



中国：有色金属

中国铝业(601600/6.15 元)：中性

中国铝业调低现货氧化铝价格 23%至 2000 元/吨

中金公司研究部

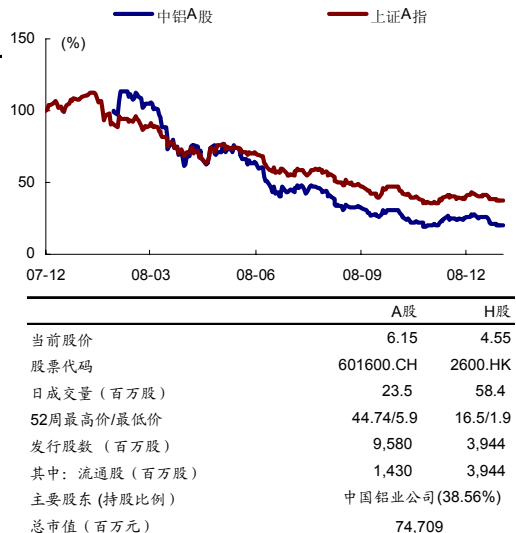
分析员：丁申伟(dingsw@cicc.com.cn)，李峥(lizheng@cicc.com.cn)

电话：(8610)6505-1166

..... 2009 年 1 月 5 日

中国铝业主要财务数据及股价表现

(mn Rmb)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	61,896	76,180	54,839	38,898	45,017
(+/-%)	64%	23%	-28%	-29%	16%
营业收入	16,951	14,966	3,000	1,418	2,011
(+/-%)	68%	-12%	-80%	-53%	42%
净利润	12,143	10,225	1,360	308	719
(+/-%)	74%	-16%	-87%	-77%	133%
每股盈利(元)	0.90	0.82	0.10	0.02	0.05
(+/-%)	74%	-9%	-88%	-77%	133%
每股股利(元)	0.16	0.05	0.02	0.00	0.01
股息收益率	2.6%	0.8%	0.3%	0.1%	0.2%
市盈率	6.8	7.5	61.1	269.8	115.7
市净率	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	4.4	4.6	11.4	14.1	12.3
净资产收益率	27%	18%	2%	1%	1%
投入资本平均回报率	21%	14%	2%	1%	2%



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

事件：

中国铝业股份有限公司宣布降低现货氧化铝价格 23%至 2000 元/吨。

评论：

中国铝业宣布降低现货氧化铝价格 23%，从 2600 元/吨至 2000 元/吨，符合我们预期，实际上此前中国铝业已宣布减少氧化铝产量。我们认为由于近期电解铝企业减产的逐渐增多导致氧化铝需求下降，使得氧化铝供应过剩进一步加剧，氧化铝价格面临下跌压力。根据我们的计算，目前中国氧化铝平均生产成本大约为 1900 元/吨，在供应过剩依然严重的情况下，现货氧化铝价格将继续处于氧化铝生产成本之下。

对于未来铝行业的看法，继续维持前期 2009 年投资策略报告的观点：预计 2009 年国内电解铝价格将创出历史低点，下跌至 9000 元/吨，行业的毛利率进一步下降，呈现前低后高的局面，电解铝行业进入整合期。我们预计 2009 年中国电解铝需求增速下降至 5.4%，其中国家推出的廉租房和经济适用房以及电网投资计划预计将带动建筑行业和电力行业对电解铝的需求分别增长 1.7%和 5.7%，而 2009 年中国电解铝产量增速仍然维持在 9.8%，国内电解铝市场继续供应过剩。电解铝企业将继续主动减产，由于当前电解铝企业的减产产能约占总产能的 9%，减产幅度难以改变市场过剩供应局面。只有出现电解铝企业更多的减产，库存出现明显下降，电解铝价格才可能企稳反弹，从历史上看，电解铝行业在进入亏损后，一般需要一年以上整合时间行业利润才有可能走出底部。



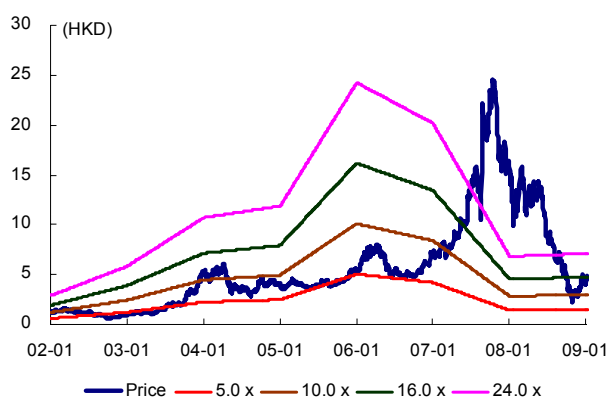
由于本次氧化铝降价，与我们预期相符，维持对中国铝业 2008 年每股 0.10 元的盈利预测，同时维持中国铝业 2009 年 0.02 元的盈利预测。目前公司的 08、09 年 A 股市盈率为 61 倍和 270 倍，市净率高达 1.4 倍，仍高于可比公司。H 股的 08、09 年市盈率分别为 39 倍和 175 倍，市净率为 0.9 倍，我们认为 09 年中国铝业 A 股的合理市净率区间为 0.6x~1.2x，H 股为 0.45x~0.8x。我们建议 09 年上半年采用波段投资操作策略，维持中国铝业 A 股和 H 股的“中性”投资评级。

表 1：铝业公司估值表

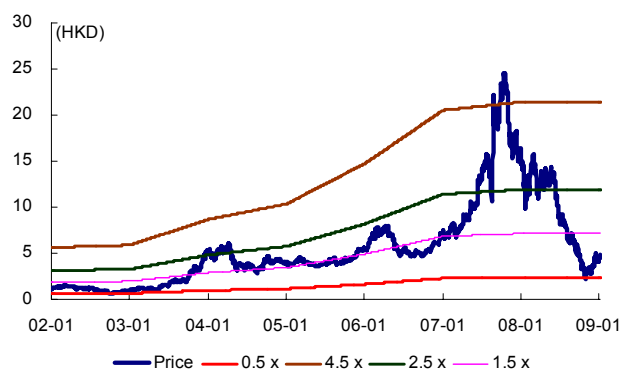
		股价	市盈率			EV/EBITDA			市净率			股息收益率		
		2009-1-2	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
国际综合有色金属公司														
CVRD	巴西雷亚尔	26.2	6.3	4.9	4.3	5.1	4.0	4.1	2.0	1.2	1.0	n.a.	3.5%	n.a
BHP Billiton	澳元	31.63	11.5	11.2	13.0	5.4	5.2	6.1	4.6	3.8	3.3	2.0%	2.1%	2.3%
Rio Tinto	英镑	16.94	6.0	4.1	5.9	6.8	3.4	4.4	1.4	1.2	1.1	8.0%	8.4%	8.7%
Hindalco	卢比	58.55	3.2	4.8	6.8	4.9	5.1	5.7	0.5	0.4	0.4	2.9%	2.9%	2.5%
平均值			6.7	6.2	7.5	5.5	4.4	5.1	2.1	1.7	1.5	4.3%	4.2%	4.5%
中值			6.1	4.8	6.4	5.2	4.6	5.1	1.7	1.2	1.1	2.9%	3.2%	2.5%
一体化铝业公司														
Alcoa	美元	12.11	4.1	8.1	32.6	4.6	6.0	8.9	0.6	0.7	0.7	5.6%	5.6%	5.6%
National Aluminum	卢比	207.9	8.2	10.8	16.2	4.2	n.a	n.a	1.5	n.a	n.a	2.9%	3.0%	2.9%
平均值			6.1	9.5	24.4	4.4	6.0	8.9	1.1	0.7	0.7	4.3%	4.3%	4.2%
中值			6.1	9.5	24.4	4.4	6.0	8.9	1.1	0.7	0.7	4.3%	4.3%	4.2%
纯铝业公司														
Century Aluminum	美元	11.72	n.m.	2.3	n.m.	2.2	1.9	6.3	1.4	0.4	0.4	0.0%	0.0%	0.0%
平均值			n.m.	2.3	n.m.	2.2	1.9	6.3	1.4	0.4	0.4	0.0%	0.0%	0.0%
中值			n.m.	2.3	n.m.	2.2	1.9	6.3	1.4	0.4	0.4	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 1：中国铝业 H 股的 PE BAND



PB BAND



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部



表 2: 中国铝业主要财务数据及假设

主要假设	2005	2006	2007	2008E	2009E
现货氧化铝价格 (元/吨)	4,440	4,510	3,760	3,600	2,400
氧化铝产量 (千吨)	8,108	9,217	10,304	9,354	9,876
电解铝价格 (元/吨)	16,819	20,460	19,789	17,064	11,883
电解铝产量 (千吨)	1,054	1,930	2,800	3,200	3,000
损益表	2005	2006	2007	2008E	2009E
营业额	37,826,486	61,896,265	76,180,448	54,839,327	38,897,688
销售成本	-25,542,555	-41,894,313	-57,216,996	-48,856,213	-35,125,736
毛利	12,283,931	20,001,952	18,963,452	5,983,114	3,771,952
营业利润	11,641,047	19,194,937	16,638,534	4,855,527	1,903,774
净利润	6,995,475	12,142,921	10,225,058	1,360,412	308,286
资产负债表	2005	2006	2007	2008E	2009E
流动资产	16,962,670	26,935,542	26,210,644	24,745,630	26,648,266
无形资产	721,479	1,081,424	1,469,767	1,469,767	1,469,767
固定资产净值	39,773,607	46,569,371	50,582,866	59,744,251	63,410,452
总资产	57,866,630	81,941,754	94,338,362	101,921,787	103,834,152
长期贷款	9,690,493	8,806,479	12,139,260	18,139,260	22,139,260
总负债	9,233,683	32,675,192	33,341,080	39,623,955	41,229,234
所有者权益	32,644,439	44,795,743	57,924,660	59,039,700	59,292,381
少数股东权益	1,560,455	4,470,819	3,072,622	3,258,133	3,312,536
财务比率	2005	2006	2007	2008E	2009E
毛利率	32.5%	32.3%	24.9%	10.9%	9.7%
净利润率	18.5%	19.6%	13.4%	2.5%	0.8%
净资产收益率	21.4%	27.1%	17.7%	2.3%	0.5%
资产负债率	16.0%	39.9%	35.3%	38.9%	39.7%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

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

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

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

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我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。我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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。