅次于中国宏桥，位居第二，国内市场份额接近 10%。

图表 1：中国铝业氧化铝资产分布（2015 年底）

省份	公司	持股比例	2015 产能（千吨）	权益产能（千吨）
河南	河南分公司	100%	2,410	2,410
山西	山西分公司	100%	2,600	2,600
广西	广西分公司	100%	2,210	2,210
重庆	重庆分公司	100%	800	800
山东	中铝山东	100%	2,270	2,270
河南	中州铝业	100%	3,050	3,050
贵州	遵义氧化铝	73%	1,000	733
贵州	贵州华锦	60%	1,600	960
山西	山西华兴	50%	800	400
河南	郑州有色研究院	100%	20	20
合计			16,760	15,453

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：中国铝业电解铝资产分布（2015 年底）

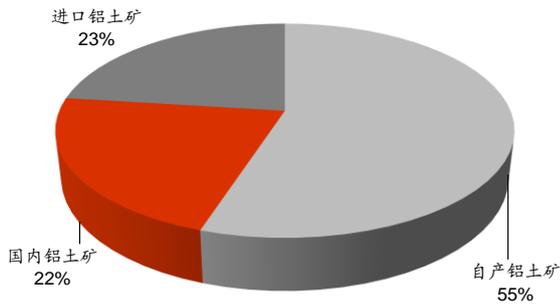
省份	公司	持股比例	2015 产能（千吨）	权益产能（千吨）
贵州	贵州分公司	100%	334	334
青海	青海分公司	100%	374	374
甘肃	兰州分公司	100%	388	388
福建	连城分公司	100%	523	523
辽宁	抚顺铝业	100%	330	330
山东	中铝山东	100%	55	55
内蒙古	包头铝业	100%	538	538
山西	山西华泽	60%	424	254
山西	山西华圣	51%	220	112
山西	山西中铝华润	50%	0	0
贵州	遵义铝业	62%	235	146
山东	山东华宇	55%	200	110
甘肃	甘肃华鹭	51%	230	117
合计			3,851	3,282

资料来源：公司公告，中金公司研究部

铝土矿自给率达到 55%，氧化铝自给率超过 200%。中国铝土矿资源相对稀缺，对外依存度超过 50%，中国铝业是国内为数不多拥有铝土矿资源的公司，自给率约为 55%，氧化铝自给率超过 200%，预计 2016/17 年外销量分别为 840 万吨和 680 万吨。

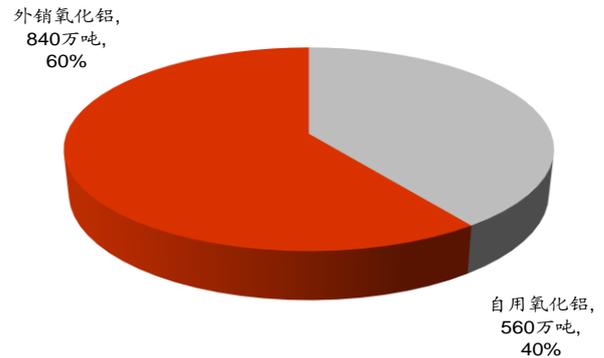


图表3：公司铝土矿自给率约为55%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表4：公司氧化铝自给率超过200%

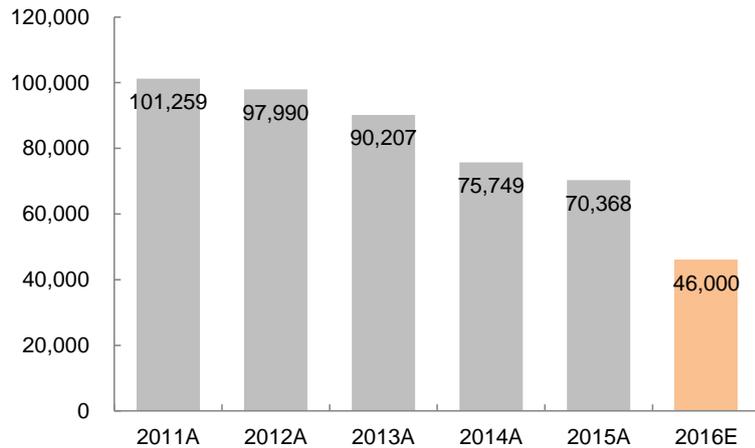


资料来源：公司公告，中金公司研究部

经营绩效不断改善，成本大幅下降

员工总数减少50%。2014年以来，公司不断提升管理运营效率，执行减员增效，员工总数从9万人减少49%至目前的4.6万人，是公司成本大幅下降的主要原因之一。

图表5：中国铝业员工数量累计减少50%（单位：人）

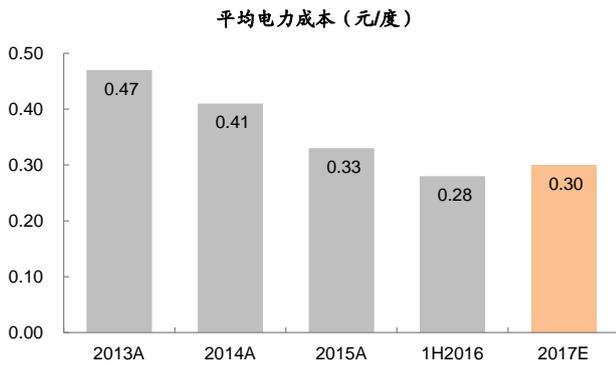


资料来源：公司公告，中金公司研究部

电力成本累计下降40%。公司目前电力自给率为37%，低于行业平均水平的70~80%，这也是公司过去几年持续亏损的原因之一。最近几年电力行业供应充足，利用小时数不断下降，公司凭借用电规模优势加强了与电网的直购电谈判，平均用电成本从2013年的0.47元/度降至2016年上半年的0.28元/度，达到行业平均水平。向前看，由于煤炭均价上涨，预计明年直购电价格会较今年略有上升，但幅度会小于自备电厂成本的增加。

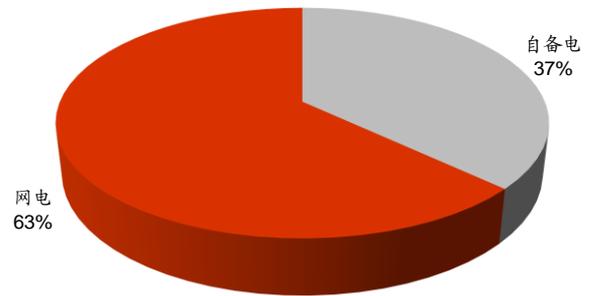


图表6：公司平均用电成本累计减少40%



资料来源：公司资料，中金公司研究部

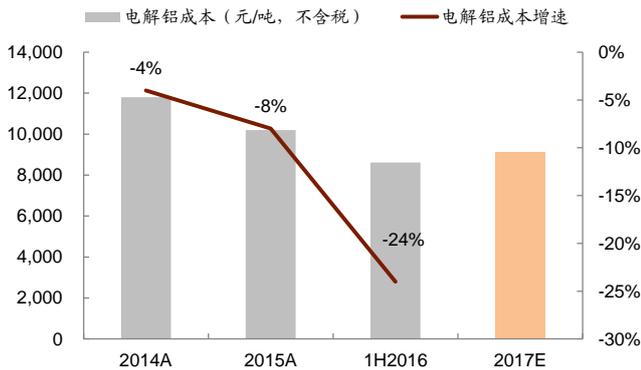
图表7：自备电比例约为37%



资料来源：公司资料，中金公司研究部

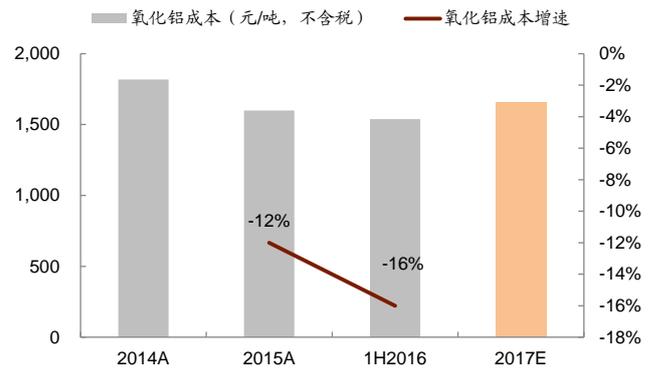
2016年上半年电解铝和氧化铝成本同比下降约20%。通过提升管理效率，减员增效，以及降低电力成本，公司电解铝和氧化铝制造成本持续下降，2016年上半年同比下降24%和16%，符合公司年初指引，但超过市场预期。**电解铝成本从行业最高25%提升至平均水平，部分铝厂（如包头铝业）成本位列行业前10%**。基于2017年煤炭均价为500~550元/吨的假设，预计公司电解铝和氧化铝制造成本将小幅上升，但幅度低于价格上涨。

图表8：1H2016公司电解铝成本同比下降24%



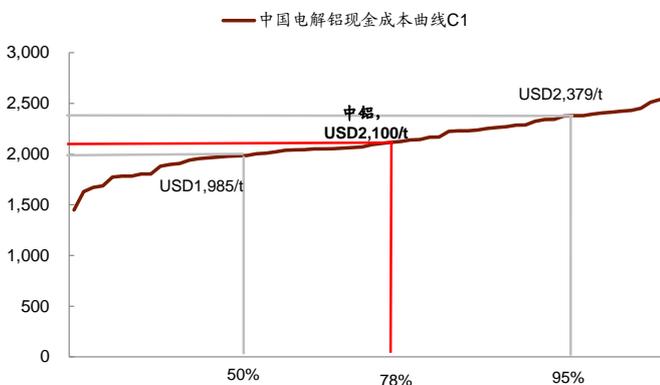
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表9：1H2016公司氧化铝成本同比下降16%



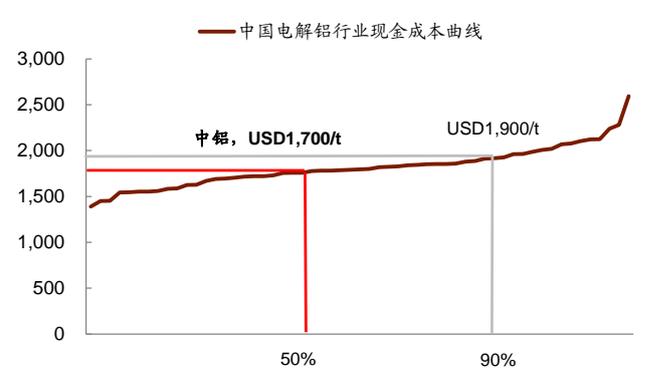
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表10：2014年中国铝业电解铝成本处于行业最高25%



资料来源：Woodmac，公司资料，中金公司研究部

图表11：1H2016年公司电解铝成本处于行业平均水平



资料来源：Woodmac，公司资料，中金公司研究部



未来发展规划：将业务集中在有优势的区域，形成铝产业链一体化

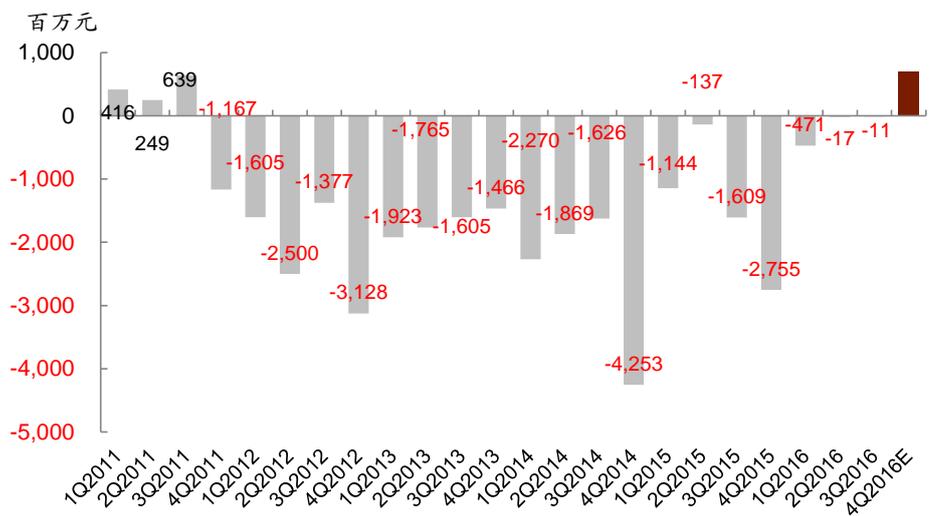
公司将充分利用铝土矿资源优势，将氧化铝业务集中于山西吕梁、贵州清场和广西平果。

- ▶ **氧化铝：靠近铝土矿资源所在地，主要是山西吕梁、贵州清场、广西平果。**全国 10 亿吨铝资源有 8 亿吨集中在山西、贵州和广西，以后氧化铝发展不会离开资源所在地。其中，贵州猫厂矿属于地下开采，但是品位高。而山西铝厂没有区位优势，运行产能降至 100 多万吨。
- ▶ **电解铝：靠近煤炭资源所在地，有电力成本优势，主要是内蒙古包头、山西吕梁。**其中山西吕梁，既有铝土矿资源，又有煤炭资源，与公司合作的华润已经在当地建设了电厂，未来成本优势显著。

长期业绩拐点已经出现

2011 年开始，由于电解铝行业产能出现过剩，且需求增速放缓，价格大幅下跌，公司经营业绩持续亏损。我们预计公司将于 2016 年四季度实现净利润 7 亿元，结束持续 5 年的经营性亏损，进入长期业绩拐点。

图表 12：扣除投资收益和减值损失之后的营业利润有望于 4Q2016 转正



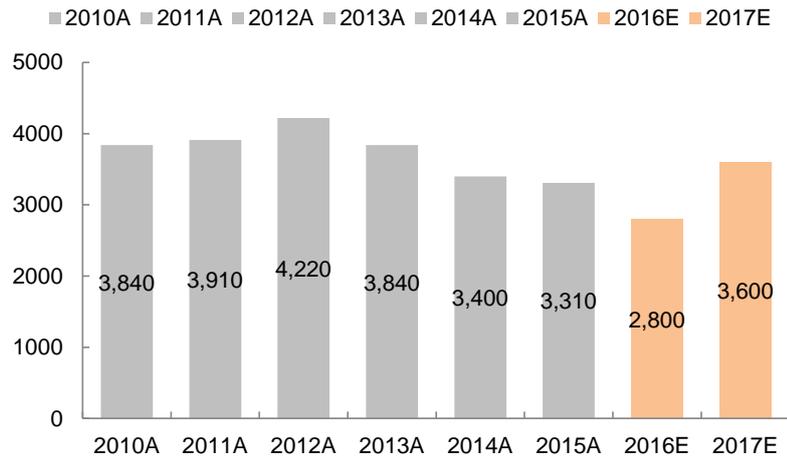
资料来源：公司公告，中金公司研究部

未来盈利将受益于价格上涨+产量扩张

产量仍有增长。目前公司电解铝产能约为 380 万吨，但 2016 年实际产量只有 280 万吨，产能利用率不足 75%，未来公司将推进产能搬迁工作，将抚铝和华鹭关停产能向拥有成本优势的包头地区搬迁，预计 2017 年电解铝产量有望达到 360 万吨，同比增长 29%。



图表 13：中国铝业电解铝产量（万吨）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

价格弹性高。我们预计 2017 年公司氧化铝/电解铝产量分别为 1400 万吨/360 万吨，为全国第一大氧化铝厂和第二大电解铝生产商，其中氧化铝外销量 680 万吨。若电解铝价格上涨 1000 元/吨，公司年化净利润增加 23 亿元，若氧化铝价格上涨 500 元/吨，净利润将上涨 22 亿元。

图表 14：2017 年中国铝业业绩弹性测算

	产量 (千吨)	外销量 (千吨)	基准假设 13,500 元/吨下 2017 年净利润 (百万元)	价格上涨 1000 元/吨对业绩的 影响 (百万元)
电解铝	3,600	3,600	3,446	2,308

	产量 (千吨)	外销量 (千吨)	基准假设 2,500 元/吨 2017 年净利润 (百万元)	价格上涨 500 元/吨对业绩的影 响 (百万元)
氧化铝	14,000	6,800	3,446	2,179

资料来源：中金公司研究部



电解铝基本面继续改善，氧化铝短期供应偏紧

铝产品产业链较长，主要为“铝土矿-氧化铝-电解铝-铝加工”。我们认为电解铝环节由于需求仍有高速增长，而供应端投产高峰已经过去，产能利用率将逐步提升，行业基本面将继续好转。铝土矿供应主要集中在国外，国内自给率不足50%，拥有资源的企业盈利能力更强。氧化铝短期供应相对紧张，主要是由于电解铝产量回升拉动了氧化铝需求，且短期新增供给难以释放。

图表 15：主要产品及成本价格假设

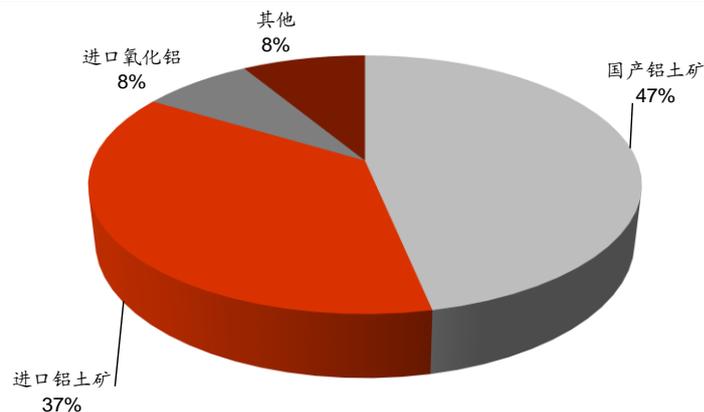
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
电解铝均价（元/吨）	14,530	13,648	12,225	12,400	13,500
增速		-6.1%	-10.4%	1.4%	8.9%
氧化铝均价（元/吨）	2,561	2,572	2,385	2,070	2,500
增速		0.4%	-7.3%	-13.2%	20.8%
煤炭（元/吨）	615	525	416	480	535
增速		-14.6%	-20.8%	15.4%	11.5%
平均用电成本（元/度）	0.47	0.41	0.33	0.28	0.30
增速		-12.8%	-19.5%	-15.2%	7.1%

资料来源：中金公司研究部

中国铝土矿资源相对稀缺，对外依存度超过50%

铝资源进口依赖度达到50%。中国铝土矿资源相对稀缺，探明储量为41.5亿吨，但可采储量仅为9.8亿吨，占全球比例为3%，产量主要集中在广西、贵州、河南和山西。铝资源对外依存度超过50%，其中37%直接进口铝土矿，8%进口氧化铝，自产铝土矿仅占需求总量的47%。

图表 16：中国铝资源对外依存度达50%

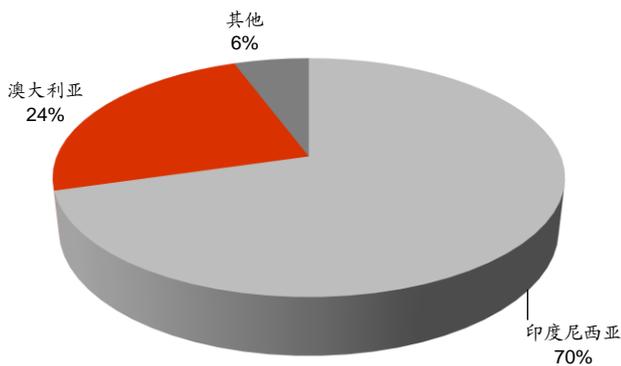


资料来源：国家统计局，海关总署，中金公司研究部

2014年以前我国铝土矿主要进口自印尼和澳大利亚，占比分别为70%和24%。2014年印尼政府禁止原矿出口，中国企业开始从其他国家进口以弥补印尼出口的下滑。到2015年，马来西亚的铝土矿供应达到进口总量43%，成为最大的进口来源国，澳大利亚的份额也提升至35%。此外，我们还开拓了印度、巴西和几内亚市场，进口占比分别为14%、3%和1%。

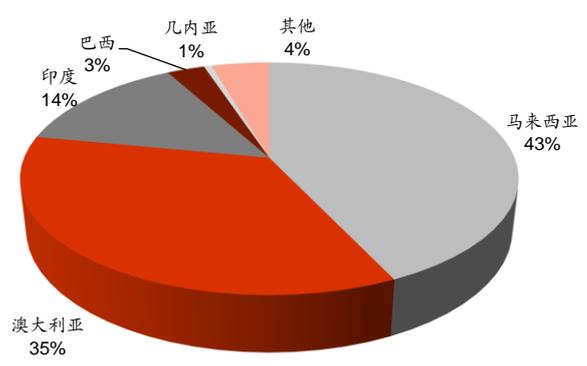


图表 17: 2012 年中国铝土矿主要来自于印尼



资料来源：海关总署，中金公司研究部

图表 18: 2015 年中国铝土矿进口自马来西亚和澳洲



资料来源：海关总署，中金公司研究部

几内亚空间广阔，印尼氧化铝项目陆续投产。几内亚的铝土矿品质好，开采成本低，中国宏桥 2014 年开始在几内亚建立合资公司并计划向国内出口铝土矿，预计 2017 年几内亚铝土矿出口将达到 3000 万吨，市场份额将达到 10%。印尼方面，禁止原矿出口后，中国企业开始在印尼修建氧化铝厂，中国宏桥在印尼的 200 万吨氧化铝项目已经于 2016 年上半年投产，当年产量在 30~50 万吨左右。随着在建项目的陆续投产，印尼将逐步增加出口量，但短期难以恢复 2014 年前在国际市场的份额。

铝土矿行业集中度较高，中铝是国内最大的铝土矿厂商。全球铝土矿行业集中度较高，前十大生产商市场份额为 66%，前二十大厂商的份额在 75% 以上。目前最大的供应商是力拓，产能达到 4200 万吨，占全球的 17%，其次为美铝，产能达到 2750 万吨，占比 11%。中国铝土矿资源相对贫乏，最大的厂商是中国铝业，产能为 1700 万吨左右，仅占全球的 7%，但在国内的份额约为 25%。

图表 19: 全球前十大铝土矿生产商

排名	铝土矿公司	总产能 (千吨)	市场份额
1	Rio Tinto	41,851	16.8%
2	Alcoa	27,486	11.0%
3	South32	17,232	6.9%
4	Alumina Limited	17,228	6.9%
5	Chalco	17,000	6.8%
6	SMB-WAP	10,000	4.0%
7	Hydro Aluminium	9,447	3.8%
8	UC Rusal	9,121	3.7%
9	Vale	7,813	3.1%
10	Government of Guinea	7,350	3.0%
	小计	164,527	66.1%

资料来源：Woodmac，中金公司研究部

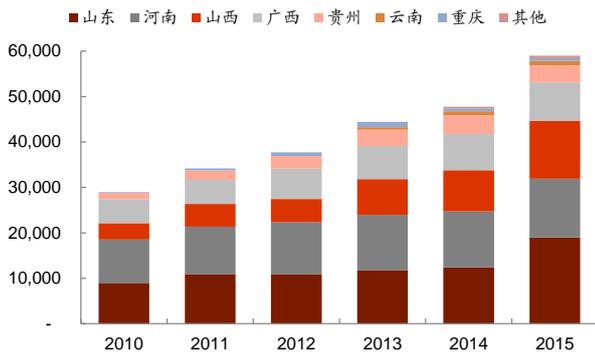
长期来看全球铝土矿供应充足，但国内依然偏紧。全球铝土矿资源储量丰富，印尼禁止原矿出口政策出台后，马来西亚、印度、几内亚等地铝土矿产量不断增长，我们认为长期铝土矿供应相对充足。但国内资源相对稀缺，拥有铝土矿的公司盈利能力更强。

氧化铝短期供应偏紧，价格仍将维持高位

氧化铝生产集中在山东、河南、山西和广西。目前国内氧化铝总产能为 7500 万吨，预计今年产量 6000 万吨，产能利用率 80%，其中 90% 集中在山东、河南、山西和广西，占比分别为 32%、22%、22% 和 14%，最近几年国内氧化铝增量主要来自于山东和山西地区。其中山东主要使用进口铝土矿，其他地区以国产铝土矿为主。

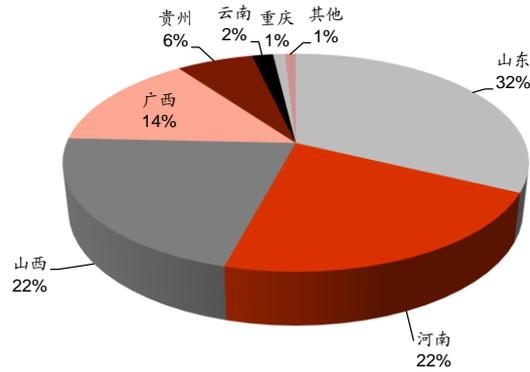


图表 20：中国历史氧化铝产量（千吨）



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

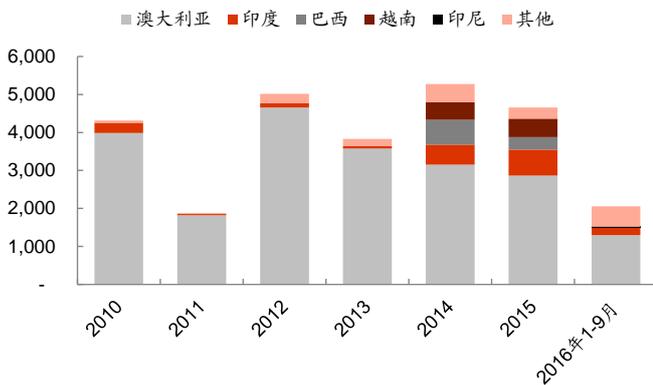
图表 21：中国氧化铝产量分布



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

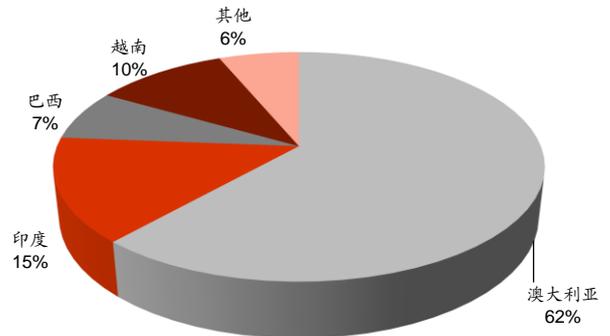
中国铝资源相对匮乏，除直接进口铝土矿外，也进口少量氧化铝，平均年进口量在 400 万吨左右，其中 60% 以上来自于澳大利亚。2014 年印尼禁止原矿出口，中国企业陆续到当地投资建设氧化铝厂，2016 年上半年中国宏桥在印尼的氧化铝项目正式投产，预计今年出口到中国的量约为 30~50 万吨，未来有望进一步增加。

图表 22：中国历史氧化铝进口量（千吨）



资料来源：海关总署，中金公司研究部

图表 23：中国氧化铝进口结构



资料来源：海关总署，中金公司研究部

氧化铝产能主要集中在大型电解铝厂商。目前全球氧化铝行业集中度较高，前十大厂商的市场份额约为 74%，除传统的电解铝厂，如中铝、宏桥、信发、美铝等，还有国际矿业龙头，如力拓集团，其拥有丰富的铝土矿资源。随着国内电解铝产能的逐步投放，氧化铝产量也随之增长，目前国内前四大氧化铝生产商（中铝、宏桥、信发和锦江）在国内的市场份额达到 65% 左右。其中，中国铝业上市公司氧化铝产能 1400 万吨，在国内的市场份额约为 21%。

图表 24：全球前十大氧化铝生产商

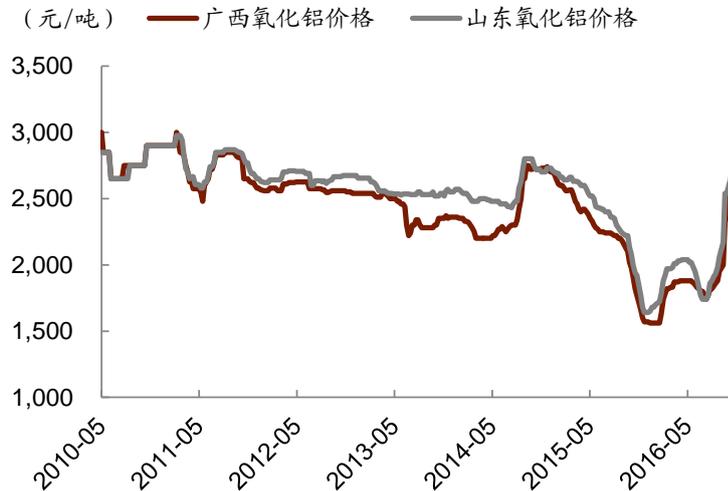
氧化铝公司	总产能（千吨）	市场份额
1 美国铝业	16,500	13.8%
2 中国铝业	14,000	11.7%
3 魏桥集团	11,000	9.2%
4 信发铝业	10,682	8.9%
5 力拓集团	8,283	6.9%
6 俄罗斯铝业	7,525	6.3%
7 海德鲁	5,620	4.7%
8 South32	5,274	4.4%
9 Alumina Limited	5,056	4.2%
10 锦江集团	4,650	3.9%
小计	88,591	73.9%
	119,876	

资料来源：Woodmac，中金公司研究部



受电解铝产量回升以及成本增加影响，氧化铝价格上涨超过1000元/吨。氧化铝的价格主要取决于氧化铝供给和电解铝产量，即对氧化铝的需求。2015年四季度，国内电解铝行业关停产能490万吨，2016年上半年国内电解铝产量出现负增长，导致氧化铝价格最低跌至1500~1600元/吨。但7月份开始，国内电解铝产量回升拉动氧化铝需求，煤炭和烧碱价格上涨、以及运输受阻推升成本，北方地区氧化铝价格已经超过3000元/吨。

图表 25：主要产区氧化铝价格



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 26：2016~18 年中国氧化铝新建及拟建产能（万吨）

企业	区域	现有产能	新建产能	投产时间	当前进度
中铝河南分公司	华中	120	100	2016年底	试投产
东方希望	华北	100	100	2016年底	在建
山西柳林森泽煤铝有限公司	华北	60	60	2017年1Q	推迟
文山氧化铝公司	西南	80	80	2017年1H	在建
山东魏桥集团	华东	1,250	200	2017年	在建
中铝黄骅港项目	华北	0	200	2017年底	在建
中电投贵州金元	西南	0	80	2018年	在建
山西同德绿叶	华北	0	100	2018年	停滞
山西信发	华北	160	160	2018年	工程筹备
内蒙古鑫旺	华北	50	50	2018年	停滞
小计			1,130		

资料来源：上海有色网，中金公司研究部

短期氧化铝供应依然紧张。向前看，我们认为短期氧化铝产能恢复需要时间，年底前供应将维持紧张，年内供应存在50万吨左右的缺口。但长期来看，行业进入壁垒较低，未来两年仍有超过900万吨的新增投产规划。且氧化铝关停和重启成本较低，关停需要1天时间，重启也仅需3天，供需调节速度较高。若价格持续上涨，将有更多产能投放。预计明年氧化铝价格将维持在2500~2800元/吨左右。

图表 27：中国氧化铝行业供需平衡表（千吨）

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
氧化铝产量	31,000	38,000	40,500	46,000	50,500	59,000	62,000	66,000
氧化铝进口量	4,312	1,880	5,019	3,831	5,276	4,654	3,500	4,000
总供给	35,312	39,880	45,519	49,831	55,776	63,654	65,500	70,000
电解铝产量	17,300	19,800	22,500	24,900	27,600	31,413	33,000	35,000
总需求	34,600	39,600	45,000	49,800	55,200	62,826	66,000	70,000
供需缺口	712	280	519	31	576	828	-500	-

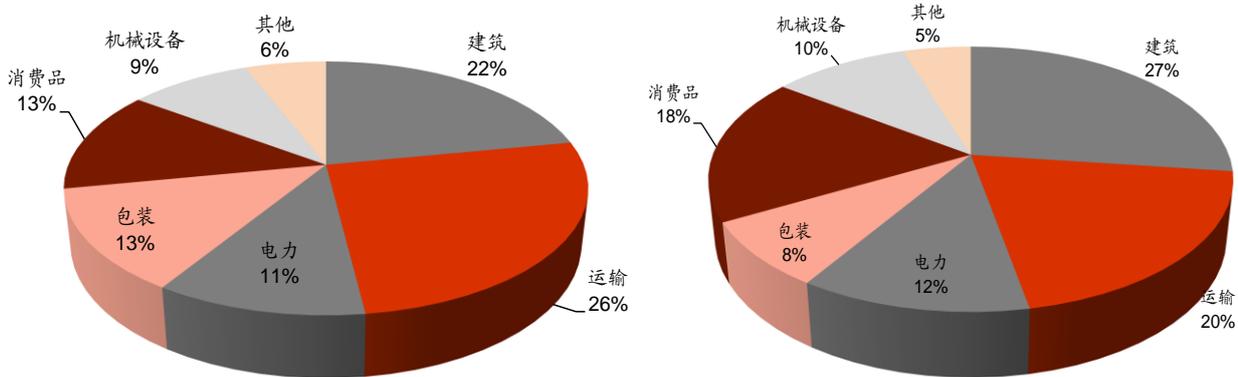
资料来源：上海有色网，国家统计局，中金公司研究部



电解铝供需局面继续改善，原材料涨价对价格形成支撑

需求受经济影响有限，预计2017年增长6%。铝主要应用在交通运输、建筑、电力、包装等相关领域。在全球铝消费中占比最大的是交通运输（25%），其次为建筑（23%）。在我国铝消费结构中占比最大的是建筑（27%），其次是交通运输（20%），消费类的需求占比接近50%，受宏观经济增速放缓的影响有限，而像交通运输、电子产品和包装类产品依然有较高增长。

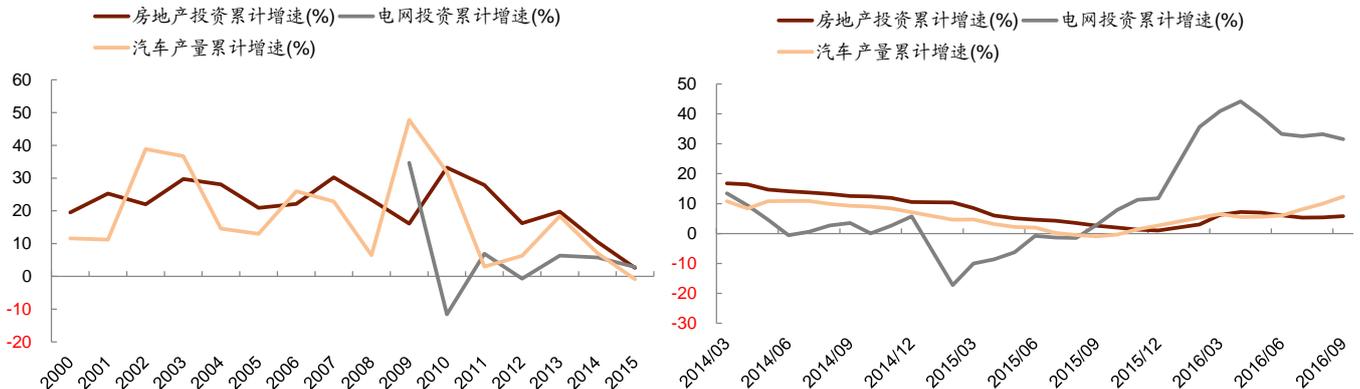
图表 28：全球铝下游需求结构（左图）；中国铝下游需求结构（右图）



资料来源：Woodmac，中金公司研究部

2016年以来电解铝的主要下游行业房地产、电网投资以及汽车有了明显改善。1~9月累计增速分别达到5.8%、32%和12%。其中，三季度汽车产量增速强劲，电网投资增速虽然自5月份以来有所回落，但仍然维持在较高水平。随着经济转型和消费升级，消费相关的铝需求（电子、电器、包装）以及汽车和轨交的轻量化需求将发挥越来越大的作用，比如电力行业铝代铜、汽车行业铝代钢、铝代锌等。我们预计2017年全国铝需求同比增长~6%。

图表 29：铝主要下游应用领域需求增速加快



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

新投产高峰已经过去，复产规模有限。我们预计2016年国内电解铝新增产能约为400万吨，其中1~10月份已经投产250万吨，2017年新增产能300万吨，之后若发改委不再新批项目路条，国内基本没有新增产能。今年底国内总产能4100万吨，2017年底4400万吨，产能利用率将从去年的77%回升至80%以上。此外，去年底国内关停产能490万吨，年初至今仅复产150万吨。整体来看，产能增长低于前期预期，产能利用率有望继续提升。



煤炭行业限产推升煤价，自备电厂成本显著增加。今年4月份以来煤炭行业实行“276天”限产政策，煤炭价格年初至今累计上涨348元/吨至714元/吨。目前国内电解铝行业自备电比例约为70%，其中主产区山东、新疆和内蒙的自备电比例在90%以上，煤价上涨将显著增加拥有自备电厂的电解铝公司成本。假设下半年煤炭均价环比上半年上升150元/吨，则电力成本将增加0.06元/度（含税），影响电解铝成本810元/吨（含税），部分抵消了铝价上升的利好。

氧化铝价格上升也增加铝厂成本。电解铝的主要成本包括电力、氧化铝和碳素，占比分别为35%、35%和20%。除了煤价大幅上涨，十一之后国内氧化铝价格也回升600元/吨至2600元/吨，预计也将增加电解铝成本1170元/吨（含税）。煤价和氧化铝同时涨价将提升行业平均成本，对价格形成支撑。

自备电比例低及拥有氧化铝厂的企业将优先受益。今年上半年行业平均用电成本为0.28元/度（含税），其中拥有自备电厂的企业平均成本在0.25元/度以下，使用网电或直购电的企业成本平均在0.35元/度。随着煤价持续上涨，自备电成本上升，而网电和直购电价格短期并未发生变化，相应企业盈利改善将更加明显。

图表 30：秦皇岛煤价走势



资料来源：Sxcoal，中金公司研究部

图表 31：氧化铝价格走势



资料来源：亚洲金属网，中金公司研究部

行业基本面继续改善，成本对价格形成支撑。电解铝行业新增产能投产高峰已经过去，复产进度低于预期，且需求仍维持高个位数增长，行业基本面继续改善。此外，今年煤炭和氧化铝价格上涨使得行业成本曲线提高，铝价中枢也将随之上移，自备电比例低或氧化铝自给率高的企业更加受益。我们假设2017年煤炭均价530元/吨，氧化铝均价2600元/吨，预计电解铝价格将维持在13000~14000元/吨。



图表 32：国内电解铝供需平衡表

单位：千吨	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
建筑及房地产	5,171	5,879	6,271	7,011	7,641	8,229	8,804	9,245	9,707
交通运输	3,202	4,104	4,467	4,903	5,574	6,141	6,632	7,163	7,736
电力	2,159	2,198	2,565	2,991	3,300	3,624	3,914	4,110	4,315
包装	1,180	1,325	2,049	2,277	2,382	2,622	2,780	2,974	3,183
消费品	3,062	3,687	4,123	4,523	4,944	5,383	5,706	6,105	6,532
机械设备	1,755	2,019	2,105	2,418	2,683	2,959	3,107	3,262	3,425
其他	950	1,067	1,233	1,377	1,526	1,682	1,783	1,890	2,004
总需求	17,479	20,279	22,814	25,500	28,050	30,640	32,726	34,749	36,902
增速		16.0%	12.5%	11.8%	10.0%	9.2%	6.8%	6.2%	6.2%
总产量	17,300	19,800	22,500	24,900	27,600	31,000	33,000	35,000	37,000
增速		14.5%	13.6%	10.7%	10.8%	12.3%	6.5%	6.1%	5.7%

需求增速	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
建筑及房地产		13.7%	6.7%	11.8%	9.0%	7.7%	7.0%	5.0%	5.0%
交通运输		28.2%	8.8%	9.8%	13.7%	10.2%	8.0%	8.0%	8.0%
电力		1.8%	16.7%	16.6%	10.3%	9.8%	8.0%	5.0%	5.0%
包装		12.3%	54.6%	11.1%	4.6%	10.1%	6.0%	7.0%	7.0%
消费品		20.4%	11.8%	9.7%	9.3%	8.9%	6.0%	7.0%	7.0%
机械设备		15.0%	4.3%	14.8%	11.0%	10.3%	5.0%	5.0%	5.0%
其他		12.3%	15.6%	11.6%	10.9%	10.2%	6.0%	6.0%	6.0%
总需求		16.0%	12.5%	11.8%	10.0%	9.2%	6.8%	6.2%	6.2%

资料来源：上海有色网，中金公司研究部



上调盈利预测和目标价，上调评级至推荐

三季度业绩环比继续改善

中国铝业前三季度实现营业收入 914 亿元，同比下降 4%；归属母公司净利润 1.1 亿元，同比增长实现扭亏，对应每股盈利 0.007 元，扣非后净利润亏损 8.7 亿元，同比减亏 20.6 亿元。其中，三季度实现营业收入 417 亿元，同比/环比增长 44%/43%，归母净利润 5041 万元，折合每股收益 0.003 元，同比实现扭亏，环比增长 31%，扣非后净利润亏损 1.2 亿元，环比减亏 2500 万元。公司业绩同比/环比改善主要是得益于电解铝价格回升、生产成本下降，以及资产处置带来的投资收益。

评论：1) 三季度营业收入同比大幅增长，主要是由于贸易规模增加。2) 三季度国内电解铝现货均价 12720 元/吨（含税），同比/环比回升 6%/3%，是公司业绩改善的主要原因之一，环比增厚净利润 1.9 亿元。3) 但同期氧化铝均价仅为 1855 元/吨（含税），同比下滑 21%/8%，拖累业绩 2.1 亿元。4) 三季度财务费用同比下降 11%，主要是由于净有息负债规模减少 63 亿元，以及利率成本下降。

上调盈利预测，上调 A/H 股评级至推荐

考虑到公司成本进一步下降，以及氧化铝价格上涨超预期，我们上调 2016/17 年盈利预测 51%/119% 至 0.04 元/0.23 元。假设 2016/17 年电解铝均价 12400/13500 元/吨（含税），氧化铝均价 2070/2500 元/吨，电解铝制造成本同比 -9%/+2%，氧化铝成本 -6%/0%。

图表 33：主要盈利预测假设

	2016-new	2016-old	Dif	2017-new	2017-old	Dif
价格假设（元/吨）						
电解铝	10,598	11,222	-6%	11,538	11,620	-1%
氧化铝	1,769	1,800	-2%	2,137	1,836	16%
成本假设（元/吨）						
电解铝	9,532	9,787	-3%	9,699	9,473	2%
氧化铝	1,699	1,732	-2%	1,700	1,702	0%
产量假设（千吨）						
电解铝	2,800	3,240	-14%	3,600	3,240	11%
氧化铝	13,247	13,247	0%	13,645	13,645	0%
财务数据（百万元）						
营业收入	146,275	148,997	-2%	153,097	150,152	2%
营业成本	140,713	141,896	-1%	139,988	139,949	0%
毛利润	5,281	6,817	-23%	12,829	9,923	29%
利润总额	956	633	51%	5,743	2,470	133%
归属于母公司净利润	609	404	51%	3,446	1,574	119%
每股收益（元）	0.04	0.03	51%	0.23	0.11	119%

资料来源：中金公司研究部

长期业绩拐点已经出现，氧化铝和电解铝涨价为股价提供催化剂。公司股价年初至今 -3%，滞后于板块的 +20%。上调 A 股目标价 20% 至 6 元，对应 25x 2017e P/E，上调评级至推荐。上调 H 股目标价 58% 至 5 港币，对应 19x 2017e P/E，上调评级至推荐。



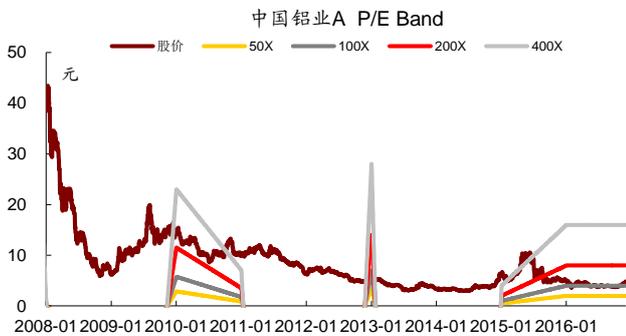
图表 34: 可比公司估值表

代码	评级	目标价	上涨空间(%)	股价	货币	YTD	市值 (百万元)	P/B(x)			P/E(x)			BPS			EPS			
				2016/11/28				2014A	2015A	2016E	2014A	2015A	2016E	2014A	2015A	2016E	2014A	2015A	2016E	2014A
黄金																				
紫金矿业H*	2899.HK	推荐	3.6	35%	2.7	港币	32%	80,978	2.1	2.1	2.6	24.3	33.4	24.3	1.3	1.3	1.6	0.11	0.08	0.11
紫金矿业A*	601899	推荐	5.1	38%	3.7	人民币	5%	72,115	2.9	2.9	2.3	33.6	46.3	33.6	1.3	1.3	1.6	0.11	0.08	0.11
招金矿业*	1818.HK	推荐	9.8	41%	7.0	港币	59%	20,642	2.4	1.9	1.9	46.4	69.6	40.9	2.9	3.6	3.7	0.15	0.10	0.17
中金黄金*	600489	中性	15.4	18%	13.0	人民币	40%	45,003	4.5	4.6	4.1	652.0	434.7	86.9	2.9	2.9	3.2	0.02	0.03	0.15
山东黄金*	600547	中性	40.0	4%	38.5	人民币	83%	71,443	5.9	5.7	5.0	65.8	93.8	40.9	6.5	6.8	7.6	0.58	0.41	0.94
基本金属																				
中国铝业H*	2600.HK	推荐	5.0	37%	3.6	港币	42%	73,921	1.9	1.5	1.5	n.a.	396.3	91.0	1.9	2.5	2.5	-1.09	0.01	0.04
中国铝业A*	601600	推荐	6.0	24%	4.8	人民币	-3%	65,830	2.6	2.0	1.9	n.a.	632.6	121.0	1.9	2.5	2.5	-1.09	0.01	0.04
中金岭南*	000060	推荐	15.0	7%	14.0	人民币	0%	30,910	4.7	3.9	3.7	66.5	155.2	82.2	3.0	3.6	3.7	0.21	0.09	0.17
驰宏锌锗*	600497	确信买入	9.0	-3%	9.3	人民币	68%	39,910	5.5	5.8	5.6	231.5	926.0	185.2	1.7	1.6	1.7	0.04	0.01	0.05
中国宏桥*	1378.HK	推荐	7.7	8%	7.2	港币	55%	51,907	1.6	1.4	1.2	9.5	14.3	7.4	4.5	5.0	5.8	0.75	0.50	0.97
五矿资源	1208.HK				2.5	港币	82%	19,996	21.5	18.5	22.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	0.1	0.1	-0.21	-0.04	0.00
小金属																				
洛阳钼业H*	3993.HK	确信买入	2.5	18%	2.1	港币	46%	70,992	2.4	2.0	2.0	19.5	46.8	43.9	0.9	1.0	1.1	0.11	0.05	0.05
洛阳钼业A*	603993	确信买入	6.0	39%	4.3	人民币	-3%	63,222	5.0	4.2	3.9	39.9	95.6	89.7	0.9	1.0	1.1	0.11	0.05	0.05
金钼股份*	601958	中性	8.5	-3%	8.7	人民币	5%	28,136	2.1	2.1	2.2	146.4	872.0	n.a.	4.2	4.1	4.0	0.06	0.01	0.00
章源钨业*	002378	中性	12.5	11%	11.3	人民币	-6%	10,425	5.0	5.5	5.4	161.1	n.a.	1128.0	2.2	2.1	2.1	0.07	-0.17	0.01
湖南黄金*	002155	中性	15.0	20%	12.5	人民币	39%	15,038	4.4	4.1	4.0	83.4	417.0	156.4	2.8	3.0	3.1	0.15	0.03	0.08
厦门钨业*	600549	中性	28.0	-2%	28.7	人民币	52%	31,020	4.2	4.7	4.7	70.3	n.a.	220.6	6.9	6.1	6.1	0.41	-0.61	0.13

注: 标注*的公司为中金公司预测, 其余为市场一致预期

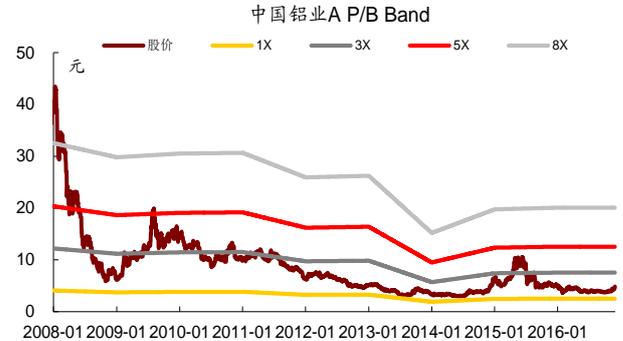
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 35: 中国铝业 A 股 P/E bands



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 36: 中国铝业 A 股 P/B bands



资料来源: 彭博资讯, 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股份有限公司（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，但中国国际金融股份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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。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。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

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、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告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。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告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”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。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。

本报告由受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”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将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，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

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

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

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。

V160908
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
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

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市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

Singapore

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

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

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

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

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

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

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

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

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

